

能源、房地产

付立春 崔秀红

010-88092288-8662

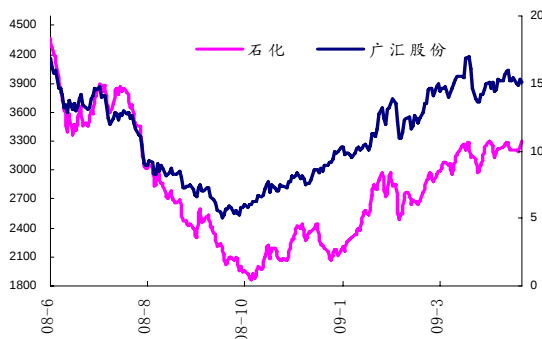
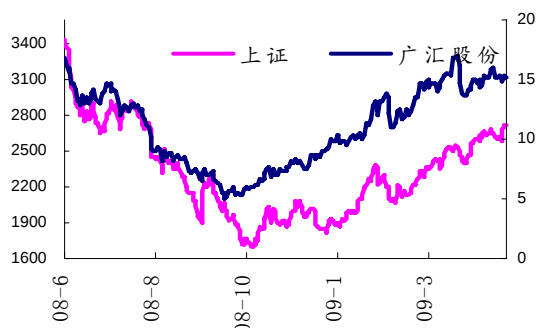
flc@swsc.com.cn

广汇股份（600256）：转型期不确定性强

2009 年 6 月 4 日

谨慎持有

市场表现



公司财务指标预测

指标	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1690	1680
净利润(百万元)	509	511
净利润增长率	5.38%	0.39%
每股收益(元)	0.44	0.45
市盈率	34.26	34.11
每股净资产(元)	3.45	3.57
市净率	4.38	4.23

来源：西南证券研发中心

内容摘要：

- 中国的天然气市场将持续供不应求的状况，液化天然气因其自身独特的功用与优势具有广阔的市场。虽然 LNG 进口持续增加，短期 LNG 市场需求面临一定压力，但长期而言国产 LNG 的市场潜力仍然较大。
- 广汇股份目前是国内小型 LNG 的龙头，对公司贡献比例超过 5 成，发展的瓶颈是气源的规模与价格。受产业强周期影响，公司房地产销售进度与价格压力较大。
- 围绕 LNG，公司规划推进着库车项目、煤化工项目，以及与 TBM 公司合作，打通气源瓶颈。若项目成功，公司资源空间扩大，LNG 产能成倍提升；但同时，项目的市场、政策与技术风险不容小觑，密切关注项目的进度。
- 长期来看，广汇股份的优势凸显，风险也在放大。公司所在地区资源丰富、成本低，公司资源空间逐渐打开，受惠于当地政府与国家西部开发与能源政策扶持；风险则体现在市场地位受到挑战，政策风险、金融与人力资本不足。
- 今明两年公司 LNG 毛利难以提高，房地产销量可能增加但价格难上涨，公司盈利能力保持增长的难度大。
- 预计今年收入会有所降低，利润增长有限。公司的市盈、市净率水平公司缺乏投资吸引力。建议谨慎持有，密切关注公司新项目的进展。

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

目 录

中国液化天然气市场潜力大	2
天然气持续供不应求	2
液化天然气市场广阔	3
国产 LNG 潜力较大	4
广汇 LNG 业务过半	5
从房地产向 LNG 转型	5
LNG：气源量价是瓶颈	5
房地产：强周期下销售压力加大	6
LNG 带动煤、气、油资源开发	7
库车项目回归，LNG 气源增加	7
哈密煤化工，LNG 是主产品	8
LNG 带动国外油气资源开发	9
企业长期价值：优势凸显，风险放大	10
资源与政策优势凸显	10
市场与政策风险放大	11
盈利预测	13
业绩展望：保持增长的难度大	13
财务预测	14

中国液化天然气市场潜力大

长期来看，中国的天然气市场将持续供不应求的状况，液化天然气因其自身独特的功用与优势具有广阔的市场。虽然 LNG 进口持续增加，短期 LNG 市场需求面临一定压力，但长期而言国产 LNG 的市场潜力仍然较大。

天然气持续供不应求

◆ 中国天然气需求强劲

近些年，中国天然气消费量快速增长，份额迅速增大。作为世界主要能源之一，天然气相对煤炭和原油等能源具有高效、清洁和输送方便等三大优势，正在日益受到世界各国的重视。就中国而言，近十几年天然气消费量年均增长率平均为 15% 左右，不仅高于 GDP 的平均增速而且呈现出加速增长之势，在世界天然气总量与在我国能源消费中的比例迅速上升。

今后一、二十年内，中国天然气的潜在需求将十分巨大。在中国这样的新兴市场国家中，随着城市化、工业化进程加快与环境保护力度的提高，今后二十年的时期内，中国对能源，特别是清洁能源——天然气的需求都会很大。根据国家发改委的预计，2010 年我国天然气市场需求将达到 1400 亿 m^3 ，到 2020 年达到 2000 亿 m^3 。

天然气在中国能源当中的地位作用也将更为突出。根据国家发改委的预计，2010 年我国天然气在我国一次能源消费中的比例将会从目前的 3% 上升到 7%，到 2020 年天然气消费量在我国一次能源消费中的比例将会上升到 10%。

