

环保及公用事业 - 供水供气

把握行业改革机遇、成就区域燃气龙头

—新疆浩源（002700）深度研究报告

2013 年 12 月 14 日

评级： 买入（首次）

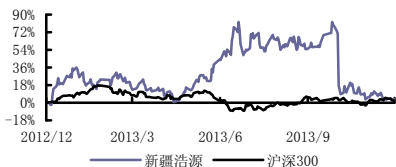
市场数据	2013 年 12 月 13 日
当前价格（元）	35.85
52 周价格区间（元）	33.48-62.80
总市值（百万）	4206.67
流通市值（百万）	1651.28
总股本（百万股）	117.34
流通股（百万股）	46.06
日均成交额（百万）	91.08
近一月换手（%）	78.05%
Beta（2 年）	
第一大股东	周举东
公司网址	http://www.hytrq.com

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	238.27	303	438	590
净利润（百万元）	64.79	101	155	213
每股收益（元）	0.55	0.86	1.32	1.82
净利润增长率%	33.36%	56%	53%	38%
每股净资产（元）	5.01	5.78	7.02	8.67
市盈率	64.93	41.50	27.19	19.74
市净率	7.16	6.21	5.11	4.14
EV/EBITDA	37	32	21	16

资料来源：世纪证券研究所

财务数据	FYB	行业均值
毛利率	51.80%	19.69%
净利率	27.19%	20.00%
净资产收益率	11.03%	8.82%
总资产收益率	9.51%	3.90%
资产负债率	13.79%	50.43%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	32.89	0.00
市净率	4.48	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
新疆浩源	1.96%	7.67%	71.92%
沪深 300	5.18%	-3.31%	7.31%

李云光

执业证书号 S1030512040001

(0755) 83199599-8145

liy@csco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，李云光，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 国内天然气行业维持快速发展。**2002-2012 年，我国天然气消费量增长约 4 倍，但产量增长落后需求增长，导致行业需求缺口在快速增加。2012 年，我国进口天然气 414 亿立方米，约占我国消费总量 1438 亿立方米的 28.8%。《天然气十二五规划》预计到 2015 年，我国城镇天然气用气人口约达到 2.5 亿；国家能源战略规划到 2015 年天然气在一次能源占比从 2011 年的 4.5% 增加到 2015 年的 8.3%。以上政策实施将推动天然气行业维持高景气度。
- 燃气价格改革在提速。**国内外价格倒挂使得燃气生产、进口企业面临很大压力，在需求缺口激增的背景下，将倒逼燃气价格改革提速。2013 年 6 月，发改委要求非居民用气区分存量气和增量气，增量气价格一步调整到与可替代能源保持合理比价水平；存量气分步调整，2015 年调整到位。从煤炭行业改革的经验看，燃气改革将推动气价大幅上涨，行业盈利也将明显改善。
- 新建产能释放推动业绩高增长。**2013 年 10 月，募投项目中部分项目已经通气，计划 2014 年将全部投入使用。公司在继续发展车用、民用气业务的同时，未来将大力拓展商用、工业用气（开发区项目、纺织城项目等），公司与中石油签订了长期供气合同以及自建管道保证气源稳定，项目投产将推动公司业务延续高速增长。
- 盈利预测与投资评级：**随着价格改革深化，天然气行业有望进入市场需求量与产品价格同向上升的黄金发展期。我们预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 3.03 亿元、4.38 亿元、5.90 亿元，EPS 为 0.86 元、1.32 元、1.82 元，对应市盈率分别为 41.5X、27.19X、19.74X。公司估值高于行业平均值，考虑行业景气度提升以及新建产能将在未来两年逐步释放，我们首次给予“买入”评级。
- 风险提示：**设备事故、工业项目拓展低于预期

公司概况

新疆浩源（002700）主营业务为阿克苏地区提供天然气输送、门店燃气销售、以及燃气入户安装工程。公司地处国家“西气东输”主力气田附近，已投资建成从英买力气田到阿克苏市 150 公里的长输管道，并取得了阿克苏地区多个县 30 年的燃气特许经营资格。

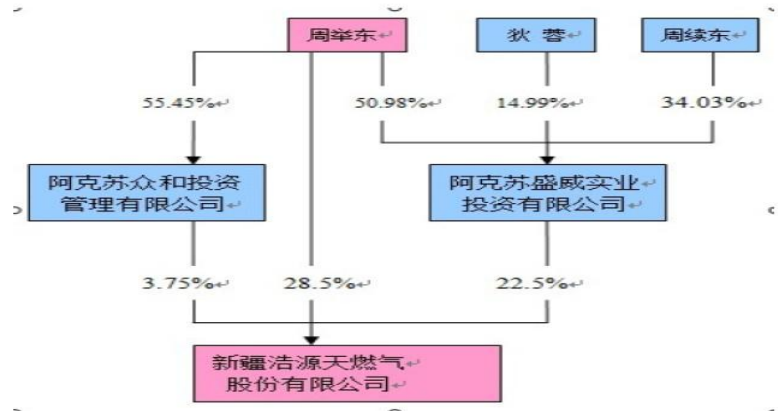
2012 年 9 月 21 日，公司登陆深圳中小板上市交易，募集资金 3.74 亿元，用于阿克苏市天然气综合利用工程二期项目、阿克苏纺织工业城天然气项目、巴楚县天然气项目，全部工程将于 2014 年下半年完工。近期公告称，三个募投项目中部分设施已于 2013 年 10 月份陆续投入使用，也将逐步贡献收益。

公司实际控制人为周举东。周举东直接持有公司 28.5% 的股份，通过盛威实业以及众和投资持有公司 26.25% 的股份。**盛威实业** 股东为周举东及其妻狄蓉、其弟周续东，是公司实际控制人的家族企业。**众和投资** 是公司管理层设立的持股公司，主要股东由公司核心管理层组成：周举东董事长 55.45%，韩小锋职工监事 30%，田永革 7.28%（前总经理已辞职），吐尔洪·艾麦尔董事会秘书 3.64%，索毅总经理 1.82%，沈雪峰审计部长 1.82%。

