

2011年7月14日

广汇股份

天然气行业的快速成长股

A
买入

600256.SS - 人民币 26.49

目标价格: 人民币 33.20

罗丹

(8610) 6622 9107

dan.luo@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210090001

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(5)	18	1	40
相对新华富时A50指数(%)	(5)	15	10	33

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,946.87
流通股(%)	55
流通股市值(人民币 百万)	26,868
3个月日均交易额(人民币 百万)	299
净负债比率(%) (2011E)	76
主要股东(%)	
新疆广汇实业投资	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

今年上半年将房地产业务剥离之后, 广汇股份的能源业务结构已日渐清晰: 以液化天然气及石油为核心业务、煤炭及煤化工产品销售为辅。估计公司的液化天然气销售情况良好, 尤其是车用液化天然气的销售比例大幅提高。我们判断公司未来三年将凭借明显的资源成本优势, 实现收入规模和营业利润率高速增长。将能源产业与分布式物流产业结合的独特模式是公司强有力的“护城河”。公司具备特有的竞争优势及隐含价值, 我们给予买入的首次评级, 目标价格 33.20 元。

支持评级的要点

- 车用液化天然气销售情况良好, 后续利润率将大幅提升。公司的液化天然气二、三期工程完全达产后, 将新增气源 10 亿立方米, 解决目前气源供不应求的问题。
- 我们认为广汇集团煤炭资源后续可能注入上市公司。公司目前煤炭储量 17.6 亿吨, 注入后将新增煤炭储量 48 亿吨。另外, 公司在富蕴的煤炭资源储量有待评估。
- 公司具备强有力的地缘优势。公司已把持能源出疆至甘肃及其它省份的“东大门”, 又打通了中亚资源进入中国的“西大门”。估计公司会把石油天然气上游及服务业务逐步拓展至中亚周边国家。

风险

- 公司各大项目进展速度低于预期。
- 石油天然气等大宗商品价格下跌。

估值

- 为求谨慎, 我们的预测基于公司对新能源公司的持股比例 2012-2013 年仍为 67%, 2011-2013 年每股收益分别为 0.58、0.82、1.41 元。我们采用分项加和的估值方法给予公司目标价格 33.20 元, 首次评级为买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3,101	3,789	4,100	6,264	8,925
变动(%)		22	8	53	42
净利润(人民币 百万)	537	688	1,111	1,593	2,741
全面摊薄每股收益(人民币)	0.289	0.371	0.584	0.818	1.408
变动(%)		28.1	57.6	40.2	72.0
全面摊薄市盈率(倍)	91.6	71.5	45.4	32.4	18.8
每股现金流量(人民币)	0.44	0.28	0.64	1.26	1.98
价格/每股现金流量(倍)	60.0	94.7	41.2	21.0	13.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	56.2	46.4	39.0	20.0	13.2
每股股息(人民币)	0.014	0.027	0.175	0.246	0.246
股息率(%)	0.1	0.1	0.7	0.9	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

公司液化天然气业务发展历程	3
资源成本优势提升毛利率	5
资源引进通道已打开，中亚地区资源拓展存大机会	13
财务分析	15
估值：隐含价值凸显	17
附录	20
研究报告中所提及的有关公司	27

公司液化天然气业务发展历程

公司上市时是单一从事石材生产和销售的公司，后来发展成集液化天然气、房地产、采掘业、批发零售、建材水泥和石材销售为一体的多元化业务公司。2011年前，公司的主营业务收入主要来自房地产业务。而2011年6月份商品房销售已经剥离，公司已全面转型能源主业。石材业务也于2009年转让至山西天东房地产。至此，广汇股份的能源业务“版图”开始浮出水面：石油天然气开采、液化天然气销售、煤化工和煤炭销售。

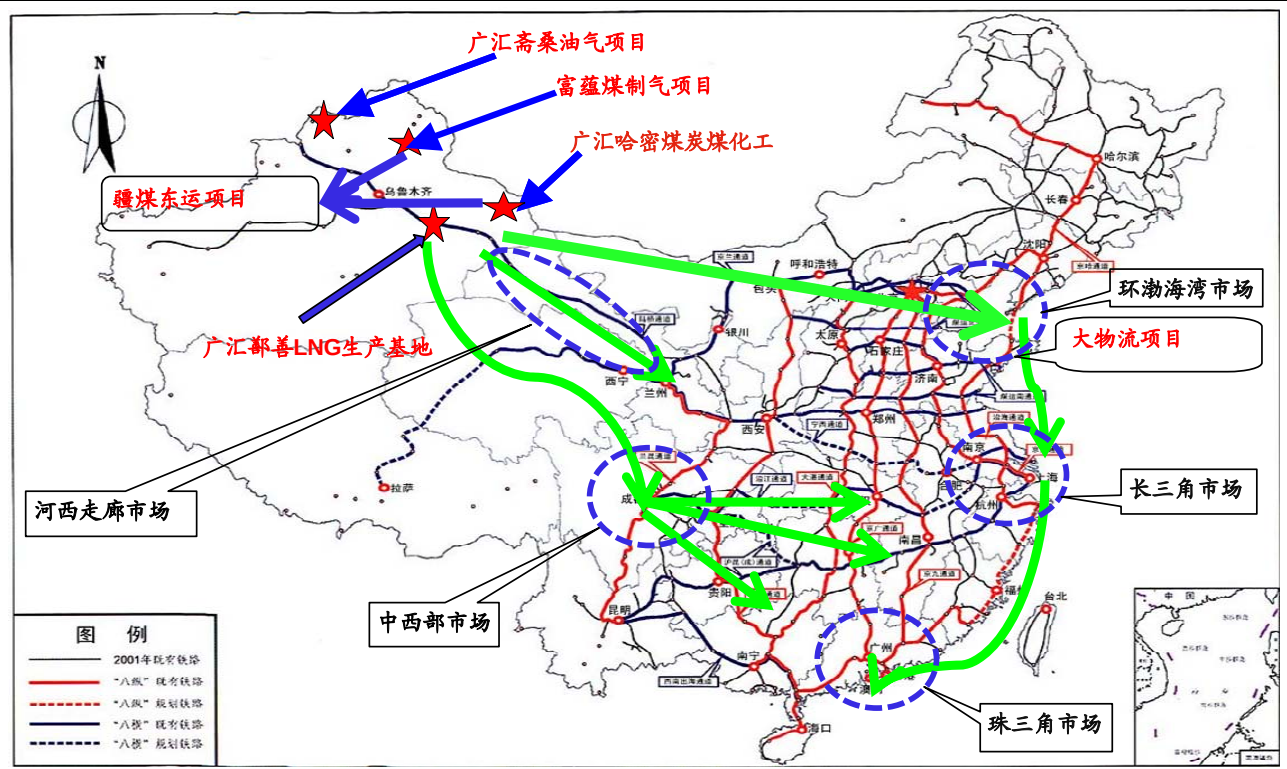
公司的液化天然气项目目前分为三期：第一期液化天然气工程项目2002年启动，位于吐鲁番地区的鄯善县，日处理能力达150万立方米。该项目由中石油吐哈油田签订每年5亿立方米的供气合同，但通常供气通常在3-5亿立方米。二期年产4.9亿方液化天然气项目位于哈密，利用煤制气，整个煤化工项目总投资64.5亿元，2010年已经累计投资约48亿元。三期吉木乃液化天然气项目位于新疆阿勒泰地区吉木乃县，日处理天然气量达150万立方米，预计年产液化天然气5亿立方米。该项目以公司拥有49%权益的斋桑油气田为气源，预计天然管道今年年底竣工通气。