◆ 天然气供给相对不足

从世界范围看，虽然资源保障程度高于石油，但天然气的资源分布与实际需求不匹配。发达经济体，以及新兴经济体自身天然气的供给相对不足，因此不得不依赖大量进口。欧盟 27 国天然气进口量不断增加，对外依存度超过 60%；北美对外依存度接近 20%；亚洲天然气进口大国日本、韩国进口量持续增加，印度等崛起大经济体进口量也迅速增加。

中国天然气资源有限，供给持续相对不足。我国的天然气资源量约为 $3.8 \times 10^{13} m^3$ ，预测到 2020 年我国每年将新增 1839 亿 m^3 的可采储量。本国供给能力上，不仅存量上难以满足国内需求，而且近十几年我国天然气产量年均增长量约为 11% 左右，低于消费需求的增长速度。发改委预计到 2010 年我国天然气产量将达到 900-1000 亿 m^3 ，而 2020 年为 1200-1400 亿 m^3 ，供求缺口 350 亿 m^3 ，供不应求的局面更为严峻（参见图 1、图 2）。

图1：03年后中国天然气产量快速增加，近期有所放缓

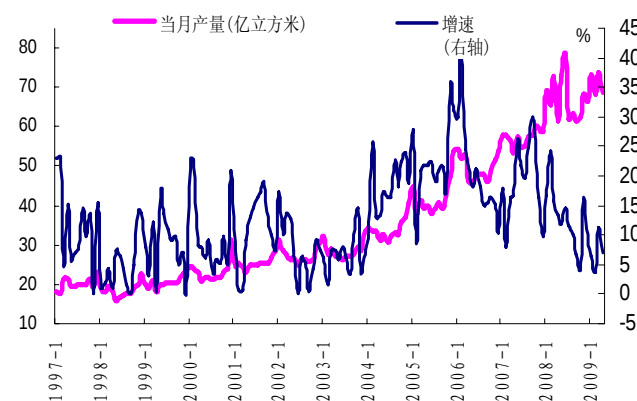


图2：累计增长方面也显示出类似的趋势



来源：国家统计局 西南证券研发中心

液化天然气市场广阔

作为天然气主要的运输方式之一，加上液化天然气（LNG）独特的优质性能，液化天然气正以每年约 12% 的高速增长，成为全球增长最迅猛的能源行业之一。近年来全球 LNG 的生产和贸易日趋活跃，LNG 已成为稀缺清洁资源正在成为世界油气工业新的热点。

◆ 管线运送的重要补充

为了缓解天然气供求矛盾，国家相继建成“西气东输一线”和“川气东输”两大输气管道工程，预计 2009 年底我国天然气长线输送能力将接近 300 亿 m^3 。根据规划，未来我国还将继续实施“西气东输”二线、三线、四线、中哈线、中亚线、中俄线、中缅线、漠大线等重大工程，以争取在最大程度实现国内天然气资源有效分配的同时，加大国外天然气资源的引进。

除了管道输送，液化天然气（LNG）也是天然气运输的重要方式。LNG 是气田开采出来的天然气经过脱水、脱酸性气和重质烃类，然后压缩、液化而成的以甲烷为主要成分的低温液态混合物。LNG 无色、无味、无毒，体积只有等量气态天然气的 1/625，因此可以有效弥补天然气在运输及储存方面的缺陷。天然气液化后可以大大节约储运空间和成本，而且具有热值大、性能高等特点。自上世纪 60 年代诞生以来，目前 LNG 已经成为全球贸易量增长最快一次能源，在我国表现也很明显。

◆ 独特的优质性能

除了作为重要的天然气运送方式，LNG 还具有管线运输所不可比拟的城市负荷的平衡调节、优质的车用燃料以及优越的环保性能。

城市负荷的平衡调节。民用气量冬用多、夏用少，或者因用气的电厂、化工厂检修或者液化天然气厂本身进行技术改造，甚至是输气管网出现故障等，都会造成定期或不定期的供气的不平衡。天然气液化克服了长途铺设管线覆盖地区有限，且不具备储存和调峰能力的缺点。

建设液化天然气储罐能起到削峰填谷的作用，用于解决城市管网的调峰难题。在美国、日本、欧洲已建成投产 100 多座 LNG 调峰装置，比地面高压储气罐和地下储气库建设节省土地、资金、工期，而且方便、灵活，不受地质条件限制。

优质的车用燃料。与汽车烧汽油相比，LNG 具有辛烷值高、抗爆性好、燃烧完全、排气污染少、发动机寿命长、降低运输成本等优点。与 CNG 汽车相比，CNG 体积能量密度约为汽油的 26%，LNG 体积能量密度约为汽油的 72%，因而使用 LNG 的汽车行程远，可大大减少汽车加气站的建设数量。同时，LNG 储存效率高，车装钢瓶压力小、重量轻、数量小，建站不受供气管网的限制等优越之处。

优越的环保性能。现有我国城市污染源主要来自大量烧煤和车辆排放的尾气所造成的。天然气在液化前经过严格的预净化，LNG 中的杂质含量远远低于压缩天然气（CNG，Compressed Natural Gas），为汽车尾气或作为燃料使用时排放满足更加严格的标准（例如，“欧 II”和“欧 III”）创造了条件。

