

证券研究报告 / 公司深度报告

增持

上次评级: 买入

收购红淖铁路聚焦物流主业, 能源出疆迎来机遇期

报告摘要:

房地产业务进入存量消化阶段, 收购红淖铁路专注物流主业。广汇物流是广汇集团旗下的唯一现代物流平台。2021 年公司实现营业收入 33.17 亿元, 归母净利润 5.73 亿元, 其中房地产业务收入占比超过 95%。2019 年公司承诺不再新增其他以商品房销售为目的项目, 地产业务正式进入存量消化阶段。2020 年 6 月公司参股将淖铁路建设, 2022 年 5 月公司从广汇能源处收购红淖铁路 92.7708% 的股权。标志着公司向能源物流主业全面转型, 收入利润结构将持续优化。

能源保供大背景下, “十四五”是疆煤外运发展的重大机遇期。新疆煤炭资源丰富, 潜在开发空间巨大, 开采具有天然成本优势。在能源保供大背景下, 从“十三五”到“十四五”新疆煤炭资源的地位发生巨变, 核心基调从区内转化变成对外供应。产量上看, 国家计划“十四五”期间新疆煤炭新增产能 1.6 亿吨/年, 总产能达到 4.6 亿吨/年以上。对外供应上看, 随着出疆物流能力的提升改善, 近两年疆煤外运进入高速发展期, 其中铁路物流是资源出疆的最高效方式, 预计今年 H1 乌局对外煤炭运量同比增长 50%。川渝地区煤炭供需长期存在较大缺口, 我们认为疆煤对外供应量将在“十四五”期间迎来井喷。

将淖-红淖铁路是资源出疆的主通道, 看好未来随着运力提升, 铁路运量与利润实现稳定增长。未来将淖-红淖铁路将构成新疆能源外运的最优通道, 准东地区资源出疆运距减少 300km, 吐哈地区资源运输实现公转铁。整体出疆成本大幅优化, 我们测算吐哈地区煤炭向川渝地区的供给成本已经与陕煤相差不大。将淖-红淖铁路位于吐哈产煤带上, 现有存量产能高于铁路运能, “十四五”期间哈密规划新增产能 6500 万吨/年, 产量有望翻倍。红淖铁路电气化改造将于 2024 年转固投产, 中期运能有望提升至 6000-8000 万吨。供需两旺背景下, 我们中性预测红淖铁路至 2025 年能够实现运量 3746 万吨, 收入 34.18 亿元, 净利润 9.45 亿元。

投资建议: 公司收购优质铁路资产正式向物流主业转型, 未来收入利润增长确定性较强。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.65/0.72/0.77 元, 对应 PE 为 9.76X/8.81X/8.28X, 给予“增持”评级。

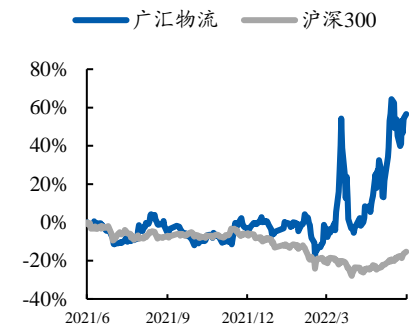
风险提示: 新疆资源外运需求增长不及预期, 电气化改造落地延后。

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,394	3,317	5,752	5,045	4,898
(+/-)%	53.14%	-24.51%	73.39%	-12.29%	-2.91%
归属母公司净利润	824	573	817	906	964
(+/-)%	0.64%	-30.46%	42.68%	10.83%	6.42%
每股收益(元)	0.69	0.48	0.65	0.72	0.77
市盈率	7.00	8.27	9.76	8.81	8.28
市净率	1.12	1.26	1.39	1.21	1.07
净资产收益率(%)	11.22%	10.67%	14.23%	13.71%	12.86%
股息收益率(%)	4.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	1,698	1,698	1,253	1,253	1,253

股票数据 2022/06/27

6 个月目标价(元)	6.92
收盘价(元)	6.37
12 个月股价区间(元)	3.36-6.69
总市值(百万元)	7,993.21
总股本(百万股)	1,255
A 股(百万股)	1,255
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	55

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	18%	58%	55%
相对收益	7%	52%	71%

相关报告

《广汇物流(600603): 收购红淖铁路聚焦物流主业, 发展能源物流增厚业绩》

--20220601

证券分析师: 刘军

执业证书编号: S0550516090002
021-20363212 liujun@nesc.cn

研究助理: 岳子瞳

执业证书编号: S0550121050018
021-20363217 yuzt@nesc.cn

目 录

1.	广汇物流：广汇集团旗下唯一的现代物流平台	4
1.1.	上市前期以房地产业务为主，布局物流园及冷链产业	4
1.2.	收购红淖铁路资产，能源物流迎来大发展	8
2.	能源保供背景下，新疆煤炭资源外运迎来机遇期	10
2.1.	疆煤资源禀赋优异，“十四五”期间将在能源保供中扮演重要角色	10
2.2.	物流能力限制能源外送产能，新疆铁路物流面临战略机遇	14
3.	量增价稳有较强确定性，看好红淖铁路盈利的长期成长	16
3.1.	定性分析：将淖-红淖线连通将打开疆煤外运主通道，货运量有望随运能提升实现高增长	16
3.2.	定量测算：将淖-红淖铁路沿线煤炭产量丰富，产能爬坡利润贡献有望稳定增长	20
3.2.1.	测算一：煤炭出疆成本测算	20
3.2.2.	测算二：哈密地区煤炭产量测算	22
3.2.3.	测算三：红淖铁路货运量测算	24
3.2.4.	测算四：红淖铁路收入及利润测算	25
4.	盈利预测	27
5.	风险提示	28

图表目录

图 1:	广汇物流股权结构示意图	4
图 2:	广汇物流收入变化情况（单位：亿元）	4
图 3:	广汇物流归母净利润变化情况（单位：亿元）	4
图 4:	广汇物流毛利率与净利率变化情况	5
图 5:	广汇物流收入结构（单位：亿元）	5
图 6:	商品房销售业务收入变化情况	6
图 7:	商品房销售业务毛利及毛利率变化	6
图 8:	中国冷链物流市场规模测算	7
图 9:	完成收购后红淖铁路公司的股权结构	8
图 10:	广汇物流经营活动现金流变化情况	9
图 11:	广汇物流预收款项变化情况	9
图 12:	新疆地区煤炭资源分部情况示意图	10
图 13:	“十三五”期间煤炭跨区调运情况	11
图 14:	三西地区煤炭产量占比较高（单位：万吨）	11
图 15:	新疆原煤年度产量增长情况	12
图 16:	新疆原煤产量占全国比变化情况	12
图 17:	我国煤炭铁路产运比稳步提升	14
图 18:	新疆国有重点煤矿煤炭铁路运量	15

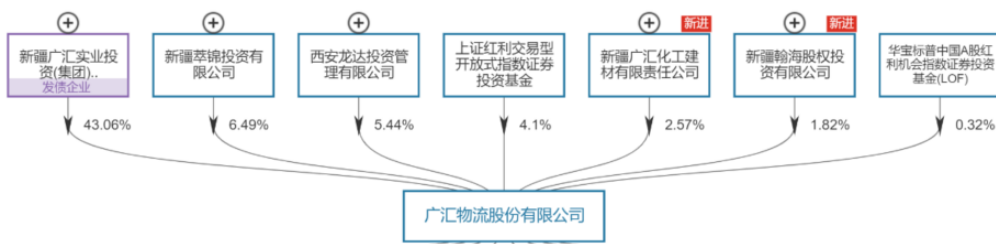
图 19: 全国煤炭铁路年度发运量变化情况	15
图 20: 新疆铁路建设规划示意图	16
图 21: 红淖铁路运量增长变化情况	17
图 22: 红淖铁路装车量增长变化情况	17
图 23: 新疆将淖铁路有限公司股权结构	17
图 24: 将淖-红淖铁路线路示意图	18
图 25: 铁路请车流程图	19
图 26: 重庆煤炭产消供需差 (单位: 万吨)	20
图 27: 四川煤炭产消供需差 (单位: 万吨)	20
图 28: 哈密地区能源产业布局示意图	22
表 1: 2021 年末广汇物流房地产项目开发情况	5
表 2: 关于冷链物流体系建设的政策频繁出台	7
表 3: 本次现金收购支付方式	8
表 4: 新疆煤炭资源探明储量分布结构	11
表 5: “十四五”期间新疆地区煤炭新增产能、储备产能的规划	13
表 6: 红淖铁路完成电气化改造后运力预测	19
表 7: 新疆地区煤炭开采成本远低于中部地区	21
表 8: 入渝煤炭成本测算	21
表 9: 淖毛湖地区能源产品产量测算	23
表 10: 红淖铁路货运量测算	24
表 11: 红淖铁路公司收入及成本测算	25
表 12: 红淖铁路公司利润测算	26
表 13: 广汇物流 2022-2024 年盈利预测	27

1. 广汇物流：广汇集团旗下唯一的现代物流平台

1.1. 上市前期以房地产业务为主，布局物流园及冷链产业

2016年12月，新疆亚中物流商务网络有限责任公司通过重组“大洲兴业”成功登录A股市场。2017年3月，上市公司更名为广汇物流股份有限公司，成为世界500强企业新疆广汇实业投资有限责任公司旗下继广汇能源、广汇汽车、广汇宝信之后第四家上市公司，是广汇集团唯一的现代物流平台。新疆广汇集团持股比例达到43.06%，是广汇物流第一大股东，集团董事长孙广信为实际控制人。

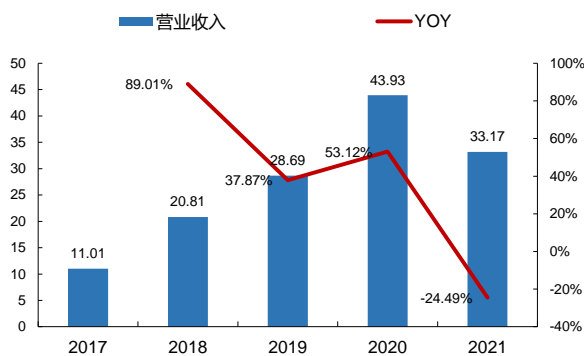
图 1：广汇物流股权结构示意图



数据来源：Wind，东北证券

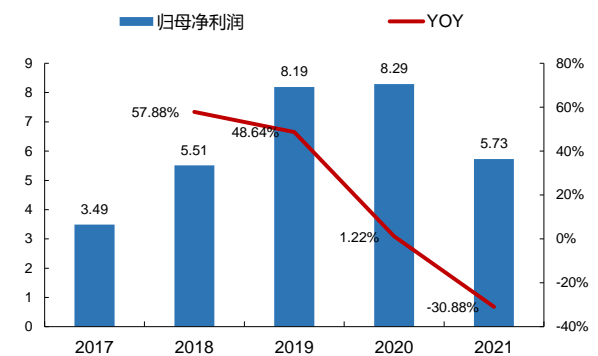
公司前期收入与房地产业务关联度较强。为了弥补资产重组前母公司累积经营亏损，短期内迅速实现盈利具备分红的基础条件，广汇物流在上市初期通过收购并购注入了一批房地产开发业务，为公司提供了稳定的业绩增长与现金流量。从收入结构上来看公司房地产业务收入占比逐年增长，2021年商品房销售业务收入占比达到95%。整体上，公司收入与利润规模上市后保持增长态势，毛利率、净利率基本维持稳定。2021年由于房地产调控政策持续从严，行业新房销售与房地产开发投资持续低位运行，公司房地产业务贡献的收入与利润均有所下滑。2021年公司实现营业收入33.17亿元，同比下降24.49%，实现归母净利润5.73亿元，同比下降30.88%。

