

广汇股份 (600256)

以气为本并举煤化，地产剥离增厚中期利润

魏涛
0755-23976212
weitao@gtjas.com
编号 S0880511010033

本报告导读：

公司作为中国最大的陆上 LNG 能源供应商，房地产业务剥离增厚上半年利润，下半年煤化工及 LNG 各项目均临近投产，增长可期。

投资要点：

- 上半年上半年实现收入 26.2 亿元，同比增长 45.07%；归属母公司净利润 6.4 亿，同比增长 102.8%。公司天然气等主营业务增长稳定，本期收入与利润的大幅增长主要源于地产业务资产剥离。上半年房地产业收入超 11 亿，其中 1-2 季度销售约 3 亿元，剥离收入约 8 亿元，共实现净利润 4 亿，占净利润总额的 62.57%。
- 公司与哈萨克斯坦 TBM 合作，获得斋桑天然气储量 64 亿方、稠油 1 亿吨资源；积极布局疆内煤炭资源，拥有哈密淖毛湖、阿勒泰富蕴超过 35 亿吨储量的煤炭，集团有一块淖毛湖旁的煤矿有注入的可能。
- 公司现有 LNG 产量 3 亿方，年底将有吉木乃 5 亿方 LNG 项目、哈密煤化工 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚、5 亿方 LNG 项目准备投产，稠油也将于明年实现销售。煤炭销售将是未来业绩增长亮点，公司自建淖柳公路已建成，将自建淖毛湖到红柳河的铁路。上半年受物流园建设滞后影响，煤炭销量仅 109.73 万吨，实现收入 2.15 亿，今年预计能完成 400 万吨左右。
- LNG 车用比民用具有更高的售价及利润率，公司已成功推广 2199 辆 LNG 汽车上路，459 辆汽车未提车，已建成 LNG 加注站 79 座，在建的有 100 多个，预计年底可建成部分，有助新增 LNG 产量的销售。
- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.49、0.83、1.26 元。当前股价对应市盈率为 54、32、21 倍。公司正值向能源型企业转型的关键时期，在剥离地产等业务后公司自 2012 年开始进入业绩快速增长期。短期估值偏高，给予“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,101	3,789	4,307	6,856	9,670
(+/-)%	53%	22%	14%	59%	41%
经营利润 (EBIT)	750	989	1,206	2,149	3,310
(+/-)%	17%	32%	22%	78%	54%
净利润	537	688	955	1,613	2,450
(+/-)%	13%	28%	39%	69%	52%
每股净收益 (元)	0.28	0.35	0.49	0.83	1.26
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	24.2%	26.1%	28.0%	31.3%	34.2%
净资产收益率 (%)	12.8%	15.1%	18.6%	25.4%	29.1%
投入资本回报率 (%)	11.6%	9.1%	9.8%	12.6%	15.3%
EV/EBITDA	56.8	48.8	40.9	25.0	17.0
市盈率	97.4	76.1	54.8	32.5	21.4
股息率 (%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：30.00

当前价格：26.32
2011.08.08

交易数据

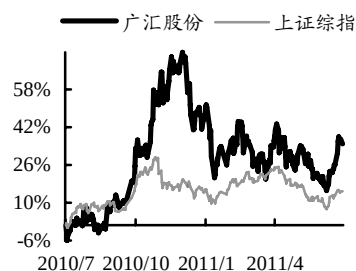
52 周内股价区间 (元)	21.53-49.68
总市值 (百万元)	49,606
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,947/1,079
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	55%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	299

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,034
每股净资产	2.07
市净率	12.3
净负债率	162%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.08	
Q2	0.09	
Q3	0.09	
Q4	0.10	
全年	0.35	

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	1%	34%
相对指数	9%	8%	22%

相关报告

《煤化工运输方案浮出水面》	2010.03.01
《股价到目标价，下调评级》	2009.10.22
《中报略好于预期，斋桑项目等待哈国批准》	2009.08.19
《与哈国油气合作待双方政府批准》	2009.04.21
《一季报平淡，淖毛湖项目建成时间将推迟》	2009.04.17

模型更新时间: 2011.08.08

股票研究

能源

石油

广汇股份 (600256)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **30.00**

当前价格: 25.48

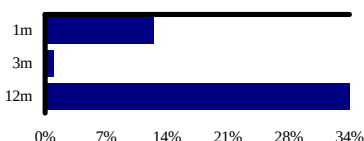
公司网址

www.xjguanghui.com

公司简介

公司现已从上市前单一从事石材生产与销售的公司,发展成为目前拥有液化天然气、现代物流、住宅消费服务、石材开发和化工建材五大产业,下辖一个分公司、六个控股子公司的跨行业、多元化上市公司。投资建设的广汇液化天然气项目则依托新疆的资源优势,将作为国家西气东输工程的有益补充。投资建设的广汇美居物流园占地 1060 亩,可容纳 5000-6000 家商家入住经营,是集信息流、物流、资金流为一体的现代化物流交易中心。当前公司进一步明确向清洁能源产业发展的战略。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

21.53-49.68

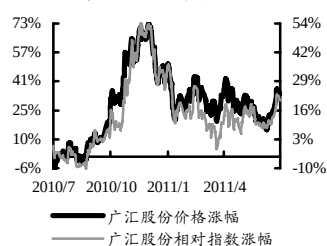
市值 (百万)

