

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:

《公司季报点评-广汇股份 (600256): 前三季主要靠地产, 四季度看煤炭和 LNG》(2010.10.20)

《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:

公司与中国铝业签订煤炭购销合同, 合同履行期限为 2010 年 11 月到 2013 年底, 公司将于未来 3 年向中铝兰州分公司销售动力煤 150-200 万吨、今年到年底销售 5-10 万吨; 煤炭价格以兰州局张家祠站为交货地、基低位发热量 5300 大卡的沫煤综合到厂含税价 410 元/吨为基准, 包含煤价、公路运费、铁路运杂费。

合同规定, 收货方承担 100 元/吨公路运费, 高出部分由公司承担; 铁路运杂费以实际发生票据金额为准; 扣除以上两部分后为煤价。每结算批次按平均热值计算, 每结算批次收到基低位发热量升降 1 Kcal/Kg 结算基础价格按 0.075 元/吨增减。按批次收到基低位发热量小于 4800 Kcal/Kg 时, 双方协商解决。

点评:

□ 煤炭销售渐入佳境, 单位净利可达 100 元/吨, 为明年业绩主力

公司向中铝销售煤炭的发热量 5300 大卡基准价 410 元, 和 9 月份与甘肃大唐燃料公司签订的基准价 408 元基本相当, 我们预计未来几年公司的新增煤炭购销合同, 基准价保持这个水平的可能性很大。煤炭基准价格中包含了煤价、公路运费、铁路运杂费, 公路和铁路运杂费分别按照 100 元/吨来测算, 煤价除税价约为 180 元/吨, 扣除煤炭成本 35 元/吨、以及其他装卸、煤损耗等费用, 煤炭吨净利在 80 元左右。

公司哈密煤矿区为 5500 大卡以上的优质高热量露天煤, 我们预计销售煤炭发热量在 5500-5800 大卡之间。按合同, 发热量升降 1Kcal/Kg 基准价增减 0.075 元/吨; 若按 5600 大卡来测算, 再加上此项目享受“两免三减半”税收优惠, 煤炭销售单位净利可达 100 元/吨。煤炭业务将贡献公司 2011 年 EPS 约 0.54 元, 为业绩主力。公司第一个实现大规模疆煤东运, 若煤炭销售供不应求, 我们认为不排除公司在淖柳铁路通车之前、再建设一条淖柳矿用公路的可能, 煤炭销售超预期可能性较大。

□ 哈密煤化工项目预计明年 2 季度投产, 明年全年预计贡献业绩不大

哈密煤化工项目预计明年 2 季度初投产, 全年整体开工率预计 30%左右, 初期折旧和开工刚性成本较大, 2011 年煤化工业务预计基本不盈利, 2012 年煤化工开工率预计可达 70%以上。明年煤化工开工后, 随着煤炭销售增长, LNG 重卡将提速。

□ 风险提示: LNG 重卡推广和哈密煤化工开工进度低于预期

□ 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 0.59 元、1.13 元和 2.46 元, 维持“买入”评级。

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,033.15	3,100.81	4,017.87	5,386.23	7,646.69
归属母公司净利润	477.18	537.38	736.29	1,404.85	3,049.76
EPS	0.39	0.43	0.59	1.13	2.46
PE	122.5	108.8	79.4	41.6	19.2

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%	70%
淖毛湖煤化工权益	%				67%	100%
淖毛湖煤炭销售量	万吨			170	1000	1400

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
哈国斋桑项目： 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				270.00	937.50
	营业成本				133.92	358.50
	营业毛利				136.08	579.00
	营业利润				109.08	485.25
鄯善 LNG	营业收入	957.60	647.77	822.00	994.00	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	278.60	497.52
	营业利润	337.19	97.70	148.80	179.20	363.92
哈密淖毛湖： 煤化工 (包括 LNG)	营业收入				800.64	2,140.26
	营业成本				616.40	716.90
	营业毛利				184.24	1,423.36
	营业利润				104.18	1,209.34

煤炭销售	营业收入			250.85	1,393.60	1,951.04
	营业成本			104.68	514.56	720.38
	营业毛利			146.17	879.04	1,230.66
	营业利润			108.54	670.00	938.00
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	2,033.15	3,100.81	4,017.87	5,386.23	7,646.69
	营业成本	1,257.96	2,058.57	2,609.69	3,101.22	3,129.02
	营业毛利	775.18	1,042.25	1,408.18	2,285.01	4,517.67
	营业利润	562.88	638.28	940.46	1,618.99	3,376.64

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	4,017.9	5,386.2	7,646.7
营业成本	1,258.0	2,058.6	2,609.7	3,101.2	3,129.0
营业税金及附加	47.5	138.6	180.8	242.4	382.3

销售费用	21.2	48.3	80.4	134.7	305.9
管理费用	65.5	105.7	140.6	188.5	267.6
财务费用	73.5	97.9	42.9	70.5	125.2
资产减值损失	9.6	29.4	15.0	20.0	50.0
投资净收益	4.9	15.8	8.0	10.0	10.0
营业利润	562.9	638.3	940.5	1,619.0	3,376.6
营业外净收入	17.0	57.6	15.0	15.0	15.0
利润总额	579.9	695.9	955.5	1,634.0	3,391.6
所得税	97.0	167.0	211.7	215.0	311.1
净利润	482.9	528.9	743.7	1,419.0	3,080.6
少数股东损益	5.7	-8.5	7.4	14.2	30.8
归属于母公司净利润	477.2	537.4	736.3	1,404.8	3,049.8
EPS	0.39	0.43	0.59	1.13	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。