图 2：广汇物流收入变化情况（单位：亿元）



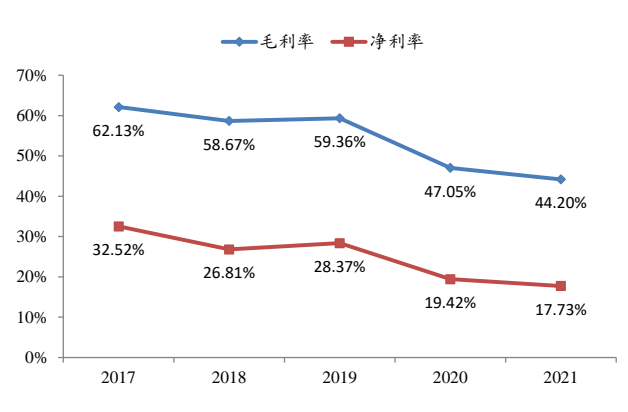
数据来源：Wind，东北证券

图 3：广汇物流归母净利润变化情况（单位：亿元）



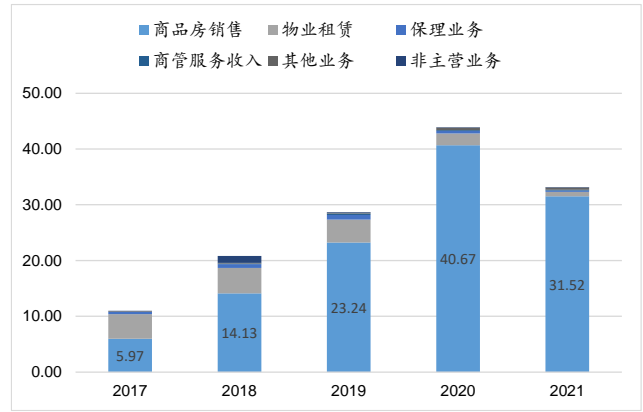
数据来源：Wind，东北证券

图 4: 广汇物流毛利率与净利率变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 5: 广汇物流收入结构 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

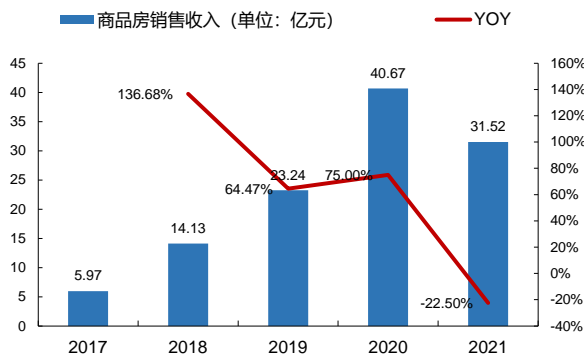
未来不再新增地产类业务, 全面聚焦物流主业。2019 年公司承诺, 未来除与物流和商业服务等主业相关的项目开发及综合配套业务外, 将不会再新增其他以商品房销售为主的住宅地开发项目。公司进入房地产项目的存量消化阶段, 未来利用充足的在手现金流发展物流主业。根据 2021 年年报披露, 公司目前已经销售但仍为确认收入的待结转面积为 32.84 万平方米, 根据根据所处地区房产均价测算待结转收入约 27 亿元。同时, 计算现阶段仍未售面积加上后续建设带来的面积新增, 我们测算公司未来整体可供销售面积约在 60 万平方米, 若地产业务全部消化, 将有望贡献约 57 亿左右的收入。

表 1: 2021 年末广汇物流房地产开发情况

序号	地区	项目	经营业态	在建项目/新开工项目/竣工项目	总建筑面积(平方米)	可售面积(平方米)	已售面积(平方米)	已实现收入(万元)	期末待结转面积(平方米)
1	成都市天府新区	广汇御园、CBD 及美术馆项目	住宅及商业	在建	1,316,853	896,231	709,314	795,602	69,153
2	乌鲁木齐市水磨沟区	颐景庭院	别墅、花园洋房	竣工	288,633	148,811	136,111	161,983	5,882
3	眉山市经开新区	汇茗城	住宅及商业	竣工	265,154	220,312	111,804	52,564	22,996
4	桂林市临桂区	汇悦城	住宅及商业	在建	256,192	141,249	93,631	17,143	65,519
5	乌鲁木齐市新市区	汇润城一、二期	住宅及商业	在建	227,364	162,690	168,558	112,962	1,757
6	乌鲁木齐市新市区	汇茗轩	住宅及商业	在建	38,348	27,690	5,670	-	5,670
7	乌鲁木齐市天山区	御锦城	住宅及商业	在建	357,407	264,454	157,462	-	157,462
8	合计				2,749,951	1,861,438	1,382,550	1,140,254	328,438

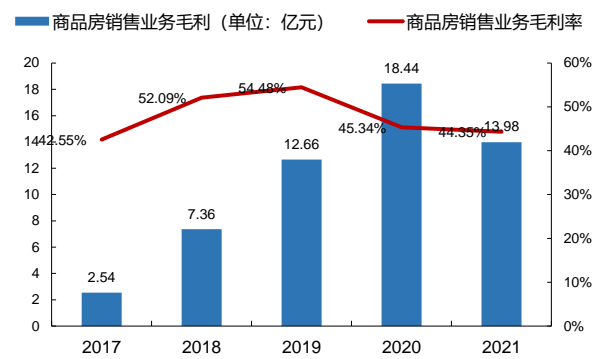
数据来源: 公司年报, 东北证券

图 6: 商品房销售业务收入变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 7: 商品房销售业务毛利及毛利率变化

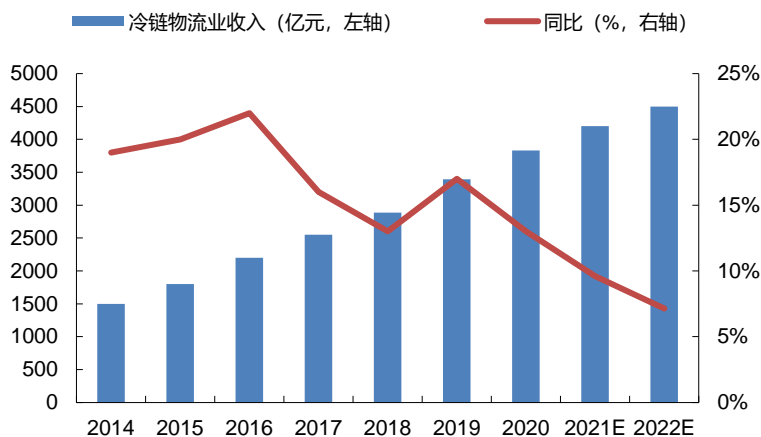


数据来源: Wind, 东北证券

政府征收物流园土地，未来有望形成存量商业销售。美居物流园是乌鲁木齐市内以家居建材商贸流通为主，集合休闲娱乐、综合商超为一体的综合性物流园区。多年来公司通过出租商铺及对物流园区的经营管理实现收入盈利，但由于区域内建材市场供大于求及疫情影响商铺出租率有所下滑。2021年美居物流园区被新疆政府列入老城区提升改造项目的范围内，将对总计约62万平方米的土地进行征收补偿。根据协议约定在征收后交付的四年期间政府以货币形式每年给予公司1.67亿元的停工停业补偿，并按照“拆一补一”的原则对征收土地进行产权置换。未来土地交付后政府将补偿广汇物流面积不低于61.93万平方米且估值不低于54.13亿的商业资产。公司可根据资金需求选择部分出售资产以获取现金流。

积极建设冷链物流，未来有望成为业绩新增长点。冷链物流园区毗邻乌鲁木齐北站，位于发展丝绸之路经济带国际物流中心的核心区域。公司希望打造新疆一流、国内领先的智能冷链仓储物流服务中心。冷链基地一期于2019年年底投入运营出租率迅速达到95%以上，但因疫情原因短期内冷链物流园区的经营受到较为严格的监管，暂未能贡献可观业绩，冷链基地二期原计划于2023年建成，但受疫情影响投资建设存在一定的不确定性。新疆农产品品质优异，有一定的向中亚、西亚的出口需求，我们认为随着国际运输网络的完善，新疆农产品外销需求规模有望不断增长，长期看新疆出口冷链物流拥有较大的市场空间。

图 8: 中国冷链物流市场规模测算



数据来源：中物联冷链委，东北证券

2021年,国务院办公厅印发的《“十四五”冷链物流发展规划》提出,到2025年,初步形成衔接产地销地、覆盖城市乡村、联通国内国际的冷链物流网络,布局建设100个左右国家骨干冷链物流基地。实施“骨干冷链物流企业培育工程”,培育一批具有国际竞争力的冷链物流企业集团。提出要求优化枢纽港站冷链设施布局,完善产销冷链运输设施网络,进一步加快完善冷链物流的基础设施网络建设。同时强调在服务模式方面增强跨境冷链物流能力,支持通过多种途径延伸地面服务网络,提升跨境冷链物流组织能力,提升中欧班列集结中心冷链物流服务水平,畅通亚欧陆路冷链通道。我们认为未来广汇物流将在新疆地区国际冷链发展过程中发挥重要作用。

表 2: 关于冷链物流体系建设的政策频繁出台

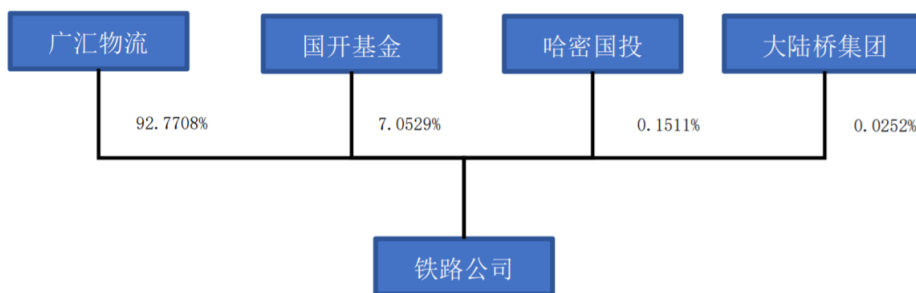
时间	发布单位	政策
2018年9月	市场监管局	关于加强冷冻冷藏食品经营监督管理的通知
2019年5月	商务部	关于推动商农互联完善农产品供应链的通知
2020年3月	发改委	《关于开展首批国家骨干冷链物流基地建设工作的通知》
2020年4月	农业农村部	《关于加快农产品仓储保鲜冷链设施建设的实施意见》
2020年7月	国家标准委	《医学检验生物样本冷链物流设施建设规划(2021-2025)》
2021年6月	建筑部	《冷库设计标准》、《冷库施工及验收标准》
2021年12月	国务院	《“十四五”冷链物流发展规划》