49,606

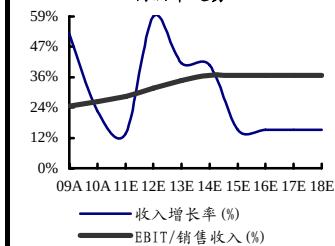
财务预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	3,101	3,789	4,307	6,856	9,670
营业成本	2,059	2,475	2,762	4,186	5,654
税金及附加	139	155	164	254	348
销售费用	48	56	65	96	126
管理费用	106	115	110	171	232
EBIT	750	989	1,206	2,149	3,310
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	17	200	200	200
财务费用	98	98	167	236	283
营业利润	638	884	1,238	2,113	3,227
所得税	167	230	318	538	817
少数股东损益	-9	-2	-3	-5	-8
净利润	537	688	955	1,613	2,450
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	962	801	217	21,701	217
其他流动资产	15	23	100	100	100
长期投资	2,006	2,511	2,691	2,691	2,691
固定资产合计	3,526	7,233	11,794	14,837	17,828
无形及其他资产	381	350	338	328	318
资产合计	9,210	12,683	17,565	21,636	25,188
流动负债	3,040	2,791	3,111	5,963	7,462
非流动负债	1,791	4,837	4,380	4,381	4,382
股东权益	4,202	4,558	5,132	6,355	8,415
投入资本(IC)	4,930	8,172	9,223	12,786	16,253
现金流量表					
NOPLAT	570	741	904	1,610	2,480
折旧与摊销	199	185	211	262	312
流动资金增量	-59	219	-751	-532	-486
资本支出	-1,727	-3,285	-4,729	-3,261	-3,261
自由现金流	-1,017	-2,140	-4,365	-1,921	-954
经营现金流	820	519	309	1,346	2,324
投资现金流	-2,179	-3,466	-4,709	-3,061	-3,061
融资现金流	1,851	2,879	3,817	1,716	737
现金流净增加额	493	-68	-584	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	52.5%	22.2%	13.6%	59.2%	41.0%
EBIT 增长率	17.0%	31.9%	22.0%	78.2%	54.0%
净利润增长率	12.6%	28.1%	38.7%	68.9%	51.9%
利润率					
毛利率	33.6%	34.7%	35.9%	38.9%	41.5%
EBIT 率	24.2%	26.1%	28.0%	31.3%	34.2%
净利润率	17.3%	18.2%	22.2%	23.5%	25.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.8%	15.1%	18.6%	25.4%	29.1%
总资产收益率(ROA)	5.8%	5.4%	5.4%	7.5%	9.7%
投入资本回报率(ROIC)	11.6%	9.1%	9.8%	12.6%	15.3%
运营能力					
存货周转天数	151	134	90	65	60
应收账款周转天数	39	31	65	70	60
总资产周转天数	828	1054	1282	108	67
净利润现金含量	1.53	0.75	0.32	0.83	0.95
资本支出/收入	56%	87%	110%	48%	34%
偿债能力					
资产负债率	52.5%	60.1%	42.6%	47.8%	47.0%
净负债率	37.6%	108.3%	109.1%	125.0%	111.2%
估值比率					
PE	97.4	76.1	54.8	32.5	21.4
PB	12.5	11.5	10.2	8.2	6.2
EV/EBITDA	56.8	48.8	40.9	25.0	17.0
P/S	16.9	13.8	12.2	7.6	5.4
股息率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

