

广汇股份(600256)

以 LNG 为主业的新能源公司

✍ 杨伟

☎ 021-38676319

✉ yangwei@gtjas.com

本报告导读:

➤ 我们认为广汇股份目前的静态估值为2008年20倍。

作为清洁能源股而言，并没有享受估值溢价。

投资要点:

- 我们分别拜访了公司董事长王力源先生和广汇集团主席孙广信先生，就公司发展战略、2009年各项目进展等问题同公司领导进行深入访谈。
- 我们认为从长远来看，由于广汇新能源公司包括了完整的煤炭资源权属，即使未来国家实施西煤（煤层气）东运计划，新疆的煤炭不再低价，公司依然是最值得投资的标的。
- 淖毛湖煤化工项目环评正式获批，目前正在等待国家发改委的批准，公司增发的障碍基本消除，但增发能否成功依然有风险。我们认为公司必须高度重视资金链安全。哈萨克斯坦油气田项目尚未签订最终协议，我们认为最终该项目需要所在国政府批准。一旦完成所有的审批程序，该项目依然面临着：气田建设、输气管道铺设、哈国的过境费、新疆境内市场开发四大问题。因此，我们认为高收益是与高风险匹配的。
- 分类估值：LNG 业务 2009 年贡献 0.40 元，以清洁能源估值，给予 25 倍市盈率估值，对应 10 元；美居物流园租金收入，贡献 0.15 元，按照商业地产估值，对应 1.5 元。美居园还可能贡献 0.15 到 0.20 元左右的房产销售利润，加上拟剥离的石材、建材业务，我们认为可以对应 0.5 元。最终对应 12 元的股价。这只是对既有业务的分析，完全没有考虑 2010 年煤化工项目投产后的业绩爆发。
- 公司已经具有核心竞争力，即以气田和煤层（制）气两种资源出发建立以液化天然气为主产品的小型 LNG 装置。2009 年的业绩增长主要来自鄯善 LNG 工厂利用率提升和美居物流园的商业地产租金提升。公司的静态估值为 2008 年 20 倍。作为清洁能源股而言，并没有享受估值溢价。目前给予“谨慎增持”评级。

评级：谨慎增持

上次评级：首次评级

目标价格：¥12.00

上次预测：¥0.00

当前价格：¥11.27

2009.02.12

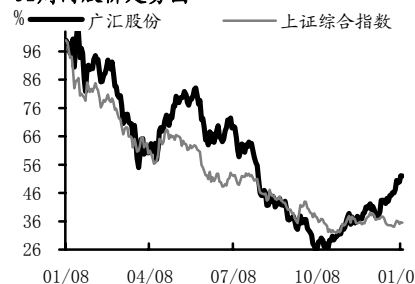
交易数据

52 周内股价区间（元）	4.91 ~ 19.60
总市值（百万元）	9,007
总股本/流通 A 股（百万股）	866/472
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.54
日均成交量（百万股）	6.6
日均成交值（百万元）	70.3

资产负债表摘要（09/08）

股东权益（百万元）	2834.60
每股净资产	3.114
市净率	3.62
资产负债率	40.00%

52 周内股价走势图



财务摘要（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,883	1,909	2,107	2,287	4,235
(+/-)%	-16.85 %	1.39%	10.35%	8.55 %	85.18%
经营利润（EBIT）	460	705	823	916	1,349
(+/-)%	22%	53%	17%	11%	47%
净利润	196	390	479	563	953
(+/-)%	1.04%	99.12%	22.89%	17.54%	69.23%
每股净收益（元）	0.224	0.450	0.553	0.650	1.10
每股股利（元）	0.10	0.00	0.10	0.10	0.12

利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营利润率（%）	9.7%	11.9%	27.6%	33.3%	38.2%
市盈率	43	22	18	15	9
股息率（%）	1%	0	1%	1%	1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 历时四年，公司基本实现主业转型	3
1.1. 公司转型的历史	3
1.2. 公司与集团一同推进哈密淖毛湖项目	4
1.3. 公司正在走出国门获取油气资源	5
2. 2009 年业绩增长主要来源	6
2.1. 现有 LNG 产能利用率有望进一步提高	6
2.2. 商业地产项目租金收入稳定增加	6
2.3. 其它业务将剥离出股份公司	6
3. 利好因素	7
3.1. 未来新疆煤价上升不影响公司投资价值	7
3.2. 大股东的低价不减持承诺	7
3.3. 煤化工项目环评获得通过	7
3.4. 地方政府的支持	7
4. 主要风险	8
4.1. 资金安排	8
4.2. 海外合作的不确定性	8
4.3. 库车天然气不适宜做烯烃	8
4.4. 人才积聚	8
5. 估值与投资建议	8

