

LNG 之星火，点燃分布式能源梦想

——广汇股份（600256）调研报告

要点：

- **核心观点：**我们最看好的是公司能够基于自有的丰富的资源禀赋，直接液化天然气或者用自备煤制取天然气，并将 LNG 作为廉价优质动力未来将年产 13 亿方 LNG 的供给新疆甚至内地，这种“一体化的产业链条”+“摆脱对于天然气管网建设成本高昂的束缚，进而实现能源的就地转化、充分利用的分布式能源”模式，正是广汇最核心的竞争力。
- **公司极具资源禀赋、机制灵活，是国内 LNG 龙头。**在上游拥有充足的煤炭、天然气、稠油等资源禀赋。下游以 LNG 项目为主进军能源业务领域；
- **煤制天然气的能源转化效率较高，技术已基本成熟，是生产石油替代产品的有效途径。**多渠道、多方式地扩大天然气资源供给，也是优化我国能源结构的重要战略。广汇煤炭储量丰厚，目前在哈密已获得的煤炭资源储量达 17.6 亿吨。此外，为了迅速提高煤炭运力，建设新疆淖毛湖铁路，煤炭外卖给甘肃电厂，预计今年可外销煤炭 400-500 万吨，并将在未来 5 年内扩大至 6000 万吨每年。天然气方面，与哈萨克斯坦 TBM 公司就哈国斋桑所拥有的天然气、原油资源合作，目前部分区块内已经探明储量为斋桑拥有 1 亿吨稠油及 64 亿方天然气储量，公司在新疆阿勒泰地区建设的年处理能力一期 5 亿方 LNG 工厂将于年底前竣工投产；公司占 90%权益；同时公司还拥有上游哈国 TBM 公司 49%权益。
- **公司最大看点除资源外，就是分布式能源的盈利模式，LNG 汽车应用兼具经济性与环保性。**与柴油为燃料的传统重型卡车相比，可降低 40%的能源消耗，同时较柴油车每年可减少 CO2 排放约 60 吨，如按照 8 年使用期计算，每辆车可减少 CO2 排放约 480 吨。不但适用于城市公交车，也适用于出租车和大型货运车辆、工程机械等。目前疆内在跑的重卡总数是 2199 辆，今年预计新增 1300 辆，建成 LNG 和 L-CNG 汽车加注站 79 座，上半年加注站累计加气量 3112 万立方米，未来 2-3 年达到 2 万辆，而疆外市场也会有拓展可能。煤化工方面，公司哈密煤化工项目获批受益于国家战略扶持新疆的政策背景，打造上中下游完整产业链。预计，广汇股份“年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚（煤基）项目”达产后，销售收入可达到 40 亿元，毛利润将近 20 亿元。此外，天然气是我国拟将完成的哥本 45%目标下，最有发展潜力的替代能源。
- **盈利预测与评级。**经测算，我们预计公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.56、0.84、1.41 对应 PE 分别为 46、31、18 倍。目前短期估值不够吸引力，但考虑到公司的丰富资源禀赋、完备产业链、以及分布式能源的盈利模式，建议逢低关注，我们给予推荐评级。
- **风险揭示：**项目投产落后预期，投资项目密集对资金需求压力过大的风险

报告日期：2011 年 8 月 23 日

分析师

张 霖 010-88366060-8752

执业证书编号 S1070209040317

联系人

熊 杰 从业证书编号 S1070111030013

(86-10) 88366060-8838

✉ xiongj@cgws.com

桂方晓 电话 021-61683506

投资评级： 推荐（首次）

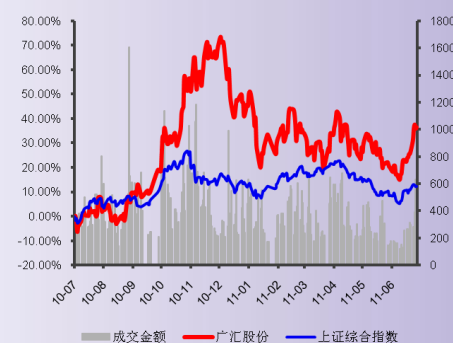
市场数据：

目前股价	25.7
总市值（亿元）	50.3
流通市值（亿元）	27.9
总股本（亿股）	19.5
流通股本（亿股）	10.8
12 个月最高/最低	33/20

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入	591000	864960	1264300
(+/-%)	55.96%	46.36%	46.17%
净利润	108822	163040	273859
(+/-%)	58.08%	49.82%	67.97%
摊薄 EPS	0.559	0.837	1.407
PE	46.5	31.0	18.5

