

广汇物流(600603)

报告日期: 2022年12月01日

# 疆煤外运确定性大发展, 运量高增价值翻倍可期

## ——广汇物流深度报告

### 投资要点

- 广汇集团旗下物流平台, 转型能源物流成为疆煤外运核心标的**  
 广汇物流 2016 年重组上市, 为广汇集团旗下唯一现代物流平台, 此前业务板块主要包括商贸物流、房地产及冷链仓储, 2022 年 10 月顺利收购红淖铁路后转型聚焦能源物流、疆煤外运战略。红淖铁路西起淖毛湖矿区, 东至甘肃红柳河站接入兰新线实现出疆, 全长 435.6 公里。线路于 2019 年 1 月 1 日建成通车, 电气化建设完成后年运能有望由 3950 万吨提升至 6000-8000 万吨。公司利用红淖铁路区位优势对外运输疆煤的同时, 注重在对疆煤需求较大的区域布局物流基地, 有望提升煤炭铁路物流业务的持续性与稳健性。
- 运量: 淖毛湖增产叠加将淖线开通后上游过货, 有望驱动红淖铁路货量超预期**
  - 1) 宏观层面: 疆煤外运大发展。**国内煤炭整体供需格局偏紧, 17-21 年我国煤炭开采和洗选业固定资产投资额相较 12-16 年同比下降 25% 至 1.67 万亿元, 此外进口煤规模因国际形势因素有所收窄。煤炭价格高企情况下, 疆煤增产保供外运大势所趋, 疆煤在品质及开采条件上具备明显优势, 《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》规划“十四五”期间新疆新增煤炭产能 1.6 亿吨/年至 4.6 亿吨/年, 疆煤外运铁路(乌将、将淖红、兰新、临哈等)十四五期间亦将进行扩能改造, 全力保障疆煤外运。
  - 2) 微观层面: 红淖铁路卡位重要疆煤矿区, 具备区位优势。**一方面我们分析淖毛湖矿区将持续增产, 带来红淖线装车需求提升; 另一方面将淖线 2023 年开通后, 将带来上游矿区(准东、三塘湖、巴里坤)过货量, 两方面叠加驱动运量持续高增。
- 运价: 具体提价条件, 考虑到铁路环线制度原因, 有望超预期提价**  
 发改委批复红淖铁路运价 0.40 元/吨公里, 当前实际执行运价 0.225 元/吨公里, 仍有大幅空间未用, 我们测算提价静态利润弹性约 1.2 倍。将淖线 2023 年三季度末开通后, 对于准东矿区, 我们测算将红淖全线(780 公里)相较原乌将-兰新线(1080 公里)的煤炭外运铁路成本低约 27 元/吨, 由于铁路环线定价制度原因, 红淖线对应提价能力约 0.035 元/吨公里(涨幅约 16%)。
- 分部估值测算公司合理价值约 204 亿元, 此前超跌, 安全边际充足**  
**对于盈利预测:**暂不考虑运价上调, 我们保守测算公司 2022-2024 年归母净利润分别 7.02 亿元、10.58 亿元、16.47 亿元。对应 PE 分别 19 倍、12 倍、8 倍。我们分析 3 年利润复合增长 53% 左右。  
**分部估值角度看:**综合铁路(2024 年 12 亿元归母净利润, 15 倍 PE)、房地产(账面净资产 34 亿元, 0.7 倍 PB)、商贸物流和冷链供应链(账面净资产 20 亿元, 1 倍 PB)三业务估值, 我们认为公司合理价值约 204 亿元。  
**投资观点方面:**前期由于市场担忧运量增长有限, 股价超跌, 我们继续看好疆煤外运大趋势下公司价值空间兑现, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 煤价超预期下跌; 疆煤增产不及预期; 红淖线经营情况不及预期; 将淖铁路建设进度不及预期。**

### 投资评级: 买入(维持)

**分析师: 匡培钦**  
 执业证书号: S1230520070003  
 kuangpeiqin@stocke.com.cn

**研究助理: 冯思齐**  
 fengsiqi@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 7.69
总市值(百万元)	9,649.57
总股本(百万股)	1,254.82

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《广汇物流深度报告: 收购铁路资产聚焦能源物流, 量价向好带动价值超额增长》2022.10.19
- 2 《广汇物流深度覆盖报告: 拟收购疆煤外运重要铁路资产, 聚焦能源物流具备增长确定性》2022.06.18
- 3 《亚中物流借壳上市, 打造西部综合物流园》2018.01.01

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3317	5521	5562	6064
(+/-) (%)	-24.49%	66.41%	0.74%	9.03%
归母净利润	573	702	1058	1647
(+/-) (%)	-52.43%	22.47%	50.82%	55.64%
每股收益(元)	0.48	0.56	0.84	1.31
P/E	22.79	18.61	12.34	7.93

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) **盈利预测:** 暂不考虑运价上调, 我们保守测算公司 2022-2024 年归母净利润分别 7.02 亿元、10.58 亿元、16.47 亿元。对应 PE 分别 19 倍、12 倍、8 倍。
- 2) **估值指标:** 分部估值。铁路运输业务方面, 测算铁路货运业务 2024 年毛利润占比约 75%, 贡献归母净利润预计 11.75 亿元, 考虑运量成长性给予 15 倍 PE, 贴现后铁路运输业务合理价值现值约 160 亿元。房地产业务方面, 保守给予 0.7 倍 PB, 对应 2022 年中公司旗下房地产业务主体四川广汇蜀信实业净资产账面价值 34.42 亿元, 合理价值约 24 亿元。商贸物流和冷链供应链业务方面, 我们分析商贸物流与冷链供应链等业务更多作为物流节点布局, 因此给予 1 倍 PB, 对应 2022 年中亚中物流 19.91 亿元账面净资产, 合理价值约 20 亿元。
- 3) **目标价格:** 分部估值下, 公司合理市值约 204 亿元。
- 4) **投资评级:** 维持“买入”评级。

### ● 关键假设

- 1) **铁路运输业务:** 货量端, 考虑运力需求端一方面疆煤保供增产或超预期, 另一方面煤炭内贸需求高涨, 同时运力供给端红淖铁路电气化改造完成后年产能达到 6000-8000 万吨, 假设红淖铁路业务量 2022-2024 年分别 1450 万吨、2500 万吨、4500 万吨。费率端, 假设始发及过货业务运价费率维稳。毛利端, 考虑铁路规模效应越过盈亏平衡点后有望非线性显著增强, 假设 2022-2024 年铁路运输业务毛利率分别 42%、48%、57%。
- 2) **房地产业务:** 收入端, 公司承诺后续不再新增房地产开发项目, 将加速存量地产去化, 因此我们预计公司房地产业务交付结转收入规模后续呈下降趋势。毛利端, 考虑到拿地及建设周期, 以及相应的成本投入节奏, 我们假设 2022-2024 年房地产业务毛利率分别 34%、38%、40%。

