

石油加工

芮定坤

0755-82026830

ruidingkun@cjis.cn

广汇股份

600256

推荐

2010 年增长瓶颈有望突破，毛利稳定风险较小

投资要点：

- 国内天然气需求增长在 10%-15% 之间，分为管道输送和液化天然气输送 (LNG)，管道输气量有限和冬季调峰的需求决定了 LNG 的需求增长与需求总量的增长一致，5 年内需求增长保持在 10%-15%。
- **增长瓶颈有望突破：**公司增长的最大瓶颈在于天然气供应，决定了开工率和利润。09-10 年，2 个新项目使公司有望气源增长。
- **第 1：**煤化工项目 10 年投产，甲烷深冷可年产 5.5 亿 LNG (产能)。
- **第 2：**参股海外油气资源，框架协议拟 4000 万购买哈萨克斯坦 TBM49% 的权益，预计天然气储量在 60 亿方左右，增加公司长期投资价值。
- **毛利稳定风险较小：**公司 03 年和中石油吐哈油田签订 15 年长单供气合同，作为原料的天然气国家指导出厂定价，相对较低，**成本波动风险小**，2011 年前基本锁定，而产品 LNG 大部分用作季节调峰，冬季销售供需紧张，价格市场化，主要参考国际天然气价格和下游接受能力，公司定价能力强。综合起来看，公司 LNG 业务毛利较高，稳定在 40% 左右。
- 公司 12 日公布 08 年报，EPS0.55 元，基本符合我们 0.52 的预期。公司未大幅计提存货准备，**说明房地产项目跌价幅度较小**。
- 假设 09 年增发成功，预测 09、10 年摊薄后，EPS 为 0.5 和 0.7，具有长期投资价值，按 10 年 20 倍 PE，目标价格为 14 元，维持推荐的评级。

风险提示：

- 公司的主要风险在两点：第 1、LNG 价格，第 2，煤化工项目毛利率。主要受宏观经济环境和二甲醚价格影响。我们做了敏感性分析。

6-12 个月目标价： 14.00 元

当前股价： 12.07 元

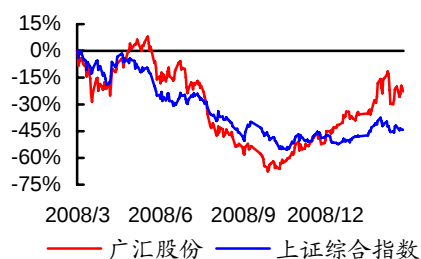
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2128.85
总股本(百万)	866
流通股本(百万)	472
流通市值(亿)	57
EPS (TTM)	0.55
每股净资产 (元)	3.43
资产负债率	38.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
广汇股份	-5.63	61.80	61.36
上证综合指数	-8.27	8.94	2.36



相关报告

1. 20090106 行业深度《天然气：量升价涨、增长确定》
2. 20090217 行业双周报《油价不跌破成本，天然气短期不会涨价》

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2033	2006	3931	4718
同比(%)	6%	-1%	96%	20%
归属母公司净利润(百万元)	477	535	752	887
同比(%)	22%	12%	40%	18%
毛利率(%)	38.1%	43.5%	35.3%	35.3%
ROE(%)	16.8%	15.0%	17.4%	17.0%
每股收益(元)	0.55	0.50	0.70	0.83
P/E	26.96	24.03	17.12	14.51
P/B	4.54	3.60	2.98	2.47
EV/EBITDA	12	11	6	4

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、公司简介：转型清洁能源公司，国内 LNG 龙头	3
二、行业：需求增长确定、LNG 长期进口	3
2.1 能源消费比例低，西气东输带动需求快速增长.....	3
2.2 LNG 业务发展前景看好	4
三、公司主要优势：资源、定价权	5
3.1 资源优势：	5
3.2 公司在 LNG 领域具有定价权：	5
四、投资价值 1：气源瓶颈有望突破、10 年增长.....	7
4.1 煤化工项目 10 年投产，年产 5.5 亿 LNG.....	7
4.2 参股海外油气资源，4000 万买 49%权益.....	8
五、投资价值 2：LNG 价格长期趋势上涨，毛利稳定	8
六、08 年报重点分析	10
七、盈利预测	10

图 目 录

图 1 公司 2008 年度经营利润构成	3
图 2 2007 年世界主要国家能源消费结构分析	3
图 3 中国天然气消费快速增长	4
图 4 天然气价格和原油走势一致	9
图 5 公司各项业务毛利率 08 半年报	9
图 6 主要指标：ROE 和 EPS	10