数据来源：公开信息整理，东北证券

1.2. 收购红淖铁路资产，能源物流迎来大发展

2022年5月30日，广汇物流与广汇能源签署《支付现金购买协议》。广汇物流将支付41.76亿元现金收购广汇能源持有的红淖三铁路公司92.7708%的股权。广汇能源做出相应的业绩承诺，承诺铁路公司2022年度、2023年度和2024年度扣除非经常性损益后净利润分别不低于1.59亿元、3.51亿元和4.96亿元，体现了公司对于铁路未来运营能力成长确定性的强大信心。同时，广汇物流将承接铁路公司对广汇能源19.22亿元的欠款，并在协议生效日起24个月内归还完毕。广汇物流亦将承担铁路公司原控股股东的回购义务，回购国开基金所持的铁路公司剩余2.8亿、占比约7.0529%的股权。

图 9：完成收购后红淖铁路公司的股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

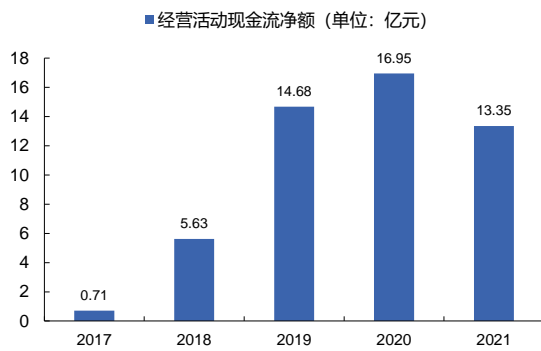
现阶段在手资金充裕，未来现金流稳定。此次交易广汇物流将利用自有资金及并购贷款完成41.76亿元的资金交付。根据交易双方签署的《支付现金购买资产协议》，交易对价的支付分为5个时间节点、在3年内支付完毕，协议生效后6个月内公司需支付对价款10.4亿元，余款于2025年8月前分期支付完毕。截至2021年一季度末，广汇物流在手货币资金为18.38亿元，现金流充裕，考虑到未来公司房地产及物流园区征收仍将贡献较为稳定的现金净流入，我们认为未来公司的资金仍将维持在健康水平并完成交付。

表 3：本次现金收购支付方式

时间节点	支付比例	预计金额（单位：万元）
自《协议》生效日起15个工作日内	支付交易对价的5%	20,881.36
自《协议》生效日起6个月内	支付交易对价的20%	83,525.43
自《协议》生效日起12个月内	支付交易对价的10%	41,762.72
自《协议》生效日起24个月内	支付交易对价的30%	125,288.15
自《协议》生效日起36个月内	支付交易对价的35%	146,169.50

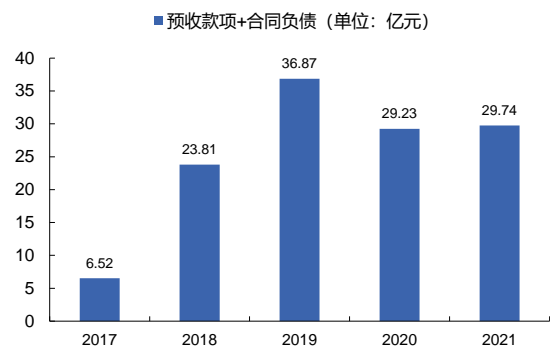
数据来源：公司公告，东北证券

图 10: 广汇物流经营活动现金流变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 11: 广汇物流预收款项变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

利好双方聚焦各自主业，同业竞争问题得以解决。广汇物流在参股建设将淖铁路后逐步熟悉能源物流、铁路运营的经营模式，此次收购处于较好的时点。交易使得双方更加聚焦主业，优化业务和资产结构，推进战略落地，提升广汇物流自身核心竞争力和可持续经营能力。由于广汇物流参与建设、经营将军庙至淖毛湖铁路，将淖铁路是红淖铁路的西延线，建成后将与红淖铁路一起形成新疆北部铁路运输主通道，广汇物流与广汇能源将形成同业竞争。因此本次转让红淖铁路股权，有助于解决关联公司之前同业竞争问题，维护上市公司及其股东的合法权益。

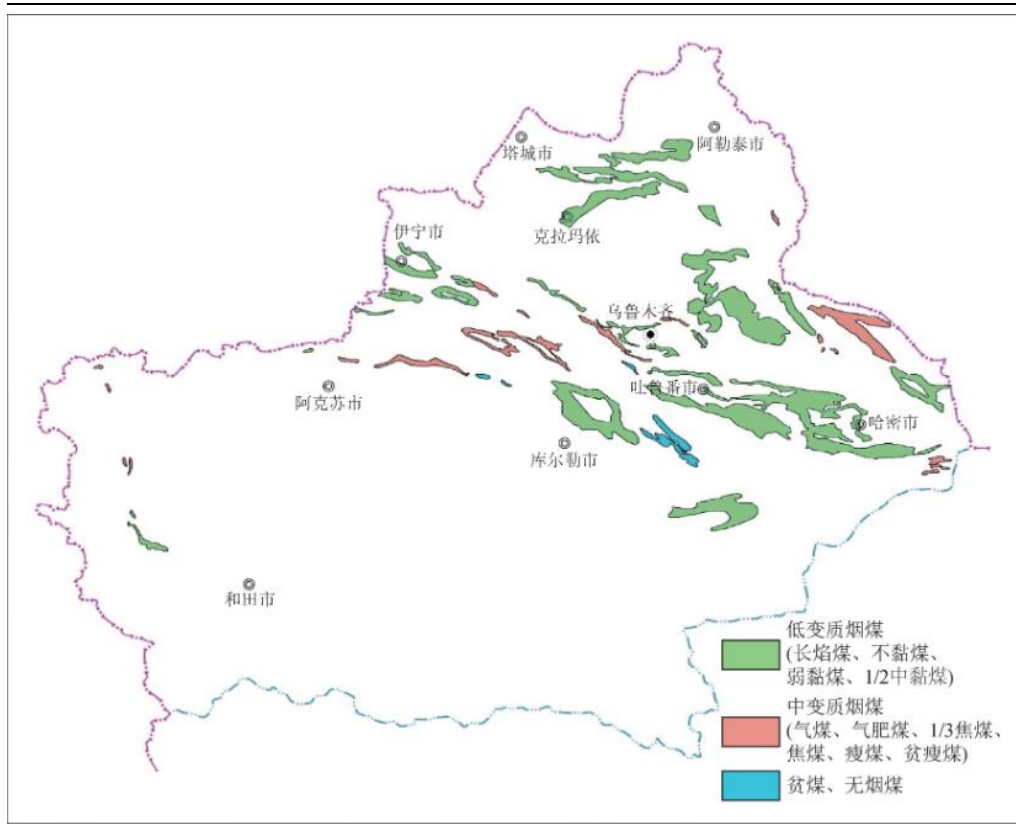
2. 能源保供背景下，新疆煤炭资源外运迎来机遇期

2022年5月19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》(后简称为方案)的通知，对“十四五”期间新疆能源资源供应保障设施的建设与发展做出了明确的方向指引与规划。在我国富煤贫油少气的基本背景下，“十四五”及今后一段时期，我国能源结构将依旧保持以煤炭为主。以往由于新疆远离煤炭消费市场，煤炭运输成本高，限制了新疆煤炭产业发展。近年来，随着“疆电外送”通道建成，出疆铁路、公路设施不断完善，新疆煤炭参与中东部地区市场消费程度不断增加。我们认为加快新疆大型煤炭供应保障基地建设可以进一步释放新疆地区煤炭优质产能，增强全国煤炭安全供应保障能力，新疆能源资源发展在“十四五”期间即将步入快车道。

2.1. 疆煤资源禀赋优异，“十四五”期间将在能源保供中扮演重要角色

新疆煤炭资源丰富，开采具有天然优势。新疆煤炭资源禀赋具有埋藏浅、开采条件简单、生产成本低等优势，且资源储量及其丰富，预测全区埋深2000米以内的煤炭资源储量达到2.19万亿吨，约占中国煤炭预测总储量的42%，居全国首位。目前已经累积查明煤炭资源量4500亿吨，潜在开发空间巨大。从煤炭资源分布情况来看，新疆煤炭资源分部并不均匀，探明资源主要分布在准噶尔及天山山间的含煤盆地中，塔里木盆地北缘也有部分分布。

图 12：新疆地区煤炭资源分部情况示意图



数据来源：霍超《新疆煤炭资源分部特征与勘查开发布局研究》，东北证券

经过多年来充分的利用规划及筹备建设，新疆目前已经主要形成了吐哈、准噶尔、伊利、库拜四大煤田，其中准噶尔地区累积探明量约 2747 亿吨，占全区探明资源量的 61%，吐哈地区累积探明量约 1407 亿吨，占全区探明资源量的 31%，是煤炭开采的主力地区，也是对外供给运输的重要始发地。根据《方案》中所提到的规划，未来针对于准噶尔、哈密两大核心地区的煤矿开发建设仍将是工作的重点，尤其哈密市将成为“疆煤外运”的重要物流节点，除将会快速扩张当地煤炭产能外，亦将会着手打造哈密新兴综合能源基地，推进能源集运中心的建设。

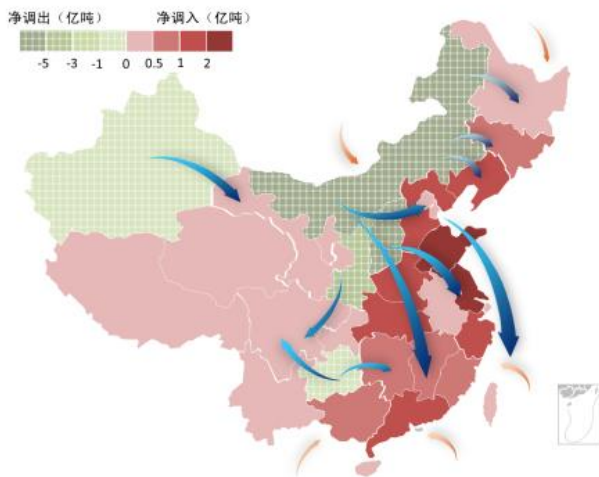
表 4: 新疆煤炭资源探明储量分布结构

	累积探明煤炭资源量 (亿吨)	包括地区	煤炭资源禀赋	未来发展规划方向
准噶尔区	2747	昌吉州、塔城地区	煤种以长焰煤、不粘煤、弱粘煤为主，是优质的动力、煤化工以及民生用煤资源。	根据现代煤化工、煤炭产业布局，充分利用存量产能，统筹规划中小煤矿整合，促进煤炭资源集约开发。
吐哈区	1407	吐鲁番市、哈密市	煤种以长焰煤、不粘煤为主，是优质的动力、煤化工以及民生用煤资源。	统筹“疆电外送”、“疆煤外运”项目，有序建设配套煤矿，打造哈密综合能源示范基地，推进煤炭集运中心建设。
库拜区	46	阿克苏	煤种以气煤、瘦煤、焦煤为主，是优质的炼焦和配焦用煤。	消化现有存量项目为主，原则上不再布局焦煤项目，满足南疆民生用煤需要。
伊犁区	273	伊犁州	煤种以长焰煤、不粘煤为主，是优质的动力、煤化工以及民生用煤资源。	坚持生态优先，煤炭生产亿满足区内化工项目及民生需求为主。

