

强烈推荐-A (维持)

广汇能源 600256.SH

目标估值: 12-14 元

当前股价: 8.98 元

2014 年 08 月 28 日

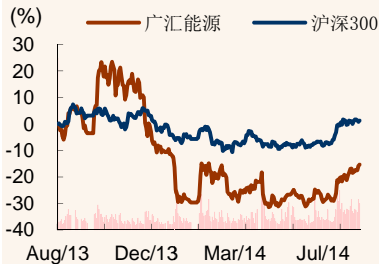
公司油气业务迎来价值重估契机

基础数据

上证综指	2241
总股本(万股)	522142
已上市流通股(万股)	296558
总市值(亿元)	432
流通市值(亿元)	246
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	13.5
资产负债率	65.1%
主要股东	新疆广汇实业投资(集
主要股东持股比例	44.42%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	-1	-15
相对表现	11	-5	-18



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

柴沁虎

chaiqh@cmschina.com.cn  
S1090514070001

事件:

公司近日发布公告, 接到自治区商务厅通知, 收到国家商务部下发的商贸函【2014】635 号文件《商务部关于赋予新疆广汇石油有限公司原油非国营贸易进口资质的批复》。内容如下: 赋予新疆广汇石油有限公司原油非国营贸易进口资质; 安排新疆广汇石油有限公司 14 年原油非国营贸易进口允许量 20 万吨; 广汇石油有限公司可根据市场情况将原油销售给符合产业政策的炼油企业。

评论:

1、斋桑油田有条件建设成 250~500 万吨/年的油田

公司购买斋桑油田的时候恰逢国际原油价格极度低迷的 08 年, 对价极低, 49% 的权益对价只有 4052 万美元。按照公司公告的数据, 斋桑油田的控制储量估计在 1663.7 百万桶, 远期有把握能够支撑一个 250~500 万吨/年的油田。

2、斋桑油田的原油如何利用仍然值得进一步分析

新疆广汇石油有限公司可根据市场情况将原油销售给符合产业政策的炼油企业。不过, 我们认为, 斋桑油田的原油属于稠油, 芳烃含量高, 是优良的供氢溶剂, 公司应优先考虑利用这部分稀缺资源进行煤油共炼深加工的试验。

3、南依玛谢夫资源同样值得关注

12 年 1 月份, 公司出资 2 亿美元用于认购 ACG 公司增发的新股和项目投资, 从而间接拥有哈萨克斯坦共和国南伊玛谢夫油气区块 51% 的权益。评估机构的数据表明, 南依玛谢夫区块盐下储层乐观资源量  $2862.15 \times 10^8 m^3$  天然气,  $13714 \times 10^4 t$  油(当量)。盐上储层风险前总资源量乐观资源量  $7624 \times 10^4 t$  油(当量)。

4、广汇最艰难的时刻已经过去, 后市可看高一线

哈密一期已经具备进一步提负荷的能力, 甲醇、煤炭以及焦油等产品价格年内逐步走高基本不存在分歧, 传统业务向好; 油气改革如火如荼, 斋桑项目的资源价值可能借机内在化; 延长集团悬浮床加氢即将试车, 有望带动市场对分质利用项目的关注; 新疆是油气改革的前沿阵地, 作为标杆企业, 理应享受溢价。

风险提示: 分质利用项目的进展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	3715	4805	6105	10551	16291
同比增长	-19%	29%	27%	73%	54%
营业利润(百万元)	1088	971	1930	3436	5073
同比增长	-4%	-11%	99%	78%	48%
净利润(百万元)	964	751	1629	2597	3718
同比增长	-1%	-22%	117%	59%	43%
每股收益(元)	0.28	0.14	0.31	0.50	0.71
PE	32.6	62.4	28.8	18.1	12.6
PB	3.9	5.0	4.4	3.6	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

公司近日发布公告，接到新疆维吾尔自治区商务厅通知，已收到国家商务部下发的商贸函【2014】635号文件《商务部关于赋予新疆广汇石油有限公司原油非国营贸易进口资质的批复》。