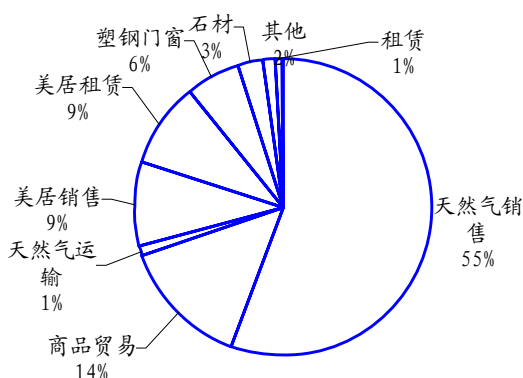
表 目 录

表 1 国内天然气需求预测	4
表 2 国内主要进口天然气项目	5
表 3 广汇股份生产规模比较	6
表 4 中国进口 LNG 价格（11 月海关数据）	6
表 5 目前广汇新能源出资比例	7
表 6 10 年业绩敏感性分析.....	11

一、公司简介：转型清洁能源公司，国内 LNG 龙头

广汇股份是我国液化天然气（LNG）生产龙头企业，年设计产能 5 亿立方米。公司从 99 年开始，从主营石材、塑钢门窗逐步转向房地产、物流、天然气产业。04 年开始进入 LNG 产业，08 年 LNG 业务净利润占总量的 61%。

图 1 公司 2008 年度经营利润构成



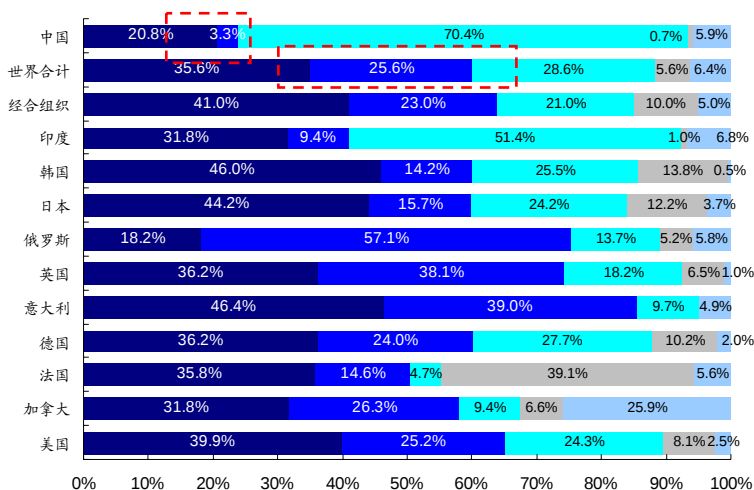
资料来源：公司报告

二、行业：需求增长确定、LNG 长期进口

2.1 能源消费比例低，西气东输带动需求快速增长

由于天然气开发发展晚，国内煤炭储量丰富大量使用，环保成本不计入工业价值体系等原因，清洁能源天然气在我国能源使用中比例低，07 年底为 3.9 % 左右，低于世界平均 24% 的水平。

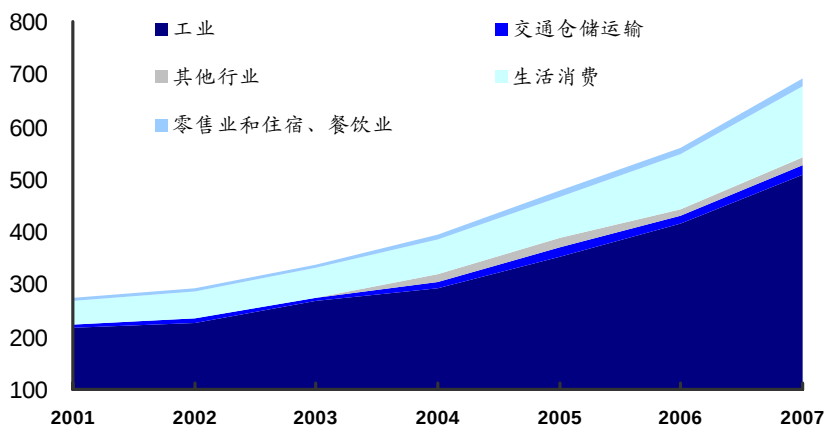
图 2 2007 年世界主要国家能源消费结构分析 %



资料来源：《BP 世界能源统计 2008》

国家《能源发展“十一五”规划》中提出，到 2010 年，国内天然气产量达到 920 亿立方米，在能源消费中的比重达到 5.3%。2007 年比重为 3.9%。以此速度计算，年增速超过 15%。