股价表现图



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目 录

1. 最具资源禀赋、机制灵活的民营能源大鳄.....	3
1.1 LNG 打造油、气、煤三大能源和谐产业链.....	4
1.2 广汇煤炭储量丰厚.....	5
1.3 石油：目前探明储量 1 亿吨稠油.....	6
2. 分布式能源是公司最大看点，LNG 汽车是传播天使.....	7
2.1 广汇“气化南疆”受国家能源局高度评价，为今后全国分布式能源推广起到示范和标杆作用....	7
2.2 LNG 汽车是分布式能源的天使.....	7
2.3 LNG 汽车及加气站的未来蓝海.....	9
2.4 天然气，最具进攻性的替代能源行业.....	11
2.5 煤化工：哈密煤化工项目获批受益于国家战略扶持新疆的政策背景，打造上中下游完整产业链..	11
3. 盈利预测与评级.....	12

图 表 目 录

图 1 公司主要资源分别图.....	3
图 2 公司战略发展规划.....	4
图 3 煤化工全厂工艺流程简图.....	5
图 4 LNG 汽车.....	8
图 5 广汇燃气货运车.....	8
图 6 燃料费用比较.....	8
图 7 LNG 燃料车辆.....	9
图 8 LNG 加注站.....	10
图 11 与乌兹别克国家油气控股公司合作协议签字仪式.....	12
表 1 广汇资源分布.....	6

1. 最具资源禀赋、机制灵活的民营能源大鳄

公司是国内 LNG 龙头。在上游拥有充足的煤炭、天然气、稠油等资源禀赋。下游以 LNG 项目为主进军能源业务领域；目前，公司已基本剥离建材和房地产业务，成为国内最大的陆上液化天然气供应商，客户遍布华南、华东、华北等地区。有机地将煤、油、气三大产业链连接在一起，正在向“能源企业”战略转型。

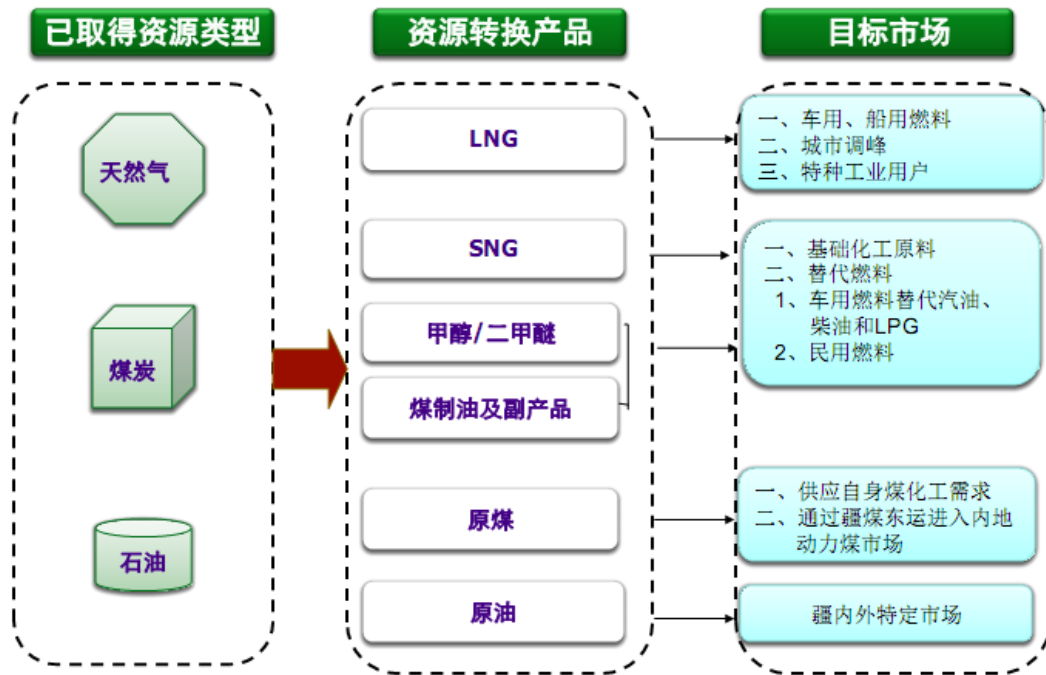
公司在宏观资金面收紧之际，完成非公开发行股票工作，募集资金 21.4 亿元，为能源项目的顺利建设提供了充足的资金保障。上半年公司营业收入 2,620,418,528.72 元，较去年同期提高 45.07%；净利润(不含少数股东权益) 638,716,823.42 元，较去年同期增长 102.08%。能源业务中，哈密煤化工、吉木乃 LNG 工厂建设、哈萨克斯坦 TBM 公司石油和天然气开采、LNG 汽车推广、富蕴煤炭综合开发、煤炭销售、能源综合物流等项目均已全面展开且进展顺利。

