

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：

《公司动态报告-广汇股份（600256）：煤炭销售渐入佳境，LNG 重卡推广有望提速》（2010.11.27）

《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：

公司与国电甘肃电力有限公司所属的国电兰州热电公司就 2010 年至 2013 年具体煤炭供需事宜签订煤炭购销合同，公司将于未来 3 年向国电兰州热电公司销售动力煤 120-150 万吨、今年到年底销售 5-10 万吨；煤炭价格以兰州局兰州东站和陈官营站为交货地、基低位发热量 5300 大卡的沫煤综合到厂含税价 420 元/吨为基准，包含煤价、公路运费、铁路运杂费。

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。

点评：

□ 本次与国电甘肃电力煤炭销售合同是 5 月框架协议的细化，销量将超预期

本次公司与国电甘肃电力有限公司所属的国电兰州热电公司就 2010 年至 2013 年具体煤炭供需事宜签订煤炭购销合同，是对公司已于 2010 年 5 月 26 日与国电甘肃电力有限公司签订了《煤炭购销合作协议书》的细化；按照 5 月 26 日的框架协议，公司对国电甘肃电力有限公司未来 3 年的煤炭销售量分别为 100 万吨、200 万吨和 300 吨，目前细化销售给国电甘肃电力有限公司所属的国电兰州热电公司 2011 年就达到 120-150 万吨，超过之前的框架协议；我们认为随后国电甘肃电力其他子公司细化合同的签订，国电甘肃电力的煤炭销量就将超预期，

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。

□ 煤炭销售再下一单，本合同的单位净利可超 100 元/吨

11 月 27 日公布的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，本次基准价为 420 元，略高于之前的价格；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，煤炭基准价格中包含煤价、公路运费、铁路运杂费，与前 2 次一致；这符合我们之前的判断，即未来煤炭销售新签合同的基准价均将维持在 400 多元这个水平、发热量升降的结算差价将维持 0.075 元/吨增减的水平；这样来看，此笔合同的煤炭吨净利可能将高于 100 元。煤炭业务将贡献公司 2011 年 EPS 约 0.54 元。

□ 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，近日回调近 10%是新的介入机会。

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

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。