公司管理层大多具有当地政府工作背景。总经理索毅曾担任阿克苏地区行政公署副秘书长；副总经理兼财务总监周立华曾任阿克苏招商局和财政局局长；副总经理兼董事会秘书吐尔洪·艾麦尔曾任阿克苏市长助理。公司主营业务属于政府特许经营模式，所有业务均需取得当地政府的行政审批许可，管理层多年的政府工作经历有利于公司在阿克苏本地业务的拓展。

目前公司以车用燃气、居民用气分销为主，所处行业是国家天然气利用政策中鼓励优先发展的行业，未来公司在继续拓展车用、民用市场的同时，将把商用和工业（纺织城以及经济开发区等）用气作为新的业务拓展方向。在环保压力不断升级的背景下，天然气作为清洁能源市场需求将集中释放，行业步入快速发展阶段、燃气价格改革预期、公司产能增加是我们看好公司的主要因素。

Figure 1 2013 年 3 季度末公司股权结构

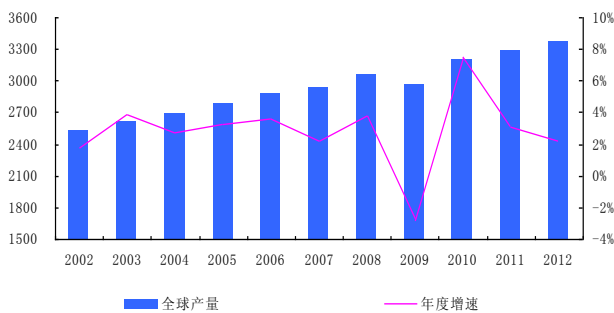


资料来源：公司公告 世纪证券研究所

公司所处行业背景

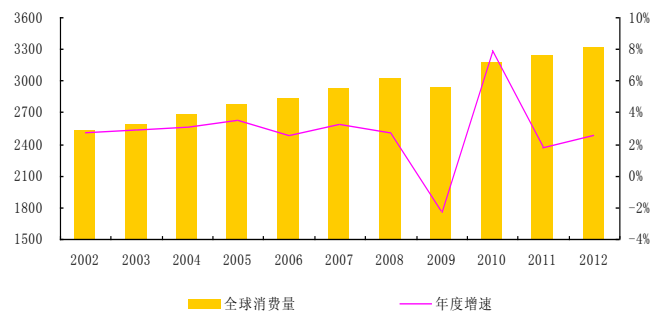
1、**全球天然气总体状况。**根据 BP 公司 2013 年发布的能源报告，2012 年全球能源消费增长 1.8%，低于过去 10 年平均增速 2.6% 的水平。2012 年全球天然气消费增长 2.2%，低于 2.7% 的历史年平均增速，增长较大的国家有美国增长 4.1%，中国增长 9.9%，日本增长 10.3%；与此相反，欧盟消费量下降 2.3%。天然气产量方面，2012 年全球产量增长 1.9%，其中美国依旧保持最大的生产国，产量增长 4.7%。**全球范围内，2012 年天然气占能源消费的 23.9%，比 2011 年提高 0.2 个百分点。**

Figure 2 2002-2012 年全球天然气产量 单位：十亿立方米



资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

Figure 3 2002-2012 年全球天然气消费量 单位：十亿立方米

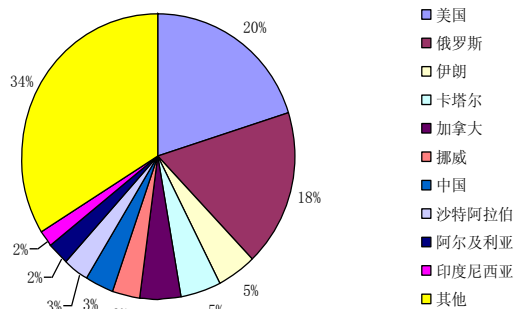


资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

全球天然气供应充足。2002 年全球天然气探明储量为 117.6 万亿立方米，到 2012 年全球探明可采天然气储量为 183.7 万亿立方米，年均增长在 2.8%。2012 年全球产量 3.36 万亿立方米，已探明天然气储量可以满足全球 55.7 年的开采需要。由于世界气田分布原因，产量排名

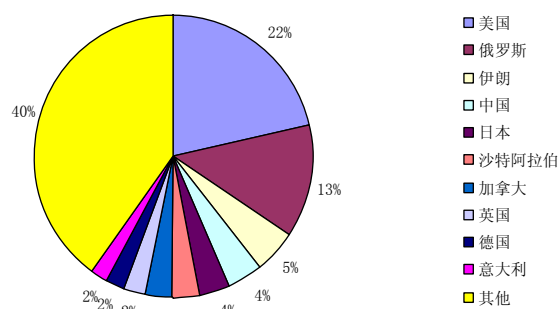
前 10 的国家合计占到全球产量的 66%，而前 10 大消费国天然气消费也占到全球的 60%。2012 年，美国、俄罗斯、伊朗分别位居全球天然气生产和消费国家的前 3 名。全球天然气年消费在 500 亿立方米以上的国家中，沙特阿拉伯、日本、中国位于增速最快的前三位，比 2011 年分别增长 11.1%、10.3%、9.9%；美国是绝对数量增长最多的国家，2012 年新增天然气消费 286 亿立方米，占全球新增总量的 39.7%。

