

广汇股份 (600256)

煤化工运输方案浮出水面



杨伟

021-38676319

yangwei@gjtas.com

本报告导读:

本文介绍了淖毛湖项目和车用 LNG 的进展, 并从资源价值重估的角度探讨了公司的发展空间

投资要点:

- 我们在新疆实地调研广汇股份, 主要目的是了解淖毛湖项目在销售、运输环节的进展; 了解哈萨克斯坦斋桑油气田开发思路; 实地考察乌鲁木齐的 LNG 加注示范站。
- 从目前来看, 尽管国家发改委尚未对淖毛湖煤化工项目给出正式批文, 我们相信公司投资的这一重大煤化工项目符合国家支持新疆少数民族地区发展的政策, 对于开发新疆当地的资源、扩大就业和增加当地税收具有重大意义, 因此, 能够获得正式批文。若批文明确, 项目建设就不再有后顾之忧, 2010 年底前试车的时点继续向后推迟的概率下降。
- 在假设淖毛湖项目 2011 年、2012 年开工率分别达到 45%、80%, 吉木乃 LNG 工厂 2011 年、2012 年销售量分别达到 0.55、3.85 亿方, 房产销售面积 2011 年、2012 年分别实现 28、15 万平方米的主要假设下, 我们预测公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.94、1.34 元。对应现价的市盈率估值分别为 32、23、21 倍。考虑到公司受益于新疆主题投资下的估值提升, 同时公司资源价值重估提供了巨大的长期增长空间, 我们给予适当高估。按照 2012 年 25 倍市盈率估值, 给予目标价 33.5 元和“谨慎增持”评级。我们的假设中未考虑哈萨克斯坦斋桑稠油形成产能后的利润贡献, 也未考虑富蕴县煤矿资源的开发利用。从长期来看, 做为公司能源布局中不可缺的两块业务, 有望分别在 2011 年和 2013 年后贡献业绩。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,909	2,033	2,808	3,285	4,073
(+/-)%	1.4%	6.5%	38.1%	17.0%	24.0%
经营利润 (EBIT)	571	636	677	895	1,189
(+/-)%	117.3%	11.4%	6.4%	32.1%	32.9%
净利润	390	477	521	673	895
(+/-)%	99.4%	22.3%	9.2%	29.2%	33.0%
每股净收益 (元)	0.41	0.50	0.55	0.71	0.94
每股股利 (元)	-	0.10	0.05	0.07	0.09

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	29.9%	31.3%	24.1%	27.2%	29.2%
净资产收益率 (%)	16.5%	16.8%	16.1%	17.4%	19.1%
投入资本回报率 (%)	32.3%	32.1%	26.4%	31.4%	37.2%
EV/EBITDA	40.4	34.6	36.5	27.9	21.4
市盈率	74.6	61.0	55.9	43.2	32.5
股息率 (%)	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 33.50

上次预测: 19.00

当前价格: 30.55

2010.03.01

交易数据

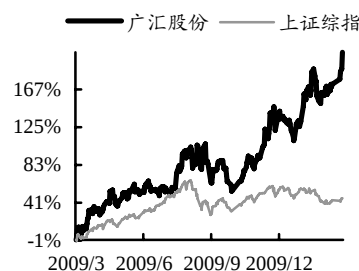
52 周内股价区间 (元)	10.41-30.95
总市值 (百万元)	29,104
总股本/流通 A 股 (百万股)	953/553
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	58%
日均成交量 (百万股)	13
日均成交值 (百万元)	315

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,240
每股净资产	3.26
市净率	9.4
净负债率	25.2%

EPS (元)	2009	2010
Q1	0.13	0.14
Q2	0.12	0.15
Q3	0.14	0.18
Q4	0.16	0.24
全年	0.55	0.71

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	22%	34%	208%
相对指数	21%	38%	161%

相关报告

- 《股价到目标价, 下调评级》
2009.10.22
- 《中报略好于预期, 斋桑项目等待哈国批文》
2009.08.19
- 《与哈国油气合作待双方政府批准》
2009.04.21
- 《一季报平淡, 淖毛湖项目建成时间将推迟》
2009.04.17
- 《突破资金瓶颈, 复制小型 LNG 模式》
2009.03.14

