

远兴能源 (000683.sz)

华丽转身，投资价值凸现

谢军 研究员
电话: 020-87555888-663
eMail: xj@gf.com.cn

林红垒 研究助理
电话: 020-87555888-407
eMail: lh10@gf.com.cn

成功转型，煤炭业务发展迅猛

湾图沟煤矿预计下个月投产，产能 300 万吨，可采储量 2.54 亿吨。明年至少贡献 200 万吨产量，配套选煤厂有望明年年中建成，届时洗出 5800 大卡优质动力块煤。蒙大新能源拟于中煤能源合作，共建纳林河二号矿井，可采储量达 7.62 亿吨。该矿产能 500 万吨，预计于 2010 年底投产，所产动力煤热值 7000 大卡左右，煤质优良。未来三年公司煤炭权益产能将达到 500 万吨左右。预计 2009—2011 年煤炭业务收益分别为 0.15 元、0.61 元和 1.21 元。目前公司煤炭权益可采储量 7.42 亿吨，市值 67 亿元，煤炭资源价值明显低估。

甲醇业务未来盈利逐步改善

公司苏天化及博源联化甲醇装置于年初不同程度停产，目前随着甲醇价格的回升运行稳定，目前甲醇业务处于微利状态，未来随着反倾销、甲醇汽油推广应用以及国际天然气价格上涨等因素影响，甲醇价格将继续回升。但由于上半年亏损严重，预计全年甲醇维持盈亏平衡。预计明年甲醇业务迎来转机，2010—2011 年分别为公司贡献 0.19 元和 0.38 元的业绩，甲醇价格对公司业绩影响较大，未来可能存在超预期情况。

盈利预测及投资建议

综合预计公司 2009 年—2011 年每股收益为 0.15 元、0.80 元和 1.59 元，对应 2010—2011 年市盈率分别为 16.43 倍和 8.28 倍。公司目前化工类权益净资产价值 9.05 亿元，每股净资产为 1.77 元，按目前化工行业平均 4 倍 PB 估值，相当于约 7.08 元股价。随着 2011 年煤炭产量的迅速提高，公司业绩将迎来爆发式增长，公司煤炭业务 2010 年每股收益约 0.61 元，给予 25PE 则相当于 15.25 元股价，公司合理价位应在 22.23 元左右，给予“买入”评级。

风险提示

与中煤合作有一定不确定性，将影响蒙大新能源项目进展；甲醇价格的波动将显著影响公司业绩；国际原油价格波动将影响公司股价。

公司评级



当前价格(元)	12.83
目标价格(元)	22.23
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.99%	21.15%	94.39%
上证综指	9.34%	12.02%	86.65%

股票数据

总股本(万股)	51,187.60
流通 A 股(万股)	40,420.21
主要股东:	

内蒙古博源控股集团有限公司	
主要股东持股比例	20.62%
流通 A 股比例	78.96%

财务比率

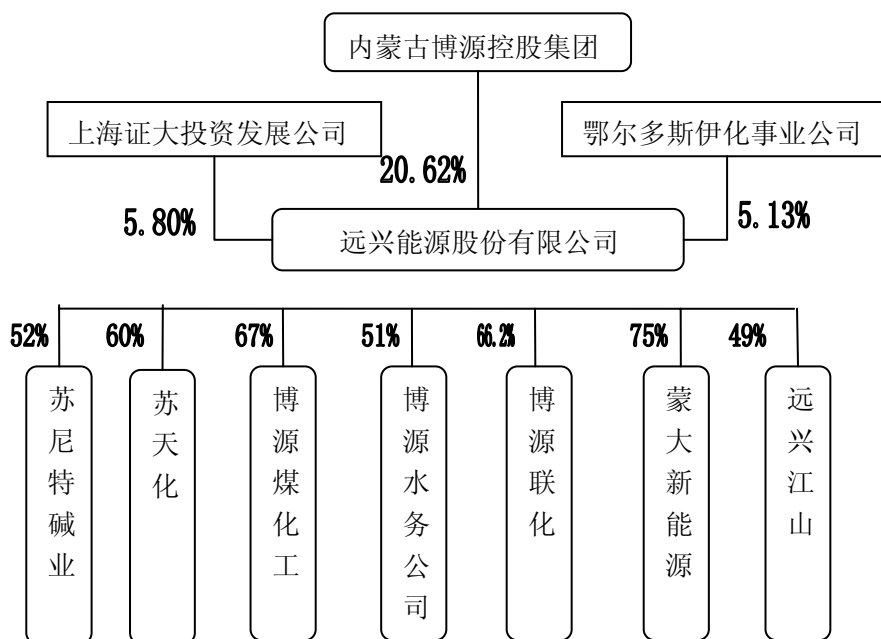
ROE	8.35%
ROA	2.36%
资产负债率	51.67%
每股净资产(元)	2.52

2008 年报数据。

公司简介

公司原为国内最大的集天然碱开发、开采、加工于一体的大型企业，公司依托鄂尔多斯的优势资源，重点打造乌审召生态园区和蒙大新能源基地，完成主业转型，天然气化工产业是目前公司的主导产业，公司由主要生产纯碱、小苏打等产品转向主要生产甲醇、甲醛、二甲醚等天然气化工产品以及甲醇钠、环丙胺等精细化工产品。

图1：公司股权结构



公司公告、广发证券发展研究中心

表1：公司业务概述

公司名称	持股比例	主营业务
锡林郭勒苏尼特碱业有限公司	52.00%	具有纯碱 20 万吨、小苏打 10 万吨、烧碱 5 万吨、芒硝碱 5 万吨和元明粉 10 万吨的生产能力
内蒙古苏里格天然气化工有限公司	60.00%	具有 18 万吨甲醇生产能力，技改项目完成，甲醇产能扩大为 35 万吨（气头）
内蒙古博源煤化工有限责任公司	67.00%	拥有一可采储量为 2.8 亿吨煤矿，300 万吨产能将于 09 年 8 月投产
内蒙古博源水务有限责任公司	51%	自来水生产、供应
内蒙古博源联合化工有限公司	66.20%	拥有 40 万吨/年和 60 万吨/年两套甲醇装置
内蒙古蒙大新能源化工基地开发有限公司	75.00%	拥有煤炭储量为 12.31 亿吨，可采储量 7.62 亿吨，采矿权正在办理，计划 500 万吨产能，预计 2010 年投产
内蒙古远兴江山化工有限公司	49.00%	20 万吨 DMF 规划，首期 10 万吨，预计 2009 年 11 月投产