1. 历时四年，公司基本实现主业转型

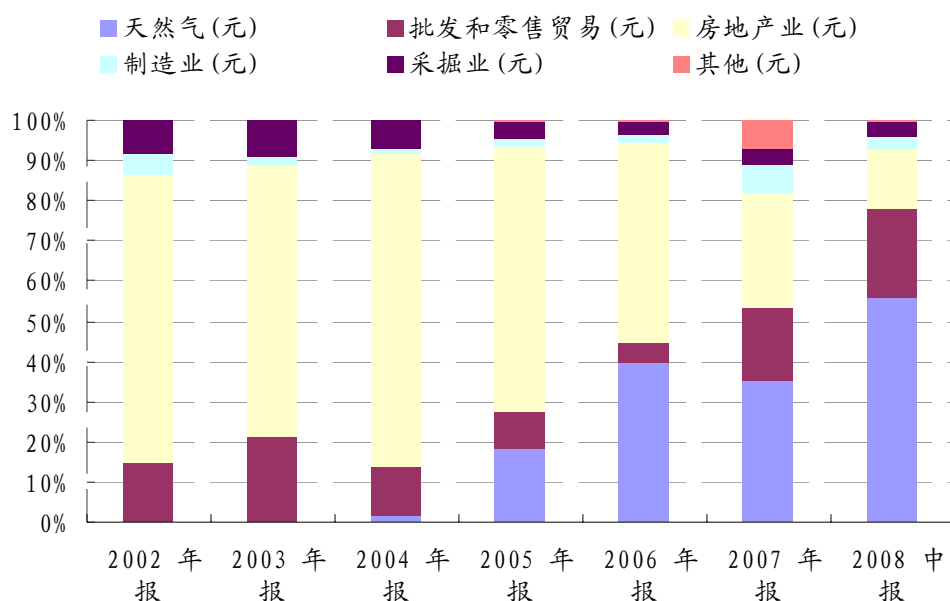
1.1. 公司转型的历史

广汇股份上市之初的业务包括房产代销、石材、建材以及贸易等，主要利润贡献来自房产代销。进军以 LNG 为代表的清洁能源产业，是广汇集团在国家西部大开发战略和自治区“优势资源转换战略”及国家发改委大力支持发展煤化工产业政策的指引下，充分利用新疆丰富的天然气、煤炭资源而实施的一系列战略性投资决策。

2002 年，公司在吐鲁番地区鄯善县吐哈油田正式启动了 LNG 项目，总投资 15.7 亿元，建成了 5.2 亿立方米 LNG 的产能，于 2004 年 9 月正式投产运营，产品现销往国内 12 省区约 90 个城市。鄯善 LNG 基地占地 2.7 万平方米。公司与中石油土哈油田签订了 15 年的“照付不议”长期合同，气源气质量较好，硫化氢含量特别低。液化工艺包括气液分离、MEA 脱碳、分子筛脱水，燃气透平三段压缩、闪蒸。其中最核心的设备之一燃气透平采用了法国阿尔斯通进口产品，与 GE 公司的产品同属世界上最先进级别。核心设备之冷箱采用瑞典林德公司技术，使用了由氮气、甲烷等组成的混合冷剂。

自 2006 年鄯善 LNG 工厂和 LNG 运输车队运行成熟起，公司的主业转型逐渐清晰。随着公司将从事房地产代销业务的广厦公司 50% 股权转让给控股股东之子公司，房地产代销业务不再并表，LNG 业务比重迅速上升。如图 1 所见：