图 1 公司主要资源分别图



资料来源：wind、公司公告、长城证券研究所

图 2 公司战略发展规划



资料来源：wind、公司公告、长城证券研究所

1.1 LNG 打造油、气、煤三大能源和谐产业链

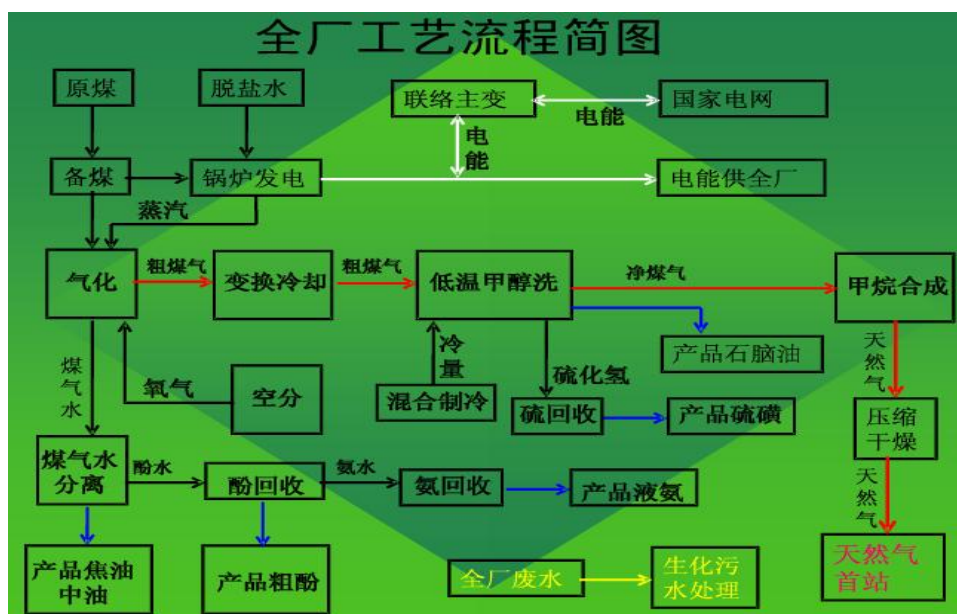
公司目前已投产、在建和规划中的 LNG 项目有：

- 鄯善 5 亿方 LNG 项目，是目前唯一已投产的 LNG 项目、也是国内目前最大的陆基 LNG 项目，原料来自中石油土哈油田，目前原料来源不足，规模仅为 3 亿立方米。
- 哈密地区的淖毛湖煤化工项目，于 2006 年 9 月开工，一期生产 LNG4.9 亿方、120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚，公司目前淖毛湖正在进行机台试车，预计今年四季度进行投料试车，若投产成功，将开始进行二期同等规模项目建设，计划 2015 年投产。原料为哈密自备煤。
- 阿勒泰地区吉木乃 5 亿方 LNG 项目，于 2009 年开工建设，将 2011 年末投产，为斋桑油气田（TBM 公司）年产 5 亿方天然气的配套项目；市场已锁定为阿勒泰及塔城地区民用天然气。
- 阿勒泰地区的富蕴煤炭综合开发项目，已经开始规划，原料为富蕴自备煤，计划 2015 年建成投产。

煤制天然气的耗水量在煤化工行业中是相对较少，而转化效率又相对较高，因此，与耗水量较大的煤制油相比具有明显的优势。此外，煤制天然气过程中利用的水中不存在污染物质，对环境的影响也较小。煤制天然气是指煤经过气化产生合成气，再经过甲烷化处理，生产代用天然气（SNG）。煤制天然气的能源转化效率较高，技术已基本成熟，是生产石油替代产品的有效途径。随着国内可持续发展战略和加强环保等政策的实施，国内天然气消费市场将持续扩张。多渠道、多方式地扩大天然气资源供给，

完善气源结构成为优化我国能源结构的重要战略。

图 3 煤化工全厂工艺流程简图



资料来源：wind、公司公告、长城证券研究所

1.2 广汇煤炭储量丰厚

1) 哈密地区：股份公司已经通过广汇新能源公司拥有 17.6 亿吨，煤种为优质高热露天煤，5000 大卡以上。2) 阿勒泰地区：矿区位于富蕴，属于喀姆斯特矿区，区块面积 408 平方公里，目前正在进行勘探，矿位于地下 200 米左右的总长为 10-12 米厚度的整装层。富蕴煤田以后作为公司煤炭综合开发项目的原料来源。

此外，广汇股份公司为了迅速提高煤炭运力，提前 3 年已经在建设新疆淖毛湖至甘肃柳沟的公路，总长度 440 公里，路面 12 米宽，总投资约 2 亿元，煤炭到达甘肃柳沟后卖给甘肃的电厂，预计今年可外销煤炭 400-500 万吨，以后等公司投资建设的淖毛湖至红柳河之间的铁路建成后，年运力将增加 5000 万吨，兰新二线建成后作为货运线时，广汇股份哈密淖毛湖的煤炭也可以再通过兰新线运往疆外销售。

煤炭产、运、销体系初步形成。非能源业务正在逐步缩小规模，房地产开发和销售业务实现剥离并稳步退出。上半年，矿山建设、淖柳公路运输进展顺利，但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，致使上半年仅实现煤炭销量 109.73 万吨，公司正在全力推进物流园的建设，预计 9 月底投入运营；实现营业收入 215,466,150.92 元，净利润 43,210,774.8 元。获得的收益占公司净利润总额的 6.77%。此外，淖毛湖至兰新线红柳河站的铁路项目取得重大进展，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。

