

### 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](mailto:wq2835@xcsc.com)

田 蓓

Tel: 021-68634518-8221

Email: [tb2848@xcsc.com](mailto:tb2848@xcsc.com)

冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

Email: [fs2855@xcsc.com](mailto:fs2855@xcsc.com)

#### 相关研究报告：

《公司动态点评-广汇股份（600256）：

淖柳公路解决煤炭开运，淖柳铁路将解决运力瓶颈》（2010.10.17）

《公司动态点评-广汇股份（600256）：

首份敲定价格的煤炭购销合同，奠定煤炭盈利》（2010.09.07）

《公司深度研究-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\_石油化工行业 - 油价向上走、投资往上游》

（2010.06.26）

#### 事件：

公司公布 2010 年三季报，实现营收 28.995 亿元，同比增加 33.55%；归属母公司净利润 4.877 亿元，同比增加 47.65%；实现每股收益 0.394 元，符合我们预期。

#### 点评：

#### □ 业绩增长主要靠仍占半壁江山的房地产业务，LNG 业务下半年预计有所回升

上半年由于国家针对房地产行业进行调控，乌鲁木齐房地产市场供应量呈现明显不足现象，反而使商品房销售业务大幅提高，出现量价齐升局面，加上去年竣工结算因素，商品房销售业务获得较快增长，三季度业绩增长仍是房地产占主力；房地产业务将在明年之后剥离，明年公司还将销售房地产约 20 万平米。

今年随着全球经济的逐步恢复，公司 LNG 业务将有所回升；下半年遇到“极端严寒”气候的可能性很大，天然气供应紧张将提高城市燃气调峰对 LNG 的需求，预计下半年 LNG 业务将出现量价同比上升的局面；但由于公司面对海气上岸、LNG 运距长、运力紧张等不利因素影响，LNG 实现价格上升幅度估计不会太高。

#### □ 上游油、气、煤资源的勘探开采开展较顺利，四季度煤炭贡献业绩显著

公司哈国斋桑稠油预计 4 季度将投产，今年产量不多，预计明后将达到 20、40 万吨；斋桑输气管线征地已经开始进行，预计明年下半年对接吉木乃 LNG 基地。

淖柳矿用公路通车，哈密煤炭国庆前夕开始贡献业绩，参照公司与甘肃大唐燃料公司签订的《煤炭购销合同》规定的价格、和公司哈密煤炭的热值水平，预计煤炭单位净利将达 90 元/吨左右，四季度可销售 170-200 万吨，将成四季度的盈利主力。阿勒泰地区富蕴县喀姆斯特区域煤炭探矿权过户手续正在办理之中。

#### □ 哈密煤化工项目延后，预计明年 2 季度开工，明年全年预计贡献业绩不大

由于天气等原因使哈密煤化工项目延期，预计要到 2011 年 2 季度初投产，而且刚投产的两三个月开工率估计只有 20-30%，下半年预计能达到 60%左右，全年整体平均开工率预计只有 30%左右，而折旧和开工刚性成本较大，因此明年全年煤化工业务预计贡献业绩不大。2012 年预计煤化工开工率可达 70%以上。

#### □ 风险提示：资金周转情况、LNG 重卡推进和哈密煤化工开工进度

□ 投资建议：我们长期看好公司的发展，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.57 元、1.02 元和 2.49 元，维持“买入”评级。

| 单位：百万元   | 2008A   | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入     | 2,033.1 | 3,100.8 | 4,003.9 | 5,240.5 | 8,202.2 |
| 归属母公司净利润 | 477.2   | 537.4   | 705.0   | 1,268.3 | 3,082.7 |
| EPS      | 0.39    | 0.43    | 0.57    | 1.02    | 2.49    |
| PE       | 75.6    | 67.2    | 45.7    | 17.4    | 11.8    |

**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    |       |       | 0.5   | 20    | 40    |
| 斋桑天然气产量     | 亿方    |       |       |       | 1.5   | 5.0   |
| 斋桑天然气销售价    | 美元/千方 |       |       |       | 120.0 | 120.0 |
| 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  |
| 鄯善 LNG 实现价格 | 元/方   | 2.26  | 1.82  | 1.90  | 2.30  | 2.50  |
| 淖毛湖煤化工开工率   | %     |       |       |       | 30%   | 80%   |
| 淖毛湖煤化工权益    | %     |       |       |       | 67%   | 100%  |
| 淖毛湖煤炭销售量    | 万吨    |       |       | 170   | 800   | 1200  |