图 3 中国天然气消费快速增长 单位：亿立方米



资料来源：Wind 中投证券研究所

表 1 国内天然气需求预测 单位：亿立方米

	2020	2015	2010
天然气规划产量（亿立方米）	1,421	1,251	1,068
天然气需求预测（亿立方米）	2,517	1,850	1,121
缺口（亿立方米）	1,096	599	53

资料来源：国家发改委

2007 年，中国的天然气消费增长了 19.9%，08 年约为 10%。西气东输二线 08 年底开工，西起新疆霍尔果斯，途经 14 个省(区、市)和香港，年输气能力 300 亿方。东段工程计划于 2011 年实现全线投产。将带动国内天然气使用，预计完成后，我国天然气能源比重提高两个百分比。

由于公司的 LNG50%用于季节性调峰，所以国内天然气消费量增加以后，对调峰的需求同比例增加，对于公司来讲，只要能有一定天然气量加工，销量的增加风险很小。另外 50%不用做 50%的 LNG 销售也没有问题，公司销售主要集中在华东北，而进口 LNG 销售主要集中在华南。

2.2 LNG 业务发展前景看好

由于需求以 15%的速度增加，国内产量小于需求，其次，我国天然气资源主要集中在西部地区，而消费的主要区域在沿海经济发达地区广东等地，因此管道输送量有限，成本高，因此需要进口 LNG 做补充。

表 2 国内主要进口天然气项目

类型	采购方	签订时间	期限	供应方	进口量	资料来源
管道	中石油	2007 年 7 月	2008 起	土库曼斯坦	300 亿方/年	《中国石油石化》
LNG	中海油	2002 年 8 月	25 年	澳大利亚西北大陆架项目	260 万吨/年	《中国石油石化》
	中石油	2006 年 6 月	25 年	印尼东固项目	260 万吨/年	商务部
		2006 年 8 月	25 年	马来西亚国家石油公司	110 万吨/年逐年增加, 2012 年后 303 万吨/年	商务部
		2007 年 9 月	20 年	澳大利亚西澳州的高更项目 (壳牌)	100 万吨/年	《中国石油石化》
		2007 年 9 月	15 年	澳大利亚伍德赛德石油公司	300 万吨/年	《中国石油石化》

资料来源: 中投证券研究所

到 2015 年国际液化天然气供需缺口约 3000 万吨到 5000 万吨, 导致全球 LNG 市场保持每年 7.5% 的增幅, 需求增长确定。2005、2006、2007 年我国 LNG 进口量分别为 482.8 吨、68.75 万吨和 291.3 万吨。2007 年进口 LNG 291 万吨, 是 2006 年进口量的 3 倍多。由于 LNG 多为调峰作用, 我们预计国内 LNG 需求增长和天然气应该规模增长一致, 在 10%-15%。

三、公司主要优势: 资源、定价权

3.1 资源优势:

广汇地处新疆资源丰富, 天然气资源量占全国陆上天然气资源量的 1/4, 是“西气东输”的起点。

公司与中石油签订了 15 年的“照付不议”长期合同, 气源质量好, 硫化氢含量低。目前用气主要为中石油旗下吐哈油田的“伴生气”, 因此没有因为未来中石油发展天然气业务自供需求增大导致缺少天然气的风险。

3.2 公司在 LNG 领域具有定价权:

由于资源限制, 国内做 LNG 的企业并不多, 目前广汇股份是我国最大的 LNG 生产企业。LNG 供应十分有限。LNG 市场具有卖方市场特点, 广汇股份具有很强的定价权。

表 3 广汇股份生产规模比较

企业名称	地点	规模(万 m ³ /d)	投产时 间	液化工艺
广汇股份	鄯善吐哈油田	150	Sep-04	混气制冷
河南中原绿能高科	濮阳油田	15	Nov-01	丙烷、乙烯节流制冷
海南燃气	海口福山油田	25	Apr-05	70%N ₂ +30%CH ₄ 膨胀
中石油西南分公司	四川犍为县	4	Nov-05	压力差膨胀
江阴天力燃气	江苏江阴	5	Dec-05	压力差膨胀
新奥燃气	广西北海涠洲湾	15	Mar-06	97%CH ₄ 膨胀

