

领先科技 (000669.SZ)

燃气水务行业

评级: 买入 维持评级

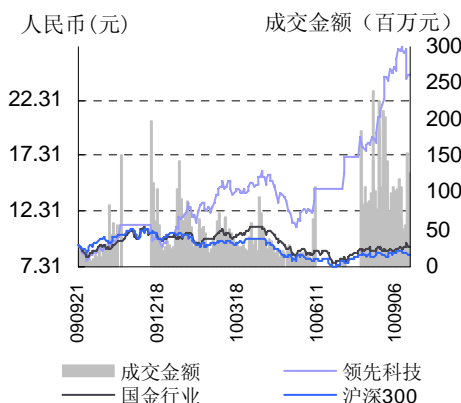
公司研究

 市价(人民币): 24.62元
 目标(人民币): 35.03-43.29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)	2,277.47
年内股价最高最低(元)	27.10/7.90
沪深300指数	2861.37
深证成指	11208.25



相关报告

- 1.《燃气龙头价值逐步显现》，2010.9.9
- 2.《燃气行业点评：新人新价值，尚未被认识》2010.8.22

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

燃气龙头，雏形初现

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.472	0.643	0.664	1.115	1.538
每股净资产(元)	2.73	4.16	3.78	4.90	6.44
每股经营性现金流(元)	0.54	1.06	0.44	0.85	1.70
市盈率(倍)	8.81	15.53	37.10	22.08	16.01
行业优化市盈率(倍)	31.30	58.51	58.51	58.51	58.51
净利润增长率(%)	935.04%	36.26%	3.14%	68.00%	37.92%
净资产收益率(%)	17.33%	15.46%	17.54%	22.76%	23.89%
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

- **中油金鸿运营模式独特且唯一:** 公司通过支干线长输管道项目带动城市燃气管网建设、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, 打造区域板块干网; 这种运营模式是A股燃气公司中唯一的。
- **成长性好、扩张空间大:** 中下游一体化的运营模式, 可充分发挥产业链优势, 实现稳步扩张; 公司目前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; 而即使不考虑新的收购, 20余在建城市燃气项目也能充分保障未来3-5年的供气量增长。
- **盈利能力强且可持续:** 无论纵向或横向比较, 公司盈利能力远高于同业, 而确定的新增管网能够保障高毛利的工程安装收入得以维持, 继而维持目前的毛利与ROE水平。
- **天然气化从进口LNG向管道气转变中的最佳投资对象:**
 - ◆ 随着诸条西气东输主干管网投产, 中国天然气化过程正处于从之前十年年依赖进口LNG为主向以主干长输管道气为主的转变过程中。
 - ◆ 中油金鸿背靠一级主干网来积极收购、建设二级长输管网, 进而以此向下游扩张, 打造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; 是这一天然气化进程中最佳投资对象。

盈利预测、估值和投资建议

- 我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.664元、1.115元和1.538元, 同比分别增长3.14%、68.00%和37.92%。
- 鉴于公司良好的成长性和盈利能力, 理应享受行业平均水平10%的溢价; 按10%的估值溢价, 给予领先科技31x11PE和28x12PE, 目标价35.03-43.29元; 建议买入。

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部分基于9月9日公告, 若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。

内容目录

中油金鸿借壳领先科技，A 股燃气添新军	4
借壳方案概述	4
中油金鸿历史背景、盈利模式与业务概述	4
燃气龙头：A 股唯一具备强盈利性&高扩张性的燃气企业	6
盈利能力强	6
成长空间大	8
中下游打通是强盈利和高扩张的依托	9
万事俱备，又乘东风	11
中国天然气化进程正处于进口液化气向国产管道气转换的阶段	11
这一历史进程给国内燃气企业留下足够大的市场容量	13
公司发展已万事俱备	15
公司发展又逢行业东风	16
分析总结：对比新奥，中油金鸿具备类似的发展机遇和竞争优势 ...	18
新奥燃气业务概述	18
围绕气源打造“码头+下游”一体化区域板块干网是新奥持续成长的关键 ..	19
中油金鸿面临与新奥燃气当初类似的发展机遇和竞争优势	21
盈利预测和估值	21
盈利预测假设和结果	21
估值与投资建议	22
风险	23
附录一：中油金鸿下属子公司概况	24
附录二：盈利预测假设	24
附录：三张报表预测摘要	29

图表目录

图表 1：资产置换前领先科技股东结构	4
图表 2：若借壳成功后领先科技股东结构	4
图表 3：中油金鸿目前的股东结构	5
图表 4：中油金鸿和子公司产权控制关系	5
图表 5：中油金鸿盈利模式	6
图表 6：2010 年 1-6 月主营收入明细（分产品）	6
图表 7：2010 年 1-6 月主营收入明细（分地区）	6
图表 8：2007-2009 年营业收入和净利润情况	7
图表 9：2007-2009 年毛利与毛利率情况 X	7
图表 10：国内上市燃气公司毛利率比较	7

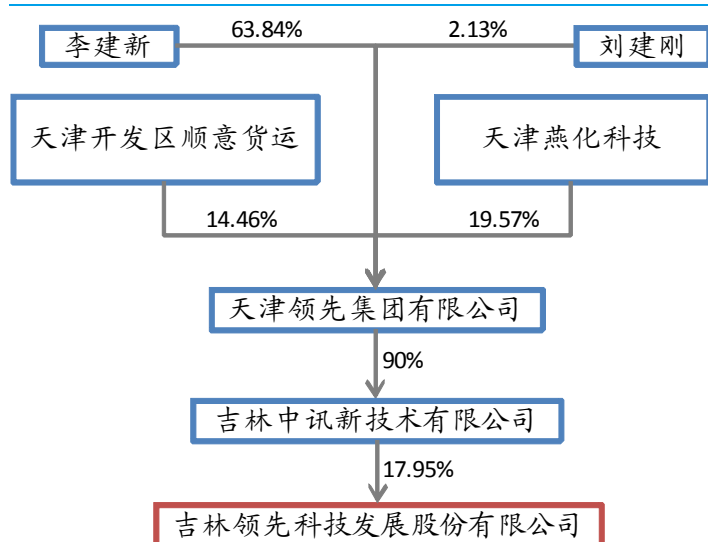
图表 11: 国内上市燃气公司销售净利率比较.....	7
图表 12: 衡阳天然气是中油金鸿收入利润支柱.....	8
图表 13: 衡阳天然气盈利能力强, 销售净利率高.....	8
图表 14: 中国天然气管网建设情况.....	8
图表 15: 天然气较煤炭石油环保性更为卓著.....	8
图表 16: 刚成立及筹建子公司是未来利润来源.....	9
图表 17: 中油金鸿产业链结构.....	10
图表 18: 中油金鸿产业链布局.....	11
图表 19: 中国天然气的生产和消费量有增无减.....	11
图表 20: 提高天然气占能源消费比重带来巨大成长空间.....	11
图表 21: 我国天然气工业的发展阶段, 我国正处于快速发展期.....	12
图表 22: 我国国内目前主要的输气管道.....	12
图表 23: 我国目前引进国外管道气情况.....	13
图表 24: 我国未来天然气消费需求预测.....	14
图表 25: 保守假设与乐观假设下, 中国天然气 2010-2020 年供需缺口巨大.....	14
图表 26: 中国未来管输天然气供给能力分析.....	15
图表 27: 公司区域扩展思路 (以中心城市为基地).....	15
图表 28: 公司重点开发区域.....	15
图表 29: 我国近期天然气价改措施.....	16
图表 30: 公司下属子公司非居民气价上调幅度.....	17
图表 31: 2009 年新奥燃气各产品收入占比.....	18
图表 32: 2009 年新奥燃气各产品毛利占比.....	18
图表 33: 新奥燃气业务地理范围.....	19
图表 34: 新奥燃气居民用户和销量增长.....	19
图表 35: 新奥燃气工商业用户和销量增长.....	19
图表 36: 新奥燃气各城市供气资产成立时间概述.....	20
图表 37: 新奥燃气上市至今股价表现.....	21
图表 38: 新奥燃气上市至今与恒生中国企业指数比较.....	21
图表 39: 估值表.....	22
图表 40: 中油金鸿子公司概述.....	24
图表 41: 分子公司收入预测一.....	25
图表 42: 分子公司预测二.....	26
图表 43: 分子公司收入预测三.....	27
图表 44: 分子公司收入预测四.....	28

中油金鸿借壳领先科技，A 股燃气添新军

借壳方案概述

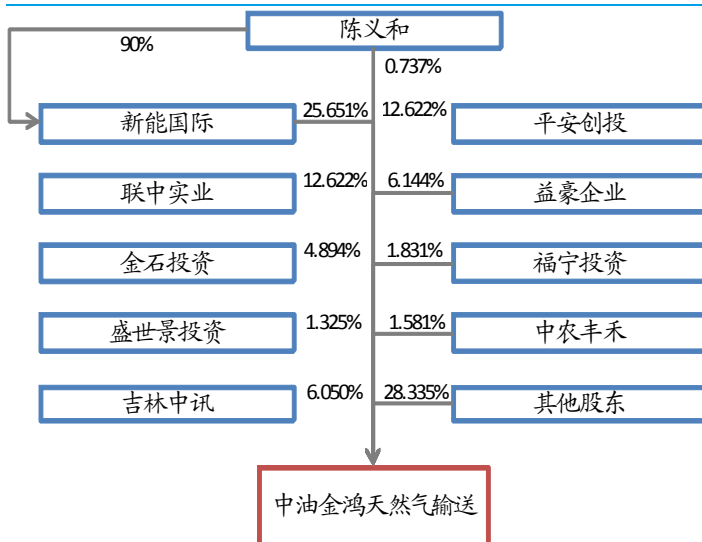
- 2010 年 9 月 9 日，领先科技公布中油金鸿天然气输送有限公司借壳上市的详细预案、独立财务顾问报告和独立资产评估报告，若此次借壳获股东大会、商务部和证监会核准通过，则借壳领先科技的中油金鸿将成为燃气上市公司的龙头。
- ◆ 领先科技以截止 2010 年 6 月 30 日经审计及评估确认的除未偿付的“股转债”债券余额及等额货币现金之外的全部资产及负债作为置出资产，中油金鸿全体股东以其合计持有的截止 2010 年 6 月 30 日经审计及评估确认的中油金鸿 100% 股权作为置入资产，两者进行置换；置入资产价值高于置出资产价值的差额由领先科技向中油金鸿全体股东非公开发行股份认购。
- ◆ 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 万元；按摊薄后股本计算 EPS 分别为 0.6907 元、0.8976 元和 1.0964 元。

