



打造“将淖-红淖”通路，开启能源物流新征程

——广汇物流(600603.SH)首次覆盖报告

核心观点

立志成为“一带一路”领先的供应链平台运营商。公司目前收入主要来自于商品房销售，近年来加快向供应链物流平台运营商转型。2020年6月，公司出资4.54亿元获得将淖铁路18.92%的股权，成为其第三大股东，正式进军能源物流领域；2022年再次加码，收购红淖三铁路公司92.77%的股权，成为其第一大股东。待红淖铁路收购完成后，公司将拥有431公里的将淖铁路和435公里的红淖铁路合计共866公里的战略铁路资产，助力公司能源物流转型。

打通将淖-红淖通路，打造“黄金通道”。首先，从运力需求端看，“十四五”时期新疆获新增煤炭产能1.6亿吨/年，总产能或将达到4.6亿吨/年，产量4亿吨/年以上，产能增量催发运输需求；其次，从运输必要性看，新疆周边地区存较大煤炭缺口，2021年甘肃煤炭缺口约662.1万吨，川渝地区煤炭缺口近1亿吨，自新疆运出煤炭成本与环保优势凸显；再次，从资源禀赋来看，红淖线主经哈密地区，该地区煤炭资源禀赋优质，且正打造国家级煤炭基地，该地区2021年煤炭产量为8427.9万吨，预计2025年为9000万吨，2030年达到1.5亿吨；最后，从运能端来看，红淖铁路初期运能为3950万吨，改造后运能达5000万吨，预计2023年底将达6000-8000万吨，远期将达1.5亿吨；将淖铁路方面，初期设计运能为2250万吨，远期为4760万吨。将淖铁路是红淖铁路的西延线，待二者运能落地后，协同效应显著，将共同打造能源运输的“黄金通道”。

物流板块蓄力，业绩释放可期。首先，公司顺利收购格信项目，该项目已成为自治区“十四五”重点项目，且地处临空经济区的核心区域，将充分享受区位优势，拓展公司物流短、中、长期发展空间。其次，2021年内，公司的冷链物流仓储业务出租率从23%上升至最高达91%，业务高速增长可期，冷链物流运输板块或将释放利润增量。

投资建议

能源物流再下一城，运能即将落地迎来发展期，公司将呈现盈利新格局，预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为8.30/9.01/12.07亿元，对应的EPS分别为0.66/0.72/0.96元。以2022年7月29日收盘价10.73元为基准，对应PE分别为16.24/14.96/11.17倍。结合行业景气度，我们看好公司发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

房地产调控政策收紧、铁路物流盈利状况不及预期、行业竞争加剧等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3317.35	4458.55	4885.43	5735.71
增长率(%)	-24.51	34.40	9.57	17.40
归母净利润	572.90	830.32	901.40	1207.42
增长率(%)	-30.46	44.93	8.56	33.95
EPS(元/股)	0.48	0.66	0.72	0.96
市盈率(P/E)	8.27	16.24	14.96	11.17
市净率(P/B)	0.93	2.17	1.90	1.62

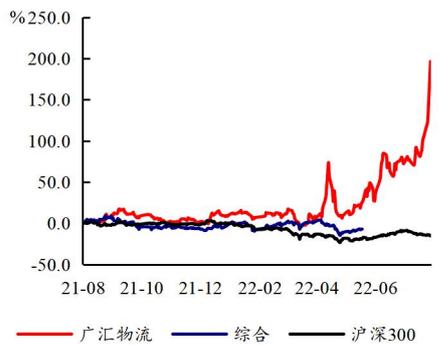
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价基准为2022年7月29日收盘价10.73元

评级 强烈推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 李子卓
资格证书 S1710521020003
电子邮箱 lizz@easec.com.cn
联系人 丁俊波
电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1257.03
流通A股/B股(百万股)	1257.03/0.00
资产负债率(%)	59.68
每股净资产(元)	5.37
市净率(倍)	2.00
净资产收益率(加权)	4.86
12个月内最高/最低价	10.73/3.36

相关研究

正文目录

1. 能源运输再下一城，开启物流新征程	4
1.1. 立志成为领先的供应链平台运营商	4
1.2. 聚焦物流转型，房地产逐步退出	6
1.3. 物流板块将发力，盈利格局或改变	6
2. 打通将淖-红淖通路，打造“黄金通道”	8
2.1. 收购红淖铁路 92.77%股权，打造能源运输通路	9
2.1.1. 承接新疆煤炭运力需求，抓住契机实现腾飞	9
2.1.2. 自广汇能源接手，实现双层面更好协同	10
2.2. 运输需求或将大增，将淖-红淖通路合力承接	11
2.2.1. 哈密打造国家级煤炭基地，运输需求或将大增	11
2.2.2. “将-淖-红”协同效应显著，或将极大提高过货量	12
3. 物流板块蓄力，业绩释放可期	14
3.1. 顺利收购格信项目，拓展物流发展空间	14
3.2. 美居物流园平稳征迁，助力公司战略转型	15
3.3. 冷运稳步发展，生鲜供应链未来可期	17
4. 盈利预测	18
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1. 广汇物流历史沿革	4
图表 2. 公司实控人为孙广信先生	5
图表 3. 背靠广汇集团，实现产业协同	5
图表 4. 能源物流逐步推进	6
图表 5. 公司近五年营业收入情况	7
图表 6. 2021 年商品房销售业务营收占比 95.03%	7
图表 7. 公司近 5 年毛利水平表现	7
图表 8. 2017-2021 年公司毛利率有所下行	7
图表 9. 2022Q1 费用总额显著下降	8
图表 10. 2021-2022Q1 年公司费用率上行	8
图表 11. 公司近 5 年归母净利润走势	8
图表 12. 2017-2021 年公司净利率总体呈下滑趋势	8
图表 13. 2020 年新疆煤炭保有量居前四	9
图表 14. 2020 年我国煤炭资源分布集中	9
图表 15. 新疆“十四五”规划建设及储备煤矿项目新增产能状况	10
图表 16. 自广汇能源手中收购红淖铁路 92.7708%的股权	11
图表 17. 哈密地区煤炭预测储量达 5706 亿吨	11
图表 18. 2022 年乌铁局规划疆煤外运量	12
图表 19. 2022 年哈密地区计划煤炭外运量占疆煤总外运量的 71.3%	12
图表 20. 红淖-将淖铁路平面示意图	13
图表 21. 红淖铁路远期运能将达 1.5 亿吨	13
图表 22. “将-淖-红”协同效应显著	14
图表 23. 临空经济示范区“一心、一轴、六区、一廊”规划	15
图表 24. 美居物流园	16
图表 25. KL 星品汇项目	16
图表 26. 2016-2020 年食品烟酒在我国居民消费支出中占比最高	17
图表 27. 2016-2020 年中国人均食品烟酒消费支出稳步增长	17