资料来源：中投证券研究所

我国天然气供应不足，管网覆盖有限，LNG 项目通过与内陆管道网络的对接，起到保证多气源供气，发挥储气调峰作用，保证供气稳定、安全。公司 LNG 主要定位为管输天然气提供调峰服务和补充供气，而进口 LNG 多数为下游客户直接长期使用，因此即使未来进口量大幅增加，受影响小。

同时成本相对于国际 LNG 价格也具有优势。目前进口 LNG 只有来自澳大利亚的 LNG 由于签了 5 年长单，目前价格低于国内（参考 5 年前气价），但其供应指定几家客户，供应量不足，因此公司 LNG 价格不会受进口 LNG 影响。而其他渠道目前的国际 LNG 价格即使在油价低至 40 美元的时候仍然大于广汇（国际 LNG 价格参考等热值能源价格，主要受原油价格影响）。

表 4 中国进口 LNG 价格（11 月海关数据）

	11 月			1-11 月			
	吨	同比	元/方	吨	同比	元/方	
	进口量	%	价格	进口量	%	价格	
总计	269,800	7.43		3,141,475	18.14	1.23	
其中:							
澳大利亚	261,220	4.01	0.68	2,523,377	13.47	3.19	0.71
马来西亚	8,580	-	4.89	8,580	-	21.95	4.89
韩国	-	-	-	8	-	-	-
阿尔及利亚	-	-	-	128,874	-58.78	17.96	-
埃及	-	-	-	182,011	-	14.28	-
赤道几内亚	-	-	-	117,264	-	14.25	-
尼日尼亚	-	-	-	181,360	185.83	14.35	-

资料来源：海关、中投证券研究所整理

四、投资价值 1：气源瓶颈有望突破、10 年增长

需求增长 7.5%确定，公司有定价权，天然气价格下降的空间不大，公司毛利相对稳定。因此决定公司利润的就是产量。

由于天然气资源有限，公司增长的最大瓶颈在于天然气供应，根据协议，广汇每年可从中石油购进 5.2 亿立方米天然气，但由于气源不够，每年实际只有 3 亿立方米左右供应量，开工率在 70%左右。09-10 年，2 个事件使公司有望气源增长。

4.1 煤化工项目 10 年投产，年产 5.5 亿 LNG

06 年 9 月，集团开始煤头醇醚燃料项目，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 万吨，LNG（甲烷）5.5 亿立方米。

08 年，公司增资 6 亿元广汇新能源有限公司，并拟在今年申请增发 20 亿元，增资广汇新能源，增加股权比例到 51%以上。

表 5 目前广汇新能源出资比例 单位：亿元

	注册资本出资额	注册资本占比	实缴注册资本	实缴注册资本占比
广汇集团	9.7	60.6%	6	48.8%
兴达矿业	0.3	1.9%	0.3	2.4%
广汇股份	6	37.5%	6	48.8%
合计	16	100.0%	12.3	100.0%

资料来源：中投证券研究所

09 年 1 月 16 日，广汇新能源公司收到国家环保部关于煤化工项目环境影响报告书的批复，下一步等待发改委的批准。

从项目上来看，广汇新能源公司拥有煤炭资源，共三个矿区的采矿权，储量达 18.7 亿吨。保证了资源和未来煤价成本，公司原料煤的平价成本约 35 元/吨。

对于煤化工的一个主要问题是水源问题，一期项目年用水需求 1504 万吨，新疆喀尔里克冰川雪山的水量约 7000-9000 万方每年，加上在建的伊吾水库可储存 965 万方，可以满足雪山水流低峰期的生产需求。

对于煤化工项目的判断，由于国家环保部在审批过程中提出了一些新的环境要求，公司项目总投资数额从之前的 57 亿元增加到目前的 70 亿元，因此资金面临一定问题，原定 09 年 9 月投产的计划预计要推迟到 10 年，但由于通过了国家环保部，因此我们预计公司增发的最大问题得到解决，09 年底有望增发，集团也表示，能源资产注入上市是集团的重要战略，即时增发出现问题，也通过其他方式解决资金问题，我们预计 10 年项目可以投产。