图表1：资产置换前领先科技股东结构



来源：公司公告 国金证券研究所

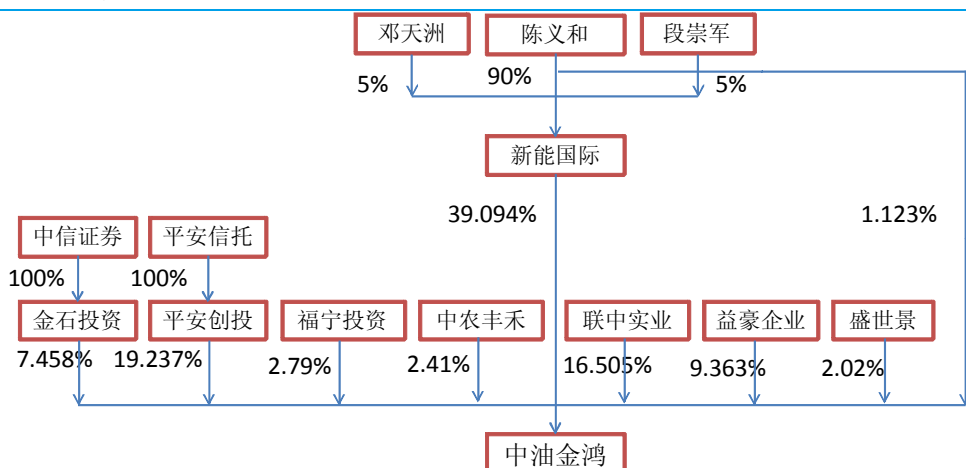
图表2：若借壳成功后领先科技股东结构



中油金鸿历史背景、盈利模式与业务概述

- 中油金鸿天然气输送有限公司的股东有 9 家，包括新能国际投资有限公司、深圳市平安创新资本投资有限公司、联中实业有限公司、益豪企业有限公司、金石投资有限公司、上海福宁投资管理有限公司、北京中农丰禾种子有限公司、北京盛世景投资管理有限公司和自然人陈义和；除新能国际和陈义和外，其余股东均为财务投资者，实际控制人为陈义和。

图表3: 中油金鸿目前的股东结构



来源: 公司公告 国金证券研究所

- 中油金鸿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。

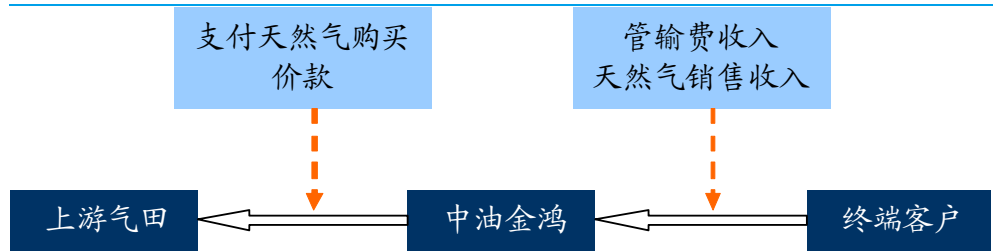
图表4: 中油金鸿和子公司产权控制关系



来源: 公司公告 国金证券研究所

- 公司主营业务为天然气长输管道及城市燃气管网的建设及运营，属于天然气的输配环节，提供的产品和服务主要为天然气销售、天然气管输服务、天然气工程安装服务及部分地区的少量液化气销售；运营模式为天然气产业链条的中游+下游。
- ◆ 中游天然气长输管道的建设与运营：从上游天然气开发商处购入天然气，通过本公司建设及经营的输气管道输送到省内沿线各城市或大型直供用户处，向相关城市燃气公司及直供用户销售天然气；
- ◆ 下游城市天然气利用：通过政府授予特许经营权，在特定区域内独家经营管道天然气或 CNG 加气站，客户，客户主要为居民、公福、工业用户、商业用户。

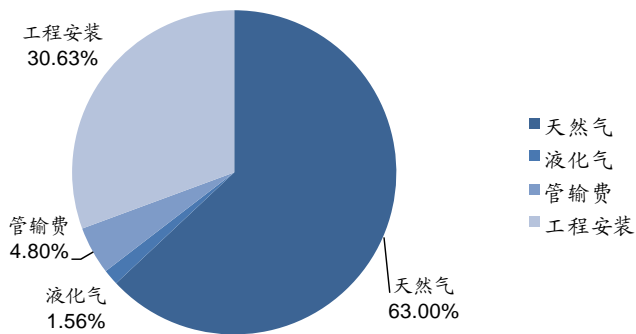
图表5：中油金鸿盈利模式



来源：国金证券研究所

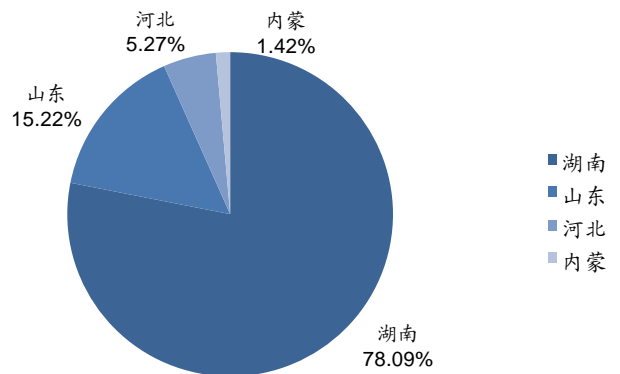
- 天然气销售业务是公司收入的主要来源，除此之外则是工程安装费；由于山东、河北和内蒙等地部分管道尚在建设中，目前湖南是公司业务开展的主战场。

图表6：2010年1-6月主营收入明细（分产品）



来源：公司公告 国金证券研究所

图表7：2010年1-6月主营收入明细（分地区）

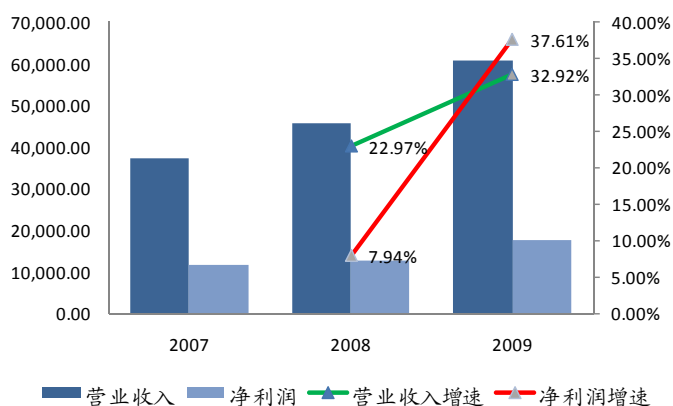


燃气龙头：A股唯一具备强盈利性&高扩张性的燃气企业

盈利能力强

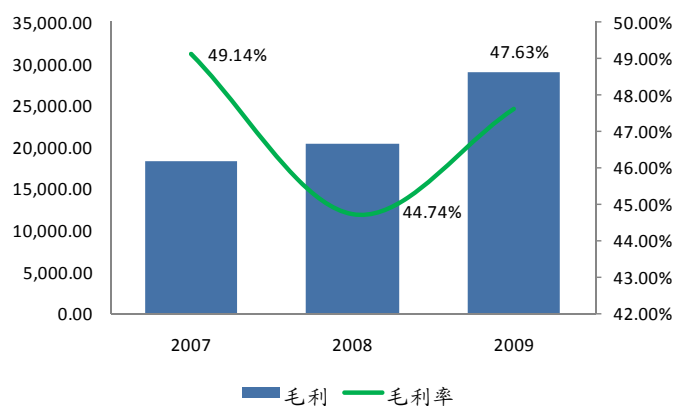
- 纵向比较，公司收入和净利润随着供气量增长而同比提高；同时毛利率也一直维持在较高水平。