Figure 4 2012 年全球天然气生产排名前 10 国家



资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

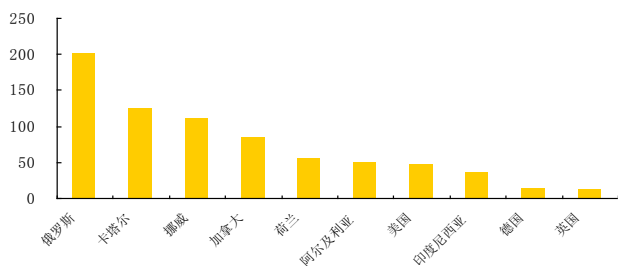
Figure 5 2012 年全球天然气消费排名前 10 国家



资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

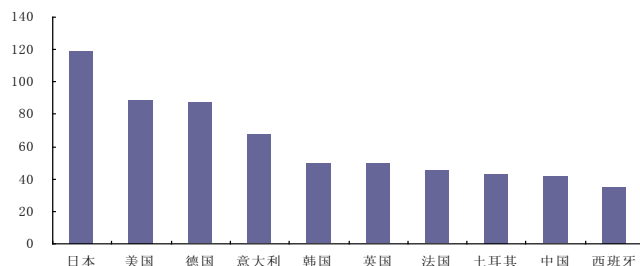
天然气国际贸易集中度较高。2012 年天然气国际贸易量为 10334 亿立方米，贸易方式以长距离管线输送和 LNG 船舶海上运输为主，其中管输贸易量为 7055 亿立方米，占全部贸易量的 68.3%，LNG 运输贸易量为 3279 亿立方米，占比为 31.7%。2012 年，俄罗斯、卡塔尔、挪威位居全球天然气出口国前 3 名，占全球贸易量的 42.26%；日本、美国、德国则位列于进口国前 3 名，合占全球贸易量的 28.49%。2012 年中国进口天然气 414 亿立方米，约占全球贸易量的 4%，位居进口国家第 9 位。

Figure 6 2012 年天然气出口排名前 10 单位：十亿立方米



资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

Figure 7 2012 年天然气进口排名前 10 单位：十亿立方米



资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

2、国内天然气基本情况。虽然我国天然气储量仅占全球储量的 1.7% 左右，但在 2008 年之前，国内天然气产量与消费量基本一致，甚至在 1994-2006 年这段时间成为净出口国。行业供求平衡在 2007 年开始发生根本性转变，天然气需求激增导致进口量快速上升，快速成为天然气

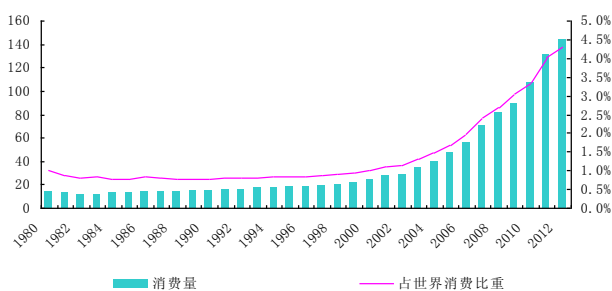
的进口大国，未来几年进口量将继续大幅增长。

行业变化来自环境保护政策推动。经过多年的工业化发展，传统高耗能、高污染行业对大气造成的污染问题越来越严重，环境治理已经成为最严重的社会问题之一。2007 年 6 月国务院成立国家应对气候变化及节能减排工作领导小组，2008 年 3 月环境保护部正式成立，标志着我国环境保护步入法制化轨道。随着制度和监管的逐步完善，大气污染防治也取得了一定的效果，减少污染排放是治理首要途径。

我国是发展中国家的现实，决定了长期面临环境保护与经济矛盾的矛盾，大力发展清洁能源是首要的选择。天然气作为清洁能源在过去几年得到了快速发展，西气东输等全国性的主干输气管网逐步投入使用，带动居民用气以及工业“煤改气”的推广使得天然气需求快速增加。

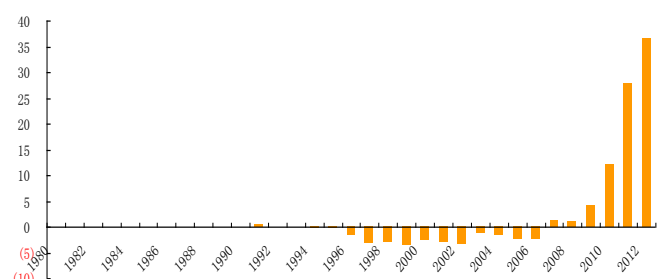
2000 年天然气消费结构中，城市燃气、发电、化工和工业燃料分别占 12%、14%、38%、36%，2010 年分别占 30%、20%、18%、32%，城市燃气和发电比例大幅度提高。2010 年用气人口为 1.88 亿人，占总人口的 14%，天然气在一次能源消费结构中的比重从 2.2% 上升至 4.4%。《天然气十二五规划》预计到 2015 年，我国城市和县城天然气用气人口数量约达到 2.5 亿，约占总人口的 18%。

Figure 8 1980-2012 我国天然气消费量 单位：十亿立方米



资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

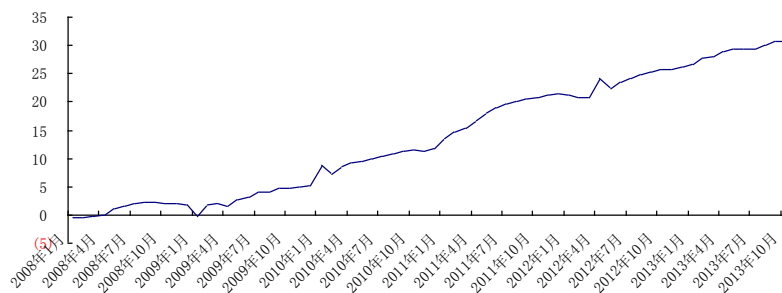
Figure 9 1980-2012 我国天然气需求缺口 单位：十亿立方米



资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

我国天然气对外依存度不断上升。2012 年末我国探明天然气可采储量为 3.1 万亿立方米，仅占全球储量的 1.7%，与我国人口众多的国情相比，属于典型的少气国家。在环保压力下，近几年天然气需求快速上升，而国内生产量未能同步提升，导致天然气需求缺口不断增大。2012 年，我国进口天然气 414 亿立方米，约占我国消费总量 1438 亿立方米的 28.8%。随着国内“煤改气”工程持续推进，未来几年天然气对外依存度将会进一步上升，《天然气十二五规划》预计，到 2015 年我国天然气对外依存度将超过 35%。