这些特有的性能，使得 LNG 用途越来越广，用量越来越大，一些用户对 LNG 已形成了比较强的依赖。

国产 LNG 潜力较大

为弥补供求缺口，能源消费大国越来越重视 LNG 的引进。日本、韩国、美国、欧洲都在大规模兴建 LNG 接收站，中国对 LNG 产业的发展越来越重视。中国正在规划和实施的沿海 LNG 项目有广东、福建、浙江、上海、江苏、山东、辽宁等。以中海油为代表的部分企业已经陆续与澳大利亚、印尼、伊朗等国签订了 LNG 购买协议，仍将继续建设更多 LNG 接收站项目，未来我国进口 LNG 数量将持续快速增长（参见表 1）。

表 1：中国沿海筹建或在建 LNG 接收站项目

投资方	规模 (万吨, 二期为筹建)	建设地点	投资额 (亿元)	投产时间	来源地
中海油、BP、深燃	370（二期 700 万吨）	深圳大鹏湾	72	2006	澳大利亚
中海油、福建投资	260（二期 340 万吨）	福建莆田	55	2007	印尼
中海油、粤电、广东政府	300（二期 700 万吨）	广东珠海	60	2008	伊朗
中海油、中能	300（二期 300 万吨）	上海洋山	45.9	2009	马来西亚
中海油、浙能、宁电		浙江北仑	142	2009	
中石油	300（二期 250 万吨）	辽宁大连	100	2011	

来源：中国石化协会 西南证券研发中心

相比进口，国产 LNG 的市场潜力较大。进口 LNG 95%以上的 LNG 产品需要跨洋运输，运输周期较长，同时 LNG 接收方也需要投入较多资金建设 LNG 接收站。国际价格波动风险较大，出于战略安全的考虑，国产 LNG 也具有较大的潜力。按照中国的 LNG 使用计划，2010 年国内生产能力将达到 900 亿 m³，而 2020 年为 2400 亿 m³。

长期而言，国产 LNG 的价格有上涨的空间。由于供应紧张，从 2003 年开始天然气市场进入了卖方市场，价格也不断攀升。与等热值其他一次能源比较，还是与进口 LNG 价格水平比较，国产液化天然气平均价格水平仍然有较大的提高空间。

广汇 LNG 业务过半

广汇股份（600256）2002 年开始利用新疆天然气优势涉进军以 LNG 产业，2004 年 9 月正式投产运营，目前已成为中国小型 LNG 行业的龙头，LNG 对公司的收入与利润贡献比例也超过 50%。而目前公司另一部分业务是房地产。

从房地产向 LNG 转型

广汇股份正在从房地产向清洁能源行业转型。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。2002 年，公司“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、煤炭资源而实施一系列战略性投资决策”，开始涉进军以 LNG 为代表的清洁能源产业，2004 年 9 月正式投产运营。

今明两年公司将全部退出房地产领域，全面转向清洁能源领域。今年公司将把建材业务全部转让，但房地产业务由于市场回暖，为公司今年收入贡献较大，仍然会继续保持，但不会扩张。未来公司的主要业务将聚焦为清洁能源领域。公司变身成为一个以 LNG 为核心的能源公司。

公司目前主要利润来源 LNG 和房地产两大部分。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，房地产代销业务不再并表，相应的毛利率水平持续下降。与此同时，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%。

LNG：气源量价是瓶颈

相比其他行业，液化天然气受危机连累的程度较小。作为与生产生活息息相关的行业，液化天然气行业景气程度较高，受经济下行的影响也相对较小。以电力、燃气与水行业为例，在经济上行区间内的景气程度同步、甚至高于整个工业部门，在经济企稳时期也率先出现复苏迹象（参见图 3）。这类行业企业家的信心也要强于整个工业部门的平均水平（参见图 4）。

图3：燃气等行业的景气程度相对较高，且开始企稳回升

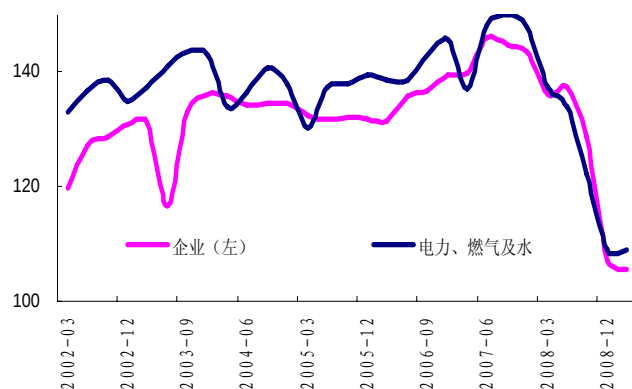
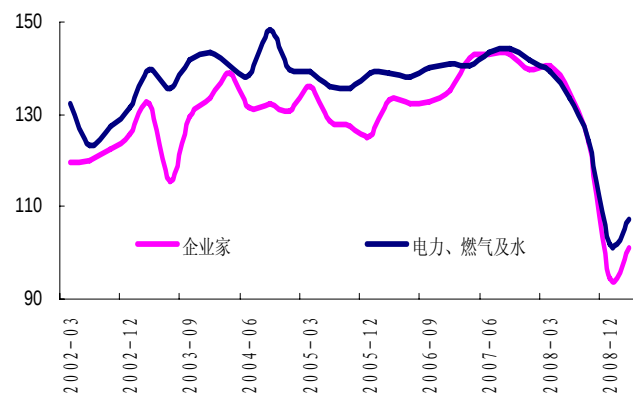