图表8: 2007-2009 年营业收入和净利润情况



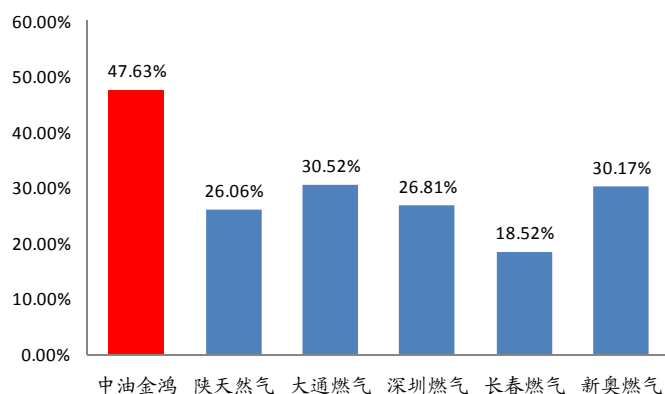
来源: 公司公告 国金证券研究所

图表9: 2007-2009 年毛利与毛利率情况 X



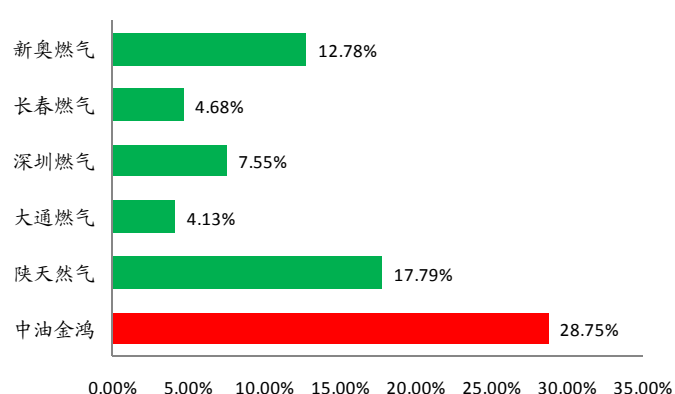
■ 横向比较, 中油金鸿的盈利能力远高于目前国内燃气上市公司。

图表10: 国内上市燃气公司毛利率比较



来源: 公司公告 聚源 国金证券研究所

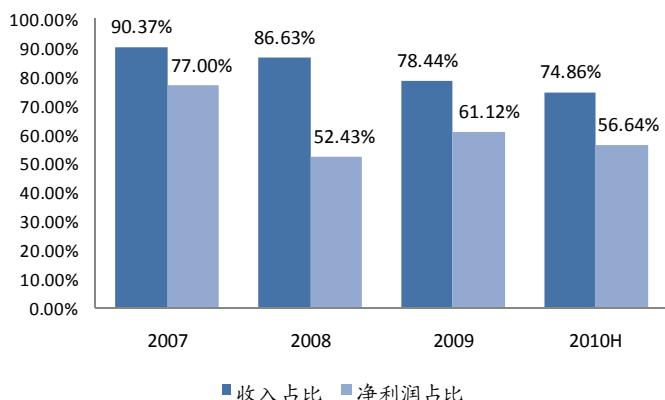
图表11: 国内上市燃气公司销售净利率比较



■ 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**。

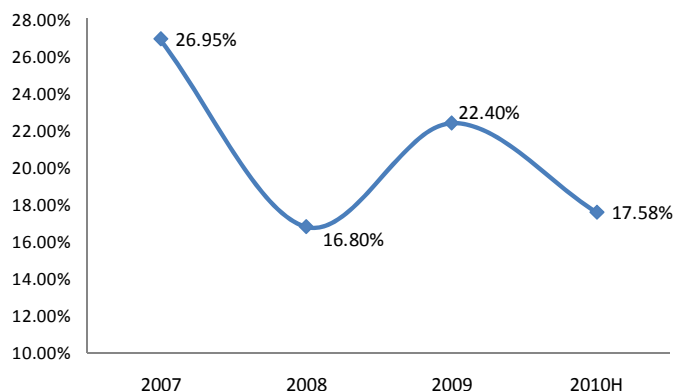
- ◆ 2006 年底, “湘衡线”长输管道竣工, 实现了川气入衡, 公司与中石油签有 25 年的照付不议合同, 能稳定获取气源。
- ◆ 湖南衡阳钢管(集团)有限公司的用气量目前约占衡阳天然气售气量的一半, 公司工商业用气占比较高。
- ◆ 在气源照付不议和工业用气量占比高这一收入成本结构下, 燃气公司可获取稳定的价差收入, 且工业用气价格高, 因此公司毛利率和销售净利率远高于同业水平。
- ◆ 根据湖南省物价局有关规定, 衡阳等地级市燃气初装费为 1800 元/户, 衡东、韶山等县燃气初装费为 2100 元/户; 这一较高的初装费征收水平使得公司在燃气管网刚投产的前几年能获得较高的工程安装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

图表12: 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13: 衡阳天然气盈利能力强, 销售净利率高



成长空间大

■ 我们看好中油金鸿未来的成长空间和增速, 理由如下:

关于城市天然气发展空间和前景敬请参阅下文“万事俱备、又乘东风”章节

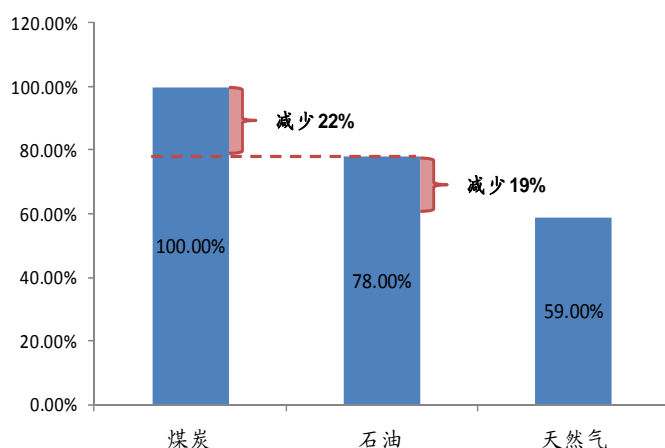
- ◆ 城市天然气空间足够大, 且目前已经到了我国天然气需求集中释放的开端:
 - 1) 目前, 中国已经初步形成以西气东输、陕京一二线、忠武线、涩宁兰、以及冀宁线、淮武线两条联络线为主框架的全国性天然气管网; 此外, 包括西气东输四线、中缅管道、陕京三线在内的 17 项天然气管道项目将在 2015 年底前陆续落成投产; 这些干线天然气管输网的投产会极大的刺激中游、下游天然气输送、分销需求。
 - 2) 同等热值的石油、天然气燃烧排放的二氧化碳, 分别比煤炭减少 22% 和 41%; 天然气已被我国政府视为 21 世纪满足能源需求、改善能源结构、保护大气环境的主要清洁能源之一; 政府正积极推动天然气使用替代石油和煤炭。

图表14: 中国天然气管网建设情况



来源: 国金证券研究所

图表15: 天然气较煤炭石油环保性更为卓著



对公司中下游一体化运营模式给公司成长带来优势的分析敬请参阅下文“中下游打通是强盈利和高扩张的依托”章节

- ◆ 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:

- 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、泰莱线等，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16：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%	

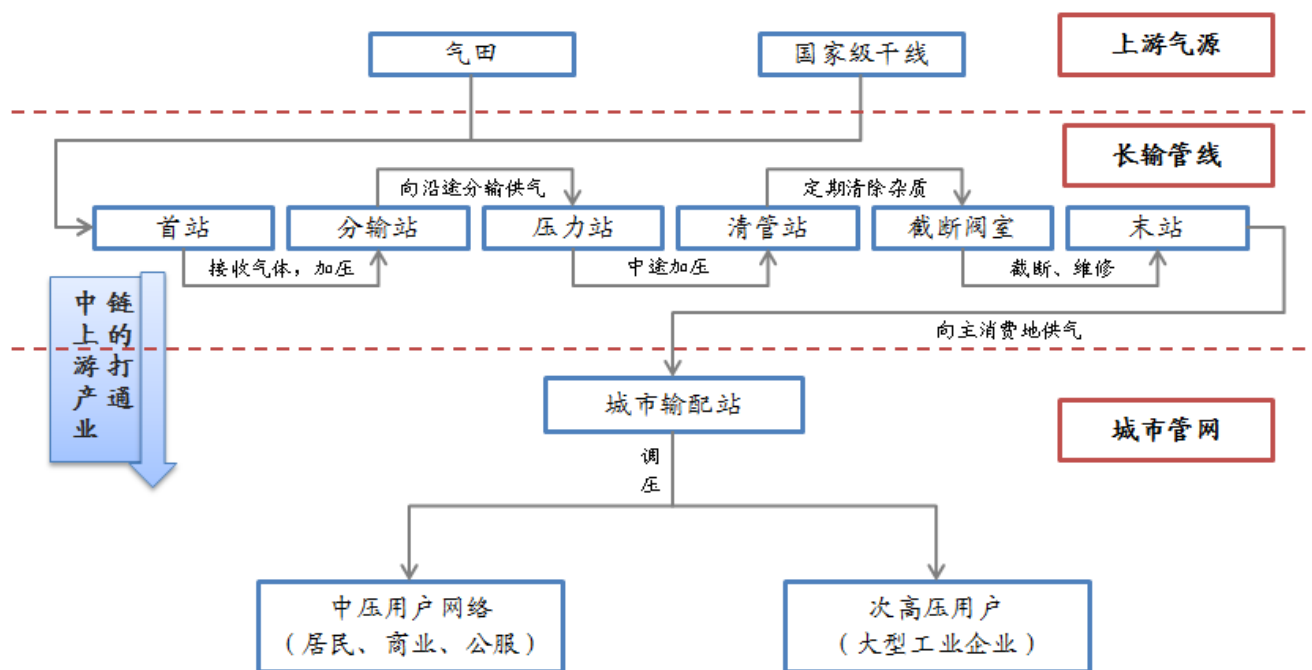
来源：公司公告 国金证券研究所

中下游打通是强盈利和高扩张的依托

- 中油金鸿的发展战略为：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。

- ◆ **中游支干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干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。
- ◆ **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。

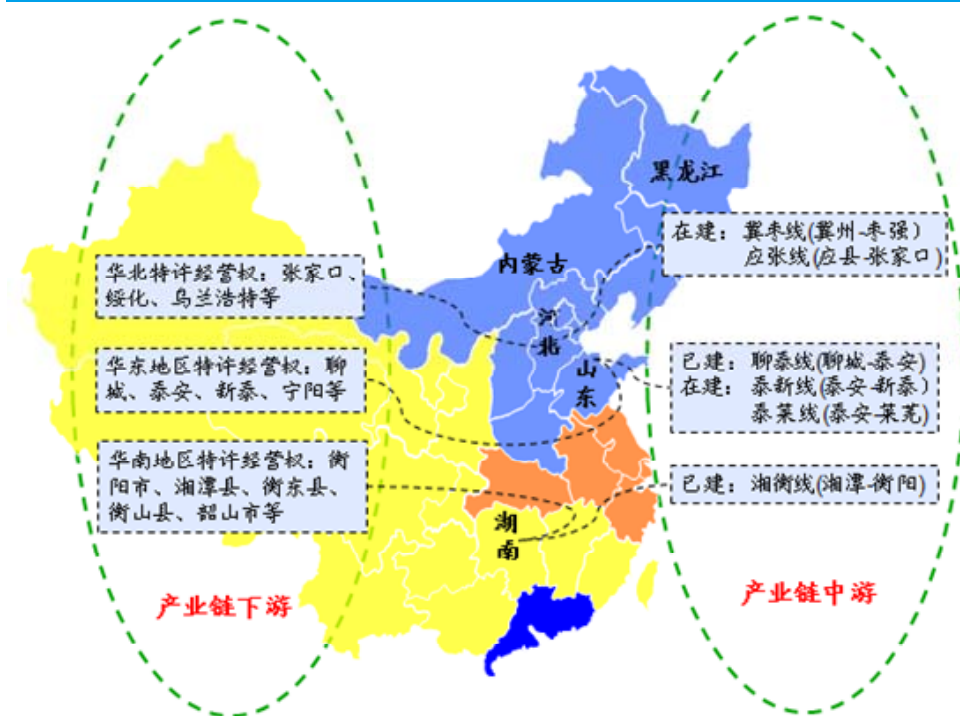
图表17：中油金鸿产业链结构



来源：国金证券研究所

- 中油金鸿在天然气产业链中游和下游的布局由分布在华东、华北和华南区域，遍布湖南、山东、河北等地的子公司负责。
 - ◆ 在产业链中游：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-枣强）、应张线（应县-张家口）、泰新线（泰安-新泰）、泰莱线（泰安-莱芜）。
 - ◆ 在产业链下游：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。
- 未来随着目前收购和在建的子公司燃气管网陆续投产，虽然因不可能每个城市民用气占比都象衡阳那么低，公司综合毛利率会有所下降，但照付不议的气源和新投产管网带来的工程安装费收入仍能保证公司盈利能力保持稳定。
 - ◆ 公司在建的有冀枣线（冀州-枣强）、应张线（应县-张家口）、泰新线（泰安-新泰）、泰莱线（泰安-莱芜）周边区域经济和工业较发达，有望复制湘潭、衡阳的用气结构。
 - ◆ 据新奥燃气披露，2002年山东地区燃气初装费约在2200-2600元/户水平，并不低于湖南；公司工程安装费仍能从河北、内蒙与山东获得稳定的增量。