Figure 10 2008-2013年我国天然气对外依存度(%)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

国内天然气管网建设将会加速。管线输送具有供气稳定以及低成本等优势,全球范围看,天然气主要的贸易方式为管线输送,约占总贸易量的70%左右。2012年,我国进口天然气414亿立方米,其中管线输送214亿立方米,LNG船舶运输200亿立方米,管道输气量占进口数量的51.7%,远低于世界平均水平。

《天然气十二五规划》提出,“十二五”期间,新建天然气管道(含支线)4.4万公里,新增干线管输能力约1500亿立方米/年;新增储气库工作气量约220亿立方米,约占2015年天然气消费总量的9%。到“十二五”末,初步形成国内以**西气东输、川气东送、陕京线和沿海主干道**为大动脉,外部以进口战略大通道(东北中俄原油管道、中亚天然气管道、西北中哈油气管道、西南中缅油气管道、海上进口通道)为主的全国主干管网。

Figure 11 我国西气东输线路规划图



资料来源: 互联网 世纪证券研究所

Figure 12 川气东送线路规划图



资料来源: 互联网 世纪证券研究所

3、国内天然气利用政策。随着近几年国内天然气消费快速增长,“气荒”现象频频出现,为了在资源有限的情况下提高天然气使用效率,

政府对天然气使用进行统一管理。2012 年 10 月国家发布《天然气利用政策》，根据不同用气特点，天然气用户分为**城市燃气、工业燃料、天然气发电、天然气化工和其他用户**，并明确提出**天然气利用顺序**，分为**优先类、允许类、限制类和禁止类**。

Figure 13 国家天然气使用行业顺序

优先类	城市燃气	城镇居民及公共设施（炊事、集中供热、汽车、空调等） 天然气分布式能源、热电联产项目
	工业燃料	建材、机电、轻纺、石化、冶金、制氢等工业领域中可中断的用户
允许类	城市燃气	城市分户式采暖
	工业燃料	建材、机电、轻纺、石化、冶金等工业以天然气代油、石油气、煤项目 城镇（尤其是特大、大型城市）中心城区的工业锅炉燃料天然气置换项目 天然气发电项目
限制类	天然气化工	新建氮肥项目、合成氨项目
禁止类	天然气发电	陕、蒙、晋、皖等十三个大型煤炭基地所在地区燃气发电项目
	天然气化工	新建或扩建以天然气为原料生产甲醇及甲醇类产品

资料来源：国家发改委 世纪证券研究所

天然气价格市场化改革在提速。一直以来，我国对天然气定价基本采用**成本加成**的机制，天然气出厂价以及管输价格由国家发改委制定，城市门站零售价格由当地物价局制定。2005 年国家发改委确定了天然气出厂价的形成机制，将用户分为**化肥、工业大户和城市燃气**三大类，并根据不同气源形成阶梯价格。

2010 年 5 月，发改委扩大价格浮动幅度，国产陆上天然气一、二档气价并轨后，将出厂基准价格允许浮动的幅度统一改为上浮 10%，下浮不限，供需双方可以在不超过出厂基准价格 10%的前提下，可以自主协商确定具体价格。

2011 年 12 月，国家在广东、广西两省进行燃气价格改革试点，统一制定门站最高限价政策。**天然气价格改革的最终目标是放开天然气出厂价格，由市场竞争形成，建立天然气与可替代能源价格挂钩调整的机制，并根据可替代能源价格变化进行动态调整。**

2013 年 6 月 28 日，发改委下发关于调整天然气价格的通知。**要求区分存量气和增量气**，增量气价格一步调整到与燃料油、液化石油气（权

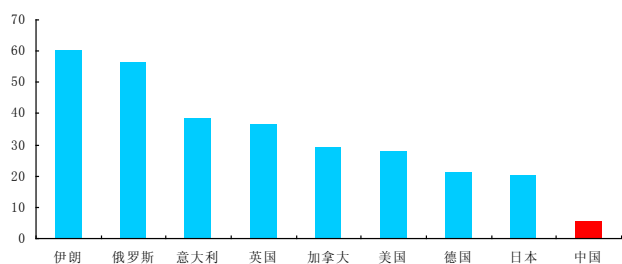
重分别为 60%和 40%) 等可替代能源保持合理比价的水平; **存量气价格分步调整, 力争“十二五”末调整到位**, 本次调整化肥用气实际提价幅度最高不超过每千立方米 250 元; 其他用户实际提价幅度最高不超过每千立方米 400 元, 居民用气暂不作调整。以北京为例, 2013 年存量气每千立方米含税价格为 2260 元、增量气每千立方米含税价格调整为 3140 元, 增长幅度为 38.9%。

燃气价格改革将提升企业盈利能力。天然气涉及老百姓日常生活, 因此国家长期实行价格管制来保证社会利益, 但是在燃气需求激增的情况下, 价格改革压力更加突出, 加上国内外燃气价格倒挂的情况, 天然气生产和进口企业盈利压力较大, 不利于天然气行业的健康发展。以中石油为例, 2012 年天然气与管道业务营业收入为 1991 亿元, 而毛利率仅为 0.01%, 实际亏损巨大, 基本属于“公益”行为。

通过近几年的改革进展看, 燃气价格改革的方向和目标已经明确, 改革步伐也在加快, 计划在“十二五”末实现存量气和增量气价格并轨, 从而形成市场化的天然气价格形成机制。面对国内需求增加, 天然气供不应求的基本状况将会持续, **我们认为市场化改革将推动国内燃气价格大幅度上涨, 终端气价上涨将使燃气行业盈利大幅提升。**