由于甲醇和二甲醚的价格受下游需求影响，而 10 年经济是否回转带来需求和化工产品价格现在很难判断清楚，加上二甲醚作为车用燃料替代还没有国家标准，发展具有一定风险，我们认为，虽然煤化工能产出 LNG 具有收益，但项目整体在第一年处于试运行阶段，盈利有限，预计下半年开始盈利。

国内二甲醚总产能大概 120 万吨，销售可能存在一定问题，但公司可能会改为销售甲醇。

对于煤化工能否制 LNG，我们通过了解，认为：煤化工出甲烷气体属于煤化工中比较落后的技术，但理论上是可以的，公司主业为 LNG 加工，采用主产 LNG 的工艺符合经济性。我们认为：产出没有问题，但甲烷不完全等同于天然气，因此公司还要进行加工，风险主要在于产出的成本（深冷提纯）高于从中国石油拿伴生气加工，以及产出量的多少是否比预计差。

4.2 参股海外油气资源，4000 万买 49%权益

08 年 12 月 19 日公司与哈萨克斯坦共和国以下简称“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》，公司拟以 4000 万美元为对价获取 TBM 公司所拥有天然气、原油资源许可证的 49%权益。

合作内容：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。

框架协议注明该许可证下所产天然气应全部卖给新设 LNG 公司。目前框架协议还未最后确定，双方在进行尽职调查，上报各自国家相关部门审批，以及重点对于油田资源储量的确定。约定所有工作在 09 年 3 月 31 日之前完成，如果双方达成协议，对于公司未来气源供应起到保证。

虽然今后如果开采，投资比较大，但我们预计海外资产的开发会得到国家的信贷支持，据我们初步预计，购买的油气资源天然气储量在 60 亿立方米左右。对于公司长期发展，具有长期价值。

五、投资价值 2: LNG 价格长期趋势上涨，毛利稳定

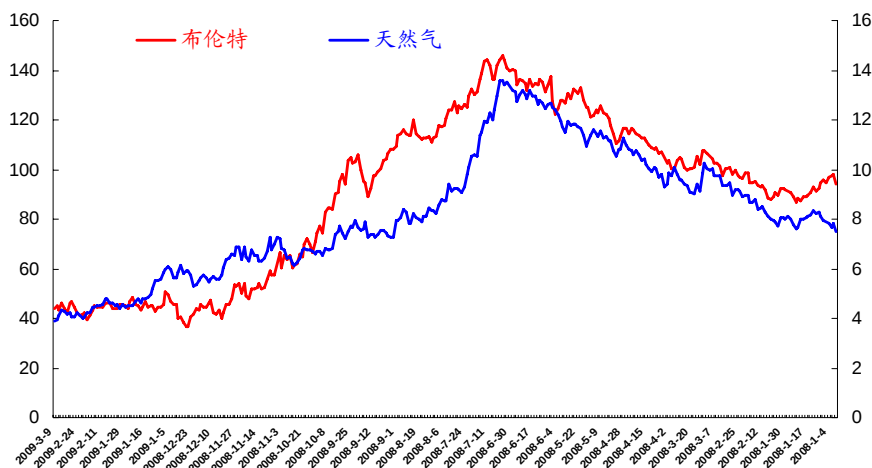
天然气长期看确定涨价

广汇股份的 LNG 主要在冬季用于调峰，冬季时限内具有一定不可替代的特点，议价能力相对较大。05 年公司平均实现价格约为 1.26 元/立方米，06 年 1.7 元/立方米，08 年 10 月约 2.68 元/立方米，目前由于国际天然气价格下跌和企业开工下降需求下降，将到 2.3 元/方左右。

广汇 LNG 的价格主要决定于 2 个因素：第 1、国际天然气的价格（进口 LNG）比价关系，第 2，市场接受能力。

先看国际天然气价格，国际天然气价格虽原油价格同比例变动。我们认为，国际油价虽然现在很难看清最低到多少，但可以预计已经在阶段性的底部，天然气价格同样在低点，在国际能源价格最低的时候，广汇 LNG 的价格能够保持小幅下降在 2.3 元，预期下半年国际天然气价格回升到 5-8 美元/英热单位时，LNG 价格不会继续下跌。

图 4 天然气价格和原油走势一致 左：原油 右：天然气(美元/英热单位)