表 1 煤炭外销合同情况

购货单位	2011 年	2012 年	2013 年	合计	单价
甘肃大唐燃料有限责任公司	400	500	800	1700	408
国电甘肃电力有限公司	120-150	120-150	120-150	360-450	420
中国铝业股份有限公司兰州分公司	150-200	150-200	150-200	450-600	410
合计	670-750	770-850	1070-1150	2510-2750	

资料来源：wind、公司公告、长城证券研究所

继甘肃之后，广汇拟将打造宁夏能源中转基地。据悉，广汇集团和宁夏中卫市人民政府于 2011 年 8 月 16 日在宁夏银川签署了《投资合作协议》，拟在宁夏中卫市共同投资建设煤炭物流集散基地、液化天然气转运分销中心及 LNG、L-CNG 加注站等项目。我们认为，虽然此举属于广汇集团层面构建广汇能源物流体系远景规划和中卫意向性接洽，尚需较长时间的考察论证，项目可行性研究等具体工作尚未实质性开展，存在不确定性，但是规划战略方向是较为明智和明确的。宁夏中卫地理位置极佳。作为铁路城市，它西接兰新线，南接兰州，北接银川，而且中卫背靠黄河，对于耗水的煤化工产业来说，不失为一个上上之选。新疆富煤但缺水，而且远离消费地，广汇集团在新疆至甘肃自建一条公路，把新疆煤炭运出来，至中卫进行深加工，便于出运至消费地，这将是一个长远策略。据新华社此前报道，广汇集团和上海申能集团拟斥资 373 亿元在中卫市建设能源及深加工综合项目。项目或将可实现年销售收入 450 亿元。主要建设 6 个项目：先期 1500 万吨、终期 5000 万吨煤炭物流集散地，百万千瓦超超临界空冷发电机组，25 万立方米液化天然气转运分销中心，60 座液化天然气和压缩天然气加注站，35 万吨煤化工副产品的精深加工系列产品项目和 28.6 公里铁路专用线。若此规划能够得以明朗，对上市公司将构成一定利好，进一步延伸公司能源服务空间。我们将进一步跟踪其进展。

1.3 石油：目前探明储量 1 亿吨稠油

广汇股份与哈萨克斯坦 TBM 公司就哈国斋桑所拥有的天然气、原油资源进行勘探、开发和生产。合同勘探区块面积 8326.886 平方公里，占据了斋桑盆地最有利的位置，有公路和一个水电站；许可证的有效期为 31 年，包括 6 年勘探期（已延长至 2014 年 7 月 11 日）和 25 年生产期。目前部分区块内已经探明储量为斋桑拥有 1 亿吨左右稠油及 64 亿方天然气地质储量（53 亿方可采储量），公司拟在新疆阿勒泰地区建设一座年处理能力一期 5 亿方 LNG 工厂；公司占 49%权益。

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。下游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。与之相配套的天然气输气管道，也已获得国家发改委和哈萨克斯坦油气部天然气司批准建设，目前正在紧张有序的施工建设中。



2. 分布式能源是公司最大看点，LNG 汽车是传播天使

所谓“分布式能源”（distributed energy sources）是指分布在用户端的能源综合利用系统。一次能源以气体燃料为主，可再生能源为辅，利用一切可以利用的资源；二次能源以分布在用户端的热电冷（植）联产为主，其他中央能源供应系统为辅，实现以直接满足用户多种需求的能源梯级利用，并通过中央能源供应系统提供支持和补充；在环境保护上，将部分污染分散化、资源化，争取实现适度排放的目标。

2.1 广汇“气化南疆”受国家能源局高度评价，为今后全国分布式能源推广起到示范和标杆作用

公司与国家能源局多次汇报和沟通，终于形成“国家投资，广汇股份建设、运营，采用 LNG 液化厂加二级配送模式，将天然气送入南疆未气化县市、乡镇”的工程实施方案，方案经国家和自治区批准实施后，广汇股份将成为国家首家采用分布式能源供应模式，将 LNG 通过自有技术接入城镇、乡村的能源供应商，将为南疆少数民族地区燃料结构调整、生活质量提高和节能环保做出重大贡献。

2.2 LNG 汽车是分布式能源的天使

广汇股份是目前中国最大的陆基 LNG 供应商，在 LNG 汽车气源供应方面，完全能够保证 LNG 汽车燃料的使用。安全技术方面，2009 年 2 月 24 日，新疆维吾尔自治区汽车产品质量监督检查站对新疆广汇开发研制的 LNG 半挂牵引车得安装技术、整车安全性、排放性、动力性、经济性和整车可靠性进行检查，结果（2009 新汽检 001 号）符合国家机动车及 LNG 汽车相关标准。2009 年 3 月 31 日，该课题顺利通过了国家科技部验收。

