

上市公司调研简报

其他

专业化 LNG 龙头

LNG 简介

LNG 是英文 Liquefied Natural Gas 的缩写，中文译为液化天然气。85%的成份为甲烷，5%-12%的成分为乙烷，还有少量的丙烷以及氮气等其它成分组成。LNG 是将天然气在-162℃低温下加工成液态燃料，其体积约为同量气态天然气体积的 1/600，储存于常压状态，具有纯度高、安全性高、能量密度大、储存效率高、运输灵活、气化冷量综合效益显著等特点。在通常情况下，LNG 较适用于长距离运输，以便达到规模经济效益，弥补天然气长距离运输的限制。

专注于 LNG 生产

公司是国内最大的 LNG 企业，其陆基 LNG 市场占有率达到 40%，是广汇集团发展清洁能源产业的唯一承载平台。

公司目前的 LNG 主要是鄯善（吐哈油田配套）的 5 亿立方米的天然气产能，日加工能力在 150 万方，08 年的出成率在 60%左右，09 年由于煤化工等项目尚未投产，主要业绩仍然是鄯善 LNG 项目，公司将主要通过提高产品出成率，提高销售价格、控制单位成本等方面稳定和提高收入和利润。

公司 LNG 气源爆发式增长

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，对公司的利润贡献达到 60%，已基本转型为能源企业，由于公司在 LNG 研究开发以及销售方面的优势，公司未来专注于 LNG 的生产，因此气源资源是影响公司发展的重要因素，为此公司拟建及在建了多个天然气、煤、石油为原料的 LNG 项目（表 1），全部项目完成后公司的天然气加工能力将达到 23 亿立方米，是现有加工能力的 4.6 倍。

公司客户结构

08 年公司 LNG 用户比例分别为：高端工业用户 47%；民用气 22%；汽车加气 7%；城市调峰 24%。城市调峰需求在未来保持稳定；高端工业用户考虑到石油价格的大幅下跌，未来竞争加大，但由于 LNG 优势亦能保持大部分客户的稳定；车用燃料是公司未来大力发展的市场，公司 2009 年计划改装 1000 辆中重型车辆推广燃料汽车，未来公司车用燃料客户力争占到总体客户的 45%以上。

广汇股份（600256）

首次评级

中性

李静（化工组）

lijing@csc.com.cn
010-85130595

赵献兵

zxbcm2608@sina.com

021-68825012

当前股价：14.41 元

目标价格 6 个月：15.00 元

调研日期：2009 年 03 月 27 日

分析日期：2009 年 04 月 3 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
35.6/22.4	66.4/37.7	5.4/39.6
12 月最高/最低价（元）		17.26/0
总股本（万股）		86,606
流通 A 股（万股）		47,197
总市值（亿元）		125
流通市值（亿元）		68.01
近 3 月日均成交量（万）		1,269
主要股东		
新疆广汇实业投资(集团)有限责 任公司		41.93%

股价表现



煤化工项目环评获得通过，启动定向增发

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，该项目的煤炭资源、水源、土地、电力、生产厂区、交通运输、办公及生活区等均已就绪，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，3 月 25 日，公司公布非公开发行股票预案。

非能源项目 09 年业绩稳定

非能源项目主要有房地产租赁和销售、商品贸易、塑钢门窗等，由于乌鲁木齐当地房地产业受经济危机影响较小，我们预计公司非能源项目 09 年业绩稳定，实现每股收益 0.23 元。

预测和评级

不考虑增发后股本变动，我们预计公司 2009 年、2010 年主营收入为 2253 百万、1962 百万，2010 年收入减少主要是 10 年公司剥离非能源项目，而煤化工项目我们预计 10 年中期达产。09 年每股收益为 0.60 元，短期给予中性评级。我们仍看好公司的长期发展前景。

预测和比率

	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入（百万元）	1,909.47	2,033.15	2,253.77	1,962.11
主营收入增长率	1.39%	6.48%	10.85%	-12.94%
净利润（百万元）	390.23	477.25	516.44	468.76
净利润增长率	95.59%	8.62%	8.21%	-9.23%
EPS（元）	0.45	0.55	0.60	0.54
P/E	32.67	26.71	24.69	27.20

表 1：公司已投入运营及主要拟、在建项目情况

项目名称	所在地点	目前建设规模	总投资（亿元）	目前推进状态
鄯善 LNG 项目	新疆鄯善吐哈油田	年产 LNG 5 亿立方米	15.75	2004 年 9 月投入运营
哈密煤基 LNG 及醇醚		一期工程年产 LNG 5.5 亿立方米、醇/醚 120/80 万吨	64.5	2006 年 9 月开工，2010 年上半年投产，完成合同额近 40 亿元资金投入 15 亿元
清洁能源项目	新疆伊吾县淖毛湖			
中石油长城钻探公司合作项目	长庆油田	一期工程年产 LNG5000 万方	0.8	2009 年 3 月开工，10 月底投产
库车车用清洁燃料项目	新疆阿克苏库车工业园	年产车用 LNG 清洁燃料 6 亿立方米	7.5	前期准备
哈萨克斋桑油气综合开发项目	新疆阿勒泰吉木乃口岸工业园	年产车用 LNG 清洁燃料 6 亿立方米、50-68 万吨桐油	20	商务谈判阶段，项目已获取哈国政府支持，预计 09 年三月底完成最终交易协议
总计		23 亿立方米 LNG		

资料来源：公司公告

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构

第一家与保险公司签约的证券研究机构

第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构

第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构

2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名

2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名

2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点

2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点

2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点

2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

李 静 化工行业分析师

赵献兵 经济学硕士 高级经济师 副总分析师 P.Chem.组负责人

关于中信建投 证券研究发展部

作者简介

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010