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

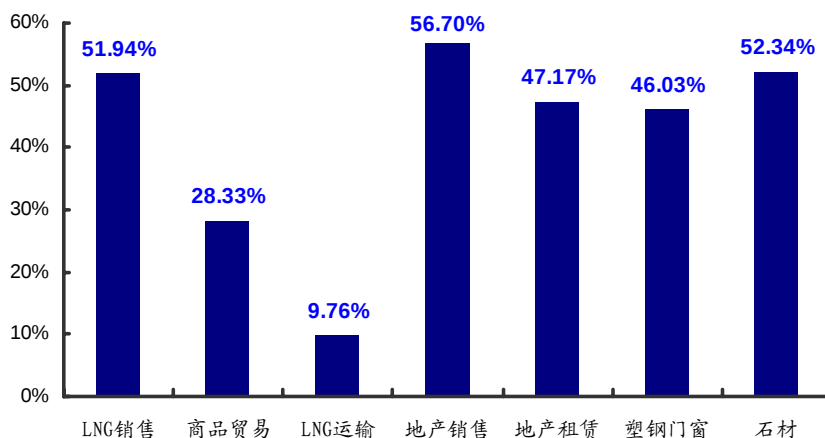
从市场接受能力上看，我们分析了，广汇 50%以上 LNG 用作调峰，因此议价能力较强，目前下游开工率在低点，未来我们预期不会继续下降，因此目前 2.3 元的价格基本是底部。进一步下跌的风险小。

毛利稳定，相对较高：

公司 03 年和中石油吐哈分公司签订了《天然气买卖合同》，约定了 15 年。且出厂价有国家指定，相对较低，没有市场价格波动风险，而产品价格 LNG 由于供需紧张，大部分销售在冬季或供应紧张时调峰用，因此价格基本市场化。

因此公司 LNG 销售毛利稳定，保持相对较高。

图 5 公司各项业务毛利率 08 半年报



资料来源：公司报告

六、08 年报重点分析

公司 12 日公布 08 年报，EPS0.55 元，基本符合我们 0.52 的预期，公司年报对 09 年的经营计划是：实现收入 23.37 亿，净利润 5.3 亿（相应于未摊薄 EPS0.57，摊薄 0.47）。公司拟发行人民币募集资金不超过 25 亿元（以 2 亿股计算，增发价格在 12 元左右比较合适）。

存货期末数较期初数增加 33 亿，增加 83.24%，主要原因是公司控股子公司开发住宅项目完工新增存货。公司未大幅计提存货准备，说明房地产项目跌价幅度较小，公司主要房产在乌鲁木齐，3000 元的均价应该下跌空间有限。我们预计公司还有大约 30 万平方米销售面积，在 09 和 10 年销售。公司房地产的另一块业务房产租赁受地产行业差影响不大。

图 6 主要指标：ROE 和 EPS

	ROE	上年同期	EPS	上年同期
归属于公司普通股股东的净利润	16.83%	16.54%	0.55	0.45
扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润	16.24%	15.68%	0.53	0.42

资料来源：公司报告

七、盈利预测

重要假设：

1. 房地产项目还有可销售面积约 35 万平米，预计在 09、10 年内售完，毛利降低为 07 年的最低，公司退出地产业务。
2. 根据《天然气利用政策》，假设天然气价格 10 年增长 8%，保守估计 09 年和 07 年一致约 2.5 元/方。
3. 公司已经开始准备增发相关问题，基于公司良好的发展前景，假设 09 财年内增发能够完成，约 20 亿元。获得广汇新能源超过 51% 股权，合并报表。我们计算的 EPS 也为增发后摊薄的的数据。
4. 煤化工项目条件基本具备，能够通过发改委审批。

我们给予公司推荐的投资评级，预测 09、10 年摊薄后，EPS 为 0.5 和 0.70，具有长期投资价值，按 10 年 20 倍 PE 估值，6 至 12 个月目标价格为 14 元。

风险:

1. 国际天然气价格波动影响国内 LNG 的价格。
2. 同 TBM 合作结果不确定。
3. 公司有一部分收入来自房地产，08 利润大幅下降，09 业绩存在不确定风险。
4. 煤化工项目亏损。

表 6 10 年业绩敏感性分析

	LNG 价格(元/方)	2.5	2.7	2.9
煤化工项目综合毛利率				
20%		0.58	0.64	0.69
25%		0.65	0.70	0.76
30%		0.72	0.78	0.83