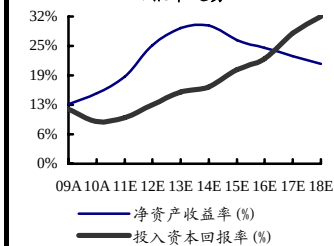
股票绝对涨幅和相对涨幅



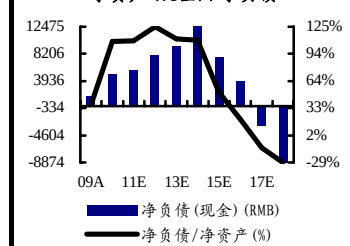
利润率趋势



回报率趋势



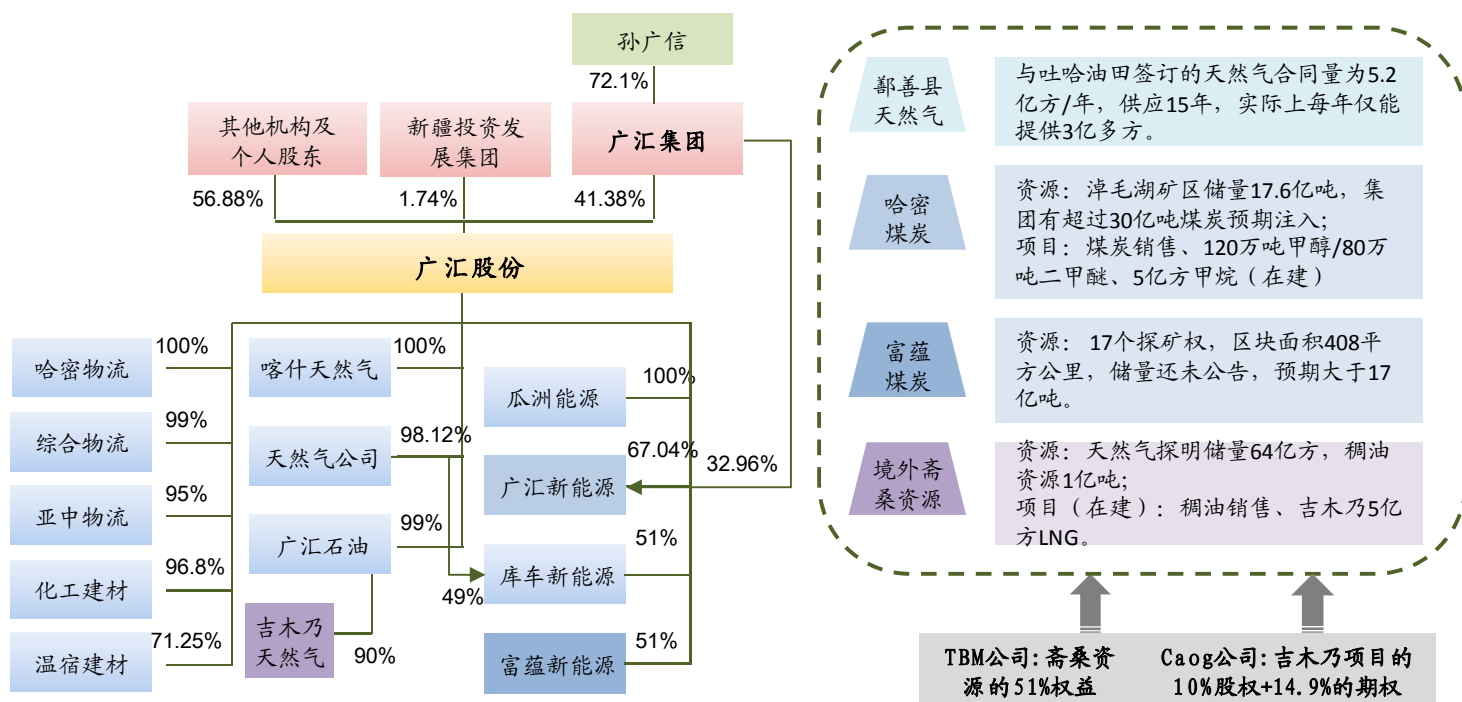
净资产(现金)/净负债



1. 公司转向能源型，积极布局天然气、煤炭等资源

广汇股份现已成功从多元业务向能源业务转型，公司立足新疆及中亚丰富的石油天然气和煤炭资源，以能源产业为经营中心的发展战略，相继在鄯善吐哈油田、哈密伊吾县淖毛湖、阿勒泰吉木乃、哈萨克斯坦斋桑湖等地稳步展开了清洁能源产业的战略推进和实施工作，目前已形成了鄯善 LNG（液化天然气）、哈密煤化工、哈萨克斯坦石油天然气上下游一体化开发三大能源业务，成为中国最大的陆上 LNG 能源供应商。

图 1：公司股本结构及拥有资源及项目布局



1.1. 公司拥有资源明细

鄯善县天然气资源：与吐哈油田签订的天然气合同量为 5.2 亿方/年，供应 15 年，实际上每年仅能提供 3 亿多方，产能不足，促使公司加快在其他地区的资源布局。

哈密煤炭资源：公司与控股股东广汇集团成立广汇新能源，拥有矿区总面积 103 平方公里，煤炭储量 17.6 亿吨。目前拥有 1 个淖毛湖煤炭采矿权（4000 万吨产量），和另外 2 个探矿权。其中，白石湖的探矿权现已经基本勘探，有 16 亿吨储量，估计年底能拿到采矿权，将能够为公司将投产的煤化工及煤炭销售提供强有力的保障。

集团哈密煤矿资源注入：集团在淖毛湖旁边还有一块煤矿，与淖毛湖矿区相连，预计储量是淖毛湖 17.6 亿吨的 2 倍，现为集团所有（整个区域为 1 个探矿权，离获得采矿权还有一段时间），有较大的注入可能。

富蕴煤炭资源：广汇股份以 1.12 亿元受让新疆阿勒泰地区富蕴县喀姆斯特区

域 14 个探矿权，加上富蕴县富坤矿业有限责任公司持有的 3 个探矿权为无偿转让，共 17 个探矿权。区块面积 408 平方公里，储量还未公告，肯定大于 17.6 亿吨。该矿区地处北疆，为井工矿，计划生产煤制油和煤制气，其中煤制油项目具有一定的技术要求，新项目拿到批文较难；煤制气发改委可能要上收审批权，还需要进一步审批。另外预计所制天然气约 40 亿方，制成 LNG 的量太大，需要进入天然气运输管道实现外运，但目前天然气运输管道均由中石油控制，没有第三方化。现政府已开始与中石油洽谈开放天然气管道的使用，但还没有实质进展。

哈萨克斯坦斋桑天然气、原油资源：公司 2009 年逾哈萨克斯图 TBM 公司签订合作协议，合作矿区面积 8326 平方公里。现矿区勘探期延长，仍处于勘探阶段。09 年签订协议时估算天然气探明储量 64 亿方、可采储量 53 亿方，稠油资源 1 亿吨；剩余 8000 左右面积未勘。

1.2. 公司在建项目进展及未来发展规划

至今年年底，公司天然气产能将达 13 亿立方，包括鄯善县现有 3 亿方、淖毛湖煤化工项目的 5 亿方、吉木乃天然气项目的 5 亿方，另外煤炭、稠油销售今明两年将陆续开展，哈密煤化工项目年底投产，公司明年将进入业绩的快速增长阶段。

表 1: 公司主要产能、在建项目及未来规划

公司主要项目	产能/年	项目状态及进展	未来规划	拥有权益
鄯善 LNG 项目	5 亿方 LNG	已运行，实际年产 3 亿方	-	100%
	煤炭	今年已运行，瓶颈为运力	自建公路（已完成）、铁路	67%* ¹
哈密煤化工项目	120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚、5 亿方甲烷（加工成 LNG）	预计今年年底投产	哈密二期计划投资 60 多亿，启动要视一期盈利情况	67%* ¹
斋桑石油-天然气项目	稠油（可达 50-100 万吨）	今年试生产	-	49%（其余为 TBM 公司所有）* ²
	吉木乃 LNG（5 亿方）	预计今年年底投产	吉木乃二期计划明年开工（管道设计产能可达 13.8 亿方）	90%* ²
富蕴煤矿	-	-	煤制气/煤制油	67%* ¹