图表18: 中油金鸿产业链布局



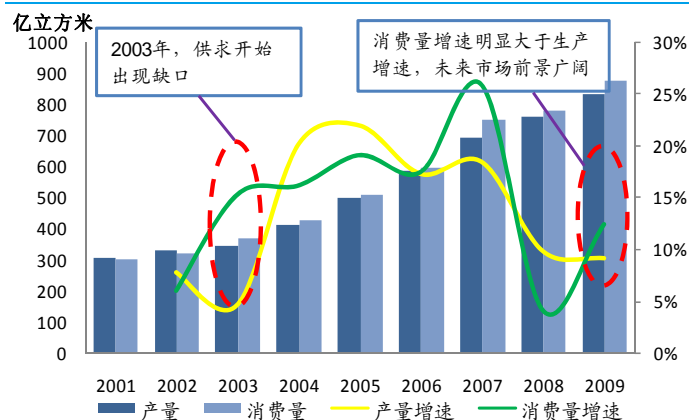
来源: 国金证券研究所

万事俱备，又乘东风

中国天然气化进程正处于进口液化气向国产管道气转换的阶段

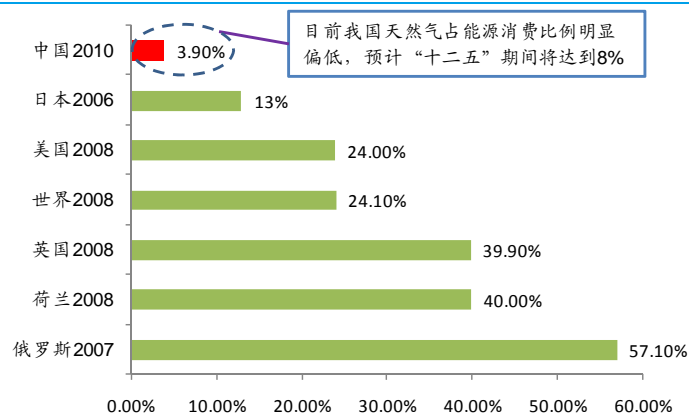
- 伴随中国对于清洁能源重视程度的不断加强，天然气的生产和消费量自2001年以来一直有增无减，目前处于供不应求的状态，但是占一次能源的消费比重却仍然很低。
- ◆ 2001-2002年，我国天然气供求关系基本平衡，但在2003年以后，由于消费量的快速上升，国内生产已不能满足消费量，而且缺口还在不断扩大。
- ◆ 我国的天然气消费目前仅占能源消费结构的3.90%，相对于世界平均水平24%仍有巨大差异，未来发展前景广阔。

图表19: 中国天然气的生产和消费量有增无减



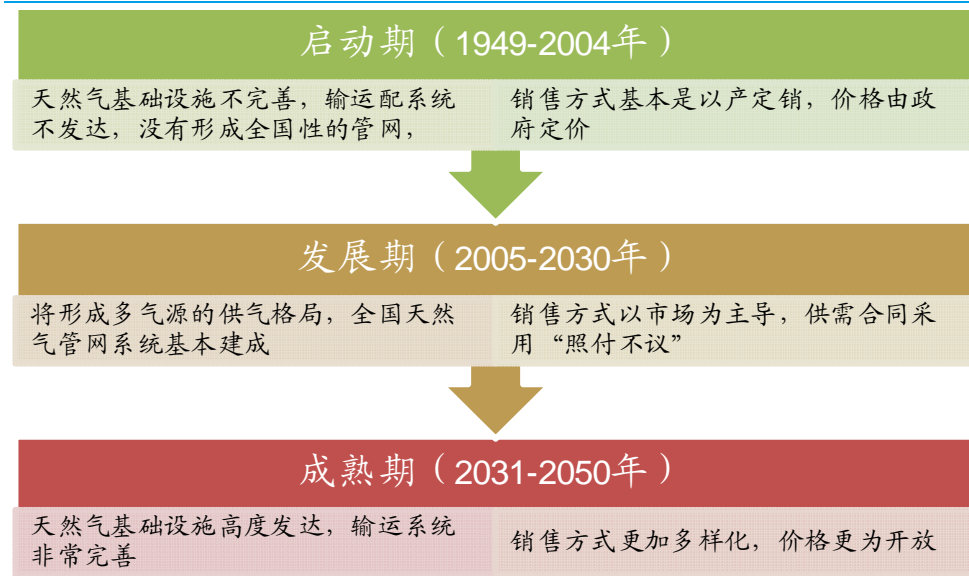
来源: 国金证券研究所

图表20: 提高天然气占能源消费比重带来巨大成长空间



- 我国天然气工业发展进程和国外其他国家一样，也需要经历启动期、发展期、成熟期三个阶段，**目前以及未来几十年我国都将处于快速发展期。**
 - ◆ 启动期(1949-2004): 天然气基础设施不完善，输运配系统不发达，没有形成全国性的管网，销售方式基本是以产定销，价格由政府定价。
 - ◆ 发展期(2005-2030): 西气东输管道是天然气工业进入发展期的标志，经过几十年的建设，将形成多气源的供气格局，**全国天然气管网系统基本建成**，销售方式以市场为主导，供需合同采用“照付不议”。
 - ◆ 成熟期(2031-2050): 天然气基础设施高度发达，输运系统非常完善，销售方式更加多样化，价格更为开放。

图表21: 我国天然气工业的发展阶段，我国正处于快速发展期



来源：国金证券研究所

- 我国目前市场上的天然气供应主要有三个来源：国内管道气、国外管道气和进口液化气(LNG)；伴随着中国天然气化进程的加快，全国天然气管网的完善，**未来国产管道气将成为主要的供应方式，我国天然气化正处于从进口 LNG 步入管道气的转变过程中。**
 - ◆ 国内管道气：目前已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；全部达产后，输气能力将达 1498 亿立方米左右。

图表22: 我国国内目前主要的输气管道

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
	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
	中济线	濮阳	济南	261	8	1999
	琼崖131-香港线	南海崖	香港	778	30	1995
在建	西气东输二线	霍尔果斯	广州、上海	9794	300	2011
	川气东送	普光	上海	1700	120	2010
	陕京三线	榆林	北京	900	150	2011
规划	西气东输三线	霍尔果斯	韶关	N.A	300	2015
	西气东输四线	N.A	N.A	N.A	170	N.A
总和					1398	

来源：国金证券研究所

- ◆ 国外管道气：国外进口利用已经逐渐成为我国天然气输入的重要一环，目前主要的输入通道有三条：
 - 1) **中亚天然气输入通道**：西起哈乌边境，东至中国霍尔果斯，与西气东输二线相连，设计年输量约 300 亿立方米，计划 2011 年和西气东输二线联合通气；
 - 2) **缅甸天然气输入通道**：西起缅甸西海岸实兑港，经缅甸第二大城市曼德勒，然后从云南边城瑞丽进入中国，设计年输量约 120 亿立方米，2009 年已全面开工，3 年内有望打通；
 - 3) **俄罗斯天然气输入通道**：2009 年中国与俄罗斯签署了天然气供应的框架协议，协议包括西线和东线两种方案，西线年供气量约 300 亿立方米，计划 2015 年前投运，东线供气量约 380 亿立方米，计划 2015 年以后两、三年内投入。

图表23：我国目前引进国外管道气情况

管线名称	起点	终点	设计能力 (亿立方米)	投产时间	备注
中亚通道	哈乌边境	霍尔果斯	300	2011	与西气东输二线相连
中缅通道	实兑港	昆明	120	2013	09年开工，3年内有望打通
中俄通道	西线	大庆	300	2015	价格谈判没有突破，投产一再延迟
	东线		380	2017-2018	

来源：国金证券研究所

- ◆ 进口液化气(LNG)：我国进口 LNG 的目的主要是缓解国内天然气气源紧张的局面，随着国内天然气管网逐渐完善，对进口 LNG 的需求也将随之放缓，**进口 LNG 在国内发展面临以下不利因素**：
 - 1) **LNG 的成本压力**：LNG 的制作和运输成本高额，天然气的自然属性使其在零下 160℃下才能液化，缩小体积近 600 倍后装入运输轮至目的地，并再次气化才能进入进口商的天然气管道；
 - 2) **LNG 资源落实比较困难**：目前的 LNG 生产线都有长期合同和买主，与资源供应国签订长期合同必须从气田开发开始，新建 LNG 生产线投资大、时间长，价格谈判往往带来很多困难；
 - 3) **天然气主要产出国制度瓶颈**：目前全球主要的天然气产出国有俄罗斯、伊朗和卡塔尔，其中仅卡塔尔向国外投资者开放，这在一定程度上限制了液化天然气供给的增长。

