

化工

2019年03月22日

# 广汇能源 (600256)

## ——资产质量和盈利能力再上台阶，业务迎来快速发展期

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

投资要点：

市场数据： 2019年03月21日

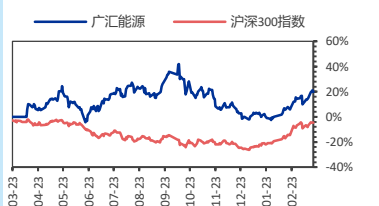
收盘价(元)	4.51
一年内最高/最低(元)	5.41/3.56
市净率	2.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	30384
上证指数/深证成指	3101.46/9869.80

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018年12月31日

每股净资产(元)	2.23
资产负债率%	64.24
总股本/流通A股(百万)	6794/6737
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

谢建斌 A0230516050003  
xiejb@swsresearch.com

研究支持

徐睿潇 A0230518110004  
xurx2@swsresearch.com

联系人

江真俊  
(8621)23297818×转  
jiangzj@swsresearch.com

- **业绩及资产质量大幅改善，符合我们预期。**2018年公司实现营业收入129亿元，较上年同期增长58.58%；归母净利润17.4亿元，同比增长166.07%（利润调整后166.83%）；对应每股EPS为0.28元，ROE为11.5%。公司年报分红预案为10派1元。公司期末固定资产174亿元、总资产483亿元、净资产172.9亿元；同比分别增长18.2%、7.2%、18.6%。
- **销售额及盈利能力均大幅增长。**2018年公司天然气销售额65.9亿元，同比增长59.33%；毛利率34.48%，同比减少1.95个百分点。煤化工业务销售31.6亿元，同比增长46.25%；毛利率50.22%，同比增加0.4个百分点。煤炭业务销售额26.46亿元，同比增长78.25%；毛利率20.33%，同比增加1.18个百分点。其中南通启东LNG累计接收85.34万吨，较之2017年的47万吨接收量有大幅增长。
- **现金流良好，未来资本开支可控。**2018年经营现金流量净额同比增加17亿元，增长69.89%，主要系LNG、甲醇及副产品量价齐升，清洁炼化公司部分炭化转固收入增加所致。投资活动产生的现金净额同期减少41.7亿元，减少比例607.72%，主要系本期收购伊吾能源开发及红淖三铁路公司部分股权所致。筹资活动现金流量净额同比增加32.7亿元，比例139.04%，主要系本期完成配股收到股权款所致。
- **业务进入快速发展期。**随着红淖铁路运行，预计煤炭外销量将会大幅增长；南通LNG二期115万吨/年接收站试运行，三期共计300万吨/年能力预计2020年投入运行。公司信汇峡粗芳烃加氢项目积极推进。同时，公司公告子公司拟利用副产荒煤气投资建设年产40万吨乙二醇项目；均使公司保持长期成长性。
- **投资建议：**公司煤、气和油的储量大，开发转化成本低，同时布局已久的煤炭分级提质清洁炼化、启东LNG二期和红淖三铁路项目于近期建成运营，未来信汇峡工程和启东LNG三期投产带来长期成长性。我们认为公司经历多年的项目建设，目前已经进入收获与全面发展期，竞争力将有明显提升，同时我们预计未来油价仍将趋势向上，公司甲醇、天然气等产品拥有能源属性，伴随油价上涨，公司业绩有望显著增长，我们调整公司19-20年归母净利润预测为25.88和31.77亿元（原预测值为26.01和31.59亿元），同时预计21年利润为37.03亿元，对应EPS分别为0.38、0.47、0.55元/股，按照当前价格公司19年PE约为12X，选取可比上市公司进行比较，得到19年行业PE为15X左右，公司价值处于低估，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,137	12,905	17,257	23,729	28,140
同比增长率(%)	94.01	58.58	33.70	37.50	18.60
净利润(百万元)	655	1,744	2,588	3,177	3,703
同比增长率(%)	218.76	166.07	53.10	22.80	16.60
每股收益(元/股)	0.13	0.28	0.38	0.47	0.55
毛利率(%)	37.8	36.3	37.7	38.3	41.9
ROE(%)	5.6	11.5	15.3	16.9	17.7
市盈率	36	18	12	10	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