图表 28. 2020 年中国生鲜食品零售规模超 5 万亿.....	17
图表 29. 汇领鲜地理位置优越.....	18
图表 30. 汇领鲜北站冷链物流基地.....	18

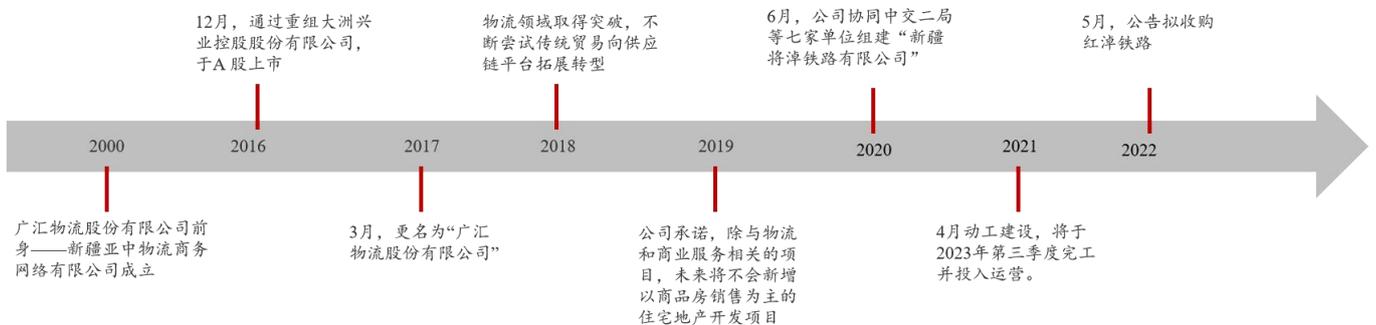
1. 能源运输再下一城，开启物流新征程

1.1. 立志成为领先的供应链平台运营商

立志成为“一带一路”领先的供应链平台运营商。公司现有营业收入主要来自商品房销售，但正在加快房地产业务去化，加快能源、商贸、冷链物流布局，积极向现代物流企业转型。地处新疆这一丝绸之路核心经济腹地，区位优势显著。向外，新疆是连接中亚、西亚、南亚的交通枢纽，毗邻八国，衔接欧亚大陆；向内，是我国向西开放的重要窗口。在我国建设国内国外经济双循环的战略背景下，公司向物流业务转型具有战略和市场双重优势，未来公司立志成为“一带一路”领先的供应链平台运营商。

定位愈加清晰，战略转型加速。公司成立于2000年，彼时公司名为新疆亚中物流商务网络有限公司；2016年，公司通过重组大洲兴业控股股份有限公司于A股上市，并于次年3月改名为广汇物流股份有限公司。近年来公司加速房地产业务去化，开启向能源、商贸、冷链物流企业的转型之路。2020年6月，公司协同中交二局等七家单位组建“新疆将淖铁路有限公司”，公司出资4.54亿元成为将淖铁路的第三大股东，该铁路于2021年1月开工建设，预计将于2023年Q3投入运营。

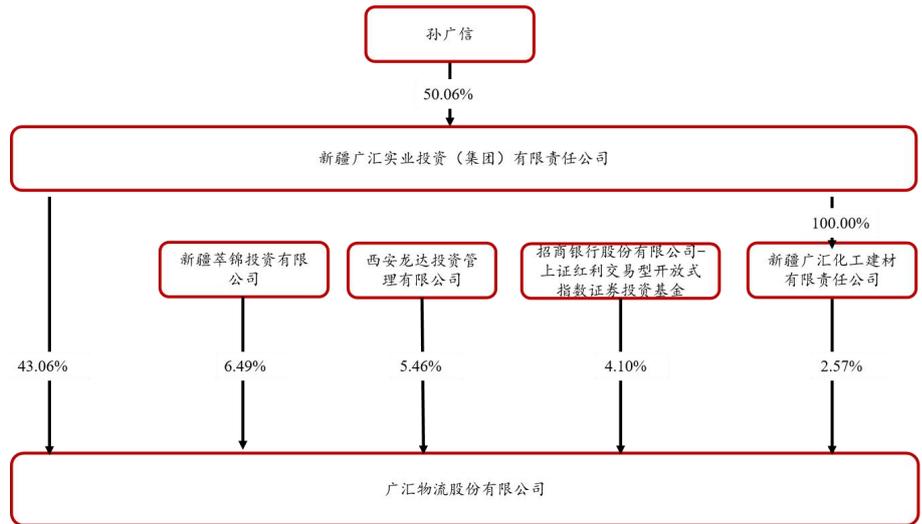
图表 1. 广汇物流历史沿革



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司第一大股东为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司，孙广信为实控人。截至2022年3月31日，目前公司的前五大股东分别为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司、新疆萃锦投资有限公司、西安龙达投资管理有限公司、招商银行股份有限公司-上证红利交易型开放式指数证券投资基金和新疆广汇化工建材有限责任公司，持股比例分别为43.06%、6.49%、5.46%、4.10%和2.57%。

图表 2. 公司实控人为孙广信先生



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所，截至 2022 年 3 月 31 日

背靠广汇集团，实现多产业协同。广汇集团始创于 1989 年，现已发展成为集“能源开发、汽车服务、现代物流、置业服务”四大业务板块为一体的多元化集团。集团实力强劲，2017-2021 年连续五年跻身“世界五百强”，旗下拥有广汇能源、广汇物流、广汇汽车、广汇宝信四家上市公司，2021 年，集团总资产 2721.19 亿元。背靠强大集团，广汇物流可充分利用“资源+市场”优势，实现产业协同。广汇能源在哈密淖毛湖地区建设了多个能源项目及淖柳公路，形成了一条煤化工循环经济产业链，未来或将为广汇物流提供业务增量。

