

广汇物流 (600603)

证券研究报告

2023年06月02日

铸造疆煤外运核心动脉，能源物流实现持续增长

广汇物流基本介绍

公司目前所经营的业务包括房地产开发和经营、物流园经营、保理业务、供应链及冷链运营以及商管服务。基于公司在2020年参股建设将淖铁路，以及在2022年向广汇能源收购红淖三铁路有限公司的股权，我们预计公司将逐渐向能源物流转型，并且该板块或将成为后续主要收入来源之一。

“将-淖-红”铁路或成为疆煤外运重要通道

当前红淖铁路项目的交割已经完成，我们预计在2023年将淖铁路建成后，完整的“将-淖-红”铁路运输体系得以形成。红淖铁路沿线资源主要是哈密煤炭基地的淖毛湖和三塘湖矿区，将淖铁路可以运输准东煤炭基地的煤炭资源，将淖铁路建成后形成的“将-淖-红”铁路运输体系可以贯穿“哈密-准东”两大国家级煤炭基地，满足准东、三塘湖、淖毛湖矿区煤炭外运需求。

红淖铁路未来增量空间明显

在2019年红淖铁路试运营之后，铁路运量和营业收入快速上升。未来几年增量按照公司的预判较为可期，我们预计2023-2025年运量分别为1800、4800、6500万吨。

将淖红线定价权源于缩短运距，将淖铁路运价或有提升空间：在将淖铁路建成后，出疆线路分别有乌将线和将淖红线，将淖红线的运距比原有通过乌将线的路径短大约300公里。

“将军庙-乌鲁木齐-红柳河”路线全长约1078公里，运费约为176.17元/吨，这也是将淖红线为了获得价格优势可以收取的最高单吨运价。按每吨产品费用相同倒推将淖铁路最高可接受运价为 $176.17/780=0.226$ 元/吨公里。将淖和红淖铁路吨公里运价只要在该范围内，即为比原先路线更具成本优势。

当前红淖铁路的运价为0.225元/吨公里，将淖铁路暂定为0.18元/吨公里，按照我们的测算，在保持价格竞争力的范围内，将淖铁路吨公里运价仍有0.045元的提升空间，增幅为25%。

盈利预测与估值：我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为11.47、18.87、26.70亿元，同比增长111.87%、64.43%、41.55%，EPS分别为0.93、1.53、2.17元。我们给予广汇物流2025年净利润6倍PE，对应当年EPS 2.17元，合理估值为13.02元。

风险提示：煤炭供给超预期增长；红淖铁路改造工程无法按期完成；将淖铁路建设无法按期完成；疆煤增产不及预期；车皮、集装箱数量不足以满足运量增长所需；本文测算具有前提假设；部分测算带有主观性；公司控股股东、实际控制人已收到《行政处罚决定书》；房地产业务面临的行业及政策风险；保理业务逾期坏账风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,317.35	5,019.31	5,414.35	7,158.09	10,096.98
增长率(%)	(24.49)	51.30	7.87	32.21	41.06
EBITDA(百万元)	1,175.16	1,252.19	2,301.91	3,150.81	4,033.65
归属母公司净利润(百万元)	572.90	541.55	1,147.38	1,886.65	2,670.49
增长率(%)	(30.87)	(5.47)	111.87	64.43	41.55
EPS(元/股)	0.47	0.44	0.93	1.53	2.17
市盈率(P/E)	14.15	14.97	7.07	4.30	3.04
市净率(P/B)	1.51	1.43	1.73	1.47	1.25
市销率(P/S)	2.44	1.62	2.06	1.56	1.11
EV/EBITDA	0.65	9.91	3.11	2.13	(0.11)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.59元
目标价格	13.02元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,230.55
流通A股股本(百万股)	1,230.55
A股总市值(百万元)	8,109.33
流通A股市值(百万元)	8,109.33
每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	69.76
一年内最高/最低(元)	12.88/4.37

作者

张樨樨 分析师
 SAC执业证书编号：S1110517120003
 zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《广汇物流-首次覆盖报告:背靠广汇，打造一带一路商贸龙头，17年业绩预增》 2018-02-03

内容目录

1. 广汇物流基本介绍及特点	4
1.1. 基本介绍	4
1.2. 三大业务发展历程	4
2. 煤炭物流板块：转型能源物流业务，或铸造新增长曲线	5
2.1. 新疆煤炭资源丰富，是未来能源规划中煤炭增产的重点基地	5
2.2. “三通道” + “四基地” 形成疆煤外运能源物流体系	7
2.3. “将-淖-红” 铁路或成为疆煤外运重要通道	9
2.4. “将淖-红淖” 铁路未来增量可期，或铸造广汇物流第二增长曲线	10
2.4.1. 红淖铁路简介	10
2.4.2. 红淖铁路未来运量成长空间较为显著	11
2.4.3. 将淖红线运价具备一定定价权，预计后续单位成本逐年下降，单位利润逐年上升	11
2.4.4. 将淖铁路	13
3. 物流园及冷链物流板块稳定运营，房地产开发业务将以质量为中心发展	15
3.1. 正值业务转型期，美居物流园征收补偿或为公司降低财务压力	15
3.2. 房地产开发业务板块转向以质量发展为中心	16
4. 盈利预测与估值	16
4.1. 疆煤外运趋势或带动货运量上升，将淖铁路和红淖铁路收入增量可期	16
4.2. 估值分析	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：广汇物流股东结构（截止 2023 年一季报）	4
图 2：广汇物流借壳上市后发展历程	5
图 3：新疆煤炭资源禀赋	6
图 4：新疆 1000 米以浅煤炭潜在资源量全国占比非常突出	6
图 5：晋陕蒙新四省煤炭产量，新疆仍有非常大的增长空间 单位：万吨	7
图 6：2018 年-2021 年新疆煤炭产量增速显著高于晋陕蒙 单位：%	7
图 7：“三通道—四基地” 能源物流战略	8
图 8：“将-淖-红” 铁路线路图	9
图 9：红淖铁路路线图	10
图 10：红淖铁路建设历程	10
图 11：红淖铁路投产后运量及营收增速明显 主坐标轴：万吨 次坐标轴：亿元	11
图 12：日均发运量距离目标仍有很大空间 单位：万吨/天	11
图 13：日均发车数仍在较低位置 单位：列/天	11
图 14：红淖铁路价格具有竞争力 单位：元/吨公里	12

图 15: “将淖-红淖” 比 “将军庙-乌鲁木齐-红柳河” 距离少 300 公里.....	12
图 16: 我们预计固定成本比例逐渐下降 单位: %.....	13
图 17: 我们预计吨公里毛利会不断上升 单位: 元/吨公里.....	13
图 18: 将淖铁路初期及远期运量目标 单位: 万吨/年.....	14
图 19: 将淖铁路初期及远期运量目标对应产生的业绩 单位: 亿元.....	14
图 20: 美居物流园 2020 年遭遇较大经营压力 单位: 亿元.....	15
图 21: 美居物流园成本结构 单位: 亿元.....	15
图 22: 房地产业务 2017-2019 年发展迅猛, 现在进入以质量为中心发展的阶段 单位: 亿元.....	16
表 1: 将淖铁路项目资本金规划 单位: 万元.....	13
表 2: 广汇物流经营模型.....	17
表 3: 广汇物流可比公司盈利预测估值表.....	18