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2008年4季度到2009年上半年，受金融危机影响，主要产品甲醇市场持续低迷，价格下滑，公司出现较大亏损。2008年4季度、2009年上半年公司分别亏损1.16亿元和1.38亿元。

现在公司控股子公司内蒙古博源联合化工300万吨煤矿项目以及蒙大新能源500万吨煤矿项目即将陆续投产，公司有成功转型为煤炭上下游一体化的能源企业，未来发展前景广阔。

公司成功转型为煤炭股

公司未来最大的看点——煤炭业务快速发展

内蒙古煤炭资源丰富，公司所在地鄂尔多斯是内蒙古优质动力煤主产区，已经探明的煤炭资源储量近1700亿吨，占全国的六分之一。公司在建煤矿主要有博源煤化工的湾图沟矿和蒙大新能源的纳林河二号矿井。

博源煤化工产能300万吨的湾图沟煤矿即将投产，远兴能源持有34.9%的股权。9月17日公司召开股东大会，收购母公司博源控股持有的14.5%的股权和上海证大全部17.6%股权的议案获通过，收购完成后公司将持有博源煤化工67%的股权。

湾图沟井田保有煤炭储量28386万吨，可采储量2.54亿吨，产能设计300万吨，正在办理采矿权等证照。该矿煤质优良，低位基发热量在5000大卡以上，配套选煤厂明年建成后原煤全部入洗，洗出率在90%左右。商品煤为5800大卡动力煤，目前当地同等品质的煤约360元/吨左右。公司煤炭拟通过东乌铁路连接准东铁路、大准铁路和大秦铁路运至秦皇岛。

同时公司公告即将与中煤能源合作开发蒙大新能源项目，主要包括500万吨/年产能的东胜煤田纳林河二号矿井以及60万吨/年的煤制甲醇项目。远兴能源以蒙大新能源和苏里格天然气化工有限公司经评估的股权资产出资，而中煤能源以现金出资。

蒙大新能源煤炭资源丰富，已查明资源量为12.31亿吨，可采储量7.62亿吨，纳林河二号煤田煤质优良，属低水分、特低灰、低灰、低硫-中高硫，特低磷-低磷、高-特高热值的长焰煤、不粘煤及弱粘煤，是7000大卡左右的优质动力煤，预计2010年底投产。

表2：公司在建煤矿情况

	保有储量	可采储量	设计产能	煤种	预计投产时间
湾图沟煤矿	2.84亿吨	2.54亿吨	300万吨	5000—6000大卡动力煤	2009年下半年
纳林河二号井	12.31亿吨	7.62亿吨	500万吨	7000大卡优质动力煤	2010年底
权益合计	11.11亿吨	7.42亿吨	576万吨	/	/

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司目前煤炭权益储量为11.11亿吨，权益可采储量为7.42亿吨。

我们比较了一下2009年华电国际和华电能源收购国内煤矿价款的情况，平均吨储量价格在7.46元/吨，吨可采储量价格为12.92元/吨，按照产业资本对煤炭资产的估值计算，远兴能源煤炭资产估值应该在82.88亿元到95.87亿元左右，我们认为产业资本的估值应该是煤炭估值的安全边际。

表 3: 2009 年国内煤矿收购价格比较

	权益	购买价款 (百万元)	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)	吨储量价值 (元/吨)	吨可采量价值 (元/吨)	吨产能价值 (元/吨)	收购方
万通源二铺	70%	397.6	15151	7285	90	3.75	7.80	631.11	华电国际
东易忠厚	70%	362.6	12801	6028	45	4.05	8.59	1151.11	华电国际
兴边矿业	70%	479	4689.88	3058.41	60	14.59	22.37	1140.48	华电能源
平均						7.46	12.92	974.23	

数据来源: 广发证券发展研究中心

证券市场对煤炭资源的估值更高,我们统计了国内主要动力煤上市公司市值、资源储量及产能的情况,平均吨煤炭储量市值为18.35元/吨,吨可采储量为27.33元/吨,从这个意义上说,若按以上标准计算,远兴能源煤炭资产的市值分别为203.87亿元、202.79亿元。

表 4: 各动力煤上市公司资源产能比较

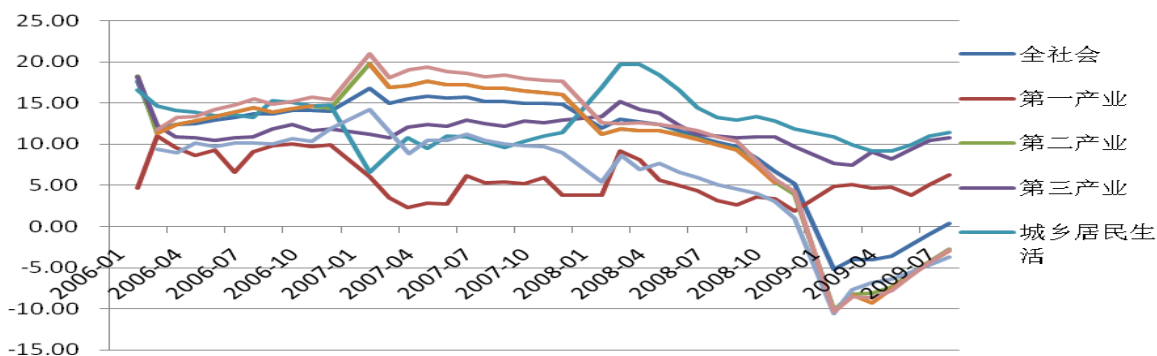
证券简称	总市值 (百万元)	权益储量 (万吨)	权益可采储量 (万吨)	当前产能 (万吨)	吨储量市值 (元/吨)	吨可采储量市值 (元/吨)	吨产能市值 (元/吨)
兖州煤业	96007.17	287500.00	272440.80	3650.00	33.39	35.24	2630.33
恒源煤电	7597.37	128227.90	72619.47	995.00	5.92	10.46	763.56
国投新集	30272.33	409163.70	167266.80	1500.00	7.40	18.10	2018.16
靖远煤电	3201.66	27300.00	15700.00	180.00	11.73	20.39	1778.70
平庄能源	12628.11	49927.00	31912.00	995.00	25.29	39.57	1269.16
露天煤业	28733.81	137600.00	137600.00	4200.00	20.88	20.88	684.14
大同煤业	32946.78	378463.50	252719.40	2700.00	8.71	13.04	1220.25
中国神华	690965.41	1802400.00	1148200.00	19840.00	38.34	60.18	3482.69
中煤能源	173423.32	1283000.00	616000.00	10037.00	13.52	28.15	1727.84
平均					18.35	27.33	1730.54
远兴能源	6567.37	111100.00	74200.00	593.00	5.91	8.85	1107.48