图表 3. 背靠广汇集团，实现产业协同

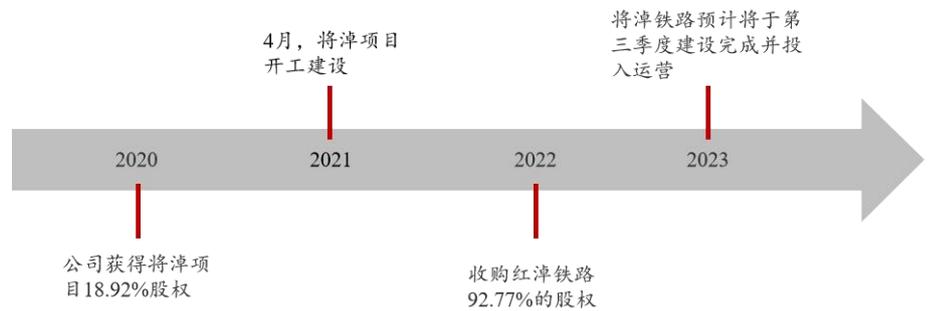


资料来源：广汇集团公司官网，东亚前海证券研究所

1.2. 聚焦物流转型，房地产逐步退出

将淖铁路推进顺利，收购红淖打造通路。公司自2020年开始进军铁路物流领域，标志事件为2020年6月广汇物流出资4.54亿元获得将淖铁路的18.92%股权，成为其第三大股东，迈出向能源物流战略转型的重要一步，2021年4月将淖项目开始开工建设，预计于2023年Q3建成并投入运营；2022年收购红淖铁路92.7708%的股权。待红淖铁路收购完成后，公司将拥有431公里的将淖铁路和435公里的红淖铁路合计共866公里的战略铁路资产，公司铁路物流企业转型更进一步。

图表 4. 能源物流逐步推进



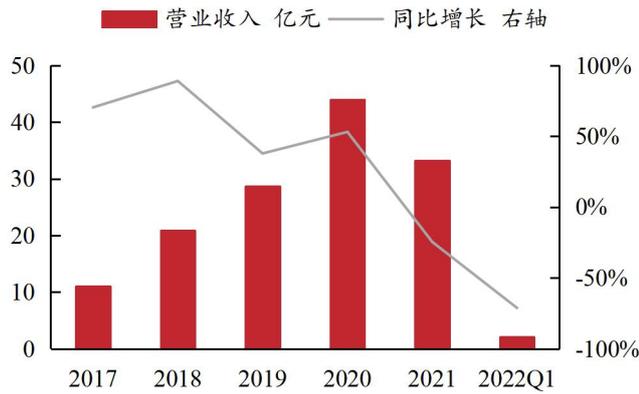
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

存量地产加快去化，剩余开发面积将于未来几年集中进行交付。公司自2019年便承诺，除与物流及商业服务等主业相关外，公司不会投建以商品房销售为主的住宅房地产项目，此举表明公司房地产业务去化的决心。公司存量房地产项目将于未来几年集中进行交付，未来房地产项目完成退出后，公司将迎来以物流为主业的发展新模式。

1.3. 物流板块将发力，盈利格局或改变

2021年商品房销售暂为主要营收来源，收购红淖铁路加速物流板块发力。营业收入方面，2022年第一季度公司实现营业收入2.04亿元，同比下降71.13%。营收结构方面，2021年公司营收主要来源为商品房销售、物业租赁和仓储运输，分别占比为95.03%、2.41%和1.21%，但随着公司完成将淖铁路的建设运营和红淖铁路的收购整合，将再添能源物流这一重要盈利增长极。

图表 5. 公司近五年营业收入情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

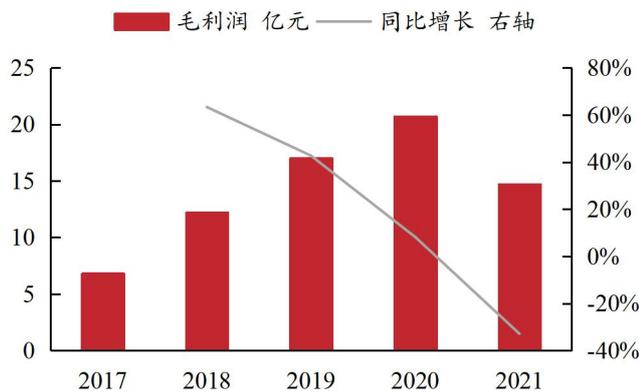
图表 6. 2021 年商品房销售业务营收占比 95.03%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2021 年公司毛利润下降明显，后续房地产业务退出或将极大改善盈利格局。毛利润方面，2021 年公司实现毛利润 14.7 亿元，同比下降 32.9%；毛利率方面，2021 年毛利率为 44.20%，较去年小幅下降 2.87pct，后续随着公司将房地产业务进行去化，公司盈利能力与房地产景气程度的相关性将降低，从而迎来新的盈利驱动模式。

图表 7. 公司近 5 年毛利水平表现



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

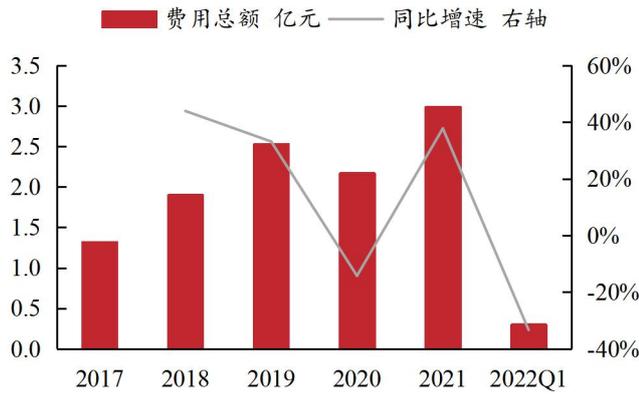
图表 8. 2017-2021 年公司毛利率有所下行



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2021-2022Q1 公司费用率有所上行。从费用的绝对规模来看，2022 年第一季度公司费用总额为 0.30 亿元，同比下降 33.3%。从费用率的变动情况来看，2021-2022Q1 年公司费用率上行，2022Q1 费用率为 14.7%，为近五年新高，后期房地产政策或有转暖迹象，公司费用率或将降低。