### ● 我们与市场的观点的差异

- 1) **运量:** 市场根据公司收购公告确定运量预期, 同时担忧干线铁路运能不足。我们考虑自上而下政策规划, 叠加 2022 年末电气化改造完成、2023 年上游将淖铁路通车, 认为运量将超预期增长。
- 2) **运价:** 市场根据公司收购公告确定运价预期, 对运费的预估仅维持当前水平。我们考虑到铁路环线制度以及原疆北煤炭出疆乌将-兰新线运输成本原因, 认为红淖铁路有望超预期提价。
- 3) **估值:** 因国内铁路货运可比上市公司有限, 市场基于大秦铁路来对标给予 PE 估值。我们考虑到红淖铁路相较于大秦铁路的稳定性更具明显较强的成长性, 基于 PEG 估值可以给予更高的估值中枢。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1) 铁路运量增长持续超预期; 2) 铁路运价上调。

### ● 风险提示

煤价超预期下跌; 疆煤增产不及预期; 红淖线经营情况不及预期; 将淖铁路建设进度不及预期。

## 正文目录

<b>1 广汇集团旗下物流平台，转型聚焦疆煤外运</b> .....	<b>6</b>
1.1 广汇物流于 2016 年重组上市，大股东为广汇集团 .....	6
1.2 此前已有商贸物流、冷链物流、房地产业务，当前进军能源物流 .....	6
1.3 完成收购疆煤外运重要资产，赋能价值增长确定性 .....	7
<b>2 运量：淖毛湖增产叠加将淖线开通后上游过货，有望驱动红淖铁路货量超预期</b> .....	<b>10</b>
2.1 国内煤炭整体供需格局偏紧，疆煤禀赋优势突出 .....	10
2.2 疆煤增产保供运输有望高速推进 .....	11
2.3 区域及线路结构驱动红淖线路运量高增 .....	13
<b>3 运价：具体提价条件，考虑到铁路环线制度原因，有望超预期提价</b> .....	<b>14</b>
<b>4 盈利预测及估值</b> .....	<b>16</b>
4.1 预计公司收购完成后 2024 年归母净利润 16.47 亿元 .....	16
4.2 分部估值表明公司具有较明确价值增长空间 .....	18
4.3 风险提示 .....	19

## 图表目录

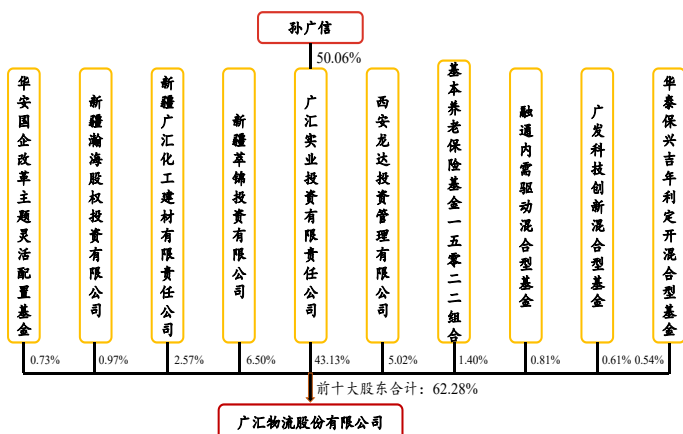
图 1: 广汇物流前十大股东股权结构 (截止 2022 年中报)	6
图 2: 广汇物流发展历程	6
图 3: 广汇物流 2017-2021 年收入结构拆分 (亿元)	7
图 4: 广汇物流 2017-2021 年毛利结构拆分 (亿元)	7
图 5: 2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 13.23%	7
图 6: 2021 年公司归母净利率为 17.3%	7
图 7: 红淖三铁路公司股权结构	8
图 8: 新疆主要煤炭铁路运输线路布局	8
图 9: 红淖铁路实际货运量增速提升	9
图 10: 红淖铁路盈利能力提升	9
图 11: 甘肃原煤供需缺口有所扩大	10
图 12: 川渝地区原煤供需缺口有所扩大	10
图 13: 2017-2021 五年累计煤炭固定资产投资额同比下降 25.0%	10
图 14: 2022 年前 10 月煤炭进口量同比下降 22.4%	10
图 15: 下水港终端煤价高企 (元/吨)	11
图 16: 截至 2022 年 7 月, 新疆已探明煤炭储备量排全国第二	11
图 17: 新疆煤炭主要聚集在 3 大盆地的 5 大煤田中	11
图 18: 新疆原煤产量占全国比重稳步提升	12
图 19: 10M22 新疆国有重点煤矿铁路发运量同增 51%	13
图 20: 甘肃原煤供需缺口有所扩大	13
图 21: 川渝地区原煤供需缺口有所扩大	13
图 22: 将淖红铁路沿线煤炭产区分布	14
图 23: 哈密煤炭坑口价与榆林价差逐渐拉大	16
表 1: 广汇物流收购红淖铁路支付进度	8
表 2: 政策积极扶持新疆“十四五”煤炭产业发展	12
表 3: 红淖铁路对应广汇物流净利润静态弹性测算	14
表 4: 准东煤炭出疆两条铁路单吨运输成本测算	15
表 5: 新疆哈密煤炭外运至兰州的铁路成本与陕西榆林比较	15
表 6: 营业收入拆分 (金额单位: 亿元)	17
表 7: 简易利润表 (金额单位: 亿元)	17
表 8: 铁路货运可比公司估值情况	18
表 9: 房地产可比公司估值情况	18
表附录: 三大报表预测值	20

## 1 广汇集团旗下物流平台，转型聚焦疆煤外运

### 1.1 广汇物流于 2016 年重组上市，大股东为广汇集团

大股东为广汇集团，业务拓展具备产业协同优势。公司成立于 2000 年，前身为新疆亚中物流，2016 年重组大洲兴业登陆 A 股。截至 2022 年中报，公司第一大股东为广汇集团，持股比例 43.13%，集团董事长及实控人孙广信为公司实控人；新疆萃锦投资为公司第二大股东，与其他主要机构投资者合计持股 19.15%，股权结构稳定。公司主要子公司包括亚中物流、广汇蜀信，持股比例均为 100%，此外，公司还参股将淖铁路公司 18.92% 股权。公司控股股东广汇集团为世界 500 强企业，业务覆盖“能源开发、汽车服务、现代物流、置业服务”等产业，因此广汇物流具备控股股东产业协同优势。

图1：广汇物流前十大股东股权结构（截止 2022 年中报）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：广汇物流发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