数据来源: 广发证券发展研究中心

未来煤炭价格继续坚挺

从煤炭需求侧看,我国宏观经济最坏时刻早已过去,经济不断转暖,全国火力发电量不断增加。

图2: 产业用电需求增速 (%)

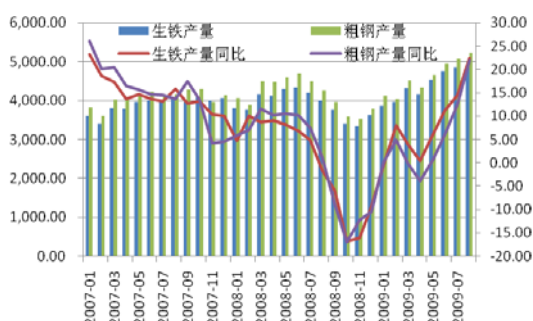


数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

经过2008年11月和12月我国全社会用电需求量快速下滑，2009年逐月用电需求降幅在收窄（剔除2月非正常因素）。8月份全国火力发电量为2671.66亿千瓦时，同比增长10.47%，而1月份仅为2045.99亿千瓦时，同比下滑16.05%，发电量增长明显，我们维持全年全社会用电3.5%的增速中性预测。

从四大高耗能行业的月度产量数据来看，钢铁、水泥和化工行业的产量恢复比较明显。根据我们四大行业产量预测，钢铁、部分化工产品、水泥下半年将维持正增长。高耗能产业的复苏是我们维持下半年用电需求正增长的理由之一。

图3：粗钢和生铁的当月产量和增速（万吨、%）

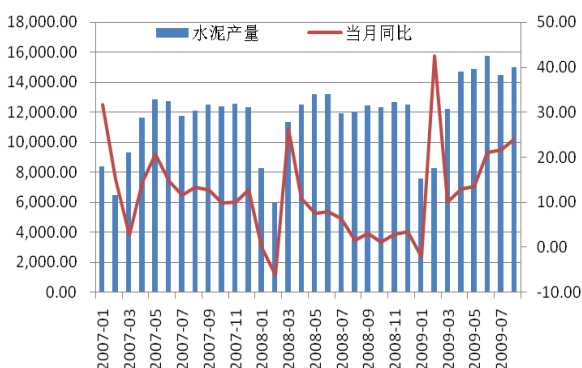


数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图4：主要化工产品产量（万吨、%）

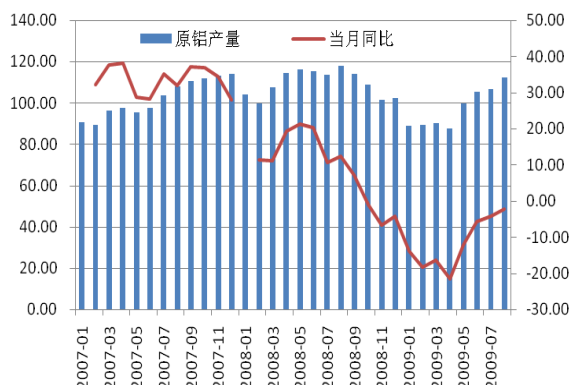


图5：水泥当月产量和增速（万吨、%）



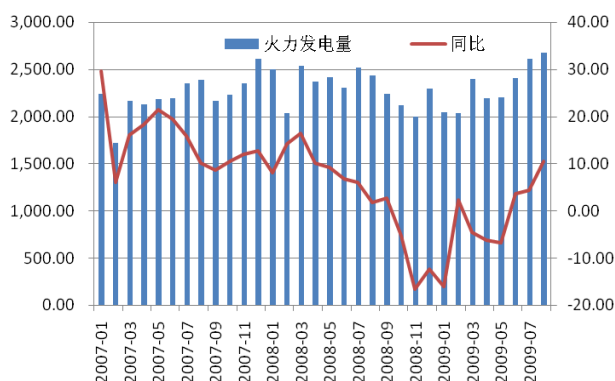
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图6：电解铝当月产量和增速（万吨、%）



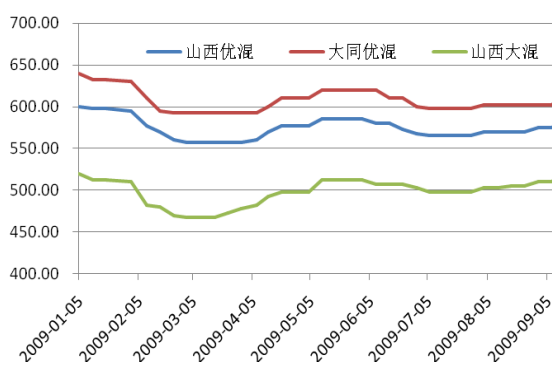
在发电量逐步回升的情况下，秦皇岛库存一直保持低位。9月13日港口煤炭库存总计447.20万吨，相比2008年11月16日高点的922.6万吨下滑了51.53%，反映了煤炭供给偏紧的态势。近期动力煤价格经过了前期的盘整之后开始小幅上涨。9月14日秦皇岛山西优混、山西大混和山西大混价格分别较上周上涨7元/吨、9.5元/吨和10元/吨。继续保持了从8月初以来的上涨态势。远兴能源所在地动力煤价格经过了4月中下旬的下跌后连续4个月保持平稳，9月7日5500大卡大块精煤价格上涨10元至590元/吨，5200大卡原煤坑口价上涨5元至245元/吨，打破了之前的平稳态势。

图7：我国火电发电量变化（单位：亿千瓦时）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图9：秦皇岛动力煤价格走势（元/吨）