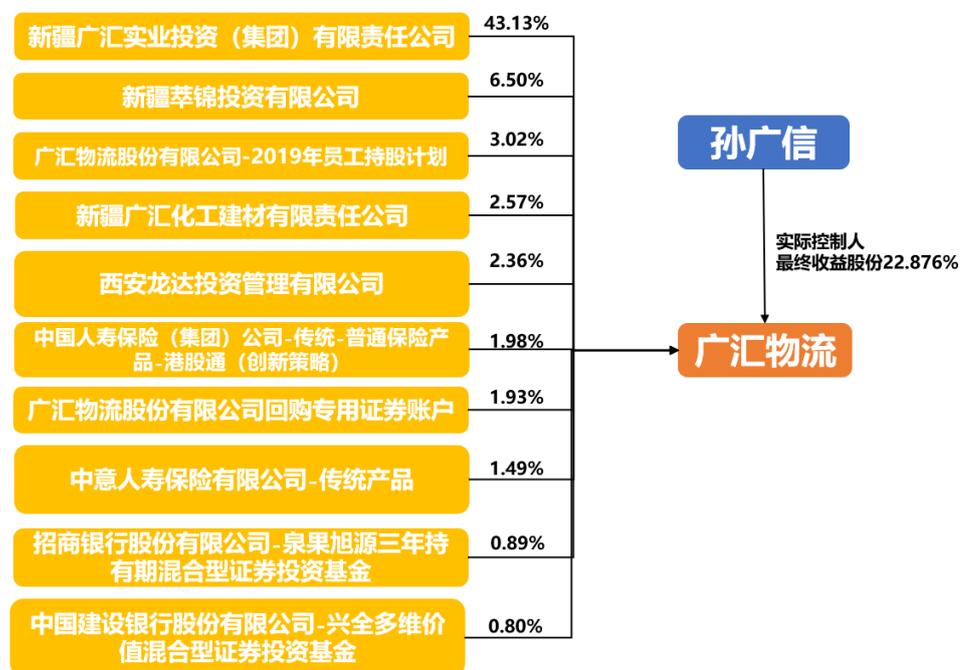
1. 广汇物流基本介绍及特点

1.1. 基本介绍

根据公司 2022 年年度报告，广汇物流最大的股东是新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司，实际控制人为孙广信。公司在 2016 年之前，主要经营有色金属采选和影视业务。在 2016 年广汇物流借壳上市，置入商贸物流资产之后，主营业务变更为商贸物流。具体交易方式为以大洲兴业全部资产及负债与亚中物流全体股东持有的亚中物流 100% 股权的等值部分进行置换，差额部分由大洲兴业发行股份向亚中物流全体股东购买。并且将配套资金用于乌鲁木齐北站综合物流基地项目、社区互联网综合服务平台项目、补充流动资金融和偿还金融机构借款项目。

公司目前所经营的业务包括房地产开发和经营、物流园经营、保理业务、供应链及冷链运营以及商管服务。基于公司在 2020 年参股建设将淖铁路，以及在 2022 年向广汇能源收购红淖三铁路有限公司的股权，我们预计公司将逐渐向能源物流转型，并且该板块或将成为后续主要收入来源之一。

图 1：广汇物流股东结构（截止 2023 年一季报）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 三大业务发展历程

1) **商业物流业务发展逐渐多元化**：公司在 2016 年借壳上市的时候并入了美居物流园，为当时公司最主要的商业物流资产。同年，公司利用借壳上市募集的配套资金投入乌鲁木齐北站综合物流基地项目，形成智能冷链仓储中心、定制仓储中心、物流信息服务中心、城市配送中心及配套商业为一体的智慧型综合物流基地。

美居物流园征收：2021 年 3 月 18 日，根据公司公告，部分美居物流园将被征收。补偿政策为房屋产权置换和暂定未来四年每年 1.67 亿元的营业利润补偿。

2) **2017-2018 年，公司通过增资和收购发力房地产业务**：2017 年公司收购了四川广汇蜀信实业有限公司以及增资了新疆一龙歌林房地产有限公司。2018 年公司收购了新疆汇润兴疆房地产开发有限公司 60% 的股权、新疆汇茗万兴房地产开发有限公司 100% 股权，以及增资控股了新疆御景中天房地产开发有限公司。而 2017-2018 年房地产业务的营收也随着收购而上升，并且营收在 2019-2020 年持续释放。

3) 通过将淖铁路、红淖铁路和综合物流基地布局煤炭物流板块：公司于 2020 年 6 月 20 日公告参股设立将淖铁路公司，该项目预计 2023 年三季度建成，将淖铁路利用红淖铁路和兰新铁路相接实现煤炭出疆。根据《从“四川限电”看“疆煤外运”长逻辑》，我们认为在疆煤外运的背景下，将淖红铁路运量可期。

公司于 2022 年 5 月 31 日公告向广汇能源收购红淖铁路 92.7708% 股权，交易对价约为 41.76 亿元。公司已于 2022 年 10 月 17 日公告，红淖铁路的股权已经交割完成。

综合物流基地建设：公司于 2022 年 7 月 16 日公告称将在 2022 年 10 月建设广元综合物流基地，总投资 55 亿元。预计后续还会有宁夏和中原综合物流基地的建设推进。

图 2：广汇物流借壳上市后发展历程



资料来源：广汇物流公司公告，广汇物流年报，天风证券研究所

2. 煤炭物流板块：转型能源物流业务，或铸造新增长曲线

2.1. 新疆煤炭资源丰富，是未来能源规划中煤炭增产的重点基地

新疆煤炭资源禀赋：根据新疆维吾尔自治区人民政府 2022 年 5 月 24 日发布的《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》，全区预测埋深 2000 米以浅煤炭 2.19 万亿吨，累计查明煤炭资源量 4500 亿吨，1000 米以浅潜在资源量全国占比最高，占比接近 60.3%。

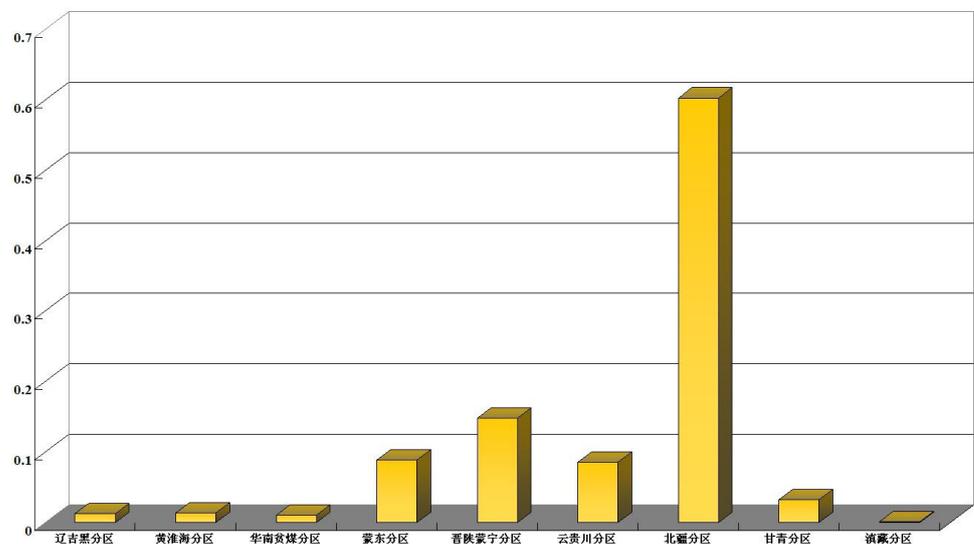
2000 米以浅潜在资源量中，准噶尔区累计查明资源量约 2747 亿吨，占全区查明资源量 61%，煤种以长焰煤、不粘煤和弱粘煤为主，是优质的动力煤、化工煤、以及民生用煤。吐哈区累计查明资源量约 1407 亿吨，占全区查明资源量 31%，煤种以长焰煤和不粘煤为主，是优质的动力煤、化工煤、以及民生用煤。库拜区累计查明资源量约 46 亿吨，占全区查明资源量 1%，煤种以气煤、瘦煤、焦煤为主，是优质的炼焦和配焦用煤。伊犁区累计查明资源量约 273 亿吨，占全区查明资源量 6%，煤种以长焰煤和不粘煤为主，是优质的动力煤、化工煤、以及民生用煤。