这一历史进程给国内燃气企业留下足够大的市场容量

- 国家能源局今年表示，在“十二五”期间将使目前天然气在我国能源消费结构中的比重由 3.9%提高至 8%，届时天然气消费将翻倍，未来供求缺口将继续扩大，这也给国内燃气企业发展带来了契机。
- 我们分别采用保守和乐观假设来测算未来我国天然气的供需缺口，由于天然气在“十二五”期间所占能源消费比重将会翻番，将直接导致未来五年内天然气消费量翻番。
 - ◆ 保守假设：2009 年我国天然气供给量为 830 亿立方米，同比增长约 9%左右，故预测 2010 年产量为 900 亿立方，同比增长 8%左右是合理的，之后由于西气东输二线、三线等的逐渐投产，保守估计 2015 年和 2020 年产量分别为 1200 和 1500 亿立方米。
 - ◆ 乐观假设：由于西气东输二线的西段已经于 2010 年初通气，川气东送也于 2010 年 3 月底建成投产，所以乐观假设在 2010 年多了 200 亿立方米，之后由于达产项目的乐观估计，2015 年和 2020 年产量分别为 1600 和 2400 亿立方米。

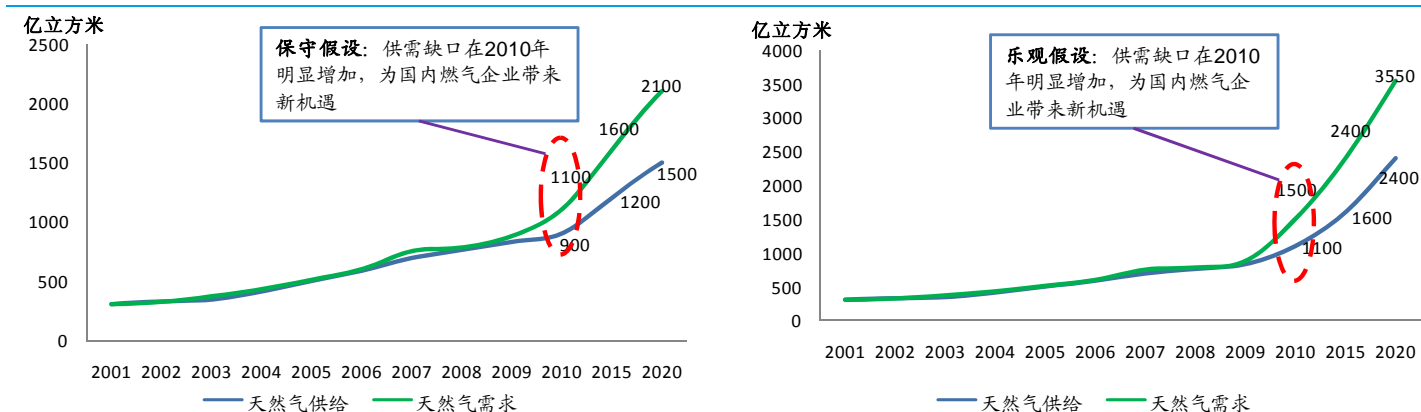
图表24: 我国未来天然气消费需求预测

年份	中国未来天然气消费需求预测					
	保守预测			乐观预测		
	预测消费量	预测产量	需求缺口	预测消费量	预测产量	需求缺口
2010	1100	900	200	1500	1100	400
2015	1600	1200	400	2400	1600	800
2020	2100	1500	600	3550	2400	1150

来源: 天然气下游市场分析 & 走势, 国金证券研究所

- 从未来天然气消费需求预测中可以看到, 我国天然气工业在未来十年仍处于供不应求的状态, 并且需求缺口越来越大, 未来很长一段时间内天然气仍处于“卖方市场”。

图表25: 保守假设与乐观假设下, 中国天然气 2010-2020 年供需缺口巨大



来源: 国金证券研究所

- 供需缺口的不断扩大, 加上未来一些重要输气管道的陆续投产, 会使我国管输天然气的供给能力得到大幅提高, 这将给国内燃气企业提供良好的发展契机。

◆ 西气东输二、三、四线:

- 1) 西气东输二线西段已经建成通气, 全线预计 2011 年全部投入运行, 届时配合中亚通道, 将成为我国天然气大管网的重要一环。
- 2) 西气东输三线今年开建, 西段 (霍尔果斯-中卫) 将于 2012 年投产, 东段 (中卫-韶关) 将于 2014 年投产, 届时将成为我国又一条能源动脉。
- 3) 西气东输四线正在规划设计中。

- ◆ 陕京三线: 陕京三线于 2009 年开工, 由于审批不合规, 被暂停建设, 但以中石油的实力, 保守预计 2012 年能投入运行。
- ◆ 中缅、中俄通道: 作为我国重要的国外管道气源, 也将在“十二五”和“十三五”期间陆续投产。
- ◆ 川气东送和西气东输二线西段分别在 2010 年 3 月和 2010 年初建成投产, 预计全年的设计产能分别为 80 亿立方米和 120 亿立方米。

图表26：中国未来管输天然气供给能力分析

中国未来管输天然气供给能力分析									
单位：亿立方米	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
西气东输一线	120	120	120	120	120	120	120	120	120
西气东输二线	120	300	300	300	300	300	300	300	300
西气东输三线			150	150	300	300	300	300	300
西气东输四线									170
陕京线	30	30	30	30	30	30	30	30	30
陕京二线	120	120	120	120	120	120	120	120	120
陕京三线			150	150	150	150	150	150	150
忠武线	30	30	30	30	30	30	30	30	30
涩兰宁线	20	20	20	20	20	20	20	20	20
中济线	8	8	8	8	8	8	8	8	8
琼崖-香港线	30	30	30	30	30	30	30	30	30
川气东送	80	120	120	120	120	120	120	120	120
中亚通道									
中缅通道				120	120	120	120	120	120
中俄通道西线						300	300	300	300
中俄通道东线									380
供给总计	558	778	1078	1198	1348	1648	1648	1648	2198

来源：国金证券研究所

公司发展已万事俱备

- 公司 **中下游一体化的运营模式+区域板块干网型的业务拓展**，体现了公司提前布局、准备迎接即将到来天然气盛宴的战略意图。
 - ◆ 公司的运营模式为天然气产业的中游+下游，通过有效整合中游天然气长输管道与下游城市燃气市场，充分发挥产业链优势。
 - ◆ 公司积极拓展其天然气长输管道周边用户，并且利用股权收购形式进行业务拓展，与本身所拥有的长输管道形成了区域板块干网结构。
- 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扩展：开发分输站附近城市天然气利用项目和输气支线利用项目。
 - ◆ 以集团现有燃气中心城市为基地向周边城市扩展。

图表27：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28：公司重点开发区域



■ **中下游产业链打通+区域板块干网扩张+广阔的成长空间=万事俱备。**

- ◆ 公司未来地区拓展的重点放在**西气东输二、三线**沿线，东北北部以**中俄输气管**沿线为重点，东北南部以**陕京三线**延长进辽宁的输气管沿线为重点，未来拓展重点也确定了公司得天独厚的成长性。
- ◆ 中国未来 5-10 年的天然气管道建设主要将围绕西气东输二、三线、陕京三线、中俄和中缅通道进行，与公司的拓展重点不谋而合，将确保公司未来广阔的成长空间。

公司发展又逢行业东风

■ **又逢东风：天然气改价迫在眉睫，未来定价机制有望打破**，理由如下：

- ◆ 国际油价持续回落，使得国内气价和油价挂钩的条件已经成熟。
 - ◆ 国内资源税改革已经拉开帷幕，同步调整可增加地方政府收入，提高地方对开采天然气资源的支持力度。
 - ◆ 未来天然气需求仍将保持较高增速，供需矛盾愈显激化，调整天然气价格一方面可以增加供给，一方面可以促进天然气利用结构的优化。
- 目前发改委已经形成气价改革的初步方案，价改思路是“增量气”与国际气价挂钩，原有气量执行国内气价，即“**老气老价、新气新价**”。
- ◆ 根据发改委《关于调整天然气管道运输价格的通知》，自 4 月 25 日起，国家统一运价标准的天然气管输价，每立方米提高 0.08 元。
 - ◆ 2010 年 5 月 31 日，发改委发布《关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知》，这可能标志着我国天然气准市场化定价改革的开始。

图表29：我国近期天然气价改措施

时间	法规政策	发布部门	主要内容
2010年	气价改革初步方案	发改委	价改思路是“增量气”与国际气价挂钩,原有气量执行国内气价，国内天然气价格暂时不变。即为：“老（保有量）气老价，新（增量）气新价”。
2010年4月	《关于调整天然气管道运输价格的通知	发改委	自4月25日起，国家统一运价标准的天然气管输价，每立方米提高0.08元。此次提价涉及天津、河北、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、重庆、四川、云南、青海11个省市。
2010年5月	《关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知》	发改委	主要内容：一是取消价格双轨制；二是所有类别天然气出厂价格都提高0.23元/立方米；三是基准价格可上浮10%，下浮不限；四是2010年中亚进口天然气价格执行国产价格；五是管道输气价格和城市燃气价格做相应的变动，但幅度可缩减。

来源：国金证券研究所

- 天然气定价遵循工商业反哺民用气的原则，因此在天然气提价时，占燃气公司售气比例较高的工商业用气提价幅度往往大于上游气田出厂价提价幅度；如 5 月 31 日陆上天然气出厂价上调，**中油金鸿下属子公司工商业用气提价幅度高于上游 0.23 元/立方米。**