2.2.1 LNG 物流运输经济性显著

作为替代能源，经济相当可观。若推广至物流领域、公交领域、采掘机械领域等，使用 LNG 汽车将大幅度减少燃料消耗成本（约 40%），从而大幅度增加车辆运营企业的利润。虽然燃气汽车相对燃油汽车会增加 6-8 万的购置费用，但由于燃料的经济性，一般年行驶 10 公里的汽车一年左右可以收回投资，其他费用基本上都一样。此外，更加洁净的 LNG 作为车用燃料，将大幅度减少汽车尾气排放物，产生良好的社会环境保护效益。根据 BP 中国碳排放计算器提供的资料，每辆 LNG 车相比汽、柴油车每年可减少 CO2 排放约 60 吨，如按照 8 年使用期计算，每辆车可减少 CO2 排放约 480 吨。

另外由于 LNG 汽车加气站的建设不受管道铺设的限制，使得约束 CNG 汽车只能在城市内进行短途运营的因素不再存在，LNG 车辆长距离运营成为可能，大大降低了车辆的运输成本。采用 LNG 作为汽车发动机燃料，发动机仅需作适当变动，运行不仅安全可靠，而且噪音低污染小，特别是在排放法规日益严格的今天，以 LNG 作为燃料的汽车，排气明显改善。

图 4 LNG 汽车



资料来源：wind、公司公告、长城证券研究所

2.2.2 LNG 汽车应用兼具经济性与环保性

LNG 汽车是以低温液态天然气为燃料的新一代天然气汽车，不但适用于城市公交车，也适用于出租车和大型货运车辆，尤其是长途中重型运输车辆。

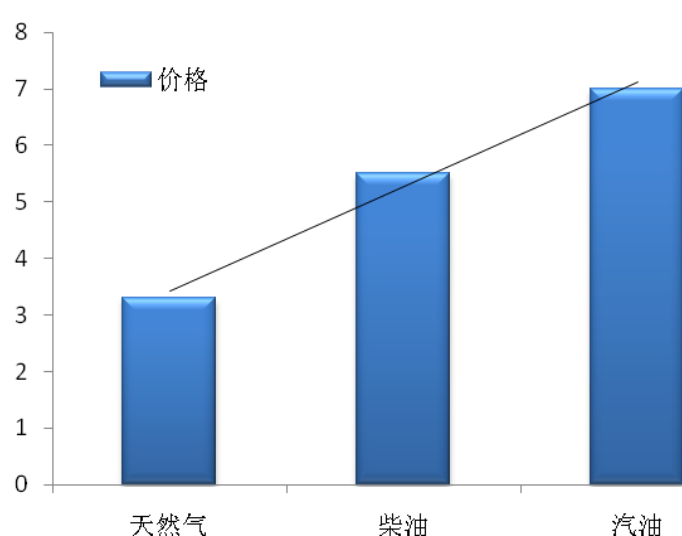
LNG 作为新型车用燃料，有效载量大，提高了汽车的续航里程，特别是与柴油为燃料的传统重型卡车相比，可降低 40%的能源消耗，为用户带来巨大经济效益。同时 LNG 汽车的环保性将为地区节能减排做出巨大贡献。

根据柴油车和 LNG 用车实际运营测试：1 升柴油=1-1.1 立方天然气。公司供气价格计算模式：1 立方车用 LNG 价格是 1 升 0 号柴油市场零售价的 60%。例如 0 号柴油的零售价是 5.5 元每升，则每立方天然气的价格是： $5.5 \times 60\% = 3.30$ 元/方。而对比目前汽油更高达 7 元每升。经济优势可见一斑。

图 5 广汇燃气货运车



图 6 燃料费用比较



资料来源：wind、公司公告、长城证券研究所

LNG 汽车与柴油车比较具有的优势。由于燃油汽车和燃气汽车主要是燃料类型种

类不同，车辆在购置相同车型是，燃气汽车相对燃油汽车会增加一定的购置费用，汽车在行驶过程中，除燃料费用有所差别外，其他费用基本上都一样，因此使用 LNG 汽车将大幅度减少燃料消耗成本（约 40%），从而大幅度增加车辆运营企业的利润。

我们调研了解到，八一钢铁在富蕴五彩湾的矿区已采用广汇 lng 重卡运输、广汇白石湖矿区前期拨采工程也采用了 lng 工程车进行，经济性良好。

更重要的是，使用更加洁净的 LNG 作为车用燃料，将大幅度减少汽车尾气排放物，产生良好的社会环境保护效益。根据 BP 中国碳排放计算器提供的资料，每辆 LNG 车相比汽、柴油车每年可减少 CO2 排放约 60 吨，如按照 8 年使用期计算，每辆车可减少 CO2 排放约 480 吨。

图 7 LNG 燃料车辆



资料来源：wind、公司公告、长城证券研究所

2.3 LNG 汽车及加气站的未来蓝海

今年来，世界各国大力推广 LNG 汽车和加气站，其中美国在 LNG 车用技术上处于领先地位。LNG 汽车不但适用于城市公交车，也适用于出租车和大型货运车辆，尤其是长途运输车辆。

