

广汇股份：业绩符合预期，未来高成长可期

2010 年报点评

报告关键点：

- 2010年业绩增长基本符合预期
- 煤炭市场开发取得成果，将成为2011年业绩主要来源
- 下调盈利预测，维持买入-A投资评级不变

报告摘要：

- 2010年业绩增长基本符合预期：**营业收入37.89亿元，同比增长22%，归属于上市公司股东净利润6.88亿元，折合EPS0.56元，同比增长28%，基本符合我们此前预期。公司能源业务中，除哈密煤化工项目建设、LNG汽车推广业务与计划相比产生偏差外，哈萨克斯坦TBM公司石油及天然气的勘探和建设、吉木乃LNG工厂建设、煤炭销售业务拓展、能源综合物流、富蕴煤炭综合开发项目前期工程等工作均进展顺利。年产120万吨甲醇/80万吨二甲醚(煤基)项目受天气等因素影响竣工时间推迟，目前，公司正在全力以赴争抢工期，力争在2011年第四季度联动试车，已签订各类意向产品销售合同中，甲醇213万吨，二甲醚12万吨，焦油、石脑油等副产品4.5万吨，为项目竣工投产做好了充分准备。报告期末，公司已推广LNG汽车2584辆(其中1532辆上路运行)，建成LNG汽车加注站64座，全年LNG汽车加注站累计加气量1871万方。
- 煤炭市场开发取得成果，将成为2011年业绩主要来源：**公司在开拓甘肃电力、钢铁等大宗用煤行业煤炭市场方面取得重大突破。公司紧紧抓住机遇，与甘肃大唐燃料公司、国电甘肃电力公司、中国铝业兰州分公司分别签订了2010-2013年《煤炭购销合同》，并建立了长期战略合作关系，煤炭供应量总计约2750万吨。仅用3个月就建成通车的津柳矿用公路已经打通了公司煤炭的出疆通道，柳沟煤炭物流园的建成将进一步提高公司煤炭的铁路发送能力，公司正在构建公路和铁路运输方式互补的，多个LNG仓储中转物流配送节点并行的，具备煤炭、LNG、石油、煤化工等产品仓储功能为一体的能源产品物流体系。2011年将力争实现600-800万吨煤炭销售目标，成为公司业绩增长主要来源。
- 下调盈利预测，维持买入-A投资评级不变：**鉴于公司煤化工项目进度低于我们的预期，预计2011年煤化工业务仍将难以贡献利润，煤化工将从2012年开始贡献业绩，我们分别下调2011、2012 EPS47%、12%，至0.91元、2元，不过，2012年开始公司将进入业绩的快速增长期，我们长期看好公司在能源领域的战略布局，在当前能源价格节节攀高的背景下，我们建议给予公司2012年25倍PE，提高12个月目标价至50元，维持买入-A投资评级不变。
- 风险提示：**能源发展的运输风险、新项目相关建设手续办理不及时风险、资金筹措不到位的风险。

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

50.00 元

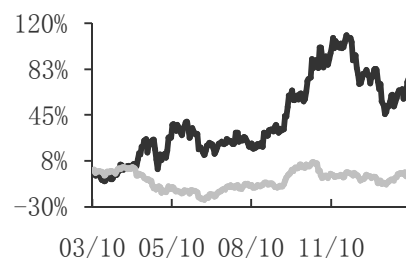
期限： 12个月 上次预测： 42.75 元

现价(2011年02月28日)： 40.94 元

报告日期： 2011-03-01

总市值(百万元)	50,764.79
流通市值(百万元)	29,478.86
总股本(百万股)	1,238.47
流通股本(百万股)	719.17
12个月最低/最高	23.00/49.68 元
十大流通股东(%)	24.97%
股东户数	44,975

12个月股价表现



— 广汇股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.01	(17.10)	78.43
绝对收益	7.92	(15.14)	74.62

