

立足气、煤资源转型清洁能源龙头

——广汇股份（600256）

2010 年 10 月 28 日

强烈推荐/首次

广汇股份

调研报告

报告摘要:

- **房地产向清洁能源的华丽转身:** 公司主要业务是房地产, 但自 2004 年以后 LNG 业务占公司业务的比重逐年上升, 目前已成为公司最主要的盈利来源。公司前期已经储备了包括石油、天然气和煤在内的三大能源资源, 确立了专注于清洁能源生产、销售的发展战略, 未来剥离地产等业务。
- **陆上 LNG 的龙头, 未来空间巨大:** 公司是国内最大的陆上 LNG 生产商, 年产量 3 亿方, 在建产能 10 亿方, 规划产能 40 亿方, 未来至少占据国内陆上 LNG 的半壁江山。公司是国家“气化南疆”计划的执行者, 同时大力推广 LNG 重卡, 未来仅 LNG 重卡对 LNG 的需求量就能达到 16 亿方。
- **充足资源保障能源化工发展:** 公司目前掌握哈萨克斯坦斋桑 1 亿吨稠油和 64 亿方天然气、哈密 17.6 亿吨煤、富蕴地区正在勘探的煤矿（预计超哈密）、库车地区中石油塔里木油田的年产 8 亿方天然气和鄯善地区吐哈油田的年产 3 亿方天然气。
- **低成本煤化工利润巨大:** 公司在哈密淖毛湖打造的煤制甲醇/二甲醚联产天然气项目借助极低成本的露天煤炭资源, 折合二甲醚完全成本仅 480-520 元/吨, 目前华东市场二甲醚价格 4000 元/吨, 未来对 EPS 的贡献超 1 元。
- **自建运力打通“疆煤东运”通道:** “疆煤东运”战略最大的困难在于运力, 兰新铁路二线要 2014 年才能运行。公司自己投资 2 亿元修建了一条从淖毛湖矿区到甘肃柳沟的公路, 提前四年打通了煤炭出疆通道, 巨大煤储量转化为经济效益, 未来 5 年至少销售煤炭 1.177 亿吨。
- **业绩预测与投资建议:** 预计公司 10-14 年 EPS 分别为 0.59、1.16、1.90、2.62 和 3.77 元, 当前股价对应市盈率分别为 63、32、19、14 和 10 倍, 公司未来 5 年年均增速 59%。鉴于公司未来 5 年的高速增长以及较大的上游资源储量, 我们认为可以给予公司 2011 年 40 倍 PE 估值, 对应股价 46.4 元, 相对目前仍有 25% 的空间, 首次给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	2033	3101	3699	5606	8100
增长率（%）	6.48	52.51	19.29	51.55	44.49
净利润（百万元）	477.3	537.4	729.7	1553	2548
增长率（%）	22.30	12.61	35.79	112.8	64.08
净资产收益率（%）	16.83	16.66	18.06	19.52	25.83
每股收益(元)	0.55	0.56	0.59	1.16	1.90
PE	66.56	65.02	62.25	31.61	19.27
PB	11.20	10.84	11.24	6.17	4.98

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号: S1480209110083

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

范劲松

联系人

010-66507339

fanjs@dxzq.net.cn

资产负债表数据

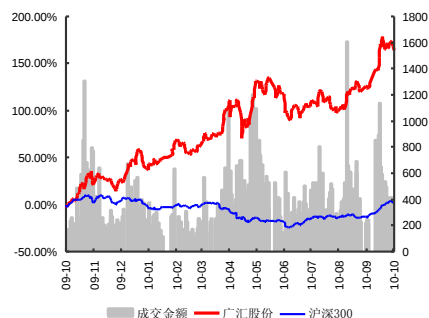
(10.09.30)