*¹ 公司今年计划通过增资的方法对新疆广汇新能源有限公司增资，使公司对其持股比例达 67.04%，计划明年收回在广汇集团手中的 30%多新能源股权，对新能源控股可达 99%以上。

*² 2009 年公司与荷兰 Rifkamp 公司的唯一经济所有人 Caog 公司签署了《有关开发斋桑区块及一项中国液化天然气设施的框架协议》，以 4052 万美元对价收购 Rifkamp 公司 100% 股权，间接获得 Rifkamp 公司持有 TBM 公司的 49% 股权；公司将吉木乃液化天然气子公司的 10% 股权以 44 万美元的价格转让给 Caog 公司，另在 3 年内 Caog 公司拥有以 3750 万美元价格获得该子公司 14.9% 股权的期权，使 Caog 公司拥有吉木乃子公司的 24.9% 股权。
资料来源：国泰君安证券

哈密淖毛湖煤化工项目：采用煤制甲醇与煤制天然气联产装置，投产后具有 4.9 亿立方的 LNG 产能，甲醇 120 万吨产能，可制 80 万吨二甲醚。现装置已经建成，已进入单机试车阶段，马上进入联动试车，预计 9 月份可完成试车，年底可以投产。在新疆煤化工项目发展的瓶颈在于水资源，本项目采用

的水源为上游冰川,每年有 7000-9000 万立方米,项目将使用 1541 万立方米。项目还有后续二期计划,计划的建设规划要看明年一期项目的运营及盈利情况,在考虑动工。

斋桑-吉木乃天然气及稠油项目: 斋桑地处东哈州,相比哈萨克斯坦的主要能源消费区,距离我国新疆更近。上半年哈萨克斯坦 TBM 公司上游石油、天然气资源勘探及下游吉木乃 LNG 工厂建设进展顺利,天然气项目方面,TBM 公司已按计划完钻 5 口气井,完成中央处理设施和地面建设的详细设计;稠油项目方面,TBM 已完成北东构造储量计算,正进行最终审批;单井试采取得预期效果,开始抽吸试采。公司天然气工厂建设取得突破性进展,主管廊、外管廊、灌装站、液化钢结构吊装已完成;LNG 储罐安装工程基本完成,空压站、火炬、热油系统设备安装完成 50%以上,土建工程全面进入收尾阶段。吉木乃 LNG 加工厂预计今年年底可投入运营,气源来自斋桑,通过管道运输。目前,国内的从边境到吉木乃工程的天然气管线已经建设完成,境外部分还没有完工,预计 4 季度可实现对接。吉木乃工厂一期 LNG 加工产能为 5 亿方,明年会上马二期项目。管道的设计输送量为 13.8 亿方,肯定够用。另外,斋桑的稠油开采产量明年可达 10 万吨,今年仅试生产。

其他项目: 富蕴煤炭综合开发项目的煤矿探矿权过户、储量勘探、配套水务工程建设等各项前期工作正在有序进行;启东能源物流基地项目可行性研究、设计招标、项目所在地陆域和水域的初勘和测量等工作已经展开;气化南疆工程正在按计划顺利推进。

未来发展规划:

1) 吉木乃二期: 计划投资 6 个多亿,对公司及自治区的政治意义较大,为民营企业拿到境外资源的一大突破。公司还在与中亚其他国家,如乌兹别克斯坦等洽谈 LNG 重卡车及 LNG 加注站的推广等,并进一步从境外获得资源。

2) 哈密二期: 计划投资 60 多亿,向能源转化的一大工程,车用甲醇的标准及二甲醚标准,燃料标准出台但没有具体细则,如果仅针对原料市场,二期还需要考虑,需要燃料的配套政策出台才可具体部署。

3) 新型非常规能源页岩气的开发: 目前国内还没有正式开始大规模开采和项目建设,仅开始了第一批公司招标,中石化和河南煤层气两家企业中标页岩气探矿权,公司不在其内,现正在招人组建相关团队,力争在第二批招标中能中标。

2. 公司 2011 年上半年主营业务分析

公司上半年实现收入 26.2 亿元,同比增长 45.07%; 归属母公司净利润 6.4 亿,同比增长 102.8%。公司天然气等主营业务增长稳定,本期收入与利润的大幅增长,主要来源于资产剥离,包括 5 月份房地产业务剥离收入,集中体现在对二季度收入与利润的提升。上半年房地产业务收入超 11 亿,同比增长 35.72%,其中 1-2 季度的房地产销售约 3 亿元,地产剥离收入约 8 亿元。地产业务实现净利润 4 亿,同比上升 61.45%,占公司净利润总额的 62.57%。另外商品贸易业务中因亚中物流转让其持有新疆亿科地产 100%股权的投资

受益约 3 亿元，加上 LNG 车辆销售收入，商品贸易收入同比增长 36.12%，利润率提升 0.78 个百分点，而传统商品毛利业务因钢材采购成本增加，实际毛利率下降了 2.86 个百分点。