资料来源：湘财证券研究所

**表 2：分业务预测**

| 主营业务项目                           | (百万元) | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E    | 2012E    |
|----------------------------------|-------|--------|--------|--------|----------|----------|
| <b>哈国斋桑项目：</b><br>稠油             | 营业收入  |        |        | 7.45   | 330.06   | 707.91   |
|                                  | 营业成本  |        |        | 3.25   | 150.77   | 326.75   |
|                                  | 营业毛利  |        |        | 4.20   | 179.29   | 381.16   |
|                                  | 营业利润  |        |        | 3.38   | 142.99   | 303.29   |
| 天然气开采                            | 营业收入  |        |        |        | 58.21    | 185.22   |
|                                  | 营业成本  |        |        |        | 29.40    | 98.00    |
|                                  | 营业毛利  |        |        |        | 28.81    | 87.22    |
|                                  | 营业利润  |        |        |        | 22.41    | 66.85    |
| 吉木乃 LNG                          | 营业收入  |        |        |        | 310.50   | 937.50   |
|                                  | 营业成本  |        |        |        | 133.92   | 358.50   |
|                                  | 营业毛利  |        |        |        | 176.58   | 579.00   |
|                                  | 营业利润  |        |        |        | 142.43   | 475.88   |
| <b>鄯善 LNG</b>                    | 营业收入  | 957.60 | 647.77 | 822.00 | 1,099.00 | 1,336.00 |
|                                  | 营业成本  | 562.38 | 469.99 | 591.00 | 715.40   | 838.48   |
|                                  | 营业毛利  | 395.22 | 177.78 | 231.00 | 383.60   | 497.52   |
|                                  | 营业利润  | 337.19 | 97.70  | 148.80 | 273.70   | 363.92   |
| <b>哈密淖毛湖：</b><br>煤化工<br>(包括 LNG) | 营业收入  |        |        |        | 854.42   | 3,263.28 |
|                                  | 营业成本  |        |        |        | 554.07   | 837.42   |
|                                  | 营业毛利  |        |        |        | 300.35   | 2,425.86 |
|                                  | 营业利润  |        |        |        | 238.02   | 2,193.28 |

|      |      |         |          |          |          |          |
|------|------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 煤炭销售 | 营业收入 |         |          | 236.91   | 1,114.88 | 1,672.32 |
|      | 营业成本 |         |          | 98.87    | 465.25   | 697.87   |
|      | 营业毛利 |         |          | 138.05   | 649.63   | 974.45   |
|      | 营业利润 |         |          | 102.51   | 482.40   | 723.60   |
| 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 | 1,726.46 | 1,041.06 | 0.00     |
|      | 营业成本 | 102.33  | 888.48   | 949.55   | 603.81   | 0.00     |
|      | 营业毛利 | 92.16   | 607.90   | 776.91   | 437.24   | 0.00     |
|      | 营业利润 | 54.48   | 463.47   | 604.26   | 343.55   | 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  | 4,003.9  | 5,240.5  | 8,202.2  |
|      | 营业成本 | 1,258.0 | 2,058.6  | 2,603.9  | 2,989.6  | 3,227.0  |
|      | 营业毛利 | 775.2   | 1,042.2  | 1,400.1  | 2,019.7  | 4,037.7  |
|      | 营业利润 | 562.9   | 638.3    | 934.4    | 1,693.1  | 4,136.8  |

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 | 4,003.9 | 5,240.5 | 8,202.2 |
| 营业成本     | 1,258.0 | 2,058.6 | 2,603.9 | 2,989.6 | 3,227.0 |
| 营业税金及附加  | 47.5    | 138.6   | 180.2   | 262.0   | 492.1   |

|                  |              |              |              |                |                |
|------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| 销售费用             | 21.2         | 48.3         | 80.1         | 157.2          | 328.1          |
| 管理费用             | 65.5         | 105.7        | 160.2        | 235.8          | 410.1          |
| 财务费用             | 73.5         | 97.9         | 22.2         | -368.4         | -1,369.4       |
| 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           |
| <b>营业利润</b>      | <b>562.9</b> | <b>638.3</b> | <b>934.4</b> | <b>1,693.1</b> | <b>4,136.8</b> |
| 营业外净收入           | 17.0         | 57.6         | 15.0         | 15.0           | 15.0           |
| <b>利润总额</b>      | <b>579.9</b> | <b>695.9</b> | <b>949.4</b> | <b>1,708.1</b> | <b>4,151.8</b> |
| 所得税              | 97.0         | 167.0        | 237.4        | 427.0          | 1,038.0        |
| 净利润              | 482.9        | 528.9        | 712.1        | 1,281.1        | 3,113.9        |
| 少数股东损益           | 5.7          | -8.5         | 7.1          | 12.8           | 31.1           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>477.2</b> | <b>537.4</b> | <b>705.0</b> | <b>1,268.3</b> | <b>3,082.7</b> |
| <b>EPS</b>       | <b>0.39</b>  | <b>0.43</b>  | <b>0.57</b>  | <b>1.02</b>    | <b>2.49</b>    |

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。