

陕天然气(002267)调研报告

公司业绩稳定增长可期

谨慎推荐

首次评级

公用事业/燃气

2010年1月20日

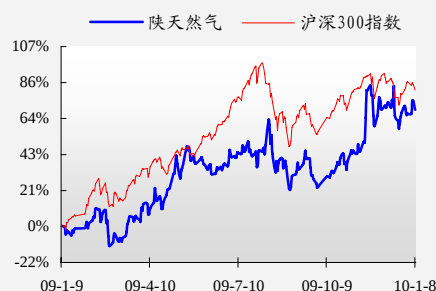
投资要点:

- 公司是陕西省目前唯一的天然气管道运营商,运营总里程 1169 公里,年输气能力达到 40 亿立方米。
- 公司的气源全部来自中石油长庆油田,长庆油田已经成为我国第二大油气田,和产量增长最快的油气田,天然气产能 200 亿立方米/年。
- 陕西省还有约半数的区县没有用上天然气,气化陕西工程规划正加速进行中,公司承担了其中大部分的工程量;
- 公司正全面进入城市燃气领域,该业务将成为新的利润增长点。
- 我国天然气产业正迈入快速发展阶段,城市燃气业务被列为优先发展类,天然气长输管道和城市天然气管网的建设投入将不断加大。
- 我国的天然气定价改革将逐步推进,公司在可能进行的价改中处于较有利的地位,这将对公司今后的业务发展带来积极的影响。
- 公司股票的价格处于合理范围内,考虑到公司良好的基本面和稳定的增长前景,给予公司股票“谨慎推荐”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (亿元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (亿元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	17.50	10.83	2.96	15.18	0.67	14.40	34.6	1.78
2009E	18.90	8.00	3.62	22.30	0.71		32.7	
2010E	20.79	10.00	4.35	20.17	0.86		27.0	

走势图



市场数据

2010-1-19

收盘价:	23.19 元
52 周最高价:	25.66 元
52 周最低价:	11.28 元
平均持仓成本:	22.71 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	50,842
流通 A 股(万股):	50,842
每股收益(元):	0.51
每股净资产(元):	4.16
每股经营现金流(元):	0.83
市净率:	5.57

分析师: 王伟纲

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

天然气源有保证

陕西省是我国的能源供应大省之一，我国第二大油气田——长庆油田的总部就位于西安市。公司是陕西省目前唯一的天然气管道运营商，负责全省天然气长输管道的规划、建设和经营管理。经过十余年的发展，公司现已建成靖边至西安一线和二线、咸阳至宝鸡、西安至渭南等4条长输管线，总里程达1169公里，形成了从陕北靖边到西安纵贯南北、延伸关中东西两翼、覆盖陕北和关中大部分地区的输气干线网络，年输气能力达到40亿立方米。

目前，公司的天然气供应全部来自于长庆油田的靖边气田，长庆油田的天然气开发状况对于公司业务的发展起到了决定性的影响作用。长庆油田2009年油气产量将超过3100万吨，其中，天然气将占据长庆油气产量的“半壁江山”。从1997年开始向下游市场供气，经历13年发展，长庆天然气东进晋、冀、京、津，南下西安、上海，西到银川，北上呼和浩特，已贯通大江南北，实现向30多个大中城市供气。目前，已开发的靖边、榆林、苏里格三大主力气田每天产气6500万立方米，成为我国最大的天然气生产基地。长庆油田油气产量示意图如图1所示。

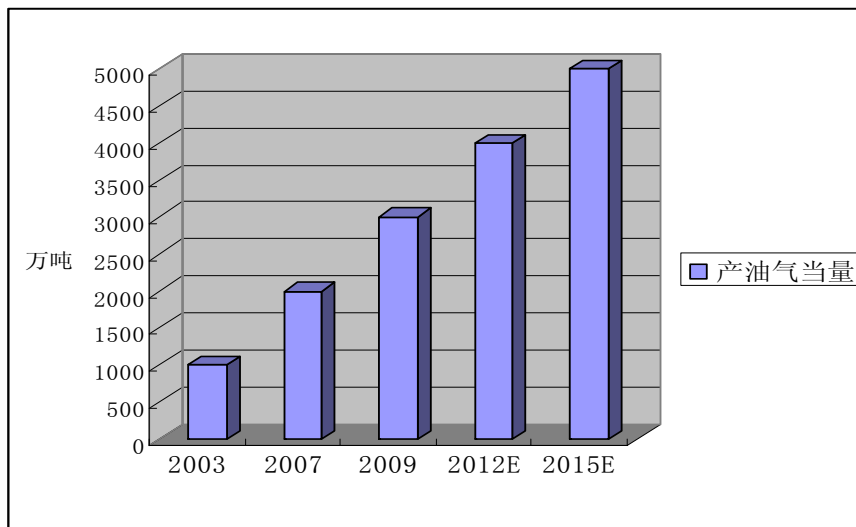


图1 长庆油田油气产量示意图

数据来源：中石油网站、东北证券金融与产业研究所

近两年，长庆天然气产量以每年30亿至40亿立方米的幅度增长，2009年产气量将达到180亿立方米，具备年产200亿立方米的能力，占中石油天然气总产量的近1/3、全国总产量的1/4。到2015年，长庆天然气产量将达到350亿立方米。