图 2: 公司收入与净利润变动

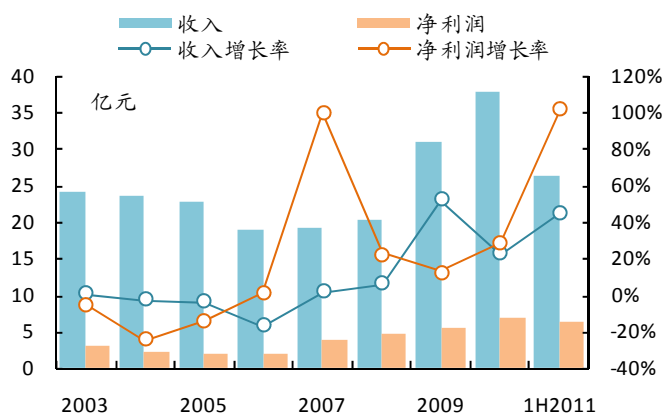


图 3: 公司单季度收入及同比

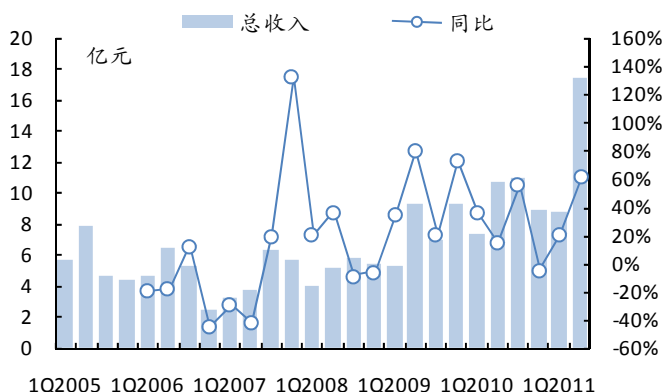


图 4: 公司转型前后收入结构变化 (各年中报比较)

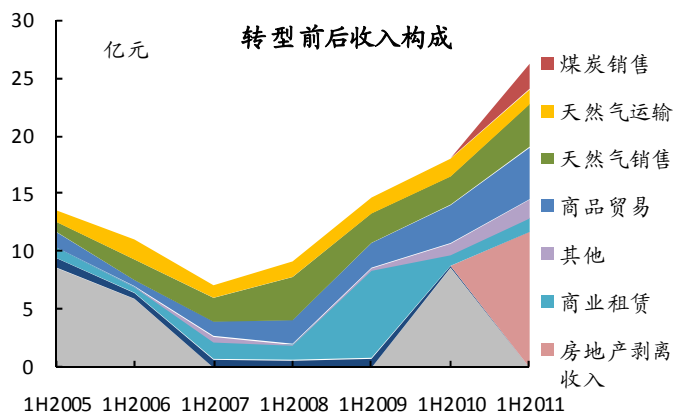


图 5: 公司主要业务的毛利率变化

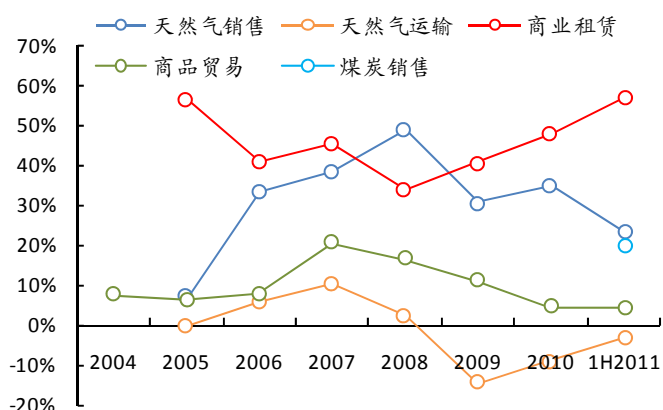


图 6: 2011 上半年公司各产品销售收入结构 (剔除房地产剥离收入)

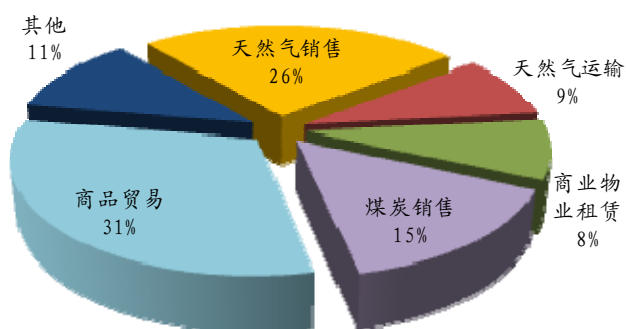
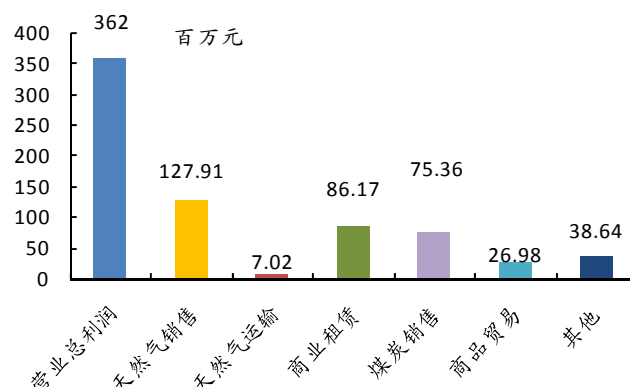


图 7: 2011 上半年公司各产品利润结构 (剔除房地产剥离收入)



资料来源: wind、国泰君安证券

上半年公司加大 LNG 业务的推广力度。随着 LNG 加注站和车用 LNG 销量的提升，主营业务液化天然气 (LNG) 收入增长较大，同比增加 24.43%，因车用 LNG 的售价和利润率大幅高于民用 LNG，LNG 净利润率由上年度的 15.62% 增加到 16.55%。美居物流园商业租赁业务稳步增长，上半年收入增

