

石油加工

王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

芮定坤

执业证书编号: S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

6-12 个月目标价: 35 元

当前股价: 28.67 元

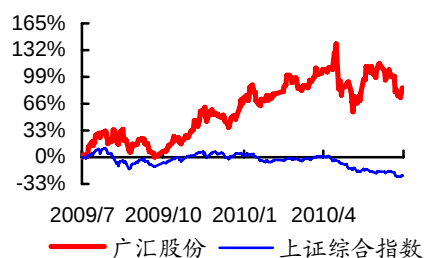
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2415.15
总股本(百万)	1238
流通股本(百万)	719
流通市值(亿)	203
EPS (TTM)	0.46
每股净资产(元)	3.54
资产负债率	52.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
广汇股份	-10.68	15.83	39.34
上证综合指数	-3.93	-22.56	-24.43



相关报告

《广汇股份-等待煤化工 10 月投产》
2010-4-19

《广汇股份-未来新项目值得期待, 估值有分歧》2010-3-16

《广汇股份-短期业绩稳定, 长期有大幅增长的可能》2009-10-22

广汇股份

600256

推荐

煤炭进度快于预期, 未来的大市值化工股

投资要点:

- 公司公告接到国家能源局通知, 与中石油共同承担南疆三地州气化工程。我们了解的情况是: 之所以让广汇来做主要是因为南疆人口少居住分散, 按中石油的规划铺管道的话投资在 100 亿以上, LNG 方案(净化-运输-再气化)大概投资在 16 亿, 这部分钱主要由国家或地方投入。这个项目本身更多的是为了改善疆内生活水平, 对公司来说更多的是社会效应大一些, 本身不会直接赚到钱。
- 哈萨克斯坦批准了公司在斋桑的地下资源使用许可证勘探期于 2010 年 7 月到期后延期 4 年, 目前在哈萨克斯坦公司只勘探了 300 平方公里范围, 还有 8000 平方公里没有勘探。已勘探地区今年会申请转生产期, 但今年不会有产量, 这 1 点和之前市场预期的 10 万吨产量有差别。
- 公司煤炭业务是市场关心的重点, 公司修公路 (400 公里投资 2 亿) 到甘肃卖煤给电企发电, 预计今年 4 季度能建成, 今年有 170 万吨左右的产量, 明年大概 800 万吨。假设每吨煤炭毛利 100 元, 1 年 1000 万吨的销量贡献 EPS0.6 左右 (不摊薄), 如果 2015 年达到公司所说的 4000-5000 万吨的量, 对公司业绩的贡献接近 3 元 (不考虑增发)。
- 下调 10 年 EPS 为 0.56, 上调 11 和 12 年 EPS 为 1.26 和 1.94 (假设增发 1 亿股摊薄), 短期建议持有。未来广汇将成为化工股中不多的大市值标的, 我们会持续跟踪, 未来可能会成为适合做配置的大市值股票, 而且是和油价正相关且对油价弹性比较大的。
- 业绩有超预期的可能 (我们假设 11 年煤化工开工率 60%、煤炭吨利润 80 元)。股价刺激因素包括: 哈萨克斯坦发现新储量 (8000 平方公里未勘探地区)、煤炭销售盈利超预期、集团煤炭资产注入上市公司 (哈密广汇集团 48 亿吨+富蕴广汇股份公司 50 亿吨)、西部概念。我们预计中报在 0.24 左右。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3101	3085	6894	9154
同比(%)	52%	-1%	124%	33%
归属母公司净利润(百万元)	537	637	1559	2398
同比(%)	16%	18%	145%	54%
毛利率(%)	33.6%	36.4%	36.9%	40.6%
ROE(%)	16.7%	16.7%	28.4%	30.4%
每股收益(元)	0.43	0.51	1.26	1.94
P/E	66.07	55.77	22.78	14.81
P/B	11.01	9.29	6.48	4.51
EV/EBITDA	39	32	14	9

资料来源: 中投证券研究所

一、最近的 2 个公告分析

公告 1、气化南疆本身不赚钱，有利于 LNG 重卡车推广

公司公告接到国家能源局通知，与中石油共同承担南疆三地州（包括新疆南部的克孜勒苏柯尔克孜自治州、喀什地区和和田地区，以及新疆建设兵团农三师、农十四师）气化工程，其中具体负责分布式天然气站点的建设。

我们了解的情况是：之所以让广汇来做主要是因为南疆人口少居住分散，按中石油的规划铺管道的话投资在 100 亿以上，LNG 方案（净化-运输-再气化）大概投资在 16 亿，这部分钱主要由国家或地方投入，天然气由中石油供应。广汇要做的是将中石油的天然气净化成 LNG，运输到各个地方，再在分布式天然气站点气化给居民使用。

