

燃气Ⅲ

芮定坤

0755-82026830

ruidingkun@cjis.cn

陕天然气

002267

推荐

08 业绩符合预期，兼具成长性和低风险

投资要点：

- 公司于 2 月 16 日发布 08 年业绩快报，净利润 2.97 亿同比增长 17%。摊薄后每股盈利 0.57，符合我们在报告中对 08EPS0.55 的判断。
- 需求：07 年国内天然气需求增长 20%，未来 5 年年均增长约 15% 左右。陕西省保护南水北调工程的水源保护地，在陕南地区发展清洁能源，支持公司天然气管网建设，未来两年公司输气量稳定增加。定量分析了 6 大主要下游的需求，我们认为 09、10 年增速在 10%-15% 之间。
- 气价：国际天然气价格一般滞后油价 6 个月，我们认为目前国际天然气价格的下跌已经体现了其和原油等替代能源的等热值比价关系，进一步下跌的空间不大。未来随着国际气价的上涨，以及国内进口量的增大，长期来看，国内天然气价格上涨的可能性较大。
- 天然气相对罐装燃气方便，价格约为液化石油气 LPG 的一半，未来随着管网铺设进入更多地区，对于 LPG 和其他能源有一定替代，在民用中的比例将进一步增大。以普通用户为例，每月用气约 30 元，受宏观经济的影响不大，需求刚性较强，即使经济进一步下行，公司业绩下行风险小。
- 西气东输二线在陕西预留开口，公司天然气供应的问题得到解决，主要的业绩风险因素消除。公司属于公用事业行业中具有一定成长性的清洁能源公司。
- 投资建议：我们预测公司 09、10 年 EPS 为 0.70、0.81 元，业绩增长来自下游需求增长，输气量增长 10%-15%。基于输气价格有上涨预期以及公司业绩兼具低风险和成长性，给与公司相对行业一定估值溢价，23 倍的市盈率，目标价为 16 元，推荐评级。

风险提示：

- 未来市场估值水平发生变动会影响目标价格。
- 天然气价格受国家管制。

6-12 个月目标价： 16 元

当前股价： 14.54 元

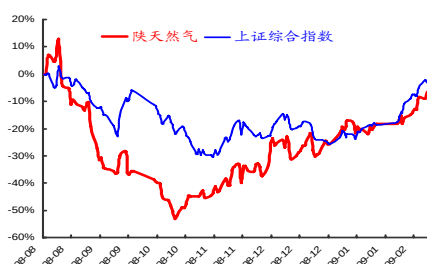
评级调整： -

基本资料

上证综合指数	2389.39
总股本(百万)	508
流通股本(百万)	100
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	0.57
每股净资产 (元)	1.44
资产负债率	60.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
陕天然气	13.77	37.82	-15.07
上证综合指数	22.25	20.29	-2.50



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008	2009	2010
营业收入(百万元)	1579	1719	2082	2398
同比(%)	17%	9%	21%	15%
归属母公司净利润(百万元)	254	280	335	414
同比(%)	24%	10%	20%	24%
毛利率(%)	27.2%	25.1%	24.5%	25.3%
ROE(%)	34.6%	13.8%	14.2%	14.9%
每股收益(元)	0.62	0.55	0.66	0.81
P/E	20.77	23.48	19.62	15.87
P/B	7.19	3.25	2.79	2.37
EV/EBITDA	15	14	12	10

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、08 业绩符合预期.....	3
二、公司简介.....	3
三、需求的定量分析.....	3
三、国内天然气价长期仍然上涨.....	6
四、成本分析：管道折旧占 60%.....	8
五、投资建议.....	10

表 目 录

表 1 国内天然气需求预测.....	4
表 2 公司未来需求增长预测.....	5
表 3 国际天然气价格.....	7
表 4 公司募集资金开支计划.....	9
表 5 管输业务成本构成.....	9
表 6 EPS 受需求增速和管输价格影响敏感性分析.....	10

图 目 录

图 1 中国天然气消费分类.....	3
图 2 陕西省天然气消费结构（2006）.....	4
图 3 2007 年公司下游需求结构.....	4
图 4 天然气（Henry Hub）价格 两周内（左）和一年内（右）.....	7
图 5 国内价格受政府定价决定.....	7