加 25.2%；出租单价有所提高，推升利润率增加 9.65 个百分点。另外，上半年，公司新增了煤炭销售业务，其收入和净利润分别占总业务的 8.22% 和 5.38%，毛利率为 34.98%，是未来的增长亮点之一。

2.1. 公司各类业务的增长与成本分析

1、LNG 及 LNG 重卡市场推广进展：

LNG 相比柴油，具有显著成本优势：1 升柴油的产热值约=1 立方 LNG。自今年 4 月 7 日起，乌鲁木齐 0 号柴油价格涨至 7.07 元/升，车用 LNG 为 4.24 元/立方，公司目前售价为 4.05 元，仍有一定上调空间。销向 LNG 重卡的利润远高于民用 LNG：相比民用 LNG 去年售价 1.83 元，车用 LNG 具有更高的售价和利润空间，现售价 4.05 元，净利润至少 1.0 元/立方。去年综合吨净利 0.5 元/立方，今年随着车用 LNG 占比提升，综合吨净利可达 0.6 元左右。（以上售价均为不含税价格）

目前公司现有 LNG 仅有鄯善县年产量 3 亿方左右，今年上半年采购原料气 1.83 亿方，生产 LNG1.49 亿方。LNG 销售收入有 5.12 亿，净利润 0.84 亿，净利润率 16.55%，平均销售单价 2.1 元/立方，对应净利 0.56 元/立方。上半年车用 LNG 销量为 3100 万方，占比 LNG 总销量约 12%，其中 1 季度车用销量较少，现阶段车用 LNG 日销量占比可达 25% 左右。去年同期车用 LNG 销量仅 1500 万方，增长超过 1 倍，促使上半年净利润率由上年度的 15.62% 增加到 16.55%。随着哈密煤化工的 5 亿方和吉木乃 5 亿方项目在今年底投产，明年公司 LNG 产能将达到 13 亿方，将对业绩产生重大推动。

销售推广进度：随着新产能的上马，公司产品在销售上将有一定压力。公司在 LNG 的销售上，通过罐装运输队主要向西北等地区销售，现已民用 LNG 为主；车用 LNG 领域公司通过“建站推车、建站优先”的模式，在重要运输接点设立 LNG 大型储备站，辐射周边市场。公司以新疆、河西走廊为主要目标区域，进行网络化的 LNG 加注站建设工作已全面展开，上半年已在甘肃、内蒙、宁夏、河南、广西等地沿途交通节点开始建设 LNG 站或 L-CNG 加气站。LNG 因热值与柴油相当，在车用领域主要作为中重卡等大型运输车的燃料。CNG（压缩天然气）热值相对较小，主要应用在民用车领域。

新疆现有重卡 20 多万量，未来可达 30 多万辆，LNG 重卡的推广空间较大。目前公司已成功推广 2199 辆 LNG 汽车上路，459 辆汽车已订购未提车。目前公司已经建成 LNG 加注站 79 座，主要分布在新疆地区，在内蒙和甘肃有少数加注站，上半年加注站累计加气量 3112 万立方米。公司目前在建的 LNG 加注站众多，年底可建成的有 100 多个，将有效保证明年新增 LNG 产量的销售。按目前的建设进展，公司早先计划的 2015 年完成在全疆建成 300 个加注站点推广 LNG 汽车 3 万辆的目标实现把握很大。另外，为了拓宽 LNG 的销售领域，公司开始加大对 LNG 商砼运输车、LNG 城际客车市场方面的重点培育和开发，并将建设仅提供 LNG 的加注站改为同时提供 LNG、CNG 的加注站，进入中石油的 CNG 领域，中石油也在进入 LNG，双方都在布局。目前 CNG 在新疆地区有中石油垄断，中石油现有计划向 LNG 领域进军，目前中石油在准东有 1 个 LNG 加注站在建。CNG 的价格在不同地区有较大差异，乌鲁木齐地区受政府定价影响，售价仅为 2.08 元/立方，价格偏低。

2、煤炭及煤化工产品:

公司预计待政府规划的道路及铁路建成后 (2015 年及以后), 疆煤及其他如甲醇等煤化工产品将对下游市场造成一定冲击, 市场竞争会愈加激烈, 因此公司提前布局煤炭及甲醇市场销售。

1) 煤炭销售: 上半年公司自修的淖柳公路建成, 淖毛湖矿山开始向外输出煤炭销售, 在柳沟上兰新铁路运至兰州甘肃等地。由于配套项目柳沟物流园铁路快速装车系统改造进度未按期完工, 影响了铁路发运量, 上半年煤炭销量仅 109.73 万吨, 实现收入 2.15 亿, 净利润 0.43 亿元。其中煤炭主要通过第三方承运至甘肃等地, 还有部分低价在哈密及柳沟地区销售。上半年煤炭吨净利润 40 元, 平均售价在 305 元/吨, 铁路运费 117 元/吨, 公路运费 125 元/吨。公司预计与甘肃大唐修改后的煤炭销售合同价为 417 元/吨, 与当地的宁煤存在 60 元左右价差, 预计今年后续至少还可以调高 2 次。按修改后煤炭合同价格下半年吨净利润可达 70 块钱, 未来预期可达到 90 元。物流园预计 9 月底可投入运营, 原计划今年销售 600-800 万吨, 预计能完成 400 万吨左右, 2012 年可销售煤炭 800 万吨, 2013 年 1200 万吨。公司已与甘肃电煤等多家企业签订销售合同。