图表 9. 2022Q1 费用总额显著下降



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

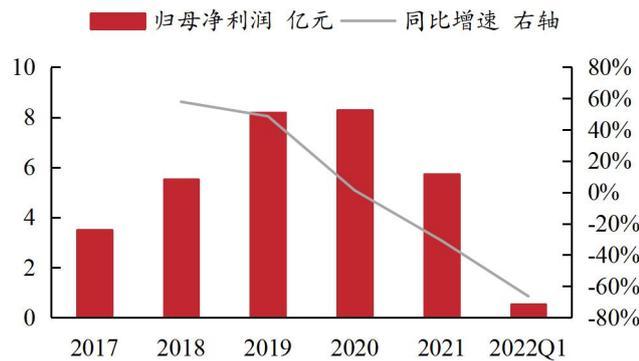
图表 10. 2021-2022Q1 年公司费用率上行



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2021 年净利率略有下滑，但下滑速度放缓。归母净利润总额方面，2022 年 Q1 公司实现归母净利润 0.52 亿，同比降低 66.5%。2021 年公司归母净利润为 5.73 亿，同比降低 30.9%，净利率方面，2017-2021 年公司净利率总体呈下滑趋势，但 2021 年净利率下滑速度较 2020 年有所放缓。

图表 11. 公司近 5 年归母净利润走势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 12. 2017-2021 年公司净利率总体呈下滑趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 打通将淖-红淖通路，打造“黄金通道”

打通“将-淖-红”铁路通路，升级为“一主两翼”战略北翼的“黄金通道”。2022 年公司支付 41.76 亿元收购广汇能源持有的红淖三铁路公司 92.77% 的股权，完善公司能源物流运输布局，红淖铁路主经哈密地区，将承接哈密地区丰富的煤炭资源和新疆周边地区的运输需求，“十四五”时期新疆将有 4.6 亿吨/年的煤炭产能，从而催生大量煤炭运输需求，在此期间公司将淖铁路建成有 2250 万吨运能以及红淖铁路电气改造完成将有 6000-8000 万吨运能，公司集“天时地利”迎来发展黄金期，且“将-淖-红”铁路打通，将升级为“一主两翼”北翼的“黄金通道”。

2.1. 收购红淖铁路 92.77%股权，打造能源运输通路

2.1.1. 承接新疆煤炭运力需求，抓住契机实现腾飞

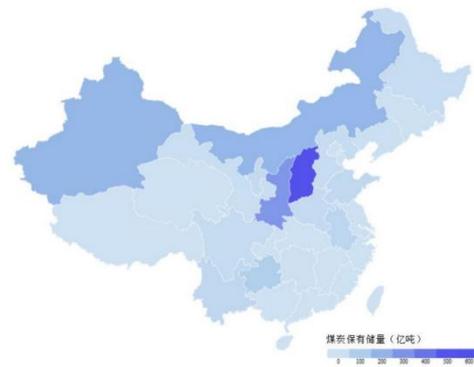
背靠新疆质优量大的煤炭资源，承接巨大的运力需求。新疆是我国重要的煤炭资源基地，煤炭资源丰富、优质且分布集中。首先，从总量上看，2020年新疆地区煤炭保有储量居全国第四位，为190.14亿吨，占全国的11.72%；其次，就分布地来说，分布较为集中，多集中分布于准噶尔、吐哈-巴里坤和伊犁地区，其中，准噶尔盆地预测煤炭储量为7000亿吨，吐哈地区为6600亿吨；最后，从煤炭质量来说，新疆地区煤质优良，适合发电及煤化工。就煤炭分布来看，我国煤炭分布呈现“西多东少，北多南少”的格局。

图表 13. 2020 年新疆煤炭保有量居前四

	煤炭保有储量 (亿吨)	占全国煤炭保有储量的比重
山西省	507.25	31.26%
陕西省	293.9	18.11%
内蒙古	194.47	11.98%
新疆	190.14	11.72%
贵州	91.35	5.63%
5省(自治区) 小计	1277.11	78.69%
全国	1622.88	100.00%

资料来源：《2020 年全国矿产资源储量统计表》，公司公告，东亚前海证券研究所

图表 14. 2020 年我国煤炭资源分布集中



资料来源：《2020 年全国矿产资源储量统计表》，公司公告，东亚前海证券研究所

“十四五”时期新疆将有 4.6 亿吨/年的煤炭产能，运输需求随之而增。碳中和的政策背景下，我国加快煤炭资源产能整合，加快东部低资源品位煤矿的退出，加大西部优质矿的开发力度，西部地区在能源保供方面的战略地位被摆到新的高度。2022年5月20日，新疆维吾尔自治区人民政府印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，明确指出自治区“十四五”时期获新增产能 1.6 亿吨/年，“十四五”时期总产能将达到 4.6 亿吨/年，产量 4 亿吨/年以上。“十四五”时期，新疆新增规划建设煤矿项目产能 9440 万吨，新增规划储备煤矿项目产能 5200 万吨，二者共计 1.46 亿吨，产能大增下，运输需求随之而增。

图表 15. 新疆“十四五”规划建设及储备煤矿项目新增产能状况

	地区	新增产能 (万吨/年)
新疆“十四五”规划建设煤矿项目	准噶尔区	5860
	吐哈区	2100
	库拜区	250
	伊犁区	800
	巴州及南疆三地州	300
	兵团	130
小计		9440
新疆“十四五”规划储备煤矿项目	准噶尔区	2800
	吐哈区	1770
	伊犁区	390
	兵团	240
小计		5200
合计		14640

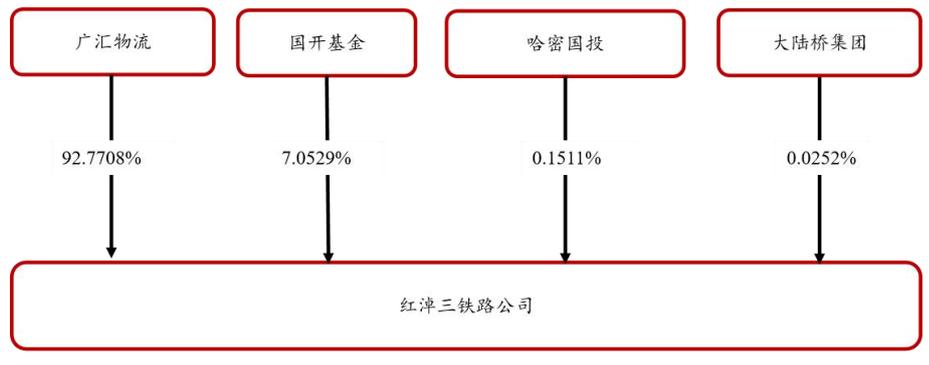
资料来源：《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，东亚前海证券研究所