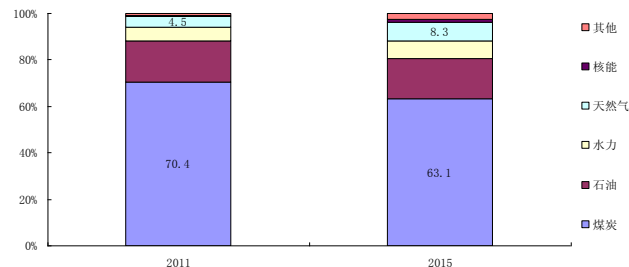
4、天然气在能源消费的比重将持续提升。根据 2012 年 BP 全球能源统计, 2011 年我国天然气占能源消费比重为 4.5%, 远低于世界平均占比 23.7%的水平。虽然我国天然气储量占世界比重很小, 但随着我国跨境油气管道以及沿海储气罐的建设, 未来进口天然气将成为重要补充。我国能源“十二五”规划提出, 要继续降低煤炭在一次能源结构中的比重, 大力发展天然气能清洁能源, 计划在 2015 年天然气占能源消费比重提高到 8.3%。

Figure 14 2011 年全球主要国家天然气占能源消费比重 (%)



资料来源: BP2012 能源报告 世纪证券研究所

Figure 15 2011-2015 年我国天然气占能源消费比重 (%)

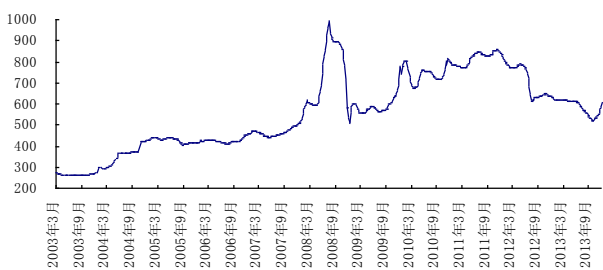


资料来源: 国务院 世纪证券研究所

从煤炭“黄金十年”看天然气行业的发展

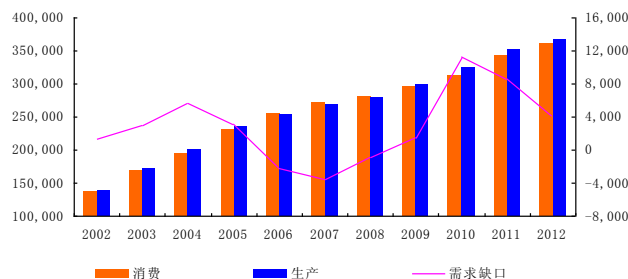
1、供给紧张是煤炭价格上涨的主要原因。2003-2012年是我国煤炭行业发展的黄金十年，同期煤炭平均价格上涨2.7倍。煤炭价格的大幅上涨发生在2004年初，主要原因是煤炭需求缺口从2004年开始不断增加，特别是2006-2008年，煤炭需求缺口达到了最大值，而这段时间也是煤炭价格集中上涨的阶段，行业盈利大幅上涨，“煤老板”成为暴发户的代名词。煤炭需求量的增加主要来自发电量以及集中供热、钢铁行业耗煤增加的影响。

Figure 16 2003-2013 山西优混 5500 秦皇岛价 单位：元/吨



资料来源：WIND 世纪证券研究所

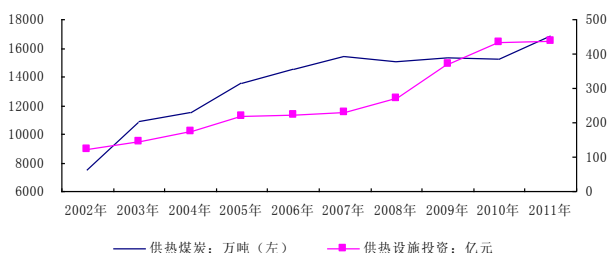
Figure 17 2000-2012 年我国原煤产量 单位：亿吨



资料来源：WIND 世纪证券研究所

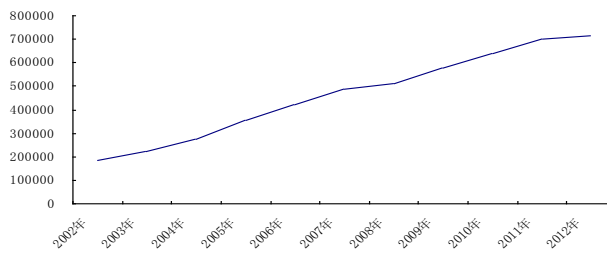
发电量增加是煤炭行业维持紧平衡的基础。过去十年，我国发电量增加了近2倍，其中80%左右来自燃煤发电，剔除2009年的金融危机影响，发电量年均增速维持在13%-15%之间，发电对煤炭的需求并未出现爆发性增长，但电煤消耗是维持行业供求紧平衡的基础。过去十年电煤价格主要采用“计划煤”标准，因此电煤需求对煤炭价格的影响有限。**非电力行业需求增长是导致煤炭价格上涨的主要原因。**过去十年，城市集中供热以及钢铁产量得到了快速发展，对煤炭的消耗增长较大，在电煤需求量导致行业供求紧平衡的情况下，集中供热以及钢铁带来的增量需求打破了行业的平衡，边际需求量对价格的影响逐步增加，加上非电力行业的用煤采用完全的市场化定价，成为价格大幅上涨的重要推手。

Figure 18 2002-2011 年我国集中供热煤耗 单位：万吨



请参阅文后免责条款

Figure 19 2000-2011 年我国粗钢产量 单位：万吨



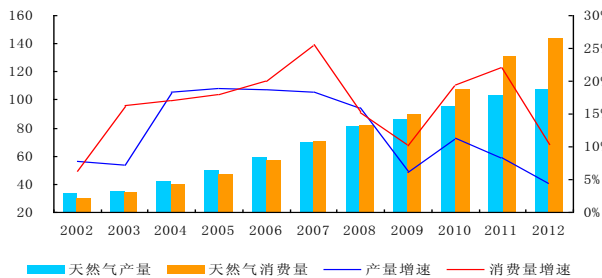
资料来源: WIND 世纪证券研究所

资料来源: WIND 世纪证券研究所

通过以上分析,可以看出需求缺口出现是煤炭价格上涨的主要原因,当然劳动力成本以及为提高煤炭安全生产水平而投入巨额技改资金(我国煤炭开采百万吨死亡率由2002年的4.94降到2011年的0.56)也是推动价格上涨的原因之一。