一、08 业绩符合预期

报告期内，公司主营收入 17.5 亿元，同比增幅 10.84%，净利润 2.97 亿元，同比增长 17.02%。摊薄后每股盈利 0.57，符合我们在报告中对 08EPS0.55 的判断。

报告期内总资产较上年末增长 54.52%，每股净资产较上年末增长 125.7%。

二、公司简介

公司是陕西省内唯一的天然气长输管道运营商，拥有国内同类型省属网络中规模最大、覆盖最广的网络。

公司的收入分两部分，销售天然气收入和管道输送天然气。

其中销售天然气按接受气价，利润为零（考虑营业税改征增值税后上交税费，以及输气过程中损失，实际小幅亏损）。

管输天然气为公司利润来源，如果只算管输业务，毛利率约为 60%，收入主要是管输费用，成本主要是固定资产折旧成本以及人工操作成本、安全费用、地方发展基金。

三、需求的定量分析

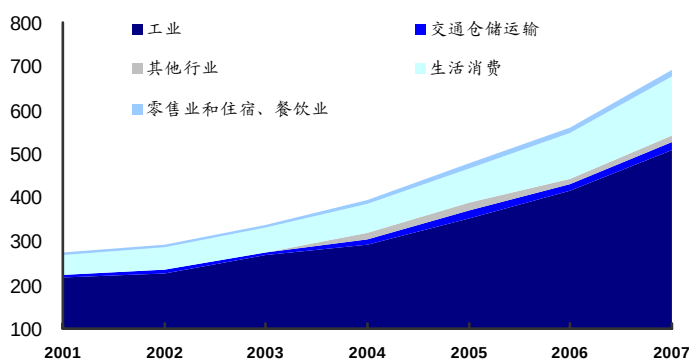
国内需求增长确定：

国家《能源发展“十一五”规划》中提出，到 2010 年，国内天然气产量达到 920 亿立方米，在能源消费中的比重达到 5.3%。2007 年比重为 3.9%。以此速度计算，年增速超过 15%。

根据中石油预计到 2010 年，内地城市管道燃气需求将超过 300 亿立方米，到 2015 年将超过 600 亿立方米。

2007 年，中国的天然气消费增长了 19.9%。

图 1 中国天然气消费分类 单位：亿立方米



资料来源：Wind 中投证券研究所

表 1 国内天然气需求预测 单位：亿立方米

	2020	2015	2010
天然气规划产量（亿立方米）	1,421	1,251	1,068
天然气需求预测（亿立方米）	2,517	1,850	1,121
缺口（亿立方米）	1,096	599	53

资料来源：国家发改委

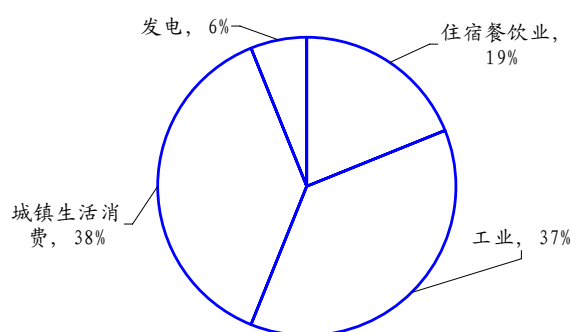
政策支持省内发展：

陕西省临近国内天然气资源最为丰富的靖边和川东气田，具备发展天然气的资源优势。

由于煤炭在省内能源使用比例中长期偏高，而发展水电和风电不具备自然条件，因此陕西省政府大力发展天然气，扩大天然气应用领域，陕西省天然气在能源消费中比例从 00 年的 3% 左右上升到 06 年的 6.4%。

陕南地区是南水北调工程的水源保护地，目前当地居民仍以柴薪为主要燃烧材料，不符合保护环境的要求，因此陕天然气公司已经在发展通往汉中地区的管道，未来天然气的替代将进一步加大省内天然气的使用需求。