2) 煤化工项目甲烷、甲醇、二甲醚等产品: 公司年初 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚项目目前土建工程均已完成, 已完成水系统处理、空压站装置等 4 个单元的单机试车、调试, 其他单元试车将陆续展开, 预计年底投产。截止中报, 已累计签订甲醇框架协议 379.9 万吨、二甲醚 26.5 万吨、焦油和石脑油等副产品 22.2 万吨。煤化工产品预计自 10 月份陆续还是有量, 但处于试运营, 盈利需待明年。

成本分析: 原材料--水: 1541 万方/年, 吨水成本 0.66 元; 吨煤按 31 元测算 (公司自由煤矿开采成本仅 30 元左右), 每年用煤 500 万吨, 吨二甲醚耗煤 1.723 吨, 二甲醚最低迷时候 1694 元测算, 所得单位成本---天然气 0.94 元, 液化成本 1.14 元, 甲醇 479.95, 副产品 328.73; 若按吨煤 51 元测算, 甲醇成本 519.45; 天然气 1.21, 副产品 355.79 元。第三种测算方法, 将 4.9 亿方甲烷销售完毕侯, 可覆盖所有成本, 其他甲醇等产品收入均可视为利润。

3、其他业务情况:

公司其他非能源业务正逐渐缩小, 在石材、化工建材业务相继退出后, 5 月底开始着手房地产相关业务的剥离。现还剩余商业物业租赁业务即广汇美居物流园未剥离, 这部分资产额较大, 短期集团还吃不下。美居物流园正在积极进行园区改造, 调整招商策略和市场布局, 保证了商铺租赁业务的稳步提升, 上半年公司美居物流园商铺出租率达到 92.32%。美居园若按现有房价估算资产过高, 较大可能按租赁价值来估测资产价值, 约 20 亿左右, 这部分资产计划年底前剥离, 将进一步提高公司的资金能力。后续公司与集团还将进行资产注入, 对公司和集团而言将形成一定账面对冲。

3. 公司的物流交通布局

3.1. 公司的物流项目及运输成本控制

物流为新疆企业产品外运的最大难题, 公司非常重视, 是未来重点发展项目

之一。

1、**布局东部**：公司看好东部（LNG&煤化工产品）三大市场的发展（珠三角、长三角、京津塘），规划了江苏启动物流港项目，以期降低运费等物流成本。

2、**煤炭销售及物流情况**：新疆地区有 4 大煤炭矿区基地，其中吐哈煤炭基地位于新疆东边，运距最小。新疆运力远不能满足需求，运距太长运费较高，从运输成本上看吐哈矿区最具有成本优势。

1) **公司自建道路&铁路**：公司的淖毛湖矿区即位于该区域，为了尽快打通公司矿区前往销售地的运输瓶颈，公司已自建了新疆淖毛湖到甘肃柳沟的一条公路，这条公路已于去年年底修成，根据政府规划则需要到 2015 年建成。该公路全程 440 公里，两边修建了 LNG 加注站。公司使用自产的 LNG 作为运输燃料，将产品从淖毛湖运到柳沟，再从柳沟上兰新铁路，可大大节省运费。下一步，公司拟修建淖毛湖到红柳河的铁路，现已做好可研报告，项目预可研报告已经通过国家评审，设计由国家二级铁路升格为国家一级铁路，由内燃机车牵引改为电力机车牵引，此举将大大提高淖毛湖煤炭外运能力。建设期 2 年预计 2014 年可建成运用，自建铁路运力 5000 万吨/年，公司自建公路运力 1200 万吨/年。

自建铁路资金投入及政府态度方面：铁道部最新意向为民营企业可以自主修建铁路，淖毛湖到红柳河段，公司计划自建铁路全长 324 公里，总投资有 70 多个亿。之所以选择红柳河而非柳沟为终点，是处于政府铁路规划中要求发展疆内铁路线路。

2) **政府道路/铁路规划**：新疆西煤东运“一主两翼”工程，主通道兰新铁路 2 期可于 2014 年投入运营，运力 3 亿吨；北翼从将军庙到秦皇岛，运力 1.2 亿吨；南翼从哈密到重庆，运力 1 亿吨。柳沟所在的铁路有 1、2 两条线，目前 2 号线正在电气化改造，预计未来这部分将会完成，柳沟的铁路运力增强。

3、**提升运输车使用 LNG 燃料比例**：可装 3 罐的 LNG 重卡已研制成功，部分实现 LNG 运输车使用 LNG 燃料来运送 LNG。使用柴油作为燃料，每吨公里运输成本为 7 毛钱。使用 LNG 作为燃料，吨公里运输成本仅 2 毛 8（平均售价），使用自产 LNG 还可以减少一半。

4. 公司财务分析

近 2 年，公司期间费用率逐渐下降，负债率随着公司各大项目的上马有所上升。公司通过业务转型将集中精力发展能源业务，加强管理进一步降低期间费用率。今年上半年通过增发募集 21.4 亿元，而募集项目前期投资已通过自有资金投入，目前账上现金充裕，经营活动产生的现金净流量为 2.82 亿，期末现金及现金等价余额为 29.92 亿元。另外，公司按承诺将地产资产剥离给集团，总转让价格为 11.89 亿，预计受益为 3.5 亿，已收到 5.95 亿，后续款将在 2012 年 5 月 31 日前到账。截止中报，公司的资产负债率降至 55%，流动比率及速动比率提升较多。