图表30： 公司下属子公司非居民气价上调幅度

公司	类别	当前售价 (元/立方米)	预计售价 (元/立方米)	提价幅度 (元/立方米)
衡阳天然气	居民	2.55	2.82	0.27
	非经营	2.75	3.35	0.60
	经营	2.90	3.35	0.45
	工业	2.88	3.35	0.47
湘潭燃气	居民	2.48	2.73	0.25
	非经营	2.73	3.19	0.46
	经营	2.88	3.19	0.31
	工业	2.78	3.19	0.41
衡山燃气	居民	2.58	2.85	0.27
	非经营	2.75	3.40	0.65
	经营	2.93	3.40	0.47
	工业	2.90	3.40	0.50
衡东燃气	居民	3.20	3.80	0.60
	非经营	3.50	3.90	0.40
	经营	3.50	3.90	0.40
	工业	3.50	3.90	0.40
韶山燃气	居民	2.80	3.56	0.76
	非经营	3.20	3.70	0.50
	经营	3.20	3.70	0.50
	工业	2.90	3.70	0.80
港新燃气	居民	2.40	2.67	0.27
	非经营	2.50	2.80	0.30
	经营	2.50	2.80	0.30
	工业	2.60	3.00	0.40
泰安金鸿	居民	2.00	2.50	0.50
	非经营	2.60	3.00	0.40
	经营	2.60	3.00	0.40
	工业	2.60	3.00	0.40
聊城金鸿	居民	1.80	2.30	0.50
	非经营	2.00	2.60	0.60
	经营	2.00	2.60	0.60
	工业	2.00	2.60	0.60
宁阳金鸿	居民	2.50	2.67	0.17
	非经营	2.80	2.80	0.00
	经营	2.80	2.80	0.00
	工业	2.80	2.80	0.00
莱芜金鸿	居民	2.20	2.45	0.25
	非经营	2.50	3.00	0.50
	经营	2.50	3.00	0.50
	工业	2.50	3.00	0.50
衡水中能	工业	2.60	3.15	0.55
兴安盟燃气	居民	4.10	4.10	0.00
	非经营	4.20	4.20	0.00
	经营	4.20	4.20	0.00
	工业	3.80	3.80	0.00

来源：公司公告 国金证券研究所 注：非经营和经营合并为非居民，此处为方便统计仍单独计算

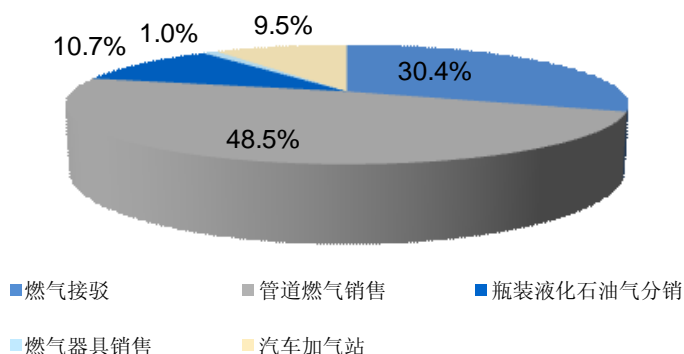
分析总结：对比新奥，中油金鸿具备类似的发展机遇和竞争优势

- 比较分析，我们认为港股上市公司新奥燃气过去十年的扩张路径与中油金鸿中下游产业链整合的扩张模式以及目前面临的发展机遇最为类似。

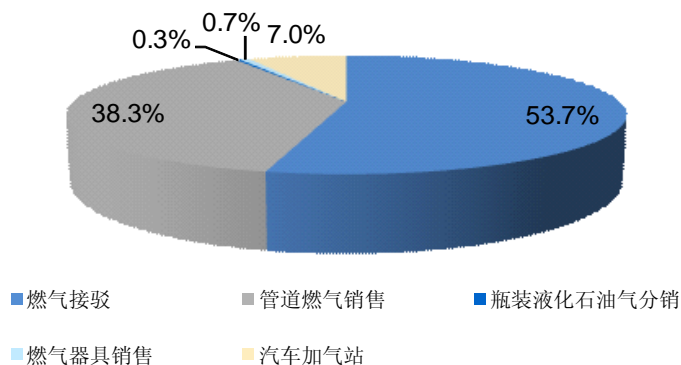
新奥燃气业务概述

- 新奥燃气于 1992 年开始从事城市管道燃气业务，2001 年在香港联交所上市，主要从事清洁能源分销与管理业务；业务具体分为燃气接驳、管道燃气销售、汽车燃气加气站建设和运营，瓶装液化石油气分销以及燃气器具销售，其中燃气接驳业务是公司主要盈利项目。

图表31：2009 年新奥燃气各产品收入占比



图表32：2009 年新奥燃气各产品毛利占比



来源：新奥燃气年报，国金证券研究所

- 新奥燃气业务主要集中在沿海和中部地区，经过十年发展，目前已成为国内覆盖用户规模最大的城市燃气专业运营商和能源分销商之一。
 - ◆ 截至 2009 年底，新奥燃气在全国 14 个省、市、自治区成功运营 79 个城市燃气项目，为 470 多万居民用户及 14000 多家工商业用户提供清洁能源产品与服务，敷设管道逾 14000 公里，天然气最大日供气能力超过 1500 万方，市场覆盖城区人口 4357 万。
 - ◆ 公司获得政府批准建设的天然气汽车加气站 351 座，已投资建设 157 座，分布在全国 44 个城市。
 - ◆ 公司在 20 多个大中城市规划 and 实施清洁能源整体解决方案，是国内首家提供区域清洁能源整体解决方案和节能减排综合服务的企业集团。

图表33: 新奥燃气业务地理范围

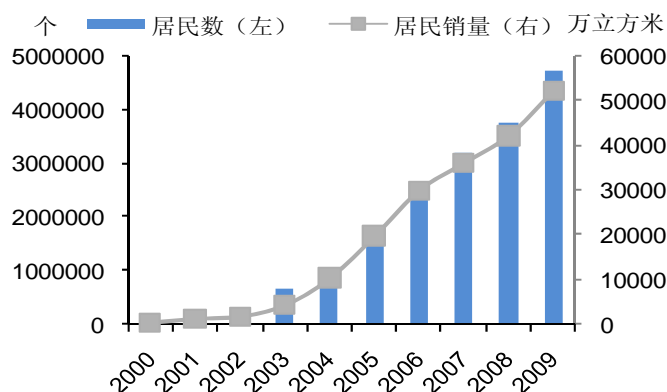


来源: 新奥燃气年报, 国金证券研究所

围绕气源打造“码头+下游”一体化区域板块干网是新奥持续成长的关键

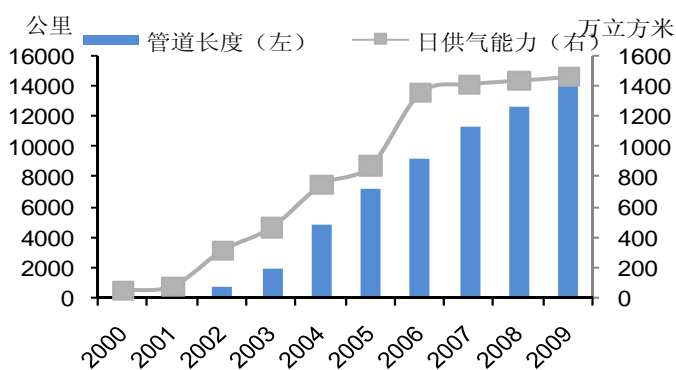
- 拆分新奥过去十年扩张步伐, 其跨区域的并购和扩张发生在上市之后, 利用资本市场的杠杆作用, 公司敏锐把握住了中国天然气化第一阶段以进口LNG和西气东输一线为主的行业机遇, 围绕稀缺资源“沿海进口天然气码头+西气东输一线”提前布局, 在燃气用户数、供气量和业务范围上不断扩张。**提早布局的沿海进口天然气码头资源是其扩张的核心竞争力。**

图表34: 新奥燃气居民用户和销量增长



来源: 新奥燃气年报 国金证券研究所

图表35: 新奥燃气工商业用户和销量增长



图表36：新奥燃气各城市供气资产成立时间概述

标号	经营地点	成立年份	管道长度 (公里)	天然气储 配站数目	日供气能力 (立方米)	标号	经营地点	成立年份	管道长度 (公里)	天然气储 配站数目	日供气能力 (立方米)
1	廊坊	1993	394.6	4	410	41	胶州	2003	171.1	1	40
2	聊城	2000	477.4	2	100	42	株洲	2003	303.8	1	100
3	密雲	2000	197.4	3	168	43	膠南	2003	214.8	1	120
4	葫蘆島	2000	246.1	1	30	44	通遼	2004	73.9	1	50
5	興城	2002	0	0	0	45	桂林	2004	170	2	240
6	平谷	2001	133.8	1	72	46	湖州	2004	158.8	1	620
7	黃島	2001	302.8	1	72	47	湛江	2004	214.5	1	360
8	昌平	2001	134.3	1	102	48	鹿泉	2004	19	1	1800
9	諸城	2001	109.1	0	0	49	商丘	2004	113.3	1	240
10	城陽	2001	315.8	3	400	50	汕頭	2004	64.6	3	180
11	煙台開發區	2001	10.4	1	30	51	貴港	2004	92.1	1	100
12	煙台	2004	493.1	4	340	52	黃岩	2005	87.3	0	0
13	高郵	2001	57.6	1	5	53	永康	2005	87.2	1	120
14	蚌埠	2002	272.3	1	96	54	肇慶開發區	2005	31.7	1	25
15	鄒平	2002	83.8	1	130	55	洛陽	2006	759.6	2	1000
16	泰興	2002	134	2	396	56	泉州	2006	221	5	567
17	萊陽	2002	172.6	1	72	57	蕭山	1994	250.8	0	0
18	鹽城	2002	204.1	1	30	58	鳳陽	2005	1.8	0	0
19	淮安	2002	256.6	2	70	59	南安	2006	37.8	1	120
20	海安	2002	100.6	1	4	60	惠安	2006	46.7	0	0
21	滁州	2002	276	1	270	61	石獅	2006	42.6	0	0
22	六安	2003	119	1	60	62	晉江	2006	139.3	1	100
23	日照	2002	233	1	300	63	來安	2006	40.9	0	0
24	新鄉	2002	368	1	500	64	寧波	2007	207.6	0	0
25	興化	2002	68.8	1	50	65	全椒	2007	53.1	0	0
26	亳州	2003	106	1	46	66	新安	2007	23.9	1	0
27	海寧	2002	214	2	396	67	德化	2003	71.8	1	240
28	衢州	2002	136.8	3	280	68	固鎮	2007	1.1	0	0
29	石家莊	2002	552.6	1	602	69	肇慶	2008	56	1	12
30	巢湖	2003	92.9	1	120	70	泉港	2008	0	0	0
31	蘭溪	2003	30.7	0	0	71	廣州增城	2007	16.2	0	0
32	武進	2003	795.3	2	430	72	海鹽	2008	0	0	0
33	金華	2003	84	2	210	73	南昌桑海	2009	0	0	0
34	溫州	2003	62.7	1	120	74	伊川	2009	0	0	0
35	溫州龍灣	2004	0.9	0	0	75	滌縣	2009	0	0	0
36	湘潭	2003	209.4	2	180	76	龍游	2009	5.9	0	0
37	東莞	2003	820	4	460	77	四會	2009	3	0	0
38	連雲港	2003	445.1	2	200	78	永春	2009	0	0	0
39	長沙	2003	1,059.30	6	1,633	79	湖州南潯	2009	0.00	0	0
40	開封	2003	574.2	3	220						