地区分布不均，周边地区煤炭缺口严重。我国煤炭生产与消费的地区不平衡现状催发煤炭运输需求，新疆地区外运煤炭主要供应甘肃、青海和川渝地区。据《2021年甘肃省国民经济和社会发展统计公报》，2021年甘肃煤炭缺口约662.1万吨；根据中国煤炭网数据，2021年川渝地区煤炭供需缺口近1亿吨。甘肃、川渝地区与新疆毗邻，新疆能源运输物流打通将有助于新疆地区生产的煤炭向周边运出，降低运力成本与长距离运输的碳排放。

2.1.2. 自广汇能源接手，实现双层面更好协同

自广汇能源接手红淖铁路，公司&集团实现更好协同。新疆红淖三铁路有限公司成立于2011年，红淖铁路于2019年建成通车，是以煤炭集运为主的货运铁路，全长435.6公里。本次收购是由广汇物流支付41.76亿元的现金给广汇能源，从而获得红淖三铁路公司92.7708%的股权。对红淖铁路的收购将给广汇物流带来集团层面和公司内部的双效协同效果。集团层面，双方均可聚焦主业且避免关联交易；于公司内部，有利于广汇物流将红淖铁路与将淖铁路进行协同整合，进一步完善公司物流产业链布局。

图表 16. 自广汇能源手中收购红淖铁路 92.7708%的股权



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.2. 运输需求或将大增，将淖-红淖通路合力承接

2.2.1. 哈密打造国家级煤炭基地，运输需求或将大增

红淖线主经哈密地区，煤炭资源禀赋优质。哈密地区内预测储量总量为 5706 亿吨，可采储量约为 470 亿吨。哈密地区煤炭外运量大。2022 年乌铁局规划新疆煤炭运量为 1.024 亿吨，其中煤炭出疆外运量为 3907.5 万吨，占比 38.2%；从具体的地区来说，哈密地区是疆煤外运主力，2022 年规划外运量为 2785 万吨，占新疆煤炭总外运量的 71.3%。

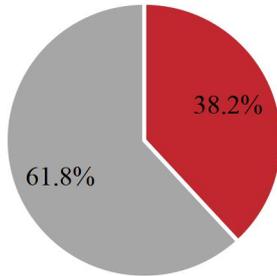
图表 17. 哈密地区煤炭预测储量达 5706 亿吨

矿区		预测储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)
哈密北	三塘湖矿区	586	186
	淖毛湖矿区	239	110
	巴里坤矿区	27	11
	小计	852	307
哈密南	沙尔湖矿区	667	
	三道岭南勘探区	192	
	大南湖矿区东区	168	76
	大南湖矿区西区	147	80
	三道岭矿区	20	7
	野马泉矿区	15	
	小计	1209	163
其他	周边地区	3645	
矿区合计资源		5706	470

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 18. 2022 年乌铁局规划疆煤外运量

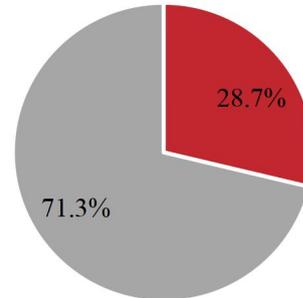
■ 疆煤外运量占比
■ 疆煤非外运量占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 19. 2022 年哈密地区计划煤炭外运量占疆煤总外运量的 71.3%

■ 除哈密外地区的疆煤外运量占比
■ 疆煤外运量占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

哈密加速打造国家级煤炭基地，煤化工运输需求或将大增。哈密地区正加强资源开采，建立煤化工产业链。除煤炭资源的外运需求外，根据《哈密新型综合能源基地总体规划》，哈密地区现有多个化工项目建设，其中，提质煤总设计产能为 2285 万吨/年，油品 539 万吨/年，甲醇 110 万吨/年，其他化工产品 190 万吨/年，一条煤化工产业链正加紧规划部署中，创造潜在运输需求增量。

2.2.2. “将-淖-红”协同效应显著，或将极大提高过货量

红淖-将淖铁路是黄金路段。红淖铁路全长 435.6 公里，将淖铁路是红淖铁路的西延线，东接淖毛湖，西延将军庙，长 434.89 公里，预计 2023 年三季度通车。首先，从资源禀赋上来说，红淖-将淖铁路地处煤炭资源丰富的准东和哈密两大区域，主要经过准东、三塘湖、巴里坤、淖毛湖等矿区，以上矿区的煤炭资源预测储量合计为 5500 亿吨，探明储量为 2600 亿吨，资源储量大。其次，从地理位置上来说，红淖-将淖铁路西连乌准铁路，东接兰新线和临哈线，是我国进出疆铁路“一主两翼”战略的北翼要地，该线路建成后将成为货物进出疆的重要通道，对准东矿区、三塘湖矿区和淖毛湖矿区的煤炭运输与调配将起到改善作用。

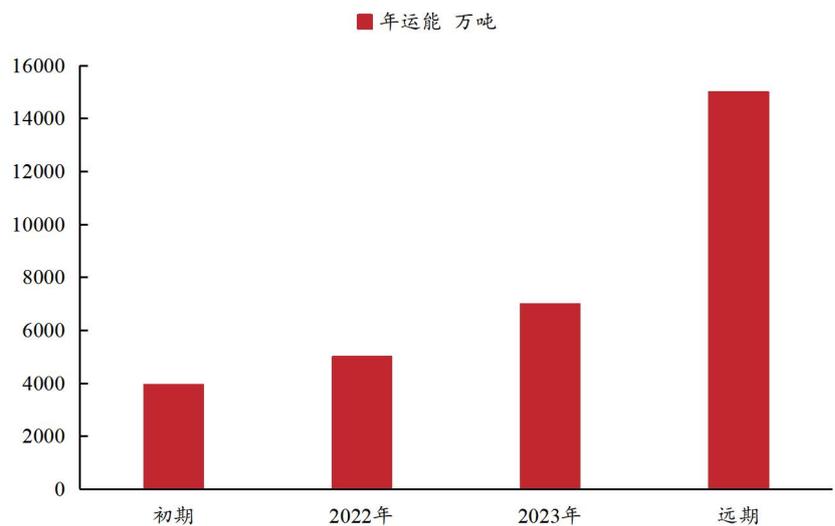
图表 20. 红淖-将淖铁路平面示意图



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

红淖铁路运能提升加速，远期将达 1.5 亿吨。红淖铁路初期运能为 3950 万吨，现正在进行电气改造，改造后运能达 5000 万吨，预计 2023 年底将达 6000-8000 万吨，远期将达 1.5 亿吨。将淖铁路方面，初期设计运能为 2250 万吨，远期为 4760 万吨。