图表 2. 广汇股份液化天然气业务发展历程

年份	事件
2002	液化天然气生产基地6月正式开工，3万立方米液化天然气储罐，累计投入资金8,000万。
2003	液化天然气工厂基本建设工作按计划全部完工，铁路专用线铺设完毕，首批液化天然气罐箱生产合同大部分完成。自有资金投资鄯善液化天然气项目，累计投入资金7.27亿元。
2004	液化天然气项目：日处理液化天然气能力尚未达到该项目设计能力，亏损。9月3日进入试运营阶段。液化天然气项目累计投入资金10.7亿元。
2005	液化天然气项目年末日处理能力接近设计生产能力。收入占比为18.37%。毛利率3.1%。天然气项目累计投入资金13.8亿元。
2006	9月，公司向美国新桥投资集团转让天然气公司33.32%的股权。资产账面价值为7.85亿元。同意公司投资建设日处理400万立方米液化天然气二期工程项目。
2007	将公司“液化天然气二期”气源变更为煤气。计划在投资建设“年产120万吨甲醇/80万吨二甲醚”，配置一套甲烷深冷装置，采用甲烷深冷分离技术，从煤气中分离出5.5亿立方米液化天然气，作为公司液化天然气二期之气源。公司出资5.1亿元与控股股东共同投资新疆库车广汇新能源开发有限责任公司。
2008	哈密煤化工（煤制液态甲烷气）累计投资3.5亿元。
2009	拟通过募集资金注资新能源公司，股权占比变成67%。与股东设立“广汇富蕴新能源公司”，股权比例51%。将广汇石材90%股权转让给山西天东房地产。与TBM公司合作；液化天然气汽车推广等项目均已全面展开。公司建成液化天然气加注站17个，完成液化天然气汽车推广230辆，汽车累计推广501辆。8月，收购哈萨克斯坦斋桑油气田区块（49%的权益）获发改委核准。
2011	4月，转让乌鲁木齐商业银行股权；5月，公司剥离房地产开发和销售业务；6月，广汇从哈萨克斯坦斋桑县至新疆吉木乃天然气输气管道或发改委批复。

资料来源：公司数据

图表 3.液化天然气项目分布图

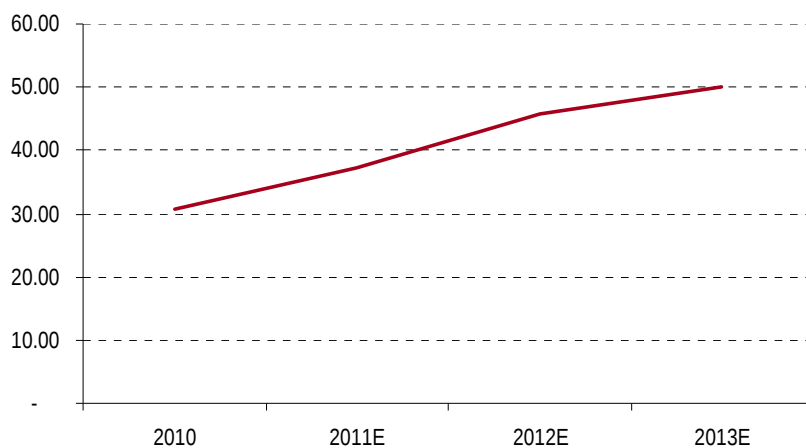


资料来源：公司数据

资源成本优势提升毛利率

我们认为公司未来三年将处于主营业务毛利率不断提升的过程。公司有明显的资源优势：煤炭坑口成本仅 35 元/吨，而煤化工项目的主要原材料成本是煤炭，项目所需电力由公司配套的自备电厂提供；来自斋桑油气田的供气成本非常低廉，供气价格自项目投产后 5 年内按照合同价格执行，5 年后才与市场接轨，而车用液化天然气的销售价格呈上升趋势，且民用及工业用气价格也将上涨；公司能源物流（淖毛湖至红柳河专用铁路）的建成将减少煤炭运输成本。

图表 4. 公司整体毛利率



资料来源：中银国际研究

液化天然气：下游销售空间大、成本优势明显、价格长期处于上涨趋势

若公司的液化天然气三期工程全部达产，未来三年内天然气理论总供应量约为 15 亿立方米。由于吐哈油田的气源为伴生气，供应量欠稳定，通常维持在 3-4 亿立方米的供应水平，因此实际总供应量未来三年约为 13 亿方/年。

天然气推广模式创新

公司的液化天然气的下游客户主要分为两大块：民用及工业用、车用燃料。民用及工业用售价基本相同，主要销售对象为管道或燃气公司。值得称道的是车用液化天然气的推广模式：由于新疆幅员辽阔，大部分区域地广人稀，因此修建天然气管道等不符合当地情况，资本支出大且不经济。公司瞄准新疆能源物流日趋活跃以及公路运距长的特点，创新的尝试了以能源物流拉动液化天然气销售的模式，将疆内重卡作为液化天然气销售的重中之重。

车用液化天然气销售市场已 过培育初期

车用液化天然气销售在新疆目前只有广汇股份一家公司在做推广。公司 2010 年开始推广，计划未来 3-5 年内，推广 3 万辆液化天然气汽车，液化天然气加注站 300 个。目前投入使用的加气站有 79 个，预计 2011 年至少新增至 100 个；主要分布在东疆、西疆和北疆。加气站的布点主要围绕矿产资源的运输线路，如：富蕴-乌鲁木齐、鄯善-哈密、准东-伊利等。重卡液化天然气的推广情况良好，不到一年时间，公司就已经不需要用自有资金帮用户提供担保以培育市场了。

新疆目前重卡约为 20 万辆，2010 年已推广的、在公路上行驶的液化天然气重卡达 1,500 辆，而 2011 年 1 季度已达 2,000 辆。一辆重卡一年的液化天然气消费量约为 5 万方。一箱容积为 220 升的液化天然气可以维持重卡行驶 400-600 公里。

图表 5. 柴油及液化天然气比较（含税）

车用燃料	柴油	天然气
能耗	0.9 升	1 立方米
一辆重卡成本（新）	-	贵 8 万元
燃料成本（等值能耗）	7 元/升	4.2 元/方

资料来源：公司数据

2011 年车用液化天然气 (LNG) 销售同比大增

截至目前，公司的车用液化天然气销售同比大幅增加，2011 年 1 季度销量为 2,000 万立方米，而 2010 年全年销售为 1,800 万方。下游客户单日加气量已达 20 万立方米。车用液化天然气销量占整个供气量的比例今年有望提升至 30%。我们估计，车用液化天然气销量比例的提高，将大幅提升天然气业务板块的毛利率：因为车用液化天然气每立方米的利润有 2 元以上，其销售价格与 0 号柴油挂钩，是 0 号柴油价格的 60%，而民用及工业用液化天然气售价短期内基本保持稳定增长。目前民用及工业用液化天然气价格售价约为 2.2 元/立方米（含税），车用液化天然气为 4.2 元/立方米（含税）。