模型更新时间: 2010.03.01

股票研究

能源

石油

广汇股份 (600256)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 33.50

上次预测: 19.00

当前价格: 30.55

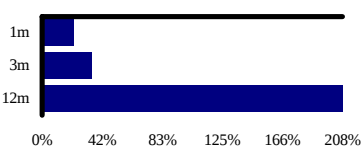
公司网址

www.xjguanghui.com

公司简介

公司投资建设的广汇液化天然气项目则依托新疆的资源优势,将作为国家西气东输工程的有益补充。投资建设的广汇美居物流园占地 1060 亩,可容纳 5000-6000 家商家入住经营,是集信息流、物流、资金流为一体的现代化物流交易中心。当前公司进一步明确向清洁能源产业发展的战略,并启动了新疆哈密地区煤化工项目和库车县烯烃项目,使公司清洁能源产业开始向纵深方向发展。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

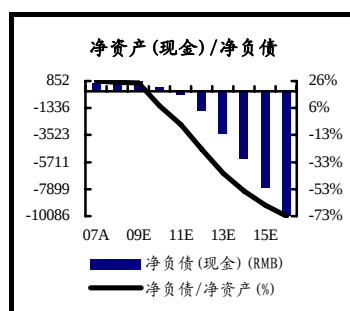
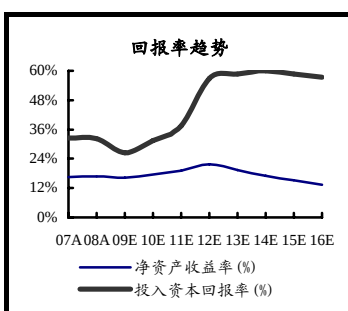
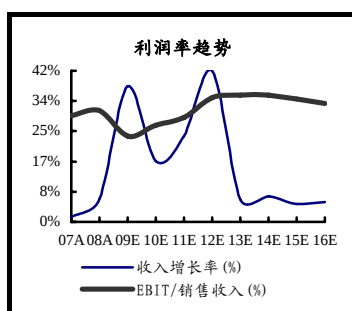
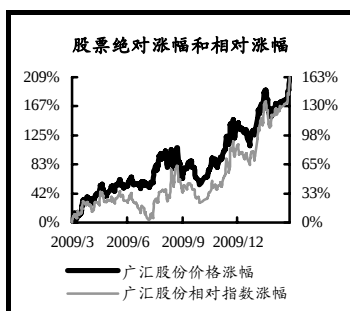
10.41-30.95

市值 (百万)

