

广汇股份：煤炭合同细化，气化南疆开工

重大合同公告点评

报告关键点：

- 与甘肃大唐签署细化的煤炭购销合同，煤炭基准价格高于预期
- 气化南疆工程示范项目开工，获准在南疆地区建设100个LNG加注站
- 维持“买入-A”评级和目标价

报告摘要：

- 与甘肃大唐签署细化的煤炭购销合同：与2010年5月26日签订的煤炭购销合作协议比较，2013年的采购量从600万吨大幅提高到800万吨。2010年的采购量从80万吨调整为30~100万吨。2011年和2012年的采购量维持400和500万吨不变。
- 煤炭基准价格高于预期：以兰州西固热电有限责任公司低位发热量5300Kcal/Kg的沫煤综合到厂含税价408元/吨为基准，基准价格明显高于我们的预期，含税价408元/吨，则不含税为349元/吨，高于我们此前预测的不含税价格300元/吨。由于价格锁定到2013年年底，实际上合同双方充分考虑了未来煤炭的价格趋势，短期看，基准价格高于目前兰州市场价格，但是如果未来能源价格上涨，甘肃大唐将因锁定价格而获益。我们估计运到兰州西固热电的吨煤净利润将达到80~90元/吨。
- 气化南疆工程示范项目开工：2010年9月6日，由广汇股份承建的国家能源局气化南疆工程在新疆喀什地区疏勒县举行乡镇示范项目开工奠基仪式。
- 获准在南疆地区建设100个LNG加注站：公司计划通过LNG重卡将位于喀什、克州的液化天然气工厂制造的液化天然气配送至各县市中心站，再通过县市中心站充装灌瓶配送至乡镇瓶组站加热气化连接管网入户。公司通过参与气化南疆示范项目不但履行了社会责任，同时在获准在南疆建设的100个LNG加注站，从而使公司在南疆地区获得宝贵的LNG网络资源，对于LNG重卡的推广意义重大。
- 维持“买入-A”评级和目标价：我们预计公司2010、2011、2012年的盈利预测为0.58元、1.71元、2.28元。受益于国家的新疆政策，以及公司煤炭资源转化为经济效益的确定性，我们维持“买入-A”的评级和12个月目标价42.75元。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
42.75 元

期限： 12 个月 上次预测： 42.75 元

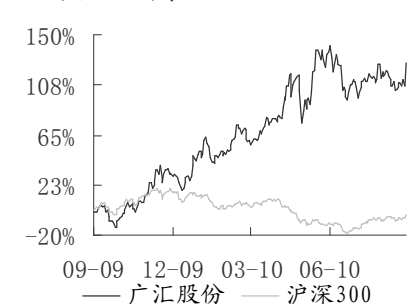
现价： 30.69 元

报告日期：
2010-09-06

市场数据

总市值(百万元)	38,008.57
流通市值(百万元)	22,071.39
总股本(百万股)	1,238.47
流通股本(百万股)	719.17
12 个月最高/最低	15.05/37.00 元
十大流通股东(%)	27.26%
股东户数	44,558

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.41)	(9.06)	129.49
绝对收益	0.26	(0.65)	126.17

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	助理行业分析师
021-68765172	tanzy2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,033.1	3,100.8	3,522.1	7,029.0	8,990.8
Growth(%)	6.5%	52.5%	13.6%	99.6%	27.9%
净利润	477.2	537.4	715.3	2,293.3	3,047.0
Growth(%)	22.3%	12.6%	33.1%	220.6%	32.9%
毛利率(%)	38.1%	33.6%	36.1%	52.7%	53.4%
净利润率(%)	23.5%	17.3%	20.3%	32.6%	33.9%
每股收益(元)	0.39	0.43	0.58	1.71	2.28
每股净资产(元)	2.40	3.54	5.05	6.32	8.10
市盈率	79.6	70.7	53.1	17.9	13.5
市净率	12.8	8.7	6.1	4.9	3.8
净资产收益率(%)	16.3%	12.1%	11.5%	27.4%	28.4%
ROIC(%)	28.0%	24.2%	17.2%	37.2%	40.9%
EV/EBITDA	32.6	32.6	31.1	11.7	8.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.7%	2.2%

前期研究成果

广汇股份：向能源行业转型不断推进	2010-07-30
广汇股份：参与气化南疆，履行社会责任	2010-07-06
广汇股份：延长增发有效期，提高发行底价	2010-06-23