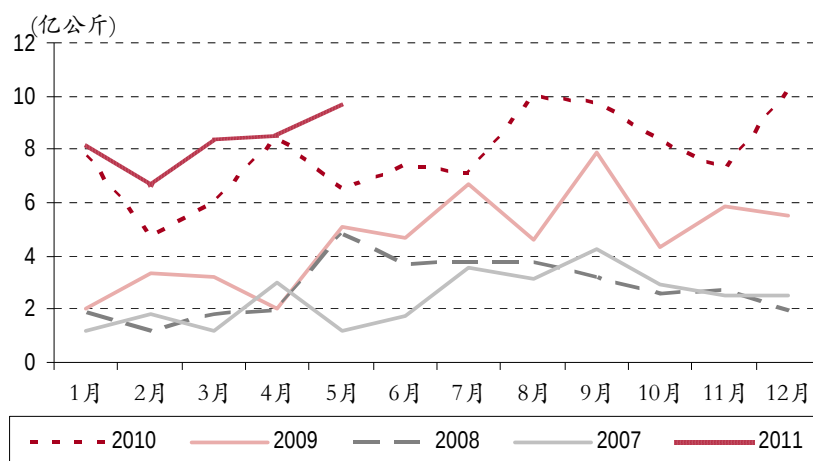
公司的液化天然气业务具有明显的成本优势及丰厚的利润空间。无论是公司的外购气源还是将要投产的煤制天然气，其成本都在 0.78-1.04 元/立方米，加上 0.2 元/立方米的液化成本，总成本即为 0.98-1.24 元/立方米，远低于中国进口液化天然气的价格水平。中国进口液化天然气的价格 2011 年初已达 0.31 美元/公斤（约 1.56 元/立方米），5 月份价格已攀升至 0.44 美元/公斤（约 2.17 元/立方米）。

图表 6.公司天然气成本（不包括液化成本，含税）

气源	项目	成本
外购气	鄯善天然气一期	0.87 元/方
	斋桑气田天然气三期	0.78-1.04 元/方
煤制气	哈密天然气二期	0.94-1.01 元/方

资料来源：公司数据

图表 7.中国进口液化天然气逐年上升

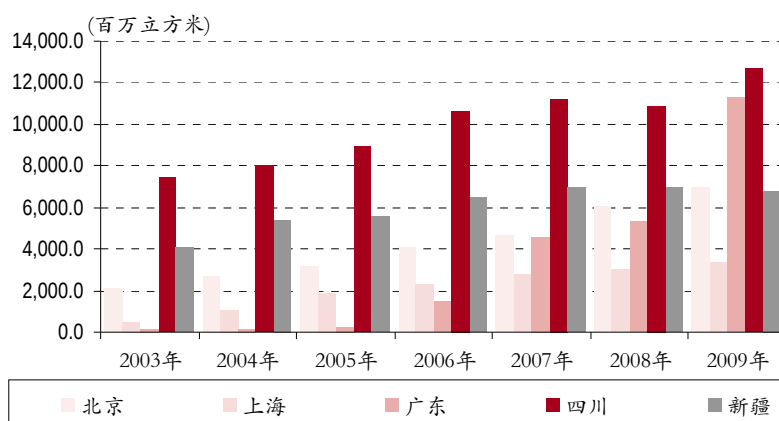


资料来源：中国海关

图表 8.中国进口液化天然气的价格逐年上升



资料来源：中国海关

图表 9.主要天然气消费地区天然气消费量


资料来源：万得资讯

图表 10.广汇股份天然气业务板块分项 (扣除增值税后)

		2010	2011E	2012E	2013E
工业及民用	均价 (元/立方米)	1.83 (大概)	1.95	2.04	2.15
	销量 (亿立方米)	2.88	2.45	3.30	3.60
	收入 (亿元)	5.28	4.77	6.75	7.73
车用	均价 (元/立方米)	-	3.72	3.90	4.10
	销量 (亿立方米)	0.19	1.15	2.45	4.70
	收入 (亿元)	-	4.27	9.56	19.26
	总收入 (亿元)	5.64	9.04	16.31	26.99
	总成本	3.44	3.41	5.48	7.94
	利润率 (%)	39.04	62.31	66.38	70.57

资料来源：中银国际研究

煤炭业务：下游客户已锁定，另辟运输通道，后续资源注入及发货量逐渐释放

广汇集团煤炭资源主要分三部分：哈密地区煤炭储量 17.6 亿吨（属上市公司）、哈密地区储量 48 亿吨（属集团公司）、富蕴地区（上市公司 51% 的股权）储量有待评估（目前未作正式公布）。公司的煤矿主要是露天矿，具有开采成本低、运距短、热值高的特点，目前开采的煤矿主要集中在淖毛湖，为“西煤东运”的主要矿区之一。据了解，未来 3 年，整个淖毛湖矿区有望形成年上亿吨的产能，其煤田具有煤层厚、埋藏浅，煤质优的特点，发热量集中在 5,299-6,385 大卡之间。公司煤炭产品的发热量在 5,300 大卡左右。

公司在淖毛湖目前有三个煤矿：白石湖、黑顶山、伊吾县煤矿，正在申请年 800 万吨的产能，所产煤炭主要运往甘肃河西走廊地区。除按照合同量销售产品之外，基本不额外销售，主要用于煤化工储备。

2011 年下半年煤炭装车量提 升至 400 万吨

公司在柳沟的煤炭装车量 2010 年上半年只有 100 万吨，预计下半年将通过提升快速装车线系统和铁路电气化改造使煤炭装车能源达到 400 万吨。估计今年的煤炭发货量约 500 万吨，2012 年 800 万吨销量将有保证。

公司在新疆内的煤炭线路走淖毛湖到甘肃柳沟的自由公路，再由公路倒铁路运输，现有 300 多辆重卡拉煤，基本处于超负荷运载，每辆重卡运煤 80 吨。现在影响煤炭发运速度的问题在于甘肃省境内铁路运输这段，装车量滞后，一天发运煤炭一万吨，即一天发 3-4 列车皮，依上文所述，下半年有望改善。