数据来源：《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》，东北证券

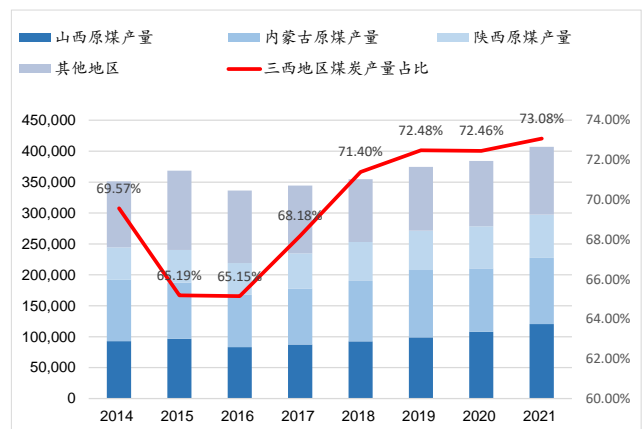
我国煤炭资源供需错位情况明显。从供需分布情况来看，华东、华北地区用煤需求较高，但生产地集中在山西、陕西、内蒙古等地，显著的产需错位导致了煤炭长距离跨省、跨区运输的需求明显，形成了“西煤东运”、“北煤南运”的运输格局。2021 年全国原煤总产量达到 40.71 亿吨，其中山西原煤产量 12.03 亿吨、内蒙古原煤产量 10.69 亿吨、陕西原煤产量 7.02 亿吨，三地总产量达到全国的 73.08%。自 2015 年开始全国煤炭总产量不断向三西地区集中，三地煤炭产量占比从 65%左右不断提升至 73%，承担着全国能源保供的重要责任。

图 13: “十三五”期间煤炭跨区调运情况



数据来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》，东北证券

图 14: 三西地区煤炭产量占比较高 (单位: 万吨)



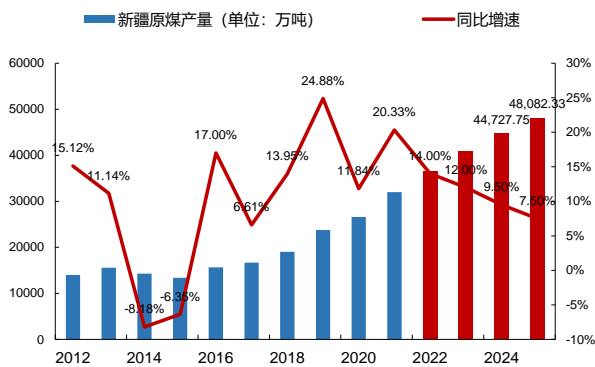
数据来源：iFind，东北证券

肩负全国能源保供的重大使命，新疆煤炭资源地位发生重大变化。我们认为从“十三五”时期到“十四五”时期，**新疆煤炭资源的地位发生巨变，核心基调从区内转化变成对外供应**。在国家能源局印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》中，政策表示新疆煤炭资源丰富，开采条件好，但生态环境脆弱，市场相对独立，生产应以区内转化为主，少量外调。根据准东、伊犁煤炭深加工项目建设情况，适度开发配套煤矿，满足就地转化需求。**到2020年，新疆目标产量为2.5亿吨**，规划外调煤炭量仅为2000万吨/年。而在最新印发的《方案》中，国家计划“十四五”期间新疆煤炭新增产能1.6亿吨/年，总产能达到4.6亿吨/年以上，**2025年力争实现煤炭产量4亿吨以上**。同时保证开采生产集约高效，大中型煤矿产能占比达到95%，煤矿采煤机械化程度达到100%。

展望“十四五”期间，在“疆电外送”、“疆煤外运”等重大战略的背景下，新疆煤炭资源的开采与对外输送有望迈上新台阶。近年来新疆地区煤炭产量进入高速上行通道，2021年区域内实现原煤产量3.19亿吨，同比增长20.33%，“十三五”期间原煤产量年均复合增速达到18.7%，远高于全国煤炭总产量的复合增速3.39%。新疆地区的煤炭产量占比从2016年的4.66%逐年提升至2021年的7.86%，表明新疆在我国能源供给端的重要战略地位在逐步确立。进入2022年后，新疆煤炭开采量增速依旧可观，1-4月新疆地区原煤累积产量达到1.19亿吨，同比增长30.86%。

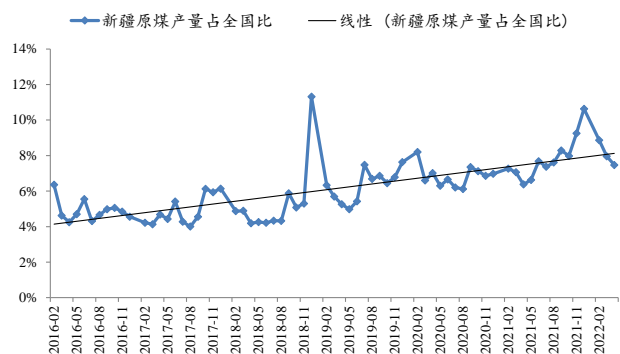
我们乐观预计“十四五”期间新疆煤炭产量将超额完成既定目标，2025年将实现总产量约4.8亿吨。在新增产能规划中，吐哈地区规划新增产能到到8600万吨/年，达到总新增产能的52.4%。除确定规划建设煤炭项目外，《方案》中也提及要求进行储备煤矿项目的规划，进行地质勘查等前期工作满足后续以需定产，要求“十四五”期间完成储备产能8370万吨/年。

图 15: 新疆原煤年度产量增长情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 16: 新疆原煤产量占全国比变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

表 5：“十四五”期间新疆地区煤炭新增产能、储备产能的规划

矿区		“十四五”规划新增产能（万吨/年）	“十四五”规划储备产能（万吨/年）
准噶尔区	昌吉州	5860	2800
	塔城地区	480	-
吐哈地区	吐鲁番市	2100	1770
	哈密市	6500	3170
库拜区		250	-
伊犁区		800	390
其他		430	240
总计		16420	8370

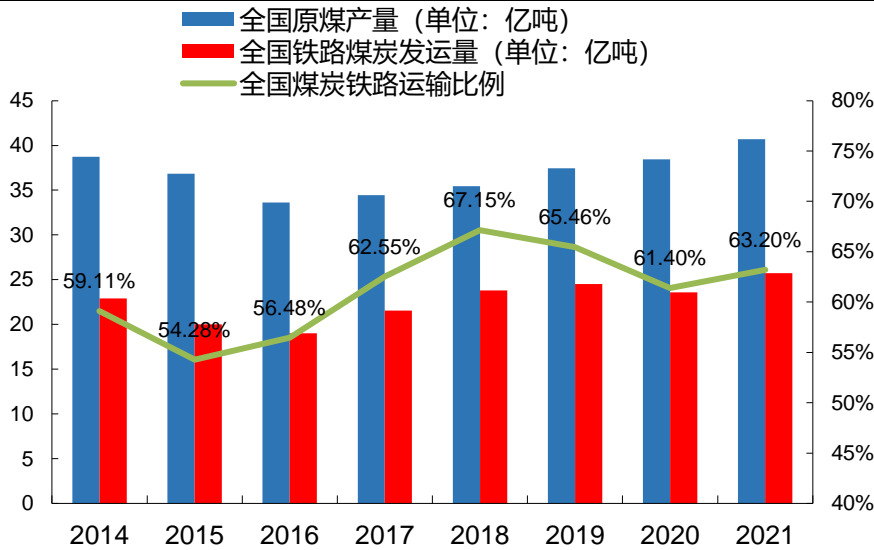
数据来源：《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，东北证券

甘宁青及川渝地区煤炭供需存在较大缺口，“疆煤外运”进入高速发展期且潜力巨大。进入“十三五”后期，新疆煤炭保障我国能源供应安全的作用愈发凸显。由于运距及运力的限制，新疆煤炭现阶段依然主要供应疆内，但已经逐步供应甘宁青，且开始向川渝云贵地区拓展。根据《2021年甘肃省国民经济和社会发展统计公报》显示，2021年甘肃煤炭产量4406.8万吨，煤炭消耗量5068.9万吨，缺口约662.1万吨。根据全国能源信息平台发布的数据，2021年川渝地区煤炭供需缺口近1亿吨。我们认为当前限制煤炭出疆的主要因素是运输体系尚不完善。运力限制与高昂的运输成本导致川渝等能源缺口大省难以大量采购疆煤。随着物流通道的建设完善，我们判断“疆煤外运”将大有可为。根据新疆政府公开披露文件显示，“十三五”期间疆煤外运累积实现运输量6939万吨，但2021年新疆能源对外输出量大幅增长，外送煤炭4387万吨，是“十三五”期间对外运输总量的63%，表明疆煤外运在2021年开始进入高速发展阶段。

2.2. 物流能力限制能源外送产能，新疆铁路物流面临战略机遇

以“公转铁”为大背景，铁路物流加速建设有助于提升资源出疆效率。2018年煤炭供给侧结构性改革继续深化，国家以保护环境与降低物流成本为目的，开始推行大宗商品运输“公转铁”政策。提出在2019年底，京津冀及周边、长三角地区沿海港口的矿石、钢铁、焦炭等大宗货物全部改由铁路运输，禁止汽运集疏港。我国煤炭铁路产运比多年来稳步提升，由2015年的54.28%快速提升至2018年的67.15%，并常年稳定在60%以上。