图 1 广汇股份营业收入结构变化

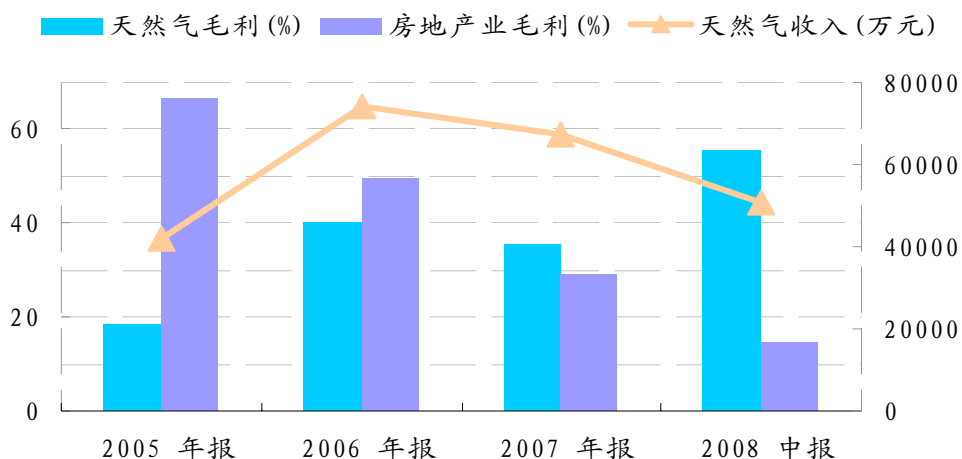


数据来源：WIND 国泰君安证券销售交易总部

由于房地产代销业务不再并表，公司的房地产业务转向美居物流园的房产销售和商业地产，相应的毛利率水平持续下降。LNG 业务由于销售毛利逐年上升，毛利率水平已经上升到 50% 左右，对公司的利润贡献比例超过 50%，如图 2、3 所示。广汇股份已经基本转型为清洁能源公司。2007 年 LNG 业务毛利率下降的原因是公司为了培育和促进第三方物流运输，专注于生产，将运输外包所致。

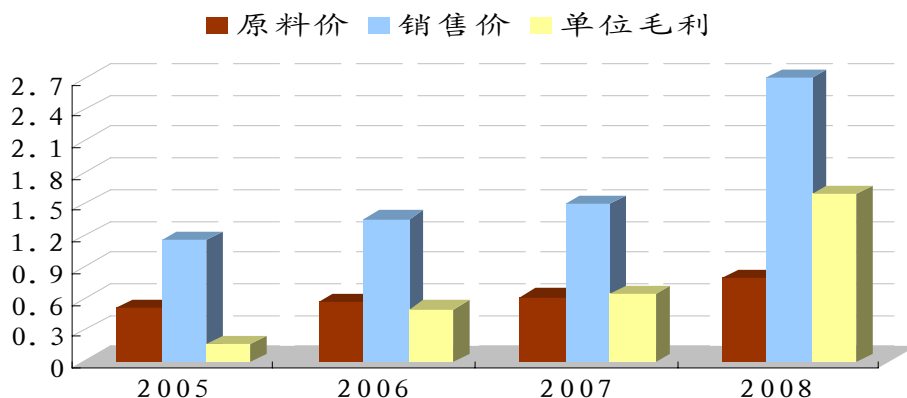
LNG 业务收入、利润
占比超过 1/2，是公
司主要发展方向

图 2 主产品毛利率变化



数据来源：WIND 国泰君安证券销售交易总部

图 3 LNG 价格与毛利



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

1.2. 公司与集团一同推进哈密淖毛湖项目

2006年9月起，集团在哈密地区伊吾县正式启动了煤基醇醚燃料项目，一期项目预计总投资60亿元，设计年产甲醇120万吨/二甲醚85.7万吨/液态甲烷（LNG）5.5亿立方米，计划2009年年底试车。实施该项目的新疆广汇新能源有限公司拥有伊吾县煤矿采矿权，及新疆伊吾县淖毛湖农场煤矿东部煤田普查探矿权、淖毛湖煤田白石湖煤矿区探矿权。2008年12月29日的临时股东大会批准了股份公司以自有资金向广汇新能源公司增资6亿元。待公司全部6亿元出资到位后，新能源公司的注册资本将增至16亿元，新能源公司各出资方出资额和出资比例相应变更如下：

表 1 广汇新能源公司出资比例

	注册资本		实缴注册资本	
	出资额（亿元）	占注册资本比例	数额（亿元）	占实缴注册资本比例
各出资方				
广汇集团	9.7	60.63%	6	48.78%