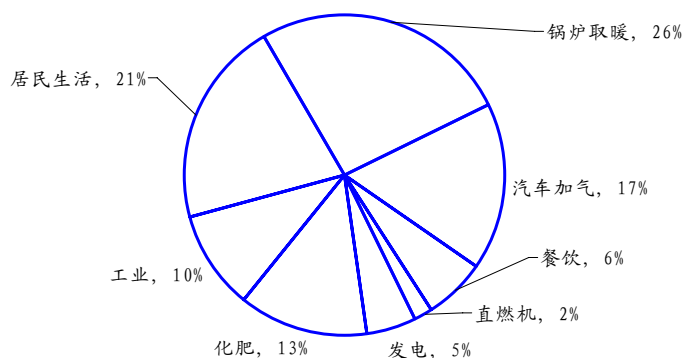
图 2 陕西省天然气消费结构（2006）



资料来源：中投证券研究所

公司下游需求分析：

图 3 2007 年公司下游需求结构



资料来源：中投证券研究所、招股说明书

其中居民生活、锅炉采暖和汽车加气加起来约 72%，民用天然气需求受宏观经济下滑影响不大，需求刚性强。

天然气使用相对罐装燃气方便，价格约为液化石油气 LPG 的一半，以普通用户为例，每月用气 20 方左右，约 30 元，用 LPG 每月一罐气约 80 左右。因此未来随着管网铺设进入更多地区，在民用中的比例将进一步增大，对于 LPG 和其他能源有一定替代。

陕西省 107 个县目前有 50 个县使用天然气，未来随着消费升级和管网建设，民用天然气需求存在较大增长空间。

按 07 年需求结构我们整理了需求预测表格：并按下游分类预测未来 3 年公司需求增长：

表 2 公司未来需求增长预测 单位：亿立方米

		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
	实际需求				16.35		
	耗损				0.25		
	输气量（亿立方米）	10.79	12.40	14.60	16.10	18.67	21.51
占比：	供气量增长额	2.26	1.63	2.11	1.73	2.57	2.84
17%	车用天然气					0.9	0.9
10%	工业					0	-0.16
13%	化肥					0	0.32
5%	发电					0	0
21%	居民生活					0.80	0.85
26%	锅炉					0.87	0.93
8%	其他					0	0
	供气量增长率	26.22%	14.98%	16.87%	11.83%	15.98%	15.18%

资料来源：中投证券研究所

车用天然气需求：

根据相关部分规划，2010 年以前，西安将发展天然气汽车 2.4 万辆，建设 CNG 汽车加气站 85 座，据此预计到 2010 年将增加西安市天然气需求 1.8 亿立方米，因此 09、10 新增为 0.9 亿立方米。

西安目前的全部出租车都已改成双燃料，另外虽然 CNG 汽车发展还有一些问题，但主要瓶颈在于加气站不足，加满一次 65L 罐，一般能跑 130 公里，但花费时间较长。我们按每年 0.9 亿立方米的基础上 90% 计算车用需求。

工业需求:

由于在四类天然气使用中（见附录表），工业发电和工业生产不属于优先类，国家上调天然气工业气价后，公司 08 没有新增工业用户，陕西燃机热电关停发电项目，新增为零，因此预计 09 年需求增长为零，10 年下降 10%。

化肥需求:

主要为兴化股份生产硝酸铵使用。民爆行业平均需求增速为 13%，我们预计 09 年由于兴华新产能投产已经是 10 月，因此保守估计没有新增需求，10 年新产能实现产量，新增需求 13%。

民用需求:

民用需求主要在新增用户，已有用户除了加装天然气热水器以外，炊饮采暖没有增加。

新增用户分为两块:

1 现有管道覆盖地区城市化率提高和气化率（城市更多比例用户使用天然气）提高带来的新增。

我们通过气化率和城市化率的乘积确定：陕西城市天然气需求平均增速 10%，我们因此按 8 折计算，未来两年城市气化率提高 15%。

根据政府数据，2006 年中国全国城镇人口达 5.77 亿，城市化率为 43.9%，预计到 2020 年中国城市化率将达到 55%，因此 09、10 预计城市化率提高 1.73%。

合计计算，年增速 8.9%左右。

2 公司管道延伸到没有覆盖到的区域带来的新增。

根据公司规模，管道长度从目前 1169 公里到 2010 年增加到 1991 公里，年均 20%的增速，按照新增只有 80%的管道使用率计算，每年新增约 1 亿立方米。

如果只考虑现有管道新增需求，则年需求增速为约 10%，如果考虑新增管道，则新增需求为约 15%，我们预计公司需求增速在 10%-15%之间。

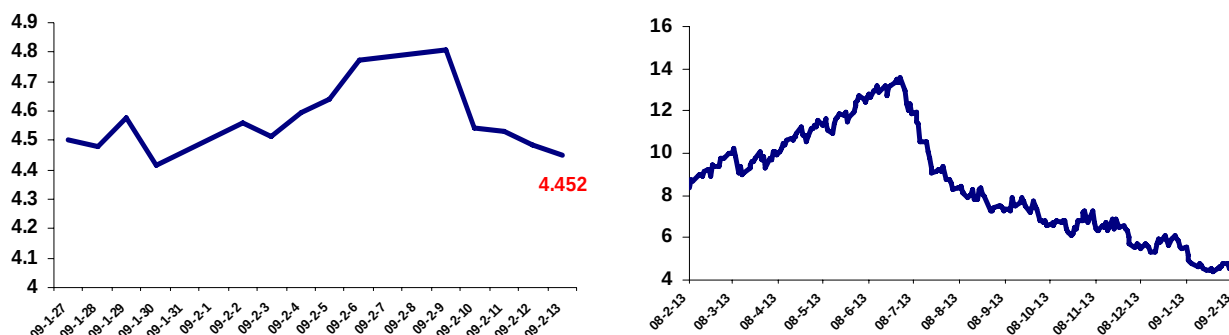
三、国内天然气价长期仍然上涨

国际气价:

天然气价格走势上，国际价格主要是根据等热值替代能源确定，结合供需关系和市场竞争因素，日本和美国大于欧洲价格。到岸价相对于等热值汽油价格的约 80%。

由于原油价格大幅下跌，国际天然气价格跌至约 4.45 美元/百万英热单位，相当于国内 1.13 元/立方米，（仍然高于国内气价（井口价）。我们认为目前天然气价格的下跌已经体现了其和原油等替代能源的等热值比价关系，进一步下跌的空间不大。

图 4 天然气（Henry Hub）价格 两周内（左）和一年内（右） 单位：美元/百万英热单位



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

表 3 国际天然气价格

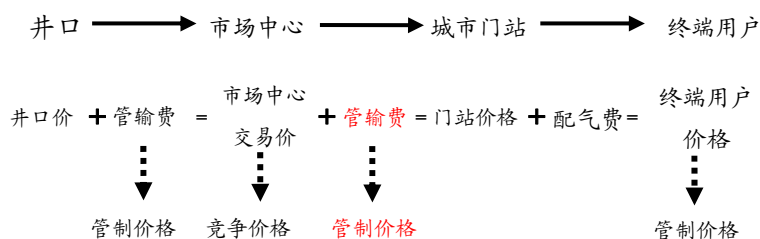
美元/百万英热单位	历史价格								价格预测		
	2 月 13 日	1Q 07	2Q 07	3Q 07	4Q 07	1Q08	2Q08	3Q08	3 个月	6 个月	12 个月
NYMEX 气价	4.45	7.18	7.65	6.25	7.39	8.73	11.47	8.95	5.00	5.00	7.20

资料来源：中投证券研究所、Bloomberg

管输价格确定不会下调，上调预期看政策

国内价格主要受政府调控。

图 5 国内价格受政府定价决定



资料来源：中投证券研究所

其中管输费用由陕西省政府制定。过去 3 年管输价格稳定，我们认为，基于国内天然气价格小于国际价格的背景和政府支持天然气发展的政策导向，管输费用下调的可能性不大。

管输费用的上调预期主要来自国内井口价能否上涨。国际管输价格一般根据进口价格进行调整，目前国内井口价仍然小于国际价格，约 0.7 元左右。

两个原因我们判断总体来看未来长期国内气价（井口价）上涨：

1 进口量增加，高价进口气和国内气价价差影响下游用气，西气东输二线成为催化剂（进口高气价造成国内两种气价）；

2 国家明确理顺能源价格，成品油新机制和燃油税费改革后，油气价差加大。发改委对于气价改革的研究已经进入方案完善阶段，加上中石油的积极争取，09 年天然气涨价具有一定可能性，具体时机还需看国家能源改革整体规划。

