

*ST 领先 (000669.SZ) 燃气水务行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

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

燃气第一股，增发和摘帽凸现成长价值

事件：公司发布非公开发行股票预案、12年业绩修正以及撤销风险提示公告

- 公司董事会审议通过了《关于公司非公开发行股票方案的议案》，拟采用向特定对象非公开发行的方式，发行股票数量不超过 7200 万股，发行价格不低于 24.84 元/股，募集资金总额（含发行费用）不超过 17.90 亿元。
 - ◆ 公司本次募集资金将用于衡阳-常宁长输管线项目、应县-张家口输气管道支线工程项目、张家口市宣化区天然气利用工程项目、枣强县天然气利用工程项目、LNG 和 CNG 加气站项目及偿还银行贷款。
 - ◆ 目前新能国际直接持有公司 25.65% 的股份，为公司控股股东，其中陈义和直接间接持股比例为 32.44%，为公司实际控制人；若按此增发方案发行后，新能国际和陈义和持股比例分别为 20.24% 和 25.59%，仍为公司控股股东和实际控制人。
 - ◆ 本次非公开发行股票方案尚需公司股东大会批准和证监会的核准。

图表1：非公开发行方案和募投项目概览

项目		概述
发行概述	发行股数	非公开发行股票数量为不超过 7200 万股，每股不低于 24.84 元
	募集资金模	募集资金总额（含发行费用）不超过 17.90 亿元，扣除发行费用后不超过 17.49 亿元
	认购方式	特定对象均以现金认购
	发行对象	符合中国证监会规定的合计不超过 10 家符合相关法律法规规定的特定对象
募投项目	衡阳-常宁长输管线项目	由中油金鸿安排下属全资子公司负责实施，项目总投资 15,566 万元，项目建设期 1 年，拟使用募集资金 15,566 万元；天然气总输送能力为 3 亿立方米/年，初期输气量为 8,000 万立方米/年。
	应县-张家口输气管道支线工程项目	由中油金鸿安排下属全资子公司负责实施，建设期 3 年，项目报批总投资 130613 万元，拟使用募集资金 78505 万元，其余资金由公司自筹；管道近期输气规模 4.63 亿立方米/年，远期输气规模 7.34 亿立方米/年。
	张家口市宣化区天然气利用工程项目	由中油金鸿安排其持股 80% 的控股子公司宣化燃气负责实施，项目总投资 35587 万元，项目建设期 1 年，拟使用募集资金 28470 万元。
	枣强县天然气利用工程项目	由中油金鸿安排下属全资子公司负责实施，项目报批总投资 5,046 万元，建设期 1 年，拟使用募集资金 5,046 万元；项目建成后年输气量 1,617 万立方米。
	LNG 和 CNG 加气站项目	由中油金鸿安排各拟建加气站所在地的下属子公司负责实施，项目总投资 20,487 万元，项目建设期 1 年，拟使用募集资金 17,319 万元；拟在华南投管管理范围内的衡阳市、湘潭市，华北投管管理范围内的张家口市及宣化区，华东投管管理范围内的衡水市等地建设 9 个 LNG 或 CNG 加气站。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 经公司董事会审议批准，公司向深交所提交了撤销退市风险警示的申请，经深交所审核批准，公司自 2013 年 1 月 14 日起撤销股票交易的退市风险警示，证券简称由 *ST 领先变更为领先科技，日涨跌幅限制由 5% 变为 10%，正式摘帽。
- 公司发布借壳后中油金鸿 2012 年的业绩快报，预计 12 年归属于上市公司股东净利润为 2.703-2.796 亿元，实现基本每股收益为 1.005-1.039 元，基本符合之前承诺业绩水平（承诺 12 年净利润 2.874 亿元，扣除少数股东权益后，我们判断在 2.7 亿左右）。