图表 21. 红淖铁路远期运能将达 1.5 亿吨

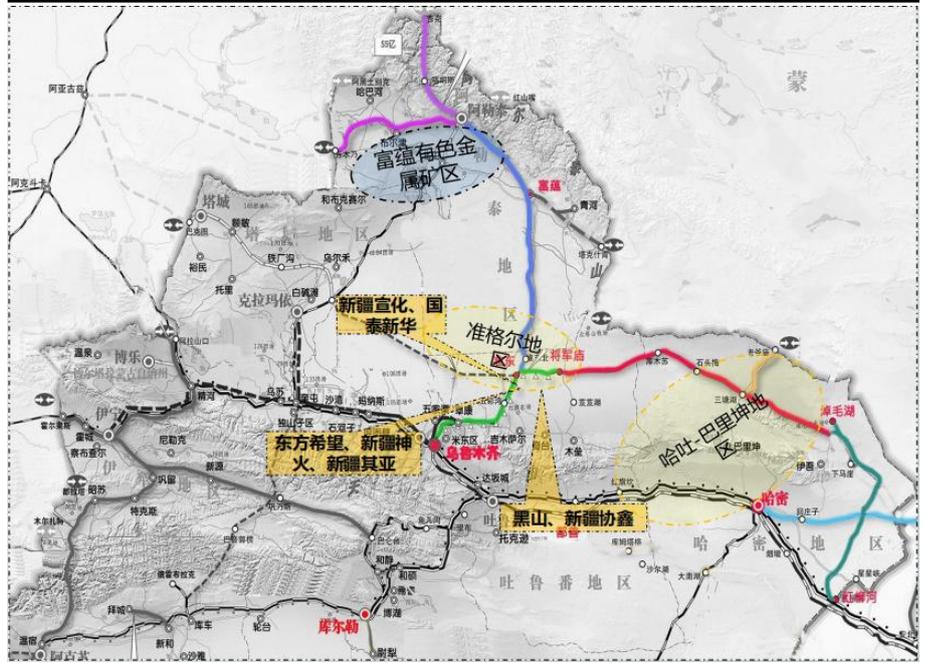


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

节约 26% 运输成本，经济效益大增。准东能源基地是国家级煤电、煤化工和煤电冶基地，预测煤炭储量 3900 亿吨，探明储量 2136 亿吨，资源禀赋优质。准东地区原有的出疆运输路线为：从将军庙绕道乌将线、兰新

线过红柳河。若从红淖-将淖铁路直接出疆，运距将由 1080 公里缩短至 780 公里，缩短近 28%；运费将从 202 元/吨缩减至 150 元/吨，降低 26%；运输时间将缩短 30%，极大提升运输效率和经济效益，因此“将-淖-红”协同或将极大提高过货量。

图表 22. “将-淖-红”协同效应显著



资料来源：《新建淖毛湖至将军庙铁路可研总说明》，东亚前海证券研究所

协同集团设立子公司，完善能源物流建设配套。2022 年 7 月 27 日，公司发布公告称，公司全资子公司四川汇晟物流有限公司与广汇集团共同设立广汇物流广元煤炭储配有限公司，四川汇晟股权占比为 80%，广汇集团为 20%。该新设公司的业务定位主要为从事铁路煤炭仓储建设及运营，并将作为铝锭、化肥等大宗商品的交易平台。广元储配公司为公司能源物流板块的建设配套，未来将为公司的能源运输发挥重要作用。

3. 物流板块蓄力，业绩释放可期

3.1. 顺利收购格信项目，拓展物流发展空间

地处临空经济区的核心地区，临空经济示范区是乌鲁木齐重点打造项目。2018 年 8 月 6 日，公司下属子公司亚中物流与广汇房产签订转让协议，转让后公司持有新疆格信投资有限公司 65% 股权。格信项目紧邻乌鲁木齐地窝堡国际机场，区位条件优质。临空经济示范区以空港为核心，以空港产业为发展轴，建设高新技术与高端制造产业区、临空现代服务业区、航空物流区、保税物流区、两港联动物流区、城市生活区等六区，建设北侧生态景观廊道，未来将形成“一心、一轴、六区、一廊”的空间结构。良好的区位优势将为公司提供短、中、长期发展空间。

格信项目已成为自治区、乌鲁木齐“十四五”重点投资项目。公司在收购完成后，将紧跟政府部署，打造“丝路之光”国际物流新城项目，建设新美居商贸物流园、汽车产业园、冷链物流园、特色文旅产业园、临空总部产业园，未来，格信项目或成为“一带一路”版图上的空港商贸物流新锚点，为公司带来长期稳定现金流和收益，为其物流主业构建长期发展空间。