### 1.2 此前已有商贸物流、冷链物流、房地产业务，当前进军能源物流

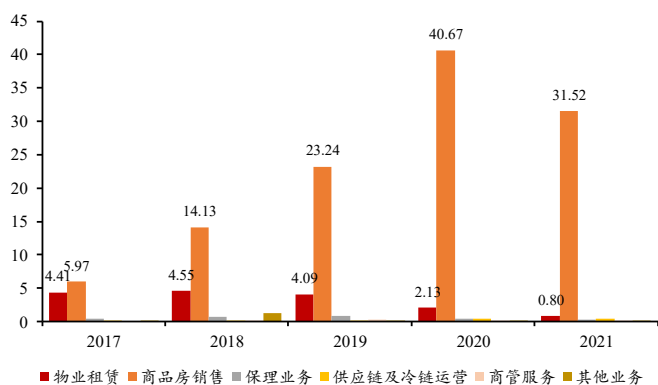
公司此前业务板块主要包括商贸物流、房地产及冷链仓储三大块，为有价值的存量资产：

- 1) 商贸物流：**因受乌鲁木齐市政府旧改影响，美居物流园部分园区暂时关闭（共计 61.93 万方），致 2021 年物业租赁收入同比减少 62.2% 至 8045 万元。
- 2) 冷链物流：**新疆为全国瓜果大省，生鲜冷链仓储及运输需求旺盛；子公司汇领鲜依托冷链仓储业务，协同连锁商超等企业及中央厨房等社会资源，打造生鲜供应一体化业务体系，旗下乌鲁木齐北站综合物流基地项目一期已于 2019 年底投产，二期计划将于 2023 年建成。此项业务 2021 年实现营业收入 3980 万元。
- 3) 阶段性植入地产业务，未来将加速推进去化：**为支持物流主业发展，公司阶段性引入地产业务，2021 年公司商品房销售实现营收 31.52 亿元。未来公司房地产经营策略将以现有存量地产项目为主，加快推进去化。

我们分析传统业务具备存量价值：1) 商贸物流和冷链物流对应 2022 年中 19.91 亿元账面净资产；2) 房地产对应 2022 年中 34.42 亿元账面净资产。

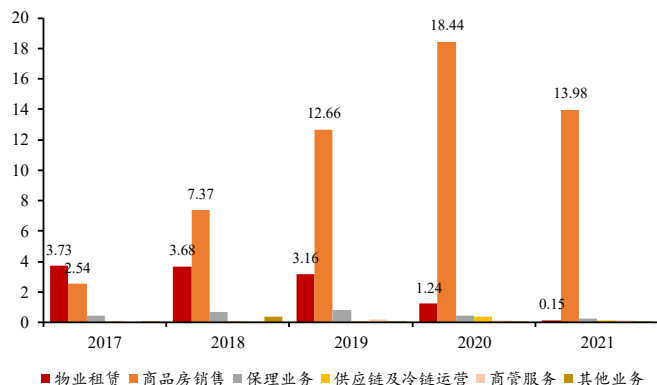


图3: 广汇物流 2017-2021 年收入结构拆分 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

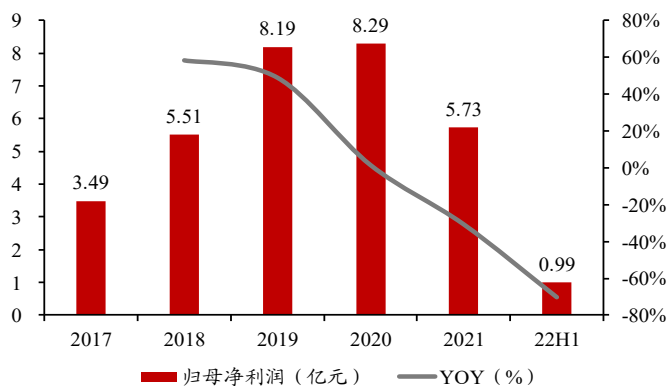
图4: 广汇物流 2017-2021 年毛利结构拆分 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

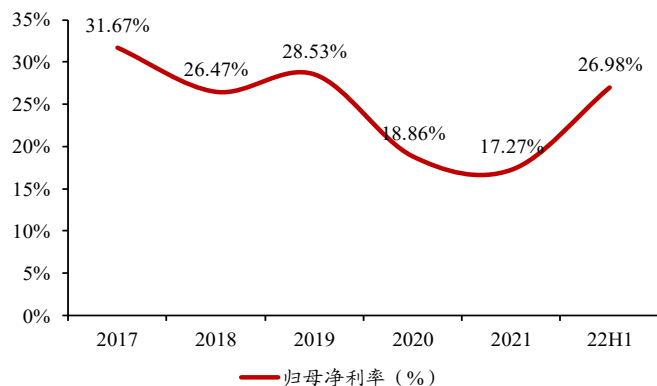
**公司 2017-2021 年归母净利润复合增速 13.2%，亟待业务转型。**2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 13.23%。2021 年公司归母净利润同比下降 30.5% 至 5.73 亿元，主要系美居物流园受旧城区改造影响部分关闭致板块业绩下滑，此前公司 2017-2020 年归母净利润复合高增 33.5%。2022 年上半年，受房地产结转周期影响，归母净利润同比下降 70.39% 至 0.99 亿元。随公司向能源物流转型，核心铁路资产不断扩张，叠加国家政策下新疆能源运量不断提高，铁路物流有望代替传统商贸物流及地产业务成为公司业绩增长新驱动。

图5: 2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 13.23%



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 2021 年公司归母净利率为 17.3%



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3 完成收购疆煤外运重要资产，赋能价值增长确定性

**完成收购疆煤外运重要铁路资产红淖线，未来聚焦能源物流。**2022 年 5 月 30 日，公司签署《支付现金购买资产协议》，以 41.76 亿元现金收购广汇能源持有的新疆红淖三铁路公司 92.7708% 股权，3 年内分 5 笔支付完毕，同时广汇物流将承接广汇能源未来回购国开基金 7.0529% 股权的义务以及偿还铁路公司对广汇能源 19.22 亿元其他应付款，2022 年 8 月 15 日公司已完成交易对价款的 5% (2.09 亿元) 的支付工作。2022 年 10 月 17 日广汇物流与广汇能源签署《资产交割确认书》，红淖三铁路公司已取得伊吾县市场监督管理局出具《准予变更登记证明》，双方确认标的资产已正式完成交割。



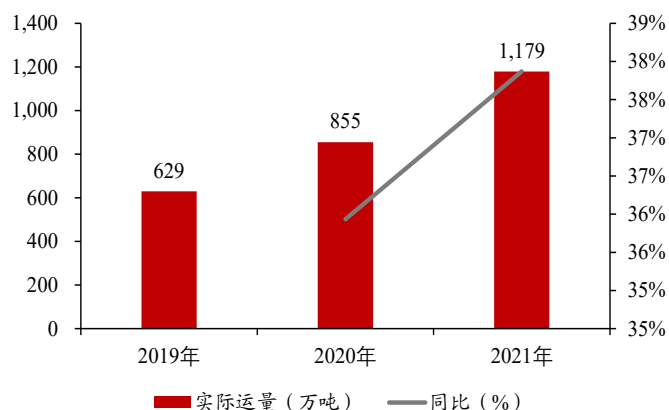


**红淖铁路具备运量及盈利高成长性:**

1) **运量情况看**, 红淖铁路 2019-2021 年实际运量分别为 629 万吨、855 万吨、1179 万吨, 三年 CAGR 达 37%, 运量增长带动公司营收 2021 年增厚至 10.04 亿元, 由于当前实际运量相比年设计运量尚有较大释放空间, 未来营收有望持续高增

