

湘财证券研究所
石油和化工研究小组

王 强

Tel: 021-68634518-8221

 Email: wq2835@xcsc.com

田 蓓

Tel: 021-68634518-8221

 Email: tb2848@xcsc.com

冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

 Email: fs2855@xcsc.com
相关研究报告：

《公司深度研究报告-广汇股份 (600256)：油气煤“三相”能源梦逐步拉开画卷》(2010.08.24)

《公司中报点评-广汇股份 (600256) -下半年转型加速，权益油煤贡献业绩》(2010.07.30)

《2010 年中期策略报告_油价向上走、投资往上游》(2010.06.26)

事件：

- (1) 公司与甘肃大唐燃料公司就 2010-2013 年具体煤炭供需事宜签订《煤炭购销合同》：2010-2013 年供货数量分别为 30-100、400、500 和 800 万吨。敲定了煤炭价格以兰州西固热电公司低位发热量 5300 大卡的沫煤综合到厂含税价 408 元/吨为基准，具体结算价格根据煤炭质量和铁路运费差价调整。
- (2) 2010 年 9 月 6 日，由新疆广汇实业股份有限公司承建的国家能源局气化新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。

点评：
□ 首份敲定价格的煤炭购销合同，奠定煤炭吨净利 100 元以上的盈利水平

公司刚公告的与甘肃大唐燃料公司签订的《煤炭购销合同》，与 2010 年 5 月 26 日与甘肃大唐燃料公司签订的《煤炭购销合作协议书》相比，除了把 2013 年的供货数量由 600 万吨提高到 800 万吨之外，我们认为最大的看点是首次在合同中敲定了煤炭销售的基准价格，而且不可抗力因素除外，煤炭价格将执行到 2013 年底。

公司哈密煤矿区的煤种为 5500 大卡以上的优质高热量露天煤，我们预计销售的煤炭发热量在 5500-5800 大卡之间；目前合同中敲定 5300 大卡的煤炭到达兰州西固热电公司的颍川堡站的到厂含税价为 408 元/吨，若是 5500-5800 大卡的煤种，估计实际到厂含税价可达 450 元/吨左右（即不含税约 385 元/吨）；考虑到完全开采成本 35 元、资源税约 5 元、淖柳公路的运费按 100 元/吨计算、柳沟到兰州西固区颍川堡站的铁路运费按 100 元/吨计算，煤炭吨毛利可达 140 元；再加上此项目享受“两免三减半”税收优惠政策，预计近两年的煤炭吨净利在 100 元以上。

合同还规定了其他各厂参照此基准价格对铁路运费差价部分增减，也就是说不同厂区的铁路运费差价会反映在煤炭销售价格的调整上，这样使不同厂区的煤炭销售盈利水平是基本稳定的；更重要的是，也为其他煤炭合同的购销价格提供了一个参考，特别是已签订的煤炭购销意向，也基本奠定了未来煤炭销售的盈利水平。

□ 公司开始承担气化新疆工程，为后续吉木乃 LNG 在阿勒泰销售提供模式

公司承担建设的分布式天然气站点，和中石油铺设天然气管道干线合作，不仅可以解决偏远地区居民用气问题，而且避免了铺设天然气管道方式导致的成本巨大、效益低下的弊端，对于推进当地能源结构调整和生态环境保护、提高各族人民群众生活水平具有重要意义，得到了国家能源局、自治区和喀什地区党委政府的支持，为以后吉木乃 LNG 在阿勒泰地区销售 LNG 提供了模式。

投资策略：预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.64 元、1.68 元和 2.46 元，给予 2011 年 25 倍 PE，维持“买入”评级和目标价 42 元。

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,033.1	3,100.8	4,177.1	6,408.1	8,719.2
归属母公司净利润	477.2	537.4	789.0	2,076.1	3,051.0
EPS	0.39	0.43	0.64	1.68	2.46
PE	72.6	64.5	43.9	16.7	11.4

公司战略转型驶入快车道、能源梦逐步拉开画卷：将拥有“一大”油气生产基地（哈萨克斯坦斋桑）、“二大”煤炭生产和煤化工基地（哈密淖毛湖、阿勒泰富蕴基地）、“三大”LNG生产基地（鄯善 LNG、吉木乃 LNG、库车 LNG）和“三大”上游输出性综合物流园（淖毛湖 1 亿吨、富蕴 3-5 千万吨、鄯善 1 千万吨）。

已探明可采储量 1 亿吨油的哈萨克斯坦斋桑油气田的权益稠油今年下半年开始贡献业绩，产量将有首年的 10 万吨逐步提升至 50 万吨；与其年产 5 亿方天然气配套的吉木乃 LNG 明年下半年开始贡献业绩。哈密淖毛湖年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚、联产 5 亿方 LNG 的煤化工项目将于明年一季度投产。随着淖柳矿用公路开通，哈密煤炭将与 4 季度首个实现疆煤大规模外销，将成公司最盈利的业务之一。疆内 LNG 重卡汽车推广速度加快，综合物流体系建设将成为未来业务发展的助推器。自备煤为 LNG 锁定低成本、使用自产 LNG 实现 LNG 重卡低价运输、自建公路外销煤炭，公司依靠自己完美地构建了完整的 LNG 产业链。

公司 2010 年上半年之前，业绩的主要贡献还是来自于房地产业务，2010 年下半年开始哈萨克斯坦斋桑稠油和哈密淖毛湖煤炭销售开工贡献业绩，因此今年下半年是公司业绩结构开始发生根本性改变的转折点，明年公司将完全转化为综合性能源企业。