LNG 汽车和加气站技术的关键在于 LNG 的储存和运输，因为-162℃的温度对 LNG 设备有一些特殊要求，因此其技术难度较 CNG 和 LPG 都大。但从一些发达国家的应用来看，LNG 汽车和加气站技术是完全成熟的。目前，LNG 加气站的主要设备如低温常压储蓄罐和空温式气化器等，国内生产厂家已掌握了有关核心技术，可大批量生产。

2009 年 3 月 31 日，国家科技部专家组 12 人来乌市，就广汇担的国家 863 项目《中重型 LNG 专用运输车》课题进行验收，经专家组现场审验、评定后，对此项目工作开展和完成结果给予高度评价，课题高分通过了科技部专家组的验收，并颁发了项目验收评价书，为推动使用车用清洁燃料产业奠定技术、行业标准基础。



图 8 LNG 加注站



资料来源：wind、公司公告、长城证券研究所

LNG 汽车是以低温液态天然气为燃料的新一代天然气汽车，其突出优点是 LNG 能量密度大（约为 CNG 的 3 倍），建站投资少，占地少，无大型动力设备，运行成本低，加气站无噪音，LNG 可用专用槽车运输，建站不受天然气管网制约，因此便于规模化推广。

LNG 车辆推广营销模式多元化，LNG 加注站建设持续发展。按“建站推车，建站优先”的资源配置模式，公司采取在重要节点设立 LNG 大型储备站，辐射周边市场的模式，以全面保障区域市场的气源供应稳定，从而达到持续扩大市场份额、开辟新市场的目的。以新疆、河西走廊为主要目标区域，进行网络化建设的 LNG 汽车加注站工作已全面展开，上半年已在甘肃、内蒙、宁夏、河南、广西等地沿途交通要道节点逐步开始建设 LNG 站或 L-CNG 加气站，并在有条件地区进行民用管网建设和入户通气。LNG 汽车推广积极调整营销策略，改变推广模式，摒弃单纯推广 LNG 中重型卡车，加大了对 LNG 商砼运输车、LNG 城际客车市场方面的重点培育和开发。

目前疆内在跑的重卡总数是 2199 辆，今年预计新增 1300 辆，除此之外，疆外市场也逐步发展山西、内蒙、江苏、河南、辽宁等省。重卡的生产合作厂商主要有重汽、陕汽、一汽二汽、北奔、联众卡。目前公司在疆内建成 LNG 和 L-CNG 汽车加注站 79 座，上半年加注站累计加气量 3112 万立方米，·

从市场空间来看，全疆 20 万辆重卡上路，若保守预计若有 10%由 LNG 重卡替代，那市场容量也将达到 2 万辆，每天每车加注 150 方*300 天=4.5 万方，若按照年末 3000 辆测算=1.35 亿方，这部分液化天然气就能贡献每年 5.2 亿收入，利润 6 千万。若达到 2 万辆，则将 9 亿方气，约 30 亿收入。而疆外市场也会有拓展可能。这部分采用天然气替代石油、柴油等能源的市场空间不可估量。

上半年，公司液化天然气（LNG）业务有较大增长。公司克服运距长、运力紧张等不利因素影响，采取灵活多变的经营方式，在气源不足的情况下加大外购贸易气量，在稳固并拓展原有市场的基础上，大力发展 LNG 车用燃料市场，为公司即将释放的 LNG 产能提前做好市场准备。上半年，公司从中石油吐哈油田购买原料气 1.83 亿立方米，生产液化天然气 1.49 亿立方米，销售 1.49 亿立方米（其中：自产 LNG1.43 亿立方米）。平均销售单价 2.1 元/立方米；实现营业收入 511,893,440.57 元，净利润 84,162,988.40 元，较上年同期分别增长 7.35%和 27.21%。

2.4 天然气，最具进攻性的替代能源行业

天然气是我国拟将完成的哥本 45%目标下，最有发展潜力的替代能源。2010 年，中国天然气需求保持快速增长，天然气供需总体平稳，天然气定价机制改革的启动对行业未来发展将产生深远影响。近年来，随着我国国民经济持续快速的发展以及城乡居民能源消费结构的升级，国内天然气消费需求大幅增长。自 2005 年以来，中国天然气消费年均增长 10%以上，2010 年国内天然气消费量达到 1,073 亿立方米，较上年增长 20.96%，而同期天然气产量仅为 951 亿立方米，缺口达 122 亿立方米。天然气定价严重低估，将逐步回归合理。这将对未来天然气的供需状况、消费需求结构以及业内企业的运营产生重要影响。