总资产（百万元）	12694.71
股东权益（百万元）	3675.89
每股净资产（元）	2.97
市净率（X）	12.59
负债率（%）	61.99%

交易数据

52 周股价区间（前复权 元）	17.50-39.60
总市值（万元）	4631869
流通市值（万元）	2689691
总股本/流通 A 股（万股）	123847/71917
流通 B 股/H 股	--
52 周日均换手率	2.24%

52 周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

目 录

1. 房地产向清洁能源的华丽转身	3
2. 陆上 LNG 的龙头，未来空间巨大	3
3. 充足资源保障能源化工发展	4
4. 低成本煤化工利润巨大:	5
5. 自建公路打通“疆煤东运”通道:	5
6. 盈利预测与投资建议:	6
7. 风险提示	8

表格目录

表 1: 公司 LNG 项目产能情况 (亿方)	4
表 2: 公司与甘肃三公司签订的煤炭购销协议内容 (万吨)	6
表 3: 公司未来收入结构预测 (营业收入和成本单位均为百万元)	6

插图目录

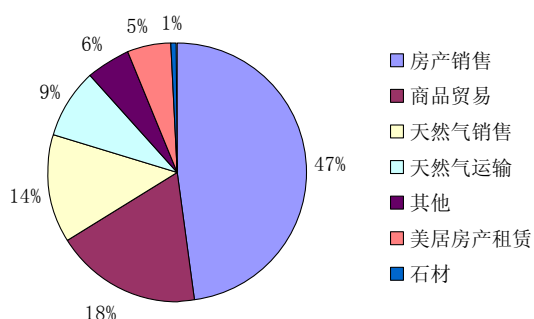
图 1: 公司目前销售收入结构	3
图 2: 预计公司 2013 年销售收入结构	3
图 3: 公司资源分布情况	4

1. 房地产向清洁能源的华丽转身

公司原来的主营业务是房地产，自 2004 年开始，广汇股份的 LNG（液化天然气）业务投产运营。此后，LNG 业务占公司业务的比重逐年上升，目前已成为公司最主要的盈利来源。

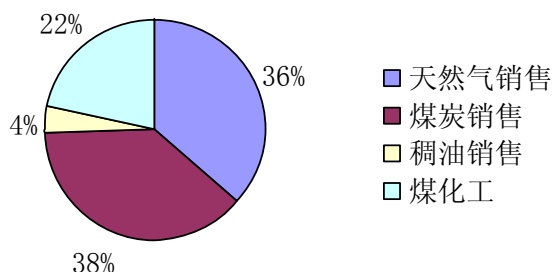
目前，公司已是国内规模最大的陆上 LNG 生产商。LNG 生产的气源由中国石油吐哈油田提供。公司与中国石油吐哈油田签订了 15 年“照付不议”长期合同。受制于吐哈油田供气不足和合同期限的制约，广汇股份通过国内合作、海外投资、煤制天然气等多种途径积极寻找新的天然气源，以扩大 LNG 产品的产能，发展壮大 LNG 业务，逐步实施清洁能源产业的战略。随着公司规模的逐步扩大，公司对业务进行整合，剥离了石材、塑钢门窗等业务，制订了退出房地产开发业务的时间，确立了专注于清洁能源生产、销售的发展战略。

图 1：公司目前销售收入结构



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：预计公司 2013 年销售收入结构



资料来源：东兴证券研究所

2. 陆上 LNG 的龙头，未来空间巨大

公司主要战略定位于清洁能源龙头，LNG 业务是公司发展的主线。目前公司是国内最大的陆上 LNG 生产商，年产量 3 亿方，目前正在建设的产能 10 亿方，规划产能 40 亿方，未来至少占据国内陆上 LNG 的半壁江山。新疆地区地广人稀，不适合铺设天然气管网，LNG 是最好的选择。公司是国家“气化南疆”计划的执行者，同时公司也在大力推广 LNG 重卡的使用，在新疆各处布局 LNG 加注站，未来仅 LNG 重卡对 LNG 的需求量就能达到 16 亿方。