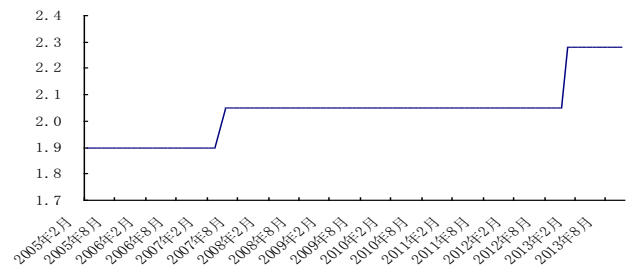
国内天然气需求也将进入集中释放时期。2002-2012年,我国天然气消费量增长约4倍,由于产量增长落后需求增长,行业需求缺口在快速增长,如果在有竞争机制的情况下,价格上涨将是必然的结果。但是目前政府对燃气价格实行管制,过去十年燃气价格仅有小幅上涨。以北京为例,居民用气价格2005年每立方米为1.90元,2013年11月价格为2.28元,累计上涨幅度仅为20%,远落后同期CPI的涨幅。

Figure 20 2002-2012年我国天然气产量 单位:十亿立方米



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 21 2005-2013年北京居民用气价格 单位:元/立方米



资料来源: WIND 世纪证券研究所

2、煤炭与天然气行业改革进程对比。煤炭和天然气作为同类型的自然资源,对经济和社会生活产生重要影响,国家对资源价格的改革也经历着相同的过程。

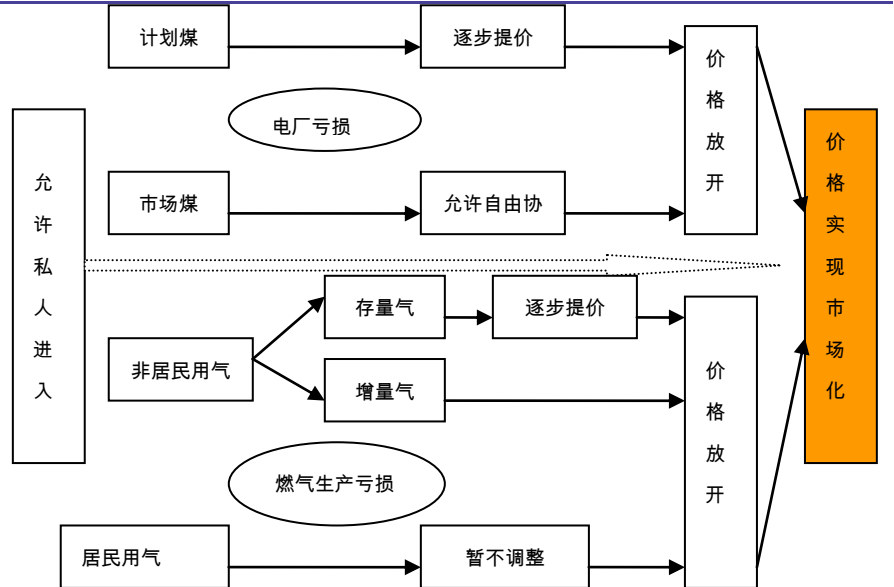
行业管制:煤炭行业也经历从政府管制到允许私人承包,逐步形成目前多元化的市场主体,政府只对企业资格以及安全生产进行监管,企业拥有自主的经营行为,这是价格市场化的基础。对比天然气行业来看,政府在逐步允许民营企业进入天然气行业,2010年《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》中明确提出,鼓励民间资本参与石油天然气建设,支持民间资本进入油气勘探开发领域,支持民间资本参股建设原油、天然气、成品油的储运和管道输送设施及网络。

价格改革:煤炭作为主要能源之一,在我国也经历了价格管制到市场化的过程,1993年国家开始市场化改革,形成“计划煤”和“合同煤”双轨价格,2009年发改委正式退出电煤价格谈判,企业可以完全实现自

主协商，长达 16 年的价格管制宣告退出，煤炭价格实现完全市场化。
对比天然气行业看，2005 年发改委制定了天然气出厂价形成机制并进行逐年调整，2011 年开始在广东、广西进行试点，2013 年新增非居民用存量气和增量气的两种价格，增量气一次性调整到位，存量气分步调整，发改委最新表态将在“十二五”末实现价格的并轨。

市场化改革观点：市场化改革的前提是形成多元化的参与主体，目前政府已经逐步放开民营经济进入天然气行业，行业垄断格局被打破后，价格市场化也将水到渠成。通过对比煤炭行业黄金十年的发展，我们认为天然气行业的改革也将呈现同样的轨迹。**作为未来大力发展的清洁能源，市场需求会保持高速增长，且国内需求缺口会持续较长时间，只要引入竞争机制，从供求看价格上涨是确定的事情。**

Figure 22 我国煤炭和天然气改革路径比较



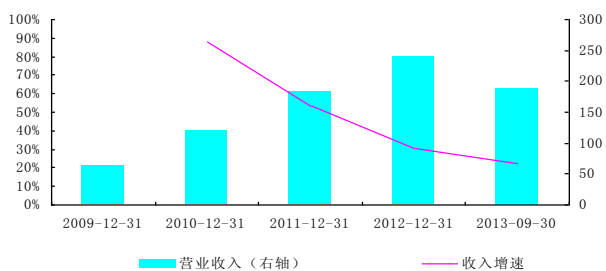
资料来源：世纪证券研究所

公司主营业务分析

1、燃气分销是公司的主要业务。2013 年 1-3 季度，公司完成收入 1.89 亿元，同比增长 22.48%，累计实现净利润 5728 万元，同比增长 29.34%。随着公司募投项目的逐步投产，天然气终端销售业务占比稳步上升，而安装工程业务占比将会有所下降，公司业务结构将更加合理。2013 年上半年，公司车用气完成收入 6480 万，同比增长 13.88%；民用气完成收入 3868 万元，同比增长 26.53%；安装工程收入 2400 万元，同比增长 65.64%。10 月份，公司募投项目部分工程投产，也将逐步为公