我们的点评与分析

摘帽彻底消除不确定性，增发凸显成长价值

- 我们认为公司在经历了 2 年多借壳重组的过程中，本次成功摘帽，彻底打消了重组过程中的不确定性，也宣告了经历 2 年多的借壳重组已经完成，公司也正式转型为中油金鸿，风险折价彻底消失，而本次增发也符合我们之前对公司成功转型后将在天然气产业爆发的起点借资本市场之力发展壮大的判断。
- 公司目前主要运营湘横线、聊泰线、泰新线、应张线和冀枣线共 5 条天然气长输管线，并且在湖南、山东、河北、内蒙古、黑龙江、山西等地开展城市燃气业务，拥有衡阳市、张家口市、乌兰浩特市、冀州市、常宁市、新泰市等多个城市的管道燃气特许经营权；**本次增发在公司已有长输管线基础上，继续扩张公司天然气管网覆盖范围并且继续推动和提高公司覆盖范围内天然气覆盖率和利用效率。**
- ◆ **开展长输管线建设，扩张管网覆盖范围：**衡阳-常宁长输管线项目是在公司现有湘衡线基础上，继续扩张公司在衡阳地区的管网覆盖范围，满足常宁市松柏镇居民及水口山有色金属基地工业用户的需求；应县-张家口输气管道项目是在现有应张线基础上，扩张公司在张家口地区的管网覆盖范围，满足张家口辖区部分县市城镇居民及工业用户的需求。
- ◆ **推进城镇管网覆盖率，开拓沿线用气需求：**张家口市宣化区是应张线的重要目标市场，宣化区是张家口市的核心工业区、冶金机械和重化工基地，因此用气需求大而迫切；枣强县燃气利用项目主要是以公司现有的冀枣线基础上，继续提高冀枣线的利用效率。
- ◆ **提前布局 CNG 和 LNG 加气业务：**天然气作为车用燃料在经济性和清洁性方面均具有较大优势，之前由于气源瓶颈导致需求被压制，在目前气源供给充足和国家对于环保要求趋严的大背景下，汽车加气业务具有很大的发展潜力，因此公司在其覆盖的区域内提前布局建设 CNG 和 LNG 加气站，满足下游潜在需求的爆发。

图表2：公司募投项目建设情况和市场需求

募投项目	建设情况和气源	市场需求
衡阳-常宁长输管线项目	天然气总输送能力为3亿立方米/年，初期输气量为8000万立方米/年；本项目天然气气源为川渝盆地的天然气，由忠武线之潜江-湘潭支线输送	满足常宁市松柏镇城镇居民及水口山有色金属基地工业用户的清洁能源需求；目前常宁松柏镇的冶金工矿企业使用的燃料能源主要是重油、发生炉煤气和原煤，能源成本高、环境污染大、能源结构不合理；中油金鸿下属全资子公司衡阳市天然气有限责任公司已与湖南水口山有色金属集团有限公司签署了供气合同。
应县-张家口输气管道支线工程项目	天然气气源来自公司已经建成的应张线管输天然气，管道近期输气规模4.63亿立方米/年，远期输气规模7.34亿立方米/年	本项目的供气目标市场为万全县、尚义县、涿鹿县、怀安县、赤城县、张北县、怀来县、下花园区、南山产业聚集区等地的城镇居民及工业用户；本项目输气管线的覆盖区域目前燃料以煤炭为主，以液化石油气为辅，尚无地区性长输高压管道，对煤炭的过度依赖造成了环境和经济的双重压力，本项目沿线各区县对天然气的需求极为迫切。
张家口市宣化区天然气利用工程项目	以公司已经建成的应张线为气源	张家口市宣化区位于河北省西北部，有雄厚的工业基础，是张家口冶金机械和重化工基地，形成了以钢铁、冶金、机械制造等行业为主体的工业体系；本项目主要的目标市场为张家口市宣化区城市居民、工业用户、CNG汽车及商业、采暖等各类用户，宣化区目前使用的燃气主要为焦炉煤气，按照规划需进行天然气置换，完成宣化城区煤制气市场向天然气市场的转型，通过置换可以使公司迅速提高宣化区的用户数量和收入规模。
枣强县天然气利用工程项目	以公司已经建成的枣冀线为气源，项目建成后年输气量1,617万立方米	本项目目标市场为枣强县城区的居民用户、商业用户、工业用户；“十二五”期间，枣强县将力促皮毛、玻璃钢、机械制造等三大主导产业转型升级；实现皮毛业大提升，加快“中国裘皮名城”建设；实现玻璃钢、机械制造业大转型，玻璃钢加工能力由17万吨提高到30万吨，两大产业纳税突破亿元；目前枣强县城区燃料以液化石油气和煤炭为主。
LNG和CNG加气站项目	拟在华南投管管理范围内的衡阳市、湘潭市，华北投管管理范围内的张家口市及宣化区，华东投管管理范围内的衡水市等地建设9个LNG或CNG加气站	公司目前在衡阳市运营两家CNG加气站，在满负荷运转的情况下仍不能满足市场需要，急需新增CNG加气站；经市场调研，衡水地区天然气公交车、出租车数量较多，目前已建的CNG加气站无法满足巨大的市场需求，车辆排队加气现象严重，公司在衡水市建设CNG加气母站拥有良好的市场前景；张家口市位于京、冀、晋、蒙的交界地，是长途货运的集散地，经市场调研，长途客运和货运汽车对LNG的需求较大，公司在张家口市建设LNG加气站拥有良好的市场基础；张家口市区和宣化区的公交车、出租车等城市公共运输工具对LNG和CNG的需求量较大，迫切需要建设面向城市运营车辆的LNG和CNG加气站。