图4：这些行业的信心迅速回升



来源：国家统计局 西南证券研发中心

作为小型 LNG 行业龙头，广汇股份市场渐打开。公司在吐鲁番地区鄯善县吐哈油田的 LNG 项目，总投资 15.7 亿元，占地 2.7 万平方米，产能 5.2 亿 m^3 ，产品现销往国内 12 省区约 90 个城市，是目前中国最大的陆上液化天然气供应商。目前广汇 LNG 市场已经完全打开，客户遍布华南、华东、华北等。

天然气源的规模始终是 LNG 发展的瓶颈。公司与中石油土哈油田签订了 15 年的“照付不议”长期合同，广汇每年可从中石油购进 5.2 亿 m^3 的天然气，但由于气源不够，过去每年只有 3-4 亿 m^3 天然气供应给广汇，广汇 LNG 的开工率长期不足。

气源价格可能上涨，LNG 毛利率存在下降压力。上游中石油天然气的出厂由政府定价，目前存在涨价的空间；而 LNG 价格则市场化，受到 LNG 供求关系的影响。广汇股份 LNG 投产后，国内 LNG 价格不断上涨，使广汇 LNG 价差不断扩大，毛利率不断提升。但由于国际金融危机与天然气源涨价的影响，预计公司今明 LNG 的毛利率可能有所降低。

房地产：今年收入预计大幅增加

广汇房地产业务的盈利主要来自美居物流园项目，广汇美居物流园是公司投资兴建的以建材产品为主的商品贸易中心。项目位于乌鲁木齐市高新技术产业开发区内，总占地面积 1060 亩，规划建筑面积 134 万平方米，分三期逐步实施：

美居一期已于 2003 年底建设完成并投入使用，现有可供租售商业地产 71.3 万平方米。美居物流园二期工程是为物流园配套建设的公寓、商铺，该项目已于 2006 年 4 月开始动工，主要以建设与一期商铺工程相配套的商品房住宅小区为主。其中“美林花源”小区项目计划建筑面积约 31.7 万平方米。美居三期于 2008 年开工，包括蓝调一品和宜品家春秋两个小区，可销售面积分别为 10 万平方米和 12 万平方米。

“根据市场销售情况，经多方努力”，公司又取得了 167 亩土地，使得规划面积达到 153.1 万平方米。美居整个项目建成后，共计使用土地 1227 亩，完成建筑面积 153.1 万平方米。其

中：商业面积 101 万平方米，用于商业出租物业；住宅面积 51.8 万平方米。美居二期、三期将完成 81.8 万平方米的建筑面积，其中，商业面积 30 万平方米，住宅面积 51.8 万平方米。

由于去年房地产受强周期影响，销售情况不佳。但今年受房地产市场回暖影响，美居旺销，预计今年销售面积能超过 30 万平方米，销售均价在 3000-3500 之间，今年贡献利润将高达 2 亿元。房地产项目仍然是公司今年主要的利润来源。

原有的石材加工业务已经开始进行转让，预期机器设备等转让收入能达到 2000 万元左右。原工厂厂址用地则计划进行住宅类房地产开发。按照此规划，房地产业务在 2011 年之前都不会剥离，在 LNG 新增项目尚未盈利的情况下，房地产项目仍将是公司获得现金收入的重要部分。

LNG 带动煤、气、油资源开发

公司围绕 LNG，多方开拓资源空间，计划打通气源瓶颈。凭借现有 LNG 业务的经验，未来公司在建设新的 LNG 装置时将更具技术优势，从而有利于项目建设和调试周期的缩短。无论是煤化工项目，还是与 TBM 公司合作开发斋桑油气资源，LNG 业务都是广汇股份不可或缺的关键环节。

新增资源带动下，LNG 产能有望成倍提升。根据公司目前项目建设及资源状况，未来 3 年公司将投资新建 2-3 个 LNG 装置，LNG 产能将较目前增长 3-4 倍。其中煤化工项目配套的装置将与该项目同步建设，与 TBM 合作项目将在完成调研及谈判事宜后于吉木乃县投资兴建（参见表 2）。

表2：广汇股份筹建与在建能源项目

项目名称	战略目标	规划与进展
广汇新能源	拟建设年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚、5.5 亿方 LNG 及其他副产品项目	预计2010年下半年建成，完全达产后公司将间接实现建设LNG二期工程的目标
库车新能源	利用与中石油签订的年供 8 亿 m ³ 的天然气建设年产 8 亿方 LNG 项目	如能获得允许，则今年下半年有望启动前期工作，2011年底实现投产
与 TBM 合作项目	与哈萨克斯坦 TBM 公司合作开发斋桑盆地油气资源，并新建年产 5-8 亿方 LNG 装置。	预计今年下半年将启动各项建设工作，2011年底有望实现部分油气资源的产出。

来源：公司公告 西南证券研发中心

库车项目回归，LNG 气源增加

库车项目年供气量 8 亿 m³，高于现有鄯善 LNG 项目。2007 年 12 月在阿克苏地区库车县正式启动了烯烃项目，一期项目计划利用塔里木油田 8 亿 m³ 天然气及配套的煤炭资源生产烯烃 30 万吨，计划 2010 年年底投产。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 m³ 以内。