LNG 业务收入、利润
占比超过 1/2，是公
司主要发展方向

兴达矿业	0.3	1.88%	0.3	2.44%
广汇股份	6	37.50%	6	48.78%
合计	16	100%	12.3	100%

资料来源：公司公告

淖毛湖项目预计在 2009 年年底试车，产品结构如表 2 所示。这是公司自主获得 LNG 资源的重要步骤。我们强调 5.5 亿方 LNG 的热值占全部产品热值的 47%，是最重要的主产品，而并非一般意义理解的以甲醇、二甲醚为主产品。

表 2 哈密淖毛湖煤化工项目产品结构

项 目	产 品	数量（吨/年）	价格（元/吨）
主 产 品	LNG	5.5 亿方/年	3.0（元/方）
	甲醇	1200000	1000
副 产 品（流程副产）	中油	51380	3000
	焦油	30334	2000
	石脑油	17482	3500
	粗酚	26762	5000
	硫酸（97.5%）	54000	240
	液氨（99.6%）	28296	1600

资料来源：公司公告

公司控股子公司新疆库车广汇新能源开发有限公司与中国石油天然气股份有限公司塔里木油田分公司签订了《天然气购销框架协议》。塔里木油田将于 2009 年—2029 年期间向库车新能源公司供气，年最大供气量在 8 亿立方米以内。公司原计划利用阿克苏地区库车县的天然气留存资源启动烯烃项目，一期项目计划利用塔里木油田 8 亿立方米天然气及配套的煤炭资源生产烯烃 30 万吨。这一计划耗资巨大。公司将改变天然气利用方式，回归到 LNG 的熟悉工艺、市场，相应地大幅度地缩减了投资规模。据悉，国家已经开始改变目前对中小气田坑口天然气做 LNG 的限制态度；新疆自治区及阿克苏政府支持广汇股份将库车烯烃项目改为供应新疆境内车用 LNG 项目。

1.3. 公司正在走出国门获取油气资源

根据国务院批准实施的《全国矿产资源规划(2008—2015 年)》，中国将以油气资源和铁镍铬等矿产为重点积极开展境外矿产资源开发合作。国土资源部规划司副司长鞠建华认为为适应资源配置和矿业全球化发展趋势，中国推出了新一轮矿产资源规划，提出加大资源统筹配置的力度，促进资源开发利用的规模化、集约化，提高资源利用效率；提出了扩大国际合作与交流，积极开展境外重要矿产资源勘查开发合作。中国将以石油、天然气、钾盐、铝、铜等矿产为重点，拓展境外矿产资源供应渠道和能力。公司于 2008 年 12 月 19 日与哈萨克斯坦共和国 Tarbagatay Munay 有限合伙（以下简称“TBM”）公司就天然气、石油进行上下游一体化合作签署了《框架协议》。主要合作内容包括：

- 1、新疆维吾尔自治区阿勒泰地区 LNG 工厂的设立和运营。
 - 2、共同对 TBM 公司所拥有的天然气、原油资源进行勘探、开发和生产。
- 该框架协议的签署不是最终的合作协议，最终正式协议的签署具有一定的不确定性。我们认为广汇的对外合作能够得到国家的支持。我们将密切跟踪事件进展，若双方签订正式协议并获得所在国政府批准，储量数据公布，我们可以判断这次收购的经济性。

国家支持以油气资源和铁镍铬等矿产为重点积极开展境外矿产资源开发合作

2. 2009 年业绩增长主要来源

2.1. 现有 LNG 产能利用率有望进一步提高

鄯善 LNG 工厂设计产能为 150 万方/天，气源为土哈油田。近年来乌鲁木齐的天然气需求增长很快，特别是冬季的取暖需求，用气高峰期生活生产用气出现供应紧张的局面。承担供气任务的新疆油田、土哈油田一方面加快天然气勘探开发步伐，一方面牺牲自身利益，减少自身工业用气，稠油热采以燃油代替燃气，全力以赴保障民用气的供应。2007 年，吐哈油田向乌鲁木齐供应天然气比原计划增加了 0.79 亿方。新疆油田 2008 年累计向乌鲁木齐市供气 1.5 亿多方。目前，新疆油田公司日外输天然气 313 万立方米。其中，向乌鲁木齐日供气量 100 万方以上。在油田本身产能没有显著提高的情况下，确保乌市供气有效改善了乌市的空气质量，促进社会和谐发展。鄯善 LNG 工厂因此长期处于产能负荷不足的状态。根据 2007 年年报数据判断，鄯善 LNG 工厂开工率约 1/3，相当于 90~100 万方/天。2008 年预计贡献业绩 0.40 元。