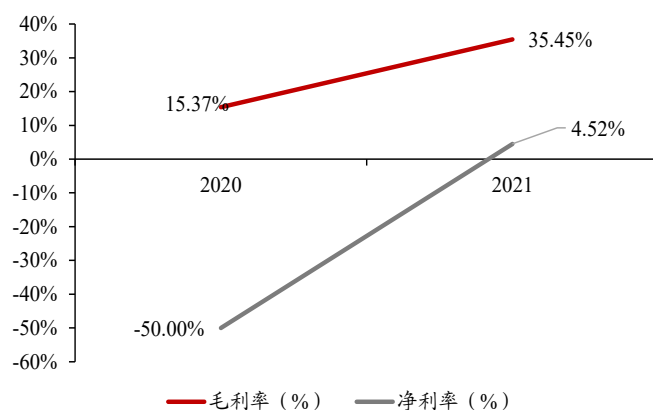
2) **盈利能力看**, 毛利率 2021 年为 35.45%, 同比提高 20.08pct, 主要由于: (1) 运价增长的同时成本较刚性。公司运价从试运行阶段的 0.16 元/吨公里, 2021 年 6 月至今运价调高至 0.225 元/吨公里, 而公司成本对应的折旧摊销、机车牵引服务费、货车占用费等相对刚性; (2) 运输效率不断提升。净利润于 2021 年扭亏, 为 0.45 亿元, 净利润率为 4.5%。

图9: 红淖铁路实际货运量增速提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

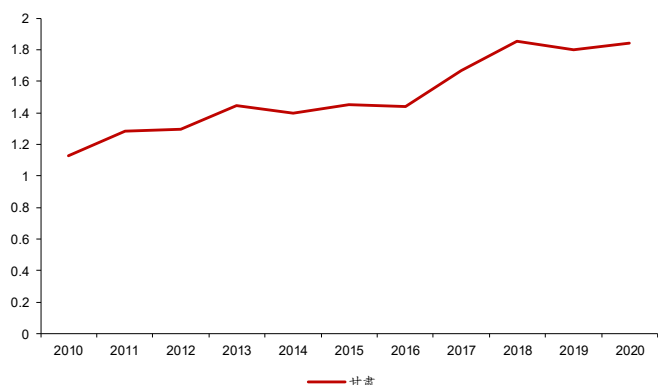
图10: 红淖铁路盈利能力提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**确立“铁路+物流基地”的战略实施方案, 夯实能源物流主业发展基础。**7 月份, 公司控股股东与广元市人民政府签订投资合作协议, 就公司新建四川广元综合物流基地项目达成合作, 公司计划在四川广元经济技术开发区空港物流产业园走马岭车站南侧设立煤炭储配基地, 主要从事铁路专用线煤炭仓储建设运营业务, 一期工程 2024 年底 (预计) 投产后煤炭运营量有望达 1000 万吨。10 月份, 公司公告拟租赁广汇能源旗下柳沟物流园的相关资产 (租期 3 年), 开展煤炭铁路运输服务相关业务。公司利用红淖铁路区位优势对外运输疆煤的同时, 注重在对疆煤需求较大的区域布局物流基地, 有望通过“线+点”结合实现对“面”的覆盖, 提升煤炭铁路物流业务的持续性与稳健性。

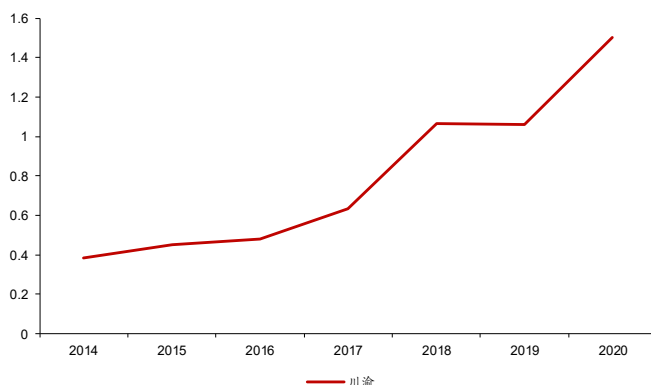
图11: 甘肃原煤供需缺口有所扩大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

备注: 测算原煤供需缺口=原煤消费实物量/原煤产量

图12: 川渝地区原煤供需缺口有所扩大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

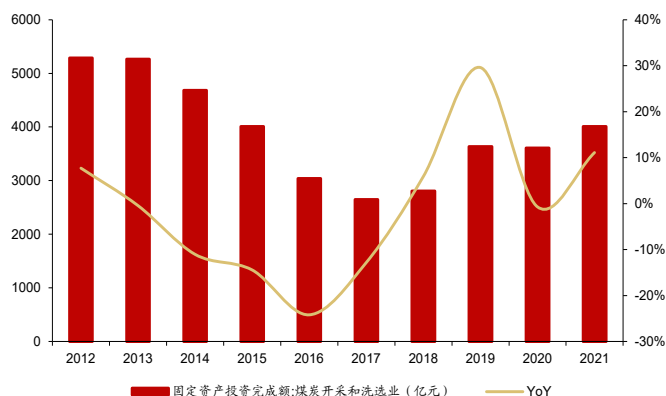
备注: 测算原煤供需缺口=原煤消费实物量/原煤产量

## 2 运量: 淖毛湖增产叠加将淖线开通后上游过货, 有望驱动红淖铁路货量超预期

### 2.1 国内煤炭整体供需格局偏紧, 疆煤禀赋优势突出

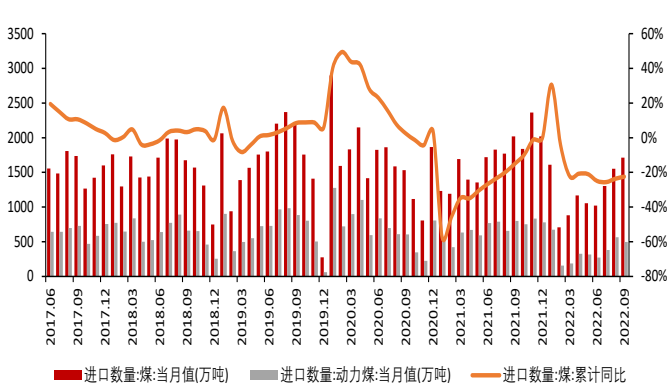
国内煤炭整体供需格局偏紧。近年国内煤炭产能投资放缓。据国家统计局统计, 2017-2021 五年间, 煤炭开采和洗选业固定资产投资额相较前五年同比下降 25.0%至 1.67 万亿元, 进而影响国内煤炭扩产增速。同时欧洲各国重启煤电, 海关总署统计 2022 年前 10 月中国煤炭进口量同比下滑 22.4%至 1.10 亿吨。国内产能投放收窄叠加国外进口量萎缩导致终端煤价高企, 2022 年前三季度秦皇岛港动力煤 5500(A18%,0.7%S,Q5500)平仓均价 1172 元/吨, 同比增长 37.8%, 较 2019 年同期增长 95.6%。

