



中信证券研究部

核心观点



黄莉莉
首席石油石化
分析师
S1010510120048

公司前期投资项目逐步投产，公司进入业绩兑现期，预计未来3年业绩复合增速29%。公司近期拟发行可转债缓解公司债务压力，降低财务费用，此外管理层增持彰显公司高层的经营管理信心。参考同行业公司2020年10-12倍PE估值，给予目标价5.2元，维持“买入”评级。

■ **事件：**公司近期公告，公司高管及核心管理人员基于对公司未来持续稳定发展的强烈信心和对公司长期投资价值的高度认可，拟增持1845万股公司股份。

■ **前期投资项目逐步投产，公司进入业绩兑现期。**公司前期投资项目近期逐步投产，江苏LNG接收站2期115万吨产能18年11月投产，新疆红淖铁路19年初开通试运营，煤化工板块技改及清洁炼化项目一期18年完成，加上公司此前自有煤炭天然气资源，公司形成天然气、煤化工、煤炭三大核心板块协同发展。预计公司新项目将逐渐兑现业绩，公司将进入稳定增长期。

■ **预计公司上半年甲醇等煤化工产品及天然气销售平稳增长。**伴随公司新产能投放及内部技改优化，公司煤化工产品及天然气销量平稳增长，19年一季度公司天然气销售同比增长6.4%，甲醇销量同比增长4.1%，煤化工副产品销量同比增加3.1%，煤炭产量同比增长11%，预计上半年产品销量保持稳定增长。由于宏观经济等因素，上半年我国甲醇、LNG价格分别为2382元/吨、4180元/吨，同比下降16.7%和3.3%，价格调整可能影响短期业绩弹性。

■ **公司后续新投产项目支撑业绩继续增长。**预计公司江苏LNG接收站3期200万吨产能19年底投产，120万吨粗芳烃加氢项目19年一季度完成度85%以上，公司拟投资36亿元煤荒气综合利用年产40万吨乙二醇项目已完成前期手续。公司后续新投产项目预计将推动公司未来3年业绩将保持较快增长。

■ **风险因素：**国际油价大幅波动的风险，中美贸易争端对下游需求产生重大冲击的风险，公司短期资金压力较大的风险。

■ **投资建议：**由于公司原可转债方案被终止审查，预计公司近期债务到期财务费用压力增大，同时考虑甲醇等主要产品单位盈利下降，下调公司19-20年净利润预测至25.0/29.3亿元（原预测33.6/40.5亿元），新增21年业绩预测37亿元，预计未来3年业绩复合增速29%；19-21年EPS预测为0.37/0.43/0.55元，当前股价对应PE为10/8/6倍。伴随公司新产能投放，预计公司将进入业绩释放期，此外公司调整方案重新申请发行可转债，缓解公司债务压力，本次管理层增持彰显公司经营管理信心，参考同行公司20年10-12倍PE估值，给予目标价5.2元，维持“买入”评级。