我们长期看好公司未来的发展，未来公司业绩超预期将主要来自：

- （1） 公司疆煤东运带来惊喜、铁路运输开通前，签订新的煤炭销售合同并通过淖柳公路运输的可能性较大；
- （2） 哈萨克斯坦原油勘探开采量超预期；
- （3） 哈密煤化工业务的业绩超预期；
- （4） LNG 重卡推广速度超预期，以致富蕴煤制气项目进度提速，公司或将提前迎来 LNG 销量的爆发式增长。
- （5） 受益国家新疆扶持政策，所得税等税费优惠超预期。

表 1：核心假设

假设	单位	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
Brent 原油价格	美元/桶			80	90	100
斋桑稠油产量	万吨			5	25	40
斋桑天然气销售价	美元/千方				120.0	120.0
斋桑天然气产量	亿方				2.5	5.0
吉木乃 LNG 权益	%				90%	75%
鄯善 LNG 加工量	亿方	3.06	2.94	3.00	3.50	4.00
鄯善 LNG 气源价	元/方	0.81	0.81	0.97	1.04	1.10
淖毛湖煤化工开工率	%				60%	80%
淖毛湖煤炭销售量	万吨			170	800	1200

资料来源：湘财证券研究所

风险提示主要是：（1）哈密煤化工开工状况不稳定；（2）哈萨克斯坦斋桑油气田勘探开发风险；（3）LNG 重卡推广状况低于预期。

表 2：分业务预测

主营业务项目	(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
哈国斋桑项目： 稠油	营业收入			149.04	330.06	707.91
	营业成本			65.07	150.77	326.75
	营业毛利			83.97	179.29	381.16
	营业利润			67.57	142.99	303.29
天然气开采	营业收入				97.02	185.22
	营业成本				49.00	98.00
	营业毛利				48.02	87.22
	营业利润				37.35	66.85
吉木乃 LNG	营业收入				517.50	975.00
	营业成本				223.20	358.50
	营业毛利				294.30	616.50
	营业利润				237.38	509.25
鄯善 LNG	营业收入	957.60	647.77	792.00	1,099.00	1,376.00
	营业成本	562.38	469.99	591.00	715.40	838.48
	营业毛利	395.22	177.78	201.00	383.60	537.52
	营业利润	337.19	97.70	121.80	273.70	399.92
哈密淖毛湖： LNG	营业收入				575.00	1,300.00
	营业成本				250.00	500.00
	营业毛利				325.00	800.00
	营业利润				267.50	670.00
煤化工	营业收入				1,244	1,663
	营业成本				306	407
	营业毛利				939	1,256
	营业利润				814	1,090
煤炭销售	营业收入			341.70	1,608.00	2,412.00
	营业成本			56.95	268.00	402.00
	营业毛利			284.75	1,340.00	2,010.00
	营业利润			193.63	804.00	1,045.20
商品贸易	营业收入	504.89	529.11	800.00	266.67	0.00
	营业成本	408.15	453.63	728.00	242.67	0.00
	营业毛利	96.74	75.48	72.00	24.00	0.00
	营业利润	84.26	58.73	32.00	10.67	0.00
房产销售	营业收入	194.49	1,496.38	1,683.30	504.99	0.00
	营业成本	102.33	888.48	925.81	297.94	0.00
	营业毛利	92.16	607.90	757.48	207.05	0.00
	营业利润	54.48	463.47	589.15	156.55	0.00
美居租赁	营业收入	129.02	180.30	196.99	65.66	0.00

	营业成本	65.28	66.38	68.95	24.30	0.00
	营业毛利	63.74	113.92	128.05	41.37	0.00
	营业利润	55.64	73.23	86.68	26.92	0.00
塑钢门窗	营业收入	103.33	72.68	0.00		
	营业成本	57.76	58.29	0.00		
	营业毛利	45.57	14.39	0.00		
	营业利润	33.96	-2.33	0.00		
石材	营业收入	78.66	62.00	13.92	0.00	
	营业成本	37.01	45.55	9.10	0.00	
	营业毛利	41.65	16.46	4.82	0.00	
	营业利润	-16.31	-63.57	-56.21	0.00	
其他	营业收入	56.44	112.57	200.20	100.00	100.00
	营业成本	25.06	76.25	155.15	70.00	70.00
	营业毛利	31.38	36.33	45.04	30.00	30.00
	营业利润	9.02	11.06	13.01	10.00	10.00
合计	营业收入	2,033.1	3,100.8	4,177.1	6,408.1	8,719.2
	营业成本	1,258.0	2,058.6	2,600.0	2,597.0	3,000.9
	营业毛利	775.2	1,042.2	1,577.1	3,811.1	5,718.3
	营业利润	562.9	638.3	1,047.6	2,781.1	4,094.1

资料来源：湘财证券研究所

表 3：利润表预测

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,033.1	3,100.8	4,177.1	6,408.1	8,719.2
营业成本	1,258.0	2,058.6	2,600.0	2,597.0	3,000.9
营业税金及附加	47.5	138.6	188.0	320.4	523.2
销售费用	21.2	48.3	83.5	192.2	348.8
管理费用	65.5	105.7	167.1	288.4	436.0
财务费用	73.5	97.9	67.9	189.0	276.3
资产减值损失	9.6	29.4	15.0	30.0	30.0
投资净收益	4.9	15.8	8.0	10.0	10.0
营业利润	562.9	638.3	1,047.6	2,781.1	4,094.1
营业外净收入	17.0	57.6	15.0	15.0	15.0
利润总额	579.9	695.9	1,062.6	2,796.1	4,109.1
所得税	97.0	167.0	265.7	699.0	1,027.3
净利润	482.9	528.9	797.0	2,097.1	3,081.8
少数股东损益	5.7	-8.5	8.0	21.0	30.8
归属于母公司净利润	477.2	537.4	789.0	2,076.1	3,051.0
EPS	0.39	0.43	0.64	1.68	2.46

资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。