数据来源：wind资讯、煤炭资源网、广发证券发展研究中心

图8：秦皇岛煤炭库存变化（万吨）

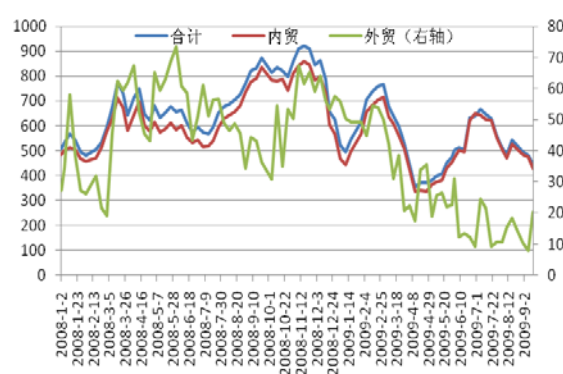
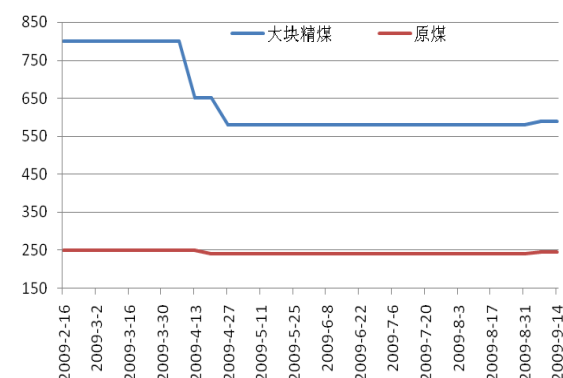


图10：内蒙东胜地区动力煤价格（元/吨）



从今年以来山西省煤炭生产情况来看，整合政策对小煤矿生产影响巨大。2009年1—8月份，山西原煤产量同比减少12.50%，产量的大幅减少主要来自于小煤矿的关停、限产。

表 5：2009 年 8 月山西煤炭产量情况（单位：万吨）

项目	8 月实际	8 月止累计	去年同期累计	同比(±%)
全省合计	5802.9	37413.32	42756.22	-12.5
其中：重点煤矿	3260.04	24470.97	23208.4	5.44
非重点煤矿	2542.86	12942.35	19547.82	-33.79
一、省内企业	4994.1	31353.88	36989.61	-15.24
(一)、省属企业	2451.24	18411.53	17541.5	4.96
(二)、地方矿	2542.86	12942.35	19448.11	-33.45
二、中直企业	808.8	6059.44	5666.9	6.93

数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

1-7月份山西规模以下煤矿实际产量977.8万吨，同比下滑65.78%，实际销量1025.03万吨，同比下滑66.68%。尤其是小煤矿众多的临汾、吕梁市，1-7月份产量分别仅有3.75万吨和13.49万吨，分别大幅下滑97.55%和95.1%。

表6: 1—7月份山西规模以下煤矿产销情况 (万吨)

	产量		销量	
	实际产量	同比增长 (%)	实际销量	同比增长 (%)
合计	977.8	-65.78	1025.03	-66.68
阳泉市	177.81	-73.1	178	-70.2
长治市	75.35	-56.85	84.47	-82.6
晋城市	609.64	-60.37	613.51	-60.33
晋中市	97.76	-85.92	123.33	-86.34
临汾市	3.75	-97.55	9.6	-93.84
吕梁市	13.49	-95.1	15.44	-94.29

数据来源: 煤炭资源网、广发证券发展研究中心

考虑到不在统计口径之内的小煤矿停产、限产影响的产量减少远在此数字之上。

目前山西各地煤炭整合方案已经完成, 进入稳步推进阶段, 随着小煤矿的逐步整合煤炭产量会有一定放大, 但小煤矿整合技改仍需要一定的时间, 我们判断短期对市场不会有较大冲击。

图11: 我国火力发电量各月变化 (亿千瓦时)

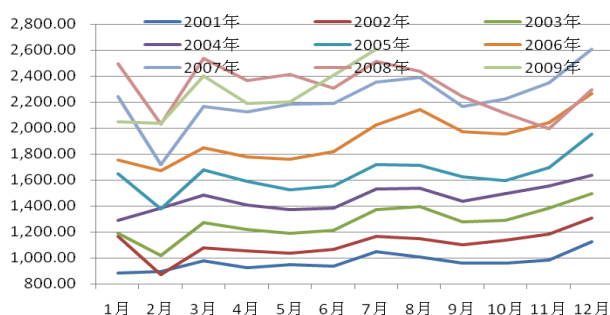
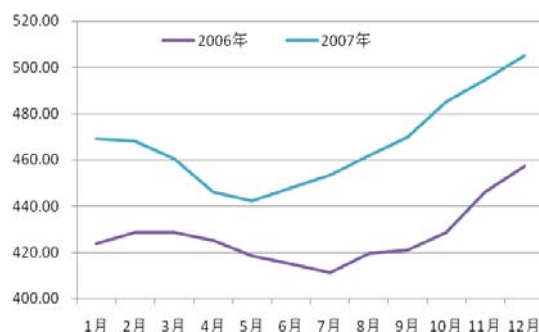


图12: 2006、2007年动力煤价格走势 (元/吨)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

我国火力发电量有明显的季节性特征, 经过春节的低点后3月份火力发电量迅速增长, 4、5月份受水电挤压而有所下滑, 到了夏季用电高峰的7、8月份又迎来全年火力发点的高点, 此后9、10月份有所回落直到11、12月份冬季用电高峰到来。受火电季节性因素影响, 动力煤价格全年中的走势也有规律可循, 我们选取具有比较意义的2006、2007年秦皇岛山西优混月平均价格观察, 每年二季度一般是全年价格最为疲软的时候, 随着三季度夏季用电高峰到来、10、11月份冬储煤的开始及11、12月份冬季用电高峰的到来动力煤价格一直保持全年高位。

展望第4季度, 我们认为政府对小煤矿治理力度不会放松, 中小煤矿整合技改需一定时间, 短期对市场冲击不是很大, 随着需求的不断改善动力煤价格将保持稳中有升的态势。

