

领先科技 (000669.SZ) 燃气水务行业

评级：买入 维持评级

公司点评

赵乾明

分析师 SAC 执业编号：S1130210010309
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

燃气龙头价值逐步显现

事件：领先科技公布中油金鸿借壳详细预案

- 9 月 9 日，领先科技公布中油金鸿天然气输送有限公司借壳上市的详细预案、独立财务顾问报告和独立资产评估报告，若此次借壳获股东大会、商务部和证监会核准通过，则借壳领先科技的中油金鸿将成为燃气上市公司的龙头。
- 领先科技以截止 2010 年 6 月 30 日经审计及评估确认的除未偿付的“股转债”债券余额及等额货币现金之外的全部资产及负债作为置出资产，中油金鸿全体股东以其合计持有的截止 2010 年 6 月 30 日经审计及评估确认的中油金鸿 100% 股权作为置入资产，两者进行置换；置入资产价值高于置出资产价值的差额由领先科技向中油金鸿全体股东非公开发行股份认购。
- 领先科技向中油金鸿全体股东发行股份，用于支付《资产置换及置出资产转让协议》项下的置换差价 218,535.34 万元；这部分差额由领先科技向中油金鸿全体股东发行 176,522,887 股认购，发行价 12.83 元；发行后领先科技总股本变更为 26902.7887 万股。
- 中油金鸿控股股东新能国际承诺，若置入资产在 2010-2012 三个会计年度扣除非经常性损益后的实际净利润，未能达到资产评估报告书中的利润预测数，新能国际应进行补偿；具体补偿方式如下：新能国际将于 2012 年审计报告出具后二个月内将其本次认购的股份总数按一定比例计算股份补偿数，将该部分股份补偿数由领先科技以一元的价格进行回购。
- 新能国际承诺的 2010-2012 年业绩预测分别为：18581.76 万元、24147.38 万元和 29494.95 百万元。

燃气龙头价值逐步显现

在建项目气源已经锁定，市场之前担心消除

- 我们推荐领先科技之后，部分投资者担心公司在山东、河北等地在建项目气源能否得到有效保障；此次详细交易预案明确了这些地区气源供应**都已得到中石油照付不议合同的保障**。
- 中油金鸿及其下属企业向上游企业进行天然气采购主要依照行业惯例，采取签署“照付不议”合同的形式进行，即：采购方与资源方之间签署 25 年或 20 年的“照付不议”《天然气购买及输送合同》，在合同期限内，采购方依照合同约定的气量和价格照付不议，资源方依照合同约定的价格照供不议，从而保证采购方与资源方之间在较长时间内能够按照较为稳定供气量和价格达成天然气交易。
- 公司湖南地区、山东地区、河北地区均已与中石油签订了 25 年的照付不议采购合同**，为公司未来的气源供应提供了充分的保障。
- 我们侧面草根调研了解，公司管线扩张是采用先与中石油等上游供气商谈妥供气协议，再以此协议去与地方政府谈支干线管道建造或收购，最后凭借自有支干线管网优势在所覆盖区域内的城市管网市场进行扩张。

图表1：中石油购气量预测 单位：万立方米

公司/年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015
衡阳天然气	14,000.00	19,000.00	22,000.00	24,000.00	25,500.00	25,500.00
泰安金鸿		8,000.00	15,000.00	18,000.00	22,000.00	22,000.00
莱芜金鸿		4,000.00	8,000.00	10,000.00	13,000.00	17,000.00
衡水中能	8,000.00	9,000.00	10,000.00	11,000.00	12,000.00	12,000.00
合计	22,000.00	40,000.00	55,000.00	63,000.00	72,500.00	76,500.00

来源：公司公告 国金证券研究所

图表2：向中石油购气价格

区域	用户分类	基准价（元/立方米）
衡阳、湘潭、衡山	城市燃气（工业）	1.541
	城市燃气（除工业）	1.141
港新、泰安、聊城、宁阳、莱芜、衡水	城市燃气（工业）	1.46
	城市燃气（除工业）	1.06

来源：公司公告 国金证券研究所

气源优势带来的强大扩张能力得到证明

- 在 8 月 22 日报告《燃气行业点评：新人新价值，尚未被认识》中，我们指出看好中油金鸿未来的成长空间和增速：
 - ◆ 城市天然气空间足够大：中国已经初步形成以西气东输、陕京一二线、忠武线、涩宁兰、以及冀宁线、淮武线两条联络线为主框架的全国性天然气管网；此外，包括西气东输四线、中缅管道、陕京三线在内的 17 项天然气管道项目将在 2015 年底前陆续落成投产；这些干线天然气管输网的投产将极大的刺激中下游需求。
 - ◆ 定性分析成长驱动力：公司中下游一体化的运营模式，可充分发挥产业链优势，**通过支干线长输管道项目带动城市燃气网络建设、通过收购兼并城市燃气管网公司来实现快速扩张**，最终整合中游天然气长输管道与周边下游城市燃气市场。
 - ◆ 定量分析成长驱动力：公司项目储备充足，正在投资兴建的多条长输管道给了未来收购兼并城市燃气管网公司的空间；在湖南、山东、河北、内蒙古等地收购兼并的公司除衡阳天然气之外，大多处于投建阶段，未来随着这些子公司管道建设完毕，将贡献增量收入和利润。

图表3：刚成立或筹建阶段子公司是未来利润增量重要来源

单位：万元		净 利 润	
		2009	2010H
盈利子公司	衡阳天然气	10676.18	5270.01
	湘潭燃气	534.48	352.24
	泰安港泰	1207.26	887.09
	聊城天然气	2475.13	673.26
	衡山燃气	50.34	117.34
	兴安盟燃气	420.72	128.21
由亏转盈利子公司	泰安金鸿天然气	-4.02	65.45
	宁阳天然气	-3.46	291.71
	衡水天然气	-21.39	301.07
	衡东燃气	-45.59	17.24
	张家口中油天然气	-10.77	1092.78
尚未盈利子公司	张家口应张天然气	-58.23	0.00
	中国基础建设泰安	0.00	0.00
	新泰公司	0.00	0.00
	泰安港新	-41.51	0.00
	莱芜金鸿	-3.26	0.00
	韶山燃气	-143.26	-68.74
	张家口亚燃天然气	-19.74	-8.10
	绥化公司	-30.03	0.00
	黑投公司	-94.33	-66.10
	普华燃气	0.00	-181.18
	华南投管	N/A	-40.76
	华东投管	N/A	0.00
	华北投管	N/A	-5.99
	祁东燃气	N/A	0.00
	北安中油新兴燃气	0.00	-0.30

来源：国金证券研究所

■ 从 9 月 9 日公告中发现，之前对公司成长能力的判断得到证实；与 7 月 13 日公告的初步交易预案相比，此次公司共增加了四家子公司：

- ◆ 全资子公司增加常宁燃气，负责城市燃气经营和管理；燃气具销售、安装及维修。
- ◆ 控股子公司增加宣化燃气、长治燃气和延安科林，负责当地城市燃气经营管理及加气等延伸业务。我们草根侧面调研了解，与 7 月 13 日预案相比，此次增加的四个城市全部达产供气后，公司供气量增加接近一倍。

图表4：中油金鸿子公司明细

	公司名称	股东持股情况	主营业务
全资子公司	华北投管	中油金鸿100%	投资管理、投资顾问、技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让、技术培训
	华东投管	中油金鸿100%	对燃气输配管网项目投资建设；燃气具销售；房屋租赁；房地产开发、经营
	华南投管	中油金鸿100%	投资、资产经营管理，企业管理，投资咨询，技术开发与咨询服务，国内批发与零售贸易
	衡东燃气	中油金鸿100%	城市燃气经营及管理；燃气具、灶具销售、安装与维护
	衡山燃气	中油金鸿100%	燃气供应及管理；燃气具销售、安装和维修
	韶山燃气	中油金鸿100%	燃气项目投资、管理；燃气具销售
	兴安盟燃气	中油金鸿100%	城市燃气管网建设与管理；燃气具及配件销售；燃气具安装与维修；管道燃气经营销售
	聊城天然气	中油金鸿100%	天然气销售（燃气经营许可证有效期至2014年4月8日）；燃气设备销售；燃气具安装与维修；输气管道、城市燃气管网工程设计与经营；天然气利用技术开发与应用（以上项目凭资质证书经营）
	泰安金鸿	中油金鸿100%	输气管道、城市燃气管网建设与经营；天然气及燃气设备销售；燃气具安装与维修；天然气利用技术开发与应用；CNG加气站建设及经营
	莱芜金鸿	中油金鸿100%	输气管道、城市燃气管网工程施工（筹建，未取得许可证和资质证不得经营）；燃气设备、燃气具安装与维修；天然气利用技术开发与应用
	张家口应张天然气	中油金鸿100%	天然气管道的投资建设与管理；清洁能源技术开发、技术咨询；燃气管网建设和管理；燃气管网设计；燃气具安装维修；燃气具及配件的生产与销售；燃气及燃气设备的生产及销售（以上涉及许可证的要取得许可证才能经营）
	宁阳天然气	中油金鸿100%	输气管道、城市燃气管网建设与经营；天然气机燃气设备销售；燃气具安装与维修；天然气利用技术开发与应用；CNG加气站建设及经营（以上项目筹建期限为一年，筹建期间不得开展生产经营活动）
	衡水天然气	中油金鸿100%	天然气管道的投资建设与管理；清洁能源技术开发、技术咨询；燃气管网建设和管理；燃气及燃气设备的生产与销售；燃气管网设计、燃气具及配件销售、燃气具安装与维修
	衡阳天然气	中油金鸿100%	城市燃气的建设与管理；燃气及燃气设备的生产、销售
	湘潭燃气	中油金鸿通过衡阳天然气间接持股90%；自己10%	天然气的销售（在城市燃气企业资质证许可的范围内经营）；燃气燃烧器具的安装、维修（资质等级：甲级）；燃气燃烧器具及其零配件的销售（上述经营项目中，法律、行政法规和国务院决定规定禁止经营的不得经营，规定须取得许可证或者批准文件后方可经营的项目，凭本企业依法取得的合法、有效许可证书或者批准文件并在其许可或批准的范围内经营）
	中国基础建设（泰安）有限公司	中油金鸿100%	为油气项目投资
	中国基础建设（新泰）有限公司	中油金鸿100%	为油气项目投资
控股子公司	祁东金鸿	中油金鸿100%	燃气供应及管理，燃气具销售、安装及维修
	中基公司	中油金鸿通过华北投管间接持股100%	能源投资管理及咨询
	常宁燃气	中油金鸿100%	城市燃气经营和管理；燃气具销售、安装及维修
	张家口亚燃天然气	中油金鸿65%；张家口市煤气总公司35%	压缩天然气、汽车加气站建设工程及汽车双燃料安装项目筹建（筹建期不得从事经营）
	张家口中油天然气	中油金鸿80%；张家口市煤气总公司14%；张家口液化石油气总公司6%	天然气销售；天然气管道施工、安装维修；天然气设备、备件器具销售；对天然气项目投资，加气站设计与建设（以上涉及许可证的要取得许可证才能经营）
	黑投公司	中油金鸿90%；大庆市三金投资有限公司10%	为油气项目投资，其他机械设备及电子产品、五金交电、建材、计算机、软件及其辅助设备，化工产品（不含危险化学品）销售
	泰安港泰	中油金鸿通过香港中国基础建设（泰安）有限公司间接持有80%；泰安市煤气公司10%；泰安市经济开发投资公司5%；泰安市东岳市政工程有限公司5%	天然气运输管道及加压站建设、经营（涉及法律、行政法规规定必须报经审批的项目，应凭国家有关部门的批准文件或证件经营）
	泰安港新	中油金鸿通过中基新泰间接持有74%；新泰市城市资产运营有限公司16%；泰安市泰山燃气集团有限公司10%	天然气、液化石油气、燃气管道输配站建设，燃气管道运输，汽车油改气安装，燃气具安装、维修
	绥化公司	中油金鸿100%	为油气项目投资，其他机械设备及电子产品、五金交电、建材、计算机、软件及其辅助设备，化工产品（不含危险化学品）销售
	北安公司	中油金鸿通过黑投公司间接持有100%	为油气项目投资；其他机械设备（不含小轿车）及电子产品、五金交电、建材；计算机、软件及辅助设备；化工产品（不含危险化学品）销售
	山西普华燃气有限公司	通过张家口应张间接持有50%；山西天然气股份有限公司50%	天然气开发利用项目投资；销售天然气灶具、茶炉、锅炉、天然气利用技术研发、咨询服务（不含中介）
	宣化燃气	中油金鸿通过华北投管持股80%；张家口宣化煤气总公司20%	天然气供应；车用压缩天然气供应；管道工程；天然气运输；工业、车用、民用天然气销售；天然气管道安装与维修；天然气设备、备件、器具销售与维修；加气站设计与建设；项目投资等
参股公司	长治燃气	中油金鸿通过山西中基持股49%；长治煤气化总公司40%；长治市投资建设开发有限公司5%	许可经营项目：长治市行政区域内煤层气（天然气）管道、汽车加气站建设、运营、管理项目筹建；一般经营项目：天然气灶具、热水器、空调、仪器仪表销售
	延安科林	华北投管64%；西部资源投资有限公司11(CAYMAN)26%，广东欧美尔工贸实业有限公司10%	天然气发电，天然气输送、工业供热及城市供暖、城郊新区天然气供应
	长治市三晋新能源发展有限公司	山西铭石煤层气利用股份有限公司51%；中油金鸿26%；山西天然气股份有限公司23%	管道工程，燃气运输，工业、车用、民用燃气销售，燃气管道安装与维修，城镇燃气供应（仅限分支机构经营）；燃气设备、备件、器具销售；加气站设计建设项目投资及咨询

来源：国金证券研究所 注：黄色为新增城市燃气公司

盈利承诺小幅上调，继续建议买入

- 由于中油金鸿借壳领先科技尚未完成，能否借壳成功具有不确定性，所以目前不能调研；在缺乏一手调研资料的前提下，对于中油金鸿的盈利预测，我们采纳 9 月 9 日公告承诺的盈利预测。
- 预案中盈利预测假设和结果因过长，在此不再摘录，敬请参阅 9 月 9 日公告：
 - ◆ 盈利预测假设敬请参阅《吉林领先科技发展股份有限公司与新能国际投资有限公司等九方进行资产置换涉及的中油金鸿天然气输送有限公司整体项目资产评估说明（收益法部分）》。
 - ◆ 承诺的业绩和合并利润表预测敬请参阅《吉林领先科技发展股份有限公司资产置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书》。
 - ◆ 与 7 月 13 日公告公布的盈利预测相比，此次详细交易预案微降了 2010 年承诺的净利润，**小幅上调了 2011-2012 年盈利预测，2011 年上调 712.75 万元，2012 年上调 1328.35 万元。**
 - ◆ 根据预案公布的盈利预测结果，借壳后中油金鸿 2010-2012 年摊薄 EPS 为 0.6688 元、0.8519 元和 1.0299 元；对应 9 月 8 日收盘价 26.70 元，估值水平分别为 39.92x、31.34x 和 25.92xPE。

图表5：资产置换预案公布的盈利预测结果

单位：万元	2010		2010	2011	2012
	1-6月实现	7-12月预测			
一、营业收入	40,386.62	57,367.25	97,753.87	157,577.05	181,457.39
减：营业成本	23,761.66	39,063.61	62,825.28	107,626.15	122,977.39
营业税金及附加	494.33	629.16	1,123.48	1,470.74	1,654.83
销售费用	626.29	939.55	1,565.84	3,361.38	3,696.35
管理费用	1,929.58	2,650.73	4,580.31	6,524.85	6,964.13
财务费用	1,118.51	1,460.27	2,578.78	6,150.29	6,586.84
资产减值损失	163.92	-	163.92	-	-
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-	-	-	-	-
投资收益（损失以“-”号填列）	-0.56	-	-0.56	-	-
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-12.21	-	-12.21	-	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	12,291.77	12,623.93	24,915.71	32,443.65	39,577.84
加：营业外收入	70.59	-	70.59	-	-
减：营业外支出	51.12	-	51.12	-	-
其中：非流动资产处置损失	47.52	-	47.52	-	-
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	12,311.24	12,623.93	24,935.18	32,443.65	39,577.84
减：所得税费用	3,080.24	3,273.18	6,353.41	8,296.27	10,082.90
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	9,231.01	9,350.76	18,581.76	24,147.38	29,494.95
上次预案公布的净利润预测	9,231.01	10,076.19	19,307.20	23,434.63	28,166.60
两次预案公布净利润预测差距	-	-725.43	-725.44	712.75	1,328.35
归属于母公司所有者的净利润	9021.71	8970.75	17992.46	22918.69	27707.15
少数股东权益	209.30	380.00	589.30	1,228.69	1,787.79
EPS	0.3353	0.3335	0.6688	0.8519	1.0299

来源：公司公告 国金证券研究所

- 目前价位领先科技估值水平与行业平均估值水平相符，但我们认为这一市值低估了公司的盈利能力和成长潜力；我们判断公司理应享受行业平均水平 30%的溢价，理由如下：
 - ◆ 交易预案给出的业绩承诺仅仅反映 2011-2012 年盈利能力的底线，并未完全反映出公司供气量的潜在增长空间；我们测算，增加四个城市后，公司潜在供气量有望接近 20 亿立方米/年。
 - ◆ 公司的盈利模式、成长能力与空间远强于长春燃气、深圳燃气等对比公司，理应享受高出他们的估值水平。
- 参照 30%的估值溢价，**给予领先科技 39x11PE 和 35x12PE，目标价 33.92-36.75 元；建议买入。**

图表6：估值表

股票代码	股票名称	总股本	已流通A股	收盘价	EPS (元)				P/E		
		(万股)	(万股)	(元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600333.sh	长春燃气	46151.98	21671.98	10.02	0.162	0.200	0.260	0.270	50.10	38.54	37.11
002267.sz	陕天然气	50841.87	10000.00	20.01	0.700	0.865	0.978	1.221	23.13	20.46	16.39
601139.sh	深圳燃气	123000.00	13000.00	12.40	0.219	0.263	0.377	0.430	47.15	32.89	28.84
02688.hk	新奥燃气			20.70	0.775	1.008	1.263	1.423	20.54	16.39	14.55
	市盈率平均值 (含新奥)								35.23	27.07	24.22
	市盈率平均值 (不含新奥)								40.13	30.63	27.45
	采纳市盈率									39.82	35.68
	领先科技					0.669	0.852	1.030			
	估值结果						33.92	36.75			

注：收盘价为9月8日数据，盈利预测来自朝阳永续，新奥燃气盈利预测来自boci

来源：朝阳永续 国金证券研究所

风险

- 中油金鸿借壳领先科技成功尚需经过股东大会、商务部和证监会的核准审批，这一过程存在不确定性，若借壳被否，将存在重大风险。
- 我们对中油金鸿的盈利预测全部基于 9 月 9 日公告，若中油金鸿无法完成预案中的承诺，或预案中的盈利预测假设与结果存在失实之处，则后续估值结果和投资建议不成立，提醒这一风险。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室