气源用项正在改弦易张。根据公司公告，2008 年经济危机的不断深化对公司继续实施库车烯烃项目建设产生了一定的影响，最终产品的市场和价格都与预测产生了一定的差异，继续按烯烃项目原操作方案执行具有一定的风险。所以，如何充分发挥库车 8 亿方气源综合利用效益及在设计、工艺流程和建设等方面的重新优化公司正在做更符合公司发展的项目论证和调研。目前该项目相关手续还在报批过程中。

预计公司将改变天然气利用方式，回归到 LNG 的熟悉工艺与市场。如果国家对中小气田坑口天然气做 LNG 的限制态度有所松动，在新疆自治区及阿克苏政府支持下，**预计广汇股份可能将库车烯烃项目改为供应新疆境内车用 LNG 项目。**

哈密煤化工，LNG 是主产品

哈密煤基醇醚项目中，LNG 是主产品。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 m³，计划 2009 年年底试车。作为公司自主获得 LNG 资源的重要步骤，5.5 亿方 LNG 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（参见表 3）。

表3：哈密煤基醇醚项目的产品

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	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

来源：公司公告 西南证券研发中心

广汇煤制 LNG 具备煤、水资源优势。与国外以及与国内在建或已建煤化工项目比较，广汇股份目前在建的煤化工项目具有较明显的煤炭原料优势。在紧邻项目基地的哈密淖毛湖地区，广汇股份目前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，资源储量达 17.7 亿吨，煤炭煤质优良，露天矿床、开采成本较低。另外，为了确保了项目能够实现正常运行广汇股份已经就项目用水与当地政府达成了协议，公司获得了每年使用伊吾河水 5500 万吨的使用权。

哈密煤化工项目盈利存在一定风险。受到价格波动、政策以及技术的影响，该项目存在一定

的不确定性。以美国北达科他州“大平原煤气化项目”为例，虽然建设过程中一致预测它会盈利，但 1984 年项目投产后，天然气价格已经回落至公司生产成本之下，因此该项目在建成后的十多年内都一直处于依靠政府救济的亏损状态，直到 2000 年后随着天然气价格的回升以及公司出售二氧化碳增加收入后开始实现盈利。而**煤价、甲醇与 LNG 的价格、工艺技术**是哈密煤基醇醚项目的主要风险来源。

LNG 带动国外油气资源开发

广汇股份以 4052 万美元的价格收购 TBM 公司 49% 的股权，与 TBM 公司共同开发东哈萨克斯坦油气区块（该区块已探明天然气地质储量 64 亿方、可采储量 53 亿方，稠油资源量 1 亿方左右）。公司于 2008 年 12 月 19 日与哈萨克斯坦共和国 Tarbagatay Munay 有限合伙公司就天然气、石油进行上下游一体化合作签署了《框架协议》，主要合作内容包括新疆维吾尔自治区阿勒泰地区 LNG 工厂的设立和运营，以及共同对 TBM 公司所拥有的天然气、原油资源进行勘探、开发和生产。

进度方面，根据公司公告，截至今年 4 月 1 日双方已完成尽职调查工作，合作协议的谈判正在进行之中，双方向各自所在国政府的报批工作须在合作协议签署后方可展开。如果进展顺利，预计今年下半年将启动各项建设工作，2011 年底有望实现部分油气资源的产出。

此次投资的经济性的前景乐观。根据石油大学的可研报告，开发天然气的总投资为 62.6-73.3 百万美元，开发稠油的总投资为 558.7-696.52 百万美元，油气上游总投资为 621-769 百万美元。在远期油价 60 美元、天然气 160 美元/千立方的条件下，油田开发的净现值为 155-285 百万美元，气田开发方案净现值为 152 -171 百万美元，油气田一起开发净现值为 332-468 百万美元（参见表 4）。

表4：可研报告对收购投资回报的计算

指标	油气地方案	油气中方案	油气高方案
新钻油水井数（口）	326	326	326
新钻气井数（口）	10	15	15
高峰年产油量（万吨/年）	50.3	61.1	69.8
合同期内累积产油量（百万吨）	623.5	757.5	923.5
高峰年产气量（亿方/年）	5	5	5
合同期内累积产气量（亿方）	52.86	66.12	66.12
总投资（百万美元）	628.051	647.546	655.103
勘探投资（百万美元）	6.748	6.748	6.748
开发投资（百万美元）	621.303	640.798	648.355
内部收益率（%）	52.62%	61.41%	62.29%
净现值（百万美元）	332.18	419.55	468.04
投资回收期（年）	4.6	4.2	4.2
最大负现金流（百万美元）	67.4	66.4	67.9

来源：公司公告 西南证券研发中心

合作开辟了公司 LNG 新的气源，锁定了天然气成本。根据协议，广汇股份将在吉木乃县建立年处理 5 亿至 8 亿 m^3 的 LNG 工厂。TBM 公司所开采的所有天然气应独家卖给公司新设液化天然气公司，售气价格为：商业供气起始日后首两年期间，气价约为 0.82 元/方，第三年约为 0.88 元/方，第四年为 1.1 元/方，第五年约为 1.2 元/方，第六年开始为市价。如果在商业供气起始日后前五年的任何一年内市价低于气价，则适用的合同年气价应下调至等于市价。这就相当于在前 5 年，拿到相对低成本的天然气，锁定了 LNG 业务的主要成本。