甲醇未来盈利逐步好转

甲醇年初停产，目前运行稳定

公司目前的甲醇资产主要是苏里格天然气化工有限公司的两台共35万吨/年的装置和博源联合化工有限公司的两台共100万吨/年产能的装置。

表7：公司甲醇业务简况

公司名称	持股比例	产能（万吨）
内蒙古苏里格天然气化工有限公司	60.00%	35
内蒙古博源联合化工有限公司	66.20%	100
权益合计	/	87.2

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

苏天化15万吨天然气制甲醇技改项目于2008年8月下旬投产，因南方冰雪灾害致使设备晚到，比原定计划推迟两个月，且在与甲醇装置联动过程中，由于部分设备运行不平稳，致使联动试车时间延长，造成原有装置近一个月未能正常生产。2008年第四季度受甲醇价格下滑影响，苏天化11月份限产，12月份停产。

2009年1—3月份苏天化甲醇装置继续停产，从四月份开始生产，目前运行平稳，至今已累计生产甲醇14万吨左右。

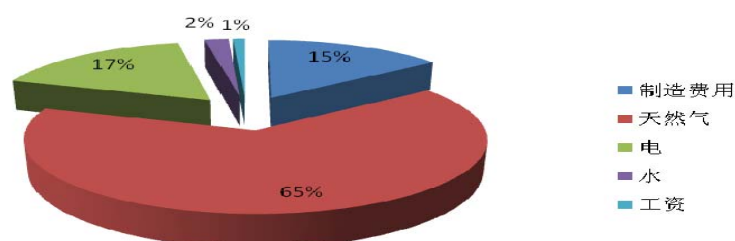
目前苏天化甲醇生产成本为1212元/吨左右，出厂含税价为1750元/吨，基本处于微利状态。

博源联化40万吨/年天然气制甲醇装置于2007年9月上旬投产，60万吨/年天然气制甲醇装置于2007年11月中旬投产。2008年上半年两套装置尚处在磨合期，由于部分设备出现故障需要检修的原因，2008年上半年项目生产基本处于半负荷运行状态。2008年下半年，博源联化甲醇装置运行良好，负荷得到充分增加。但第四季度甲醇市场恶化，价格大幅下滑，博源联化被迫非计划停车。11月份限产，12月份停产，当年生产甲醇50万吨左右。

2009年1—2月份博源联化继续停产，从3月开始稳定生产，目前已累计生产甲醇41万吨。

目前公司气源充足，生产成本约1137元/吨，出厂含税价为1750元/吨，略有盈利。

图13：博源联化甲醇成本结构



数据来源：广发证券发展研究中心

甲醇过剩压力仍在

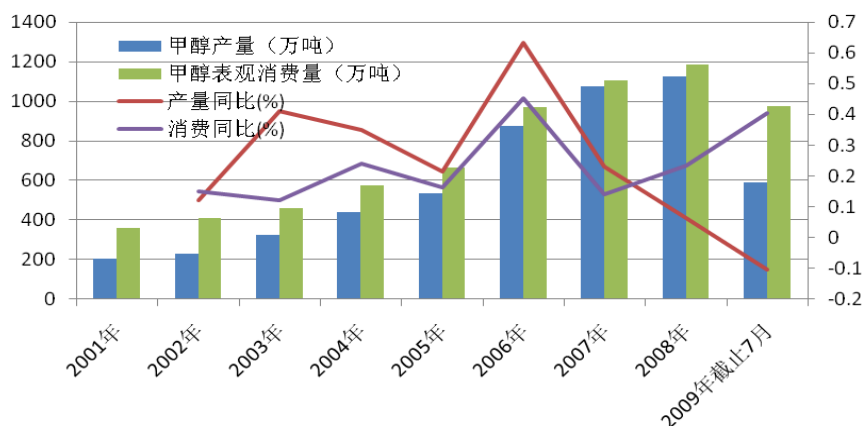
世界甲醇生产主要集中在天然气资源比较丰富的地区，如特立尼达、

智利、新西兰、沙特和俄罗斯。最近几年，甲醇产能增长速度较快的地区是中东和南美，这两个地区已成为世界甲醇的重要生产基地。未来几年，在中东地区，将有大量甲醇建设项目陆续投产，预计2010年甲醇产能将翻一番。其中沙特在建甲醇项目的产能近280万吨，伊朗为300万吨。届时，中东地区将增加1500万吨/年的甲醇供应量。2006年底，世界甲醇总生产能力接近4800万吨，总需求达3680万吨。2006—2008年，全球在建的甲醇项目产能总计达2425万吨/年，预计2010年世界甲醇生产能力将达到6400万吨，而需求量约为5735万吨，供应能力远大于需求，市场竞争将加剧。

我国甲醇生产主要集中在华南、华东、和华北地区。2008年我国国内甲醇产能约2100万吨，而表观消费量仅1233万吨。据统计，“十一五”期间我国新建、拟建甲醇项目共42个(不包括二甲醚、甲醇制烯烃生产企业自身配套的甲醇生产装置)。其中，“十一五”期间可以投产的项目为35个，产能合计1198万吨/年。另外7个项目尚处于前期工作阶段，尚未开工建设，这7个项目产能共计670万吨/年。预计到“十一五”末期，我国甲醇生产企业将为200家左右，产能将达到2500万吨/年至3200万吨/年。

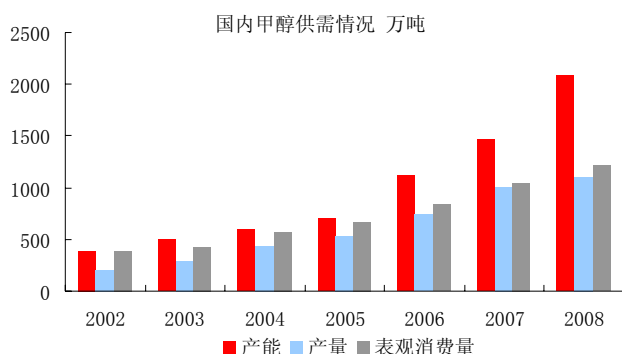
2009年截止7月，我国累计生产甲醇590.50万吨，同比下滑10.4%，甲醇进口量达到386.7万吨，同比大幅增长452.4%，出口0.2万吨，同比下滑99.4%，甲醇表观消费量977万吨，同比大幅增加40.6%。