公司目前只有一个 LNG 基地，即鄯善 LNG，产能为 5 亿方/年，但受制于原材料供应不足，每年实际产量只有 3 亿方。鄯善 LNG 的天然气原料来自于中石油吐哈油田，原料成本约 0.85 元/方，加工成本约 0.31 元/方（按 5 亿方产量算，由于实际产量仅 3 亿方，成本略高此数），销售价格 1.82 元/方，毛利率超过 30%。

公司吉木乃 LNG 项目进展顺利，预计明年 8 月可以完工。吉木乃 LNG 所用天然气是斋桑油气田所产，如果斋桑天然气生产顺利，则可以按时投产。按照吉木乃 LNG 与哈国 TBM 公司的协议，售气价格开工前两年约为 120 美元/千方、3-5 年为 130、160、170 美元/千方，开车的第 6 年开始气价

应与国际天然气价格保持一致；但如果当时国际天然气价格低于 120 美元/千方，该气价应相应向下调整与国际天然气加保持一致。吉木乃所产 LNG 主要供附近地区民用，销售价格与鄯善相当，未来三年毛利率接近 40%。

哈密地区煤化工项目联产的 4.9 亿方甲烷未来制成 LNG 销售，短期或主要用作民用，长期主要供 LNG 重卡加气。按照公司规划，2015 年要在全疆建成 300 个 LNG 加注站，推广 LNG 重卡达到 30000 辆，按每车每天加 150 方气计算，2015 年 LNG 重卡对 LNG 的需求量达到 16 亿方。车用 LNG 销售价格比民用 LNG 高很多，约 3.4 元/方，按制气成本 1.14 元/方和液化成本 0.31 元/方计算，毛利率可达到 55%。截至 2010 年 6 月，公司已推广 LNG 汽车 1197 辆，建成 LNG 加注站 24 个，2010 年上半年累计加气量 490.58 万方，略低于预期，但是预计待 LNG 加注站达到一定的规模后会有一个爆发式增长。

公司还有库车和富蕴两个 LNG 项目处于规划阶段，库车地区主要利用中石油塔里木油田的 8 亿方天然气和当地的煤资源，富蕴地区规划建 40 亿方/年 LNG 产能，公司未来 LNG 的发展前景非常广阔。

表 1：公司 LNG 项目产能情况（亿方）

项目	预计投产时间	产能	产量	预测毛利率	备注
鄯善 LNG	已投产	5	3	34%	受制于吐哈油田天然气供应开工不足
哈密 LNG	2011.6	5	--	33-61% ^a	供 LNG 重卡使用，价格约 3.4 元/方，远高于民用气价格
吉木乃 LNG	2011.8	5	--	44%	哈国斋桑天然气产量未来或超预期，则吉木乃 LNG 有扩产可能
库车 LNG	规划中	40	--	--	