29,104

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,909	2,033	2,808	3,285	4,073	5,799	6,161	6,603	6,943	7,326
营业成本	1,214	1,258	1,945	2,182	2,620	3,403	3,577	3,824	4,099	4,415
税金及附加	61	48	68	87	101	144	152	167	173	183
营业费用	40	21	28	33	41	58	62	66	69	73
管理费用	52	65	84	99	122	174	185	198	208	220
EBIT	571	636	677	895	1,189	2,021	2,186	2,348	2,393	2,435
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	35	5	0	10	0	0	0	0	0	0
财务费用	63	73	54	46	39	31	17	1	-16	0
营业利润	508	563	624	848	1,150	1,990	2,169	2,347	2,409	2,435
所得税	98	97	100	170	231	319	348	375	386	390
少数股东损益	27	6	6	8	28	397	447	537	548	560
净利润	390	477	521	673	895	1,278	1,378	1,434	1,476	1,485
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	561	211	200	609	1,186	2,332	3,881	5,556	7,296	9,052
其他流动资产	940	1,366	1,742	1,873	2,275	3,059	3,229	3,455	3,676	3,928
长期投资	330	686	686	686	686	686	686	686	686	686
固定资产合计	1,229	1,095	1,336	1,445	1,533	1,603	1,658	1,698	1,724	1,736
无形资产及其他资产	75	77	77	95	113	131	149	167	185	203
资产合计	4,541	4,855	5,534	6,187	7,266	9,280	11,070	13,028	15,032	17,071
流动负债	1,954	1,664	1,933	1,956	2,179	2,608	2,700	2,825	2,949	3,090
长期负债	95	221	221	221	221	221	221	221	221	221
股东权益	2,492	2,970	3,380	4,010	4,865	6,451	8,148	9,982	11,862	13,760
投入资本(IC)	1,434	1,653	2,156	2,279	2,558	2,997	3,146	3,304	3,445	3,586
现金流量表										
NOPLAT	463	530	569	716	951	1,697	1,836	1,972	2,010	2,045
折旧与摊销	121	171	88	107	121	135	149	163	176	190
流动资金增量	(651)	340	211	23	201	401	88	113	106	121
资本支出	(579)	(114)	400	200	200	200	200	200	200	200
自由现金流	(646)	927	1,268	1,045	1,473	2,433	2,273	2,448	2,493	2,557
经营现金流	1,173	388	479	815	904	1,486	1,913	2,034	2,087	2,124
投资现金流	(560)	(232)	(402)	(210)	(220)	(220)	(220)	(220)	(220)	(220)
融资现金流	(6)	(332)	(87)	(196)	(106)	(120)	(145)	(139)	(127)	(148)
现金流净额	606	(176)	(11)	409	577	1,146	1,548	1,675	1,740	1,757
财务指标										
成长性										
收入增长率	1.4%	6.5%	38.1%	17.0%	24.0%	42.4%	6.3%	7.2%	5.1%	5.5%
EBIT 增长率	117.3%	11.4%	6.4%	32.1%	32.9%	69.9%	8.2%	7.4%	1.9%	1.7%
净利润增长率	99.4%	22.3%	9.2%	29.2%	33.0%	42.8%	7.8%	4.1%	2.9%	0.6%
利润率										
毛利率	36.4%	38.1%	30.7%	33.6%	35.7%	41.3%	41.9%	42.1%	41.0%	39.7%
EBIT 率	29.9%	31.3%	24.1%	27.2%	29.2%	34.8%	35.5%	35.6%	34.5%	33.2%
净利润率	20.4%	23.5%	18.6%	20.5%	22.0%	22.0%	22.4%	21.7%	21.3%	20.3%
收益率										
净资产收益率(ROE)	16.5%	16.8%	16.1%	17.4%	19.1%	21.7%	19.3%	17.0%	15.1%	13.4%
总资产收益率(ROA)	8.6%	9.8%	9.4%	10.9%	12.3%	13.8%	12.4%	11.0%	9.8%	8.7%
投入资本回报率(ROIC)	32.3%	32.1%	26.4%	31.4%	37.2%	56.6%	58.4%	59.7%	58.4%	57.0%
运营能力										
存货周转天数	216	165	159	170	165	159	176	174	174	174
应收账款周转天数	60	67	59	63	62	58	66	66	67	67
总资产周转天数	811	832	666	642	594	514	595	657	728	789
净利润现金含量	2.81	0.80	0.91	1.20	0.98	0.89	1.05	1.03	1.03	1.04
资本支出/收入	-30.30%	-5.62%	14.24%	6.09%	4.91%	3.45%	3.25%	3.03%	2.88%	2.73%
偿债能力										
资产负债率	45.1%	38.8%	38.9%	35.2%	33.0%	30.5%	26.4%	23.4%	21.1%	19.4%
净负债率	26.4%	25.4%	25.2%	8.0%	-5.7%	-24.1%	-41.6%	-55.0%	-65.4%	-73.3%
估值比率										
PE	74.6	61.0	55.9	43.2	32.5	22.8	21.1	20.3	19.7	19.6
PB	12.3	10.3	9.0	7.5	6.2	5.0	4.1	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	40.4	34.6	36.5	27.9	21.4	13.0	12.0	11.1	10.9	10.7
P/S	13.86	13.01	10.36	8.86	7.15	5.02	4.72	4.41	4.19	3.97
股息率	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%