图14: 我国甲醇产量、消费量变化



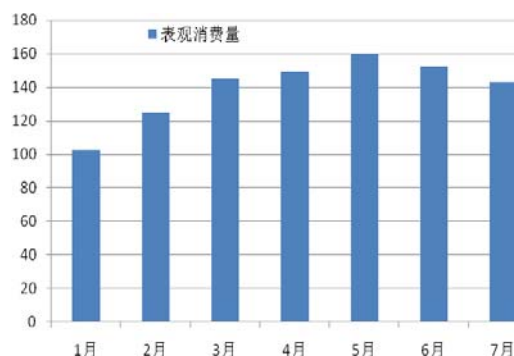
数据来源: CPCIA、广发证券发展研究中心

图15: 2002—2008我国甲醇产销情况 (万吨)



数据来源: CPCIA、广发证券发展研究中心

图16: 1—7月份我国甲醇表观消费量 (万吨)

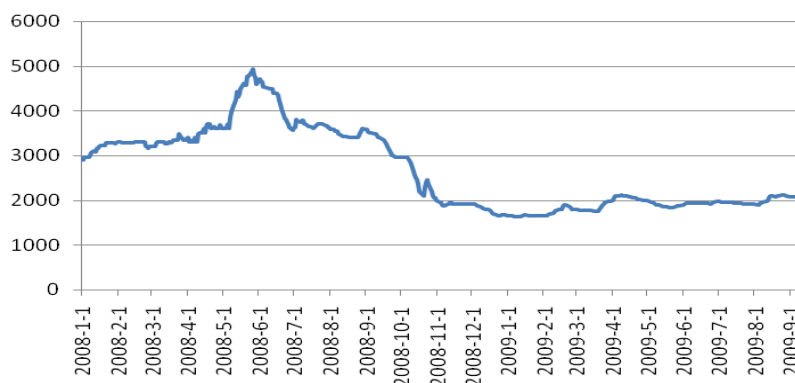


国内甲醇消费结构中甲醛约40%、醋酸7%、MTBE6%，国际上的甲醇消费结构是甲醛35%、MTBE28%、醋酸8%，从上半年国内甲醇下游市场开工情况来看，7月甲醛行业开工率仅约4成，醋酸仅为6成，在传统甲醇消费市场如此低靡的背景下，国内甲醇表观消费量的大幅增长可能是普遍存在的甲醇掺烧汽油的现象。按照前7个月消费情况，可以简单预计2009年国内甲醇销量大约为1700万吨左右，虽然开工率将继续提升，但过剩压力仍在。

甲醇未来价格上涨预期较高

2008年初，受煤炭价格上涨及汶川地震影响，国内甲醇价格大幅上涨，2008年5月27日长三角地区甲醇价格一度达到4930元/吨，之后由于受国际油价的影响，国内甲醇价格一路走低，2009年1月9日，长三角地区甲醇价格为1630元/吨，比最高点下降66.94%。从2009年初国内甲醇价格开始稳步回升，目前长三角地区甲醇价格回升至2150元/吨。

图17：长三角地区甲醇价格走势（元/吨）

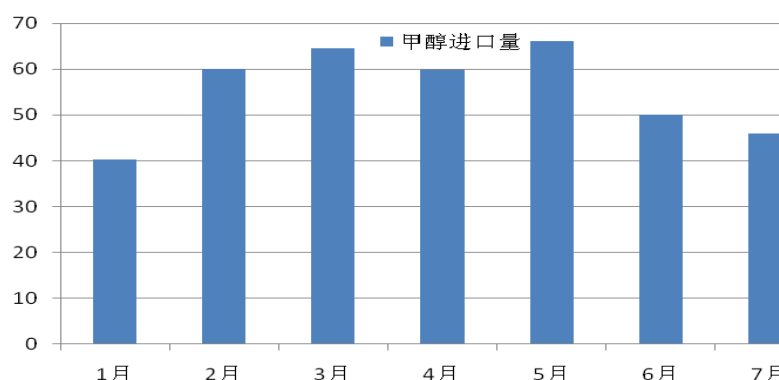


数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

未来我们认为国内甲醇价格继续保持稳步回升的态势，主要基于以下几点：

- 1、商务部反倾销调查，进口减少

图18：1—7月我国甲醇进口量变化（万吨）



数据来源：CPCIA，广发证券发展研究中心

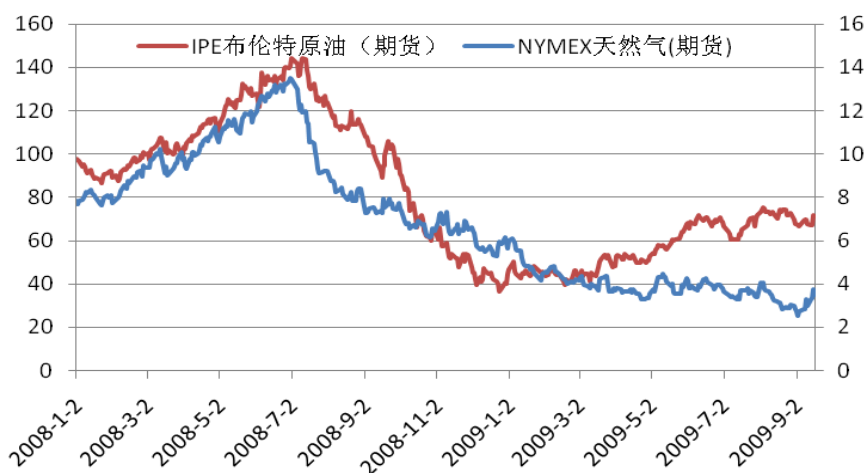
进入2009年后，受到国际金融危机影响，大量低价甲醇进入我国市场。2008年全国的甲醇进口量仅143万吨，而2009年1—7月份我国进口甲醇386.7万吨，相当于去年全年的2.7倍，同比大幅增长452.4%。

受到上述因素影响，今年5月，中国商务部对原产于沙特阿拉伯、马来西亚、印度尼西亚和新西兰的进口甲醇进行反倾销调查，目前倾销立案调查仍在进行中，因此近两个月进口甲醇到货数量有所减少，我国甲醇企业正在积极复产或提高产能。

2、天然气价格上涨预期，推高国际甲醇价格，带动国内价格上涨

历史上国际油价与天然气价格走势基本一致，存在较高的相关性。从2009年2月开始，两者走势出现一定背离。目前国际原油价格已经反弹至去年最高点的50%，而天然气价格仍在低位徘徊，经过近一个月的小幅回升后仍仅为去年最高价的25%。在经济不断回暖、需求不断恢复的情况下，天然气价格有较大上涨空间。

