

立足南疆的区域天然气供应商龙头

新疆浩源 (002700) 新股报告

合理价格: 22.25-24.92 元

建议申购

风险评级: 一般风险

2012年9月11日

投资要点:

- 公司基本情况:** 公司位于新疆阿克苏地区, 毗邻“西气东输”工程气源地, 主营业务为天然气输送及销售, 业务主要覆盖新疆南疆部分地区, 形成了车用燃气、民用燃气和燃气管道安装三项业务鼎立的业务格局。近三年公司成长迅猛, 收入和净利润的复合增速分别达70.2%和63.9%。
- 行业背景:** 天然气在全球能源消费格局中的地区逐渐提高, 我国天然气行业正处于高速发展期, 08-11年年均消费增速为14.7%。“十二五”期间我国天然气消费量年均增速预计在20%以上。新疆地区气源丰富, 随着区域经济增长、城市化率提高和天然气基础设施兴建, 天然气需求空间巨大并即将进入快速发展期。
- 竞争优势:** 公司紧邻西气东输气源地, 自建了148公里长输管线, 保障气源稳定和供应, 降低了运营成本, 公司拥有南疆多个区域30年的特许经营权, 在区域内竞争优势突出。近三年, 公司售气量复合增长87%, 毛利率维持在40%-50%, 净资产收益率在30%-40%, 远高于同行业A股上市公司。
- 募投项目:** 公司计划募集资金2.35亿元, 投入3个城市燃气基础设施建设项目。根据项目规划, 2015年募投项目供气总量有望达17177万立方米, 2020年总量将达30321万立方米, 且毛利率较高的车用燃气业务占比较高, 盈利能力有保障。随着募投项目的逐步达产, 将大幅增加公司的利润。
- 估值情况:** 预测公司2012-2014年EPS分别为0.89元、1.21元、1.83元, 复合增长率为40.39%。我们参考主营业务与公司相似的三家上市公司的估值水平, 可比公司12年动态市盈率为25倍, 新疆浩源正处于快速成长期, 我们认为给予2012年25-28倍PE较为合理, 对应价格为22.25-24.92元, 建议申购。

俞春燕

SAC 执业证书编号:

S0340511010001

研究助理: 黄秀瑜

电话: 0769-22119455

邮箱: hxy3@dgzq.com.cn

主要数据

发行价(元)	21.73
申购日期	2012-9-11
发行股份(万股)	1833.8
IPO后总股本(万股)	7333.8
发行市盈率(倍)	27.16
申购上限(股)	8500
上限资金(万元)	18.47

公司主要财务指标预测表

单位(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	182.52	233.17	345.41	521.58
同比%	53.36	27.76	48.14	51.00
归属母公司净利润	48.58	65.41	88.91	134.43
同比%	59.86	34.64	35.93	51.20
毛利率%	48.18	49.93	49.81	49.83
ROE%	33.87	17.10	18.86	22.19
每股收益(元)	0.88	0.89	1.21	1.83
每股净资产(元)	2.69	5.22	6.43	8.26

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

估值与投资建议

公司位于新疆阿克苏地区，地处“西气东输”源头，主气源来自西气东输主气田—英买力气田，公司主要在新疆南疆地区从事天然气输送及销售。公司从上游天然气开发商购入天然气，通过公司建设及经营的长输管线输送到自己拥有特许经营权的城市，再通过公司建设的城市中压管网和加气站向相关城市用户销售天然气，同时，公司还提供居民天然气入户安装工程服务。

募投项目分析：

公司拟公开发行人民币普通股不超过1833.8万股，计划募集资金总额为23526.22万元，投入3个项目的建设，资金使用计划如下：

表 1：募投项目投资计划表

序号	项目名称	投入资金(万元)	年度固定资产投资计划(万元)			建设期
			第一年	第二年	第三年	
1	阿克苏纺织工业城天然气利用工程项目	5314.84	1540.29	2567.14	1026.86	3年
2	阿克苏市天然气综合利用二期工程项目(市区工程项目)	12633.27	3672.5	6120.84	2448.34	3年
3	喀什地区巴楚县天然气利用工程项目	5578.11	1614.06	2690.10	1076.04	3年
	合计：	23526.22	6826.85	11378.08	4551.24	

数据来源：招股说明书

三个募投项目均为城市燃气基础设施建设项目，投产后，将有更多的燃气用户能够接受公司网络的服务，客户规模将逐步提升。

表 2：募投项目供气量规划

项目 (单位：万立方米)	市区工程二期		纺织工业园		巴楚	
	2015E	2020E	2015E	2020E	2015E	2020E
居民	1621	2002	457	975	409	817
商业	243	360	69	176	141	452
工业用气	486	601				
燃气汽车	4325	5246	1942	3634	2292	6535
燃气采暖	3487	5180	271	1177	576	1650
未预见量	535	705	144	314	180	498
合计	10697	14094	2883	6276	3597	9952

资料来源：招股说明书

至2015年，阿克苏市区，纺织工业园和巴楚项目供气总规模有望分别达到10697万立方米，2883万立方米和3597万立方米，共计17177万立方米，至2020年总量将达30321万立方米，相对于公司2011年销售气量6792万立方米，增幅分别达253%和446%，增长空间广阔。

盈利预测假设：

1) 天然气销量假设：随着区域气化率提高和募投项目逐步投产，未来3年，公司天然气销量将保持快速增长。

2) 销售气价假设：由于天然气价格实行政府定价，因此公司销售气价按照政府定价或上年价格测算。

3) 安装工程假设：该地区处于城市化进程和天然气化早中期，天然气安装工程较为稳定，假设未来几年新增安装用户基本稳定。

4) 毛利率假设：车用燃气、民用燃气、入户安装以及工业用气毛利率分别按55%、40%、49%和17%测算。

5) 所得税率假设：2012年按15%所得税率测算，由于针对公司的正式税收优惠文件尚未获得，2013年、2014年按25%所得税率测算。

分别对公司现有的车用天然气销售业务、民用天然气销售业务、入户安装工程及其他销售业务的收入进行预测：

表 3：现有业务收入预测结果（单位：万元）

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、车用天然气销售收入（不含税）	2794	5637	8782	11917.59	16088.75	19306.50
1、车用燃气销售（万方）	1263	2470	3852	5219.46	7046.27	8455.53
增速		96%	56%	36%	35%	20%
2、车用燃气单价（元/方）含税	2.5	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58
二、民用天然气销售收入（不含税）	1114	2244	4339	5906.81	7396.15	8696.50
1、居民用气收入	1046	1287	1725	2050.08	2460.10	2952.12
居民用气（万方）	642	768	1016	1219.20	1463.04	1755.65
增速		19.63%	32.29%	20%	20%	20%
居民用气单价（元/方）含税	1.84	1.9	1.92	1.9	1.9	1.9
2、公福用气收入	68	194	523	1026.6	1539.9	1770.885
公福用气（万方）	33	78	232	464	696	800.4
增速		136.36%	197.44%	100%	50%	15%
公福用气单价（元/方）	2.3	2.81	2.55	2.5	2.5	2.5
3、锅炉用气收入		763	2091	2830.12	3396.15	3973.49
锅炉用气（万方）		612	1692	2284.2	2741.04	3207.0168
增速			176.47%	35%	20%	17%
锅炉用气单价（元/方）		1.41	1.4	1.4	1.4	1.4
三、安装工程收入	2389	4003	5073	5043.727	5301.3	5585.88
1、居民安装收入	2216	3202	4647	4732.58	4991.30	5275.88
新增多层非壁挂炉（户）	13328	16950	15372	16909	18600	20460
单价（元/户）	1382	1539	1535	1530	1530	1530
新增多层壁挂炉用户（户）	972		504	500	500	500
单价（元/户）	3856		3878	3850	3850	3850
新增高层非壁挂炉用户（户）		962	5362	5000	5000	5000
单价（元/户）		4524	3687	3660	3660	3660
新增高层壁挂炉用户（户）		314	282	300	300	300

单价（元/户）		5059	4100	4100	4100	4100
2、公福用户安装收入	173	455	289	140	140	140
新增公福用户（户）	26	71	82	40	40	40
单价（元/户）	66446	64107	35224	35000	35000	35000
3、锅炉用户安装收入		346	137	171.15	170	170
新增锅炉用户（户）		29	8	10	10	10
单价（元/户）		119176	171150	171150	170000	170000
四、其他销售业务	8	17	57	85.50	128.25	192.38
增速		112.50%	235.29%	50%	50%	50%
现有业务收入预测：	6305	11901	18251	22953.63	28914.45	33781.26
增速		88.75%	53.36%	25.77%	25.97%	16.83%

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

对公司募投项目收入进行预测：

表 4：募投项目收入预测结果（单位：万元）

	2012E	2013E	2014E
一、车用天然气销售收入（不含税）	265.5	3495.75	12036
1、市区综合二期工程（万元）		1770	6637.5
销售气量（万方）		800	3000
销售气价（元/方）含税		2.5	2.5
2、纺织工业城项目（万元）		663.75	2212.5
销售气量（万方）		300	1000
销售气价（元/方）含税		2.5	2.5
3、巴楚项目（万方）	265.5	1062	3186
销售气量（万方）	100	400	1200
销售气价（元/方）含税	3	3	3
二、民用天然气销售收入（不含税）	98.24	1799.38	5677.28
1、市区综合二期工程（万元）		1115.10	3893.12
销售气量（万方）		750	2650
销售气价（元/方）含税		1.68	1.66
2、纺织工业城项目（万元）		252.05	605.34
销售气量（万方）		160	380
销售气价（元/方）含税		1.78	1.8
3、巴楚项目（万方）	98.24	432.23	1178.82
销售气量（万方）	50	220	600
销售气价（元/方）含税	2.22	2.22	2.22
三、工业用气收入（不含税）		331.88	663.75
1、市区综合二期工程（万元）		331.88	663.75
销售气量（万方）		150	300
销售气价（元/方）含税		2.5	2.5
募投项目收入预测	363.74	5627.01	18377.03
增速		1447.01%	226.59%

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

我们预计2012-2014年公司的营业收入分别同比增长27.76%、48.14%、51%；毛利率

分别为49.93%、49.81%、49.83%；归属于母公司的净利润分别为0.65亿元、0.89亿元、1.34亿元，分别同比增长34.64%、35.93%、51.2%；对应EPS分别为0.89元、1.21元、1.83元，三年复合增长率为40.39%。

利润预测表如下：

表 5：利润预测表

科目(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	119.01	182.52	233.17	345.41	521.58
营业总成本	82.65	129.02	159.22	229.87	345.34
营业成本	59.14	94.59	116.75	173.35	261.67
营业税金及附加	2.53	2.53	3.26	4.84	7.30
销售费用	8	14.64	18.65	27.63	41.73
管理费用	8	10.94	13.99	20.72	31.29
财务费用	5	6.52	6.57	3.33	3.35
资产减值损失	0	-0.19	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	0	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	36	53.49	73.95	115.54	176.24
加 营业外收入	0	3.93	3.00	3.00	3.00
减 营业外支出	0	0.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	37	57.18	76.95	118.54	179.24
减 所得税	6	8.60	11.54	29.64	44.81
净利润	30	48.58	65.41	88.91	134.43
减 少数股东损益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
归母公司所有者的净利润	30.39	48.58	65.41	88.91	134.43
最新总股本(万股)	55.00	55.00	73.34	73.34	73.34
基本每股收益(元)	0.55	0.88	0.89	1.21	1.83

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

相对估值法

公司主营天然气输送和销售业务，拥有自建的天然气长输管道。A股市场中业务与公司相似的上市公司有陕天然气（002267）、长春燃气（600333）和深圳燃气（601139），我们通过三家可比公司对新疆浩源进行估值参考。三家可比公司2012年动态市盈率为25倍。

新疆浩源正处于快速成长期，参考可比公司的估值水平，我们认为2012年给予公司25-28倍PE较为合理，对应价格为22.25-24.92元。

表 6：可比公司估值(wind 一致预期)

代码	简称	收盘价	总股本	EPS			PE		
		2012/9/10	(百万)	2011	2012	2013	2011	2012	2013
002267.SZ	陕天然气	7.92	1017	0.40	0.36	0.45	19.80	22.00	17.60

600333.SH	长春燃气	7.69	462	0.16	0.29	0.49	48.06	26.52	15.69
601139.SH	深圳燃气	9.03	1980	0.20	0.33	0.43	45.15	27.36	21.00
平均:							37.67	25.29	18.10

数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

投资建议

天然气是一种洁净、环保的优质能源。在全球能源消费格局中，天然气地位逐渐提升。我国天然气行业未来的发展较明确，盈利稳健、成长空间大。公司所处新疆地区天然气管网建设及市场开发即将进入快速发展期，根据自治区十二五规划，到2015年，新疆的燃气普及率将达到94%。未来几年，公司天然气业务增长迎来发展机遇。我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.89元、1.21元、1.83元，复合增长率为40.39%。

我们参考主营业务与公司相似的三家上市公司的估值水平，可比公司12年动态市盈率为25倍，13年动态市盈率为18.1倍。新疆浩源正处于快速成长期，我们认为给予公司2012年25-28倍PE较为合理，对应价格为22.25-24.92元，建议申购。

风险因素

- 1) 天然气政府定价风险；
- 2) 业务区域较为集中和异地扩张较为困难风险；
- 3) 其他能源竞争风险；
- 4) 环塔线建成前，公司依赖单一气源及供应商风险。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430