广汇能源	600256
评级	买入（维持）
当前价	3.54元
目标价	5.20元
总股本	6,794百万股
流通股本	6,737百万股
52周最高/最低价	5.34/3.46元
近1月绝对涨幅	0.28%
近6月绝对涨幅	-6.42%
近12月绝对涨幅	-15.14%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,137	12,905	16,158	21,519	24,687
营业收入增长率	94.0%	58.6%	25.2%	33.2%	14.7%
净利润(百万元)	655	1,744	2,502	2,925	3,737
净利润增长率	218.8%	166.1%	43.5%	16.9%	27.8%
每股收益EPS(基本)(元)	0.13	0.28	0.37	0.43	0.55
毛利率%	37.8%	36.3%	34.4%	30.6%	31.6%
净资产收益率ROE%	5.6%	11.5%	14.7%	15.5%	17.4%
每股净资产(元)	1.71	2.23	2.50	2.78	3.16
PE	28	13	10	8	6
PB	2.1	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年7月12日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,137	12,905	16,158	21,519	24,687
营业成本	5,063	8,220	10,595	14,940	16,884
毛利率	37.8%	36.3%	34.4%	30.6%	31.6%
营业税金及附加	232	296	370	493	565
销售费用	256	286	358	477	547
营业费用率	3.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	401	386	483	644	738
管理费用率	4.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用	1,005	1,054	964	869	733
财务费用率	12.3%	8.2%	6.0%	4.0%	3.0%
投资收益	(17)	(17)	(56)	206	243
营业利润	955	2,315	3,322	4,284	5,457
营业利润率	11.7%	17.9%	20.6%	19.9%	22.1%
营业外收入	8	39	23	23	28
营业外支出	64	65	60	63	63
利润总额	898	2,289	3,285	4,244	5,422
所得税	408	663	951	1,229	1,570
所得税率	45.4%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
少数股东损益	(165)	(117)	(168)	90	116
归属于母公司股东的净利润	655	1,744	2,502	2,925	3,737
净利率	8.1%	13.5%	15.5%	13.6%	15.1%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,006	2,677	3,352	4,465	5,122
存货	640	815	1,051	1,481	1,674
应收账款	748	501	627	836	959
其他流动资产	1,043	1,260	1,410	1,671	1,806
流动资产	4,438	5,254	6,441	8,453	9,560
固定资产	14,716	17,406	21,774	25,863	29,672
长期股权投资	854	429	429	429	429
无形资产	1,229	1,909	2,570	3,226	3,873
其他长期资产	23,568	23,341	19,842	16,342	12,842
非流动资产	40,368	43,085	44,616	45,860	46,816
资产总计	44,806	48,339	51,056	54,313	56,376
短期借款	4,941	5,957	5,917	4,477	2,955
应付账款	4,366	5,249	6,766	9,541	10,783
其他流动负债	7,300	6,284	6,370	6,777	6,939
流动负债	16,607	17,490	19,053	20,795	20,676
长期借款	9,249	8,816	8,316	7,816	7,316
其他长期负债	4,638	4,746	4,746	4,746	4,746
非流动性负债	13,888	13,562	13,062	12,562	12,062
负债合计	30,494	31,052	32,115	33,357	32,738
股本	5,221	6,794	6,794	6,794	6,794
资本公积	712	1,290	1,290	1,290	1,290
归属于母公司所有者权益合计	11,626	15,161	16,984	18,908	21,475
少数股东权益	2,685	2,125	1,957	2,047	2,163
股东权益合计	14,312	17,287	18,941	20,955	23,638
负债股东权益总计	44,806	48,339	51,056	54,313	56,376

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	898	2,289	3,285	4,244	5,422
所得税支出	-408	-663	-951	-1,229	-1,570
折旧和摊销	1,160	1,252	1,247	1,533	1,821
营运资金的变化	-176	-137	1,079	2,259	942
其他经营现金流	988	1,398	1,032	685	501
经营现金流合计	2,462	4,140	5,692	7,493	7,117
资本支出	-1,057	-1,727	-2,777	-2,777	-2,777
投资收益	-17	-17	-56	206	243
其他投资现金流	389	-3,112	0	0	0
投资现金流合计	-684	-4,856	-2,834	-2,571	-2,534
发行股票	242	4,124	0	0	0
负债变化	28,420	21,160	-540	-1,939	-2,023
股息支出	-261	-679	-679	-1,001	-1,170
其他融资现金流	-30,756	-23,685	-964	-869	-733
融资现金流合计	-2,355	919	-2,183	-3,809	-3,926
现金及现金等价物净增加额	-577	204	675	1,112	657

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	94.0%	58.6%	25.2%	33.2%	14.7%
营业利润增长率	N/A	142.5%	43.5%	29.0%	27.4%
净利润增长率	218.8%	166.1%	43.5%	16.9%	27.8%
毛利率	37.8%	36.3%	34.4%	30.6%	31.6%
EBITDA Margin	34.8%	35.1%	35.1%	30.5%	31.8%
净利率	8.1%	13.5%	15.5%	13.6%	15.1%
净资产收益率	5.6%	11.5%	14.7%	15.5%	17.4%
总资产收益率	1.5%	3.6%	4.9%	5.4%	6.6%
资产负债率	68.1%	64.2%	62.9%	61.4%	58.1%
所得税率	45.4%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
股利支付率	39.8%	39.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。