国际管输价格一般根据进口价格进行调整，但国内价格受政府定价确定，涨价与否有一定政策性风险，具有一定不确定性。公司仍在积极争取。进口价 09 年上涨和公司新铺管道需求重新定价两个事件可能成为管输价格上调的催化剂。

上半年调整的可能性不大：

虽然在近期的能源相关会议上，国家提出要理顺天然气价格，西气东输二线的开工也给调价带来一定预期（进口气价高逼着国内提价）。但两个原因我们判断天然气价格上半年调整的可能性小。

1. 天然气价格的制定基准是可替代能源等热值价格以及市场供需关系。国际天然气价格随原油价格大幅下跌的背景下，天然气调价的空间不大。

2. 在国内经济发展面临一定增长压力的情况下，我们注意到《瞭望》杂志一篇《经济改革 2009 新布局》（署名中央政策研究室）的文章指出：“凡是让老百姓掏钱，但又不属于扩大消费范畴的改革措施，以及加重企业和群众负担的改革措施均不能推出，应作暂缓处理，待条件具备后再议。”天然气调价涉及民生和草根阶层消费，工业生产也有一部分使用。在这种大环境下，调价的可能性小。

四、成本分析：管道折旧占 60%

资本开支增大，折旧增加影响成本

资本开支中新增固定资产对公司影响较大。一方面影响财务费用，另一方面，公司管输业务的主要成本为折旧费用（约 60%），因此未来新增管道长度，影响公司成本变化。

表 4 公司募集资金开支计划

项目名称	投资预算 (万元)	投资计划 (万元)			建设期 (年)
		2008 年	2009 年		
1 宝鸡-汉中天然气管道工程	53653	34640	19013		2
2 靖西二线 (四期) 工程	19648	19648	1		1
3 闽室改分输站工程	2950	2950	1		1
4 扶风县城市气化一期工程	2970	2264	706		3
5 泾阳永乐分输站工程	1435	1435	1		1
6 泾河分输站扩建工程	1594	1594	1		1
7 运用募集资金归还部分银行贷款	20000	20000			
合计	102250	82531	19719		

资料来源：中投证券研究所、招股说明书

表 5 管输业务成本构成 单位：万元

	2005	2006	2007
折旧费	10,767	11,844	12,028
其他	6,661	8,154	8,883
合计	17,428	19,998	20,911
折旧占比	61.78%	59.23%	57.52%
其他占比	38.22%	40.77%	42.48%
其他增长		22.42%	8.94%
折旧增长		10 %	1.55%

资料来源：中投证券研究所、招股说明书

]

五、投资建议

我们根据天然气价格做了 EPS 的敏感性分析，公司的 EPS 在 0.66-0.74 之间，我们认为，综合判断，业绩的合理预测在 0.7 元。

我们预测公司 09、10 年 EPS 为 0.70、0.81 元，业绩增长来自下游需求增长，输气量增长 10%-15%。基于输气价格有上涨预期以及公司业绩兼具低风险和成长性，给与公司相对行业一定估值溢价，23 倍的市盈率，目标价为 16 元，推荐评级。

表 6 EPS 受需求增速和管输价格影响敏感性分析

		管输价格（元）				
		0.41	0.42	0.43	0.44	0.45
需求增长 15 %	EPS	0.66	0.68	0.71	0.74	0.77
需求增长 10 %	EPS	0.58	0.61	0.64	0.67	0.70

资料来源：中投证券研究所、招股说明书

注：目前管输价格为 0.41，按市场预期天然气价涨 8% 为 0.44。

风险提示：

1. 天然气价格受国家管制。
2. 未来市场估值水平发生变动会影响目标价格。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、陕天然气、广汇股份、中化国际、烟台万华、黑猫股份、路翔股份、红宝丽等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434