来源：公司公告，国金证券研究所

- ◆ **募投项目的盈利性：**本次募投项目均为公司在其现有业务基础上，为开拓下游市场进行的产业链横向延伸-横向在公司所在长输管线沿线不断根据下游潜在需求进行管网覆盖范围的扩大；纵向挖掘潜在的用气领域、并进行提前布局，因此我们认为本次增发项目完全符合公司的战略布局，在建设期过后也将具备良好的盈利能力。

图表3：公司本次募投盈利性情况

项目	年均销售收入 (万元)	年均净利润 (万元)	投资回收期 (年)	内部收益率 (%)
衡阳-常宁天然气长输管线工程	5995	2671	9.25	13.80%
应县-张家口输气管道支线工程	26357	10929	10.41	12.26%
张家口市宣化区天然气利用工程	67007	4158	7.92	15.35%
枣强县天然气利用工程	4732	559	9.14	12%
LNG和CNG加气项目	42704	4216	--	--
合计	146795	22533	--	--

来源：公司公告，国金证券研究所

中长期：中油金鸿成长逻辑清晰

- 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：
 - ◆ 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。
 - ◆ 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4：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5：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，目前处于发展的起点

- 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，实际控制股东新能国际投资有限公司，实际控制人陈义和先生，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。

盈利预测和投资建议

- 根据公司之前发布的收购报告书，大股东新能国际承诺在*ST 领先重大资产重组实施完毕的当年度起的三个年度内，置入资产 12-14 年净利润分别为 287.36 百万元、334.61 百万元和 376.43 百万元，并且给予盈利补偿承诺。
 - ◆ 在补偿期内，若置入资产每年的实际净利润小于上述该年预测净利润，则新能国际负责按照本协议的约定向公司进行补偿。
 - ◆ 在补偿期内，若置入资产每年的实际净利润大于或等于上述该年预测净利润，则新能国际无需向公司进行补偿。

- 我们根据定增情况更新了公司的盈利预测，预测中油金鸿 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 1.024 元、1.310 元和 1.905 元（13 和 14 年为增发摊薄后），净利润同比增长 35.28%、62.26% 和 45.37%；考虑到公司是唯一能跨区域扩张的 A 股燃气分销标的，以及未来大股东天然气领域发展支持的预期，给予 30x13PE 和 25x14PE，目标价 39-47 元，建议买入。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-03-02	增持	25.21	33.68 ~ 40.77
2	2012-06-11	买入	19.95	33.68 ~ 40.77
3	2012-11-01	买入	28.20	41.25 ~ 41.25

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net