图 17: 我国煤炭铁路产运比稳步提升

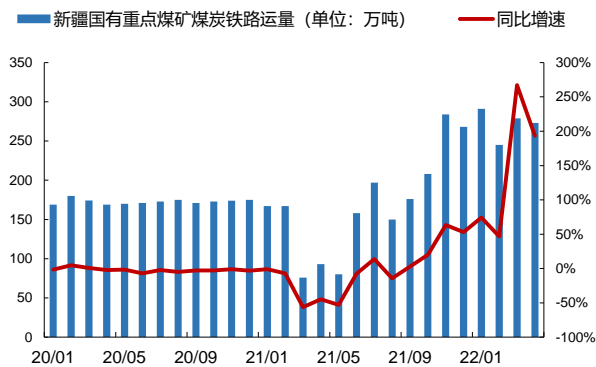


数据来源: Wind, 东北证券

新疆推行公转铁是物流能力改善的长期方式。现阶段新疆地区煤炭资源对外运输仍需依靠大量公路运输，2021年新疆生产的3.19亿吨原煤中，官方披露的煤炭对外运输量为4387万吨，预计铁路运输量在3000万吨-3500万吨左右。但我们认为仍有一定量的煤炭通过卡车运输未被统计，预计实际煤炭外运量可能在8000万吨左右。从长期的性价比与运输效率来看，铁路运输未来将会是煤炭出疆的最优方式。根据测算，煤炭公路运输的单公里成本要较铁路运输高50%左右。短期内铁路物流受制于运力产能不足，未来随着铁路沿线建设的不断完善，货运量将会向铁路运输转移。

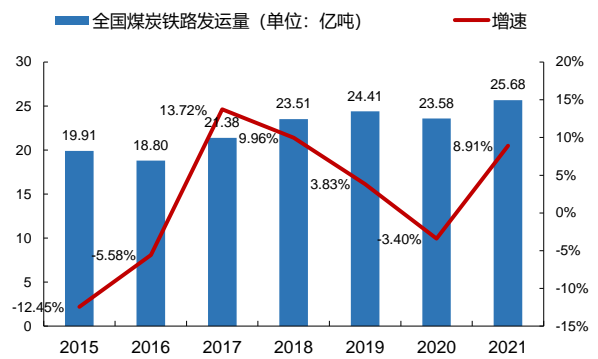
交通运输部印发的《综合运输服务“十四五”发展规划》中提出，到2025年，山西、陕西、内蒙古（呼包鄂地区）大宗货物年货运量150万吨以上且有出省运输需求的煤炭矿区和煤炭物流园区铁路专用线或专用铁路接入比例大幅提升，出省（区）运距500公里以上的煤炭和焦炭铁路运输比例力争达到80%左右。在全国大宗商品物流运输“公转铁”的大背景下，我们认为新疆地区铁路运量占比仍有较大提升空间，铁路物流发展前景广阔。

图 18: 新疆国有重点煤矿煤炭铁路运量



数据来源: iFinD, 东北证券

图 19: 全国煤炭铁路年度发运量变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

进入 2022 年后新疆煤炭对外运量持续走高，主要煤炭矿区铁路运发量同比大幅增长。中国铁路乌鲁木齐局集团公司作为新疆地区铁路物流运营主体坚决贯彻能源保供要求，保障煤炭各个运输环节畅通。5 月以来乌局平均每日对外煤炭外发 94.7 列次，日均疆煤外运量达到 12.3 万吨。截至 5 月 25 日，乌局实现疆煤外运运输 1819.1 万吨，同比增长 49%。全年公司计划实现煤炭运量总量 1.09 亿吨，其中疆煤外运目标运量为 3907 万吨。

其中作为资源对外运输的核心节点，哈密货运中心与乌鲁木齐货运中心货运量持续走高。截至 5 月 25 日，哈密货运中心已经完成疆煤外运 1011.5 万吨，同比增长 8.6%，乌鲁木齐货运中心已经完成疆煤外运 453.9 万吨，同比增长 300%以上。

3. 量增价稳有较强确定性，看好红淖铁路盈利的长期成长

3.1. 定性分析：将淖-红淖线连通将打开疆煤外运主通道，货运量有望随运能提升实现高增长

新疆铁路建设以内循环为主，现阶段外运运输通道较为单一。从新疆能源资源的整体运输结构来看，煤炭运输主要依赖四大环线（北疆环线，天山环线，南疆环线，东疆环线）。在大环线运力加持下，伊犁矿区，准东矿区及库拜矿区生产的煤炭基本用于本地销售。而吐哈矿区是疆煤出疆的主要矿区，通过铁路和公路拉运出疆。2021年12月26日G575线巴里坤至哈密公路、G575 老爷庙口岸-巴里坤公路、G331线淖毛湖-三塘湖公路建成通车，这几条公路的开通将对吐哈矿区煤炭运输能力有质的提升。目前出疆通道增加，疆内大小环线基本闭环运行，解决了疆内煤炭资源分布与终端需求企业不匹配、不合理的问题。

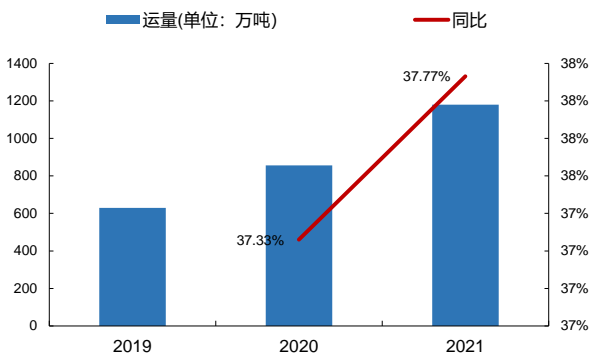
图 20：新疆铁路建设规划示意图



数据来源：公开资料整理，东北证券

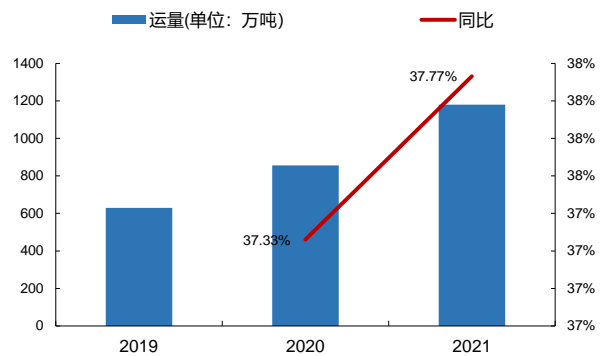
红淖铁路是新疆资源出疆的咽喉要道。红淖铁路2019年1月建成通车进入试运营，是全国首条国网规划、国标设计、国家批准、民企控股、民资兴建、联合运营的国家I级重型轨道电气化铁路。全长435公里，是以煤炭集运为主的货运铁路，西端在白石湖南站与将淖铁路相接，东端在甘肃红柳河站与兰新铁路相接实现出疆，作为《中长期铁路网规划（2016年）》中京津冀-西北通道的柳沟-三塘湖-将军庙线路的一部分，具有国家战略属性。实现开通试运营以来，各项设施设备运行稳定，2020年11月30日起投入转固正式运营，2021年实现运量1179.37万吨，同比增长37.77%，三年运量复合增长率达37%。红淖铁路设计初期运能为3950万吨，远期运能达1.5亿吨。

图 21: 红淖铁路运量增长变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 22: 红淖铁路装车量增长变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

积极参与将淖铁路建设，未来有望在合适时点收购实现控股。除红淖铁路外，新疆政府同时在积极推动将淖铁路建设。2020年6月，广汇物流与中交第二公路工程局有限公司（24.17%）、新疆交通建设集团股份有限公司（22.08%）等七家单位共同出资组建“新疆将淖铁路有限公司”，开工建设将淖铁路，线路全长438公里，服务吐哈、准东两大新疆煤田矿区，向西向北分别与乌准铁路和阿富准铁路相连，向东分别与兰新铁路、哈临铁路相连，进而达到河西走廊、川渝、内蒙及京津冀地区。将淖铁路建成通车后，预计将为相连的红淖铁路带来可观的运输增量。将淖铁路已于2021年4月动工建设，预计将于2023年第三季度完工并投入运营。设计初期运能2250万吨，远期运能达到4760万吨。

在将淖铁路公司股权架构中，广汇物流出资4.54亿元，占该公司注册资本的18.92%，为该公司第三大股东。我们认为广汇物流对将淖铁路的投资，已经是公司向能源物流战略转型的重要一步。同时我们判断现阶段将淖铁路的前两大股东中交工程局与新疆交建作为铁路建设单位对于后续铁路经营的意愿并不强烈，同时将淖、红淖铁路连通的协同效应对于广汇物流意义重大，在未来合适时机存在通过股权收购将资产并入的可能。

图 23: 新疆将淖铁路有限公司股权结构

股东	持股比例
中交第二公路工程局有限公司	24.17%
新疆交通建设集团股份有限公司	22.08%
广汇物流股份有限公司	18.92%
新疆维吾尔自治区哈密市国有资产投资经营有限公司	14.16%
中交第三公路工程局有限公司	10%
昌吉州国有资产投资经营集团有限公司	6.67%
中国铁路乌鲁木齐局集团有限公司	2%
新疆维吾尔自治区国有资产投资经营有限责任公司	2%
总计	100.00%

数据来源: 企查查, 东北证券

将淖铁路建成优化准东煤炭出疆线路，有望带动红淖线过货量协同增长。将淖铁路起始站将军庙站所处的准东地区是新疆煤矿开采的重点地区之一。在将淖铁路建成前，准东地区的煤炭向外运输主要靠公路运输或者走乌将铁路后转兰新线出疆。而将淖铁路建成后，准东地区的煤炭可以直接通过将淖—红淖铁路在红柳河转兰新线出疆，直接缩短铁路运程 300 公里以上，大幅提升运输效率并缩减运力成本。同时，将淖铁路本身就处于新疆另一大产煤区吐哈地区沿线，准东、吐哈两地资源的外运需求将为将淖、红淖铁路的货量提供有力保障。因此将淖铁路建成亦将为红淖铁路带来较大量的过货量的增长。

图 24：将淖-红淖铁路线路示意图



数据来源：公司公告，东北证券

红淖铁路电气化改造即将完成，铁路运能上限有望实现翻倍增长。红淖铁路正在进行大规模电气化改造，预计今年年末前能够全面完工，经过半年至一年的试运营后，将在 2024 年全面转固投产。铁路电气化改造是指通过在铁路沿线建设相应供电设备，将列车牵引车头由内燃机驱动换为电力驱动。电力机车的牵引力远高于内燃机，完成改造后相应铁路运能大幅提升。在红淖建设初期，能源资源外运需求量一般，内燃机牵引运力能够满足正常运输需求。但随着能源出疆需求爆发确定性越来越强，提升出疆主要干线红淖铁路的运能逐渐提上日程。

根据广汇能源披露数据，2020 年红淖铁路实现运量 856.07 万吨，共计装车 2462 车次，平均单次运载量为 3477.13 吨；2021 年实现运量 1179.37 万吨，共计装车 3401 车次，平均单次运载量为 3467.72 吨。由于现阶段内燃机牵引力在 3500 吨左右，红淖铁路近两年基本实现满载。电气化改造完成后铁路运力将大幅增长，电力机车牵引力上限一般能够达到 6000-8000 吨，甚至能够达到 10000 吨以上。同时，公司也正积极筹划在沿线进一步建设会让站，提升线路的列车通过能力。