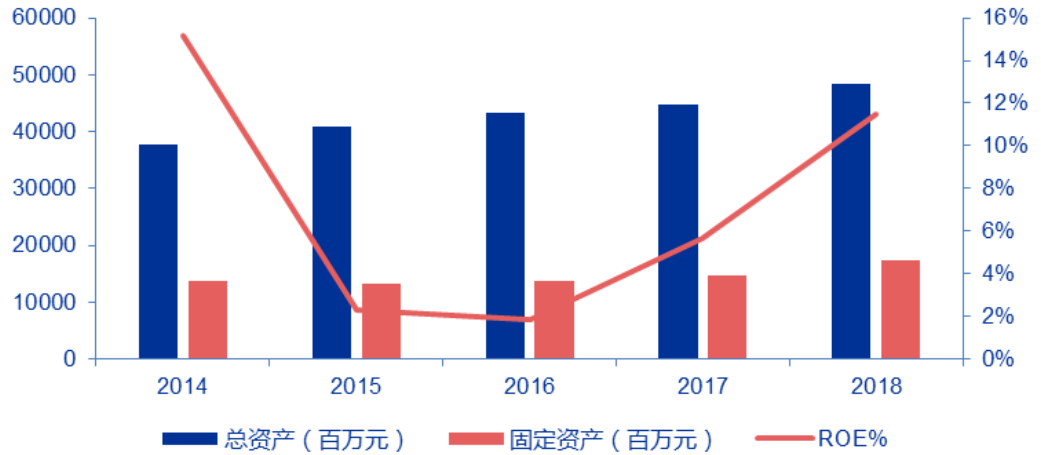


申万宏源研究微信服务号

## 1. 公司销售收入和规模再上台阶

2018 年公司实现营业收入 129 亿元,较上年同期增长 58.58%;归母净利润 17.4 亿元,同比增长 166.07%(利润调整后 166.83%) ;对应每股 EPS 为 0.28 元,ROE 为 11.5%。公司期末固定资产 174 亿元、总资产 483 亿元、净资产 172.9 亿元;同比分别增长 18.2%、7.2%、18.6%。

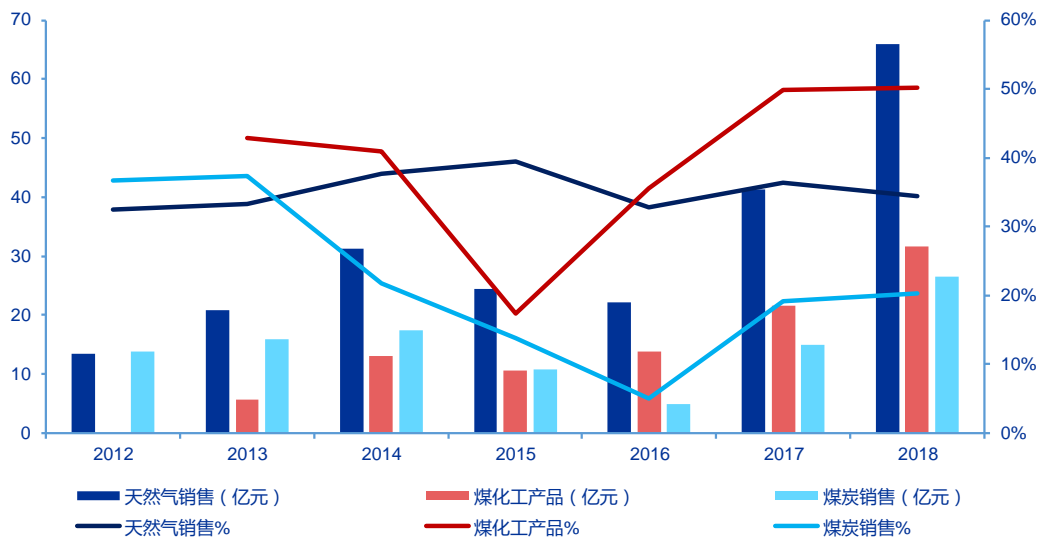
图 1：公司近年来 ROE 上升



资料来源：Wind，申万宏源研究

2018 年公司天然气销售额 65.9 亿元，同比增长 59.33%；毛利率 34.48%，同比减少 1.95 个百分点。煤化工业务销售 31.6 亿元，同比增长 46.25%；毛利率 50.22%，同比增加 0.4 个百分点。煤炭业务销售额 26.46 亿元，同比增长 78.25%；毛利率 20.33%，同比增加 1.18 个百分点。其中南通启东 LNG 累计接收 85.34 万吨，较之前一年的 47 万吨接收量有大幅增长。