资料来源：公司报告

煤化工项目毛利率只考虑了原料成本，主要收入为二甲醚（或甲醇）和 LNG。

公司的主要风险在两点：第 1、LNG 价格，2.7 元为在 08 价格的基础上上涨 8%（符合国内趋势），2.9 元对应天然气价格市场化，宏观经济环境较好，油价在 70 左右。2.5 元对应宏观环境差。

第 2，煤化工项目毛利率，主要风险在二甲醚需求和价格。价格按 2800 元/吨计算。假设煤化工项目 10 年开工率 40%，贡献利润按 40%计算。

表国际天然气价格预测美元/百万英热单位

历史价格							预测价格		
1Q 07	2Q 07	3Q 07	4Q 07	1Q08	2Q08	3Q08	3 个月	6 个月	12 个月
7.18	7.65	6.25	7.39	8.73	11.47	8.95	5.00	5.00	7.20

资料来源：中投证券研究所、Bloomberg

勘探开采



附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	1577	2943	1972	2656	营业收入	2033	2006	3931	4718
现金	211	921	448	538	营业成本	1258	1133	2545	3054
应收账款	344	787	814	1218	营业税金及附加	48	42	83	99
其它应收款	59	211	166	225	营业费用	21	28	50	47
预付账款	201	273	491	622	管理费用	65	61	122	142
存货	747	747	45	45	财务费用	73	36	138	221
其他	15	4	7	8	资产减值损失	10	10	6	8
非流动资产	3279	2669	9202	8766	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	686	436	436	436	投资净收益	5	5	5	5
固定资产	1095	793	7337	6906	营业利润	563	701	991	1152
无形资产	28	30	32	35	营业外收入	20	13	3	3
其他	1470	1409	1396	1390	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	4855	5612	11173	11422	利润总额	580	711	992	1153
流动负债	1664	1518	5291	4624	所得税	97	146	203	237
短期借款	714	437	3347	2330	净利润	483	565	789	917
应付账款	310	310	675	809	少数股东损益	6	30	37	30
其他	641	771	1268	1484	归属母公司净利润	477	535	752	887
非流动负债	221	358	1358	1358	EBITDA	808	848	1594	2211
长期借款	154	282	1282	1282	EPS (元)	0.55	0.50	0.70	0.83
其他	67	76	76	76	主要财务比率				
负债合计	1885	1876	6649	5982	会计年度	2008	2009	2010	2011
少数股东权益	134	164	201	231	成长能力				
股本	866	1066	1066	1066	营业收入	6.5%	-1.3%	96.0	20.0
资本公积	95	95	95	95	营业利润	10.9	24.5	41.5	16.3
留存收益	1875	2410	3162	4048	归属于母公司净利润	22.3	12.2	40.4	18.0
归属母公司股东权益	2836	3571	4323	5209	获利能力				
负债和股东权益	4855	5612	11173	11422	毛利率	38.1	43.5	35.3	35.3
现金流量表					净利率	23.5	26.7	19.1	18.8
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	16.8	15.0	17.4	17.0
经营活动现金流	407	264	2610	1747	ROIC	32.1	32.9	12.7	15.9
净利润	483	565	789	917	偿债能力				
折旧摊销	171	111	464	838	资产负债率	38.8	33.4	59.5	52.4
财务费用	73	36	138	221	净负债比率	49.44	38.71	71.82	62.48
投资损失	-5	-5	-5	-5	流动比率	0.95	1.94	0.37	0.57
营运资金变动	-327	-531	1222	-285	速动比率	0.50	1.45	0.36	0.56
其它	11	88	2	61	营运能力				
投资活动现金流	-496	494	-6997	-397	总资产周转率	0.43	0.38	0.47	0.42
资本支出	63	-219	7000	400	应收账款周转率	5	3	4	4
长期投资	-443	-272	0	0	应付账款周转率	3.89	3.66	5.17	4.11
其他	-875	3	3	3	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-276	-47	3915	-1260	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.50	0.70	0.83
短期借款	-131	-277	2910	-1017	每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.25	2.45	1.64
长期借款	61	128	1000	0	每股净资产(最新摊薄)	2.66	3.35	4.05	4.89
普通股增加	0	200	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	26.96	24.03	17.12	14.51
其他	-206	-99	4	-243	P/B	4.54	3.60	2.98	2.47
现金净增加额	-365	711	-473	90	EV/EBITDA	12	11	6	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、陕天然气、广汇股份、中化国际、烟台万华、黑猫股份、路翔股份、辽通化工、沈阳化工、风神股份等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434