根据假设，电气化改造于 2022 年年末完工、2023 年进行测试（20%车次使用电气化运行）、2024 年转固投产（80%车次使用电气化运行）、2027 年开始筹备建设会让站与复线。我们预计红淖铁路运力上限将在 2025 年左右达到 8000 万吨/年左右，并在 2030 年远期达到 15000 万吨/年。

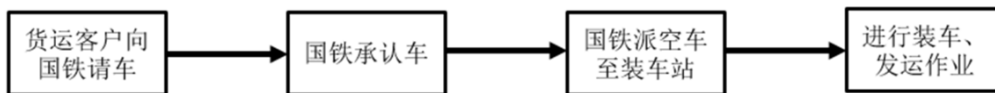
表 6：红淖铁路完成电气化改造后运力预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
产能上限(单位：万吨)	3950	3950	3950	3950	4740	7110	7900	7900	7900	9479	10427	14989
牵引力	3500	3500	3500	3500	4200	6300	7000	7000	7000	8000	8000	10000
车次上限	11285	11285	11285	11285	11285	11285	11285	11285	11285	11849	13034	14989
会让站建设与增设复线带来的车次增量									5%	5%	10%	15%

数据来源：公司年报，东北证券

车皮调度或不再是制约运量的主要原因。在铁路运输流程中，有运输需求的货运公司要向国铁申请车皮，由国铁统一进行线路调度。过去在资源出疆需求量保守，铁路运力有限的背景下新建地区的车皮较为紧张。但我们认为国家能源政策导向将会使铁总车辆调度政策产生倾斜。在十四五期间新疆规划煤炭产能接近翻倍、出疆需求井喷、现阶段运力供给远小于需求、未来铁路运力逐步提升的背景下，车皮调度或不再是限制运量的主要原因。过去两年红淖铁路运量保持 37%以上的增长，整体上我们判断红淖铁路的运量在“十四五”间有望维持 30%左右的 CAGR。

图 25：铁路请车流程图



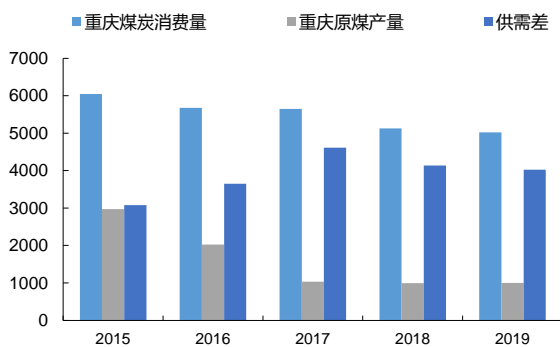
数据来源：广汇能源公司公告，东北证券

3.2. 定量测算：将淖-红淖铁路沿线煤炭产量丰富，产能爬坡利润贡献有望稳定增长

3.2.1. 测算一：煤炭出疆成本测算

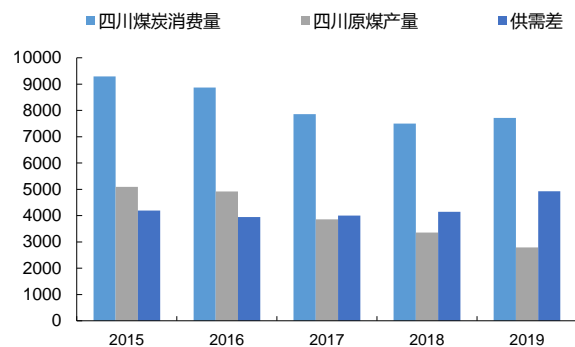
川渝地区煤炭产消供需差较大，长期依赖外省调运。川渝地区生产用电量较大导致煤炭需求旺盛，但受煤炭落后产能淘汰的影响，川渝两地原煤产量逐步走低，过度依赖外部采购。2021年重庆煤炭消费量约为5000万吨，其中电煤约2200万吨，长协煤与市场煤需求量基本各占一半。由于运距相对较短，陕煤一直是川渝地区外供的主力。在能源保供形势严峻，煤炭价格波动较大的背景下，川渝地区对价格稳定的长协煤有大量的潜在需求。

图 26：重庆煤炭产消供需差（单位：万吨）



数据来源：iFind，东北证券

图 27：四川煤炭产消供需差（单位：万吨）



数据来源：iFind，东北证券

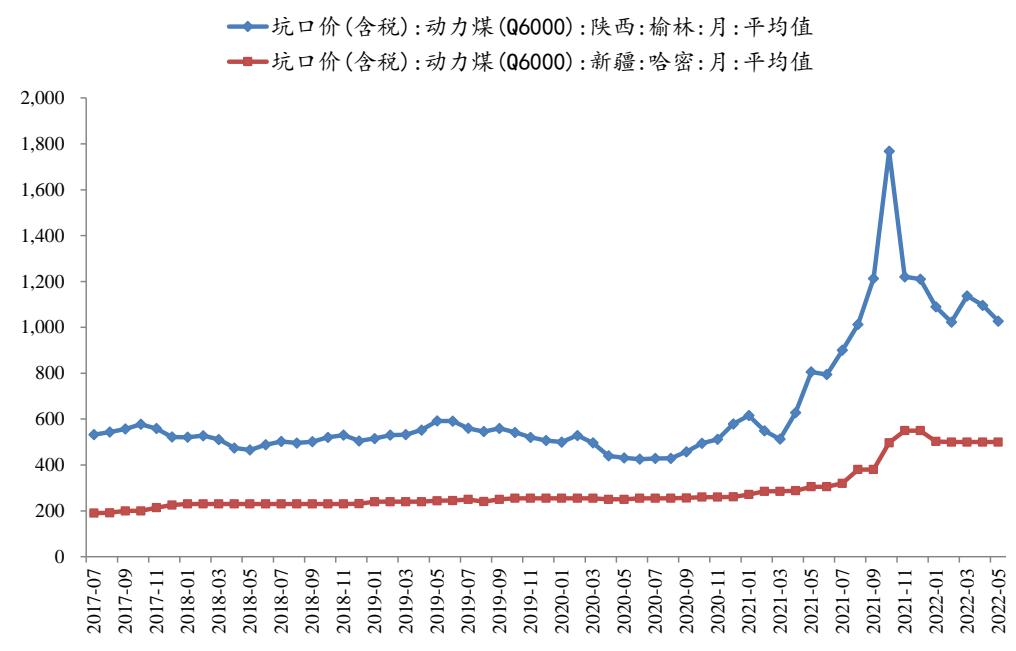
将淖-红淖铁路建成后，新疆煤炭出疆成本上已无劣势。十三五期间新疆煤炭外运主要依靠准东地区煤炭走乌将线到乌鲁木齐，再转到兰新线，或将吐哈地区煤炭从矿区通过公路运至红柳河，再转兰新线出疆。两种方式的运力成本均较高，也是新疆煤炭长期以来多数仅仅外运供给甘肃，而难以向更远地区销售的核心原因。但随着将淖-红淖铁路的建成，除吐哈地区煤炭矿区的产出可以直接走红淖线出疆外，准东地区的煤炭也可转走将淖线，出疆运距大幅缩短，成本显著降低。

我们以向重庆进行煤炭销售为例进行定量测算，比较从三西地区与新疆地区向川渝地区供给煤炭的成本，其中我们挑选更靠近川渝地区的陕西榆林进行测算：

- 1) 运费：**在将淖-红淖铁路建成前，准东煤炭出疆运到重庆的运距约为3019公里，吐哈地区煤炭运到重庆的运距约为450公里公路+1973公里铁路。陕西榆林矿区到重庆的运距在1300公里左右。若按铁路运费均价0.16元/吨公里，公路运价0.3元/吨公里计算，准东煤炭运费在483元/吨左右，吐哈煤炭煤炭运费在446元/吨左右，榆林煤炭运费在208元/吨左右。将淖-红淖铁路修建完毕后，准东出疆路途缩短250公里以上，吐哈出疆由公路转为铁路，两条路线运费分别下降40元/吨、60元/吨左右，成本进一步优化。
- 2) 坑口费：**新疆地区煤炭资源开采成本远低于中部地区煤矿，我们以吐哈地区与榆林地区的Q6000动力煤坑口费为例，在2021年煤炭价格大幅上行阶段前，新疆哈密地区坑口费在200元/吨左右，榆林地区坑口费在500元/吨以上。开采成

本可能略低于坑口费，但总体上新疆地区煤炭开采成本约为陕西中部地区的 1/3。

表 7: 新疆地区煤炭开采成本远低于中部地区



数据来源: iFind, 东北证券

我们假设新疆地区开采坑口成本在 100 元/吨左右, 陕西地区坑口开采成本在 300 元/吨左右。铁路建成前新疆煤炭虽然开采成本上有明显优势, 但高昂运费导致整体煤炭入渝成本仍显著高于陕煤。在铁路建成后, 运输成本明显改善, 吐哈地区煤炭入渝成本和陕煤相差不大, 相较于运距更远的蒙煤甚至可能有一定优势。

过去陕煤一直是川渝地区煤炭输入的主力地区, 据相关部门统计陕煤入渝发运量占到重庆电煤需求的 50%以上, 而疆煤供给则一直保持在 5%-10%左右。我们认为随着未来出疆物流成本的优化, 更多的厂家会愿意与新疆地区的煤矿签订保供长期协议, 疆煤入渝供给占比有望提升至 15%-20%甚至更高。

表 8: 入渝煤炭成本测算

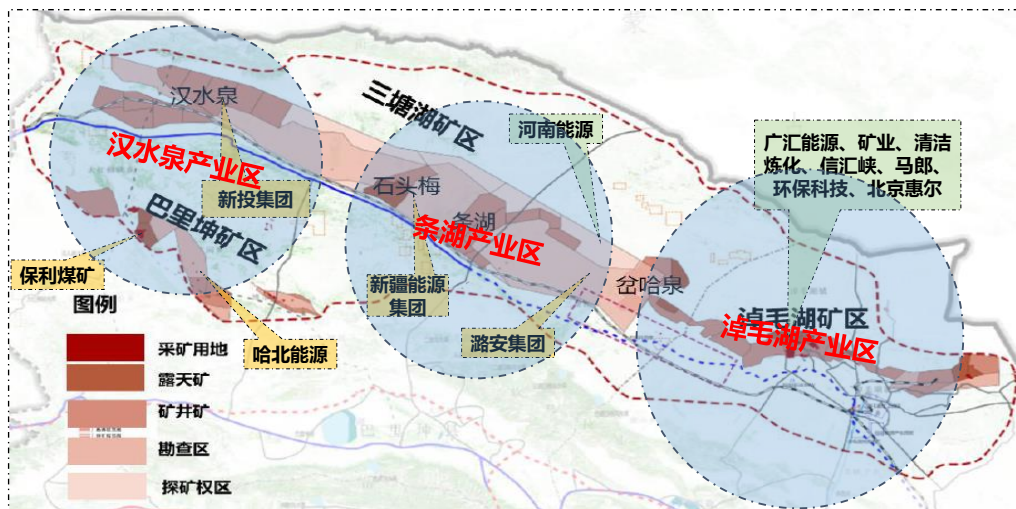
	乌将线	乌鲁木齐-红柳河	将淖线	红淖线	红柳河-兰州	兰渝线	榆林-重庆	总里程	预计运费(元/吨)	坑口费(元/吨)	总费用(元/吨)
准东-重庆(旧)	287	759			1153	820		3019	483.04	100	583.04
准东-重庆(新)				780	1153	820		2753	440.48	100	540.48
吐哈-重庆(旧)				450	1153	820		450+1973	446.18	100	546.18
吐哈-重庆(新)				435	1153	820		2408	385.28	100	485.28
榆林-重庆							1300	1300	208	300	508