图 8: 公司期间费用率变化

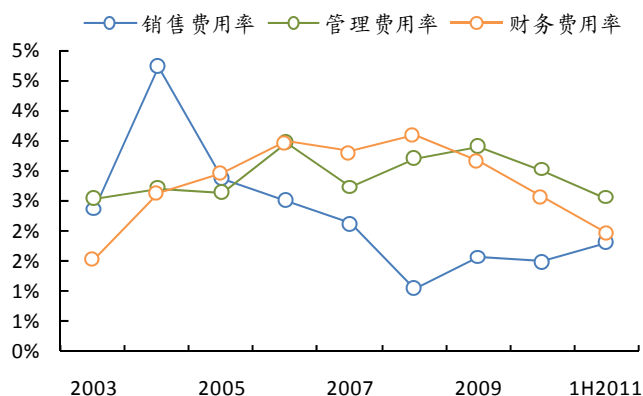
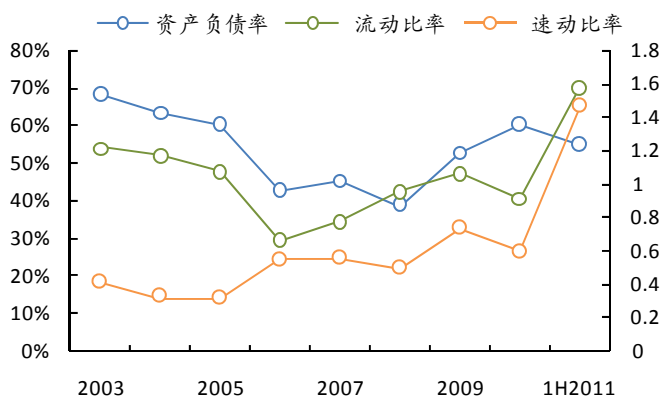


图 9: 公司资产负债情况及还债能力



资料来源: wind、国泰君安证券

我们估计未来 2 年内公司的资金投入有: 自建铁路约 70 亿; 未来 4 年内吉木乃二期+哈密煤化工二期总投资约 66 亿左右规模(具体开展时间具有一定不确定性); ~200 座 LNG 加注站投资约 8 亿, 总共约 144 亿, 年均投入 36 亿。根据公司目前的资金面情况, 再加上部分贷款, 可实现近 2 年的投资。煤化工二期需要视 1 期投产后盈利情况而定, 且投入较大, 届时可能会产生一定的融资需求。

5. 盈利预测

主要假设:

- 1) 美居园商业租赁业务未剥离, 根据以往业绩预测, 这部分业务年贡献 EPS 为 0.05 元。未来美居园相关资产的剥离也将提到公司日程中, 根据公司对美居园资产的估算, 至少有 20 个亿以上, 净利润估计超过 5 亿, 可贡献 EPS 约 0.26 元, 但由于具体时间未定, 暂时未算入估值中。
- 2) 哈密煤化工项目顺利于今年下半年投产, 煤炭销量增长顺利。

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.49、0.83、1.26 元。当前股价对应市盈率为 54、32、21 倍。公司正值向能源型企业转型的关键时期, 在剥离地产等业务后公司自 2012 年开始进业绩快速增长期, 年均增速 50%左右。短期估值偏高, 给予“谨慎增持”评级。

表 2: 主要产品盈利预测

主要产品	2011E	2012E	2013E	主要产品	2011E	2012E	2013E
鄯善县 LNG				房地产业销售及剥离收入			
销量(亿方)	3.00	3.00	3.00	销售收入(万)	117158	0	0
单价(元/方)	2.39	2.39	2.39	毛利率	50.13%	0.00%	0.00%
销售收入(万元)	71550	71550	71550				
毛利率	34.50%	35.00%	35.00%				
吉木乃 LNG				商品贸易			
销量(亿方)	0.20	3.50	5.00	销售收入(万)	60000	30000	30000
单价(元/方)	2.39	2.39	2.39	毛利率	6.00%	5.60%	5.00%

销售收入(万元)	4770	83475	119250				
毛利率	34.50%	35.00%	35.00%				
斋桑稠油				商业租赁			
销量(万吨)	0.80	5.00	9.00	销售收入(万)	25000	25000	25000
单价(元/吨)	3000.	3000	3000	毛利率	70.00%	70.00%	70.00%
销售收入(万)	2400	15000	27000				
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%				
煤炭销售				天然气运输			
销量(万吨)	400	800	1200	销售收入(万)	25000	25000	25000
单价(元/吨吨)	205	220	240	毛利率	5.50%	5.50%	5.50%
销售收入(万)	82000	176000	288000				
毛利率	40.00%	45.00%	50.00%				
哈密甲醇销售				其他			
销量(万吨)	5	60	90	销售收入(万)	32000	20000	20000
单价(元/吨)	2500	2500	2500	毛利率	24.00%	15.00%	15.00%
销售收入(万)	12500	150000	225000				
毛利率	47.00%	47.00%	47.00%				
哈密天然气销售							
销量(亿方)	0.20	3.00	4.00				
单价(元/方)	2.39	2.39	2.39	总收入合计	437148	667575	926200
销售收入(万元)	4770	71550	95400	综合毛利率	35.80%	38.73%	41.47%
毛利率	34.50%	35.00%	35.00%				

资料来源：国泰君安证券

注：煤炭价格不含运费，产品毛利率为根据历年财报估算，而非 wind 中的净利率。

作者简介:**魏涛:**

执业资格证书编号: S0880511010033

电话: 0755-23976212

邮箱: weitao@gtjas.com

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。2010年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

胡珏(贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110131

电话: 0755-23976112

邮箱: hujue008738@gtjas.com

清华大学理学硕士,国泰君安化工研究员助理。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		