目 录

1. 淖毛湖煤化工进展.....	4
1.1. 产能建设.....	4
1.2. 运输问题.....	4
1.3. 销售市场:	4
1.4. 项目存在的主要问题.....	5
1.4.1. 项目需获得国家发改委正式批文.....	5
1.4.2. 销售意向落实.....	5
1.4.3. 运费对利润的侵蚀.....	5
2. 车用 LNG 项目进展.....	5
2.1. 乌鲁木齐 863 样板站参观见闻.....	5
2.2. 已建网络和目标.....	5
3. 斋桑油气田开发.....	6
3.1. 目前进展.....	6
3.2. 主要问题.....	6
3.3. 公司优势.....	6
3.3.1. 人员优势.....	6
3.3.2. 合理避税.....	7
4. 价值重估的其他来源.....	7
4.1. 广汇美居园土地价值重估.....	7
4.2. 富蕴县探矿权价值.....	7
4.3. “西煤东运”不再遥不可及.....	8
5. 风险分析.....	8
5.1. 政策变动.....	8
5.2. 人员激励.....	8
5.3. 资金制约.....	9
6. 盈利预测、估值与投资建议.....	9
6.1. 盈利预测.....	9
6.2. 总市值法.....	10
6.3. 相对估值法.....	10

1. 淖毛湖煤化工进展

1.1. 产能建设

我们在乌鲁木齐调研原广汇新能源公司负责销售事务的陈总：了解了淖毛湖煤化工项目的建设进度。根据陈总的介绍，主要设备已经进场，包括空分设备（由杭氧制造）、冷箱（采用美国普莱克斯设备）。自备电厂共三台 5 万千瓦发电机组、气化炉已到位 6 台（计划 12 开 2 备或 13 开 1 备），等天暖后结构封顶。今年第二季度和第三季度前半段是工作量最大的管道安装、仪表安装、调试阶段。

在水电方面，水库建设进度慢于计划，但可以在 10 月底前蓄足工业用水量。双回路动力电已经建好，加上自备电厂，可以保障正常生产需求。最后的工作节点是 2010 年 10 月底具备试车条件。

1.2. 运输问题

运输问题是淖毛湖项目的难点。项目完全达产后，在煤矿与厂区之间的运输量即达到近 500 万吨；厂区发货量约 160 万吨。我们了解到，公司目前总体的思路是利用自身的运输需求，通过与第三方物流的合作，使用自产的 LNG 燃料，解决主要的短途运输需求。主要产品外发还是需要依赖铁路运输。

目前，哈密地区已经建成 4 个 LNG 加气示范站，煤矿与淖毛湖镇、哈密县目前已经有使用 LNG 燃料的重型卡车往来。由招标选择的运输公司，必需条件是使用 LNG 燃料。具体由运输公司自备车辆或是采用融资租赁的形式，还需要深入探讨。

在 LNG 基本不出疆的情况下，120 万吨甲醇或 85 万吨二甲醚必须在哈密由火车外运。广汇股份正在与乌鲁木齐铁路局下属的三产公司联合推动在哈密地区建设危险品运输的铁路专用站，计划与工厂建设同步完成。广汇股份向乌鲁木齐铁路局承诺年运输量不小于 70 万吨，在此基础上争取运费优惠。按照现行标准，甲醇运费高于普通固体商品，约 0.25 元/吨公里；二甲醚因为沸点低，运费更高。

1.3. 销售市场：

公司的策略是，在目标地甲醇销售平均价格基础上让利 60 元左右，筛选甲醇接收能力比较大（具备危险品专用站台而且车皮数量大）、销售量大的分销商，不直接做点对点销售。公司已经签订 93 万吨销售意向。公司的理想状态是签署 2 倍满产能力的销售意向，从中筛选客户。

经过公司销售人员的工作，了解到甲醇市场的有利情况包括：

- 1、新疆本期有一定量的需求。石河子开发区有浙江永盛拟投资有机硅，需要 20 万吨甲醇；克拉玛依拟投资聚甲醛项目，需求 10 万吨甲醇。广汇有可能作为供应商之一。这部分由于是进疆运输，运费可以下浮。
- 2、在发改委限制井口天然气制甲醇的政策导向下，土哈目前停产的 20 万吨甲醇有可能完全关闭。
- 3、期待 M15 的甲醇汽油标准。据介绍，国内已经突破柴油混掺甲醇技术。