新疆油田下属的克拉美丽气田超过千亿立方米天然气的探明储量于 2008 年 12 月通过国家储量委员会评审，12 月 15 日一期工程建成投产。克拉美丽气田的发现和建成投产，对支持和带动新疆天山北坡经济带的发展、优化能源消费结构、缓解北疆地区特别是乌鲁木齐市天然气供应紧张的局面具有重大意义。截至 1 月 31 日，克拉美丽气田实现满负荷生产，日产天然气 125 万方。土哈油田因此可以给鄯善 LNG 工厂更多的供气量，LNG 产能利用率可以提升。

按照目前的盈利情况测算，我们计算认为鄯善 LNG 工厂每增加 10 万方/天产量，广汇股份 EPS 能够增厚 0.04 元，是 2009 年公司业绩可以提高的重要潜在利好。

2.2. 商业地产项目租金收入稳定增加

美居物流园是公司发展现代物流业的核心项目。美居物流园现有可租面积 46.5 万平方米，出租率达到 93%。在 2003 年开始的市场培育期，公司的租金较竞争对手华凌市场显著偏低。华凌市场尽管面积只有美居园的三分之一，出租率达到 100%。造成这样差异的主要原因是市场的地理位置不同。华凌市场在乌鲁木齐市中心的北移和广汇股份的持续开发，美居物流园已经成熟。多路公交汽车起点站入驻，美居物流园附近的新建住宅林立，人气积聚。

我们认为随着美居物流园的日益成熟，租金上涨的趋势已经确立。公司目前的客户，签约年限在 1 年以内的占 92%。每年一签的方式有利于出租方。我们测算下来，美居物流园的租金收入，2009 年贡献业绩约 0.15 元。

美居物流园附近仍有部分公司已开发的商品房项目，2009 年将贡献销售收入，我们判断总量在 0.15 到 0.20 元，具体实现值依赖于今年的房地产市场状况。

2.3. 其它业务将剥离出股份公司

石材、建材业务在公司业务比重中的比例很小，2008 年中报显示两者合计不到 10%，利润贡献更小。公司未来将把这两块业务剥离出股份公司。

克拉美丽气田投产让
土哈油田增加对鄯善
LNG 工厂供气成为可
能

3. 利好因素

3.1. 未来新疆煤价上升不影响公司投资价值

新疆是中国煤炭远景资源最丰富的地区，是中国重要的能源战略后备基地。新疆的煤炭由于远离东部市场，运距远、运费高，天然的限制了当地的煤炭价格。新疆煤炭资源开发有三种模式：建设坑口电厂、电石法 PVC 以及自备电厂做高纯铝箔。新疆电网是与疆外分离的独立电网，电力资源无法外送，建设坑口电厂开发煤炭资源的模式受到限制。电石法 PVC 在新疆主要有新疆天业和中泰化学两家主导，不可能有新的进入者。自备电厂做高纯铝箔以新疆众和为代表。

未来若国家推进西煤东运，有可能从根本上改变新疆地区煤价谷底的状态，影响到上市公司的盈利模式。只有切实拿到煤矿资源的企业才能持续获益。广汇新能源公司已取得伊吾县煤矿（采矿许可证号：6500000730511）、淖毛湖煤田白石湖煤矿区探矿权（探矿权证号：T01420080301000247）、淖毛湖农场煤矿东部煤田探矿权（探矿权证号：6500000710835）三个矿区采矿权、探矿权证，探明储量达 18.7 亿吨。因此，未来新疆煤价上升不影响公司的投资价值。

3.2. 大股东的低价不减持承诺

2008 年 8 月 20 日，广汇集团在原股权分置改革承诺的基础上，追加承诺如下：

A、广汇集团对将于 2009 年 4 月 14 日上市流通的全部 363,143,713 股（占本公司总股本的 41.93%）广汇股份限售股，在解禁日到期后，自愿追加再锁定 3 年，即延长解禁期到 2012 年 4 月 14 日；