图13: 2017-2021 五年累计煤炭固定资产投资额同比下降 25.0%



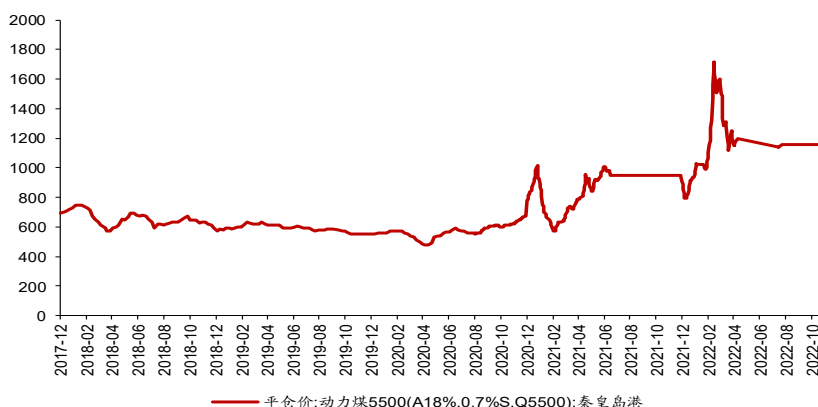
资料来源: 国家统计局, Wind, 浙商证券研究所

图14: 2022 年前 10 月煤炭进口量同比下降 22.4%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 下水港终端煤价高企(元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

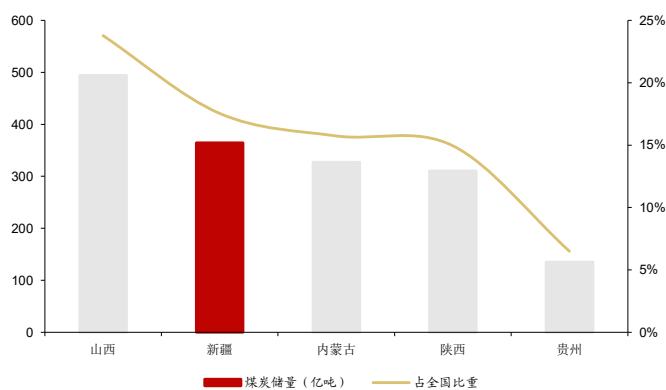
### 疆煤资源禀赋优良:

1) 已探明煤炭储量丰富。据自然资源部全国矿石储量报告显示,截至2022年7月,新疆已探明煤炭储量约364.52亿吨,占全国比重约17.5%,为已探明煤炭资源储备第二丰富的省份。

2) 疆内煤炭分布集中。新疆煤炭资源分布集中,主要分布在准噶尔、吐哈和伊犁3大盆地,其中资源量大、开发条件好的准东、淮南、吐哈、伊犁、和什托洛盖和库拜煤田,占全疆煤炭资源总量的95%以上。

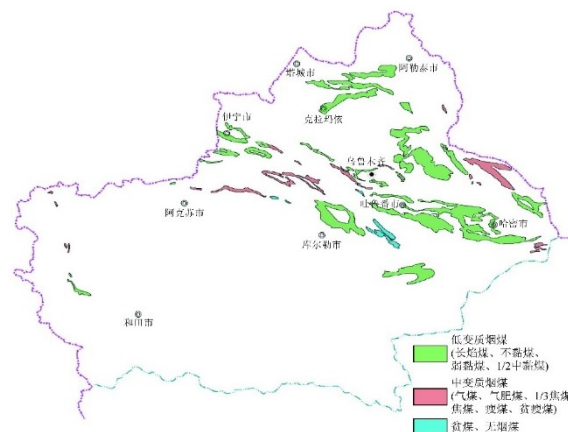
3) 埋藏浅、煤厚大且含煤层数多。根据《新疆大型煤炭基地科学采矿的内涵与展望》, (采矿与安全工程学报, 2015) 新疆煤层埋藏深度平均不足200m, 最大未超过400m; 特厚/巨厚煤层在新疆各煤田中广泛赋存,如新疆东部沙尔湖煤田煤层总数达25层, 单层厚度最大可达217.14m,为全国之首、世界第二。

图16: 截至2022年7月, 新疆已探明煤炭储量排全国第二



资料来源: 自然资源部, Wind, 浙商证券研究所

图17: 新疆煤炭主要聚集在3大盆地的5大煤田中



资料来源: 《新疆煤炭资源分布特征与勘查开发布局研究》, 浙商证券研究所

## 2.2 疆煤增产保供运输有望高速推进

政策加持下疆煤具备扩产潜力。根据今年5月《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》,“十四五”期间新疆新增煤炭产能1.6亿吨/年至4.6亿吨/年,

哈密市新增产能 6500 万吨/年，其中淖毛湖矿区新增产能 2500 万吨/年、三塘湖矿区新增产能 3700 万吨/年。

表2: 政策积极扶持新疆“十四五”煤炭产业发展

产区	“十四五”新增产能(万吨)	
准噶尔区	昌吉州	5860
	塔城地区	480
吐哈区	吐鲁番市	2100
	哈密市	6500
库拜区	阿克苏	250
伊犁区	伊犁州	800
其他地区	-	430
合计	-	16420

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》，浙商证券研究所

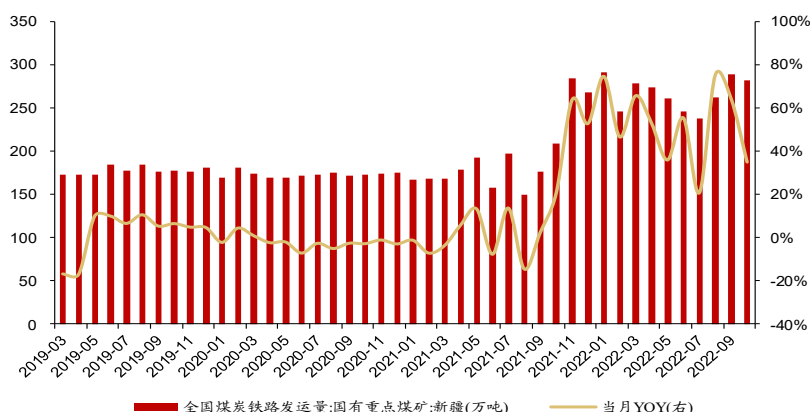
图18: 新疆原煤产量占全国比重稳步提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