批复内容如下：赋予新疆广汇石油有限公司原油非国营贸易进口资质；安排新疆广汇石油有限公司2014年原油非国营贸易进口允许量20万吨；新疆广汇石油有限公司可根据市场情况将原油销售给符合产业政策的炼油企业。

## 一、斋桑油田价值有望内化

公司是最早走出去的民营能源企业。

2008年12月份，公司以总计4052万美元为对价收购TBM公司49%的股份。随后于14年3月，以1500万美元的现金对价，进一步收购TBM3%的股份，实现对TBM公司的控股。

2012年1月份，公司出资2亿美元用于认购ACG公司增发的新股和项目投资，从而间接拥有哈萨克斯坦共和国南伊玛谢夫油气区块51%的权益。

虽然公司在海外油气并购方面动作频频，但是由于市场对中亚投资环境缺乏认识，对公司的资源情况缺乏准确的认识，长期以来，广汇的市值中间基本不包含油气资源的价值。

### 1、斋桑油田增值明显，中远期有望建成250~500万吨/年的潜力

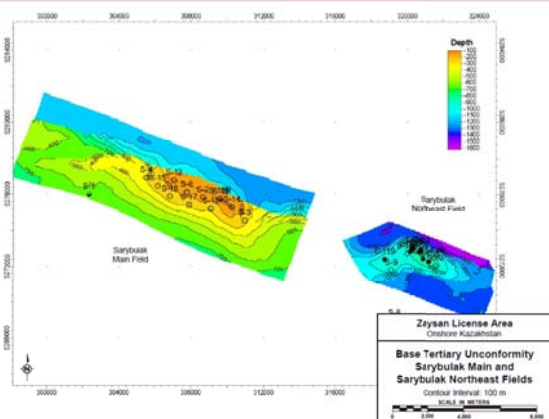
2008年12月，广汇能源通过全资子公司新疆广汇石油有限公司以总计4052万美元为对价，间接收购了Tarbagatay Munai Limited Liability Partnership（以下简称“TBM公司”）49%股权，从而间接拥有了TBM公司在哈萨克斯坦东部斋桑地区8,326.886平方公里（以下简称“许可区”）油气资源的49%权益。

2014年3月份，广汇能源通过公司孙公司Rifkamp拟以1500万美元的现金对价收购荷兰Cazol公司持有的TBM公司3%股权，从而以52%的持股比例实现对TBM的控股。公司收购斋桑油田的时候恰逢国际原油价格极端低迷的时候，

根据收购时中国石油大学（北京）出具的《TBM公司斋桑项目收购技术经济可行性研究》，斋桑区块3P原始天然气地质储量（OGIP）为64亿方、可采储量（3P）为53亿方，稠油资源量为1亿方左右。

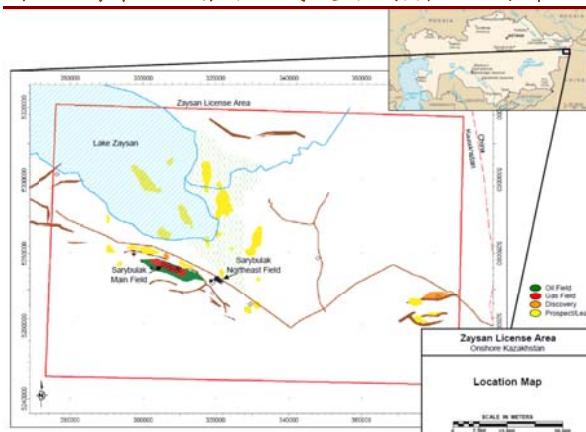
收购油田后，公司组织人员重点对Sarybulak东北构造和Sarybulak主构造进行了深入研究，取得了重要的商业发现。