数据来源: 草根调研, 公司公告, Wind, 东北证券

3.2.2. 测算二：哈密地区煤炭产量测算

哈密地区煤炭产量有望在“十四五”期间实现翻倍。哈密地区煤炭产量空间巨大，现阶段哈密地区可采储量 471 亿吨，已探明储量 1601 亿吨，预测储量达到 5708 亿吨。哈密正在逐步形成大规模高产量的国家级能源基地。2021 年哈密地区煤炭产量 8427.9 万吨，“十四五”期间规划新增产能 6500 万吨/年，新增储备产能 3190 万吨/年，预计 2025 年后哈密地区每年煤炭开采量有望实现翻倍，增长到 1.5 亿吨以上，其中煤化工消耗煤预计由 6500 万吨增长到 1.19 亿吨。

图 28：哈密地区能源产业布局示意图



数据来源：哈密北煤化工基地产业发展专题研究报告，东北证券

哈密煤炭开采和煤化工产业主要规划在三塘湖、淖毛湖、巴里坤矿区，规划开采面积共 6884 平方公里，煤炭探明储量约 480 亿吨，规划产能 2.97 亿吨/年。其中淖毛湖矿区位于红线线始发站区域，汉水泉、条湖产业局位于将淖铁路沿线区域。我们认为淖毛湖地区煤炭产量的增长将为红淖铁路提供始发货运量的增量，而汉水泉、条湖产业区的煤炭产量增长将带来过货量增量。

现阶段淖毛湖地区共有 16 个获批的确定性能源开采项目，部分项目尚在建设或尚未全面投产。我们从现阶段确定性存量产量、中性预期增量产量、乐观预期增量产量三个维度对淖毛湖片区的能源产品产量进行了测算。其中：

- **确定性存量计算：**仅考虑现阶段确定性在建设项目的产能提升。内部产量中仅考虑白石湖煤矿的产能利用率提升，未考虑新增马朗煤矿与东部煤矿的增量。预计 2025 年外部产量较 2022 年增长 42%，2025-2030 年不考虑新增产量。
- **中性预期增量测算：**预计 2025 年外部产量较 2022 年增长 50%，2030 年产量较 2022 年增长 80%。
- **乐观预期增量测算：**预计 2025 年外部产量较 2022 年增长 60%，2030 年产量较 2022 年增长翻倍。

从测算中我们判断，淖毛湖地区的能源产品产量到 2025 年将至少较 2022 年有 30% 左右的增长，且产量将会远高于红淖铁路实际运量。因此我们判断，货运需求量将不会是限制红淖铁路运力增长的因素，未来仍有一定部分的能源产品需要依赖公路运输。但铁路运输的比重将会不断提升。

表 9：淖毛湖地区能源产品产量测算

年份		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
确定性存量产量	内部产量	1,111	1,111	1,174	1,205	1,205	1,205	1,205	1,205	1,205
	内部产量增速		0.00%	5.72%	2.64%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	外部产量	1,890	2,412	2,681	2,681	2,681	2,681	2,681	2,681	2,681
	外部产量增速		27.61%	11.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	合计产量	3,001	3,522	3,855	3,886	3,886	3,886	3,886	3,886	3,886
	合计产量增速		17.39%	9.46%	0.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
年份		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
中性预期增量产量	内部产量	1,111	1,166	1,341	1,475	1,623	1,752	1,857	1,913	1,913
	内部产量增速		5.00%	15.00%	10.00%	10.00%	8.00%	6.00%	3.00%	0.00%
	外部产量	1,890	2,268	2,608	2,869	3,099	3,253	3,319	3,385	3,385
	外部产量增速		20.00%	15.00%	10.00%	8.00%	5.00%	2.00%	2.00%	0.00%
	合计产量	3,001	3,434	3,949	4,344	4,721	5,006	5,176	5,298	5,298
	合计产量增速		14.45%	15.00%	10.00%	8.68%	6.03%	3.40%	2.36%	0.00%
年份		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
乐观预期增量产量	内部产量	1,111	1,222	1,466	1,686	1,939	2,132	2,303	2,441	2,490
	内部产量增速		10.00%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%	8.00%	6.00%	2.00%
	外部产量	1,890	2,268	2,631	3,026	3,328	3,594	3,774	3,887	3,926
	外部产量增速		20.00%	16.00%	15.00%	10.00%	8.00%	5.00%	3.00%	1.00%
	合计产量	3,001	3,490	4,097	4,711	5,267	5,727	6,077	6,329	6,416
	合计产量增速		16.30%	17.40%	15.00%	11.79%	8.74%	6.12%	4.14%	1.39%

数据来源：公司公告，东北证券

3.2.3. 测算三：红淖铁路货运量测算

根据对哈密地区煤炭开采量增长的测算，我们进一步对红淖铁路货运量的增长进行了测算。货运量整体由广汇内部生产始发货运量、外部产量货运需求、将淖铁路转发货运量三部分构成。我们假设广汇内部生产全部由红淖铁路始发运输、外部销量铁路运输比重不断提升、将淖铁路产生的过货量逐步提升：

- **确定性存量计算：**预计 2025 年红淖铁路货运量达到 3068 万吨/年，2030 年货运量达到 4494 万吨/年。
- **中性预期增量测算：**预计 2025 年红淖铁路货运量达到 3470 万吨/年，2030 年货运量达到 5624 万吨/年。
- **乐观预期增量测算：**预计 2025 年红淖铁路货运量达到 3746 万吨/年，2030 年货运量达到 6722 万吨/年。

结合红淖铁路整体产能扩张、新疆地区煤炭产能提升的规划、保供背景下疆煤外运需求的增长以及政策倾斜下铁总车皮调度审批的可能性。我们认为红淖铁路货运量实现稳定增长具有较大确定性。

表 10：红淖铁路货运量测算

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
产能上限(单位：万吨)	3,950	4,740	7,110	7,900	7,900	7,900	9,479	10,427	14,989
确定性存量计算	内部发运量	1,111	1,111	1,174	1,205	1,205	1,205	1,205	1,205
	外部发运需求	1,890	2,412	2,681	2,681	2,681	2,681	2,681	2,681
	铁路发运比例	15%	25%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
	将淖铁路过货量预测	0	100	610	790	970	1,150	1,320	1,500
	合计运量	1,394	1,813	2,722	3,068	3,382	3,696	4,000	4,314
	运量增速	18.20%	30.09%	50.13%	12.67%	10.24%	9.29%	8.23%	7.85%
	铁路产能利用率	35.29%	38.26%	38.29%	38.83%	42.81%	46.78%	42.19%	41.37%
中性预期增量测算	内部发运量	1,111	1,166	1,341	1,475	1,623	1,752	1,857	1,913
	外部发运需求	1,890	2,268	2,608	2,869	3,099	3,253	3,319	3,385
	铁路发运比例	20%	30%	38%	42%	50%	55%	60%	60%
	将淖铁路过货量预测	0	100	610	790	970	1,150	1,320	1,500
	合计运量	1,489	1,946	2,942	3,470	4,142	4,692	5,169	5,444
	运量增速	26.21%	30.76%	51.15%	17.95%	19.36%	13.28%	10.16%	5.33%
	铁路产能利用率	37.68%	41.07%	41.38%	43.93%	52.43%	59.39%	54.52%	52.21%
乐观预期增量测算	内部发运量	1,111	1,222	1,466	1,686	1,939	2,132	2,303	2,441
	外部发运需求	1,890	2,268	2,631	3,026	3,328	3,594	3,774	3,887
	铁路发运比例	20%	30%	38%	42%	50%	55%	60%	65%
	将淖铁路过货量预测	0	100	610	790	970	1,150	1,320	1,500
	合计运量	1,489	2,002	3,076	3,746	4,573	5,259	5,887	6,274
	运量增速	26.21%	34.49%	53.63%	21.81%	22.05%	15.02%	11.94%	6.56%
	铁路产能利用率	37.68%	42.24%	43.26%	47.43%	57.89%	66.58%	62.11%	60.16%

数据来源：公司公告，东北证券

3.2.4. 测算四：红淖铁路收入及利润测算

在红淖铁路货运量预测的基础之上，我们进一步对铁路公司的收入及利润进行了测算：

- 运价：**现阶段新疆地区的运费均价在 0.2-0.25 元/吨公里区间不等，我们假设始发量运费为 0.225 元/吨公里，过货量运费为 0.2 元/吨公里，杂费为 30 元/吨，且运费内含有 9% 增值税税费，杂费内含 6% 增值税税费。
- 运距：**红淖铁路平均运距为 345km，我们在此不考虑多始发站之前的区别。
- 成本：**公司成本项中主要包括运营委托管理费、机车租赁费、固定资产折旧费等。其中由于预计 2024 年红淖铁路电气化转固，固定资产折旧费率有所提升，机车租赁费占比下降，新增一定比例的电力运行费。总体上我们测算铁路公司毛利率在 40% 左右波动，随着电气化改造转固后折旧摊薄的减少，整体毛利率会逐步提升。
- 费用率：**根据公司交易报告书披露，公司近年来未发生销售费用及研发费用，管理费用与财务费用每年较为固定，不随着收入规模的变化而增长。
- 税率：**根据税务局公告，公司将会在 2019-2021 年享受免征所得税，2022-2024 年享受减半征收所得税，2025-2030 年享受 15% 的税率优惠政策。