图 3：新疆煤炭资源禀赋



资料来源：《新疆煤炭资源种类分布特征》——葛栋峰，刘学良，天风证券研究所

图 4：新疆 1000 米以浅煤炭潜在资源量全国占比非常突出



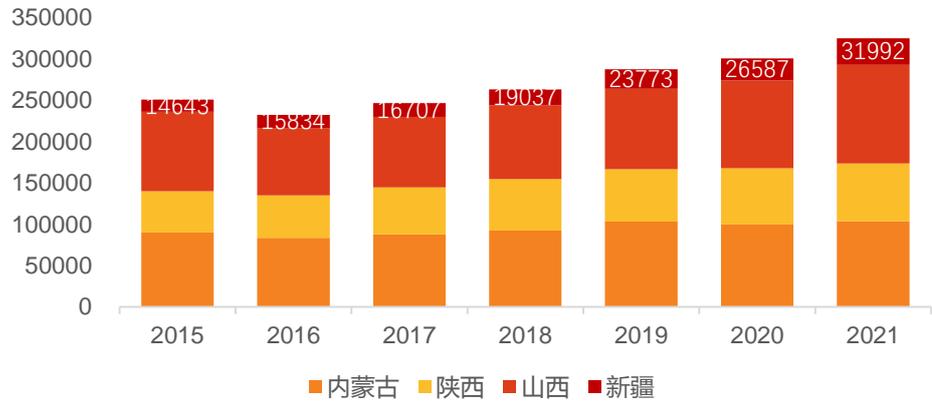
资料来源：《中国煤炭资源分布特征与勘查开发前景研究》——宋洪柱，天风证券研究所

疆煤或将成为煤炭行业供需平衡表的重要组成：新疆是国家重要的能源供应源头之一，区域内煤炭资源丰富，易开采且煤质好，适合发电及煤化工企业，“疆煤外运”已成为新疆煤炭工业发展战略的重要环节。以前由于新疆距离煤炭市场太远导致运输成本过高，现在随着出疆铁路的建成以及煤炭供需趋紧，新疆煤炭对消费地的参与度越来越高，后续或将成为国内煤炭供需平衡表的重要组成。

产量和疆煤外运量将上新台阶：新疆作为五大煤炭保供基地之一，“十四五”期间国家给予新疆自治区 1.6 亿吨/年的煤矿项目建设新增产能，总量约为 4.6 亿吨/年以上，新疆 2021 年的煤炭产量约为 3.2 亿吨，仍有超过 40% 的增量空间。疆煤外运量在“十三五”期间实现了 6939 万吨，2021 年大幅增长，一年的外运量就达到了 4387 万吨。

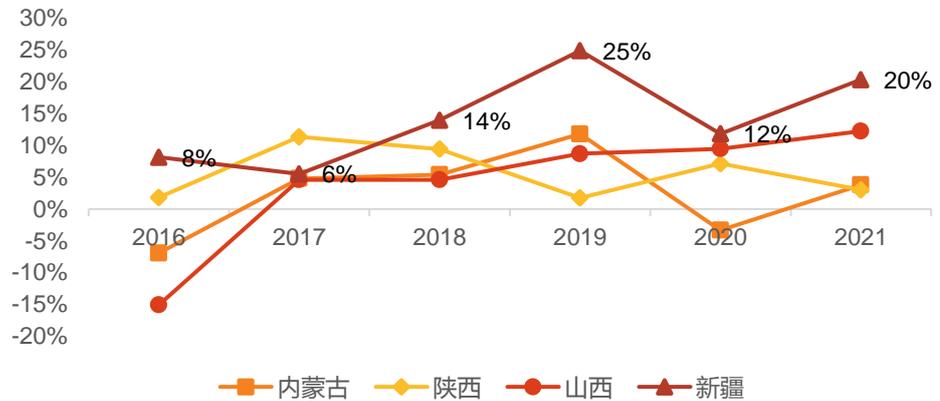
自 2018 年以来，新疆在晋陕蒙新四个省份中，产量增速一直维持在最高。随着疆煤外运的铁路不断修缮，煤炭需求的不断提高，我们认为疆煤外运量仍有持续增长。

图 5：晋陕蒙新四省煤炭产量，新疆仍有非常大的增长空间 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2018 年-2021 年新疆煤炭产量增速显著高于晋陕蒙 单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. “三通道” + “四基地” 形成疆煤外运能源物流体系

三条疆煤外运通道

1) **兰新铁路**：东起甘肃省兰州市，经新疆乌鲁木齐市，最终抵达边境口岸城市阿拉山口市，全长 2423 公里。

2) **临哈铁路**：连接内蒙古临河与新疆哈密铁路，线路全长 1390 公里，于 2015 年 12 月 1 日开通。临哈铁路 2015 年开通后，使得新疆至华北地区的铁路运输距离缩短近 800 公里，大幅节约运输成本，提高运输效率。

目前货运资源可经过红淖铁路镜儿井北站连接临哈线柔远站，两站间的六公里连接线已启动建设，完成后可实现红淖铁路与临哈铁路联通，届时新疆煤炭资源可以运输至宁夏地区、华北地区、中原地区，并可以通过北方港口实现疆煤入海。

3) **敦格铁路**：连接青海格尔木与甘肃敦煌的铁路，线路全长 671 公里，于 2019 年 12 月 18 日全线通车。由甘肃瓜州柳沟站连接敦格铁路，可抵达云贵川、湖南和湖北地区。

四个综合物流基地

1) **四川广元综合物流基地**：根据公司公告广元综合物流基地总投资规模为 55 亿元，项目计划分两期建设，一期计划 2022 年 10 月开始建设，2024 年 12 月底前建成投运。一期投

运后，年煤炭运营量预计达到 1000 万吨；一期投产年煤炭运营量达到 1000 万吨后开始二期建设，预计 2025 年 5 月动工，2027 年 6 月底前建成投运。根据公司公告，我们预计后续或还会有宁夏和中原综合物流基地建设推进。

2) **甘肃柳沟综合物流基地**：柳沟物流基地为广汇物流租凭经营项目，可以在瓜州柳沟物流园实现铁路发运，节约运输成本，实现公转铁，使得广汇物流从单一的红淖铁路煤炭资源承接者直接升级为可同时承接来自铁路和公路煤炭资源的能源物流服务商，并可扩大外部客户占比。

3-4) 宁夏综合物流基地、中原综合物流基地（拟建）

构建“三通道—四基地”物流体系

“三通道”是目前疆煤外运的三条主要铁路线，公司可以通过红淖铁路和将淖铁路将新疆的煤炭资源运输至“三通道”实现外运。四个综合物流基地建成后，可以对接上游铁路，形成完整的能源运输体系。

建设四个综合物流基地有四个作用：1) 可以作为新疆优势能源产品尤其是煤炭产品销售“前置仓”，实现新疆煤炭销售前移；2) 可以实现淡旺季之间的调节：我们认为可以在淡季的时候先行运输煤炭，避免在旺季的时候碰到铁路运力不足的问题。通过淡储旺用，实现煤炭战略储备，调节季节差异及市场需求，对当地能源安全保障发挥重要作用；3) 可以通过“点对点”运输，实现车辆返空，提升疆煤外运量，提高疆煤在终端市场竞争力；4) 可以为基地辐射范围内煤炭生产企业和下游客户提供服务，充分满足下游客户不同需求。

图 7：“三通道—四基地”能源物流战略



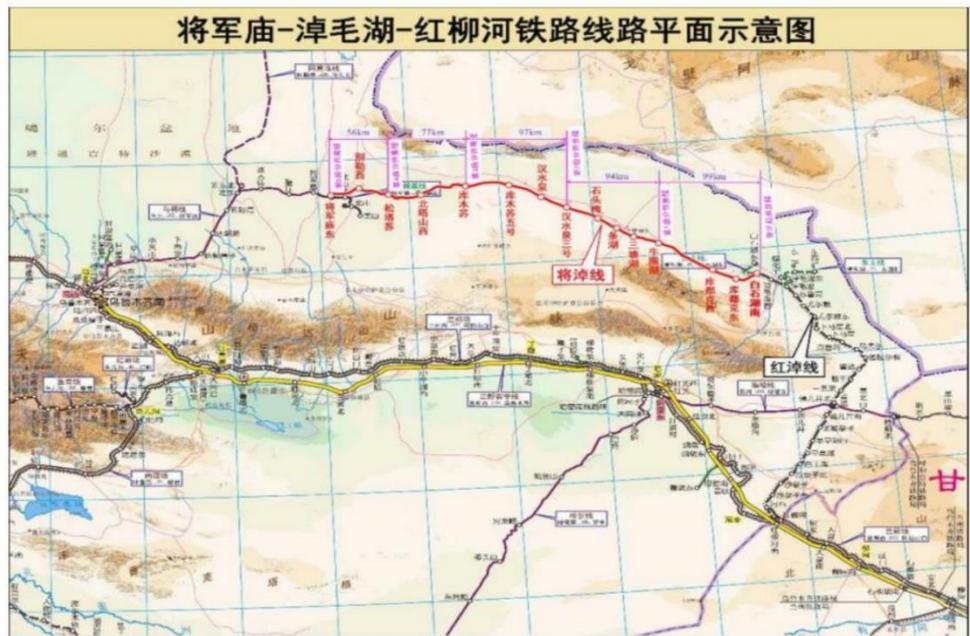
资料来源：广汇物流公告，天风证券研究所

2.3. “将-淖-红” 铁路或成为疆煤外运重要通道

准东、吐哈煤田出疆必经之路：当前红淖铁路项目的交割已经完成，我们预计在 2023 年将淖铁路建成后，完整的“将-淖-红”铁路运输体系得以形成。红淖铁路沿线资源主要是哈密煤炭基地的淖毛湖和三塘湖矿区，将淖铁路可以运输准东煤炭基地的煤炭资源，将淖铁路建成后形成的“将-淖-红”铁路运输体系可以贯穿“哈密-准东”两大国家级煤炭基地，满足准东、三塘湖、淖毛湖矿区煤炭外运需求。将淖铁路开工后，新疆东部铁路将形成环线，将淖铁路西接乌将铁路、东接红淖铁路，于兰新铁路构成新疆东部地区铁路货运环线。

另外，“将-淖-红”线全长 780 公里，“将军庙-乌鲁木齐-红柳河”全长 1080 公里，节省了约 300 公里，我们预计原有线路的煤炭运量或将转移到“将-淖-红”铁路。

图 8：“将-淖-红”铁路线路图



资料来源：广汇物流公告，天风证券研究所

运能增量足以覆盖未来运量的增长：红淖铁路主要承担沿线淖毛湖、三塘湖及周边的优质资源的运输任务。更为重要的是，红淖铁路建成后和兰新铁路、临哈铁路连接，成为疆煤外运的重要节点。在设计之初，公司预计在 2025 年红淖铁路的煤炭外运总量能达到 4500 万吨（其中兰新线 3900 万吨、临哈线 600 万吨），2035 年能达到 9500 万吨（其中兰新线 6000 万吨、临哈线 3500 万吨）。

2.4. “将淖-红淖” 铁路未来增量可期，或铸造广汇物流第二增长曲线

2.4.1. 红淖铁路简介

红淖铁路简介：红淖铁路项目自兰新铁路红柳河站引出，经哈密市星星峡镇、双井子乡、伊吾县下马崖乡、淖毛湖镇，至淖毛湖矿区分别向东、西延伸至东四矿和白石湖矿，正线全长 435.6 公里。红淖铁路主要承担沿线淖毛湖、三塘湖及周边的优质资源的运输任务。更为重要的是，红淖铁路建成后和兰新铁路、临哈铁路连接，成为疆煤外运的重要节点。

图 9：红淖铁路路线图



资料来源：广汇能源公告，天风证券研究所

红淖铁路建设历程：红淖铁路由广汇能源主导建设，于 2012 年全面开工。2014 年，取得国家发改委和新疆自治区发改委的核准。2015 年，红淖铁路的全部前期手续已经完成，取得《国土资源部关于新建红柳河至淖毛湖铁路工程建设用地的批复》。2019 年 1 月 1 日，铁路投入试运营，2019 年全年完成 1851 列运输，运输产品共计 623.36 万吨，并于 2020 年底投产转固。

图 10：红淖铁路建设历程



资料来源：广汇能源公告，天风证券研究所

红淖铁路资产重组交易概况及业绩承诺：公司于 2022 年 5 月 31 日公布，向广汇能源收购红淖铁路 92.7708% 的股权，交易对价为 41.76 亿元。根据公司公告，该交易可优化双方的业务结构，更聚焦于各自的主营业务中，解决广汇能源和广汇物流同业竞争的问题，以及优化广汇能源的资产负债结构。

广汇能源作为业绩承诺方确认并承诺，铁路公司 2022、2023、2024 年度扣除非经常性损益后净利润分别不低于 1.59 亿、3.51 亿、4.96 亿。若业绩没有达到承诺的数字，广汇能源需要根据专项审核报告确认向广汇物流应补偿的金额。2022 年红淖铁路公司实现扣非净利润 2.04 亿元，业绩承诺完成率 127.98%。

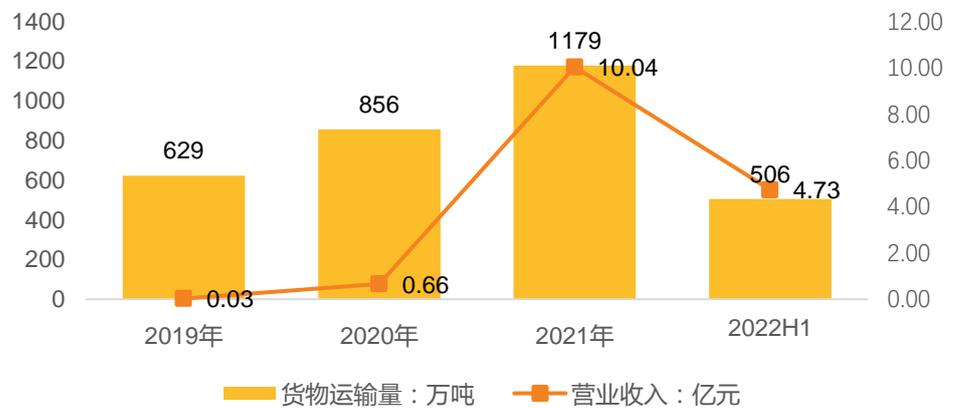
2.4.2. 红淖铁路未来运量成长空间较为显著

红淖铁路未来增量空间明显：在 2019 年红淖铁路试运营之后，铁路运量和营业收入快速上升。未来几年增量按照公司的预判较为可期，我们预计 2023-2025 年运量分别为 1800、4800、6500 万吨。

公司计划按照四种途径提升红淖铁路的运能：1) 电气化改造建设，加大列车牵引能力，预计 2023 年 6 月底完成。2) 增加沿线会让站数量，增大开行密度。3) 试开行双电力机车牵引万吨列车，提高运输效能。4) 2023 年将淖铁路建成后，过货量开始逐渐增加的情况下，启动红淖铁路复线建设。前三项工作完成后预计运能可以达到 6000-8000 万吨，第四项完成后预计运能提升到 1.5 亿吨。

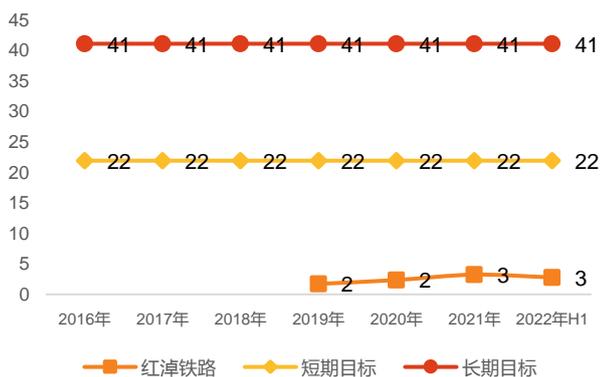
从日均发运量和日均发车数两个数据来看，红淖铁路仍有较大增量空间。截止 2022 年上半年，红淖日均发运量约为 3 万吨/天。8000 万吨和 1.5 亿吨的年发运量目标分别是约 22 万吨/天和 41 万吨/天的日均发运量，相比 2022 年中分别高出约 19 万吨/天和 38 万吨/天。我们预计日均发车数也会有比较高的提升空间，截至 2022 年中，大秦铁路日均发车数约为 78.7 列，红淖铁路日均发车数为 8 列，相比之下仍有较高增长空间。

图 11：红淖铁路投产后运量及营收增速明显 主坐标轴：万吨 次坐标轴：亿元



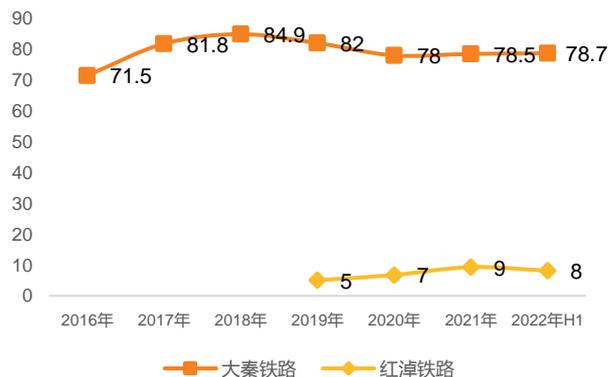
资料来源：广汇物流公告、天风证券研究所

图 12：日均发运量距离目标仍有很大空间 单位：万吨/天



资料来源：广汇物流公告、天风证券研究所

图 13：日均发车数仍在较低位置 单位：列/天



资料来源：广汇物流公告、大秦铁路公告、天风证券研究所

2.4.3. 将淖红线运价具备一定定价权，预计后续单位成本逐年下降，单位利润逐年上升

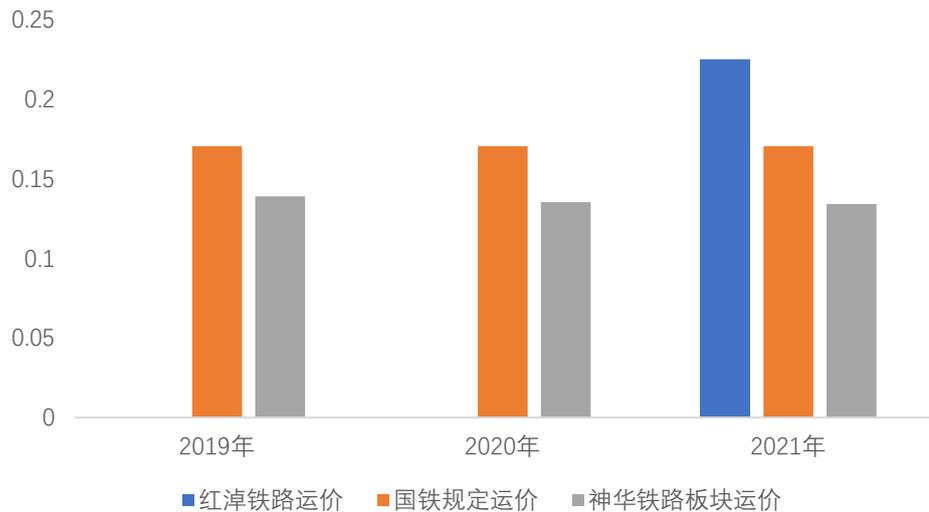
红淖铁路价格具有较强竞争力：在资产重组后，广汇物流拥有对红淖铁路公司的控股权，以及在未超过发改委批复的 0.40 元/吨公里的运价范围内拥有对铁路运输的定价权。另一方面，国铁的运输价格或更大程度受到国家发改委价格调控的影响。综合来看，红淖铁路的运输价格或将更具备竞争力。我们选取了国铁规定的价格上限和中国神华的铁路板块作为对比，能清晰的看到红淖铁路的价格更高，在 2021 年红淖铁路运价分别比国铁和中国神华铁路业务的运输价格高出 32%和 68%。

将淖红线定价权源于缩短运距，将淖铁路运价或有提升空间：在将淖铁路建成后，出疆线路分别有乌将线和将淖红线，将淖红铁路的运距比原有通过乌将线的路径短大约 300 公里。

“将军庙-乌鲁木齐-红柳河”路线全长约 1078 公里，运费约为 176.17 元/吨，这也是将淖红线为了获得价格优势可以收取的最高单吨运价。按每吨产品费用相同倒推将淖铁路最高可接受运价为 $176.17 \div 780 = 0.226$ 元/吨公里。将淖和红淖铁路吨公里运价只要在该范围内，即为比原先路线更具成本优势。

红淖铁路的运价为 0.225 元/吨公里，将淖铁路暂定为 0.18 元/吨公里，按照我们的测算，在保持价格竞争力的范围内，将淖铁路吨公里运价仍有 0.045 元的提升空间，增幅为 25%。

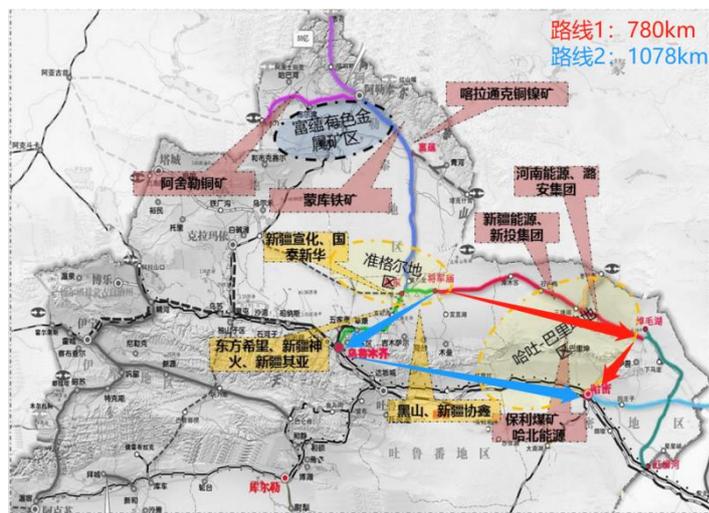
图 14：红淖铁路价格具有竞争力 单位：元/吨公里



资料来源：广汇物流公告，广东省发改委，中国神华年报，天风证券研究所

注：国铁运价选取价格可浮动范围的上限

图 15：“将淖-红淖”比“将军庙-乌鲁木齐-红柳河”距离少 300 公里

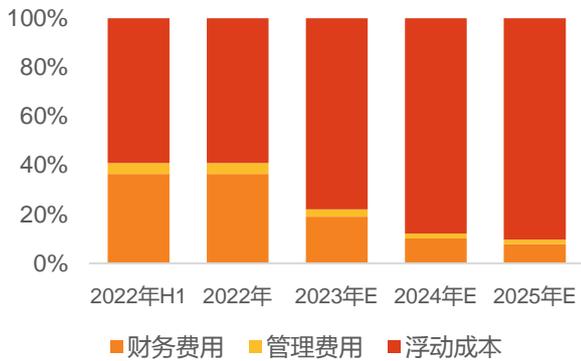


资料来源：广汇物流公告，天风证券研究所

红淖铁路资产重组，对于广汇物流来说风险较为可控：1) 我们认为公司预测的运量增速所带来的营收增速，叠加折旧在总成本中的比例不断降低的情况下，使得红淖铁路较有可能实现业绩补偿条款。2) 2022-2024 年扣非净利润没有达到承诺的数额，广汇能源会以现金方式进行补偿。根据我们此前的预测，广汇能源受益于传统能源的高景气度，业绩也将有较高的增速，所以我们认为即使红淖铁路业绩不达承诺，广汇能源无法补偿的概率或较低。

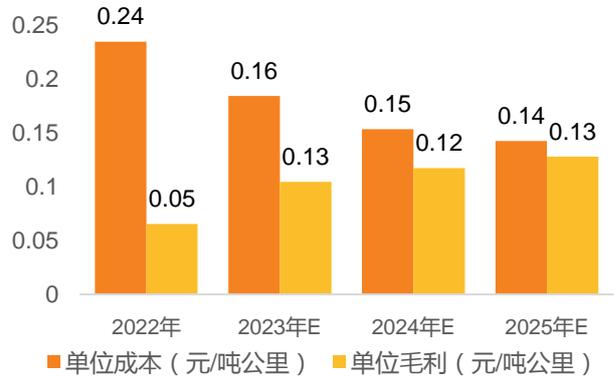
我们预计随着固定成本占比逐渐下降，公司吨公里毛利会逐渐增长；红淖铁路的折旧成本和财务成本在运量还未逐渐释放的时候占比较高，但我们认为随着固定成本占比的下降，红淖铁路的吨公里毛利会逐渐增长，进一步强化公司整体的盈利能力。

图 16：我们预计固定成本比例逐渐下降 单位：%



资料来源：广汇物流年报，天风证券研究所

图 17：我们预计吨公里毛利会不断上升 单位：元/吨公里



资料来源：广汇物流年报，天风证券研究所

2.4.4. 将淖铁路

将淖铁路简介：该项目通过连接阿富准铁路、红淖铁路线路全长 438 公里，由 8 家企业共同参股，目前广汇物流为第三大股东，持股比例为 18.92%。将淖铁路将连接阿富准铁路、红淖铁路，打通“丝绸之路”北线铁路大通道，贯穿“哈密准东”两大国家级煤炭基地，满足准东、三塘湖、淖毛湖矿区煤炭、煤化工产品、电解铝外运需求。

将淖铁路建设及资金规划情况：2020 年 6 月，公司拟出资 4.54 亿元参股建设将淖铁路，项目于 2021 年 4 月份开工，预计 2023 年三季度建设完成。项目总投资额为 96.98 亿元，项目资本金为 24 亿元，分三期支付，具体情况请见表 1。

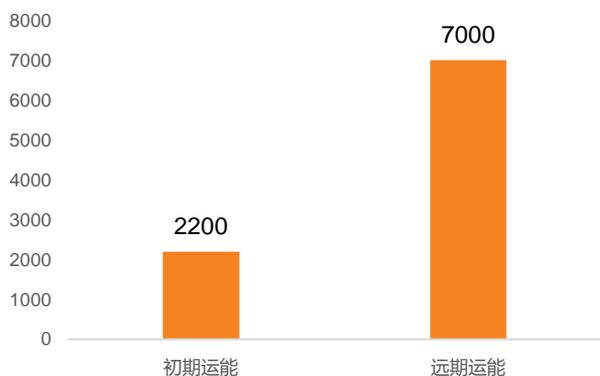
表 1：将淖铁路项目资本金规划 单位：万元

出资方	2020 年首期出资	2020 年 9 月 30 日	2021 年 12 月 31 日	合计
中国铁路乌鲁木齐局集团有限公司	80		4720	4800
新疆维吾尔自治区国有资产投资经营有限责任公司	80	2880	1840	4800
哈密市国有资产投资经营有限公司	566.8	33433.2		34000
昌吉州国有资产投资经营集团有限公司	266.8	15733.2		16000
中交第二公路工程局有限公司	966.8	32855	24178.2	58000
新疆交通建设集团股份有限公司	833.2	22800	29366.8	53000
广汇物流股份有限公司	806.4	21000	23593.6	45400
中交第三公路工程局有限公司	400	13585	10015	24000
总计	4000	142286.4	93713.6	240000

资料来源：广汇物流公告，天风证券研究所

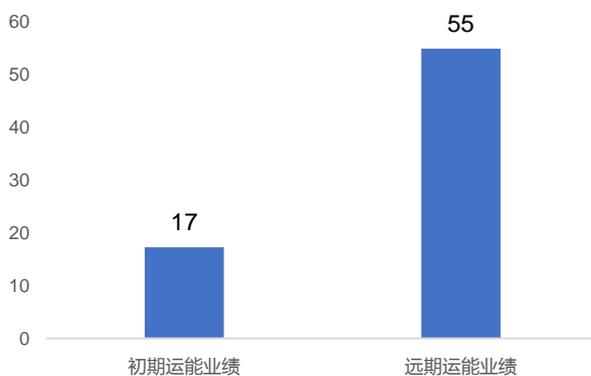
预计将淖铁路运量的增长或能为公司带来较多业绩增量：将淖铁路初期设计运能为 2200 万吨/年，长期运能为 7000 万吨/年，增量空间较多。运价方面，我们预计不会有红淖铁路那么高的吨公里运价，因为广汇物流对将淖铁路没有绝对控股权，前两大股东是中交第二公路工程局有限公司以及新疆交通建设集团股份有限公司，均为国企。国铁的运价通常约为 0.18 元/吨公里，所以我们认为以该价格区间做盈利预测更为现实。按照 0.18 元/吨公里的测算，初期目标和远期目标分别能为公司产生约 17 亿和 55 亿的营收。

图 18：将淖铁路初期及远期运量目标 单位：万吨/年



资料来源：广汇物流公告、天风证券研究所

图 19：将淖铁路初期及远期运量目标对应产生的业绩 单位：亿元



资料来源：广汇物流公告、天风证券研究所

3. 物流园及冷链物流板块稳定运营，房地产开发业务将以质量为中心发展

3.1. 正值业务转型期，美居物流园征收补偿或为公司降低财务压力

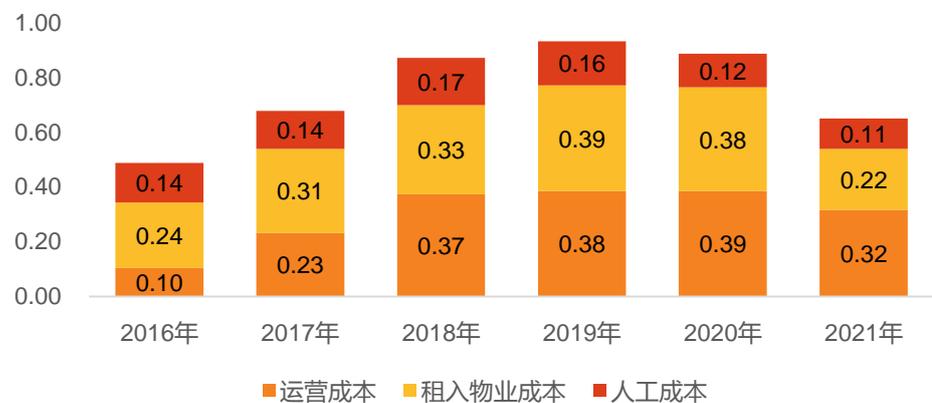
美居物流园简介：乌鲁木齐市具有标杆意义的以家居建材商贸流通为主，集家居建材的展示销售、家装体验、娱乐休闲、综合商超于一体的综合性物流园，是乌鲁木齐市城北新兴的商业中心。距离高铁站 5 公里，距离机场 12 公里，拥有一流的交通条件和突出的区位优势。从 2020 年开始经营压力骤增，一方面，在当年连续两次新冠疫情的影响下，流失了部分商户，另一方面，其他头部家居建材进入新疆市场导致市场供给增加，竞争环境更加严峻，生存空间缩小。同时，美居物流园仍坚持推出多种创新业务，保障正常运营。

图 20：美居物流园 2020 年遭遇较大经营压力 单位：亿元



资料来源：广汇物流年报，天风证券研究所

图 21：美居物流园成本结构 单位：亿元



资料来源：广汇物流年报，天风证券研究所

乌鲁木齐老城区征收改造方案：2021 年 3 月 16 日，乌鲁木齐市新市区人民政府发布《新疆广汇美居物流园老城区提升改造项目国有土地上房屋征收补偿方案的公告》，将美居物流园部分楼座纳入老城区改造的项目中。征收范围包含 A 座、B 座、C 座、D 座、E 座、F 座、G 座、H 座、J 座、O 座、N 座，涉及征收范围涉及广汇美居物流园产权建筑面积 61.93 万平方米，其中土地使用权 25.46 万平方米，地上 44.82 万平方米，地下 17.11 万平方米。

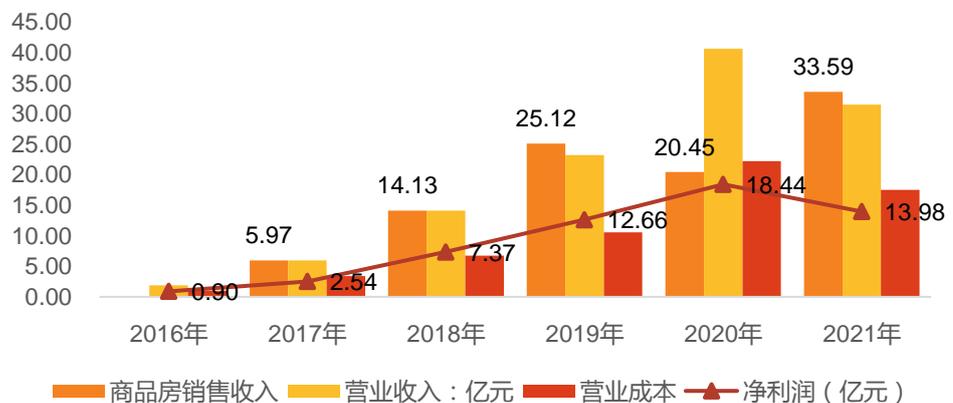
补偿方案细节：主要涉及一次性补偿和停产停业的营业利润补偿两方面

- 1) 一次性补偿：有两种形式，公司暂时未披露是否已做选择。第一种是货币补偿，即征收的部分直接通过现金补偿。第二种是产权置换，具体细则为按照“拆一补一、就地安置”原则，补偿面积不低于原房屋产权面积，交付后评估估值不低于征收决定颁布之日房屋市场公允价值的方式进行产权置换。交付后补偿面积不足或评估估值低于征收决定颁布之日房屋市场公允价值，差额部分须由甲方采用货币或实物资产等补偿方式予以补足。
- 2) 停产停业损失补偿：在补偿协议签订之日起，每年按照 2017-2019 年三年营业利润的平均值为标准计算停产停业损失，为 1.67 亿元。不将 2020 年计入是因为该年度营业利润为负，属于特殊年度。

3.2. 房地产开发业务板块转向以质量发展为中心

2017-2019 年为扩张阶段：这个阶段房地产业务扩张速度较快，主要是通过收购房企的方式发展。在这三年间分别收购广汇蜀信、新疆一龙歌林房地产公司、桂林临桂金建房地产开发有限公司、新疆汇润兴疆房地产开发有限公司、新疆汇茗万兴房地产开发有限公司等。

图 22：房地产业务 2017-2019 年发展迅猛，现在进入以质量为中心发展的阶段 单位：亿元



资料来源：广汇物流年报，天风证券研究所

当前进入以质量为中心发展的阶段：公司正在逐步向能源物流公司转型，并且在 2019 年最后一次收购地产项目时承诺：本次交易完成后，除与物流和商业服务等主业相关的项目开发及其综合配套业态外，公司未来将不会新增其他以商品房销售为主的住宅地产开发项目。公司当前主要关注工程质量、进度管理和成本管控，保障了所有在建项目平稳有序。

4. 盈利预测与估值

4.1. 疆煤外运趋势或带动货运量上升，将淖铁路和红淖铁路收入增量可期

综上所述，疆煤外运在煤炭行业供需偏紧的情况下，将淖红铁路或将成为主要运输通道，准东和吐哈煤田外运煤炭大多数或经过该线路，后续运量或有比较明显的提升空间。

盈利预测核心假设：

煤炭供需持续紧平衡：煤炭持续紧缺的情况下才能维持高煤价，疆煤外运才具有经济型，并且在全国煤炭供需平衡表里占据更为重要的地位。我们预计公司 2023-2025 年红淖铁路及将淖铁路运量加总分别为 1900、6300、8500 万吨

地产板块逐渐退出：公司 2020 年参股将淖铁路以来，正在逐步向能源物流公司转型。公司自 2020 年起至今未新增房地产开发项目，剩余的房地产项目也将在接下来的时间内逐渐结转，并且承诺未来将不会新增其他以商品房销售为主的住宅地产开发项目。

红淖铁路四项改造项目按期投产：电气化改造项目预计 2023 年 6 月底完成，会让站的增加和试开行双电力机车牵引万吨机车也在进行中。预计以上三项工作完成后，2023 年底运能可达 6000-8000 万吨。2023 年下半年启动红淖铁路复线建设，运能将进一步提升到 1.5 亿吨。

将淖铁路按期投产：公司预计将淖铁路 2023 年三季度建成，初期运能 2200 万吨/年。

表 2：广汇物流经营模型

	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入（亿元）	54.14	71.58	100.97
红淖铁路	18.94	45.93	62.34
将淖铁路	1.05	15.70	20.94
其他	34.15	9.95	17.70
营业成本（亿元）	32.49	41.52	60.48
红淖铁路	11.63	25.80	32.45
将淖铁路	2.38	13.98	16.47
其他	18.48	1.74	11.57
货运量（万吨）	1900	6300	8500
红淖铁路	1800	4800	6500
将淖铁路	100	1500	2000
运价（元/吨公里）			
红淖铁路	0.225	0.225	0.225
将淖铁路	0.180	0.180	0.180

资料来源：广汇物流公告，天风证券研究所

注：货运量为红淖铁路及将淖铁路加总

基于经营模型分析，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.47、18.87、26.70 亿元，同比增长 111.87%、64.43%、41.55%，EPS 分别为 0.93、1.53、2.17 元。

4.2. 估值分析

目前可比公司为铁龙物流和大秦铁路，截至 2023 年 6 月 2 日，两家公司 PE 分别为 21.0 和 8.7，平均值为 14.85。鉴于广汇物流目前处于业务转型期，红淖铁路和将淖铁路的运量在后续将逐步释放，将淖铁路股权比例在后续可能提高，以及将淖运价在后续仍有一定的提升空间。

我们认为公司后续具备较强的成长性，但考虑到大秦铁路位置特殊，一端在煤炭产地，另一端在港口，运量相对更为稳定，因此我们给予广汇物流 2025 年净利润 6 倍 PE，对应当年 EPS 2.17 元，合理估值为 13.02 元。

表 3：广汇物流可比公司盈利预测估值表

	收盘价 (元)	PE (TTM)	EPS (元/股)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
铁龙物流	6.18	21.0	0.35	0.40	0.44	17.55	15.62	14.01
大秦铁路	7.45	8.7	0.86	0.86	0.85	8.67	8.65	8.74

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价、PE 截至日期为 2023 年 6 月 2 日，表 3 两家公司 2023-2025 年 EPS 以及 PE 均来自 Wind 一致预测