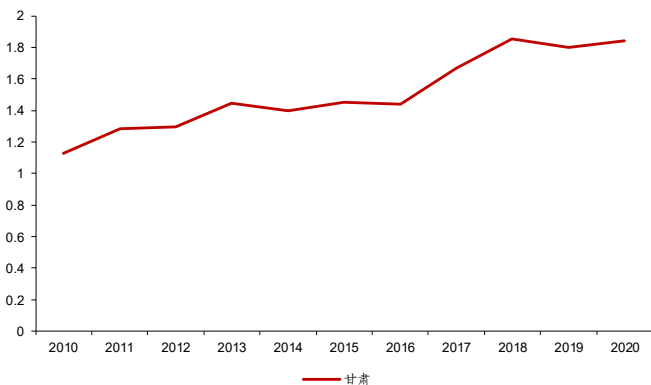
**疆煤铁路外运增长明显。**据新疆统计局，2020 年新疆全年调出煤炭量约 1741.44 万吨，2016-2020 年新疆调出煤炭量年复合增速达 12.4%。据中国煤炭市场网，2022 年前 10 月新疆国有重点煤矿铁路发运量 2663 万吨，同比增长 51.2%。疆煤主要外销地存在较大煤炭供需缺口，我们测算甘肃、宁夏、川渝地区原煤供需缺口持续扩大，2010-2020 甘肃缺口复合增速为 5.0%，2014-2020 宁夏缺口复合增速约 6.9%，川渝缺口复合增速达 25.7%，2022 年 11 月 8 日，四川省召开省电煤电力保供协调机制第二十次会议安排部署今冬明春电煤电力保供工作，切实保障疆煤、陕煤入川运力。

图19: 10M22 新疆国有重点煤矿铁路发运量同增 51%



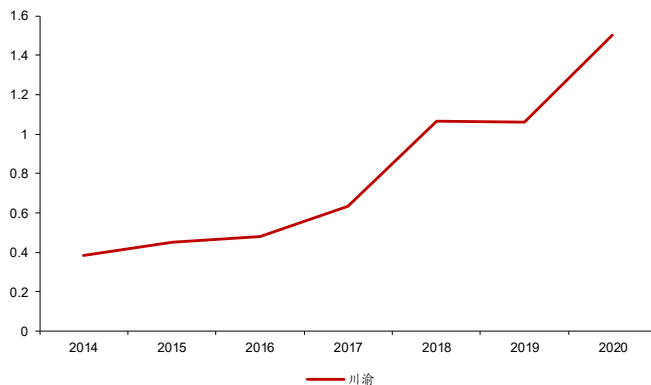
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 甘肃原煤供需缺口有所扩大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所  
备注: 测算原煤供需缺口=原煤消费实物量/原煤产量

图21: 川渝地区原煤供需缺口有所扩大



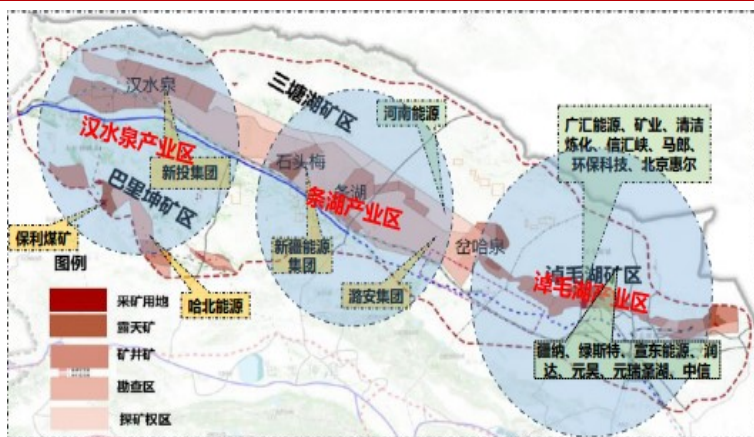
资料来源: Wind, 浙商证券研究所  
备注: 测算原煤供需缺口=原煤消费实物量/原煤产量

### 2.3 区域及线路结构驱动红淖线路运量高增

**区域结构方面**，淖毛湖矿区产量提升+将淖线开通后增量矿区有望带动红淖线运量超预期增长。一方面，集团旗下广汇能源在淖毛湖矿区持续扩张能源开发产能，为红淖铁路提供始发量增长驱动；另一方面，上游西延线将淖铁路开通后将连接将军庙及三塘湖等矿区煤源，为红淖铁路提供过货量增长驱动。

**线路结构方面**，将淖红线相较原绕道出疆线路，具备明显运距优势。若按照原准东地区出疆路线，从将军庙绕道乌将线、兰新线至红柳河运距为 1080 公里，若从将淖红铁路出疆，运距为 780 公里，相比减少 300 公里的运距，同时运输时间缩短 30%。因此，相较于迂回绕道出疆，具备明显运输效率优势的将淖红铁路将成为主要出疆线路，运量预期向好。

图22: 将淖红铁路沿线煤炭产区分布



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3 运价: 具体提价条件, 考虑到铁路环线制度原因, 有望超预期提价

运价仍有空间, 测算静态提价利润弹性约 1.2 倍。根据发改委于 2018 年 6 月出具的批复, 红淖铁路运费最高可达 0.40 元/吨/公里, 相较现行运价 0.225 元/吨公里仍然具有 77.8% 上调空间。由于广汇物流收购红淖铁路为同一控制下的企业合并, 因此根据公司披露, 考虑并表后追溯调整 2021 年利润为 6.44 亿元。为测算 2021 年红淖铁路对应广汇物流追溯调整后净利润的运价利润弹性, 我们测算在谨慎 (对应整体收入上浮 10%)、中性 (对应整体收入上浮 20%)、乐观 (对应整体收入上浮 30%) 情境下, 2021 年红淖铁路对应广汇物流净利润静态增幅分别 11.7%、23.4%、35.1%, 即提价利润弹性系数约 1.2 倍, 静态看业绩增量可观。

表3: 红淖铁路对应广汇物流净利润静态弹性测算

年份	2021
营业收入 (亿元)	10.04
净利润 (亿元)	6.44
乐观情况收入增量 (亿元)	3.01
乐观情况利润增幅	35.06%
中性情况收入增量 (亿元)	2.01
中性情况利润增幅	23.38%
谨慎情况收入增量 (亿元)	1.00
谨慎情况利润增幅	11.69%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

将淖线开通后, 由于铁路环线制度原因, 将淖红全线具备提价能力。将淖红全线未开通前, 准东煤炭主要走乌将-兰新线至红柳河站 (全长 1081 公里) 出疆, 若将淖铁路 2023 年三季度末通车, 那么到时准东煤炭也可通过将淖红铁路 (全长 780 公里) 实现出疆运输。



### 对于准东煤炭铁路出疆的两条可行线路:

1) **乌将-兰新线 (1081公里, 其中乌将线 257公里、兰新线部分 824公里):** 乌将线实行国铁特殊运价, 运费费率 0.25 元/吨公里; 兰新线为国铁线路, 执行国铁货运统一运价 (煤炭 4 号运价: 基价 1 为 16.3 元/吨, 基价 2 为 0.098 元/吨公里, 此外铁路建设基金 0.033 元/吨公里、电气化附加费 0.007 元/吨公里), 据此我们测算铁路运输成本 194.26 元/吨。

2) **将淖红线 (780公里, 其中将淖线 345公里、红淖线 435公里):** 红淖线当前执行运费费率 0.225 元/吨公里, 同时广汇物流公司预计将淖线通车后运费费率 0.20 元/吨公里, 据此我们测算铁路运输成本 166.88 元。

因此, 准东煤炭走将淖红线出疆的铁路运输成本比走乌将-兰新线低 27.39 元/吨, 平摊至 780 公里线路上则全线提价能力为 0.035 元/吨公里 (对应红淖线 0.225 元/吨公里费率提升 15.6%)。