图 9 十二五各能源行业增速

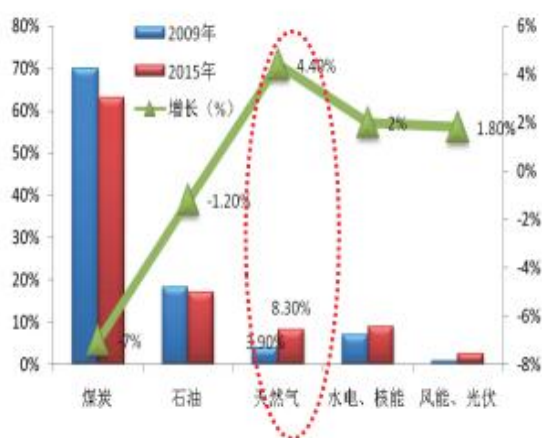
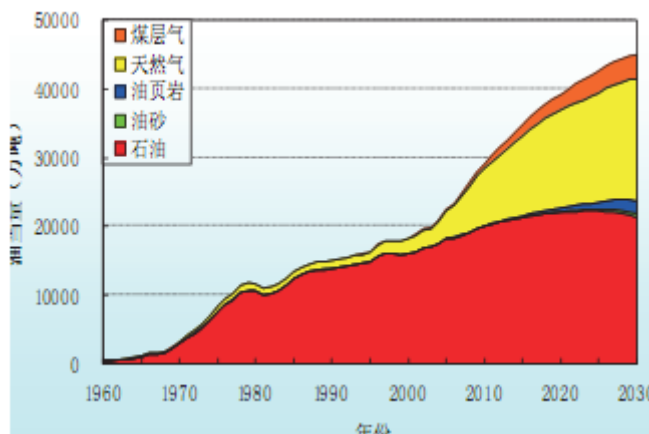


图 10 我国能源结构趋势



资料来源：wind、公司公告、长城证券研究所

2.5 煤化工：公司哈密煤化工项目获批受益于国家战略扶持新疆的政策背景，打造上中下游完整产业链

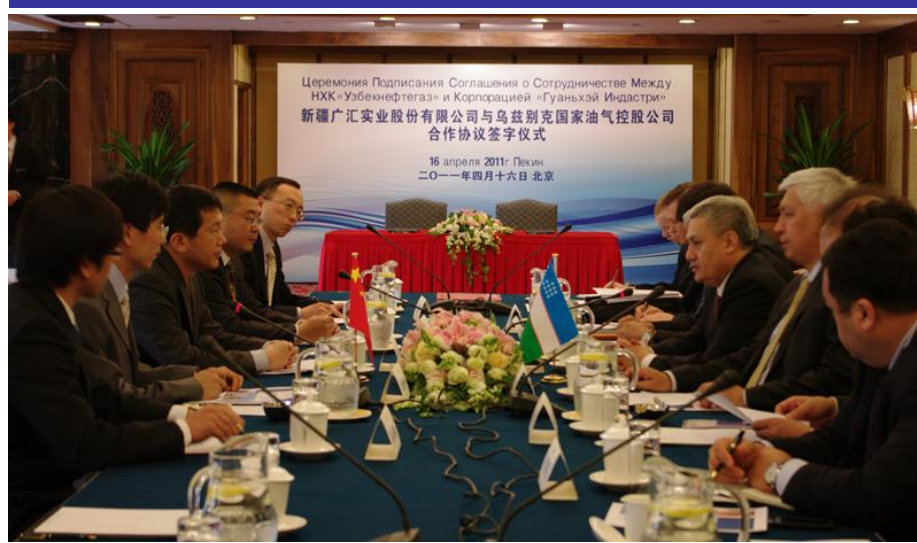
公司于 2010 年 3 月 31 日发布公告，其控股子公司新疆广汇新能源有限公司投资建设的“年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚（煤化工）项目”正式获得国家发改委核准。我们认为公司甲醇煤化工项目之所以能够获得发改委的批准，除了公司拥有丰富的煤炭资源以外，还有一个很重要的原因是受益于国家战略性地出台一系列扶持新疆政策的这个大背景；在这一背景下，对在新疆境内的项目在申请国家有关部门的批准时开了绿灯。

新疆自治区多位副主席考察公司项目。2011 年 4 月 15 日，自治区副主席艾尔肯、2010 年 10 月 15 日新疆维吾尔自治区副主席库热西·买合苏提等领导，分别视察了吉木乃广汇 LNG 项目。得知加气站不仅可以解决偏远地区居民用气问题，而且更广泛用于小型乘用车加注 CNG、中重型商用车加注 LNG，并被列入国家分布式能源模式时，指出“气化阿勒泰工程不仅是广汇的事情，更是自治区的大事，更涉及了国家的战略目标及民生的大事。”艾尔肯副主席希望广汇股份加快项目建设，要求地方政府全力做好协调、服务工作，争取项目早日建成投产。

上半年，建设进展顺利。做为公司能源战略发展的重点项目，公司正在全力推进该项目的各项工程顺利建设。截止目前，项目土建工程均已完成，备煤、空分、气化等主要装置安装工程已完成 90%以上，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。截止目前，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。预计，广汇股份“年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚（煤基）项目”达产后，销售收入可达到约 40 亿元，毛利润将近 20 亿元。届时对广汇股份的经营利润将产生可观贡献。

2011 年 4 月 16 日，广汇股份与乌兹别克油气控股公司（“乌国油”）签订了关于在乌合作建设两个 1 亿方、一个 5 亿方年处理能力液化天然气（“LNG”）工厂的合作协议。