淖毛湖项目计划于 2010 年
10 月底具备试车条件

甲醇销售的不利因素包括:

- 1、国内甲醇产能过剩严重。还面临中东甲醇的倾销。
- 2、新增产能还在建设中。据最新报道,延长石油有意愿投资超过 200 亿元建设 180 万吨甲醇。
- 3、运费昂贵。按照最不利的测算,选择最长距离的运输,即新疆到广东,4000 公里运费达到 1200 元。

淖毛湖项目需获得国家
发改委正式批文

1.4. 项目存在的主要问题

1.4.1. 项目需获得国家发改委正式批文

截止 2010 年 1 月底,淖毛湖项目尚未获得发改委正式批文。我们了解到该项目已经在 2008 年年底列入国家支持新疆发展的 20 个重大项目,因此,发改委的批文不会影响到 2010 年年底的项目开车。

1.4.2. 销售意向落实

公司没有依赖有经验的销售人员开拓市场,而是用新人凭借成本优势,以低价策略强占市场。销售意向是否可以落实为未来的销售收入需要检验。

1.4.3. 运费对利润的侵蚀

对于 LNG 销售而言,主要供应疆内,利润受到运费侵蚀的程度尚小;对于甲醇销售而言,若疆内消耗量过小,都需要由铁路外运出疆。甲醇属于危险化学品,单位运费远比普通货物高;二甲醚的运费更高,削弱了产品的盈利能力。

2. 车用 LNG 项目进展

截止 2007 年年底,新疆自治区共有经营性货车 20.61 万辆、经营性客车 4.42 万辆。从市场划分来看,中石油主导的 CNG 主要市场是城市公交和出租车。淖毛湖项目的 LNG 产品主要目标市场是新疆自治区内城际客车、中重型卡车用燃料。由中国石油、新疆广汇等参与研发的道路用新型液化天然气清洁燃料技术,形成国家科技部“863 计划”《中重型 LNG 专用运输车开发》课题成果,具有自主核心技术,已申报专利。该成果已于 2009 年 3 月 31 日通过国家科技部专家组验收。

目前,公司主要与陕汽与东方合作生产陕汽德隆和武汉特商两种主要的 LNG 车。1 月底,项目负责人再次前往陕汽,催促 LNG 发动机汽车供货,预备开春后购车旺季到来。

2.1. 乌鲁木齐 863 样板站参观见闻

我们参观了位于乌鲁木齐市北部开发区的 863 样板站。排队车辆在 10 量以上, LNG 加注业务远较同一时刻其他加油站的油品业务繁忙。公司根据现有的 11 座加注站的实际财务数据,结合市场推广的实际情况,对加注站总体经济效益分析得出单站日盈亏平衡点在加注 35 辆车。

2.2. 已建网络和目标

在北疆地区,公司已经建成主线和南支线 1。其中,主线是从富蕴——五彩湾——甘泉堡——八钢——乌鲁木齐;南支线 1 即乌鲁木齐——玛纳斯。

在东疆地区,公司已建成淖毛湖——伊吾——白石头——哈密主线,且这四家加注站均为示范站。

未来,公司的加注站建设依然集中在北疆地区,主要建设(1)阿勒泰——克拉玛依——呼图壁——乌鲁木齐(2)伊犁——奎屯——玛纳斯(3)库尔勒——托克逊——乌鲁木齐(4)哈密——鄯善——吐鲁番——乌鲁木齐四条主线。

在车辆推广方面,2010 年,公司至少需要推广车辆 2000~6000 辆(新车和改装),以准备淖毛湖项目的投产及配合加注站的建设。

3. 斋桑油气田开发

3.1. 目前进展

斋桑项目实际勘探面积只有 300 平方公里,权属面积达到 8300 平方公里。因此,广汇石油的主要工作是尽快把转开放区块进入试采期。同时,以承诺最少的义务工作量将 8300 平方公里剩余面积扩区转评价期。原属辽河油田的油服队伍长城钻探在做服务。