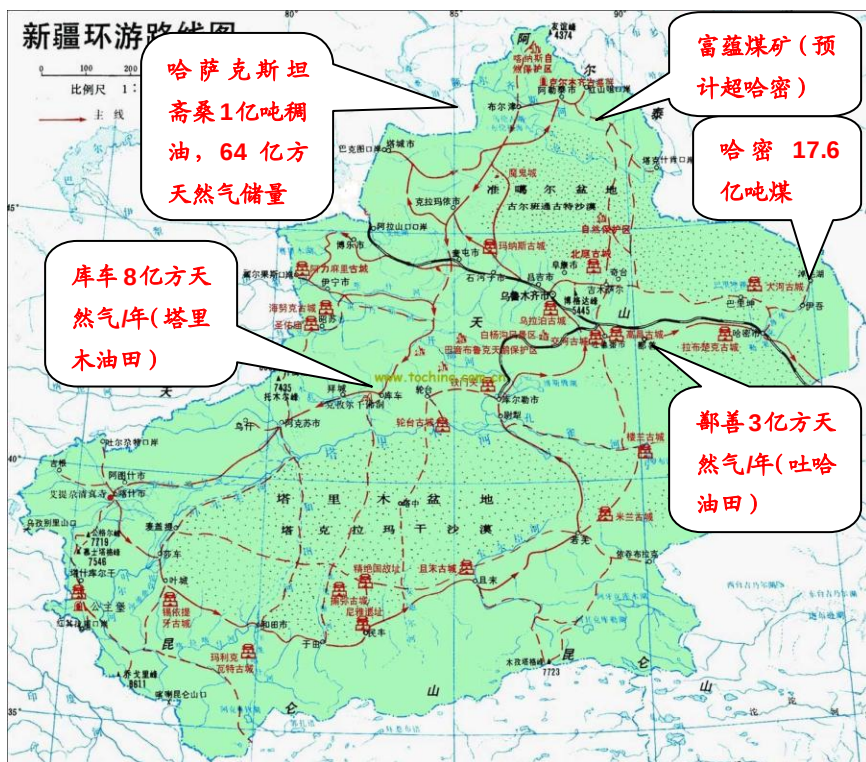
资料来源：东兴证券研究所

注：哈密 LNG 未来主要供应 LNG 重卡燃料，作为燃料销售价格约 3.4 元/方，比作为民用气销售价格 2 元/方高出约 75%，但需要随着 LNG 重卡的推进逐渐作为燃料销售。

3. 充足资源保障能源化工发展

公司目前掌握的资源包括：哈萨克斯坦斋桑油气田已探明的 1 亿吨稠油和 64 亿方天然气，未来还有进一步增加的可能；哈密地区 17.6 亿吨露天煤；富蕴地区正在勘探煤矿，预计储量高于哈密；库车地区中石油塔里木油田的年产 8 亿方天然气；鄯善地区吐哈油田的年产 3 亿方天然气。这些成本较低的资源为公司未来能源化工的发展提供了强有力的竞争力。

图 3：公司资源分布情况



资料来源：东兴证券研究所

4. 低成本煤化工利润巨大：

公司此次非公开增发 25 亿元投向哈密 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚项目，同时联产 4.9 亿方甲烷，产出的甲烷再制成 LNG 销售。该装置是国内第一套煤气化和煤制甲醇联产装置，可以有效提高原料煤的使用效率。

项目借助极低成本的露天煤炭资源，折合二甲醚完全成本仅 480-520 元，到华东的运输成本约 1000 元/吨，目前华东二甲醚的市场价 4000 元/吨，未来保守按 3500 元/吨算，每吨净利润约 1200 元，未来对 EPS 的贡献有可能超过 1 元。公司目前已经签订的意向合同包括 90 万吨甲醇和 10 万吨二甲醚，未来的销售应该没有困难。

由于哈密地区气候恶劣，夏热冬冷，且常有 10 级大风，项目施工进度低于预期，目前来看若无意外，明年 6 月或可投产。

5. 自建公路打通“疆煤东运”通道：

新疆地区最大的困难是运输问题，虽然国家提出“疆煤东运”战略，但是必须要有运输能力的保障，目前在建的兰新铁路二线要 2014 年才能运行。公司自己投资 2 亿元修建了一条从淖毛湖矿区到甘肃柳沟的公路，打通了哈密煤出疆的第一个关口，提前 4 年站在了“疆煤东运”的桥头堡。

公司在哈密地区拥有约 48 亿吨煤储量，除了供应煤化工项目的原料，未来抓住国家“疆煤东运”的战略机遇进行外销。今年 5 月公司与甘肃省电力投资集团公司、甘肃大唐燃料有限责任公司、国电甘肃电力有限公司分别签订了《煤炭购销合作协议书》，未来 5 年向这 3 家公司的煤炭供应量 1.177 亿吨。