图表 23. 临空经济示范区“一心、一轴、六区、一廊”规划

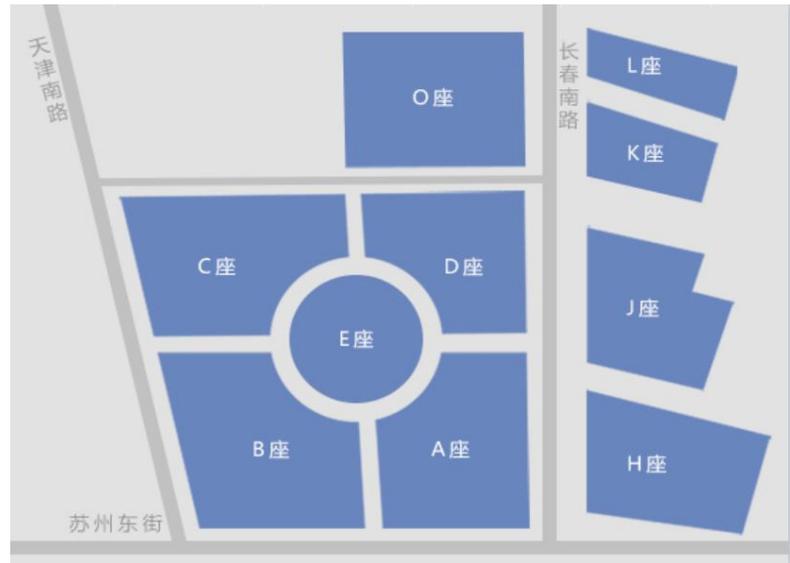


资料来源：乌鲁木齐市城市规划设计研究院，乌鲁木齐市政府网站，东亚前海证券研究所

3.2. 美居物流园平稳征迁，助力公司战略转型

美居物流园平稳征迁，助力公司战略转型。2021年3月16日，公司全资子公司亚中物流的广汇美居物流园项目部分楼座被纳入乌鲁木齐旧城改造项目，该项目正在平稳征迁。美居物流园项目由于建材市场竞争激烈等原因，面临出租率和收入逐年下降的经营劣势，借助美居城市改造，公司将加快美居物流园升级，助力公司战略转型。

图表 24. 美居物流园



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

KL 星品汇项目运营经验推开，美居板块新气象可期。KL 星品汇投建于 2016 年，标志着广汇集团向商业领域进军的决心。本次征拆，KL 星品汇并未包含在列，但随着后期征迁改造完成，公司将推广 KL 经验，发挥美居物流园与 KL 的复合优势，植入新零售、体验式消费等新理念，实现美居物流园业务转型，未来值得期待。

图表 25. KL 星品汇项目



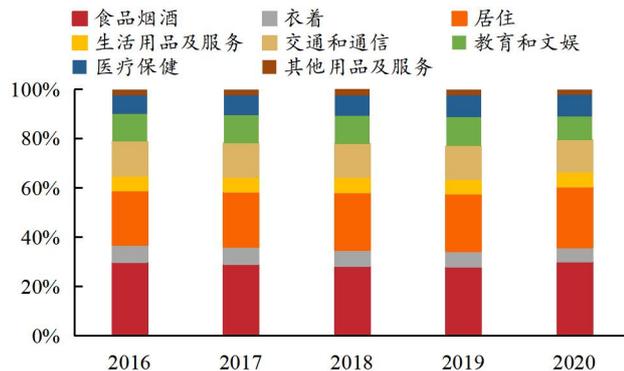
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

征迁将给公司带来良好现金流，助力公司后续改造。2021 年 7 月 19 日，乌鲁木齐高新技术产业开发区（新市区）发布根据《乌鲁木齐高新区（新市区）审计局关于新疆广汇美居物流园老城区改造项目征收补偿成本审计结果的函》，新疆亚中物流商务网络有限责任公司被征收房屋价值补偿及停产、停业损失征收补偿成本合计为 60.81 亿元，该笔赔偿款将为公司后续改造升级带来稳定现金流。

3.3. 冷运稳步发展，生鲜供应链未来可期

食品烟酒消费更具刚性，稳步增长创造物流需求空间。从我国居民消费支出的结构来看，食品烟酒占比最高，2021年占比达到30.2%，且该部分消费与人们的基本生活息息相关，需求更具刚性；但从中国人均食品烟酒消费支出来看，2016-2020年呈现逐年增长的态势，2020年为6397元。

图表 26. 2016-2020 年食品烟酒在我国居民消费支出中占比最高



资料来源：国家统计局，艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

图表 27. 2016-2020 年中国人均食品烟酒消费支出稳步增长



资料来源：国家统计局，艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

我国生鲜消费稳步增长，冷链市场空间广阔。从生鲜食品零售规模来看，2020年，我国生鲜食品零售规模超5万亿，艾瑞咨询预测，到2025年，我国生鲜食品零售规模或将达6.8万亿元，2020-2025年的年复合增速达6.2%。未来，随着我国生鲜食品零售规模的增长，对冷链运输的需求有望随之增强。

图表 28. 2020 年中国生鲜食品零售规模超 5 万亿



资料来源：国家统计局，艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

区位优势与技术加持，助力冷运业务崛起。公司的北站冷链物流基地项目位于乌鲁木齐市国际陆航区核心区域，紧邻临空经济示范区，对于发

展冷链物流有交通便利优势。公司正在着力打造“以冷链仓储和常温仓储为基础，以物流信息服务为纽带，以城市配送体系为延伸”的全链条智慧型物流基地，该项目获政府重视，2017年被评为乌鲁木齐市及高新区重点建设项目，未来或将引领新疆物流业发展。

图表 29. 汇领鲜地理位置优越



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 30. 汇领鲜北站冷链物流基地



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

项目稳步推进,2021年仓储业务出租率最高至91%。2021年疫情反复,对多行业造成较大冲击,极度考验企业运营能力。汇领鲜项目充分利用数字技术,上线防疫赋码平台,对货物进行实时追踪,极大克服疫情影响;此外,公司被确定为乌鲁木齐市冷链食品集中查验仓,2021年内仓储业务出租率从23%上升至最高达91%,且园区内有公司获每月100万政府资金补贴以及中央财政500万元项目资金支持,随着中国居民对冷链食品的需求量增大,未来公司冷链业务或将继续保持良好增长态势。

4. 盈利预测

公司红淖铁路收购落地,能源运输业务布局进一步完善,随着后续将淖-红淖铁路打通以及运量提升,预期公司业绩水平将持续上行。我们假设:

(1) 将淖-红淖铁路运费保持当前水平; (2) 公司铁路运量随着运能提升而加速释放,且将淖-红淖铁路将实现协同效应; (3) 商品房销售板块利润将于2022-2023年集中进行释放,并将在后续年份减少; (4) 冷链运输随着布局完善将迎来发展期。则公司2022年能源运输、商品房销售、仓储及运输三大主要业务板块的收入水平将分别为10.26亿元、32.46亿元和0.56亿元。