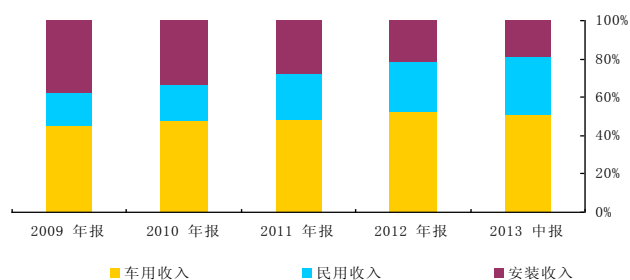
司贡献收益。

Figure 23 2009-2013 年公司收入



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

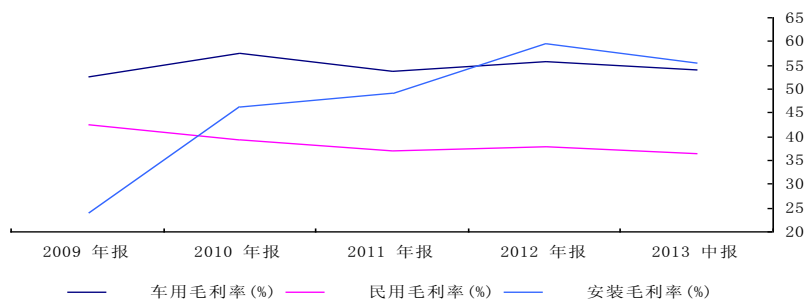
Figure 24 2009-2013 年公司业务构成



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

公司毛利率有望逐步回升。虽然我国对燃气价格实行政府定价，特别是民用气的价格更是受到严格控制，公司业务以终端销售为主，车用气和民用气收入占比在80%左右，在人力成本、房租等上涨的影响下，过去几年公司民用气毛利率呈现缓慢下降趋势；但是随着天然气价格改革的推进，国内燃气价格将会明显上涨，燃气行业毛利率有望持续回升。

Figure 25 2009-2013 年公司主营业务毛利率变化



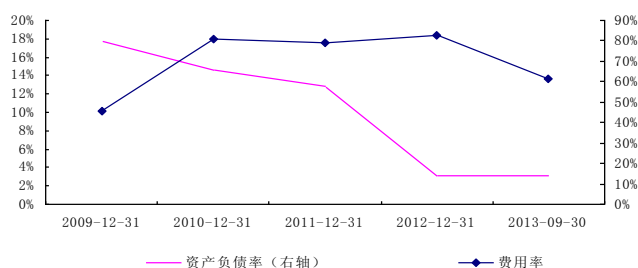
资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2013年6月，发改委决定提高非民用天然气价格。增量气价格一步调整到与燃料油、液化石油气（权重分别为60%和40%）等可替代能源保持合理比价的水平；存量气逐步调整，争取在“十二五”末完成。新疆地区而言，2013年门站存量气价格继续执行1410元/立方米的价格，而对于增量气将实行2290元/立方米的价格，上涨幅度为62.4%。我们认为，存量气价格调整是未来两年内主要的工作，在此基础上，民用气价格也将逐步进行并轨调整。从行业的改革方向看，公司未来几年毛利率将维持上升趋势。

2、公司经营效率逐步提升。2012年公司IPO募集资金3.74亿元，对已投入资金进行置换并补充流动营运资金，公司负债率以及财务费用均出现较大下降，大大降低了公司的经营成本，导致公司营业利润率有

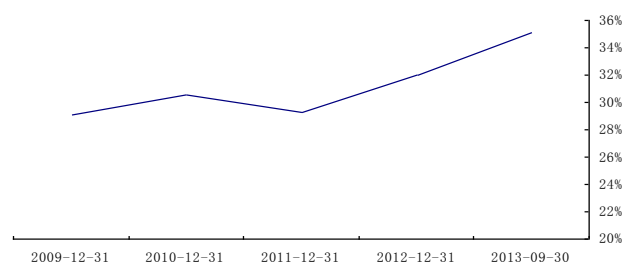
明显提升。2013年1-9月份，公司费用率下降了4.74个百分点，主要原因是管理费用增加放缓（2012年有较大的上市费用等）以及2013年财务费用的大幅下降所致。虽然成本上升导致主营业务毛利率有缓慢下降的趋势，但公司费用率下降对盈利的贡献更加明显，主营业务综合利润率呈现明显回升。

Figure 26 2009-2013年公司期间费用率及资产负债率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 27 2009-2013年公司营业利润率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、募投项目投产促进公司业务重回高增长。2012年，公司募集资金3.74亿元，用于三个项目的建设，预计将在2014年全部投入使用，公司业务有望继续保持较高增长。2013年11月，公司公告募投项目中：阿克苏市二期工程项目扩建的合建站于2013年11月15日正式通气运行，已有1.1万民用户陆续通气。阿克苏纺织工业城项目直供工业城天然气集中供热大户，于2013年10月25日正式供气。巴楚县项目民用户安装竣工2000户，部分民用户和加气站于2013年11月19日正式通气运行。以上项目的逐步投运，将推动公司业务在未来两年快速增长。

Figure 28 公司募投项目情况及效益预测

募投项目	区域	年供气量 (万立方米)					合计	项目效益 (万元)	
		民用	商用	车用	采暖	工业用户		达产收入	净利润
阿克苏市二期项目	市区	1621	243	4325	3487		9676	16000	3670
	开发区	109	16	535	210	102000	102870		
纺织城天然气项目	纺织城	457	69	1942	271		2739	7285	1600
巴楚县然气项目	巴楚县	409	141	2292	576		3418	5190	860
合计		2596	469	9094	4544	102000	118703	28475	6130