表 2：公司与甘肃三公司签订的煤炭购销协议内容（万吨）

购煤单位	2010	2011	2012	2013	2014	2015	合计
甘肃省电力投资集团公司	80	300	500	1000	2000	3000	6880
甘肃大唐燃料有限责任公司	80	400	500	600	800	1000	3380
国电甘肃电力有限公司	10	100	200	300	400	500	1510
合计	170	800	1200	1900	3200	4500	11770

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议：

我们对公司未来 5 年的收入假设如下表：

表 3：公司未来收入结构预测（营业收入和成本单位均为百万元）

产品	项目	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	核心假设
斋桑稠油	销量（万吨）		4.90	4.90	9.80	11.60	49%权益
	单价（元/吨）		2922.05	2922.05	2922.05	2922.05	美元中间价按 0.1/年递减 Brent 原油价格按 83 美元算
	销售收入		143.18	143.18	286.36	338.96	
	毛利率		39.76%	39.76%	39.76%	39.76%	
	经营成本		86.25	86.25	172.50	204.19	开采成本 25-29 美元,取平均 27， 再加上石油特别收益金
斋桑天然气	销量（亿方）		1.23	2.45	4.90	9.80	
	单价（元/方）		0.79	0.78	0.83	1.01	前两年 120 美元/千方，后面 130、160、 170
	销售收入		97.02	191.10	407.68	987.84	
	毛利率		49.49%	48.72%	51.92%	60.32%	
	经营成本		49.00	98.00	196.00	392.00	假设开采成本 0.4 元/方
哈密煤炭销售	销量（万吨）		536.00	804.00	1273.0	2144.0	增发后公司占广汇新能源 67%股权
	单价（元/吨）		186.67	196.00	205.80	216.09	销售合同价格扣除 200 元运费
	销售收入		1000.53	1575.84	2619.83	4632.97	
	毛利率		86.26%	86.92%	87.54%	88.13%	

	经营成本		137.44	206.15	326.41	549.74	35 元/吨
哈密二甲醚	销量 (万吨)		16.08	42.88	50.25	50.25	11 年 6 月投产, 67%权益
	单价 (元/吨)		2991.45	2991.45	2991.45	2991.45	
	销售收入		481.03	1282.74	1503.21	1503.21	
	毛利率		50.53%	50.53%	50.53%	50.53%	
	经营成本		237.98	634.62	743.70	743.70	运输费 1000 暂计入成本
哈密 LNG	销量 (亿方)		1.01	2.68	3.35	3.35	11 年 6 月投产, 67%权益
	单价 (元/方)		1.71	2.14	2.56	2.91	根据 LNG 重卡推广进度, 价格逐渐从 2 元/方涨至 3.4 元/方
	销售收入		171.79	572.65	858.97	973.50	
	毛利率		33.31%	46.65%	55.54%	60.77%	
	经营成本		114.57	305.52	381.90	381.90	
鄯善 LNG	销量 (亿方)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	受吐哈油田产量限制未来难以增长
	单价 (元/方)	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	1.82 元/方
	销售收入	466.67	466.67	466.67	466.67	466.67	
	毛利率	34.01%	34.01%	34.01%	34.01%	34.01%	
	经营成本	307.95	307.95	307.95	307.95	307.95	吐哈油田的成本按 0.85 元/方算, 人工折旧加上 0.31 元/方
吉木乃 LNG	销量 (亿方)	0.00	1.00	5.00	5.00	5.00	目前 90%权益, 未来 75.1%
	单价 (元/方)	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	
	销售收入	0.00	155.56	777.78	777.78	777.78	
	毛利率		43.63%	44.29%	41.43%	31.76%	
	经营成本		87.69	433.33	455.56	530.77	
房地产	销售收入	1730.00	1730.00	1730.00	1730.00	1730.00	
	毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	
	经营成本	865.00	865.00	865.00	865.00	865.00	
商品贸易	销售收入	660.00	660.00	660.00	660.00	660.00	
	毛利率	8.90%	8.90%	8.90%	8.90%	8.90%	
	经营成本	601.26	601.26	601.26	601.26	601.26	
天然气运输	销售收入	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00	
	毛利率	-0.76%	-0.76%	-0.76%	-0.76%	-0.76%	
	经营成本	302.28	302.28	302.28	302.28	302.28	
其他	销售收入	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00	
	毛利率	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%	
	经营成本	220.00	220.00	220.00	220.00	220.00	
合计	销售收入	3698.89	5605.78	8099.95	10010.5	12770.9	
	毛利率	37.27%	46.32%	49.87%	54.32%	60.08%	