图1: 斋桑油田重点勘探区域



资料来源: CEIC、招商证券

图2: 斋桑油田潜力区域&重点勘探区块分布



资料来源: CEIC、招商证券

2011年11月份,美国石油储量评估公司 Netherland, Sewell & Associates, Inc. (以下简称“NSAI”)对斋桑油气许可区截止2011年10月31日已完成勘探的石油、天然气储量、资源量进行阶段性评估。评估结果表明, Sarybulak 主构造和东北构造的天然气原始地质储量 63.32 亿方。Sarybulak 主构造二叠系原油和 Sarybulak 东北构造侏罗系的原油原始潜在资源量 7452.9 百万桶。

表 1: Sarybulak 主构造和东北构造的天然气赋予储量评级

气田/储量级别	天然气原始地质储量(亿方)	总储量(100%权益)天然气可采储量(亿方)
Sarybulak 主构造		
证实(1P)	26.00	20.80
证实+概算(2P)	39.56	32.04
证实+概算+可能(3P)	53.27	43.68
Sarybulak 东北构造		
证实(1P)	0.39	0.35
证实+概算(2P)	6.14	5.51
证实+概算+可能(3P)	10.05	9.04
证实(1P)	0.39	0.35

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: Sarybulak 主构造和东北构造的天然气赋予储量评级

油田/储量级别	原油原始潜在资源量(百万桶)	总资源量(100%权益)原油可采潜在资源量(百万桶)
Sarybulak 主构造		
低估值(1C)	314.1	
最佳值(2C)	1,496.6	
高估值(3C)	7,211.6	
Sarybulak 东北构造		
低估值(1C)	46.4	0.9
最佳值(2C)	167.1	15.0
高估值(3C)	241.3	48.3
低估值(1C)	46.4	0.9

资料来源: 公司数据、招商证券

按照我们的理解,斋桑油田的控制储量估计在 1663.7 百万桶,远期有把握能够支撑一

个 250~500 万吨/年的油田。

不过，我们认为，斋桑油田的原油属于稠油，芳烃含量高，是优良的供氢溶剂，虽然公司公告，新疆广汇石油有限公司可根据市场情况将原油销售给符合产业政策的炼油企业。但是我们更加希望公司考虑利用这部分原油资源进行煤油共炼深加工。

## 2、南依玛谢夫的油气资源也值得关注

2012 年 1 月份，公司出资 2 亿美元用于认购目标公司 ACG 公司增发的新股和项目投资，从而间接拥有哈萨克斯坦共和国南伊玛谢夫油气区块 51% 的权益。

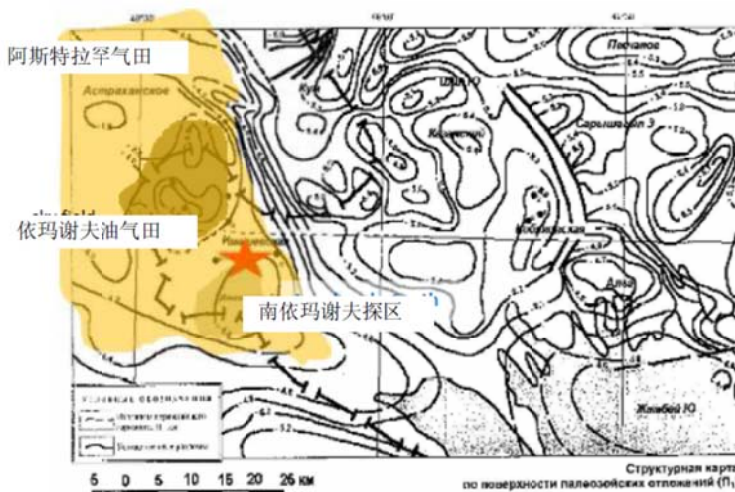
根据中国石油大学（北京）编制的《哈萨克斯坦南依玛谢夫区块勘探综合评价研究》，南依玛谢夫区块盐下储层乐观资源量  $2862.15 \times 10^8 \text{m}^3$  天然气， $13714 \times 10^4 \text{t}$  油（当量）。盐上储层风险前总资源量乐观资源量  $7624 \times 10^4 \text{t}$  油（当量）

表 3：南依玛谢夫油气资源储量预估

	C2b 储层 (亿方)	上泥盆统-石炭系统储层 (万吨)	侏罗系储层 (万吨)	白垩系储层 (万吨)
保守资源量	1102.06	2286	3016	2111
最佳资源量	1922.5	8000	3750	2625
乐观资源量	2682.15	13714	4485	3140

资料来源：公司数据、招商证券

图 3：南依玛谢夫区块位置示意



资料来源：公司公告，招商证券

## 二、最艰难时刻已经过去，后市可看高一线

从去年下半年到现在，公司股价大幅走软，主要的原因我们认为有三个。

首先，煤炭产业产能过剩严重，动力煤市场竞争加剧，其次，哈密新能源的甲醇项目的运行情况低于市场预期，甲醇、LNG、焦油价格都不同程度出现价格回调；最后，公司的分质利用项目因为技术路线的选择等因素出现反复，导致项目进展低于预期；

但是，站在目前的时点看，公司的向好态势明显，后市可看高一线。

公司的哈密煤化工负荷有进一步提升的能力，从甲醇、煤炭以及焦油等产品的价格看，年内逐步走高基本不存在分歧，传统业务稳步改善中。

油气改革如火如荼，公司的斋桑项目基本没有在市值中得到反映，我们认为，斋桑项目控制储量 2~3 亿吨基本没有疑问，大约能够支撑一个 300~500 万吨/年的油田。

由于进展偏慢，公司的分质利用同样没有在市值中得到反映。目前西北地区的分质利用项目如火如荼，比较有代表性的神木天元的装置已经稳定运行了三年，技术上更加现金的延长石化的悬浮床加氢装置即将投运，我们期待市场重拾对分质利用项目的关注。

新疆是油气改革的前沿阵地，公司是国内民营企业油气改革的标杆，理应享受溢价！

### 三、盈利预测以及不确定因素分析

#### 1、盈利预测与财务分析

我们预计公司 2014~2016 年的净利润分别为 16.8、26.4 以及 36.3 亿元，对应每股收益分别为 0.31 元和 0.50 元和 0.71 元，维持“强烈推荐-A”评级，目标价位 12 元。

#### 2、不确定因素分析

短期看，由于宏观环境的问题，分质利用一期项目的盈利可能仍应谨慎一些，但是对分质利用项目本身，应该积极一些。

从现有业务的生产经营情况看，每一个板块都出在地步，且向好势头明确。后市我们建议关注：（1）哈密一期的能效进一步提升；（2）油气改革背景下，广汇的油气资源的价值内在化。（3）延长集团的悬浮床加氢技术的投运导致分质利用市场进一步升温；（4）伊拉克危机导致国家重新审视能源安全战略，油气改革进一步深化；

图 4: 广汇能源历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5: 广汇能源历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	5526	4482	3799	6221	12198
现金	1906	1754	415	610	3443
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	222	366	464	803	1239
应收款项	423	671	828	1430	2208
其它应收款	352	105	134	231	357
存货	367	671	804	1199	1924
其他	2256	916	1154	1948	3026
<b>非流动资产</b>	17686	24478	26357	28072	29638
长期股权投资	273	328	328	328	328
固定资产	2511	10414	12364	14144	15767
无形资产	373	706	635	572	515
其他	14530	13030	13030	13029	13029
<b>资产总计</b>	<b>23212</b>	<b>28960</b>	<b>30156</b>	<b>34293</b>	<b>41836</b>
<b>流动负债</b>	7010	11196	11033	12977	17347
短期借款	2322	3212	3077	1710	0
应付账款	1068	2501	3032	4521	7255
预收账款	1438	265	322	480	770
其他	2183	5218	4603	6267	9322
<b>长期负债</b>	7450	7596	7546	7496	7446
长期借款	4247	4321	4271	4221	4171
其他	3202	3275	3275	3275	3275
<b>负债合计</b>	<b>14460</b>	<b>18792</b>	<b>18578</b>	<b>20473</b>	<b>24792</b>
股本	3504	5221	5221	5221	5221
资本公积金	800	818	818	818	818
留存收益	3737	3220	4587	6777	9846
少数股东权益	654	849	891	944	1099
归属于母公司所有者权益	8099	9319	10686	12876	15945
<b>负债及权益合计</b>	<b>23212</b>	<b>28960</b>	<b>30156</b>	<b>34293</b>	<b>41836</b>

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	407	-233	3132	5505	8841
净利润	964	751	1629	2597	3718
折旧摊销	231	600	1118	1282	1432
财务费用	135	456	616	686	779
投资收益	-467	-189	-800	-200	-180
营运资金变动	-301	-1822	519	1062	2904
其它	-155	-29	51	78	189
<b>投资活动现金流</b>	-2134	-2016	-3000	-3000	-3000
资本支出	-2737	-3203	-3000	-3000	-3000
其他投资	603	1187	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	642	2009	-1471	-2310	-3007
借款变动	650	1383	-1394	-1417	-1760
普通股增加	1557	1717	0	0	0
资本公积增加	-1223	18	0	0	0
股利分配	-652	-921	-261	-407	-649
其他	309	-187	184	-486	-599
<b>现金净增加额</b>	<b>-1088</b>	<b>-244</b>	<b>-1339</b>	<b>195</b>	<b>2834</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	3715	4805	6105	10551	16291
营业成本	2544	3071	3723	5552	8910
营业税金及附加	90	95	122	211	358
营业费用	116	152	195	338	521
管理费用	193	225	287	496	798
财务费用	131	449	616	686	779
资产减值损失	21	32	32	32	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	467	189	800	200	180
<b>营业利润</b>	1088	971	1930	3436	5073
营业外收入	161	361	361	361	361
营业外支出	4	338	330	330	330
<b>利润总额</b>	1245	993	1960	3467	5104
所得税	260	240	290	817	1231
<b>净利润</b>	985	753	1670	2650	3873
少数股东损益	21	2	42	53	155
<b>归属于母公司净利润</b>	964	751	1629	2597	3718
<b>EPS (元)</b>	0.28	0.14	0.31	0.50	0.71

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-19%	29%	27%	73%	54%
营业利润	-4%	-11%	99%	78%	48%
净利润	-1%	-22%	117%	59%	43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.5%	36.1%	39.0%	47.4%	45.3%
净利率	25.9%	15.6%	26.7%	24.6%	22.8%
ROE	11.9%	8.1%	15.2%	20.2%	23.3%
ROIC	4.9%	5.2%	10.0%	15.5%	20.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.3%	64.9%	61.6%	59.7%	59.3%
净负债比率	33.5%	30.9%	25.0%	17.9%	10.4%
流动比率	0.8	0.4	0.3	0.5	0.7
速动比率	0.7	0.3	0.3	0.4	0.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
存货周转率	7.1	5.9	5.0	5.5	5.7
应收帐款周转率	5.5	8.8	8.1	9.3	9.0
应付帐款周转率	3.0	1.7	1.3	1.5	1.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.28	0.14	0.31	0.50	0.71
每股经营现金	0.12	-0.04	0.60	1.05	1.69
每股净资产	2.31	1.78	2.05	2.47	3.05
每股股利	0.06	0.00	0.08	0.12	0.21
<b>估值比率</b>					
PE	32.6	62.4	28.8	18.1	12.6
PB	3.9	5.0	4.4	3.6	2.9
EV/EBITDA	82.6	59.3	32.6	22.1	16.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

柴沁虎，男，清华大学管理学博士，曾在扬子石化，中国石油和化学工业联合会等机构任职，14年加盟招商证券，从事石油化工行业分析。重点覆盖公司：广汇能源、正和股份、东华能源等。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。