合作投资的政策风险较大，且将会贯穿项目的始终。中国的政策方向是支持企业走出去开发利用资源的。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。但是，目前中国与哈萨克斯坦能源合作的渠道不成熟，广汇股份与 TBM 合作框架协议的签署最终正式协议的签署具有一定的不确定性。另外在后续的开发合作中，对于油气的开采方式、运输方式、销售方式等方面，也需要两国政策长期的磨合，合作的政策风险会伴随合作的整个过程。

企业长期价值：优势凸显，风险放大

资源与政策优势凸显

◆ 区域资源丰富，成本低

广汇股份所在的新疆自治区地大物博，天然气与煤炭资源丰富，资源成本低。新疆天然气资源量占全国陆上天然气资源量的 1/4。其中准噶尔、塔里木、吐哈三大盆地是新疆油气储存量最为丰富的地区，是“西气东输”的起点。

新疆煤炭资源也十分丰富，据预测，新疆煤炭资源储量为 2.2 万亿吨，占全国煤炭总预测储量的四成，是中国十分重要的能源接续区和战略性能源储备区，新疆煤价也十分便宜。这为广汇股份发展煤化工奠定了来那个号的基础。由于运输不便，新疆地区的油气资源的价位都较低，广汇股份发展清洁能源具有独特的区域优势。

◆ 公司资源空间打开

公司转型清洁能源产业分享新疆地区资源价值提升自 04 年公司进入 LNG 产业开始，公司逐渐从传统业务转向清洁能源业务，资源空间逐渐打开：

1. 鄯善 LNG 基地的成功运营，为公司拓展清洁能源业务奠定了基础；
2. 在哈密建设煤化工基地，利用当地煤炭和水资源，进一步发展清洁能源产业；
3. 库车新能源公司与中石油塔里木油田分公司签署的 8 亿 m^3 /年天然气供应协议，将进一步增加公司天然气供应量；
4. 公司将与哈萨克斯坦共和国 TBM 公司合作开发斋桑地区油气资源，并在阿勒泰地区建设

LNG 工厂，也将保障公司稳定、持续的油气供应。

◆ 政府与政策的扶持

作为新疆最大的民营企业，广汇在地产、能源等行业的顺利成长，与自治区政府的大力支持密切相关。除了政策等方面的相对优惠，地方政府还通过财政补贴等方式扶持公司。如 2008 年底，新疆乌鲁木齐经济技术开发区财政局、经济贸易发展局为了“扶优、扶强”，加快公司产业结构调整，支持公司发展，决定给予广汇股份财政扶持资金人民币 1,002 万元。

在新疆地区大力建设铁路、降低物流成本、未来资源价值优势逐步显现的背景下，公司的清洁能源业务直接受益于物流环境的改善，资源价值凸显。在国家西部大开发与能源战略的背景下，西煤东运、“三北”铁路线等工程的建设也将对广汇股份降低运输成本。

◆ LNG 市场领先地位

广汇股份 LNG 市场基础好，作为最大的生产企业也拥有较强定价权。目前我国 LNG 市场实际上就形成了一个典型的卖方市场。一方面，如上文所述，我国天然气供应不足，管网覆盖有限，再加上调峰需求等原因，导致我国天然气用户对 LNG 形成了一定依赖。而另一方面，由于资源限制，国内做 LNG 的企业并不多，LNG 供应十分有限。目前广汇股份是我国最大的 LNG 生产企业，客户覆盖全国各地，具有较强的定价权（参见表 5）。

表5：广汇股份目前是国内LNG行业的龙头

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	2004-09	混气制冷
海南燃气	海口福山油田	25	2005-04	70%N ₂ +30%CH ₄ 膨胀
河南中原绿能高科	濮阳油田	15	2001-11	丙烷、乙烯节流制冷
新奥燃气	广西北海涠洲湾	15	2006-03	97%CH ₄ 膨胀

来源：中国石化协会 西南证券研发中心

市场与政策风险放大

◆ 市场竞争加剧，行业地位减弱

未来 LNG 市场竞争会更加剧烈。从广汇 LNG 经营策略看，目前主要定位于调峰和供应陶瓷、造船等高端客户使用。虽然目前公司 LNG 的产量在国内处于领先地位，但考虑到生产 LNG 并没有更高的技术壁垒，预期中小 LNG 未来的政策会进一步放开，在这种情况下，LNG 市场将会有更多的新进入者。广汇的市场定价能力，盈利能力都会受到一定的挑战。

LNG 市场的竞争格局会产生不利于公司的变化。不利演变主要体现在三方面：

- ◇ 一是进口 LNG 对内陆基 LNG 的冲击。随着 LNG 进口的增加以及成本的继续优化，内陆基 LNG 的市场将受到一定挤压（参见表 6）。
- ◇ 二是小型 LNG 进入的门槛不高，众多中小企业的进入将逐渐改变 LNG 市场竞争相对