经营成本 2320.42 3009.42 4060.37 4572.56 5098.79

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

预计公司 10-14 年 EPS 分别为 0.59、1.16、1.90、2.62 和 3.77 元，当前股价对应市盈率分别为 63、32、19、14 和 10 倍，公司未来 5 年年均增速 59%。鉴于公司未来 5 年的高速增长以及较大的上游资源储量，我们认为可以给予公司 2011 年 40 倍 PE 估值，对应股价 46.4 元，相对目前股价仍有 25% 的空间，首次给予公司“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

1. 哈密煤化工项目因气候等原因进度低于预期的风险。
2. LNG 重卡推广进度低于公司预期的风险。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,033.15	3,100.81	3,698.89	5,605.78	8,099.95
营业成本	1,257.96	2,058.57	2,320.42	3,009.42	4,060.37
营业费用	21.16	48.27	85.07	128.93	186.30
管理费用	65.45	105.69	99.87	151.36	218.70
财务费用	73.45	97.88	103.89	76.40	-1.86
投资收益	4.88	15.83	0.00	0.00	0.00
营业利润	562.91	638.29	959.17	2,042.47	3,351.94
利润总额	579.86	695.91	960.17	2,043.47	3,352.94
所得税	97.03	167.04	230.44	490.43	804.71
净利润	482.83	528.87	729.73	1,553.03	2,548.23
归属母公司所有者的净利润	477.25	537.40	729.73	1,553.03	2,548.23
NOPLAT	529.88	559.47	807.93	1,610.34	2,546.06

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	210.61	962.49	776.77	1,270.02	2,489.46
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	343.50	311.61	432.72	655.80	947.58
预付款项	201.34	879.93	1,320.81	1,892.60	2,664.07
存货	746.94	959.92	1,207.89	1,566.55	2,113.62
流动资产合计	1,576.64	3,214.85	3,863.80	5,578.71	8,497.59
非流动资产	3,278.71	5,994.83	5,701.98	6,336.60	6,441.22
资产总计	4,855.35	9,209.68	9,565.78	11,915.31	14,938.81
短期借款	713.60	865.13	2,323.03	0.00	0.00

应付帐款	309.52	296.50	445.01	577.15	778.70
预收款项	259.00	732.43	1,102.32	1,662.90	2,472.89
流动负债合计	1,664.03	3,040.50	4,108.87	2,544.62	3,656.95
非流动负债	221.35	1,790.62	245.25	245.25	245.25
少数股东权益	134.12	1,153.68	1,153.68	1,153.68	1,153.68
母公司股东权益	2,835.85	3,224.89	4,040.73	7,954.51	9,865.68
净营运资本	(87.39)	174.35	(245.06)	3,034.09	4,840.64
投入资本 IC	1,805.34	3,957.04	5,000.67	6,098.17	7,371.90

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	482.83	528.87	729.73	1,553.03	2,548.23
折旧摊销	171.12	199.05	0.00	365.38	395.38
净营运资金增加	366.64	261.74	(419.41)	3,279.15	1,806.55
经营活动产生现金流	406.63	820.40	339.48	1,532.93	2,355.64
投资活动产生现金流	(495.74)	(2,178.58)	47.32	-1,001.00	-501.00
融资活动产生现金流	(276.10)	1,850.85	(572.52)	-38.68	-635.20
现金净增（减）	(365.21)	492.67	(185.73)	493.25	1,219.44

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。