图 2：公司的主要产品销售额及毛利率

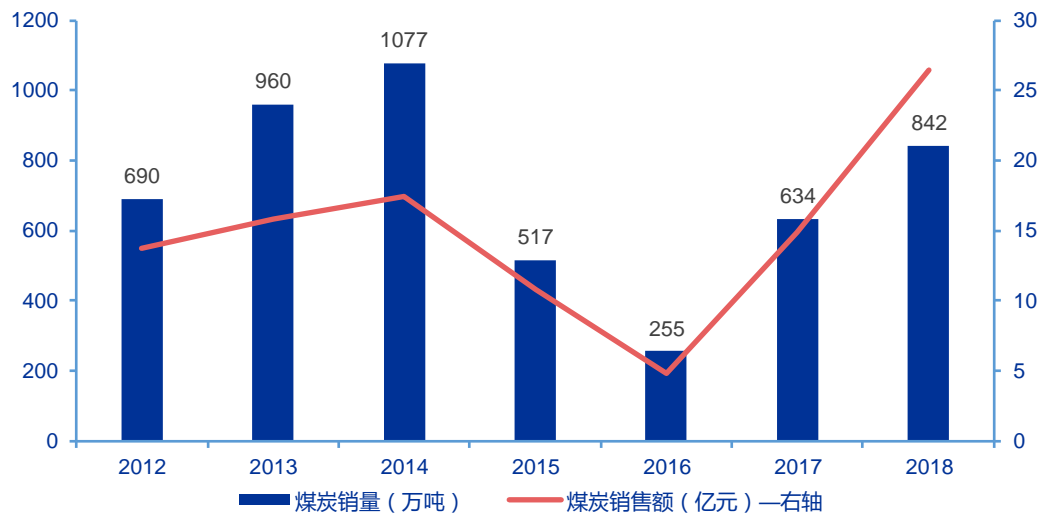


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2. 公司各项业务均保持快速发展

2018 年公司煤炭生产量 540.23 万吨,同比增长 42.72%;煤炭销售量 842.13 万吨,同比增长 32.76%。公司红淖铁路于 2019 年 1 月 1 日 0:00 起开通使用,进入试运营阶段,截至报告日已完成 231 列原煤运输,运煤量 754,630 吨。

图 3：公司煤炭销售量及销售额

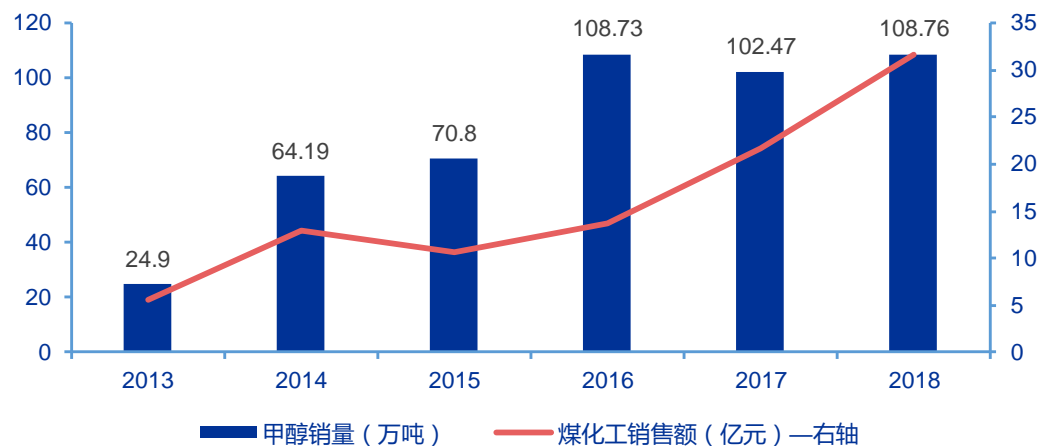


资料来源：Wind，申万宏源研究

2018 年公司甲醇产量 109.04 万吨,同比增长 8.31%;销量 108.76 万吨,同比增长 6.14%。

公司煤化工主要微弱哈密煤炭资源进行深加工,除 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚、5 亿方 LNG 项目外。煤化工中清洁炼化项目一期炭化 I、II 系列已分别于 2018 年 12 月、6 月投产转固;硫化工项目攻克系统装置“瓶颈”取得新突破。信汇峡 120 万吨/年粗芳烃加氢项目(一期 60 万吨/年)在稳步推进。