图19：国际原油与天然气价格走势（美元/桶、美元/mmbtu）



数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

国际天然气价格上涨，使得国际甲醇成本提高，进而减少进口，推高国内甲醇价格。

3、甲醇汽油掺混。

中国甲醇的使用仍以传统领域为主，如生产甲醛、MTBE、醋酸、农药等，这些传统领域的需求基本平稳。未来甲醇需求量变数在于醇醚燃料领域，尤其是甲醇燃料。

5月20日《车用燃料甲醇国家标准》获得批准，将于2009年11月1日起实施。该标准将全面推进和规范我国甲醇燃料使用，扩大甲醇市场需求。

在国外，上世纪20年代甲醇汽油就已经开始用作车用燃料。据统计，目前瑞典、新西兰已推广使用M15汽油，意大利计划用含甲醇80%的混合醇替代汽油，综合其他国家研究和使用的结果，在现有汽车发动机上不致发生运行障碍的甲醇掺混率以15%为最合适的界限。如今已大量推广使用甲醇汽油的国家有德国（其加甲醇3—5%）、瑞典（加甲醇15%），其他大多数国家计划加甲醇15%，并正在进一步的推广或成批使用中。目前我国市场上使用的甲醇汽油主要有M5、M15、M50、M85和M100等。M5甲醇汽油不需改变发动机构造，可直接使用，不影响汽车的动力性能。M15甲醇汽油是由90号汽油、甲醇及一些列助溶剂组成。2008年我国汽油消费量为6400多万吨，如果按5%比例掺烧甲醇，则需甲醇337万吨，如果按15%比例，则需1130万吨甲醇，将有效的消化甲醇的过剩产能。

纯碱及DMF业务

锡林郭勒苏尼特碱业有限公司

公司持股52%的苏尼特碱业有限公司具有纯碱20万吨、小苏打10万吨、烧碱5万吨、芒硝碱5万吨和元明粉10万吨的生产能力。

图20: 小苏打收入、成本及毛利率变动 (百万)

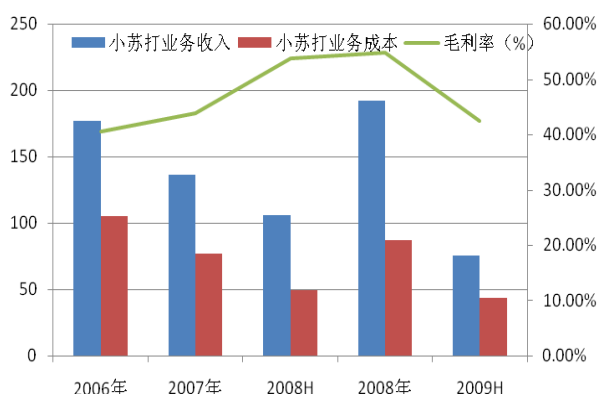
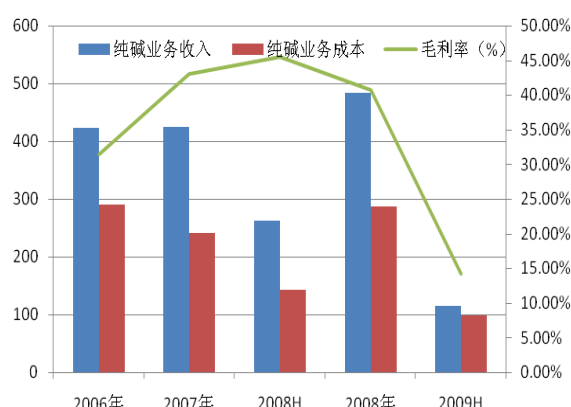


图21: 纯碱收入、成本及毛利率变动 (百万元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

随着甲醇收入的增长,近年纯碱和小苏打收入占公司总收入的比重不断下降,由2006年的54%下滑至2009年上半年的30%。

公司控股股东内蒙古博源控股集团有限公司于2007年12月10日做出承诺:计划于2009年年底将锡林郭勒苏尼特碱业有限公司的股权置换出上市公司,彻底消除双方存在的相同业务。

内蒙古远兴江山化工有限公司

远兴江山于2007年8月21日成立,注册资本20,000万元,公司持有49%权益,该公司规划建设20万吨DMF。目前首期10万吨/年二甲基甲酰胺联合装置主要建筑物和设备基础基本完成。预计11月份投产,截止2009年6月30日,资产总额为66981.72万元,负债总额为47774.21万元,净资产19207.51万元。

盈利预测及投资建议

预测假设

1、煤炭业务

假设博源煤化工湾图沟矿洗煤厂明年年中建成投产,湾图沟矿由销售原煤改为销售5800大卡动力块煤。

假设蒙大新能源纳林河二号矿井进展顺利,明年底投产,且洗选率与博源煤化工大致相当。

表 8: 公司煤炭业务盈利预测 (万吨、百万元)

	2009E	2010E	2011E
公司权益产量	87.10	250.00	446.00

权益销量	87.10	225.00	401.40
综合均价	310.00	413.72	448.45
煤炭业务收入	270.01	930.87	1800.09
煤炭业务成本	130.65	382.50	722.52
煤炭毛利率(%)	51.61%	58.91%	59.86%
费用率(%)	12.00%	12.00%	12.00%
期间费用	32.40	111.70	216.01
营业税金及附加	5.40	18.62	36.00
利润总额(百万元)	101.56	418.05	825.56
所得税额	25.39	104.51	206.39
净利润(百万元)	76.17	313.54	619.17
股本(百万股)	511.86	511.86	511.86
每股收益(元)	0.15	0.61	1.21

数据来源：广发证券发展研究中心

表 9：2010 年煤炭业务业绩敏感性分析（元）

煤炭均价	300.00	350.00	400.00	413.72	450.00	500.00	550.00
每股收益	0.29	0.43	0.57	0.61	0.72	0.86	1.00

数据来源：广发证券发展研究中心

2、甲醇业务盈利预测

2008年甲醇最高价格曾经达到4000元以上，公司2008年天然气价格为1.10元/方，目前享受天然气优惠价格0.75元/方，我们预计在甲醇价格没超过3000元/吨以前，远兴天然气价格上涨的概率不大，假定2009-2010年公司天然气价格分别为0.75元/方和1.10元/方。