在此假设下，我们预计 2022-2025 年红淖铁路公司净利润年均复合增速将超过 60%。预计 2025 年红淖铁路贡献的利润将超过 7.11 亿。

表 11：红淖铁路公司收入及成本测算

年份		2022年	2023年	2024年	2025年	年份	2022年	2023年	2024年	2025年
确定性存量计算	始发量（单位：万吨）	1,394	1,713	2,112	2,278	确定性预测收入	13.78	17.56	24.71	27.47
	过货量（单位：万吨）	0	100	610	790	确定性预测成本	8.54	10.01	15.07	16.21
	运量总计（单位：万吨）	1,394	1,813	2,722	3,068	确定性预测毛利	5.24	7.55	9.64	11.26
	始发量收入（单位：亿元）	9.85	12.10	14.92	16.09	中性预期增量预测收入	14.71	18.88	26.88	31.45
	过货量收入（单位：亿元）	0.00	0.63	3.83	4.96	中性预期增量预测成本	9.12	10.76	16.40	18.56
	杂费收入（单位：亿元）	3.93	4.83	5.96	6.42	中性预期增量预测毛利	5.59	8.12	10.48	12.89
	收入总计（单位：亿元）	13.78	17.56	24.71	27.47	乐观预期增量预测收入	14.71	19.43	28.20	34.18
收入增速		27.47%	40.69%	11.18%	乐观预期增量预测成本	9.12	11.07	17.20	20.17	
中性预期增量测算	始发量（单位：万吨）	1,489	1,846	2,332	2,680	乐观预期增量预测毛利	5.59	8.35	11.00	14.01
	过货量（单位：万吨）	0	100	610	790	毛利率	38%	43%	39%	41%
	运量总计（单位：万吨）	1,489	1,946	2,942	3,470	成本细项占收入比	2022年	2023年	2024年	2025年
	始发量收入（单位：亿元）	10.51	13.04	16.47	18.93	1 折旧	15.00%	11.50%	18.00%	16.50%
	过货量收入（单位：亿元）	0.00	0.63	3.83	4.96	2 铁路局委托管	8.00%	7.00%	7.00%	6.00%
	杂费收入（单位：亿元）	4.20	5.21	6.58	7.56	3 机车租赁费	28.00%	27.00%	20.00%	19.00%
	收入总计（单位：亿元）	14.71	18.88	26.88	31.45	4 电力运行费	0.00%	0.00%	3.00%	3.00%
收入增速		28.31%	42.39%	17.00%	5 货车使用费	3.50%	3.50%	4.00%	4.00%	
乐观预期增量测算	始发量（单位：万吨）	1,489	1,902	2,466	2,956	6 装车费	2.34%	3.00%	3.00%	3.00%
	过货量（单位：万吨）	0	100	610	790	货运量*运距*运费	运费	增值税税费	实际收入	
	运量总计（单位：万吨）	1,489	2,002	3,076	3,746	始发量运费（单位：元/吨公里）	0.225	9%	0.20475	
	始发量收入（单位：亿元）	10.51	13.44	17.42	20.88	过货量运费（单位：元/吨公里）	0.2	9%	0.182	
	过货量收入（单位：亿元）	0.00	0.63	3.83	4.96	杂费（单位：元/吨）	30	6%	28.2	
	杂费收入（单位：亿元）	4.20	5.36	6.95	8.34	平均运距	345			
	收入总计（单位：亿元）	14.71	19.43	28.20	34.18					
收入增速		32.04%	45.16%	21.21%						

数据来源：公司公告，东北证券

表 12: 红淖铁路公司利润测算

年份		2022年	2023年	2024年	2025年
确定性 存量计 算	预测收入	13.78	17.56	24.71	27.47
	预测成本	8.54	10.01	15.07	16.21
	营业税金附加	0.0161	0.0329	0.0640	0.1288
	管理费用	0.3305	0.3485	0.3581	0.3522
	财务费用	2.8826	2.7650	3.0059	2.4129
	所得税	0.2508	0.5507	0.7761	1.2554
	预测净利润	1.76	3.86	5.43	7.11
中性预 期增量 测算	预测收入	14.71	18.88	26.88	31.45
	预测成本	9.12	10.76	16.40	18.56
	营业税金附加	0.0161	0.0329	0.0640	0.1288
	管理费用	0.3305	0.3485	0.3581	0.3522
	财务费用	2.8826	2.7650	3.0059	2.4129
	所得税	0.2952	0.6214	0.8819	1.5001
	预测净利润	2.07	4.35	6.17	8.50
乐观预 期增量 测算	预测收入	14.71	19.43	28.20	34.18
	预测成本	9.12	11.07	17.20	20.17
	营业税金附加	0.0161	0.0329	0.0640	0.1288
	管理费用	0.3305	0.3485	0.3581	0.3522
	财务费用	2.8826	2.7650	3.0059	2.4129
	所得税	0.2952	0.6509	0.9462	1.6681
	预测净利润	2.07	4.56	6.62	9.45

数据来源: 公司公告, 东北证券

4. 盈利预测

核心假设:

- 房地产业务进入存量消化阶段,2025年前预计能够进一步贡献约70-80亿收入。但由于整体售价及存量商品结构的问题,地产销售利润率有所降低。
- 铁路物流业务收入及利润均按乐观情况测算,收入、利润实现可能性较大。
- 其他物流业务主要为物流园区征收带来的收入及利润。
- 由于业务结构发生较大变化,期间费用率及所得税率均有改变。
- 2021年列中计算了红淖铁路贡献的收入及利润。

我们测算2022-2024年广汇物流分别实现收入57.52亿元、50.45亿元、48.98亿元;实现归母净利润8.19亿元、9.07亿元、9.66亿元。

表 13: 广汇物流 2022-2024 年盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	43.21	57.52	50.45	48.98	营业收入	43.21	57.52	50.45	48.98
YOY		33.12%	-12.30%	-2.91%	商品房销售	31.52	40.61	28.92	18.78
营业成本	24.73	37.77	30.66	29.98	铁路物流	10.04	14.71	19.43	28.20
YOY		52.69%	-18.82%	-2.20%	其他物流	1.65	2.20	2.10	2.00
毛利	18.48	19.75	19.79	19.00	营业成本	24.73	37.77	30.66	29.98
毛利率	42.76%	34.34%	39.22%	38.78%	商品房销售	17.54	28.43	19.38	12.58
税金及附加	2.57	3.04	2.61	2.31	铁路物流	6.22	9.12	11.07	17.20
销售费用	1.48	1.4	1.1	0.8	其他物流	0.97	0.22	0.21	0.20
管理费用	0.92	1.37	1.32	1.22	毛利	18.48	19.75	19.79	19.00
财务费用	0.59	2.58	2.68	2.39	商品房销售	13.98	12.18	9.54	6.20
投资净收益	0.23	0.23	0.23	0.23	铁路物流	3.82	5.59	8.35	11.00
其他	5.06	1.01	0.86	0.75	其他物流	0.68	1.98	1.89	1.80
营业利润	8.09	10.58	11.45	11.76	毛利率	42.76%	34.34%	39.22%	38.78%
营业外收入	0.04	0	0	0					
营业外支出	0.09	0	0	0					
利润总额	8.04	10.58	11.45	11.76					
所得税	1.75	2.22	2.18	1.88					
税率	21.78%	21.00%	19.00%	16.00%					
净利润	6.29	8.36	9.28	9.88					
少数股东损益		0.17	0.21	0.22					
归母净利润		8.19	9.07	9.66					

数据来源:公司公告,东北证券

5. 风险提示

- 受国家房地产政策影响以及后续存量房产销售情况的变化，公司后续房地产销售部分业务收入及盈利能力可能不及预期。
- 根据目前政策形式及新疆煤炭资源开采情况，我们对未来红淖铁路的货运量增速具有较强信心。但国家能源整体结构变化、每天整体开采需求量的变化可能会导致红淖铁路货运量增速不及预期。
- 新疆地区铁路整体运价仍高于全国水平，在国家坚持降低物流供应链成本的背景下，存在铁路运费降低，影响公司盈利的风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,820	3,750	2,350	3,013
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	408	746	605	562
存货	5,190	2,754	1,472	371
其他流动资产	559	949	882	828
流动资产合计	7,977	8,199	5,309	4,773
可供出售金融资产				
长期投资净额	191	216	245	274
固定资产	229	1,570	3,086	3,482
无形资产	46	46	47	47
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	6,940	8,181	9,609	9,709
资产总计	14,916	16,380	14,918	14,482
短期借款	16	100	110	120
应付款项	2,098	2,579	1,838	1,355
预收款项	9	12	10	10
一年内到期的非流动负债	593	593	593	593
流动负债合计	7,010	7,085	5,136	4,095
长期借款	538	1,538	1,138	838
其他长期负债	1,331	1,331	1,331	1,331
长期负债合计	1,869	2,869	2,469	2,169
负债合计	8,879	9,954	7,605	6,264
归属于母公司股东权益合计	5,372	5,744	6,610	7,494
少数股东权益	665	682	703	724
负债和股东权益总计	14,916	16,380	14,918	14,482

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,317	5,752	5,045	4,898
营业成本	1,851	3,777	3,066	2,998
营业税金及附加	257	304	261	231
资产减值损失	-156	-40	-40	-40
销售费用	148	140	110	80
管理费用	92	137	132	122
财务费用	59	261	275	257
公允价值变动净收益	-4	0	0	0
投资净收益	23	23	23	23
营业利润	764	1,056	1,144	1,173
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	763	1,056	1,144	1,173
所得税	175	222	217	188
净利润	587	834	927	986
归属于母公司净利润	573	817	906	964
少数股东损益	14	17	21	21

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	587	834	927	986
资产减值准备	234	100	80	60
折旧及摊销	31	230	508	721
公允价值变动损失	4	0	0	0
财务费用	90	34	45	35
投资损失	-23	-23	-23	-23
运营资本变动	491	1,598	-589	8
其他	-79	0	0	0
经营活动净现金流量	1,335	2,773	949	1,787
投资活动净现金流量	-857	-1,449	-1,913	-799
融资活动净现金流量	-1,286	605	-435	-325
企业自由现金流	2,619	1,309	-936	859

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.48	0.65	0.72	0.77
每股净资产 (元)	3.16	4.58	5.28	5.98
每股经营性现金流量	0.79	2.21	0.76	1.43
成长性指标				
营业收入增长率	-24.5%	73.4%	-12.3%	-2.9%
净利润增长率	-30.5%	42.7%	10.8%	6.4%
盈利能力指标				
毛利率	44.2%	34.3%	39.2%	38.8%
净利润率	17.3%	14.2%	18.0%	19.7%
运营效率指标				
应收账款周转天数	43.38	50.22	48.50	48.22
存货周转天数	1,023.26	270.00	180.00	50.00
偿债能力指标				
资产负债率	59.5%	60.8%	51.0%	43.3%
流动比率	1.14	1.16	1.03	1.17
速动比率	0.40	0.76	0.74	1.07
费用率指标				
销售费用率	4.4%	2.4%	2.2%	1.6%
管理费用率	2.8%	2.4%	2.6%	2.5%
财务费用率	1.8%	4.5%	5.4%	5.2%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	8.27	9.76	8.81	8.28
P/B (倍)	1.26	1.39	1.21	1.07
P/S (倍)	3.26	1.39	1.58	1.63
净资产收益率	10.7%	14.2%	13.7%	12.9%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

刘军：华中科技大学动力机械/会计学专业毕业，现任东北证券机械行业首席分析师。有多年的工程机械与重卡行业相关实业经验，曾任长江证券研究所行业研究员，2010年以来具有10年证券研究从业经历。

岳子瞳：香港大学商业分析硕士，香港理工大学电子信息工程学本科，现任东北证券交运组研究助理，2021年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17863705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengl@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	13612914135	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn