

领先科技 (000669.SZ) 燃气水务行业
评级: 买入 维持评级
公司研究

市价 (人民币): 22.92 元
目标 (人民币): 33.68-40.77 元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	75.88
总市值(百万元)	2,120.21
年内股价最高最低(元)	38.85/15.60
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17


公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.643	0.679	0.972	1.537	2.157
每股净资产(元)	4.16	4.84	5.68	7.02	9.04
每股经营性现金流(元)	1.06	0.87	1.13	1.78	2.58
市盈率(倍)	15.53	47.19	19.80	14.91	10.63
行业优化市盈率(倍)	53.57	50.01	42.16	42.16	42.16
净利润增长率(%)	36.26%	5.54%	43.13%	58.10%	40.34%
净资产收益率(%)	15.46%	14.04%	17.11%	21.90%	23.85%
总股本(百万股)	269.03	269.03	269.03	269.03	269.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 领先科技公告: 2月 24 日, **新能国际 (拟借壳公司的中油金鸿大股东)** 签署《股权转让协议书》, 受让第一大股东吉林中讯股东领先集团、滨奥航空及燕化科技分别持有的 90%、5% 和 5% 股权; 转让后, 新能国际持有吉林中讯 100% 股权, 成为公司第一大股东; 陈义和先生持有新能国际 90% 股权, 成为公司实际控制人。
- 我们认为此次借壳方出巨资收购领先科技控股权, 对二级市场投资者而言具有三大意义:
 - ◆ 凸显了**借壳方对借壳上市最终过会重组成功的强大信心**, 如果此次借壳失败, 这三个亿的收购资金将面临损失的压力。
 - ◆ 凸显了**借壳方对若能借壳成功后, 股价上涨的信心**; 对中油金鸿价值最了解的莫过于他们自己, 他们敢于以近 20 元/股的成本收购股权, 反映了他们对未来公司价值的信心。
 - ◆ **给万一此次借壳失败后的壳资源价值做了一层保障**: 新能国际掏出这么多现金收购, 万一借壳失败, 从维护自身投资收益率角度出发, 也会尽量通过自身天然气资产保障领先科技的壳资源价值。

投资建议

- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.972 元、1.537 元和 2.157 元, 同比分别增长 43.13%、58.10% 和 40.34%。
- 参照 10% 的估值溢价, 给予领先科技 22x12PE 和 19x13PE, 目标价 33.68-40.77 元; 建议买入。

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

邬煜 联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

内容目录

事件：公司公告拟借壳方通过股权转让成为实际控制人.....	3
公告解读：转让行为和价格凸显了借壳方对过会后公司价值的信心	3
坚定看好中油金鸿的未来，目前股价远未反应其价值	3
借壳资产的成长性与盈利能力强，目前股价低估	3
中油金鸿的实际控制人在天然气产业链布局广，未来市值成长空间大	11
目标价：33.68-40.77 元，建议买入	13
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1：中油金鸿 2007-2009 年营业收入和净利润情况.....	4
图表 2：中油金鸿 2007-2009 年毛利与毛利率情况	4
图表 3：国内燃气上市公司毛利率比较.....	4
图表 4：国内燃气上市公司销售净利率比较.....	4
图表 5：衡阳天然气是中油金鸿收入利润支柱	5
图表 6：衡阳天然气盈利能力强，销售净利率高	5
图表 7：我国天然气占一次能源消费比例处于全球较低水平	5
图表 8：中国天然气历年消费量统计及预测.....	6
图表 9：中国国内天然气缺口将长期存在	6
图表 10：中国天然气未来五年需求测算	6
图表 11：2015 年管网布局图	7
图表 12：中国天然气管网规划情况	7
图表 13：截至 2010 年底中油金鸿在建工程情况.....	8
图表 14：中油金鸿产业链布局	8
图表 15：分地区公司主营业务收入情况（地区扩张）	9
图表 16：分地区公司主营业务占比情况（地区扩张）	9
图表 17：刚成立及筹建子公司是未来利润来源	10
图表 18：公司区域扩展思路（以中心城市为基地）	11
图表 19：公司重点开发区域	11
图表 20：中油金鸿和子公司产权控制关系	12
图表 21：中国国储能源化工集团业务板块	13
图表 22：估值表	14

事件：公司公告拟借壳方通过股权转让成为实际控制人

- 领先科技公告：2月24日，**新能国际（拟借壳公司的中油金鸿大股东）**签署《股权转让协议书》，受让第一大股东吉林中讯股东领先集团、滨奥航空及燕化科技分别持有的90%、5%和5%股权；转让后，新能国际持有吉林中讯100%股权，成为公司第一大股东；陈义和先生持有新能国际90%股权，成为公司实际控制人。
 - ◆ 新能国际是拟借壳领先科技的中油金鸿的大股东，陈义和先生是新能国际和中油金鸿的实际控制人。
 - ◆ 新能国际受让领先集团、滨奥航空及燕化科技所持吉林中讯股权的价格分别为人民币29191.50万元、1621.75万元、1621.75万元，共计人民币32435万元。
 - ◆ 吉林中讯持有公司16276016股股权，占公司总股本的17.59%，是公司第一大股东。

公告解读：转让行为和价格凸显了借壳方对过会后公司价值的信心

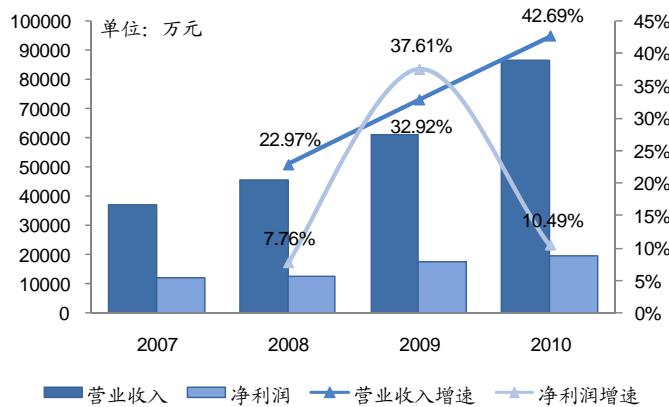
- 我们认为此次借壳方出巨资收购领先科技控股权，对二级市场投资者而言具有三大意义：
 - ◆ 凸显了**借壳方对借壳上市最终过会重组成功的强大信心**，如果此次借壳失败，这三个亿的收购资金将面临损失的压力。
 - ◆ 凸显了**借壳方对若能借壳成功后，股价上涨的信心**；对中油金鸿价值最为了解的莫过于他们自己，他们敢于以近20元/股的成本收购股权，反映了他们对未来公司价值的信心。
 - ◆ **给万一此次借壳失败后的壳资源价值做了一层保障**：新能国际掏出这么多现金收购，万一借壳失败，从维护自身投资收益率角度出发，也会尽量通过自身天然气资产保障领先科技的壳资源价值。
- 不考虑吉林中讯其他资产价值，**假设32435万元全是冲着收购其1627.6016万股股权而来，相当于新能国际以19.93元/股收购领先科技股份**；如果借壳失败、或者借壳成功后中油金鸿的成长性与盈利能力下降，公司这笔股权收购将面临较大的投资损失。

坚定看好中油金鸿的未来，目前股价远未反应其价值

借壳资产的成长性与盈利能力强，目前股价低估

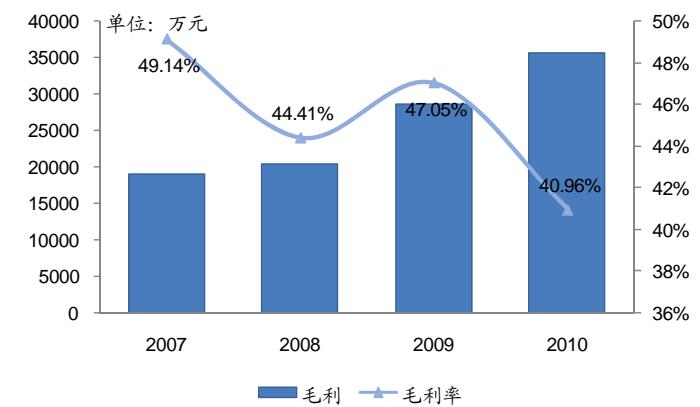
- 通过纵向和横向比较借壳资产中油金鸿的盈利能力，我们认为其盈利能力强且可持续。
 - ◆ 纵向比较：公司收入和净利润随着供气量增长而同比提高；同时毛利率也一直维持在较高水平。

图表1：中油金鸿 2007-2009 年营业收入和净利润情况



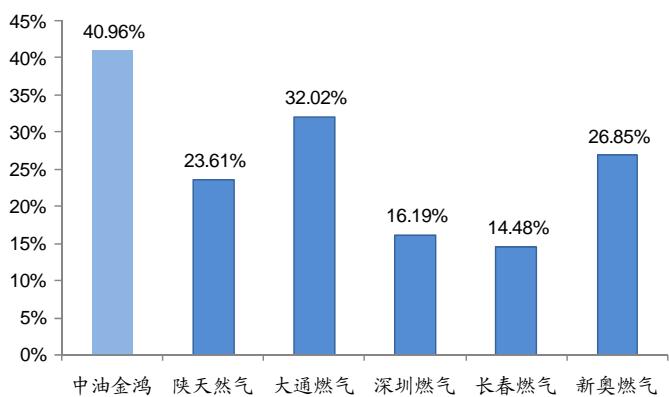
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：中油金鸿 2007-2009 年毛利与毛利率情况



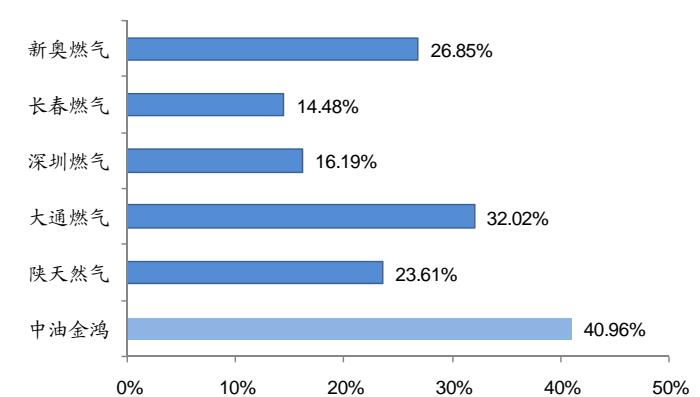
◆ 横向比较：中油金鸿的盈利能力远高于目前国内燃气上市公司。

图表3：国内燃气上市公司毛利率比较



来源：公司公告，国金证券研究所

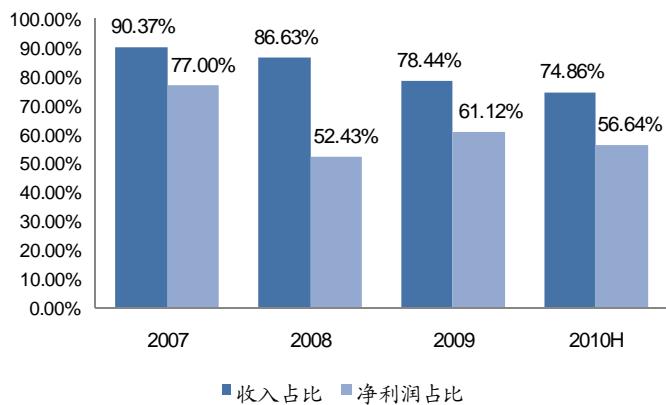
图表4：国内燃气上市公司销售净利率比较



◆ 公司盈利能力强的主要原因在于现有利润支柱衡阳天然气具有**照付不议的气源、工业用户为主的销售结构和较高的工程安装费水平**。

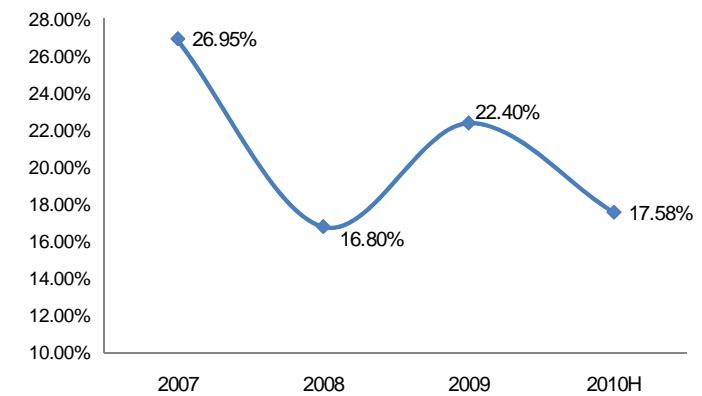
- 1) 2006年底，“湘衡线”长输管道竣工，实现了川气入衡，公司与中石油签有25年的照付不议合同，能稳定获取气源。
- 2) 湖南衡阳钢管(集团)有限公司的用气量目前约占衡阳天然气售气量的一半，公司工商业用气占比较高。
- 3) 在气源照付不议和工业用气量占比高这一收入成本结构下，燃气公司可获取稳定的价差收入，且工业用气价格高，因此公司毛利率和销售净利率远高于同业水平。
- 4) 根据湖南省物价局有关规定，衡阳等地级市燃气初装费为1800元/户，衡东、韶山等县燃气初装费为2100元/户；这一较高的初装费征收水平使得公司在燃气管网刚投产的前几年能获得较高的工程安装费收入。

图表5：衡阳天然气是中油金鸿收入利润支柱



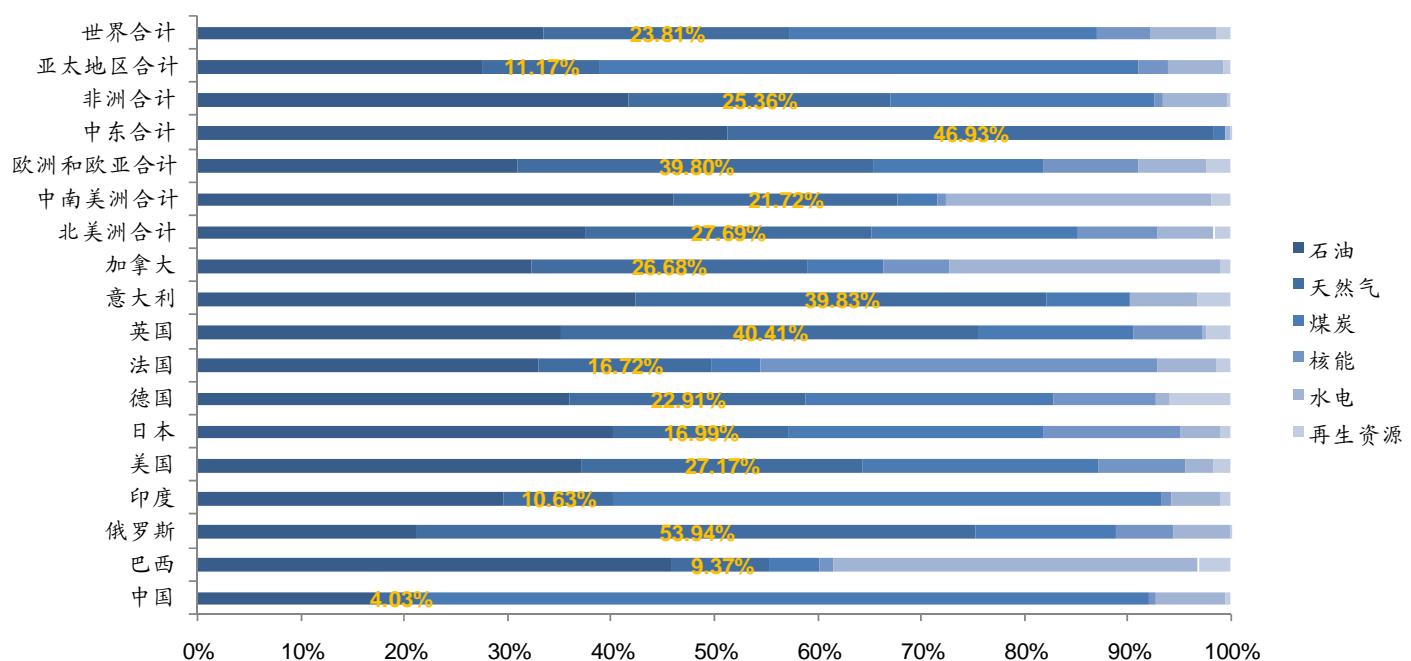
来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：衡阳天然气盈利能力强，销售净利率高



- “十二五”期间，我们看好中油金鸿的成长空间和增速，主要理由为以下两点：
 - ◆ 在天然气供需大发展的背景下，我们认为公司面对的市场空间极为广阔，市场足够大。
 - ◆ 看好中油金鸿中下游一体化的运营模式，我们认为其能够充分发挥自身的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。
- 天然气供需大发展，市场空间极为广阔：低基数、高增长，国内天然气管网布局基本形成。
 - ◆ 低基数：截至2010年，世界天然气占一次能源消费比例为23.81%左右，美国达到27.17%，欧洲主要国家都在20%以上，亚太地区合计为11.17%，而我国天然气占一次能源消费比例仅占4.03%左右，远低于世界各国平均水平。

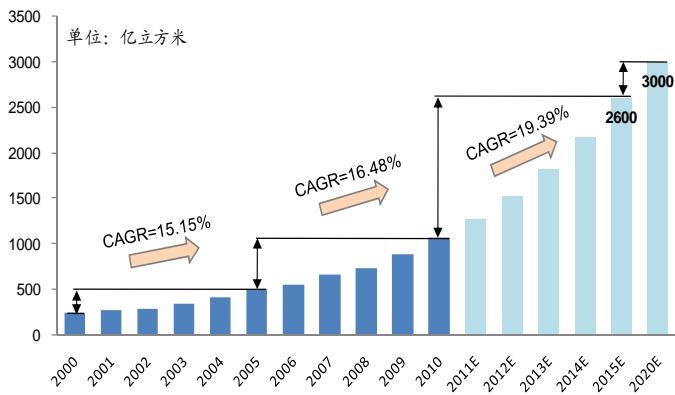
图表7：我国天然气占一次能源消费比例处于全球较低水平



来源：东方油气网 国金证券研究所

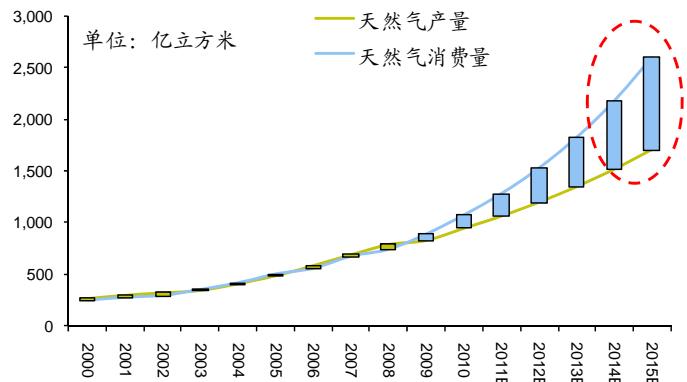
- ◆ 高增长：根据“十二五”规划，2015年我国天然气供应结构初步定为国产1700亿立方米，净进口900亿立方米，需求量为2600亿立方米，而2010年我国天然气表观消费量为1072亿立方米，以此推算，未来五年我国天然气表观消费复合增长率为19.39%，超过“十五”和“十一五”期间的15.15%和16.48%。

图表8：中国天然气历年消费量统计及预测



来源：国家统计局 国金证券研究所

图表9：中国国内天然气缺口将长期存在



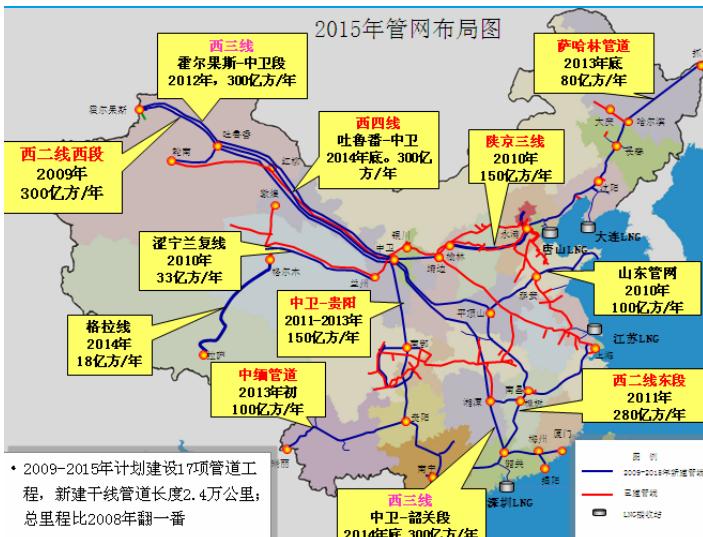
图表10：中国天然气未来五年需求测算

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
GDP增长率	12.70%	14.20%	9.60%	9.20%	10.30%	9.20%	8.50%	8.00%	8.00%	8.00%
能源需求弹性系数	0.76	0.59	0.41	0.57	0.58	0.55	0.55	0.53	0.53	0.50
一次能源消费量 (百万吨标准煤)	2586.76	2805.08	2914.48	3066.47	3250.00	3414.45	3574.08	3725.62	3883.58	4038.93
能源消费增长率	9.61%	8.44%	3.90%	5.21%	5.99%	5.06%	4.68%	4.24%	4.24%	4.00%
天然气消费量 (百万吨标准煤)	75.02	92.57	107.84	119.59	130.98	157.83	189.49	226.56	270.87	323.11
天然气占比	2.90%	3.30%	3.70%	3.90%	4.03%	4.62%	5.30%	6.08%	6.97%	8.00%
天然气消费量 (亿立方米)	556.00	673.00	740.00	887.00	1072.00	1186.67	1424.73	1703.42	2036.64	2429.43
天然气消费增长率	11.20%	21.04%	9.96%	19.86%	20.86%	10.70%	20.06%	19.56%	19.56%	19.29%

来源：国金证券研究所

- ◆ 国内天然气管网布局基本形成：国内已经初步形成以西气东输、川气东送、西气东输二线以及陕京线系统、忠武线等管道为骨干，兰银线、淮武线、冀宁线为联络的国家级基干管网。

图表11: 2015年管网布局图



来源：中石油 国金证券研究所

图表12: 中国天然气管网规划情况

类型	管线名称	起点	终点	长度 (公里)	设计能力 (亿立方米)	建成时间
已建	西气东输一线	轮南	上海	3900	120	2004
	川气东送	普光	上海	1700	120	2010
	忠武线	忠县	武汉	1700	30	2004
	陕京线	靖边	北京	1090	30	1997
	陕京二线	靖边	北京	935.4	120	2005
	涩宁兰线	涩北	西宁、兰州	953	20	2001
	涩宁兰副线	涩北	西宁、兰州	945	33	2009
	中济线	濮阳	济南	261	8	1999
	琼崖131-香港线	南海崖	香港	778	30	1995
	西气东输二线	霍尔果斯	广州、上海	9794	300	2011
规划	陕京三线	榆林	北京	900	150	2010
	西气东输三线	霍尔果斯	韶关	4661	300	2015
	西气东输四线	NA	NA	170	N/A	
国内管道气总和						1431
国外管道气	中亚通道	哈乌边境	霍尔果斯	1801	300	2011
	中缅通道	实兑港	昆明	1727	120	2013
	中俄通道	西线	大庆	NA	300	2015
	中俄通道	东线	大庆	NA	380	2017-2018
国外管道气总和						1100

■ 公司中下游一体化的模式是高成长的依托：公司的发展战略为在目前已初步形成的区域板块干网型天然气中下游一体化格局的基础上，坚持中长输管线和城市管网运营的同步发展，形成中游多向运销、下游自主开发的产业链体系；我们判断这种战略将能有效保证公司未来的强盈利性和高扩张性得以持续。

◆ **中游支线长输管道项目带动下游城市燃气网络扩张：**公司通过沿着自己的支线长输管道收购兼并附近的城市燃气管网公司能实现快速扩张，有效整合中游天然气长输管道和下游城市燃气市场，发挥产业链优势。

- 1) 公司投资建设了多条长输管道，如湘衡线（湘潭-衡阳）、聊泰线（聊城-泰安），目前在建的有冀枣线（冀州-枣庄）、应张线（应县-张家口）、泰新线（泰安-新泰）、泰莱线（泰安-莱芜）等。

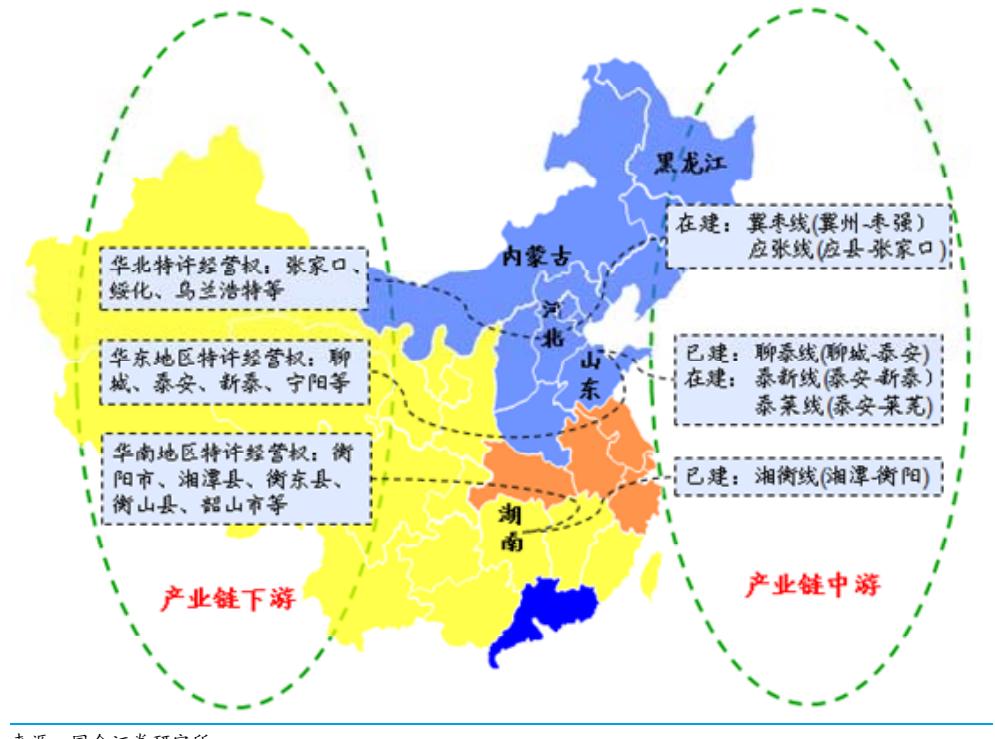
图表13: 截至2010年底中油金鸿在建工程情况

省份	在建工程	省份	在建工程
湖南	湘衡长输管线辅助工程	山东	大汶口石膏工业园管网
	衡东界牌管网		泰新线长输管网
	衡阳市城区管网		新泰市城区管网
	湘潭县城区管网		莱芜工业园区管网
	衡山县城区管网		聊城城市管网
	衡东县城区管网		中沧线开口工程
	韶山市城区管网		茌平天然气工程
	衡阳市LNG储配站项目		宁阳县长输管线
	常宁市城区管网		宁阳县撬装设备
	祁东县城区管网		宁阳县化国支线
河北	应张线长输管网	黑龙江	汶上县城区管网
	张家口CNG气站		泰单线长输管线
	张家口城区管网	山西	绥化市城市管网
陕西	应张线大同支线输气管道		北安市城区管网
	延安市LNG液化厂	山西	冀宁联络线冀枣支线工程
	延安市CNG气站		冀州市城区管网
	延安市长输管线	内蒙古	乌兰浩特城区管网
	延安市城区管网		

来源: 公司公告 国金证券研究所

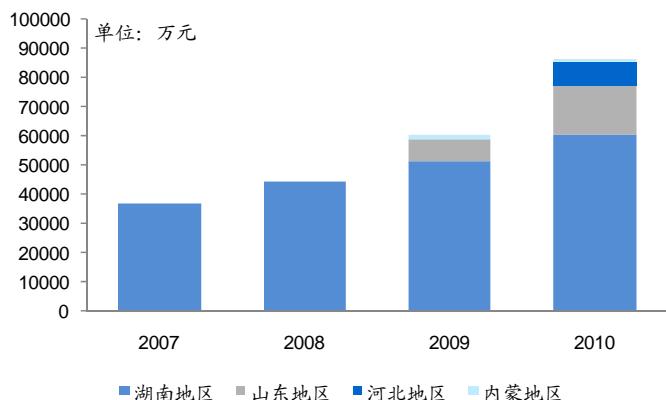
- 2) 公司已取得国内多个市、县的城市燃气特许经营权并运营, 如华南区的衡阳市、湘潭县、衡东县、衡山县、韶山市等, 华东区的聊城、泰安、新泰、宁阳等, 华北区的张家口、绥化、乌兰浩特等; 业务区域不断扩张。

图表14: 中油金鸿产业链布局



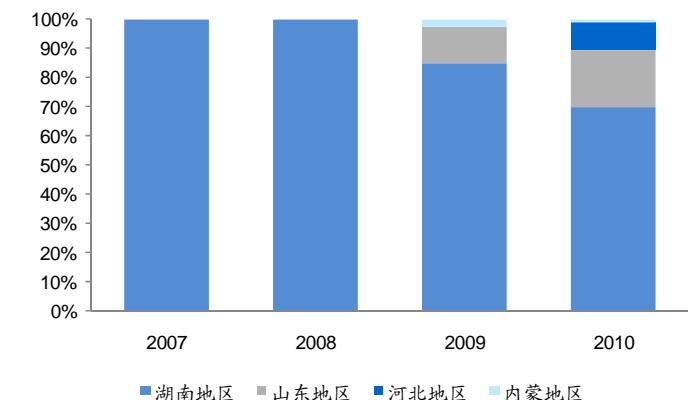
来源: 国金证券研究所

图表15: 分地区公司主营业务收入情况 (地区扩张)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表16: 分地区公司主营业务占比情况 (地区扩张)



- ◆ **区域板块干网型业务拓展:** 随着对中长输管线沿途大工业用户、开发区和城市天然气公司用户的积极拓展，并以股权收购形式实现业务扩张，公司可以将自身中长输管线建设成为集支干线长输管道与城市燃气官网为一体的区域板块干网。
 - 1) 公司项目储备充足，正在投资兴建多条长输管道，如冀枣线、应张线、泰新线、泰菜线等，这给了公司未来收购兼并城市燃气管网公司的空间。
 - 2) 公司于 2007 至 2010 年 6 月在湖南、山东、河北、内蒙古等地收购兼并了大量同行业企业，被收购的公司除衡阳天然气之外，大多处于城市管网或长输管网的投建阶段，2009 年及 2010 年 1-6 月没有盈利，随着这些子公司管道建设完毕，未来将贡献增量收入和利润。

图表17: 刚成立及筹建子公司是未来利润来源

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
刚收购的子公司	长治燃气	中油金鸿持股 49%	
	延安科林	中油金鸿通过华北投管持股 64%	
	宣化燃气	中油金鸿通过华北投管持股 80%	
	常宁燃气	中油金鸿持股 100%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

◆ 就目前行业发展趋势看, 公司未来可拓展空间很大; 在国内天然气主干线半径 150-200 公里范围内的支干线市场将是公司未来发展的重点区域, 具有广阔的市场空间, 公司区域扩展思路为:

- 1) 沿中石油、中石化输气干线向周边拓展, 在有限落实燃气指标前提下, 摸清干线分输站的位置, 开发分输站附近城市天然气项目和输气支线建设项目。
- 2) 以集团现有燃气中心城市为基地 (华南、华东和华北基地) 向周边城市拓展。

图表18: 公司区域扩展思路 (以中心城市为基地)

地区	中心省市	中心城市	扩展城市	扩展地区
华南管理中心	湖南	衡阳	郴州 娄底 邵阳 永州	江西 广东 广西
华东管理中心	山东	泰安	聊城 莱芜 临沂	江苏 安徽
华北管理中心	河北	长治 张家口 衡水		晋南和冀南 河南 河北

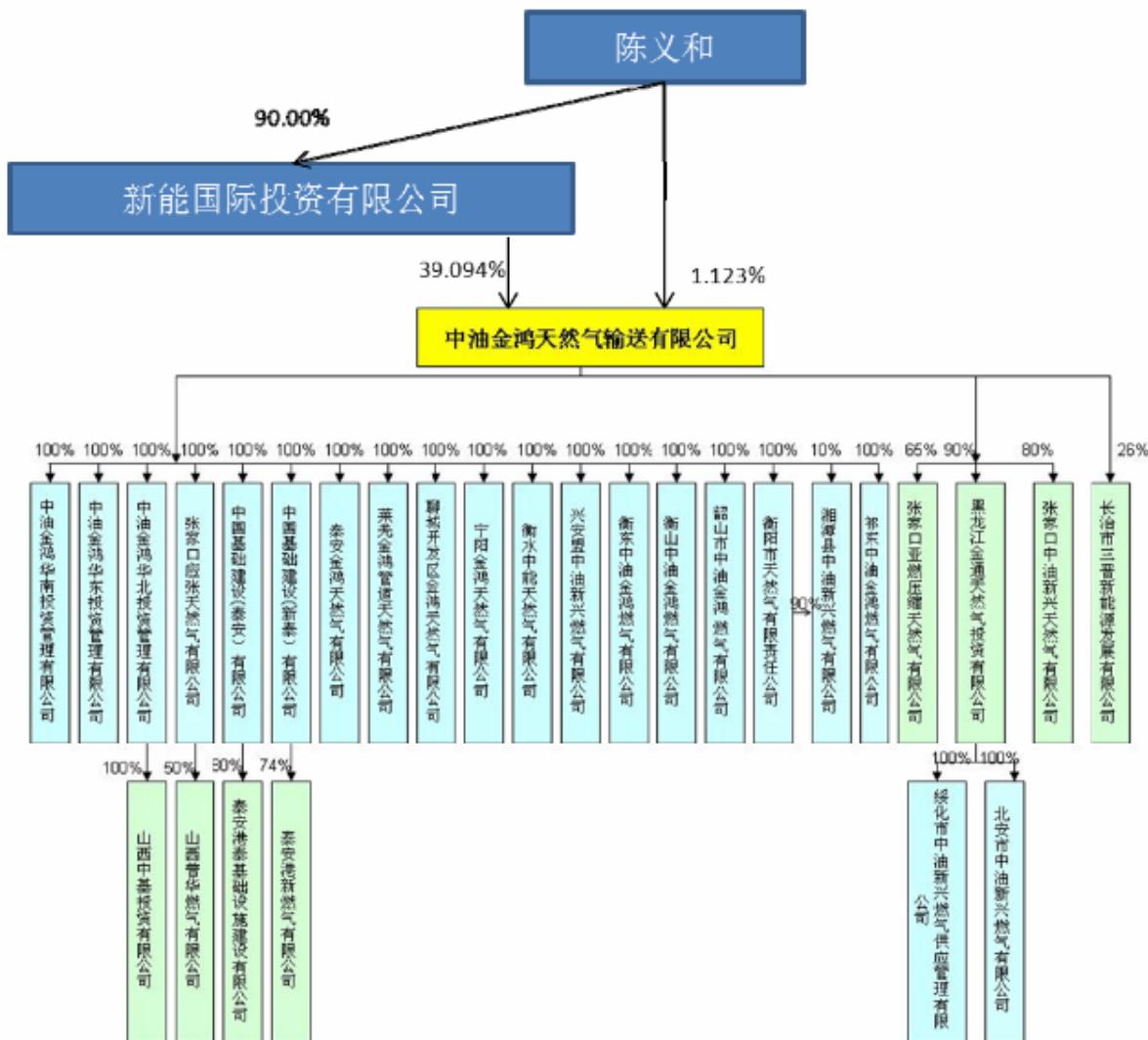
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 公司重点开发区域



中油金鸿的实际控制人在天然气产业链布局广, 未来市值成长空间大

- 中油金鸿是由中油鸿力投资有限公司和衡阳市天然气有限责任公司于2004年共同出资组建, 之后经历了6次增资和股权结构调整, 目前注册资本54939.67万元, 实际控股股东新能国际投资有限公司, 实际控股股东陈义和先生, 其他股东均为财务投资者。
 - ◆ 重组前, 新能国际持有公司39.094%的股权, 为公司控股股东; 陈义和先生直接持有公司1.123%的股权, 并通过新能国际间接持有39.094%的股权, 为公司的实际控制人。
 - ◆ 公司是国内天然气领域中下游重要的能源运营商, 目前已形成华南、华东、华北三个销售大区, 独资及控股天然气长输管道公司和城市天然气运营公司达20余家。

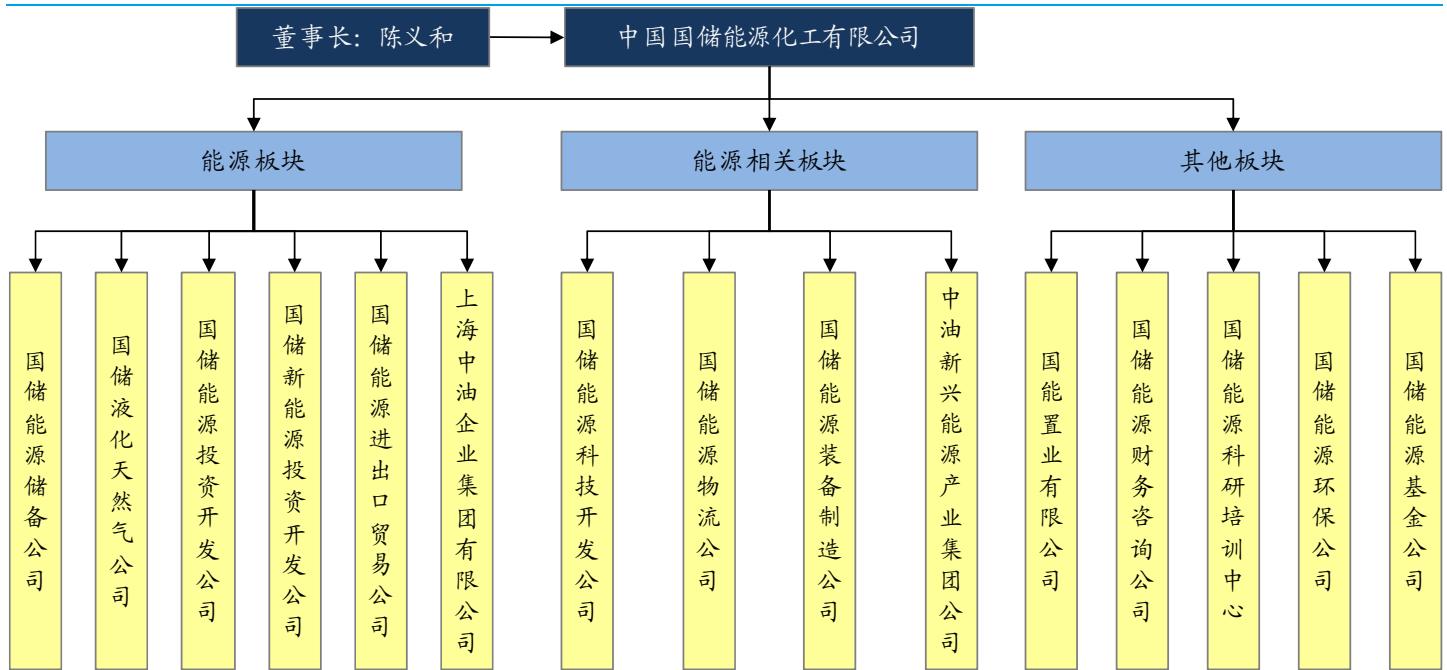
图表20：中油金鸿和子公司产权控制关系


来源：公司公告 国金证券研究所

- 目前公司实际控制人陈义和先生还同时担任**中国国储能源化工集团**董事长，该集团是集能源投资开发、储备运输、管道建设、城市管网建设运营、天然气加气站建设、燃气汽车改装等于一体的大型集团企业，在天然气产业链布局广，**若此次借壳成功，公司或将成为集团能源战略产业链上的开发运作平台。**
 - ◆ 集团总部位于北京，主要业务是能源的投资开发；能源战略储备、储运；新能源、再生能源、循环能源、清洁能源综合开发利用；能源基础设施建设；能源设备建设；能源储运港口建设；新能源科研、标准化研发、节能技术开发；海外能源投资开发储运等；具有四方面职能：
 - 1) 为国内外能源投资行业提供不同国家、不同地区的法律和贸易的服务咨询，共同合作开发海外资源、资源贸易，为海外资源、资源进出口贸易提供技术、金融和管理服务。
 - 2) 以多种经济体制、多元化合作方式，充分利用能源、资源行业的优势，依托国家法律政策的支持，通过多领域、多渠道的开发能源产业、能源化工产业和资源产业，形成多个集能源资源开采、能源资源原料生产、化工、储运、销售为一体的上下游一体化区域板块运营体系。

- 3) “十二五”期间，在全国范围内按照能源开发、能源储备、能源产业、技术研发、能源化工和低碳能源产业规划，筹建五座能源储备基地、大型能源运输装备基地、两个新能源化工产业园区、两座沿海储运码头、以及配套相关服务保障设施生活基地。
- 4) 建立能源、新能源、资源开发综合利用；循环能源、清洁能源科研基地；标准化、节能技术、产业化研发基地；国内外能源资源信息应用和信息管理中心。
- ◆ 集团业务主要分为能源板块、能源相关板块和其他板块，覆盖天然气产业链的各个环节，目前正在积极和各省市合作推进天然气的应用。
- 1) 集团与安徽省能源集团就省内天然气项目的开发和利用签订了战略合作协议，并且与其和皖能电力共同设立了国皖液化天然气有限公司，集团持有 48% 股权。该公司主要经营：液化天然气加注站和液化天然气液化项目，液化天然气调峰储备库，沿江液化天然气接收站，煤制天然气项目，其他天然气项目开发和应用。
 - 2) 集团与张家口市政府就天然气利用进行合作，建设张家口国储液化天然气项目，项目投资 7.74 亿元，液化天然气产量可达 24 万吨，计划 2012 年 10 月竣工投产。
 - 3) 集团在内蒙古设立内蒙古国能天然气股份有限公司，投资建设内蒙古阿拉善日液化 3×100 万方天然气项目，项目总投资 22 亿余元，建成后每年可液化天然气 10 亿立方米，主要为内蒙古境内乡镇居民提供生活用天然气，计划 2012 年 7 月进行调试。

图表21：中国国储能源化工集团业务板块



来源：国储能源 国金证券研究所

目标价：33.68-40.77 元，建议买入

- 盈利预测假设以公司 2010 年 9 月 9 日公告的《资产置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书》和《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）》，以及 2011 年 6 月 30 号公告的《备考合并盈利预测审核报告》为基础，根据我们对行业的理解，参照新奥燃气、华润燃气、昆仑燃气等公司披露数据，对部分假设做出修改而成
- 根据上述假设和财务模型，我们预测公司 2011-20132 年 EPS 分别为 0.972 元、1.537 元和 2.157 元，同比分别增长 43.13%、58.10% 和 40.34%。

- 目前价位领先科技估值水平低于行业平均估值水平，我们判断公司理应享受行业平均水平 10% 的溢价，理由如下：
 - ◆ 与长春燃气相比：中油金鸿拥有中游+下游的产业链，拥有稳定且照付不议的气源，拥有跨区域扩张的规划、能力和竞争力，目前区域用气结构优于长春；而长春燃气仅仅拥有长春地区部分天然气市场，缺乏中游和跨区域扩张的能力。
 - ◆ 与陕天然气相比：虽然二者产业链布局相同，但陕天然气进入下游仅为试探性质，并无明确的下游收购扩张计划，且陕天然气潜在发展空间为陕西南部和中部（北部市场已饱和且被中石油占领），跨省扩张难度大。
 - ◆ 与深圳燃气相比：深圳燃气给当地电厂供气一是未签正式供气合同、二是仅单纯的收管输费；深圳当地燃气分销市场扩展有限，跨区域扩张难度大，且深圳燃气部分气源来自进口液化天然气，价格波动大。
 - ◆ 与新奥燃气相比：
 - 1) 二者最大的不同在于新奥燃气过去的扩张优势“沿海进口天然气码头”附近的圈地在过去十年已进入尾声，未来维持过去的增速面临成长瓶颈；而中油金鸿现在的扩张优势“干线天然气长输管网”却刚刚开始扩张建设的步伐；二者面临成长空间不同。
 - 2) 香港市场是全球资金自由流动市场，而 A 股市场是资金封闭流动市场，所以 A 股上市公司平均估值水平高于香港，估值时不能不考虑这一因素。
- 参照 10% 的估值溢价，**给予领先科技 22x12PE 和 19x13PE，目标价 33.68-40.77 元；建议买入。**

图表22：估值表

股票代码	股票名称	总股本 (万股)	已流通A股 (万股)	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E		
					2010A	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
600333.sh	长春燃气	46151.98	46151.98	7.86	0.181	0.210	0.390	0.450	37.43	20.15	17.47
002267.sz	陕天然气	50841.87	49855.08	16.46	0.794	0.842	0.933	0.993	19.55	17.64	16.58
601139.sh	深圳燃气	132030.00	57000.00	11.20	0.242	0.307	0.510	0.640	36.48	21.96	17.50
02688.hk	新奥能源			26.10	0.954	1.200	1.450	1.690	21.75	18.00	15.44
00135.hk	昆仑能源			13.00	0.482	0.680	1.180		19.12	11.02	
01193.hk	华润燃气			12.04	0.510	0.590	0.680		20.41	17.71	
市盈率平均值（含港股）									25.79	17.75	16.75
市盈率平均值（不含港股）									31.15	19.92	17.18
采纳市盈率										21.91	18.90
领先科技								0.972	1.537	2.157	
估值结果									33.68	40.77	

注：收盘价为3月1日数据，盈利预测来自朝阳永续和聚源

来源：朝阳永续 聚源 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	457	608	867	2,015	3,287	4,772	货币资金	249	854	600	500	500	500
增长率	32.9%	42.7%	132.4%	63.1%	45.2%		应收款项	125	117	131	199	370	537
主营业务成本	-254	-322	-512	-1,349	-2,256	-3,340	存货	1	6	4	12	20	30
% 销售收入	55.6%	53.0%	59.0%	67.0%	68.6%	70.0%	其他流动资产	203	134	166	339	566	837
毛利	203	286	355	666	1,031	1,432	流动资产	578	1,111	900	1,051	1,456	1,905
% 销售收入	44.4%	47.0%	41.0%	33.0%	31.4%	30.0%	% 总资产	39.2%	42.7%	27.8%	25.4%	27.7%	31.2%
营业税金及附加	-5	-8	-12	-28	-46	-67	长期投资	13	52	83	84	83	83
% 销售收入	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	843	1,389	2,181	2,938	3,635	4,031
营业费用	-7	-11	-16	-36	-59	-86	% 总资产	57.2%	53.4%	67.5%	70.9%	69.2%	66.0%
% 销售收入	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	无形资产	37	45	63	67	77	86
管理费用	-24	-33	-47	-113	-177	-258	非流动资产	895	1,489	2,333	3,091	3,796	4,202
% 销售收入	5.2%	5.4%	5.5%	5.6%	5.4%	5.4%	% 总资产	60.8%	57.3%	72.2%	74.6%	72.3%	68.8%
息税前利润 (EBIT)	167	234	280	488	748	1,021	资产总计	1,473	2,600	3,233	4,142	5,253	6,106
% 销售收入	36.5%	38.4%	32.3%	24.2%	22.7%	21.4%	短期借款	30	0	47	574	999	898
财务费用	-31	-29	-24	-104	-138	-148	应付款项	75	96	186	325	540	796
% 销售收入	6.9%	4.8%	2.7%	5.2%	4.2%	3.1%	其他流动负债	20	62	77	132	194	266
资产减值损失	2	0	0	0	0	0	流动负债	125	158	310	1,032	1,733	1,960
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	493	1,156	1,391	1,391	1,391	1,392
投资收益	0	0	1	2	5	5	其他长期负债	73	72	70	0	0	0
% 销售收入	0.0%	n.a	0.4%	0.5%	0.8%	0.6%	负债	691	1,386	1,770	2,422	3,124	3,352
营业利润	138	204	258	386	615	877	普通股股东权益	733	1,120	1,302	1,528	1,888	2,433
营业利润率	30.1%	33.6%	29.7%	19.1%	18.7%	18.4%	少数股东权益	48	95	161	191	241	321
营业外收支	25	26	1	3	3	3	负债股东权益合计	1,473	2,600	3,233	4,142	5,253	6,106
税前利润	163	230	258	389	618	880							
利润率	35.6%	37.9%	29.8%	19.3%	18.8%	18.4%							
所得税	-36	-56	-65	-97	-154	-220							
所得税率	22.0%	24.1%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	127	175	193	291	463	660							
少数股东损益	0	2	10	30	50	80							
归属于母公司的净利润	127	173	183	261	413	580							
净利率	27.8%	28.5%	21.1%	13.0%	12.6%	12.2%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金净流	0	4	0	305	478	695	每股指标						
净利润	0	0	-37	291	463	660	每股收益	0.472	0.643	0.679	0.972	1.537	2.157
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	2.725	4.162	4.838	5.680	7.017	9.043
非现金支出	0	0	41	3	4	0	每股经营现金净流	0.539	1.058	0.871	1.132	1.777	2.584
非经营收益	0	1	-10	91	140	151	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
营运资金变动	0	3	5	-81	-129	-120	回报率						
经营活动现金净流	0	4	0	305	478	695	净资产收益率	17.33%	15.46%	14.04%	17.11%	21.90%	23.85%
资本开支	-196	-451	-662	-763	-706	-407	总资产收益率	8.63%	6.66%	5.65%	6.31%	7.87%	9.50%
投资	-117	-62	160	-1	0	0	投入资本收益率	9.77%	7.39%	7.14%	9.94%	12.41%	15.18%
其他	125	-49	-7	2	5	5	增长率						
投资活动现金净流	-189	-562	-509	-762	-701	-402	主营业务收入增长率	623.78%	32.92%	42.69%	132.38%	63.13%	45.19%
股权募资	0	0	0	0	-19	0	EBIT增长率	#####	39.86%	19.85%	74.42%	53.14%	36.53%
债权募资	-10	633	281	482	425	-99	净利润增长率	935.04%	36.26%	5.54%	43.13%	58.10%	40.34%
其他	-41	-296	-82	-125	-183	-194	总资产增长率	327.36%	76.56%	24.34%	28.10%	26.83%	16.25%
筹资活动现金净流	-51	337	199	357	223	-293	资产管理能力						
现金净流量	-240	-221	-310	-100	0	0	应收账款周转天数	39.6	26.1	20.0	25.0	25.0	25.0
							存货周转天数	18.6	3.9	3.3	3.3	3.3	3.3
							应付账款周转天数	27.4	43.3	60.2	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	537.4	437.9	441.2	261.9	215.7	163.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	35.04%	24.90%	57.24%	85.18%	88.75%	64.99%
							EBIT利息保障倍数	5.3	8.0	11.9	4.7	5.4	6.9
							资产负债率	46.94%	53.29%	54.76%	58.49%	59.47%	54.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-09-09	买入	27.10	33.92 ~ 36.75
2 2010-09-20	买入	27.08	35.03 ~ 43.29

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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形式制作任何形式的拷贝，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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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唯一因素。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。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
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: 010-6621 6979
传真: 010-6621 5599-8803
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: 0755-33516015
传真: 0755-33516020
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518026
地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B