图表 31. 公司主要业务预测

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
能源物流					
收入			1026.35	1820.53	3210.98
YoY				77.38%	76.38%
毛利率			38.04%	41.75%	47.58%
收入占比			23.02%	37.26%	55.98%
商品房销售					
收入	4067.13	3151.92	3246.48	2856.90	2285.52
YoY		-22.50%	3.00%	-12.00%	-20.00%
毛利率	45.33%	44.36%	44.36%	44.36%	44.36%
收入占比	92.57%	95.01%	72.81%	58.48%	39.85%
物业租赁					
收入	212.73	80.45	80.45	80.45	80.45
YoY		-62.18%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	58.33%	19.18%	19.18%	19.18%	19.18%
收入占比	4.84%	2.43%	1.80%	1.65%	1.40%
仓储及运输					
收入	42.34	39.80	55.72	78.01	109.21
YoY		-6.00%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	93.32%	38.54%	56.10%	68.64%	77.60%
收入占比	0.96%	1.20%	1.25%	1.60%	1.90%
其他					
收入	71.27	45.18	49.55	49.55	49.55
YoY		-36.61%	9.67%	0.00%	0.00%
毛利率	70.71%	69.67%	67.29%	67.29%	67.29%
收入占比	1.62%	1.36%	1.11%	1.01%	0.86%
总收入	4393.47	3317.35	4458.55	4885.43	5735.71
YoY		-36.61%	9.67%	0.00%	0.00%
毛利率	47.07%	44.20%	42.97%	43.68%	46.76%

资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所预测

能源物流再下一城, 运能即将落地迎来发展期, 公司将呈现盈利新格局, 预期 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 8.30/9.01/12.07 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.66/0.72/0.96 元。以 2022 年 7 月 29 日收盘价 10.73 元为基准, 对应 PE 分别为 16.24/14.96/11.17 倍。结合行业景气度, 我们看好公司发展。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

房地产调控政策收紧、铁路物流盈利状况不及预期、行业竞争加剧等。

房地产调控政策收紧: 房地产政策若再度进一步收紧, 商品房销售将

受到较大影响，从而对公司的营业收入造成不利影响；

铁路物流盈利状况不及预期：公司向铁路物流企业转型，若铁路物流项目盈利不及预期，将对公司的资金回收及持续稳定经营造成不利影响；

行业竞争加剧：若铁路运输行业竞争加剧，或将进行价格战，从而对公司的营业收入造成不利影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3317.35	4458.55	4885.43	5735.71
%同比增速	-24.51%	34.40%	9.57%	17.40%
营业成本	1851.13	2543.63	2751.29	3056.24
毛利	1466.22	1914.92	2134.14	2679.47
%营业收入	44.20%	42.95%	43.68%	46.72%
税金及附加	256.90	624.00	785.69	856.47
%营业收入	7.74%	14.00%	16.08%	14.93%
销售费用	147.62	129.58	142.70	195.15
%营业收入	4.45%	2.91%	2.92%	3.40%
管理费用	92.07	83.12	81.91	94.59
%营业收入	2.78%	1.86%	1.68%	1.65%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
%营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	59.30	27.55	21.69	16.43
%营业收入	1.79%	0.62%	0.44%	0.29%
资产减值损失	-156.16	-0.04	-0.06	-0.05
信用减值损失	-77.79	0.00	0.00	0.00
其他收益	68.72	46.45	76.05	74.52
投资收益	23.30	24.82	30.76	34.02
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-3.92	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	-0.17	-0.09	-0.16
营业利润	764.49	1121.73	1208.80	1625.16
%营业收入	23.05%	25.16%	24.74%	28.33%
营业外收支	-1.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	762.66	1121.73	1208.80	1625.16
%营业收入	22.99%	25.16%	24.74%	28.33%
所得税费用	175.48	270.18	284.64	387.06
净利润	587.18	851.55	924.16	1238.10
%营业收入	17.70%	19.10%	18.92%	21.59%
归属于母公司的净利润	572.90	830.32	901.40	1207.42
%同比增速	-30.46%	44.93%	8.56%	33.95%
少数股东损益	14.28	21.23	22.76	30.68
EPS (元/股)	0.48	0.66	0.72	0.96

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.48	0.66	0.72	0.96
BVPS	4.27	4.93	5.65	6.61
PE	8.27	16.24	14.96	11.17
PEG	—	0.36	1.75	0.33
PB	0.93	2.17	1.90	1.62
EV/EBITDA	5.52	11.38	10.54	7.23
ROE	10.67%	13.39%	12.69%	14.53%
ROIC	8.30%	10.04%	9.46%	11.32%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1820.19	2012.04	3065.77	3975.08
交易性金融资产	0.22	0.22	0.22	0.22
应收账款及应收票据	407.75	604.46	631.41	759.46
存货	5189.57	7191.42	7745.83	8622.54
预付账款	12.05	21.42	20.54	24.28
其他流动资产	546.75	921.72	780.14	947.59
流动资产合计	7976.53	10751.28	12243.90	14329.16
长期股权投资	190.99	217.12	250.71	280.57
投资性房地产	953.79	453.79	453.79	203.79
固定资产合计	229.34	490.07	791.17	1047.98
无形资产	46.25	46.31	47.41	47.99
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	415.29	415.29	415.29	415.29
其他非流动资产	5104.21	5046.73	5035.50	5081.23
资产总计	14916.39	17420.59	19237.77	21406.02
短期借款	16.02	16.02	16.02	16.02
应付票据及应付账款	2098.44	3115.21	3244.20	3673.40
预收账款	9.14	14.73	14.80	18.16
应付职工薪酬	24.36	32.09	35.46	38.97
应交税费	845.56	980.48	1159.80	1311.50
其他流动负债	4016.82	4704.48	5285.74	5628.11
流动负债合计	7010.35	8863.00	9756.01	10686.15
长期借款	537.90	337.90	337.90	337.90
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	1009.91	1009.91	1009.91	1009.91
其他非流动负债	321.29	321.29	321.29	321.29
负债合计	8879.45	10532.10	11425.11	12355.25
归属于母公司的所有者权益	5371.59	6201.91	7103.31	8310.73
少数股东权益	665.35	686.59	709.35	740.03
股东权益	6036.95	6888.50	7812.66	9050.77
负债及股东权益	14916.39	17420.59	19237.77	21406.02

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1335.38	174.95	1364.23	947.46
投资	-751.65	473.87	-33.59	220.14
资本性支出	-137.22	-245.14	-275.91	-260.56
其他	31.61	24.82	30.76	34.02
投资活动现金流净额	-857.26	253.56	-278.75	-6.40
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	788.71	-200.00	0.00	0.00
筹资成本	-452.20	-36.65	-31.75	-31.75
其他	-1622.88	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-1286.36	-236.65	-31.75	-31.75
现金净流量	-808.24	191.85	1053.72	909.31

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>