B、自 2012 年 4 月 14 日起，若广汇股份股票二级市场价格低于 30 元/股（若因分红、配股、转增等原因导致股份或权益变动时，则对该价格作相应处理），广汇集团承诺不通过二级市场减持所持有的广汇股份股票。

C、广汇集团提出的稳定广汇股份股价的措施，构成其对广汇股份投资者的公开承诺，广汇集团确保自身有能力履行前述稳定股价措施。如未履行，自愿承担相应的法律后果。广汇集团将在稳定股价措施期满时向本公司通报措施实施情况。

集团增持是对股价有利的支撑，消除了投资者对于“大非”减持的担忧。集团公司在 8.15 元股价做出上述承诺，公告当天股价即反弹至 9 元。

3.3. 煤化工项目环评获得通过

2009 年 1 月 16 日，新能源公司“年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚（煤基）项目”环境影响报告书通过了中华人民共和国环境保护部批复（环评[2009]28 号）。目前，该项目正在等待国家发改委的批准。

一旦国家发改委批准，广汇股份增发新股的政策障碍将消除，我们认为在二季度，公司将启动增发程序。

3.4. 地方政府的支持

广汇股份作为一家民营企业，涉及地产、能源等行业，离不开政府的支持。公司发展 LNG 产业，拓展疆内市场，需要自治区政府的大力支持。2008 年 12 月 29 日，公司收到新疆乌鲁木齐经济技术开发区财政局、经济贸易发展局通知，为了“扶优、扶强”，加快公司产业结构调整，支持公司发展，决定给予本公司财政扶持资金人民币 1,002 万元。

煤化工项目环评获
批，等待国家发改委
批准

4. 主要风险

4.1. 资金安排

2009 年是煤化工项目主要设备到位、安装、开车的一年，也是对资金需求最大的一年。公司在 2008 年 11 月已经获批发行 10 亿元企业债，目前还没有实施。增发对企业意义重大。我们坚定看好广汇 LNG 发展规划与煤化工项目的前景，但市场毕竟波动难测，增发能否成功的风险依然存在。

我们认为公司在淖毛湖煤化工、哈萨克斯坦油气田合作、库车天然气开发等项目时必须仔细权衡，分步实施，避免资金链风险。

4.2. 海外合作的不确定性

哈萨克斯坦油气田项目尚未签订最终协议，我们认为最终该项目需要所在国政府批准。一旦完成所有的审批程序，该项目依然面临着：气田建设、输气管道铺设、哈国的过境费、新疆境内市场开发四大问题。因此，我们认为高收益是与高风险匹配的。

4.3. 库车天然气不适宜做烯烃

库车天然气项目立项是以烯烃为终端产品。目前国际油价在 45 美元/桶的低位，石化产品、包括聚烯烃处于行业的景气下行周期。以烯烃为终端产品的工艺路线投资巨大，我们认为公司对该地区天然气资源的利用将回到 LNG 产业模式上。据悉，新疆自治区及阿克苏政府支持广汇股份将库车烯烃项目改为供应新疆境内车用 LNG 项目。一旦该政策落实，这一风险将完全化解，并成为公司重要的业绩增长点。

4.4. 人才积聚

公司目前从事了诸多产业，过去培养的人才无法满足发展的要求，引进人才、积聚人才将是长期的过程。我们认为公司在激励制度上需要大的变革。

5. 估值与投资建议

分类估值：LNG 业务 2009 年贡献 0.40 元，以清洁能源估值，给予 25 倍市盈率估值，对应 10 元；美局物流园租金收入，贡献 0.15 元，按照商业地产估值，对应 1.5 元。美居园还可能贡献 0.15 到 0.20 元左右的房产销售利润，加上拟剥离的石材、建材业务，我们认为可以对应 0.5 元。最终对应 12 元的股价。这只是对既有业务的分析，完全没有考虑 2010 年煤化工项目投产带来的业绩爆发。目前给予“谨慎增持”评级，我们将视项目进展调整评级。

公司需要谨慎实施规划项目，避免资金链风险

作者简介:

杨伟: 2000 年 3 月毕业于浙江大学, 工学硕士。先后任职于中石化上海石油化工研究院、华夏证券研究所、中信建投证券研究发展部、国泰君安证券研究所, 现任国泰君安证券研究所石油石化行业分析师。2008 年新财富“石化行业最佳分析师”入围。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com