



600256.SH

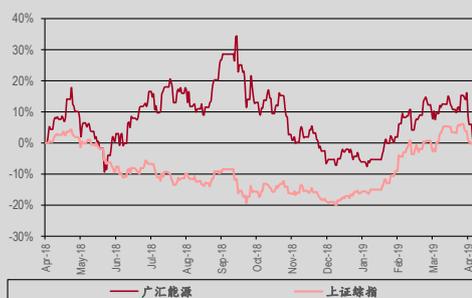
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.46

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.9	10.1	15.2	18.2
相对上证指数	(5.1)	(0.6)	(8.1)	23.1

发行股数(百万)	6,794
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	30,301
3个月日均交易额(人民币 百万)	279
净负债比率(%) (2019E)	87
主要股东(%)	
新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司	38

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年3月22日收市价为标准

相关研究报告

《广汇能源》 20190103

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 石油化工

余媛媛

(8610)-66229353

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

广汇能源

LNG 业务稳步推进, 产品价格从高位回落

公司发布 2019 年一季报, 2019 年一季度实现归母净利润 4.47 亿元, 同比下降 15.63%, 符合预期。

支撑评级的要点

- **产品价格回归理性, 公司业绩受累下滑。** 2019 年一季度公司实现营业收入 32.59 亿元, 同比下降 1.58%; 实现归母净利润 4.47 亿元, 同比下降 15.63%。受气荒等市场供需格局变化的影响, 2018 年一季度 LNG 价格暴涨。2019 年一季度天然气行业运行较为平稳, 价格较 2018 年同期更为理性。受此影响, 公司自产气销售均价同比下降约 8%, 启东贸易气销售均价同比下降约 11%。其次, 吉木乃工厂受上游哈国电厂电力故障影响, 产量同比下降 12.90%。启东接收站运行总体稳定, 贸易量继续稳定增长, 同比增加 16.84%。另外, 甲醇的价格也出现同比回落, 同比降幅约为 25%。受价格因素的影响, 2019 年公司实现销售毛利率 32.04%, 比 2018 年一季度和 2018 年全年分别下降了 8.34 和 4.26 个百分点。
- **各项在建工程按计划推进。** 启东 LNG 接收站三期项目建设顺利, 已完成储罐升顶、环梁混凝土养护等工作, 完成总工程量的 72%, 进度略超预期; 红淖铁路于 2019 年 1 月 1 日起开通使用, 进入试运营阶段, 一季度已完成 316 列原煤运输, 运煤量 108.62 万吨, 铁路运费对比公路运费有明显优势, 将提升公司煤炭等产品销售的盈利水平; 信汇峡 120 万吨/年粗芳烃加氢项目 (一期 60 万吨/年) 预处理装置完成 100%, 加氢装置完成 80%, 制氢装置整体完成 85%, 罐区整体完成 95%, 其它配套工程整体完成 85%; 另外, 3 月 20 日, 公司审议通过了《关于控股子公司哈密广汇环保科技有限公司综合利用副产荒煤气投资建设年产 40 万吨乙二醇项目的议案》, 同意投资建设荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目。目前项目已取得项目备案、用地预审意见、地灾专家意见、矿产压覆等前期手续, 该项目投产后将有利于公司完善自身产业链、提升产品附加值。

估值

- 启东 LNG 项目建设稳步推进, LNG 将成为公司业绩增长的主要推进器, 享受行业发展红利。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.37 元、0.49 元, 对应 PE 分别为 12 倍、9 倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 油价大幅下滑, 经济出现黑天鹅事件, 公司运营出现安全、环保突发事件, 国家的环保、产业政策出现转向, 公司项目建设推进不达预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	8,137	12,905	17,502	23,111	29,337
变动(%)	94	59	36	32	27
净利润(人民币 百万)	655	1,744	2,489	3,350	4,286
全面摊薄每股收益(人民币)	0.096	0.257	0.366	0.493	0.631
变动(%)	145.0	166.1	42.7	34.6	27.9
全面摊薄市盈率(倍)	46.2	17.4	12.2	9.0	7.1
价格/每股现金流量(倍)	12.3	7.3	26.4	2.6	12.5
每股现金流量(人民币)	0.36	0.61	0.17	1.74	0.36
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.4	9.3	7.4	4.9	4.2
每股股息(人民币)	0.050	0.10	0.156	0.154	0.155
股息率(%)	1.1	2.2	3.5	3.5	3.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 广汇 LNG 工厂、LNG 接收站的产量和接受量 (单位: 万吨)

项目	2019Q1	同比(%)	2018	2017	2016	2015	2014	2013
吉木乃 LNG 工厂	7.93	(12.9)	34.9	33.62	31.34	25.27	27.95	12.68
哈密新能源	12.47	(3.85)	50	43.72	46.46	27.02	21.39	4.17
鄯善 LNG 工厂	-	-	-	-	-	-	15.99	22.32
启东 LNG 接收站	22.57	16.84	85	47	-	-	-	-

资料来源: 公司年报, 中银国际证券

注: 按 1 吨 LNG=1400 方天然气折算

图表 2. 公司 2019 年一季度业绩摘要

财务指标(百万元)	2018Q1	2019Q1	同比增长(%)
营业收入	3,310.77	3,258.58	(1.58)
营业成本	2,096.08	2,214.55	5.65
毛利润	1,214.39	1,044.03	(14.03)
营业税金及附加	69.51	80.16	15.33
管理费	73.71	95.10	29.03
销售费	58.75	79.14	34.70
营业利润	713.97	526.45	(26.26)
资产减值	0.00	0.00	-
财务费用	289.51	263.70	(8.92)
投资收益	(16.71)	(1.47)	91.21
营业外收入	1.14	1.02	(10.73)
营业外支出	9.91	10.87	9.67
利润总额	705.19	516.60	(26.74)
所得税	197.41	103.20	(47.72)
少数股东损益	(22.24)	(33.23)	(49.43)
归属于母公司股东的净利润	529.33	446.62	(15.63)
基本每股收益(元)	0.10	0.07	(35.27)
毛利率	36.68	32.04	(4.64)
净利率	15.34	12.69	(2.65)

资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	8,137	12,905	17,502	23,111	29,337
销售成本	(5,295)	(8,515)	(11,699)	(15,893)	(20,629)
经营费用	326	185	213	201	62
息税折旧前利润	3,169	4,574	6,017	7,419	8,770
折旧及摊销	(1,160)	(1,252)	(1,499)	(1,867)	(2,148)
经营利润(息税前利润)	2,009	3,322	4,518	5,553	6,621
净利息收入/(费用)	(1,005)	(1,054)	(1,241)	(1,142)	(982)
其他收益/(损失)	(106)	22	(10)	(13)	(13)
税前利润	898	2,289	3,267	4,398	5,627
所得税	(408)	(663)	(946)	(1,273)	(1,629)
少数股东权益	(165)	(117)	(168)	(225)	(288)
净利润	655	1,744	2,489	3,350	4,286
核心净利润	630	1,736	2,486	3,346	4,282
每股收益(人民币)	0.096	0.257	0.366	0.493	0.631
核心每股收益(人民币)	0.093	0.256	0.366	0.493	0.630
每股股息(人民币)	0.050	0.10	0.156	0.154	0.155
收入增长(%)	94	59	36	32	27
息税前利润增长(%)	285	65	36	23	19
息税折旧前利润增长(%)	113	44	32	23	18
每股收益增长(%)	145	166	43	35	28
核心每股收益增长(%)	56	176	43	35	28

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2,006	2,677	5,251	6,933	8,801
应收帐款	748	501	1,193	1,044	1,796
库存	640	815	1,177	1,532	1,987
其他流动资产	225	261	404	501	675
流动资产总计	4,438	5,254	9,043	11,168	14,567
固定资产	37,076	38,764	38,340	37,551	36,487
无形资产	1,229	1,909	2,039	2,162	2,278
其他长期资产	1,288	1,057	924	965	1,002
长期资产总计	39,593	41,731	41,302	40,678	39,768
总资产	44,806	48,339	51,687	53,178	55,656
应付帐款	4,366	5,249	1,625	7,300	3,742
短期债务	4,941	5,957	9,148	11,690	13,980
其他流动负债	7,300	6,284	7,880	7,771	8,274
流动负债总计	16,607	17,490	18,653	26,761	25,996
长期借款	11,241	10,866	12,184	3,276	3,604
其他长期负债	2,647	2,696	2,348	2,564	2,536
股本	6,794	6,794	6,794	6,794	6,794
储备	6,291	8,320	9,750	12,051	15,282
股东权益	13,085	15,114	16,544	18,845	22,076
少数股东权益	2,685	2,125	1,958	1,732	1,444
总负债及权益	44,806	48,339	51,687	53,178	55,656
每股帐面价值(人民币)	1.93	2.22	2.44	2.77	3.25
每股有形资产(人民币)	1.75	1.94	2.14	2.46	2.91
每股净负债/(现金)(人民币)	1.79	1.78	2.07	0.88	0.99

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	898	2,289	3,267	4,398	5,627
折旧与摊销	1,160	1,252	1,499	1,867	2,148
净利息费用	1,005	1,054	1,241	1,142	982
运营资本变动	(13)	38	(4,374)	6,027	(4,000)
税金	(573)	(780)	(946)	(1,273)	(1,629)
其他经营现金流	(16)	287	460	(359)	(708)
经营活动产生的现金流	2,462	4,140	1,147	11,801	2,420
购买固定资产净值	(19)	680	1,200	1,200	1,200
投资减少/增加	(11)	501	(10)	(10)	(10)
其他投资现金流	(655)	(6,037)	(2,400)	(2,400)	(2,400)
投资活动产生的现金流	(684)	(4,856)	(1,210)	(1,210)	(1,210)
净增权益	(337)	0	(1,058)	(1,049)	(1,055)
净增债务	(2,093)	686	4,984	(6,717)	2,694
支付股息	337	0	1,058	1,049	1,055
其他融资现金流	(262)	233	(2,347)	(2,191)	(2,037)
融资活动产生的现金流	(2,355)	919	2,637	(8,908)	657
现金变动	(577)	204	2,573	1,683	1,868
期初现金	2,472	2,006	2,677	5,251	6,933
公司自由现金流	1,778	(716)	(63)	10,591	1,210
权益自由现金流	690	1,025	6,161	5,016	4,887

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.9	35.4	34.4	32.1	29.9
息税前利润率(%)	24.7	25.7	25.8	24.0	22.6
税前利润率(%)	11.0	17.7	18.7	19.0	19.2
净利率(%)	8.1	13.5	14.2	14.5	14.6
流动性					
流动比率(倍)	0.3	0.3	0.5	0.4	0.6
利息覆盖率(倍)	2.0	3.2	3.6	4.9	6.7
净权益负债率(%)	89.9	82.1	86.9	39.0	37.3
速动比率(倍)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
估值					
市盈率(倍)	46.2	17.4	12.2	9.0	7.1
核心业务市盈率(倍)	48.1	17.5	12.2	9.1	7.1
市净率(倍)	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	12.3	7.3	26.4	2.6	12.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.4	9.3	7.4	4.9	4.2
周转率					
存货周转天数	38.9	31.2	31.1	31.1	31.1
应收帐款周转天数	28.7	17.7	17.7	17.7	17.7
应付帐款周转天数	180.0	136.0	71.7	70.5	68.7
回报率					
股息支付率(%)	51.4	38.9	42.5	31.3	24.6
净资产收益率(%)	5.4	12.4	15.7	18.9	20.9
资产收益率(%)	2.5	5.1	6.4	7.5	8.6
已运用资本收益率(%)	0.5	1.3	1.7	2.2	2.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371