不够充分的局面。

- ✧ 三是国有石油巨头在管线和 LNG 方面的投入增加，也会对公司 LNG 市场产生一定的替代作用。

表6：2005 年-2008 年我国LNG 进口逐年快速递增（万吨、万美元）

年份	进口量	进口金额	出口量	出口金额	净进口量
2005	4.83	1823.6	2.10	943.5	2.73
2006	68.75	11542.6	1.50	602.2	67.25
2007	291.31	60057.5	0.01	5.3	291.3
2008	333.64	93084	0.01	0.5	333.63

来源：中国石化协会 西南证券研发中心

公司对市场价格波动的敏感度会增加。随着市场格局的改变，国内为油价、天然气价格的变化将直接影响公司 LNG 及其他相关产品的销售价格，导致公司的盈利水平不能像现在这样稳定。

◆ 政策风险加大

煤制天然气项目存在一定政策风险。目前我国已经有多个煤制天然气项目规划，但在当前政府对煤化工项目审批趋严的情况下，预计除大唐克什克腾旗项目能够正常建设外，其余项目何时落成不能确定。目前广汇股份煤制天然气项目的审批、建设方面仍存在一定的政策不确定性。

与 TBM 合作项目的政策风险较大，且将会贯穿项目的始终。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、新疆境内市场开发等诸多方面政策难题。

◆ 资金需求与现金流压力

公司现在新项目多、投资大，分步实施淖毛湖煤化工、哈萨克斯坦油气田合作、库车天然气开发等项目时面临相当大的资金压力与风险。

2009 年是煤化工项目资金需求大。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，增发能否成功的风险依然存在。

在与 TBM 合作开发油气项目中，如果全部勘探开发费用全部由公司承担，公司将面临较大的财务费用压力。即使国家在政策上会有贴息或者低息的支持，公司的现金流压力依然十分巨大。

◆ 人力资本的引进培养

在公司转型时期，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

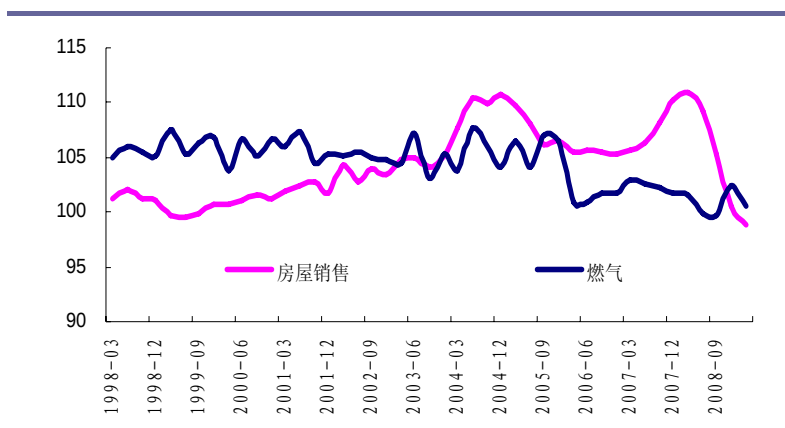
程。公司地处新疆，在吸引全国人才方面较为不利，人才队伍的培养建设将是公司面临的艰巨任务。

盈利预测

业绩展望：09 年-10 年业绩压力大，若项目实施成功，11 年将会出现业绩快速增长。

2006 年以后，公司 LNG 价格不断上涨，同时房地产景气度也不断上升，使得公司主营业务利润率不断上升，2007 年和 2008 年大幅提高。目前，公司 LNG 价格已比较高，继续大幅上涨难度大，房地产景气度也在放缓（参见图 5），公司盈利能力保持增长的难度大。

图5：燃气与房屋销售价格指数下降



来源：国家统计局 西南证券研发中心

◆ LNG 毛利难以提高

广汇股份 LNG 业务的规模在今明两年难有实质性的扩大，LNG 利润的增加主要源自毛利（率）的提高。从目前的形势看，预计中短期内 LNG 价格不会大幅上涨，LNG 毛利增加的可能性不大。

06 年到 08 上半年公司 LNG 毛利率持续增加，去年下半年以来有所下降。LNG 供不应求价格上涨，原料成本（井口气价）受发改委定价锁定涨幅较小，共同导致 06 年到 08 上半年 LNG 毛利率增加。受危机 08 年下半年国际天然气价格大幅下跌，同时企业生产恶化，需求下降，LNG 的实现价格下降，08 年下半年比上半年下降 10%，毛利率下降 1.7 个百分点（参见表 7）。

表7：公司LNG毛利率开始有所下降

	2006	2007	2008H1	2008H2
LNG 成本	0.81	0.96	1.10	1.03
LNG 价格	1.22	1.56	2.31	2.08
毛利率	33.2%	38.4%	52.2%	50.5%

来源：公司公告 西南证券研发中心

天然气井口价格上涨将增加 LNG 成本。根据公司公告，06 年以来 LNG 的成本在 0.8-1.1 元/方之间，主要由净化液化费用、折旧生产成本以及天然气购进成本 3 部分组成。其中净化液化费用和折旧成本基本不变，约为 0.2-0.3，购进成本为从中石油的天然气购进井口价加一定运输费用，井口价格的变化在很大程度上决定了 LNG 成本的变化。随着天然气调价预期的增加，LNG 成本很可能增加。