为配合吉木乃 LNG 液化工厂 2011 年 10 月投产,斋桑的天然气生产计划于 2011 年 8 月 15 日供气。现有单井产量为 35 万方无阻流量。地面建设还需要做净化、除氮除氧,减少产气量有限。输气管线由中哈共同设计,即中国的胜利设计院和哈方的 tbb 设计院。设备长周期采购将可能制约工期。

公司在努力争取消除原油进口环节代理费用

3.2. 主要问题

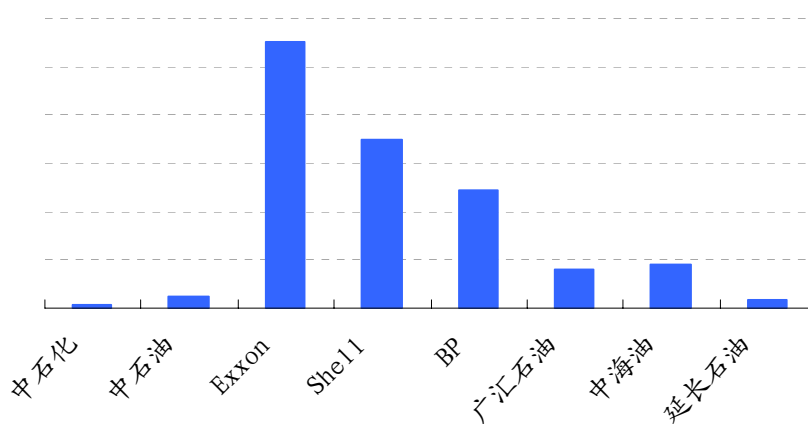
根据我国现行购油政策,所有原油进口由几大石油公司下属的专营公司代理。公司在努力争取政策,消除原油进口环节代理费用。

3.3. 公司优势

3.3.1. 人员优势

与中石油、中石化等国有石油公司的对比,两大石油公司实际作业人数超过百万,广汇石油目前仅 10 余人;与人数最精干的中海油对比,分别把广汇股份现有的员工数和中海油集团职工总数做基数,两者的储量人员比基本一致。图 1 是我们计算出的全球最大的三家石油公司和国内前四大石油公司的储量人员比,反映出广汇石油的效率在国内公司中是领先的。

图 1 国内外石油公司储量人员比



数据来源：国泰君安证券研究

3.3.2. 合理避税

公司利用中哈双边免重复征税搭建避税架构。收购斋桑项目以 625 股权+3400 万债权的形式对广汇股份的权益做了最大程度的保护。公司确认卢森堡是中哈石油合作的最佳公司注册地区。根据介绍，壳公司的综合税负仅 5%。

4. 价值重估的其他来源

4.1. 广汇美居园土地价值重估

美居园土地价值重估和富蕴县探矿权价值是公司估值溢价的重要来源

美居园于 2003 年初建成，现有建筑面积 77 万平方米，可租面积 45 万平方米，目前的出租率达到 96.45%。随着乌市城市中心的北移，美居园土地升值巨大。目前，该商业地产的价格已经达到 9000 元/平。如能对美居园做重置价值评估，将给予公司估值较大的溢价。

4.2. 富蕴县探矿权价值

广汇股份以 1.12 亿元受让新疆阿勒泰地区富蕴县喀姆斯特区域 14 个探矿权。其中，富蕴县富坤矿业有限责任公司持有的 3 个探矿权为无偿转让。根据北京中企华资产评估有限责任公司的评估，未包括前述三个探矿权的评估价值共计 14,072.99 万元。如表 1 所示。