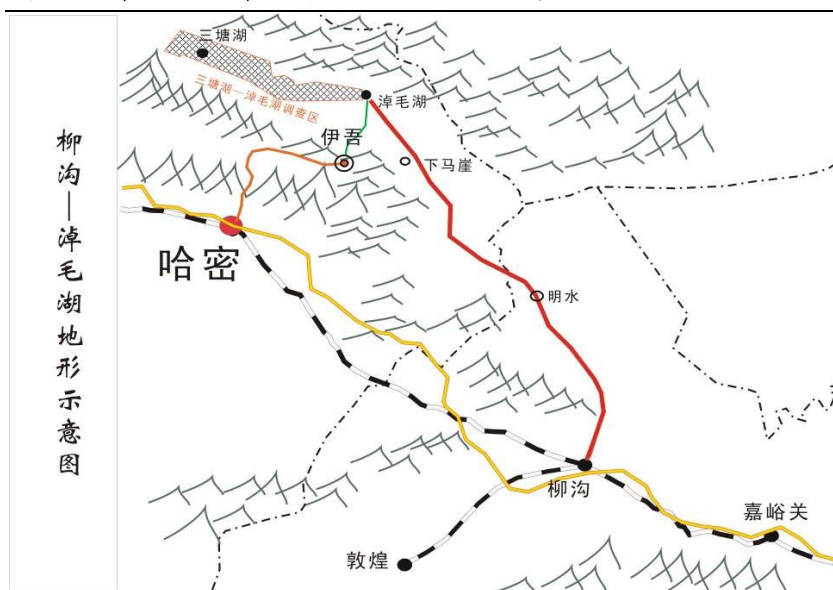
公司另建专有铁路提升煤炭运力。2010 年投资 2.67 亿元修建的淖毛湖矿区至甘肃柳沟的三级公路，去年 9 月已全线通车，全长 406 公里，比原国有运输通道伊吾至柳沟缩短了至少一百公里以上。该公路将保证未来三年公司所签煤炭销售量的运力。另外，公司另一煤炭专运铁路（淖毛湖-红柳河）也在规划之中，全长 325 公里，其运力达 5,000 万吨。预计 2014 年开通，若开通将减少运输成本，而新疆目前公路运输成本高于铁路运输成本一倍。

图表 11.公司已签煤炭合同

合同签订方	煤种	发热量(大卡/千克)	挥发份	硫份	基准价	2010 年 11-12 月	2011	2012	2013
中国铝业	动力煤	5000-5500	25-48%	小于 0.8%	410 元/吨	510	150-200	150-200	150-200
国电兰州热电	动力煤	5000-5500	25-53%	小于 0.8%	420 元/吨	510	120-150	120-150	120-150
甘肃大唐燃料	动力煤	5000-5500	25-48%	小于 0.8%	408 元/吨	30-100	400	500	800

资料来源：公司数据

图表 12.淖毛湖至柳沟（红线）为公司自有公路



资料来源：公司数据

煤炭业务吨净利将提高

公司煤炭业务吨净利现约为 30 元。已签合同煤的含税价格在 408-420 元/吨之间,其中公路、铁路费用各一百元由买家承担,则公司的煤炭销售收入按照每吨相应合同价格减去 200 元计算。公路费用超出 100 元的部分由公司承担。其他的成本有:坑口成本、公路倒铁路费用、损耗费用。我们判断,公司的自有铁路 2013 年建成之后将减少公司的煤炭运输成本。产品吨净利将逐步提高。

图表 13.公司煤炭产品部分成本明细

部分销售成本(元)	2011E	2012E	2013E
坑口成本	35	35	40
自承担公路费用	30	30	30
公路倒铁路费用	34	34	34
损耗费	10	10	10
总计	109	109	114

资料来源: 中银国际研究

图表 14.煤炭业务收入预测

	2011E	2012E	2013E
煤炭销售 (百万吨)	5	7.7	10
收入 (亿元)	9.2	14.2	18.4
同比增速(%)	-	54	29.9

资料来源: 中银国际研究

煤化工业务: 成本主要依赖于煤炭, 清洁燃料市场潜力大

公司通过向广汇新能源公司增资的方式投资哈密煤化工项目, 即“120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚项目”。目前持有广汇新能源股权比例为 49.42%。2011 年将利用已募集的资金约 14 亿元增资新能源公司使股权比例提升至 67%。哈密煤化工项目总投资为 64.5 亿元, 其中环保工程的投资预算达 7-8 亿元。

该项目以哈密丰富的煤炭资源为依托, 项目所需水资源取自境内伊吾河, 源头为冰川雪水, 年径流量达 7,000-9,000 万立方米。据估计, 项目每年用水需 1,541 万立方米, 生产每吨甲醇耗水量为 12.8 立方米。投资额约 2 亿元的配套峡沟水库已于伊吾河中上游建成, 2010 年 9 月通过了截流验收。峡沟水库不仅提供工业用水, 也可满足农田灌溉。

项目产品包括: 120 万吨甲醇, 或 80 万吨二甲醚, 除天然气外的副产品 22 万吨。

图表 15.煤化工一期项目产品明细

主要产品 (万吨)	数量
甲醇	120
二甲醚	85.7
副产品 (万吨)	
石脑油	1.75
中油	5.34
焦油	3.03
硫酸	5.4
粗酚	2.68
液氮	2.83
甲烷气 (亿立方米)	5.5163

资料来源：公司数据

煤化工产品短期作为工业原料销售

二甲醚作为替代能源，与液化石油气配比作为民用或车用燃料的市场还未正式启动，原因是国家关于二甲醚与传统燃料混配掺烧的标准已经出台（2010年9月，中国质检总局和中国国家标准化管理委员会联合批准发布了《城市燃气用二甲醚》国家标准，自2011年7月1日起实施，但实施细则仍未出台，例如：掺烧比例、二甲醚钢瓶、二甲醚瓶阀、密封件的选材等系列标准。

因为公司已签订甲醇合同 300 万吨左右，主要集中于西北地区，因此公司的煤化工项目达产后，短期内以甲醇作为工业原料出售。

目前在中国西北部，主要是居民或饭店用二甲醚代替液化石油气作为民用燃料。城市使用清洁燃料的比例不断升高以及环境污染等问题使得价格有竞争力的替代燃料有机会获得推广利用。

假设：2012-2013 两年主要化工产品为甲醇

煤化工主要成本主要来自于煤炭，水、电及其它成本占比很小，水费每吨 0.66 元，所需电力来自公司自备电厂。该项目年用煤量约 500 万吨，其中 300 万吨作为原料，200 万吨作为燃料。

图表 16.煤化工产品生产成本（依照该项目可研报告）

(元)	甲醇	副产品
吨煤成本 31 元时		
吨化工产品成本	479.95	328.73
吨煤炭成本 51 元时		
吨化工产品成本	519.45	355.79

资料来源：公司数据

为求严谨，假设：公司对新能源公司的股权比例后续两年仍为 67%

我们估计煤化工 2012 年达产率为 60%，若今年年底试车运行成功，80%的达产率可能性也较大。

公司此次增资广汇新能源公司使股权比例达到 67%之后，我们估计公司将在煤化工业绩释放之前继续大幅增持，已无悬念。为求严谨，我们 2012-2013 年的盈利预测仍然基于股权比例为 67%的情况。

图表 17.公司煤化工产品销量预测（副产品不含煤制气）

销量（万吨）	2011E	2012E	2013E
甲醇	0	72	120
副产品	0	13.2	22
价格（元/吨）			
甲醇	1,538.5	1,538.5	1,538.5
副产品(含税)	2,564.1	2,564.1	2,564.1
主营收入（亿元）：	0.0	17.6	29.3
主营成本（亿元）	0.0	3.6	6.0
毛利率（%）	0.0	77.2	77.1

资料来源：中银国际研究

资源引进通道已打开，中亚地区资源拓展存大机会

从中亚地区获取石油天然气资源，民企机会或更多

公司的石油天然气储量有待重估

2009 年公司以 4,052 万美元收购了“TBM 公司”49%的股权。此次收购的代价之一是将吉木乃液化天然气项目股权的十分之一让于 TBM 公司，且 TBM 公司有权在三年内以 2.58 亿人民币增持 14.9%的股权。按照收购时的评估报告所示，斋桑油田约有 1 亿吨的原油储量，主要为稠油，天然气可采储量 53 亿方。但据两年来的勘探，该油气田可能具备非常大的资源重估价值，原油和天然气储量可能远高于当时的地质评估储量。公司正式的资源评估报告后续有待公布。

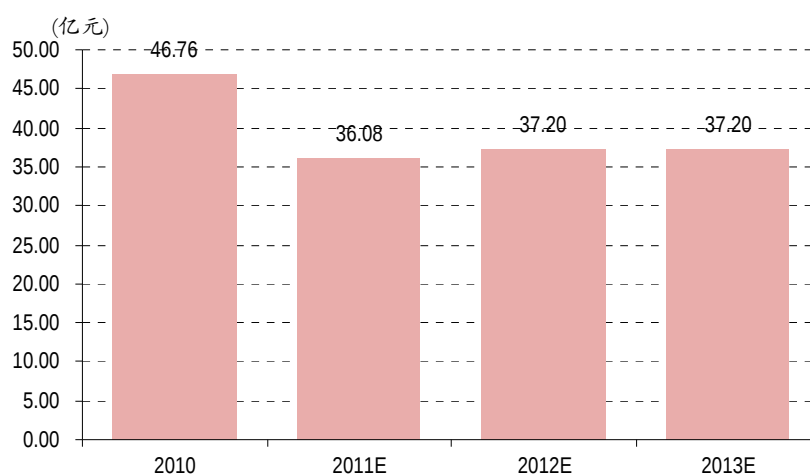
从斋桑油气田开采的天然气将通过管道输送至吉木乃的液化天然气工厂（年处理能力 5-8 亿方）进行处理，公司液化天然气三期工程地点位于中哈边境的吉木乃县，紧邻斋桑合同区。斋桑合同区主要处于山间盆地中，位于东哈萨克斯坦省，紧邻新疆吉木乃，有公路及一个水电站。从地理位置来看，该块资源运至新疆消化显然更为便利和快捷。项目配套的 110 公里长天然气长输管道已获得发改委批复，预计 2011 年 10 月底上下游全线通气，管道在中国境内为 25 公里，哈萨克斯坦为 85 公里。

财务分析

我们判断公司未来三年内资本支出（不包括本次对新能源公司的增资金额）将继续保持高位，但可能下降。煤化工一期项目 2010 年底已累计投资约 49 亿元，后续总投资约 18 亿元。另外公司的自有铁路总投资为 70 亿元，由于合作方式还未确定，因此这部分开支总额目前还不太明确。另外，液化天然气加气站的建设速度将会加快，这部分开支估计会比往年增加。若每年新增建设 30 个加气站，每个加气站投资 400 万元，则每年资本支出为 1.2 亿元。

预计公司 2011 年向广汇石油有限公司投入 10.9 亿元，用于斋桑油气田的开发。这一部分总投资为 2.1 亿美元，其中石油开发 1.5 亿美元，天然气开发约 6,000 万美元。

图表 19. 公司资本支出情况



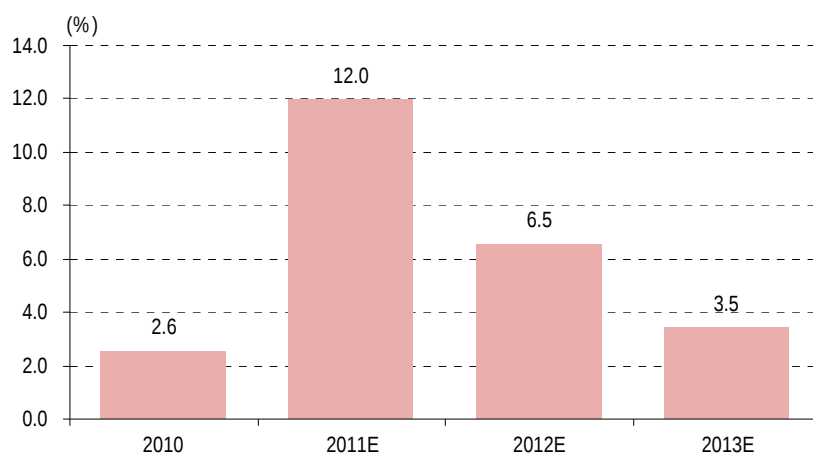
资料来源：中银国际研究

注：2010 年新增固定资产和在建工程投资

财务费用将大幅增加

我们判断公司的财务费用将大幅增加，一方面因为 2010 年末大部分长期借款发生于四季度，另一方面因为公司需要通过借款融资支持未来两年的资本开支。

图表 20.公司财务费用占销售收入比例



资料来源：中银国际研究

估值：隐含价值凸显

我们预测公司 2011-2013 年经股本调整后的每股收益分别为：0.58、0.82、1.41 元。净利润增速分别为 61.3%、43.5%、72.4%。

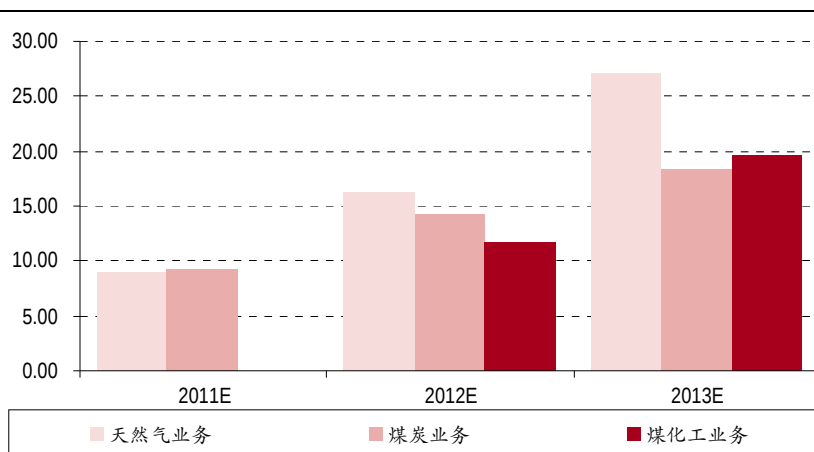
但如上文所述，我们的盈利预测是基于广汇新能源公司的股权比例 2012-2013 年仍然为 67%。如果公司进一步增加股权至 100%，将分别增厚 2012-2013 年利润 3.1 和 5.2 亿元，每股收益分别达到 0.98 和 1.68 元。

图表 21. 股权比例情景分析

	2011E	2012E	2013E	复合增长率 (%)
股权比例(%)：67				
净利润	1,110.6	1,593.4	2,741.3	57.11
每股收益	0.58	0.82	1.41	
股权比例(%)：100				
净利润	1,110.6	1,907.5	3,263.8	71.43
每股收益	0.58	0.98	1.68	

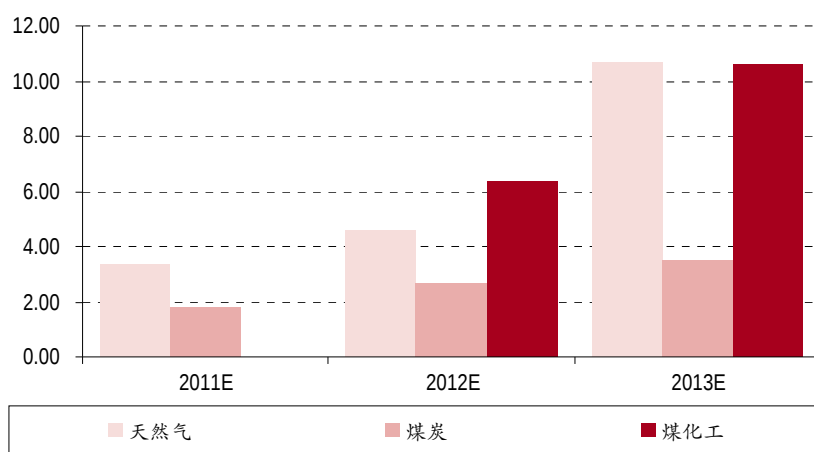
资料来源：中银国际研究

图表 22. 公司主要业务收入预测



资料来源：中银国际研究

图表 23.公司主要业务利润预测



资料来源：中银国际研究

公司较具隐含价值，因富蕴和斋桑的煤炭和石油天然气资源都有待重新做储量评估。估计两者储量皆高于原油储量。

我们采用分项加和的估值方法，由于 2011 年仍然有部分收入来自房地产业务，煤化工还未达产，2012 年煤化工业务仍然未完全达产。因此我们以 2013 年各项业务盈利为基础进行估值。

图表 24.公司各项业务每股收益分析

	2012E	2013E
煤化工	0.33	0.54
天然气	0.23	0.55
煤炭	0.14	0.18
其它	0.12	0.14

资料来源：中银国际研究

因为公司的天然气业务包括了上游业务和通过外购气再分销的模式，因此较难找到可比公司。我们暂以深圳燃气作为参考，公司 7 月 13 日收盘价相对 2013 年市盈率为 25.08 倍。由于深圳燃气只做下游分销，没有气源，而广汇股份有上游天然气资源并且具成本优势。考虑到天然气业务是公司的重拳业务，且 2013 年后仍然具有很高的成长性，因为煤化工总体规划提供 40 亿立方米的煤制气，而一期仅 5 亿立方米，因此我们给予公司天然气业务相对 2013 年 30 倍市盈率的估值。价格为 16.5 元。

公司的铁路专线 2013 年建成后，煤炭业务从 2014 年开始仍然会有保持高速增长，因为销售量估计会有较大提高，另外运输成本将减少。另外，考虑到公司有煤炭资源重估及后续可能的资源注入问题，我们给予煤炭业务相对 2013 年 10 倍市盈率的估值，价格 1.8 元。

考虑到公司的煤化工业务具有很高的毛利率水平，我们估计煤化工后续仍会保持较快的增长，因为我们的假设基于公司销售的产品全为甲醇，而随着国家关于二甲醚掺烧传统燃料的实施细则出台后，公司将会更大比例的销售二甲醚，而二甲醚的销售毛利要高于销售甲醇。我们给予煤化工业务相对 2013 年 25 倍的估值，价格 13.50 元。

公司其他的业务主要是水泥、建材等的代销和商铺租赁业务。这部分的增长较稳定，每年增长 20% 左右，我们给予该块业务相对 2013 年 10 倍的估值，价格 1.4 元。

图表 25. 可比公司估值比较

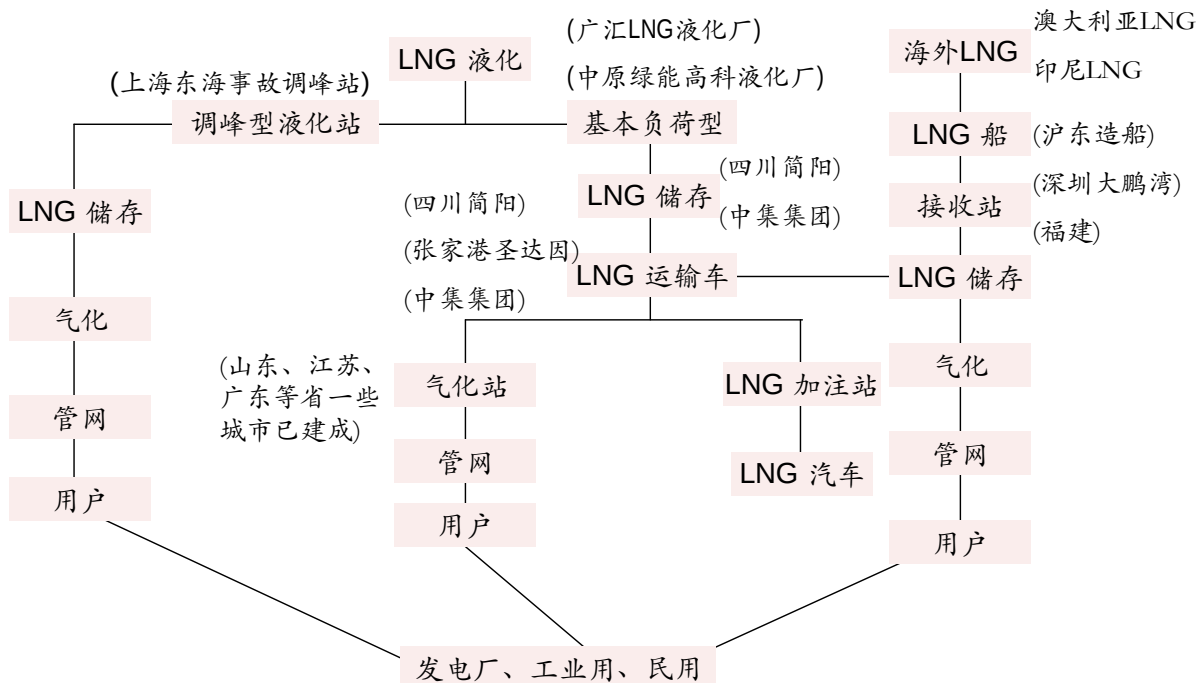
	代码	收盘价 (人民币)	评级	市值 (亿元)	每股收益(人民币 元)			市盈率(倍)		
					2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
深圳燃气	601139.SS	10.76	未有评级	132.35	0.29	0.40	0.43	37.49	27.10	25.08
潞安环能	601699.SS	33.90	买入	780.07	1.78	2.03	2.37	19.08	16.70	14.30
兖州煤业	600188.SS	34.66	买入	1,704.72	2.05	2.29	2.55	16.94	15.17	13.62
中国神华	601088.SS	30.28	买入	602.26	2.18	2.53	2.86	13.92	11.96	10.58
露天煤业	002188.SZ	21.75	持有	288.55	1.18	1.40	1.53	18.42	15.50	14.24
山煤国际	600546.SS	32.36	买入	328.23	1.50	2.14	2.33	21.52	15.12	13.91
平庄能源	000780.SZ	15.98	持有	162.09	0.71	0.80	0.88	22.44	19.95	18.17
昊华能源	601101.SS	29.68	买入	296.80	1.27	1.51	1.64	23.36	19.69	18.07
煤炭公司平均								16.30	14.70	
广汇股份	600256.SS	26.49	买入	515.73	0.58	0.82	1.41	45.37	32.37	18.81

资料来源：中银国际研究

综上所述，我们给予公司首次评级为**买入**。目标价格 33.20 元。

附录

图表 26. 液化天然气工业链条



资料来源：液化天然气网

液化天然气简介及应用

液化天然气（LNG）是天然气经过净化处理后通过压缩升温的方式，在 N2、C1、C2、C3、C4 等混合制冷剂的作用下冷却移走热量，再经过节流膨胀得到-162℃的液态天然气。其体积约为同量气态天然气的 1/625。

液化天然气可作为过渡气源或永久性气源，通过汽车、火车等非管道输送方式将液化天然气运到用气地区，实现城镇气化。液化天然气储存效率高，储运手段比气态天然气灵活、机动，在不具备地下储气库的消费地区，可用作城市管网供气的高峰负荷和事故调峰。另外，液化天然气用作汽车加气燃料，与汽油、柴油和 LPG、CNG 相比，抗爆性更好、重装量大、行程里程长、尾气污染小等特点。

图表 27.新疆地图及矿产资源分布



资料来源：能源网

天然气汽车具有明显的能源替代及减排效果

天然气燃烧基本无二氧化硫排放，复合低碳环保要求。国家科技部“九五”、“十五”和“十一五”安排了科技重点攻关计划和 863 计划项目，支持燃气汽车关键技术研发和产业化。同时，2007 年，国家发改委发布的《天然气利用政策》明确将车用天然气作为天然气的优先应用领域。

新疆国民经济与社会发展“十二五”规划

第二节 煤炭工业和现代煤化工产业

坚持“统筹规划、环保优先、集约高效、有序发展”的原则，认真落实差别化产业政策，大力推进国家煤炭资源转化实施方案，以准东、吐哈、伊犁、库拜四大煤田为重点，高起点、高标准、高效益规划建设国家第十四个现代化大型煤炭基地。强化矿区总体规划和矿业权设置的调控作用，积极培育大型煤炭企业集团，着力推进煤矿企业兼并重组和煤炭资源整合，加快建设具有国内领先水平的大型现代化煤矿，提高产业集中度。加快煤炭资源开发和转化，延长煤炭产业链。

吐哈煤田以“疆煤东运”为主，适度发展煤电及电力外送；准东煤田重点发展煤电及现代煤化工，参与“疆煤东运”；伊犁煤田以发展现代煤化工为主，适度发展煤电；库拜煤田以供应南疆四地州生产生活用煤为主，适度发展煤电及煤焦化。淮北、淮南等其它煤田按照经济合理原则，满足当地及邻近区域经济社会发展用煤需要。以准东、淮南、吐哈等煤田为主，加快煤层气勘探开发，建设 2-3 个煤层气综合利用示范工程。到 2015 年，新疆煤炭产能达到 4 亿吨以上，外运 5,000 万吨。

依托优质煤炭资源，以伊犁、准东煤炭基地为重点，大力发展现代煤化工，提升传统煤化工，提高技术含量和深加工程度，形成煤制合成氨、煤制二甲醚、煤制气、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤焦化产业链，尽快建成一定规模的现代煤化工产业集群。到 2015 年，建成煤制尿素 260 万吨、煤制二甲醚 80 万吨、煤制天然气 600 亿立方米、煤制油 360 万吨、煤制烯烃 100 万吨、煤制乙二醇 100 万吨；“十二五”期间新增煤焦化生产能力 800 万吨。

专栏3 煤矿及煤化工重点工程

煤矿：准东煤田重点开发五彩湾、大井、西黑山、将军庙等矿区，建设准东煤田五彩湾矿区三号露天煤矿（1,000 万吨/年）、准东煤田大井矿区南露天煤矿（1,000 万吨/年）等项目；淮南煤田重点开发艾维尔沟、呼图壁白杨河、昌吉硫磺沟、昌吉阜康玛纳斯塔西河等矿区，建设呼图壁白杨河矿区白杨河煤矿（500 万吨/年）、呼图壁白杨河矿区铁列克矿井（300 万吨/年）等项目；淮北煤田重点开发塔城托里铁喇、和丰和什托洛盖、富蕴喀木斯特等矿区，建设富蕴喀木斯特矿区阿拉安道矿井（1,200 万吨/年）、塔城托里铁喇矿区一号矿井（240 万吨/年）等项目；吐哈煤田重点开发哈密大南湖、托克逊黑山、伊吾淖毛湖、托克逊克(布)尔碱、哈密三道岭、巴里坤、沙尔湖等矿区，建设哈密大南湖矿区一号矿井（1,000 万吨/年）、托克逊黑山矿区一号露天煤矿（1,000 万吨/年）等项目；伊犁煤田重点开发伊宁矿区，建设伊宁矿区伊犁四号矿井（600 万吨/年）、伊犁二号矿井（1,000 万吨/年）、伊宁矿区七号矿井（1,500 万吨/年）等项目；库拜煤田重点开发库车俄霍布拉克、库车阿艾、拜城等矿区，建设库车阿艾矿区大平滩煤矿（240 万吨/年）、库尔勒塔什店矿区一号矿井（120 万吨/年）等项目，共计产能达到 4 亿吨。

煤化工:建成新疆庆华煤化有限公司一期年产 55 亿立方米煤制天然气项目, 加快新汶矿业集团(伊犁) 20 亿立方米煤制天然气、中电投伊南 60 亿立方米煤制天然气等 3 个项目建设步伐。促进中电投霍城 60 亿立方米煤制天然气、华电新疆发电有限公司 60 亿立方米煤制天然气、新疆开滦能源投资公司 40 亿立方米煤制天然气、昌吉盛新实业有限公司年产 16 亿立方米煤制天然气、国电平煤尼勒克化工有限公司年产 40 亿立方米煤制天然气、华能新疆能源开发有限公司准东 40 亿立方米煤制天然气、新疆龙宇能源有限责任公司奇台 40 亿立方米煤制天然气、兖矿新疆能化有限公司准东 40 亿立方米煤制天然气、特变电工新疆能源准东 40 亿立方米/年煤制天然气项目、新疆庆华煤化有限公司二期年产 55 亿立方米煤制天然气、新疆富蕴广汇新能源有限公司 40 亿立方米煤制天然气、中煤能源新疆煤电化有限公司准东年产 40 亿立方米煤制天然气、新疆华宏矿业投资有限责任公司年产 20 亿立方米煤制天然气、徐矿新疆公司 40 亿立方米煤制天然气、哈密紫光矿业投资有限公司 8 亿立方米煤制天然气、潞安新疆煤化工(集团)有限公司年产 40 亿立方米煤制天然气、神东天隆集团有限公司新疆煤化工分公司年产 13 亿立方米煤制天然气等 17 个项目开工建设。20 个项目产能共计 767 亿立方米。