表4: 准东煤炭出疆两条铁路线单吨运输成本测算

	起点	中转点	终点	里程 (公里)	铁路运输成本 (元/吨)
将-淖-红铁路	将军庙站	-	红柳河站	780	166.88
乌将-兰新铁路	将军庙站	乌鲁木齐北站	红柳河站	1081	194.26

资料来源: 国铁集团, 公司公告, 浙商证券研究所

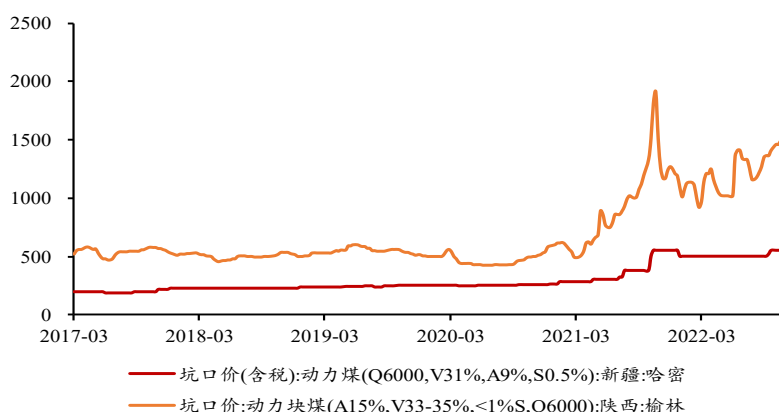
相较陕西榆林煤矿产区运输成本, 测算新疆哈密煤矿产区煤炭经红淖铁路运输成本仅高出 82 元/吨, 综合成本仍有性价比。我们分析甘肃煤炭消耗除来源于自产体量外, 主要还来自于陕西及新疆等地区。假如哈密煤炭由红淖铁路接兰新线发往兰州, 全程运距 1588 公里, 测算铁路运输成本 273.42 元/吨; 假如榆林煤炭由包西线转陇海线发往兰州, 全程运距 1270 公里, 测算铁路运输成本 191.56 元/吨。所以, 疆煤经红淖铁路外运至甘肃兰州的铁路运输成本仅比陕西榆林煤炭铁路运输成本高出约 82 元/吨, 同时我们分析疆煤开采成本较陕煤低约 200-300 元/吨。那么综合来看, 疆煤实际上具备性价比。

表5: 新疆哈密煤炭外运至兰州的铁路成本与陕西榆林比较

	起点	中转点	终点	铁路运输里程 (公里)	铁路运输成本 (元/吨)
榆林-兰州 (包西线-陇海线)	榆林站	新丰镇站	兰州站	1270	191.56
哈密-兰州 (红淖线-兰新线)	白石湖东站	红柳河站	兰州站	1588	273.42
将军庙-兰州 (将淖红线-兰新线)	将军庙站	红柳河站	兰州站	1933	342.29
将军庙-兰州 (乌将线-兰新线)	将军庙站	乌鲁木齐北站	兰州站	2234	353.38

资料来源: 国家发改委, 国铁集团, 公司公告, 浙商证券研究所

图23: 哈密煤炭坑口价与榆林价差逐渐拉大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 4 盈利预测及估值

### 4.1 预计公司收购完成后 2024 年归母净利润 16.47 亿元

收入端:

- 1) 铁路运输业务量: 考虑运力需求端一方面疆煤保供增产或超预期, 另一方面煤炭内贸需求高涨, 同时运力供给端红淖铁路电气化改造完成后年产能达到 6000-8000 万吨, 假设红淖铁路业务量 2022-2024 年分别 1450 万吨、2500 万吨、4500 万吨。
- 2) 铁路运输费率: 出于谨慎, 始发业务假设运价费率 2022-2024 年维持 0.225 元/吨公里不变, 除杂费除白石湖东站自有快装系统按 4 元/吨计之外, 其余线路杂费按 30 元/吨计; 过货业务假设运价费率 2022-2024 年维持 0.20 元/吨公里不变, 且不发生杂费。
- 3) 房地产业务: 公司承诺后续不再新增房地产开发项目, 将加速存量地产去化, 因此我们预计公司房地产业务交付结转收入规模后续呈下降趋势。
- 4) 其余供应链及冷链、保理、商管等业务假设收入规模整体维持稳健增长。

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别 55.21 亿元、55.62 亿元、60.64 亿元, 同比分别 +66.4% (未考虑可比期追溯调整)、+0.7%、+9.0%。

表6: 营业收入拆分 (金额单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	28.69	43.93	33.17	55.21	55.62	60.64
YOY		53.1%	-24.5%	66.4%	0.7%	9.0%
其中:						
铁路运输收入				13.91	23.04	41.18
物业租赁收入	4.09	2.13	0.80	0.80	0.80	0.80
商品房销售收入	23.24	40.67	31.52	39.58	30.79	17.59
保理业务收入	0.85	0.44	0.24	0.25	0.25	0.26
供应链及冷链运营收入	0.13	0.42	0.40	0.44	0.50	0.56
商管服务收入	0.27	0.17	0.15	0.15	0.16	0.17
其他收入	0.11	0.11	0.07	0.07	0.07	0.07

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

利润端:

- 1) 铁路运输业务方面, 考虑 2022 年末电气化建设完成驱动红淖本线自身业务量进一步增长, 以及 2023 年下半年起上游将淖线通车带来的过货增量, 规模效应有望非线性显著增强, 因此我们假设 2022-2024 年铁路运输业务毛利率分别 42%、48%、57%。
- 2) 房地产业务方面, 考虑到拿地及建设周期, 以及相应的成本投入节奏, 我们假设 2022-2024 年房地产业务毛利率分别 34%、38%、40%。
- 3) 此外, 假设其余业务 2022-2024 年毛利率相对维稳, 以及考虑美居物流园纳入乌市改造范围带来每年 1.67 亿元经营性补偿。

最终我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别 7.02 亿元、10.58 亿元、16.47 亿元。

表7: 简易利润表 (金额单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	28.69	43.93	33.17	55.21	55.62	60.64
YOY		53.1%	-24.5%	66.4%	0.7%	9.0%
营业成本	11.66	23.26	18.51	35.21	32.13	29.35
YOY		99.4%	-20.4%	90.2%	-8.8%	-8.6%
毛利润	17.03	20.68	14.66	19.99	23.49	31.28
毛利率	59.4%	47.1%	44.2%	36.2%	42.2%	51.6%
其他收益	0.04	0.01	0.69	1.67	1.67	1.67
利润总额	12.17	15.13	7.63	9.07	13.70	21.51
YOY		24.3%	-49.6%	18.9%	51.1%	57.0%
归母净利润	9.74	12.04	5.73	7.02	10.58	16.47
YOY		23.6%	-52.4%	22.5%	50.8%	55.6%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4.2 分部估值表明公司具有较明确价值增长空间