表 1：评估的探矿权价值

序号	勘查项目名称	评估方法	评估价值（万元）
1	新疆富蕴县阿勒安道煤矿普查	地质要素评序法	9,099.91
2	新疆富蕴县喀姆斯特中区煤矿详查		2,140.88
3	新疆富蕴县金斯格库木煤矿普查		1,120.46
4	新疆富蕴县金斯格库木煤矿区预查		201.03
5	新疆富蕴县白板地煤矿普查	单位面积探矿权价值评判法	213.77
6	新疆富蕴县协贝能科克煤矿普查		213.99
7	新疆富蕴县喀拉萨依铁矿普查		221.04
8	新疆富蕴县喀哈拉铁矿普查		220.15
9	新疆富蕴县金斯格库木铁矿普查		214.07
10	新疆富蕴县依里和铁矿普查		213.92

11	新疆富蕴县得仁格铁矿普查	213.77
合计		14,072.99

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

我们总体判断：这项投资不仅无风险，而且有着巨大经济价值。新疆是我国能源资源富集区，目前已探明煤炭储量 1008 亿吨，占全国 10%。预测储量为 2.19 万亿吨，占全国 40%。已有国投、国电、华电、新汶、鲁能、神华、兖矿等 56 家大企业大集团参与新疆煤炭资源的开发和利用。仅仅是富蕴县，两年来，中煤总局、新疆煤田地质局等 10 余家地勘单位在富蕴县喀姆斯特煤田累计投入地质勘查资金 2.1 亿元，完成了喀姆斯特煤田 2100 平方千米的预查工作，占含煤区总面积的 65%，完成了 1000 余平方千米的普查工作，对其中 500 余平方千米区域开展了详查工作，并对全区资源进行了总体评价，重新对区域内煤炭资源进行了预测。累计完成钻探进尺 17.5 万余米，完成了各类地质填图 2250 余平方千米，促使找煤工作取得重大突破。通过预测，喀姆斯特煤田 1000 米以浅含煤资源量约 466 亿吨。我们判断广汇股份在受让的喀姆斯特 14 个区域中获得数十亿吨煤矿资源的概率很大。

4.3. “煤炭外运”不再遥不可及

为解决新疆煤炭外运，目前我国正在努力实现兰新客运双线“一主两翼”铁路三年建成的目标。“一主”是指兰新铁路线。据《新建铁路兰州到乌鲁木齐第二双线预可行性研究》报告称，建设兰新二线是“在研究年度我国煤炭需求大幅增长、而仅靠既有煤炭主产区挖潜增产仍不能满足的情况下，考虑新疆煤炭外运将是解决我国煤炭供需矛盾的必然要求”。兰新第二双线将在新疆、甘肃、青海三省区之间形成一条新的大能力快速铁路运输通道，与既有兰新铁路以及陇海、兰渝、包兰、太中银等铁路紧密衔接，构成较为完善的西部铁路网络，大幅提高兰新铁路以及我国西部铁路网的运输能力。兰新铁路第二双线为客运专线，5 年建成后，现有兰新铁路线将改为货运专线，用于煤炭等能源资源外运。届时，两条兰新铁路将实现“客运快速、货运重载”目标。“两翼”分为北翼和南翼。其中北翼指新疆将军庙-巴里坤-伊吾-策克(内蒙古)铁路，将由铁路部和首钢共同投资，预计今年开工建设；南翼指哈密-敦煌-西宁-成都铁路。

按照这一规划，2013 年后哈密地区煤炭外运能力得到极大提升，是疆煤外运最便捷的基地。关于煤炭外运的配额争夺结果将决定广汇股份新增利润的跳跃高度。

5. 风险分析

5.1. 政策变动

对于民营企业而言，稳定的政策环境极其可贵。7.5 事件之后，国家必然逐步调整当地政府管理层。对于广汇股份而言，未来的政策环境存在变数，要使红包不变成罚单，它需要证明自己对自己自治区不断增加的贡献度。

5.2. 人员激励

2013 年后哈密地区煤炭外运的配额将决定广汇股份新增利润的跳跃高度

人员激励是我们一直强调的广汇股份在发展过程中必然需要解决的问题。按照 2008 年之前的薪酬体系，肯定招纳不到发展油气与清洁能源所需要的人才。投资者更愿意看到股份公司层面上推出的激励机制。