公司也认为：这个项目本身更多的是为了改善疆内生活水平，对公司来说更多的是社会效应大一些（预计 LNG 销售也会实行优惠价格销售），本身不会直接赚到钱，公司计划借此申请在南疆相应地区建立加气站以运输 LNG，对公司 LNG 重卡车的推广有一定帮助，所以长期来看是好事。LNG 加气站的审批和建设的批复相对很麻烦，这个项目对公司来说等于是个比较好的机会。

LNG 重卡车目前推广 1000 辆左右，离年底 3000 辆的目标还有差距。4 月我们了解大概是 580 辆，目前看增速比较慢。

公告 2、哈萨克斯坦延长资源许可证，可以继续勘探

哈萨克斯坦批准了斋桑地下资源使用许可证勘探期于 2010 年 7 月到期后延期 4 年，目前广汇下属公司在哈萨克斯坦公司只勘探了 300 平方公里范围，还有 8000 平方公里没有勘探，延长期限后未来进行进一步勘探，有发现新储量的可能，这个可能是未来影响股价比较大的刺激因素。

已勘探的 300 平方的地区今年会申请转为生产期，但预计今年不会有石油产量，主要是井少规模小不经济，这 1 点和之前市场预期的 10 万吨产量有差别（市场之前预计 10-12 年分别产量是 10、30、40 万吨）。

二、2 个未来重点关注的事情

未来重点关注 1、煤炭：今年销售 170 万吨

公司投资 2 亿修建公路（400 公里），预计今年 4 季度建成，公司预计如果情况好的话，今年就可销售煤炭约 170 万吨，明年大概是 800 万吨，5 年内合同约 1.2 亿吨。

公司和公司签订煤炭采购合同的三大发电公司，除甘肃电力投资集团公司下属常乐发电公司正在建设外，其他 12 个电厂已投入运营。目前 12 个电厂煤炭年度用量为 2910 万吨，在建的常乐发电公司未来煤炭年度用量预计为 2000 万吨，从需求上看是支持广汇的产量的，风险在于合同的执行和煤价。

假设每吨煤炭毛利 100 元，1 年 1000 万吨的销量贡献 EPS0.6 左右（考虑税率和，假设不摊薄），如果 2015 年达到公司所说的 4000-5000 万吨的量，对公司业绩的贡献接近 3 元（不考虑增发）。

表 1、2010 年至 2015 年煤炭销售计划 单位：万吨

公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015
甘肃省电力投资集团公司	80	300	500	1000	2000	3000
甘肃大唐燃料有限责任公司	80	400	500	600	800	1000
国电甘肃电力有限公司	10	100	200	300	400	500
合计	170	800	1200	1900	3200	4500

资料来源：公司公告、中投证券研究所

未来重点关注 2、未来可能要做的事

广汇未来的项目比较多，**总体来说思路就是先拿资源，再想办法卖出西部地区。**

我们估计除了煤炭外销增加以外主要有 2 个：1、在江苏启东建码头仓储，接受海外 LNG，或给自己生产的 LNG 做储存或储存自己的煤炭（先从新疆运到秦皇岛，再走海运），目前已经设立了“综合能源物流公司”（已公告）做些前期的工作，预计如果做投资上百亿，所以应该是需要融资的，这个项目目前在做规划设计，时间上估计还比较远。

第 2 个是煤化工进一步做大，公司的储量还是比较大（哈密广汇股份 17.9 亿吨+哈密广汇集团 48 亿吨+富蕴广汇股份公司 50 亿吨），远期想法到 2017 年计划做到 80 亿立方米煤制天然气及其他煤化工产品（天然气可以通过管道进入天然气渠道）。这 1 点理论上也是可行的，因为在煤化工中，煤制天然气是国家相对比较鼓励的，在各种能源产品中，**煤制天然气的能源效率相对比较高（约 45%，扣除自用电后仅 38%），单位水耗也最低。**

表 2、不同煤制能源产品的资源利用效率说明：煤制天然气还是很好的一个工艺

单位热值/Mj	单位能耗/Mj	能量效率	单位产品水耗/t	单位热值水耗/t.GJ-1	
甲醇/t	20259	46193	0.44	15	0.74
二甲醚/t	28405	75063	0.38	22	0.78
间接煤制油/t	42642	122213	0.35	16	0.38
天然气 1/km3	34878	75852	0.46	7	0.20
天然气 2/km3	34612	65836	0.53	6	0.16

注 1：水煤浆气化、注 2：鲁奇炉气化

资料来源：中投证券研究所、《我国煤制天然气发展探讨》

三、投资建议

增发价高的问题

增发价定在 27 元以上，公司也觉得可能偏高，根据我们的了解，增发还没做完的原因主要是广汇以前的主业是地产，受国家调控地产信贷的影响，所以增发融资批复比较慢，要其他国土管理部门的批复，所以时间上延长了，另外根据我们的了解，现在的增发价格仍然是可调的。