来源：新奥燃气公告 国金证券研究所

- 正确的战略和执行，使得新奥燃气过去十年快速成长，而成长又不断带来新的燃气接驳费（大陆口径称工程安装费）收入增量；由于燃气接驳业务毛利较高，公司的成长性与盈利能力都得以维持，相应的公司股价也表现卓越，带给投资人丰厚的回报。

图表37：新奥燃气上市至今股价表现



来源：国金证券研究所

图表38：新奥燃气上市至今与恒生中国企业指数比较



中油金鸿面临与新奥燃气当初类似的发展机遇和竞争优势

- 如前所述，中油金鸿的成长路径为以中游支干线天然气管输网络为支撑，在沿线经济半径内通过收购兼并向下游城市燃气分销业务扩张，打造区域板块干网。与新奥相比：
 - ◆ 新奥燃气以“西气东输一线+沿海进口天然气码头”资源为核心，向下游延伸打造了中下游一体化运营模式。
 - ◆ 中油金鸿以自有支干线天然气管输网络资源为核心，围绕国家一级骨干天然气运输管网，建设二级长输管线，并向下游扩张；打造了中下游一体化运营模式。
- 从面临的行业发展机遇上，与新奥相比：
 - ◆ 新奥燃气面临着中国天然气化从 0 开始的时刻，当时管道气源只有西气东输一线，以进口 LNG 为主，这时最稀缺的资源是沿海进口天然气码头，而新奥敏锐抓住这一机遇进行布局；**提早布局的沿海进口天然气码头资源是其扩张的核心竞争力。**
 - ◆ 中油金鸿面临着中国天然气化从进口 LNG 向管道气转变的时刻，这时最稀缺的资源是依托国家一级骨干天然气管网的二级长输管线；中油金鸿敏锐抓住这一机遇，开始布局二级长输管道；**自有支干线天然气管输网络资源将是其扩张的核心竞争力。**
- 与新奥燃气相比，中油金鸿尚处于刚刚走出湖南进行扩张的阶段，但和新奥燃气依托沿海进口天然气码头进行扩张一样，中油金鸿自有支干线天然气管输网络给了他扩张的支撑；而公司目前仅有湘衡线、聊泰线投产，在建的冀枣线、应张线、泰新线和泰莱线为公司下一步扩张夯实了基础。

盈利预测和估值

盈利预测假设和结果

- 盈利预测假设以公司 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）》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。
 - ◆ 与公告一致的假设包括：营业税金及附加、三项费用占收入比例、各子公司天然气售价、各管网气损率和向中石油购买天然气单价。
 - ◆ 在公告基础上有所修改的假设包括：各子公司天然气销售量；我们假设的依据是 2011 年以盈利预测披露的 2010 年下半年预测数据为基准进行修改，2014 年前居民和非经营性、经营性用户用气量增速在 15%-25%之间，工业用气量增速在 20%-30%之间；2014 年后居民和

敬请参阅 9 月 9 日公告《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）》

非经营性、经营性用户用气量增速在 3%-5%之间，工业用气量增速在 5%-10%之间。

◆ 经营假设详见附录二。

- 根据上述假设和财务模型，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.664 元、1.115 元和 1.538 元，同比分别增长 3.14%、68.00%和 37.92%。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年主营业务收入为 930.33 百万元、1633.22 百万元和 2084.85 百万元，同比分别增长 53.11%、75.55%和 27.65%。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年主营业务归属于母公司所有者净利润分别为 178.55 百万元、299.97 百万元和 413.73 百万元，同比分别增长 3.14%、68.00%和 37.92%。

估值与投资建议

- 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，并无明确的下流收购扩张计划，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“支干线天然气长输管网”却刚刚开始扩张建设的步伐；二者面临的成长空间不同。
 - 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 31x11PE 和 28x12PE，目标价 35.03-43.29 元；建议买入。

图表39：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) 2009A	EPS (元) 2010E	EPS (元) 2011E	EPS (元) 2012E	P/E 2010E	P/E 2011E	P/E 2012E
600333.sh	长春燃气	46151.98	21671.98	9.33	0.162	0.200	0.260	0.270	46.65	35.88	34.56
002267.sz	陕天然气	50841.87	10000.00	18.63	0.700	0.865	0.978	1.221	21.54	19.05	15.26
601139.sh	深圳燃气	123000.00	13000.00	11.59	0.219	0.263	0.377	0.430	44.07	30.74	26.95
02688.hk	新奥燃气			23.75	0.775	1.008	1.263	1.423	23.56	18.80	16.69
	市盈率平均值 (含新奥)								33.95	26.12	23.36
	市盈率平均值 (不含新奥)								37.42	28.56	25.59
	采纳市盈率									31.41	28.15
	领先科技					0.664	1.115	1.538			
	估值结果						35.03	43.29			

注：收盘价为9月17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部分基于 9 月 9 日公告，若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。

附录一：中油金鸿下属子公司概况

图表40：中油金鸿子公司概述

	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；燃气具及零配件销售；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、城市燃气管网工程建设和经营；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、城市燃气管道网工程施工（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；燃气具及零配件的生产与销售；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及应用；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、燃气具及零配件销售、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%	能源投资管理及相关业务
	宣化燃气	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%	天然气输运管道及加压站建设、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
	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46%；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
参股公司	延安科林	华北投管64%；西部资源投资有限公司31%；CAYMAN26%；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、姚店新区天然气供应
	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

附录二：盈利预测假设

图表41: 分子公司收入预测一

项 目	2010H下	2011	2012
中油金鸿本部			
输气量 (万立方米)			
内部输气量 (万立方米)	8,754.96	24,491.00	28,341.15
外部输气量 (万立方米)	7,432.70	8,635.66	8,000.00
合计 (万立方米)	16,187.66	33,126.66	36,341.15
输气单价 (元/立方米)	0.34	0.34	0.34
输气收入 (万元)			
内部输气收入 (万元)	2,976.69	8,326.94	9,635.99
外部输气收入 (万元)	2,527.12	2,936.12	2,720.00
合计 (万元)	5,503.80	11,263.06	12,355.99
衡阳天然气			
供气量			
天然气 (万立方米)	8,250.00	22,600.00	26,065.00
居民用户	700.00	3,000.00	3,600.00
非经营用户	350.00	1,000.00	1,250.00
经营用户	550.00	2,500.00	3,125.00
工业用户	6,600.00	15,800.00	17,700.00
钢管厂	6,500.00	15,000.00	16,500.00
其他工业用户	100.00	800.00	1,200.00
CNG汽车加气	50.00	300.00	390.00
液化石油气 (吨)	1,888.70	3,281.45	3,609.60
含税单价			
天然气 (元/立方米)	3.13	3.20	3.17
居民用户	2.55	2.82	2.82
非经营用户	3.35	3.35	3.35
经营用户	3.35	3.35	3.35
工业用户	3.27	3.27	3.27
钢管厂	3.27	3.27	3.27
其他工业用户	3.35	3.35	3.35
CNG汽车加气	3.95	3.95	3.95
液化石油气 (元/吨)	6,583.33	6,583.33	6,583.33
含税收入 (万元)			
供气收入	26,587.50	73,100.00	84,323.75
液化天然气收入	1,243.39	2,160.29	2,376.32
合计	27,830.89	75,260.29	86,700.07
销项税	3,201.78	8,658.26	9,974.34
供气业务收入 (万元)	24,629.11	66,602.02	76,725.72
湘潭燃气			
供气量			
天然气 (万立方米)	449.70	1,430.00	1,702.00
居民用户	13.49	30.00	34.50
非经营用户	17.99	50.00	55.00
经营用户	49.47	150.00	172.50
工业用户	368.75	1,200.00	1,440.00
含税单价			
天然气 (元/立方米)	3.01	3.08	3.08
居民用户	2.48	2.73	2.73
非经营用户	3.19	3.19	3.19
经营用户	3.19	3.19	3.19
工业用户	3.19	3.19	3.19
含税收入 (万元)			
供气收入	1,424.97	4,547.90	5,413.51
销项税	163.93	523.21	622.79
供气业务收入 (万元)	1,261.03	4,024.69	4,790.72

来源: 国金证券研究所

图表42: 分子公司预测二

项 目	2010H下	2011	2012
衡山燃气			
供气量			
天然气（万立方米）	26.00	270.00	342.00
居民用户	6.00	30.00	34.50
非经营用户	0.00	10.00	11.50
经营用户	6.00	30.00	36.00
工业用户	14.00	200.00	260.00
含税单价			
天然气（元/立方米）	3.20	3.26	3.26
居民用户	2.58	2.85	2.85
非经营用户	3.40	3.40	3.40
经营用户	3.40	3.40	3.40
工业用户	3.40	3.40	3.40
含税收入（万元）			
供气收入	83.48	901.50	1,143.83
销项税	9.60	103.71	131.59
供气业务收入（万元）	73.88	797.79	1,012.23
衡东燃气			
供气量			
天然气（万立方米）	11.26	90.00	113.00
居民用户	7.28	20.00	23.00
非经营用户	0.80	2.00	2.40
经营用户	3.18	8.00	9.60
工业用户	0.00	60.00	78.00
含税单价			
天然气（元/立方米）	3.80	3.88	3.88
居民用户	3.50	3.80	3.80
非经营用户	3.90	3.90	3.90
经营用户	3.90	3.90	3.90
工业用户	3.90	3.90	3.90
含税收入（万元）			
供气收入	41.00	349.00	438.40
销项税	1.19	10.17	12.77
供气业务收入（万元）	39.81	338.83	425.63
韶山燃气			
供气量			
天然气（万立方米）	18.00	101.00	119.15
居民用户	3.00	10.00	12.00
非经营用户	0.00	5.00	5.75
经营用户	15.00	36.00	41.40
工业用户	0.00	50.00	60.00
含税单价			
天然气（元/立方米）	3.48	3.67	3.67
居民用户	2.80	3.56	3.56
非经营用户	3.70	3.70	3.70
经营用户	3.70	3.70	3.70
工业用户	3.70	3.70	3.70
含税收入（万元）			
供气收入	63.90	372.30	439.18
销项税	7.35	42.83	50.52
供气业务收入（万元）	56.55	329.47	388.65