5. 风险提示

- 煤炭供给超预期增长：**疆煤外运是基于高煤价足够覆盖运费的逻辑，如果煤炭产量或进口量超预期增长导致供需失衡，煤价下行导致疆煤外运失去了经济性，后续运量可能减少。
- 红淖铁路改造工程无法按期完成：**公司预计电气化改造项目 2023 年完成，若该时间内无法完成，运能或无法及时得到提升。
- 将淖铁路建设无法按期完成：**公司预计 2023 年三季度将淖铁路投产，若投产时间延后，2023-2025 年的运量预测或会产生误差。
- 疆煤增产不及预期：**根据《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》，预计新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，如果增产量没有达到预期，未来运量预测或会产生误差。
- 车皮、集装箱数量不足以满足运量增长所需：**运输煤炭出疆，即使需求、运能都足够的情况下，如果车皮、集装箱不够，同样会导致运量不及预期，进而影响到公司业绩。
- 本文测算具有前提假设：**本文测算均是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差。
- 部分测算带有主观性。**
- 公司控股股东、实际控制人已收到《行政处罚决定书》：**公司控股股东 2022 年 11 月 1 日公告收到《立案告知书》，公司于 2023 年 4 月 29 日公告收到《行政处罚决定书》，对控股股东、实际控制人分别处以 330 万、70 万元的罚款。
- 房地产业务面临的行业及政策风险：**房地产行业成交量下降叠加成本刚性，导致整体行业毛利率下行。
- 保理业务逾期坏账风险：**保理公司客户以自身拥有的应收账款向汇盈信公司申请保理融资，存在逾期坏账风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,820.19	651.13	2,517.14	3,052.52	10,280.17
应收票据及应收账款	407.75	338.02	564.37	628.64	1,054.19
预付账款	12.05	20.87	28.49	32.39	46.56
存货	5,189.57	3,886.35	3,332.78	3,586.70	3,133.40
其他	546.96	262.25	422.48	511.88	480.31
流动资产合计	7,976.53	5,158.62	6,865.26	7,812.14	14,994.62
长期股权投资	190.99	291.18	291.18	291.18	291.18
固定资产	229.34	7,434.65	9,845.84	10,911.93	10,695.76
在建工程	509.19	2,263.01	2,014.50	1,057.25	1,157.25
无形资产	46.25	244.77	234.56	224.36	214.15
其他	5,964.10	6,314.42	6,309.60	6,304.78	6,301.74
非流动资产合计	6,939.87	16,548.02	18,695.69	18,789.49	18,660.08
资产总计	14,916.39	21,706.65	25,560.94	26,601.63	33,654.71
短期借款	16.02	370.47	370.00	370.00	370.00
应付票据及应付账款	2,098.44	3,203.12	2,717.32	5,572.83	6,680.97
其他	1,931.32	2,327.21	7,270.78	5,366.81	9,078.42
流动负债合计	4,045.78	5,900.80	10,358.10	11,309.64	16,129.39
长期借款	537.90	3,491.16	3,000.00	3,000.00	3,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,331.20	5,453.52	5,000.00	3,928.24	4,793.92
非流动负债合计	1,869.10	8,944.68	8,000.00	6,928.24	7,793.92
负债合计	8,879.45	15,296.26	18,358.10	18,237.88	23,923.31
少数股东权益	665.35	741.04	757.43	780.54	807.79
股本	1,698.13	1,696.00	1,696.00	1,696.00	1,696.00
资本公积	41.83	32.46	32.46	32.46	32.46
留存收益	3,971.69	4,244.21	5,047.37	6,179.36	7,514.61
其他	(340.07)	(303.32)	(330.42)	(324.60)	(319.45)
股东权益合计	6,036.95	6,410.39	7,202.84	8,363.75	9,731.40
负债和股东权益总计	14,916.39	21,706.65	25,560.94	26,601.63	33,654.71

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	587.18	610.26	1,147.38	1,886.65	2,670.49
折旧摊销	31.24	242.17	613.51	701.37	726.37
财务费用	89.53	318.39	308.77	265.97	201.28
投资损失	(23.30)	10.52	(10.28)	(15.69)	(66.15)
营运资金变动	(3,889.77)	4,322.01	3,930.17	(565.04)	5,688.11
其它	4,540.49	(4,267.39)	23.08	38.50	54.50
经营活动现金流	1,335.38	1,235.95	6,012.63	2,311.77	9,274.60
资本支出	(251.57)	5,374.85	3,219.52	1,871.76	(265.68)
长期投资	41.06	100.19	0.00	0.00	0.00
其他	(646.75)	(6,383.89)	(5,974.57)	(2,656.07)	(268.17)
投资活动现金流	(857.26)	(908.85)	(2,755.05)	(784.31)	(533.85)
债权融资	(796.14)	3,320.79	(1,013.24)	(227.83)	(155.76)
股权融资	(707.41)	25.24	(378.34)	(764.24)	(1,357.34)
其他	217.19	(4,907.29)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(1,286.36)	(1,561.26)	(1,391.58)	(992.07)	(1,513.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(808.24)	(1,234.16)	1,866.00	535.38	7,227.65

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,317.35	5,019.31	5,414.35	7,158.09	10,096.98
营业成本	1,851.13	3,538.11	3,248.61	4,151.69	6,048.09
营业税金及附加	256.90	145.75	216.57	286.32	403.88
销售费用	147.62	214.77	162.43	143.16	201.94
管理费用	92.07	128.79	108.29	143.16	201.94
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	59.30	298.18	308.77	265.97	201.28
资产/信用减值损失	(233.95)	(57.27)	(83.14)	(85.59)	(67.14)
公允价值变动收益	(3.92)	(3.77)	(0.33)	0.00	0.00
投资净收益	23.30	(10.52)	10.28	15.69	66.15
其他	360.40	(26.25)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	764.49	791.51	1,296.50	2,097.88	3,038.87
营业外收入	5.54	2.77	167.00	167.00	167.00
营业外支出	7.37	1.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	762.66	792.75	1,463.50	2,264.88	3,205.87
所得税	175.48	182.50	292.70	339.73	480.88
净利润	587.18	610.26	1,170.80	1,925.15	2,724.99
少数股东损益	14.28	68.71	23.42	38.50	54.50
归属于母公司净利润	572.90	541.55	1,147.38	1,886.65	2,670.49
每股收益(元)	0.47	0.44	0.93	1.53	2.17

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-24.49%	51.30%	7.87%	32.21%	41.06%
营业利润	-33.29%	3.54%	63.80%	61.81%	44.85%
归属于母公司净利润	-30.87%	-5.47%	111.87%	64.43%	41.55%
获利能力					
毛利率	44.20%	29.51%	40.00%	42.00%	40.10%
净利率	17.27%	10.79%	21.19%	26.36%	26.45%
ROE	10.67%	9.55%	17.80%	24.88%	29.93%
ROIC	219.14%	-139.69%	30.50%	82.43%	88.67%
偿债能力					
资产负债率	59.53%	70.47%	71.82%	68.56%	71.08%
净负债率	-11.15%	64.19%	21.44%	12.52%	-63.04%
流动比率	1.14	0.81	0.66	0.69	0.93
速动比率	0.40	0.20	0.34	0.37	0.74
营运能力					
应收账款周转率	6.26	13.46	12.00	12.00	12.00
存货周转率	0.57	1.11	1.50	2.07	3.01
总资产周转率	0.21	0.27	0.23	0.27	0.34
每股指标(元)					
每股收益	0.47	0.44	0.93	1.53	2.17
每股经营现金流	1.09	1.00	4.89	1.88	7.54
每股净资产	4.37	4.61	3.80	4.47	5.26
估值比率					
市盈率	14.15	14.97	7.07	4.30	3.04
市净率	1.51	1.43	1.73	1.47	1.25
EV/EBITDA	0.65	9.91	3.11	2.13	-0.11
EV/EBIT	0.67	12.26	4.25	2.74	-0.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com