加快建设伊泰伊犁能源有限公司煤基多联产、新疆富蕴广汇新能源有限公司煤基多联产、山西潞安集团煤基多联产、新汶矿业伊南基地年产 180 万吨甲醇转 60 万吨烯烃、国电平煤公司尼勒克基地年产 180 万吨甲醇转 60 万吨烯烃、庆华年产 600 万吨煤制甲醇转 200 万吨烯烃、大唐集团 180 万吨甲醇转 60 万吨烯烃、兖矿新疆能化有限公司年产 60 万吨醇氨联产、新疆宜化化工有限公司年产 40 万吨合成氨 60 万吨尿素、新疆宜化化工有限公司年产 60 万吨聚氯乙烯 50 万吨离子膜烧碱、潞安新疆煤化工(集团)有限公司 30 万吨合成氨 52 万吨尿素、新疆中能万源化工有限公司 40 万吨合成氨 60 万吨尿素、中煤能源伊犁煤电化有限公司伊犁 60 万吨煤制烯烃、新疆宝泰隆煤化工有限公司年产 100 万吨乙二醇、新疆凯禹源矿业有限公司 300 万吨/年焦化、国电准东煤基化纤原料等项目。

“十二五”期间, 预计全区工业项目总投资 10, 000 亿元。

二甲醚的用途

当前，二甲醚主要用作气雾推进剂中氟氯碳的一种替代品（用于带喷嘴的化妆品，涂料和农业化学药品的罐装容器中）。也可作为化工原料。它还可以作为清洁剂，用于高精密一起表面的清洗。所有这些用途都需要高纯度的二甲醚。因此，现有生产的所有二甲醚，纯度都超过 99wt%。具体用途包括：车用燃料、民用燃料、气雾胶推进剂、环保型制冷剂 and 发泡剂、化工原料。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	3,101	3,789	4,100	6,264	8,925
销售成本	(2044)	(2,447)	(2,433)	(3,027)	(3,909)
经营费用	(154)	(170)	(184)	(218)	(310)
息税折旧前利润	903	1,172	1,482	3,019	4,706
折旧及摊销	(153)	(184)	(134)	(366)	(558)
经营利润(息税前利润)	750	989	1,347	2,653	4,148
净利息收入/(费用)	(98)	(98)	(491)	(409)	(309)
其他收益/(损失)	44	25	446	0	0
税前利润	696	916	1,303	2,244	3,840
所得税	(167)	(230)	(195)	(337)	(576)
少数股东权益	9	2	3	(314)	(522)
净利润	537	688	1,111	1,593	2,741
核心净利润	537	688	1,111	1,593	2,741
每股收益(人民币)	0.289	0.371	0.584	0.818	1.408
每股收益(人民币)	0.289	0.371	0.584	0.818	1.408
每股股息(人民币)	0.174	0.360	0.175	0.246	0.246
收入增长(%)	n.a.	22	8	53	42
息税前利润增长(%)	n.a.	32	36	97	56
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	30	26	104	56
每股收益增长(%)	n.a.	28	58	40	72
核心每股收益增长(%)	n.a.	28	58	40	72

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	696	916	1,303	2,244	3,840
折旧与摊销	153	184	134	366	558
净利息费用	98	98	491	409	309
运营资本变动	49	(509)	(63)	(221)	(271)
税金	(167)	(230)	(195)	(337)	(576)
其他经营现金流	(9)	61	(446)	0	0
经营活动产生的现金流	820	519	1,223	2,462	3,858
购买固定资产净值	(1,851)	(3,292)	(3,608)	(3,720)	(3,720)
投资减少/增加	(394)	24	(1,784)	580	0
其他投资现金流	66	(198)	319	336	0
投资活动产生的现金流	(2,179)	(3,466)	(5,073)	(2,805)	(3,720)
净增权益	429	45	2,140	0	0
净增债务	1,849	3,083	2,307	1,280	980
支付股息	(173)	(324)	(669)	(333)	(478)
其他融资现金流	(253)	75	128	(576)	(644)
融资活动产生的现金流	1,851	2,879	3,907	371	(142)
现金变动	493	(68)	57	28	(3)
期初现金	217	710	637	694	722
公司自由现金流	(1,358)	(2,946)	(3,850)	(343)	138
权益自由现金流	393	39	(2,034)	528	810

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	710	637	694	722	719
应收帐款	323	384	416	635	905
库存	960	857	845	1,118	1,465
其他流动资产	1,222	651	1,552	1,209	1,689
流动资产总计	3,215	2,529	3,507	3,684	4,778
固定资产	3,526	7,234	10,707	14,061	17,224
无形资产	232	223	223	223	223
其他长期资产	2,237	2,697	3,388	3,052	3,052
长期资产总计	5,995	10,154	14,319	17,337	20,500
总资产	9,210	12,683	17,826	21,021	25,277
应付帐款	1,646	1,658	1,186	1,568	2,055
短期债务	865	1,193	220	220	220
其他流动负债	529	(60)	56	59	62
流动负债总计	3,040	2,791	1,461	1,846	2,337
长期借款	242	3,394	6,674	7,954	8,934
其他长期负债	1,549	1,442	1,430	1,385	1,385
股本	953	1,238	1,947	1,947	1,947
储备	2,272	2,629	5,130	6,390	8,653
股东权益	3,225	3,867	7,076	8,337	10,600
少数股东权益	1,154	1,188	1,185	1,499	2,021
总负债及权益	9,210	12,683	17,826	21,021	25,277
每股帐面价值(人民币)	1.74	2.08	3.72	4.28	5.44
每股有形资产(人民币)	1.61	1.96	3.60	4.17	5.33
每股净负债/(现金)(人民币)	0.21	2.13	3.26	3.83	4.33

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29.1	30.9	36.1	48.2	52.7
息税前利润率(%)	24.2	26.1	32.9	42.4	46.5
税前利润率(%)	22.4	24.2	31.8	35.8	43.0
净利率(%)	17.3	18.2	27.1	25.4	30.7
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.9	2.4	2.0	2.0
利息覆盖率(倍)	7.7	7.2	2.5	5.8	11.6
净权益负债率(%)	9.1	78.1	75.1	75.8	66.8
速动比率(倍)	0.7	0.6	1.8	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	91.6	71.5	45.4	32.4	18.8
核心业务市盈率	91.6	71.5	45.4	32.4	18.8
目标价对应核心业务	114.8	89.6	56.9	40.6	23.6
市盈率					
市净率(倍)	15.3	12.7	7.1	6.2	4.9
价格/现金流(倍)	60.0	94.7	41.2	21.0	13.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	56.2	46.4	39.0	20.0	13.2
周转率					
存货周转天数	113.0	87.5	75.8	57.2	52.8
应收帐款周转天数	38.0	34.1	35.6	30.6	31.5
应付帐款周转天数	193.8	159.1	126.6	80.2	74.1
回报率					
股息支付率(%)	60.3	97.2	30.0	30.0	17.4
净资产收益率(%)	16.7	19.4	20.3	20.7	29.0
资产收益率(%)	6.2	6.8	7.5	11.6	15.2
已运用资本收益率(%)	13.7	13.6	11.3	16.3	21.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关公司

深圳燃气 (601139.SS/人民币 10.76, 未有评级)

潞安环能 (601699.SS/人民币 33.90, 买入)

兖州煤业 (600188.SS/人民币 34.66, 买入)

中国神华 (601088.SS/人民币 30.28, 买入)

露天煤业 (002188.SZ/人民币 21.75, 持有)

山煤国际 (600546.SS/人民币 32.36, 买入)

平庄能源 (000780.SZ/人民币 15.98, 持有)

昊华能源 (601101.SS/人民币 29.68, 买入)

广汇股份 (600256.SS/人民币 26.49, 买入)

以2011年7月13日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371