中报和股价刺激因素：

上半年 LNG 销售仍然不行，售价在 2 元以下（含税），预计今年主要靠房地产，今年地产大概还有 29+7.8 万平可结算面积，按 4000 元/平售价和 40% 左右毛利算，能贡献 EPS0.3 左右。我们预计中报在 0.24 左右。

股价刺激因素包括：哈萨克斯坦发现新储量、煤炭销售盈利超预期、集团煤炭资产注入上市公司、西部概念。

投资建议：

下调 10 年业绩为 0.51（煤化工和石油不能按时投入），上调 11 和 12 年 EPS 分别为 1.26 和 1.94（假设增发 1 亿股），公司未来 5 年的复合增长率在 20% 以上，成长性高，但目前对应 11 和 12 年的 PE 分别在 21 和 14 倍，估值也不低，短期建议持有。

市场有 1 种观点认为广汇的盈利主要来自于低成本的煤炭资源，最主要的 2 块盈利业务煤化工和买煤都是来自煤炭（成本在 35 元左右/吨），所以应该和煤炭公司一样估值，我们认为这样并不全面，**公司的煤炭成本比 A 股大多数的煤炭公司都低，ROE 更高，所以应该估值要更高一些**，同时公司相对比较小，成长性也比大煤炭公司好，另外公司还有石油、天然气的业绩贡献和资源储量，这 1 块在高油价的假设下也是可以估值相应高一些的。

公司 11 年的业绩有超预期的可能，我们现在对煤化工的开工率假设在 60%，对吨煤毛利的假设在 100 元以下，如果这 2 个因素超预期，业绩有超预期的可能，在目前的市场下，我们觉得股价上涨需要股价刺激因素的推动，如果煤炭销售对业绩的贡献出来超预期或煤化工开工率好于预期，股价仍有一定上涨空间。

未来广汇将成为化工股中不多的大市值标的（目前 12 亿，增发后 13 亿，以后还有融资需求），所以市场关注度会增加，我们会持续跟踪。如果公司现在的一些风险消除后，未来可能会成为适合做配置的大市值股票，而且是和油价正相关且对油价弹性比较大的。

表 3、国内主要煤制天然气项目统计 单位：亿立方米、亿元

公司	地区	产能	投资	进度
大唐国际	赤峰克旗	40	257	09 年 8 月获发改委核准, 预计 2012 年建成
汇能集团	鄂尔多斯	16	89	09 年 12 月已获发改委核准, 建设周期两年
大唐国际	辽宁阜新	40	245	2010 年 5 月获发改委批准, 3 月开工。配套建设一条 1100 公里管道, 向沈阳、大连等城市输气
广汇新能源	新疆伊吾	80	68	一期建设年产 4.9 亿 M3(年产 120 万吨甲醇 / 80 万吨项目)10 年底投产, 总投资 60 多亿
神华集团	鄂尔多斯	20	140	09 年 4 月开工, 预计 2012 年建成。国家示范项目, 正在报批
<u>未核准项目</u>				
华能集团	新疆准东	40	260	2010 年奠基, 预计 2013 年投产, 二期投资 120 亿, 20 亿立方, 预计 2012 开工 2016 年投产
新汶集团	新疆伊犁	100		2009 年 7 月开工, 2012 年完工
庆华集团	新疆伊宁	55	277	分四期完成, 每期 13.5 亿立方米产能。一期 09 年 7 月开工, 2011 年下半年建成投产
中电投	新疆伊利	120	533	2009 年 11 月开工
中海油	山西太原	40	300	2009 年 5 月签约上报, 与同煤合作三年内完成, 输气管道 3-5 年内建成
神东天隆	新疆吉木萨尔	13	68	项目已获自治区发改委备案登记, 预计 2010 年 1 月开工建设, 2013 年建成投产
合计产能		564		

资料来源：中投证券研究所

表 4、广汇股份业务汇总 单位：亿元（金额）

项目		地点	产品	投资	进度
现有项目:	鄯善LNG项目	鄯善吐哈油田	年产LNG3亿方	15.75	04年9月投产
已开工或筹建:	哈密煤化工	新疆伊吾县淖毛湖	年产LNG5亿方、醇/醚120/80万吨	64.50	预计10年10月试车, 在建设中
	哈萨克斋桑油气项目	阿勒泰吉木乃	年产车用LNG5亿方、30-50万吨稠油	20.00	已获批文, 预计11年8月建成
	煤炭	阿尔泰富蕴县	煤炭		年底开始销售

资料来源：中投证券研究所

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, 获得 2009 年证券市场周刊评选的最佳石化行业分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工行业等。

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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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