表 10：甲醇业务盈利预测（万吨、百万元）

	2009E	2010E	2011E
苏天化（60%）	26	35	35
博源联化（66.2%）	78	100	100
公司权益产量（万吨）	67.24	87.20	87.20
甲醇价格（元/吨）	1500	2000	2500
甲醇收入（百万元）	1008.54	1744	2180
甲醇完全成本（元/吨）	1500	1850	2200
甲醇成本（百万元）	1008.54	1613.2	1744
吨利润（元/吨）	0	150	300
利润总额	0	130.8	261.6
所得税	0	32.7	65.4
净利润	0	98.1	196.2
股本（百万股）	511.88	511.88	511.88
每股收益（元）	0.00	0.19	0.38

数据来源：广发证券发展研究中心

表 11：09 年甲醇价格对公司业绩敏感性分析

甲醇出厂价格（含税）	1250	1500	1750	2000	2250	2500	2750	3000
------------	------	------	------	------	------	------	------	------

远兴出厂价（不含税）	1070	1290	1500	1700	1925	2140	2350	2565
天然气价格（这行删掉吧）	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
完全成本	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
每股收益	-0.56	-0.28	0.00	0.26	0.56	0.84	1.12	1.40

数据来源：广发证券发展研究中心

从敏感性分析可以看出，公司EPS对甲醇价格较敏感，甲醇市场价格每上涨100元/吨，公司2010年EPS增加约0.11元。

表 12：10 年甲醇价格对公司业绩敏感性分析

甲醇出厂价格（含税）	1500	1750	2000	2250	2340	2500	2750	3000
远兴出厂价（不含税）	1290	1500	1700	1925	2000	2140	2350	2565
天然气价格（元/方）	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
完全成本	1850	1850	1850	1850	1850	1850	1850	1850
每股收益	-0.74	-0.46	-0.20	0.07	0.19	0.37	0.64	0.91

数据来源：广发证券发展研究中心

2009年上半年公司纯碱及小苏打合计实现毛利0.48亿元，按计划2009年底或2010年初苏尼特碱业公司将置换出上市公司。远兴江山计划于11月份投产，本着保守预测的原则，此次预测上述两个公司盈利暂不考虑。

综合预计公司2009年—2011年每股收益为0.15元、0.80元和1.59元，对应2010—2011年市盈率分别为16.43倍和8.28倍。

公司目前股价为13.17元，公司化工类权益净资产价值9.05亿元，每股净资产为1.77元，按目前化工行业平均4倍PB估值，相当于约7.08元股价。随着2011年煤炭产量的迅速提高，公司业绩将迎来爆发式增长，公司煤炭业务2010年每股收益约0.61元，给予25PE则相当于15.25元股价，公司合理价位应在22.23元左右，给予“买入”的投资评级。

表 13：报表预测（百万元）

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1108.96	1378.66	2046.94	2553.23	4203.00	6642.00
减：营业成本	735.72	824.85	1464.00	1940.00	2704.50	3861.00
营业税金及附加	10.68	11.36	10.17	12.68	20.87	32.98
营业费用	116.57	132.23	179.58	223.99	368.72	582.69
管理费用	115.97	190.28	210.01	261.96	431.22	681.46
财务费用	78.58	83.91	92.40	27.39	4.45	4.78
资产减值损失	-5.76	8.96	49.99	-50.00	0.00	0.00
加：投资收益	120.80	-0.04	93.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	177.99	127.04	134.74	137.21	673.23	1479.07
加：其他非经营损益	0.50	64.62	41.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	178.49	191.66	176.28	137.21	673.23	1479.07
减：所得税	-4.00	55.14	47.80	34.30	168.31	369.77
净利润	182.48	136.52	128.48	102.91	504.92	1109.31
减：少数股东损益	9.07	22.02	20.80	26.74	93.28	293.94
归属母公司股东净利润	173.42	114.50	107.68	76.17	411.64	815.37

每股收益（元）	0.370	0.110	0.210	0.149	0.804	1.593
---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

表 14: 资产负债表（百万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	-9.90	178.97	273.79	25.53	1361.73	2535.16
应收和预付款项	185.65	434.96	362.41	419.98	749.37	998.44
存货	142.67	151.14	229.93	413.22	483.38	796.63
其他流动资产	0.00	2.08	0.51	0.51	0.51	0.51
长期股权投资	33.25	29.36	84.70	84.70	84.70	84.70
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1964.00	2691.78	3470.85	3089.90	2658.95	2228.01
无形资产和开发支出	27.24	32.01	43.73	39.44	35.15	30.86
其他非流动资产	14.44	14.34	16.32	8.16	0.00	0.00
资产总计	2357.36	3534.64	4482.24	4081.45	5373.80	6674.30
短期借款	784.23	614.12	403.00	54.07	0.00	0.00
应付和预收款项	372.60	967.33	1526.04	1371.28	2212.78	2403.97
长期借款	324.97	770.00	323.32	323.32	323.32	323.32
其他负债	0.14	126.02	23.19	23.19	23.19	23.19
负债合计	1481.95	2477.47	2275.55	1771.86	2559.28	2750.48
股本	469.00	469.00	511.88	511.88	511.88	511.88
资本公积	7.82	7.82	520.32	520.32	520.32	520.32
留存收益	44.69	159.19	258.13	334.30	745.94	1561.31
归属母公司股东权益	521.51	636.01	1290.33	1366.50	1778.14	2593.51
少数股东权益	353.90	421.15	916.35	943.09	1036.37	1330.31
股东权益合计	875.41	1057.17	2206.69	2309.60	2814.52	3923.82
负债和股东权益合计	2357.36	3534.64	4482.24	4081.45	5373.80	6674.30

表 15: 现金流量表（百万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	192.88	579.68	506.33	128.07	1394.72	2204.08
投资性现金净流量	-32.61	-729.54	-795.63	-360.67	-253.31	151.7
筹资性现金净流量	-171.59	369.88	388.11	258.13	220.32	179.38
现金流量净额	-11.42	220.18	97.93	25.53	1361.73	2535.16

风险提示

- 1、与中煤合作有一定不确定性，将影响蒙大新能源项目进展。
- 2、甲醇价格的波动将显著影响公司业绩。
- 3、国际原油价格的波动将影响公司股价。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

远兴能源(000683)行情走势



相关研究报告

天然碱(000683.sz)	郑屹	2007-06-18
----------------	----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。