谭志勇

 021-68765172
 执业证书编号

刘军

 021-68766167
 执业证书编号

行业分析师

 tanzy2@essence.com.cn
 S1450511020017

首席行业分析师

 liujun@essence.com.cn
 S1450511020010

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,100.8	3,789.4	6,025.3	9,488.8	13,798.1
Growth(%)	52.5%	22.2%	59.0%	57.5%	45.4%
净利润	537.4	688.4	1,121.9	2,481.0	4,000.6
Growth(%)	12.6%	28.1%	63.0%	121.1%	61.2%
毛利率(%)	33.6%	34.7%	38.5%	47.1%	49.9%
净利润率(%)	17.3%	18.2%	18.6%	26.1%	29.0%
每股收益(元)	0.43	0.56	0.91	2.00	3.23
每股净资产(元)	3.54	4.08	5.71	7.46	10.11
市盈率	94.3	73.7	45.2	20.4	12.7
市净率	11.6	10.0	7.2	5.5	4.0
净资产收益率(%)	12.1%	13.6%	16.0%	27.1%	32.3%
ROIC(%)	24.2%	17.5%	16.4%	27.3%	36.2%
EV/EBITDA	43.0	47.1	26.0	13.0	8.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.5%	2.4%

前期研究成果

广汇股份：公路、铁路并举有序突破运力瓶颈

2010-10-20

广汇股份：煤炭合同细化，气化南疆开工

2010-09-07

广汇股份：向能源行业转型不断推进

2010-07-30

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-2-28		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	3,100.8	3,789.4	6,025.3	9,488.8	13,798.1	营业收入增长率	52.5%	22.2%	59.0%	57.5%	45.4%	
减: 营业成本	2,058.6	2,475.2	3,707.0	5,018.3	6,914.2	营业利润增长率	13.4%	38.4%	71.0%	121.1%	61.2%	
营业税费	138.6	154.9	246.3	387.9	564.1	净利润增长率	12.6%	28.1%	63.0%	121.1%	61.2%	
销售费用	48.3	56.0	89.0	140.2	203.8	EBITDA 增长率	15.8%	24.7%	83.1%	99.4%	53.4%	
管理费用	105.7	114.5	182.1	286.7	417.0	EBIT 增长率	15.7%	33.3%	80.2%	103.9%	56.3%	
财务费用	97.9	97.6	257.6	264.2	248.7	NOPLAT 增长率	12.7%	25.1%	69.2%	103.9%	56.3%	
资产减值损失	29.4	24.5	32.3	50.1	62.3	投资资本增长率	72.5%	81.4%	22.1%	18.0%	14.2%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	47.4%	15.5%	39.8%	30.7%	35.7%	
投资和汇兑收益	15.8	16.9	-	-	-							
营业利润	638.3	883.7	1,511.0	3,341.4	5,388.1	利润率						
加: 营业外净收支	57.6	32.2	-	-	-	毛利率	33.6%	34.7%	38.5%	47.1%	49.9%	
利润总额	695.9	915.8	1,511.0	3,341.4	5,388.1	营业利润率	20.6%	23.3%	25.1%	35.2%	39.0%	
减: 所得税	167.0	229.6	377.7	835.4	1,347.0	净利润率	17.3%	18.2%	18.6%	26.1%	29.0%	
净利润	537.4	688.4	1,121.9	2,481.0	4,000.6	EBITDA/营业收入	30.2%	30.8%	35.4%	44.9%	47.3%	
资产负债表						EBIT/营业收入	23.7%	25.9%	29.4%	38.0%	40.9%	
货币资金	962.5	800.6	902.5	1,248.9	3,637.6	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	124	100	129	171	174	
应收账款	386.1	449.8	639.8	1,007.6	1,465.2	流动营业资本周转天数	88	72	29	14	14	
应收票据	11.5	50.0	79.5	125.2	182.0	流动资产周转天数	278	273	150	98	96	
预付账款	879.9	348.8	-446.8	-1,523.7	-3,007.5	应收账款周转天数	44	36	30	30	31	
存货	959.9	856.5	1,282.8	1,736.6	2,392.7	存货周转天数	99	86	64	57	54	
其他流动资产	14.9	23.1	35.5	52.3	75.4	总资产周转天数	816	1,040	830	613	483	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	410	597	538	409	326	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	353.3	369.0	345.5	345.5	345.5	ROE	12.1%	13.6%	16.0%	27.1%	32.3%	