资料来源：公司招股说明书 世纪证券研究所

盈利预测与投资评级

核心假设: 1、募投项目在 2014 年全部投产, 假定 2014-2015 年利用率分别为 30%、50%。招股说明书中披露, 公司在阿克苏经济开发区计划年输气 10 亿立方米, 是公司未来拓展的主要方向, 由于开发区企业入驻进度难以估计, 暂不考虑对公司的业绩影响。

2、发改委提出要在 2015 年前完成非居民价格存量部分的价格调整工作, 从目前新疆的实际情况看, 存量气和增量气之间的价格差在 880 元, 如果分两年完成调整, 每年平均上调幅度在 440 元左右, 由于政府燃气改革难以预计, 我们暂不考虑提价对公司业绩的影响。

3、根据 BP 的数据, 中国大陆天然气过去 3 年消费量增速平均为 17.24%, 由于国内环境压力对天然气需求量的提升, 我们假定未来两年行业增速在 15%左右, 考虑公司募投项目逐步投产, 预计公司天然气收入增长维持在 30%左右。

收入预测: 根据以上假设, 我们预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 3.03 亿元、4.38 亿元、5.90 亿元, 同比增长 27.11%、44.73%、34.67%。

Figure 29 2013-2015 年公司收入预测

单位: 百万元

	2015E	2014E	2013E	2012	2011	2010
车用及工业天然气						
收入	401.40	267.60	167.25	123.89	87.82	56.37
成本	160.56	107.04	75.26	54.95	40.71	23.99
毛利率(%)	60%	60%	55%	55.65%	53.64%	57.43%
民用天然气						
收入	108.83	90.69	75.58	62.98	43.40	22.44
成本	70.74	58.50	48.37	39.15	27.32	13.60
毛利率(%)	35%	35.50%	36%	37.84%	37.06%	39.38%
入户安装						
收入	80	80	60	51.37	50.73	40.03
成本	36	36	27	20.74	25.83	21.54
毛利率(%)	55%	55%	55%	59.63%	49.07%	46.18%
收入合计	590.23	438.29	302.83	238.24	181.95	118.84
同比增长	34.67%	44.73%	27.11%	30.94%	53.11%	88.72%
成本合计	267.30	201.54	150.63	114.84	93.86	59.13
毛利率	54.71%	54.02%	50.26%	51.80%	48.41%	50.24%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

盈利预测：假定公司期间费用率保持目前 14% 的水平，预计 2013-2015 年每股收益为 0.86 元、1.32 元、1.82 元，对应 2013 年 12 月 13 日收盘价 35.85 元，市盈率分别为 41.5X、27.19X、19.74X。

Figure 30 2013-2015 年公司盈利预测表

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	
营业收入	238	303	438	590	
收入同比 (%)	31%	27%	45%	35%	
归属母公司净利润	65	101	155	213	
净利润同比 (%)	33%	56%	53%	38%	
毛利率 (%)	51.8%	50.3%	54.0%	54.7%	
ROE (%)	11.0%	15.0%	18.8%	20.9%	
每股收益 (元)	0.55	0.86	1.32	1.82	
P/E	64.93	41.50	27.19	19.74	
P/B	7.16	6.21	5.11	4.14	
EV/EBITDA	37	32	21	16	

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

香港市场主要天然气公司估值水平。国内天然气市场快速发展，也得到了资本市场的大力支持，目前多数业务在内地的燃气公司在香港交易所挂牌，从香港成熟市场的数据看，燃气行业平均市盈率在 25 倍左右（相关公司 2013 年盈利预测来自 WIND 一致性预期数据）。

Figure 31 2012 年香港上市燃气公司经营指标

公司名称	交易代码	销量 (亿立方米)	2012 年收入 (亿港元)	同比增长 (%)	2012 净利润 (亿港元)	毛利率	用户数 (万户)	市值 (亿港元)	市盈率
中油燃气	hk.0603	19.3	48.89	11	7.34	22.54%	52.34	69.01	18.6
中裕燃气	hk.3633	8.41	27.54	53.5	2.26	23.57%	67	50.98	21
中华煤气	hk.0003	173	249.23	11	77.28	24.49%	1580	1713	23.7
天伦燃气	hk.1600	1.55	8.95	53.91	1.69	35.08%	46	59.69	31.9
华润燃气	hk.1193	93	196	45	16.51	30.70%	1403	557	28.27
中国燃气	hk.0386	58	213	12.2	20.41	20.54%	720	536	23.93
行业平均									24.56

资料来源：相关公司 2012 年报 WIND 世纪证券研究所

投资要点及评级：我们认为国内燃气行业进入快速发展阶段，需求缺口增加使得进口天然气成为必要补充，而国内外燃气价格存在倒挂现象，倒逼燃气价格改革提速，价格上涨将提升行业盈利能力。对比煤炭行业的黄金十年看，随着燃气市场垄断被打破，天然气行业有望进入市

场需求量与产品价格同向上升的黄金发展期。

对公司而言，最大的优势在于地处我国天然气的主产区，与中石油签订了长期的供气合同保证气源稳定；短期劣势是公司目前主要业务区在南疆地区，整体经济发展较为落后，客户拓展有所限制，但随着政府援疆工作的支持，整体经济发展潜力仍较大，作为南疆地区经济总量最大的阿克苏地区有望获得新的发展机遇，也为公司拓展工业用户提供基础。考虑行业景气度提升以及新建产能在未来两年逐步释放，我们首次给予“买入”评级。

风险提示

1、事故以及政策风险。公司从事燃气输送以及销售业务，虽然公司对管网设施有专门的检修团队，但偶发因素仍可能导致输气中断、泄露、爆炸等，如有发生将对公司正常经营产生重要影响。公司车用气目前业务占比较高，政府对车用气的价格调整将会影响燃气车使用的经济性，有可能影响车用气的拓展。

2、业务拓展低于预期。公司地处南疆，整体经济发展水平较为落后，虽然公司目前业务在经济总量第一的阿克苏地区，且公司未来重点在于工业客户的拓展，当地开发区企业入驻情况可能会低于公司预期，从而影响公司未来业务发展。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSC0 nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSC0 and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSC0 or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSC0.