5.3. 资金制约

公司有需要继续再融资

淖毛湖项目预计总资本投入超过 70 亿元。公司正在做定向增发，预计募集资金 25 亿元。此外，公司还要投资开发斋桑油气田和吉木乃 LNG 工厂，资金压力始终比较大。这种滚动发展的模式存在着不稳定性，公司还需要继续再融资。

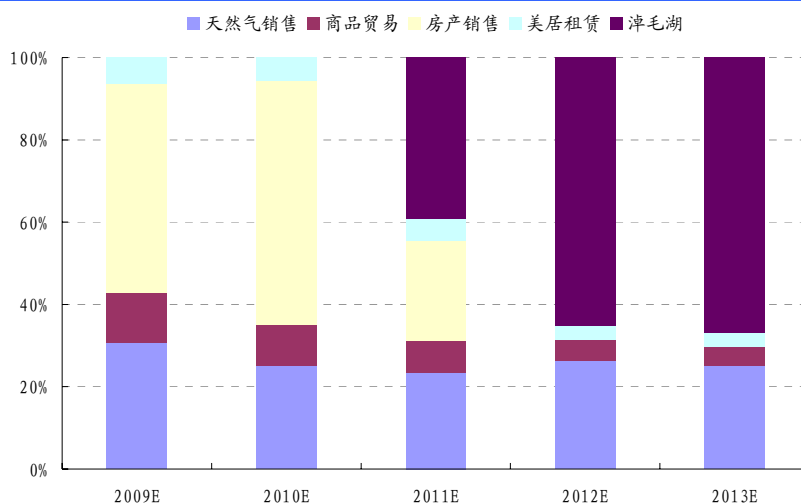
6. 盈利预测、估值与投资建议

6.1. 盈利预测

我们的盈利预测假设主要包括：

1. 吉木乃 LNG 厂 2011、2012、2013 年产量分别为 0.55、3.85、4.05 亿方
2. LNG 销售价格 2010、2011、2012 年分别为 2.33、2.51、2.59 元
3. 房产销售面积 2010、2011、2012 年分别为 28、15、0 万平方米
4. 淖毛湖项目 2011、2012、2013 年开工率分别为 45%、85%、90%，少数股东权益比例为 33%

图 2 广汇股份主要业务毛利占比预测



数据来源：国泰君安证券研究

由于淖毛湖项目还没有确定具体的运输模式，我们对 LNG 运输的预测是假设公司采用类似鄯善 LNG 模式，淖毛湖项目并表 LNG 运输公司，LNG 运输增加一大块收入，但不会增加利润。公司总体毛利率将因此下降。如果剥离 LNG 运输业务，公司的销售收入有所下降，但整体毛利率水平将上升。

我们的预测没有包括斋桑稠油生产和相应的下游业务。由于该业务对公司盈利情况影响很大，我们需要在公司未来公告的基础上再做分

析。

6.2. 总市值法

我们按照不同业务评价出对应市值。LNG 业务 EPS0.30 元，高速增长，给予 30 倍市盈率，对应 85 亿元市值。斋桑油田 1 亿吨稠油储量按照国际市场交易价格，即每桶 10-12 美元，49%权益对应 250 亿元市值。广汇美居园重置成本约 70 亿元。淖毛湖项目总投资预计 80 亿元，给予 50%溢价，对应 120 亿元市值。在不考虑淖毛湖煤矿 18 亿吨煤炭资源和富蕴县煤炭资源的情景下，公司总市值已经 525 亿元，给予目前股价充分的增长空间。

我们预测公司 2011、2012、
2013 年 EPS 分别为 0.94、
1.34、1.45 元

6.3. 相对估值法

根据我们现有的预测，公司的业绩增长自 2011 开始加速，2012 年增速最快。2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.94、1.34、1.45 元。对应现价的市盈率估值分别为 32、23、21 倍。考虑到公司受益于新疆主题投资下的估值提升，同时公司资源价值重估给予巨大的长期增长空间，我们给予适当高估。按照 2012 年 25 倍市盈率估值，给予目标价 33.5 元和“谨慎增持”评级。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		