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-9-6

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,033.1	3,100.8	3,522.1	7,029.0	8,990.8	成长性					
减: 营业成本	1,258.0	2,058.6	2,251.5	3,325.6	4,193.1	营业收入增长率	6.5%	52.5%	13.6%	99.6%	27.9%
营业税费	47.5	138.6	88.1	175.7	224.8	营业利润增长率	10.9%	13.4%	50.9%	220.6%	32.9%
销售费用	21.2	48.3	47.8	95.4	122.0	净利润增长率	22.3%	12.6%	33.1%	220.6%	32.9%
管理费用	65.5	105.7	100.4	200.3	256.2	EBITDA 增长率	16.7%	15.8%	37.9%	180.5%	32.6%
财务费用	73.5	97.9	60.8	72.1	49.9	EBIT 增长率	11.4%	15.7%	39.1%	208.6%	31.4%
资产减值损失	9.6	29.4	10.3	71.3	41.2	NOPLAT 增长率	15.7%	12.7%	22.6%	208.6%	31.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.2%	72.5%	42.6%	19.5%	4.6%
投资和汇兑收益	4.9	15.8	-	-	-	净资产增长率	19.2%	47.4%	42.9%	35.2%	28.2%
营业利润	562.9	638.3	963.3	3,088.7	4,103.6	利润率					
加: 营业外净收支	17.0	57.6	-	-	-	毛利率	38.1%	33.6%	36.1%	52.7%	53.4%
利润总额	579.9	695.9	963.3	3,088.7	4,103.6	营业利润率	27.7%	20.6%	27.4%	43.9%	45.6%
减: 所得税	97.0	167.0	240.8	772.2	1,025.9	净利率	23.5%	17.3%	20.3%	32.6%	33.9%
净利润	477.2	537.4	715.3	2,293.3	3,047.0	EBITDA/营业收入	39.7%	30.2%	36.6%	51.5%	53.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	31.3%	23.7%	29.1%	45.0%	46.2%
货币资金	210.6	962.5	998.6	1,794.3	4,361.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	206	124	167	157	185
应收帐款	402.4	386.1	457.1	912.2	1,166.8	流动营业资本周转天数	84	88	104	83	90
应收票据	15.3	11.5	13.1	26.1	33.4	流动资产周转天数	272	278	377	288	376
预付帐款	201.3	879.9	1,622.1	2,718.3	4,100.5	应收帐款周转天数	66	44	43	34	40
存货	746.9	959.9	1,049.9	1,550.7	1,955.3	存货周转天数	102	100	104	67	71
其他流动资产	0.1	14.9	31.1	55.0	85.2	总资产周转天数	832	816	1,119	779	817
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	405	410	554	358	312
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	685.5	353.3	345.5	345.5	345.5	ROE	16.3%	12.1%	11.5%	27.4%	28.4%
投资性房地产	1,304.2	1,419.9	1,419.9	1,419.9	-	ROA	9.9%	5.7%	5.7%	13.1%	13.3%
固定资产	1,095.4	1,048.2	2,220.5	3,903.5	5,343.5	ROIC	28.0%	24.2%	17.2%	37.2%	40.9%
在建工程	54.0	790.3	2,162.1	2,494.3	2,693.1	费用率					
无形资产	28.0	110.6	193.9	187.4	181.2	销售费用率	1.0%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	111.7	2,271.9	2,180.7	2,321.4	2,810.9	管理费用率	3.2%	3.4%	2.8%	2.8%	2.8%
资产总额	4,855.3	9,209.7	12,695.0	17,729.3	23,077.0	财务费用率	3.6%	3.2%	1.7%	1.0%	0.6%
短期债务	713.6	865.1	900.0	1,000.0	687.9	三费/营业收入	7.9%	8.1%	5.9%	5.2%	4.8%
应付帐款	411.7	672.5	735.6	1,086.5	1,369.9	偿债能力					
应付票据	95.9	241.3	263.9	389.8	491.4	资产负债率	38.8%	52.5%	50.7%	52.3%	53.0%
其他流动负债	371.0	777.3	1,315.0	2,388.2	3,760.9	负债权益比	63.5%	110.3%	102.9%	109.7%	112.8%
长期借款	154.0	242.0	642.0	642.0	642.0	流动比率	0.95	1.06	1.13	1.31	1.70
其他非流动负债	67.3	1,548.6	2,115.4	3,246.6	4,693.5	速动比率	0.50	0.74	0.85	1.02	1.41
负债总额	1,885.4	4,831.1	6,438.1	9,272.8	12,233.9	利息保障倍数	8.66	7.52	16.83	43.87	83.17
少数股东权益	134.1	1,153.7	2,050.2	2,071.0	2,098.7	分红指标					
股本	866.1	952.7	1,238.5	1,338.5	1,338.5	DPS(元)	-	0.00	0.17	0.51	0.68
留存收益	1,969.8	2,255.0	2,968.2	5,047.0	7,405.9	分红比率	0.0%	0.4%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,970.0	4,378.6	6,256.9	8,456.5	10,843.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.7%	2.2%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	482.8	528.9	715.3	2,293.3	3,047.0	EPS(元)	0.39	0.43	0.58	1.71	2.28
加: 折旧和摊销	171.3	199.2	265.7	457.8	644.9	BVPS(元)	2.40	3.54	5.05	6.32	8.10
资产减值准备	9.6	29.4	10.3	71.3	41.2	PE(X)	79.6	70.7	53.1	17.9	13.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.8	8.7	6.1	4.9	3.8
财务费用	71.0	80.5	101.9	60.8	72.1	P/FCF	-101.8	140.9	-50.4	35.7	17.2
投资收益	-4.9	-15.8	-	-	-	P/S	18.7	12.3	10.8	5.8	4.6
少数股东损益	5.6	-8.5	7.2	23.2	30.8	EV/EBITDA	32.6	32.6	31.1	11.7	8.4
营运资金的变动	-273.9	151.0	-110.8	-34.0	383.1	CAGR(%)	68.7%	79.9%	73.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	406.6	820.4	948.5	2,883.6	4,197.0	PEG	1.2	0.9	0.7	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-495.7	-2,178.6	-2,382.2	-2,000.0	-2,000.0	ROIC/WACC	3.1	2.7	1.9	4.1	4.5
融资活动产生现金流量	-276.1	1,850.8	445.2	-560.1	-1,276.1	REP	3.3	2.6	3.3	1.4	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度"新财富"化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

谭志勇，石油与化工行业助理研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034