A.铁路运输业务估值。考虑到上游将淖铁路预计 2023 年下半年建成通车，因此系统性的价值贡献将从 2024 年开始以完整年度形式显现。我们测算铁路货运业务 2024 年毛利润占比约 75%，贡献归母净利润预计 11.75 亿元，考虑运量成长性（大秦线 16-21 年运量复合增速 4%，对应大秦铁路 PE(TTM)仍约 9 倍）给予 15 倍 PE，贴现后铁路运输业务合理价值现值约 160 亿元。

表8：铁路货运可比公司估值情况

证券代码	证券简称	市值			PE			PB
		2022/11/30	21A	TTM	22E	23E	24E	LF
601006.SH	大秦铁路	1,018	8.36	7.99	8.39	7.70	7.48	0.82
600125.SH	铁龙物流	75	22.29	18.82	17.06	15.27	13.69	1.12
	平均		15.33	13.41	12.73	11.48	10.59	0.97

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：大秦铁路盈利预测为浙商交运团队预测；铁龙物流盈利预测采用万得一致预期

B.房地产业务估值。公司商品房销售业务以疆内地区为主，业务区域性强，考虑区域及规模因素，我们保守给予广汇物流房地产业务 0.7 倍 PB，对应 2022 年中公司旗下房地产业务主体四川广汇蜀信实业净资产账面价值 34.42 亿元，合理价值约 24 亿元。

表9：房地产可比公司估值情况

证券代码	证券简称	市值			PE			PB
		2022/11/30	21A	TTM	22E	23E	24E	LF
000090.SZ	天健集团	115	5.94	5.89	5.05	4.34	3.78	1.14
600325.SH	华发股份	238	7.44	7.31	6.91	6.40	5.86	1.37
002244.SZ	滨江集团	348	11.51	9.27	9.35	7.97	6.82	1.59
	平均		8.30	7.49	7.10	6.23	5.49	1.37

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：可比公司均采用万得一致预期；市值金额单位亿元

C.商贸物流和冷链供应链估值。公司原物流园及冷链供应链管理等业务依托子公司亚中物流开展。考虑到公司未来转型聚焦能源物流行业，且美居物流园被政府纳入旧城征改项目，我们分析商贸物流与冷链供应链等业务更多作为物流节点布局，因此我们给予 1 倍 PB，对应 2022 年中亚中物流 19.91 亿元账面净资产，合理价值约 20 亿元。

综合铁路货运业务、商品房销售业务、商贸物流和冷链供应链业务的三大分部估值，我们测算公司合理价值约 204 亿元，看好公司进一步聚焦能源物流、疆煤外运业务后，量价向好驱动的价值重估，维持“买入”评级。

### 4.3 风险提示

**煤价超预期下跌。**若煤炭需求大幅下降导致终端价格超预期大幅度下跌，则疆煤因运输成本原因或不再具备相较“三西”地区煤炭的比较优势。

**疆煤增产不及预期。**若新疆煤矿产能提升及产量增加不及预期，则将导致红淖铁路货运量增长不及预期。

**红淖线经营情况不及预期。**下游产业对能源需求受经济周期影响，经济周期波动将间接影响红淖本线运量，从而影响经营业绩预期。

**将淖铁路建设进度不及预期。**将淖铁路建设过程中，若外部不确定性带来负面影响，存在全线建设进度低于预期的风险。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	7977	16410	13648	13801
现金	1820	2423	2280	3048
交易性金融资产	0	374	325	233
应收账款	408	822	779	833
其它应收款	98	108	91	133
预付账款	12	35	29	25
存货	5190	12256	9728	9112
其他	448	392	417	419
<b>非流动资产</b>	6940	6720	6885	7016
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	191	160	167	173
固定资产	229	392	549	703
无形资产	46	43	41	40
在建工程	509	486	423	334
其他	5964	5638	5705	5766
<b>资产总计</b>	14916	23129	20533	20817
<b>流动负债</b>	7010	14637	10531	9293
短期借款	16	3979	1192	41
应付款项	2098	4195	3899	3463
预收账款	9	2377	810	1170
其他	4887	4086	4630	4619
<b>非流动负债</b>	1869	1736	1822	1996
长期借款	538	638	688	808
其他	1331	1098	1134	1188
<b>负债合计</b>	8879	16373	12353	11289
少数股东权益	665	683	709	750
归属母公司股东权益	5372	6073	7471	8778
<b>负债和股东权益</b>	14916	23129	20533	20817

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1335	460	2115	1790
净利润	587	719	1085	1688
折旧摊销	31	24	35	46
财务费用	59	449	369	271
投资损失	(23)	(23)	(24)	(26)
营运资金变动	(719)	3402	(1356)	(171)
其它	1400	(4110)	2006	(19)
<b>投资活动现金流</b>	(857)	(3347)	432	629
资本支出	(39)	(160)	(125)	(108)
长期投资	4210	(2828)	482	621
其他	(5029)	(359)	75	115
<b>筹资活动现金流</b>	(1286)	3490	(2690)	(1651)
短期借款	(76)	3963	(2787)	(1151)
长期借款	(677)	100	50	120
其他	(534)	(573)	47	(621)
<b>现金净增加额</b>	(808)	603	(143)	768

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3317	5521	5562	6064
营业成本	1851	3521	3213	2935
营业税金及附加	257	475	470	501
营业费用	148	185	174	221
管理费用	92	173	157	177
研发费用	0	0	0	0
财务费用	59	449	369	271
资产减值损失	234	0	0	0
公允价值变动损益	(4)	0	0	0
投资净收益	23	23	24	26
其他经营收益	69	167	167	167
<b>营业利润</b>	764	907	1370	2151
营业外收支	(2)	0	0	0
<b>利润总额</b>	763	907	1370	2151
所得税	175	188	285	463
<b>净利润</b>	587	719	1085	1688
少数股东损益	14	17	26	41
<b>归属母公司净利润</b>	573	702	1058	1647
EBITDA	800	1070	1574	2268
EPS (最新摊薄)	0.48	0.56	0.84	1.31

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-24.49%	66.41%	0.74%	9.03%
营业利润	-49.76%	18.63%	51.06%	57.00%
归属母公司净利润	-52.43%	22.47%	50.82%	55.64%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.20%	36.21%	42.24%	51.59%
净利率	17.70%	13.03%	19.50%	27.84%
ROE	8.71%	10.97%	14.17%	18.60%
ROIC	8.65%	7.36%	12.13%	16.84%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.53%	70.79%	60.16%	54.23%
净负债比率	12.92%	31.08%	19.65%	12.28%
流动比率	1.14	1.12	1.30	1.49
速动比率	0.40	0.28	0.37	0.50
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.21	0.29	0.25	0.29
应收账款周转率	6.39	9.15	7.05	7.67
应付账款周转率	1.03	1.45	1.04	1.08
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.48	0.56	0.84	1.31
每股经营现金	0.79	0.27	1.25	1.05
每股净资产	3.16	3.58	4.40	5.17
<b>估值比率</b>				
P/E	22.79	18.61	12.34	7.93
P/B	2.43	2.15	1.75	1.49
EV/EBITDA	6.63	15.08	8.72	5.34

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>