今明两年内，受经济周期的影响，LNG 销售价格难以大幅提高。受上述成本与销售价格的影响，LNG 业务的毛利率与利润难以提高，甚至有一定下滑的风险。

◆ 房地产的量增价难涨

公司美居物流园及相关房地产项目开发。从过去公司房地产经营情况看，随着乌鲁木齐地区家居物流行业竞争的加剧、相关房地产项目开发的减缓，以及 08 年金融危机因素的影响，房地产销售与租金价格有一定的压力。但 08 年公司又有三个房产项目完工，预计 09、10 年房地产销售量有望出现较大增长。

财务预测

财务模型的基本假设包括：

项目进度：

- ◇ 2010 年后公司非能源类业务全部从上市公司转移至由广汇集团；
- ◇ 广汇新能源的煤化工项目于 2010 年底下试车，2011 年实现正常生产；
- ◇ 与 TBM 公司谈判顺利，合作项目于 2009 年下半年开始筹建，在吉木乃县的 5-8 亿方 LNG 于 2011 年中期投产；
- ◇ 库车新能源 LNG 项目获得相关部分批准，2012 年后投产。

资本结构：

- ◇ 今年完成定向增发 2 亿股，募集资金 20 亿元；
- ◇ 完成公司债发行，募集资金 10 亿元，下半年完成对广汇新能源的增资扩股，持股比例将达到 67%以上。

税费水平：

- ✧ 公司薪酬体制与折旧方法不发生重大变化
- ✧ 公司业务所涉及的资源税、营业税率与所得税率保持不变。

今明两年广汇股份的营业收入会有所降低，利润水平基本稳定。具体定量而言，预计 2009 年营业总收入 16.9 亿元，主营业务利润 7.66 亿元；2010 年公司营业总收入 16.8 亿元，主营业务利润 7.7 亿元（参见表 8）

表8：公司收入与利润指标预测

	2009E	2010E		2009E	2010E
LNG收入	74000	80000	租赁收入	11000	11000
毛利率%	49%	48%	毛利率%	38%	38%
利润	36260	38400	利润	4180	4180
LNG运输	27000	28000	其他收入	30000	30000
毛利率%	10%	10%	毛利率%	25%	30%
利润	2700	2800	利润	7500	9000
房地产收入	65000	58000	营业总收入	169000	168000
毛利率%	40%	39%	主营业务利润	76640	77000
利润	26000	22620			

公司的盈利能力略有增强，净利润增长有限。预计 2009 年公司实现净利润 5.1 亿元，同比增长 5.4%；2010 年实现净利润 5.1 亿元，同比增长 0.4%。

增发后，公司的每股收益同比有所降低。预计 2009 年公司每股收益为 0.44 元，每股净资产 3.48 元；2010 年公司每股收益为 0.45 元，每股净资产 3.57 元。

表9：公司财务指标预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营收入（百万元）	1856	1909	2033	1690	1680
净利润（百万元）	183	390	483	509	511
净利润增长率	-5.60%	113.40%	23.85%	5.38%	0.39%
每股收益（元）	0.21	0.45	0.51	0.44	0.45
市盈率	71.61	33.50	29.80	34.26	34.11
每股净资产（元）	2.32	2.72	3.27	3.45	3.57
市净率	6.51	5.56	4.62	4.38	4.23

来源：公司公告 西南证券研发中心。注：根据2009年6月2日收盘价计算。

2009年公司的市盈率为34.3倍，2010年34.1倍，市净率一为4.4倍与4.2倍。广汇股份前期股价上涨幅度很大（参见图6、图7），今明两年的市盈、市净率水平公司缺乏投资吸引力。建议谨慎持有公司股份，密切关注公司新项目的进展。

图6：广汇股份的表现强于大盘

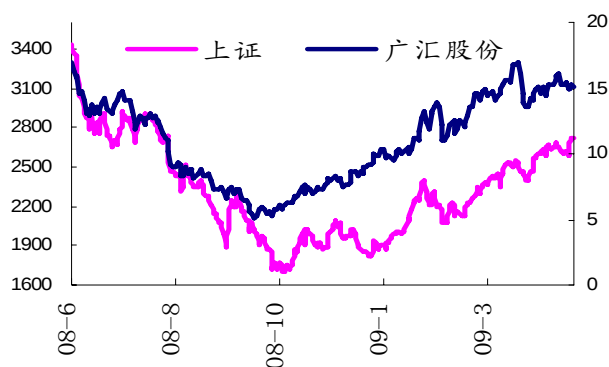
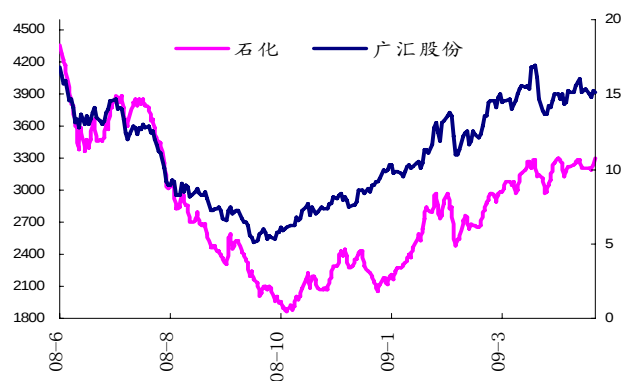


图7：与石化行业相比也比较突出



来源：中国人民银行 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增 持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持 有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖 出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>