来源：国金证券研究所

图表43: 分子公司收入预测三

项 目	2010H下	2011	2012
泰安港泰			
输气量 (万立方米)			
内部输气量 (万立方米)	4,329.47	12,248.52	16,751.83
外部输气量 (万立方米)	4,728.71	14,400.00	14,400.00
合计 (万立方米)	9,058.18	26,648.52	31,151.83
输气单价 (元/立方米)	0.15	0.15	0.15
输气收入 (万元)			
内部输气收入 (万元)	649.42	1,837.28	2,512.77
外部输气收入 (万元)	709.31	2,160.00	2,160.00
合计 (万元)	1,358.73	3,997.28	4,672.77
港新燃气			
输气量 (万立方米)			
内部输气量 (万立方米)	1,709.12	4,168.81	6,727.53
外部输气量 (万立方米)	0.00	0.00	0.00
合计 (万立方米)	1,709.12	4,168.81	6,727.53
输气单价 (元/立方米)	0.12	0.12	0.12
输气收入 (万元)			
内部输气收入 (万元)	205.09	500.26	807.30
外部输气收入 (万元)	0.00	0.00	0.00
合计 (万元)	205.09	500.26	807.30
供气量			
天然气 (万立方米)	395.10	2,586.75	3,580.00
居民用户	27.00	164.25	230.00
非经营用户	8.10	50.00	65.00
经营用户	0.00	0.00	0.00
工业用户	360.00	2,372.50	3,285.00
含税单价			
天然气 (元/立方米)	2.73	2.82	2.82
居民用户	2.40	2.67	2.67
非经营用户	2.80	2.80	2.80
经营用户			
工业用户	3.00	3.00	3.00
含税收入 (万元)			
供气收入	1,167.48	7,696.05	10,651.10
销项税	134.31	885.39	1,225.35
供气业务收入 (万元)	1,033.17	6,810.66	9,425.75
收入合计 (万元)	1,238.26	7,310.92	10,233.06
泰安金鸿			
供气量			
天然气 (万立方米)	766.56	1,800.00	3,600.00
居民用户	0.00	0.00	0.00
非经营用户	0.00	0.00	0.00
经营用户	0.00	0.00	0.00
工业用户	766.56	1,800.00	3,600.00
含税单价			
天然气 (元/立方米)	3.00	3.00	3.00
居民用户			
非经营用户			
经营用户			
工业用户	3.00	3.00	3.00
含税收入 (万元)			
供气收入	2,299.68	5,400.00	10,800.00
销项税	264.56	621.24	1,242.48
供气业务收入 (万元)	2,035.12	4,778.76	9,557.52

来源: 国金证券研究所

图表44: 分子公司收入预测四

项 目	2010H下	2011	2012
聊城金鸿			
供气量			
天然气（万立方米）	2,160.00	5,292.50	6,351.00
居民用户	0.00	0.00	0.00
非经营用户	0.00	0.00	0.00
经营用户	0.00	0.00	0.00
工业用户	2,160.00	5,292.50	6,351.00
含税单价			
天然气（元/立方米）	2.60	2.60	2.60
工业用户	2.60	2.60	2.60
含税收入（万元）			
供气收入	5,616.00	13,760.50	16,512.60
销项税	646.09	1,583.07	1,899.68
供气业务收入（万元）	4,969.91	12,177.43	14,612.92
宁阳金鸿			
供气量			
天然气（万立方米）	900.00	2,800.00	3,920.00
居民用户	0.00	0.00	0.00
非经营用户	0.00	0.00	0.00
经营用户	0.00	0.00	0.00
工业用户	900.00	2,800.00	3,920.00
含税单价			
天然气（元/立方米）	2.80	2.80	2.80
工业用户	2.80	2.80	2.80
含税收入（万元）			
供气收入	2,520.00	7,840.00	10,976.00
销项税	289.91	901.95	1,262.73
供气业务收入（万元）	2,230.09	6,938.05	9,713.27
莱芜金鸿			
供气量			
天然气（万立方米）	5,000.00	8,000.00	
居民用户	0.00	0.00	
非经营用户	0.00	0.00	
经营用户	0.00	0.00	
工业用户	5,000.00	8,000.00	
含税单价			
天然气（元/立方米）	3.00	3.00	
工业用户	3.00	3.00	
含税收入（万元）			
供气收入	15,000.00	24,000.00	
销项税	1,725.66	2,761.06	
供气业务收入（万元）	13,274.34	21,238.94	
衡水中能			
供气量			
天然气（万立方米）	890.17	6,000.00	7,800.00
居民用户	0.00	0.00	0.00
非经营用户	0.00	0.00	0.00
经营用户	0.00	0.00	0.00
工业用户	890.17	6,000.00	7,800.00
含税单价			
天然气（元/立方米）	3.15	3.15	3.15
工业用户	3.15	3.15	3.15
含税收入（万元）			
供气收入	2,804.04	18,900.00	24,570.00
销项税	322.59	2,174.34	2,826.64
供气业务收入（万元）	2,481.45	16,725.66	21,743.36
兴安盟燃气			
供气量			
天然气（万立方米）	65.10	211.00	412.90

来源：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)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	63	457	608	930	1,633	2,085
增长率		623.8%	32.9%	53.1%	75.6%	27.7%
主营业务成本	-42	-254	-322	-571	-1,045	-1,306
%销售收入	66.2%	55.6%	53.0%	61.4%	64.0%	62.7%
毛利	21	203	286	359	588	779
%销售收入	33.8%	44.4%	47.0%	38.6%	36.0%	37.3%
营业税金及附加	-1	-5	-8	-9	-16	-21
%销售收入	0.9%	1.2%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-3	-7	-11	-19	-33	-42
%销售收入	4.1%	1.5%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-7	-24	-33	-42	-65	-83
%销售收入	11.2%	5.2%	5.4%	4.5%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	11	167	234	290	474	633
%销售收入	17.7%	36.5%	38.4%	31.1%	29.0%	30.3%
财务费用	0	-31	-29	-45	-61	-61
%销售收入	-0.5%	6.9%	4.8%	4.9%	3.7%	2.9%
资产减值损失	-1	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	11	138	204	244	413	571
营业利润率	17.1%	30.1%	33.6%	26.3%	25.3%	27.4%
营业外收支	4	25	26	3	3	3
税前利润	15	163	230	247	416	574
利润率	23.7%	35.6%	37.9%	26.6%	25.5%	27.5%
所得税	-2	-36	-56	-62	-104	-144
所得税率	15.9%	22.0%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	13	127	175	186	312	431
少数股东损益	0	0	2	7	12	17
归属于母公司的净利润	12	127	173	179	300	414
净利率	19.4%	27.8%	28.5%	19.2%	18.4%	19.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	13	0	0	186	312	431
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	0	0	43	60	79
非经营收益	0	0	1	30	64	67
营运资金变动	-9	0	3	-141	-208	-119
经营活动现金净流	10	0	4	117	228	458
资本开支	-48	-196	-451	-764	-806	-807
投资	0	-117	-62	-1	0	0
其他	0	125	-49	0	0	0
投资活动现金净流	-48	-189	-562	-765	-806	-807
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-12	-10	633	448	645	419
其他	45	-41	-296	-354	-67	-70
筹资活动现金净流	33	-51	337	94	578	349
现金净流量	-5	-240	-221	-554	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	4	249	854	300	300	300
应收款项	84	125	117	169	297	379
存货	25	1	6	6	11	14
其他流动资产	82	203	134	287	524	655
流动资产	195	578	1,111	763	1,133	1,348
%总资产	56.5%	39.2%	42.7%	25.6%	27.7%	26.8%
长期投资	0	13	52	53	52	52
固定资产	130	843	1,389	2,104	2,846	3,568
%总资产	37.8%	57.2%	53.4%	70.7%	69.5%	70.8%
无形资产	19	37	45	52	61	69
非流动资产	150	895	1,489	2,211	2,960	3,691
%总资产	43.5%	60.8%	57.3%	74.4%	72.3%	73.2%
资产总计	345	1,473	2,600	2,974	4,093	5,039
短期借款	59	30	0	493	1,138	1,556
应付款项	59	75	96	148	268	337
其他流动负债	5	20	62	56	99	126
流动负债	123	125	158	698	1,505	2,020
长期贷款	0	493	1,156	1,156	1,156	1,157
其他长期负债	20	73	72	0	0	0
负债	143	691	1,386	1,854	2,661	3,177
普通股股东权益	185	733	1,120	1,018	1,318	1,732
少数股东权益	17	48	95	102	114	131
负债股东权益合计	345	1,473	2,600	2,974	4,093	5,039

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.199	0.472	0.643	0.664	1.115	1.538
每股净资产	2.999	2.725	4.162	3.784	4.899	6.437
每股经营现金净流	0.161	0.539	1.058	0.437	0.847	1.703
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.64%	17.33%	15.46%	17.54%	22.76%	23.89%
总资产收益率	3.56%	8.63%	6.66%	6.00%	7.33%	8.21%
投入资本收益率	3.60%	9.77%	7.39%	7.85%	9.54%	10.37%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.00%	623.78%	32.92%	53.11%	75.55%	27.65%
EBIT增长率	-19.61%	1397.74%	39.86%	24.05%	63.60%	33.50%
净利润增长率	39.43%	935.04%	36.26%	3.14%	68.00%	37.92%
总资产增长率	10.93%	327.36%	76.56%	14.37%	37.63%	23.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	275.7	39.6	26.1	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	228.7	18.6	3.9	4.0	4.0	4.0
应付账款周转天数	159.2	27.4	43.3	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	579.3	537.4	437.9	387.3	297.0	289.1
偿债能力						
净负债/股东权益	27.54%	35.04%	24.90%	120.51%	139.32%	129.60%
EBIT利息保障倍数	-35.5	5.3	8.0	6.4	7.8	10.3
资产负债率	41.47%	46.94%	53.29%	62.35%	65.02%	63.04%

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	1	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

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

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