图 9 与乌兹别克国家油气控股公司合作协议签字仪式



资料来源：wind、公司公告、长城证券研究所

3. 盈利预测与评级

基本假设：

1) 稠油从 2011-13 年分别投产 1、8、16 口单井，每日每井 60 吨*270 天=1.5 万吨每井每年，油品质量 8 折，

2) 煤炭外销近三年分别为 400-500、800、1200 万吨，

3) 吉木乃以及煤化工项目均从 2012 年投产，吉木乃首年产能为设计产能的 80%，煤化工开工率按照明年 80%测算

4) 所得税 25%

经测算，我们预计公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.56、0.84、1.41 对应 PE 分别为 46、31、18 倍。目前短期估值不够吸引力，但考虑到公司的丰富资源禀赋、完备产业链、以及分布式能源的盈利模式，建议逢低关注，我们给予推荐评级。

风险提示：项目投产落后预期，投资项目密集对资金需求压力过大的风险

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	378945	591000	864960	1264300	成长性				
营业成本	247519	384353	544960	779537	营业收入增长	22.2%	56.0%	46.4%	46.2%
销售费用	5597	6324	7785	7586	营业成本增长	20.2%	55.3%	41.8%	43.0%
管理费用	11451	10638	11694	12795	营业利润增长	38.4%	61.9%	76.3%	66.9%
财务费用	9757	24946	22815	20214	利润总额增长	31.6%	60.0%	74.5%	66.0%
投资净收益	1688	15149	14684	22411	净利润增长	28.1%	58.1%	49.8%	68.0%
营业利润	88367	143023	252175	420978	盈利能力				
营业外收支	3217	3539	3574	3610	毛利率	34.7%	35.0%	37.0%	38.3%
利润总额	91584	146562	255750	424588	销售净利率	18.2%	18.4%	18.8%	21.7%
所得税	22957	36640	63937	106147	ROE	13.7%	13.1%	16.0%	20.4%
少数股东损益	-211	1099	28772	44582	ROIC	9.3%	12.7%	18.6%	26.7%
净利润	68838	108822	163040	273859	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	1.5%	1.1%	0.9%	0.6%
流动资产	252885	419941	651980	1051773	管理费用/营业收入	3.0%	1.8%	1.4%	1.0%
货币资金	80064	184927	315927	568230	财务费用/营业收入	2.6%	4.2%	2.6%	1.6%
应收帐款	33429	53190	77846	113787	投资收益/营业利润	1.9%	10.6%	5.8%	5.3%
应收票据	4998	2955	4325	6322	所得税/利润总额	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	85654	115306	163488	233861	应收帐款周转率	8.75	9.02	9.03	10.53
非流动资产	1015377	959146	961706	974842	存货周转率	2.46	2.76	2.74	2.54
固定资产	723345	705290	709128	723543	流动资产周转率	1.13	1.10	1.02	1.18
资产总计	1268262	1379087	1613686	2026616	总资产周转率	0.29	0.39	0.48	0.61
流动负债	279072	230218	281005	353044	偿债能力				
短期借款	119270	125270	132176	140124	资产负债率	60.1%	39.9%	36.7%	33.9%
应付款项	75369	65922	93468	133701	流动比率	0.91	1.82	2.32	2.98
非流动负债	483678	319435	311435	333885	速动比率	0.60	1.32	1.74	2.32
长期借款	339435	339435	329435	317685	每股指标（元）				
负债合计	762750	549653	592440	686929	EPS	0.556	0.559	0.837	1.407
股东权益	503767	829433	1021246	1339687	每股净资产	4.07	4.26	5.25	6.88
股本	123847	194687	194687	194687	每股经营现金流	0.42	-0.53	1.08	1.80
留存收益	261111	514838	677879	951738	每股经营现金/EPS	0.8	-0.9	1.3	1.3
少数股东权益	118809	119908	148680	193262					
负债和权益总计	1266518	1379086	1613685	2026616					
现金流量表（万元）					估值	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	51938	-102773	210924	351250	PE	46.8	46.5	31.0	18.5
其中营运资本减少	-5319	-117048	-57158	-83400	PEG	0.80	0.79	0.46	-
投资活动现金流	-346578	-12365	-76830	-95146	PB	6.4	6.1	5.0	3.8
其中资本支出	-329155	-49263	-76830	-95146	EV/EBITDA	32.58	22.16	15.23	10.49
融资活动现金流	287870	220001	-3094	-3801	EV/SALES	10.09	9.32	6.36	4.38
净现金总变化	-7254	104863	131000	252303	EV/IC	3.79	4.92	4.62	4.23
					ROIC/WACC	0.80	1.09	1.60	2.30
					REP	4.74	4.51	2.88	1.84

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源：wind，长城证券研究所

研究员介绍:

张 霖: 金融学博士生, 2007 年加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。

熊 杰: 中科院管理学硕士, 2010年加入长城证券, 任新能源行业分析师。

研究员承诺:

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>