投资性房地产	1,419.9	1,487.2	1,487.2	1,487.2	-	ROA	5.7%	5.4%	7.5%	14.6%	20.4%	
固定资产	1,048.2	1,064.9	3,245.5	5,771.2	7,585.3	ROIC	24.2%	17.5%	16.4%	27.3%	36.2%	
在建工程	790.3	5,513.2	5,469.2	4,481.5	3,888.9	费用率						
无形资产	110.6	104.1	187.7	181.4	175.4	销售费用率	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
其他非流动资产	2,271.9	1,615.3	1,874.6	2,308.3	3,048.5	管理费用率	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
资产总额	9,209.7	12,682.6	15,103.7	17,222.6	19,789.6	财务费用率	3.2%	2.6%	4.3%	2.8%	1.8%	
短期债务	865.1	1,192.7	1,307.2	1,543.1	1,235.6	三费/营业收入	8.1%	7.1%	8.8%	7.3%	6.3%	
应付账款	672.5	959.4	1,436.8	1,945.1	2,680.0	偿债能力						
应付票据	241.3	251.3	376.3	509.4	701.9	资产负债率	52.5%	60.1%	53.2%	46.4%	36.7%	
其他流动负债	777.3	166.8	-286.2	-999.5	-2,036.8	负债权益比	110.3%	150.9%	113.8%	86.5%	58.0%	
长期借款	242.0	3,394.4	3,394.4	3,394.4	3,394.4	流动比率	1.06	0.91	0.74	0.74	1.45	
其他非流动负债	1,548.6	1,442.4	1,270.2	998.9	604.4	速动比率	0.74	0.60	0.36	0.25	0.72	
负债总额	4,831.1	7,627.5	8,037.7	7,989.6	7,263.8	利息保障倍数	7.52	10.06	6.86	13.65	22.67	
少数股东权益	1,153.7	1,188.1	2,088.3	2,110.8	2,147.2	分红指标						
股本	952.7	1,238.5	1,238.5	1,238.5	1,238.5	DPS(元)	-	0.00	0.27	0.60	0.97	
留存收益	2,255.0	2,619.4	3,739.3	5,883.7	9,140.1	分红比率	0.0%	0.3%	30.0%	30.0%	30.0%	
股东权益	4,378.6	5,055.1	7,066.0	9,233.1	12,525.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.5%	2.4%	
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	528.9	686.3	1,121.9	2,481.0	4,000.6	EPS(元)	0.43	0.56	0.91	2.00	3.23	
加: 折旧和摊销	199.2	184.7	366.5	651.7	894.7	BVPS(元)	3.54	4.08	5.71	7.46	10.11	
资产减值准备	29.4	24.5	32.3	50.1	62.3	PE(X)	94.3	73.7	45.2	20.4	12.7	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.6	10.0	7.2	5.5	4.0	
财务费用	80.5	101.9	128.3	257.6	264.2	P/FCF	187.9	204.4	-91.4	54.4	25.0	
投资收益	-15.8	-16.9	-	-	-	P/S	16.4	13.4	8.4	5.3	3.7	
少数股东损益	-8.5	-2.1	11.3	25.1	40.4	EV/EBITDA	43.0	47.1	26.0	13.0	8.2	
营运资金的变动	151.0	-883.7	-383.4	-758.3	-1,040.7	CAGR(%)	68.0%	80.6%	76.3%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	820.4	519.4	1,406.3	2,713.7	4,206.0	PEG	1.4	0.9	0.6	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-2,178.6	-3,465.8	-2,366.5	-2,000.0	-2,000.0	ROIC/WACC	2.7	2.0	1.8	3.0	4.0	
融资活动产生现金流量	1,850.8	2,878.7	-479.7	-772.6	-1,756.4	REP	3.3	3.5	3.1	1.6	1.0	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008年7月加盟安信证券研究中心。

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5年证券研究经历，8年中国石化工作经验，曾获2005年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007年4月加盟安信证券研究中心

分析师声明

谭志勇、刘军分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034