图 4：公司甲醇销量及煤化工销售额

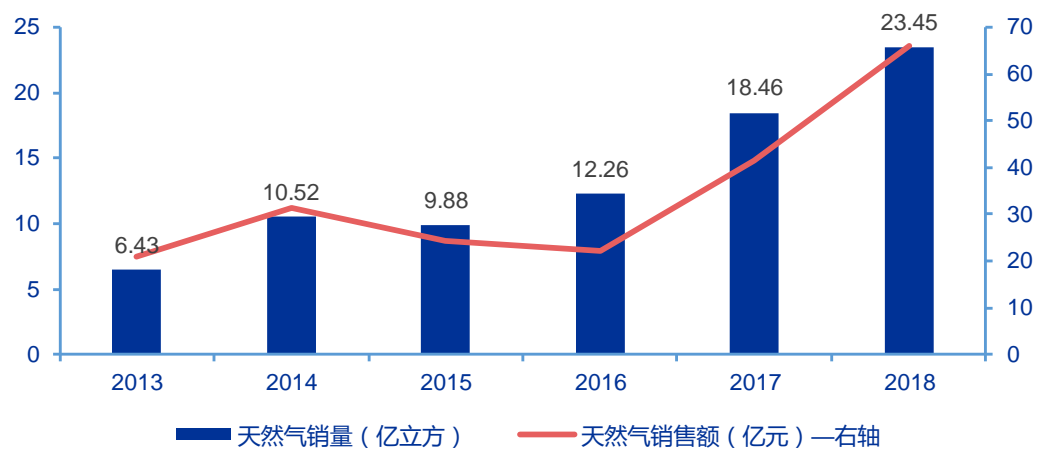


资料来源：Wind，申万宏源研究

公司 LNG 业务的生产主要采用三种方式：一是吉木乃 LNG 工厂所采用的，利用天然气经深冷处理后生产出 LNG 产品；二是哈密煤化工项目所采用的，以煤炭为原料，经过化学加工使煤转化为煤制天然气，再通过液化处理形成煤制 LNG 产品；三是南通港吕四港区 LNG 接收站项目，通过海外贸易，引进海外 LNG 资源，进行 LNG 的境内销售，通过贸易价差，实现利润。

2018 年公司天然气产量 11.88 亿立方，同比增长 9.8%；其中吉木乃工厂产量 4.888 亿立方，同比增长 3.86 亿立方；哈密新能源工厂产量 7 亿立方，同比增长 14.37。2018 年公司天然气销量 23.45 亿立方，同比增长 27.03%。其中外购气 11.54 亿立方，同比增长 51.14%，主要由于南通启东 LNG 接收站的增量。

图 5：公司天然气销售量及销售额



资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3. 风险

油价大幅下跌风险；铁路固定资产重，运行效率不达预期的风险。

## 财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,194	8,137	12,905	17,257	23,729	28,140
营业收入同比增长率 (yoy)	-13.07%	94.01%	58.58%	33.70%	37.50%	18.60%
减: 营业成本	2,896	5,063	8,220	10,744	14,650	16,349
毛利率 (%)	30.96%	37.79%	36.30%	37.70%	38.30%	41.90%
减: 营业税金及附加	147	232	296	395	543	645
主营业务利润	1,151	2,843	4,389	6,118	8,536	11,146
主营业务利润率 (%)	27.44%	34.93%	34.01%	35.45%	35.97%	39.61%
减: 销售费用	217	256	286	380	522	619
减: 管理费用	358	401	386	518	712	844
减: 财务费用	544	1,005	1,054	1,063	1,115	1,162
经营性利润	32	1,181	2,662	4,157	6,187	8,521
经营性利润同比增长率 (yoy)	-42.17%	3615.46%	125.46%	56.13%	48.83%	37.72%
经营性利润率 (%)	0.76%	14.51%	20.63%	24.09%	26.07%	30.28%
减: 资产减值损失	53	177	383	3	4	-4
加: 投资收益及其他	3	-17	-17	0	0	0
营业利润	-18	955	2,315	4,153	6,183	8,525
加: 营业外净收入	260	-56	-26	0	0	0
利润总额	242	898	2,289	4,153	6,183	8,525
减: 所得税	97	408	663	1,222	1,819	2,508
净利润	145	491	1,626	2,931	4,364	6,017
少数股东损益	-61	-165	-117	343	1,187	2,314
归属于母公司所有者的净利润	206	655	1,744	2,588	3,177	3,703
净利润同比增长率 (yoy)	-17.23%	218.77%	166.07%	53.10%	22.80%	16.60%
全面摊薄总股本	5,221	5,221	6,794	6,794	6,794	6,794
每股收益 (元)	0.04	0.13	0.28	0.38	0.47	0.55
归属母公司所有者净利润率 (%)	4.90%	8.05%	13.51%	-	-	-
ROE	1.85%	5.64%	11.50%	15.30%	16.90%	17.70%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。