此外，正在建设的西气东输二线将从西安附近经过，届时也可能成为公司的气源之一，从而使得公司的气源更加丰富。

气化陕西要加速

得益于紧靠气源地以及改善民生的需要，陕西省将加快“气化陕西”的规划执行速度。根据最新的规划方案，全省将用四年左右的时间，投资50多亿元建成覆盖全省的天然气管网。公司将承担其中70%以上的投资量，再建两纵一横3条天然气主干线，以及7个重点地区。两纵分别是：韩城市—华阴市—商洛市；长武县—眉县—汉中市。一横是：汉中市—安康市—商洛市。7个重点地区分别是：榆林、延安、宝鸡、咸阳、汉中、安康、商洛。陕西省天然气管道建设规划如图2所示。



图2 陕西省天然气管道建设规划示意图

数据来源：公司网站

目前，陕西省共 107 个区县中，还有约半数没有使用天然气，其中大部分位于陕南地区。公司今后在陕南地区的运作模式将不仅是长输管线的建设，公司还将全面介入城市燃气的经营业务，公司的城市燃气业务将逐步增加，成为公司新的增长点。

管输城气齐挺进

去年 10 月，公司成立了一家全资子公司——“陕西城市燃气产业发展有限公司”，注册资本 3500 万元。该公司将成为公司经营城市燃气业务的主要载体。截至目前，公司先后出资 8200 万元收购了咸阳市天然气有限责任公司 40% 的股权，以及 3500 万元收购了汉中市天然气有限公司 70% 的股权。

城市燃气业务虽然属于公用事业，但是，由于在建设的初期投资较大，政府会给予一定的扶植措施，这样就使得一些基础比较好的城市的燃气业务会有不错的盈利能力。此外，随着燃气用户的不断增加，燃气公司的盈利水平也会随之提高。目前，省内主要城市的燃气管输收费标准与长输管道基本相同。这样，随着城市燃气市场份额的扩大，公司的收费管道总里程还将有大幅度的增长。据公司介绍，单西安市的燃气管道总投资就超过 10 亿元，要大于省内的一条干线长输管道的投资量，城市燃气管道的业务空间还

很大。

稳定增长即可期

根据有关统计数据，天然气的远景储量可以提供人类使用 300 年以上，远远长于石油的不到 100 年。同时，天然气的碳排放也要低于煤炭和石油，是一种较为环保的清洁能源。根据 IEA 的预测，全球天然气的需求量会从 2007 年的 3.0 万亿立方米增长到 2030 年的 4.3 万亿立方米——平均每年增长 1.5%，其在一次能源中的份额也将从 2007 年的 20.9% 上升到 2030 年的 21.2%。

近年来，我国天然气的消费量呈现快速的增长势头。国家发改委在 2007 年 9 月发布了《天然气利用政策》一文，该文将我国的天然气利用领域归纳为四大类，即城市燃气、工业燃料、天然气发电和天然气化工。其中，城市燃气被列为优先类，而其他三类的发展有一些限制甚至禁止条款。该文重点指出，此政策的有效实施，将有利于改善大气环境，提高人民生活质量，对建设环境友好型社会，促进天然气市场健康有序发展，实现节能减排目标，具有重要的战略意义。

根据美国《油气杂志》2008 年统计数据，截至 2008 年底，我国的天然气探明储量为 2.27 万亿立方米，占全球总量的 1.28%，居第 15 位。2009 年，我国天然气产量预计为 840.0 亿立方米，同比增长 10.4%。我国天然气产量如图 3 所示。

2009 年，我国天然气的净进口量估计约为 43 亿立方米，同比增长超过 200%，对外依存度约为 5%。由于我国的天然气资源相对世界平均水平要低很多，因此，扩大天然气进口是我们当然的选择。据国家有关部门最新分析预测，今年我国的天然气缺口可能达到 300 亿立方米，2015 年将达到 400 亿立方米。

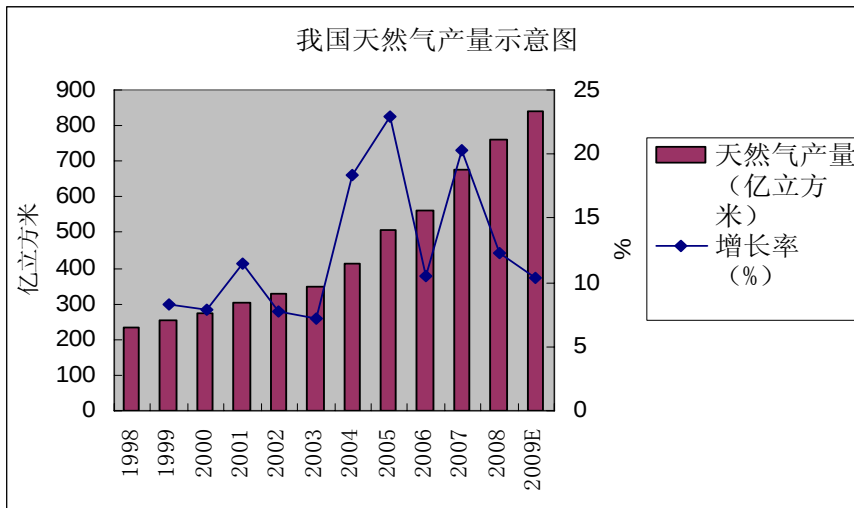


图 3 我国天然气产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济数据快报、东北证券金融与产业研究所

我国天然气产业的快速发展为公司的成长奠定了坚实的基础。气化陕西和挺进城市燃气业务为公司提供了量的保证，同时，陕西省的天然气价格相比其他省市要低，这为公司的管输价格的上涨提供了可能。我国部分城市天然气价格如图 4 所示。

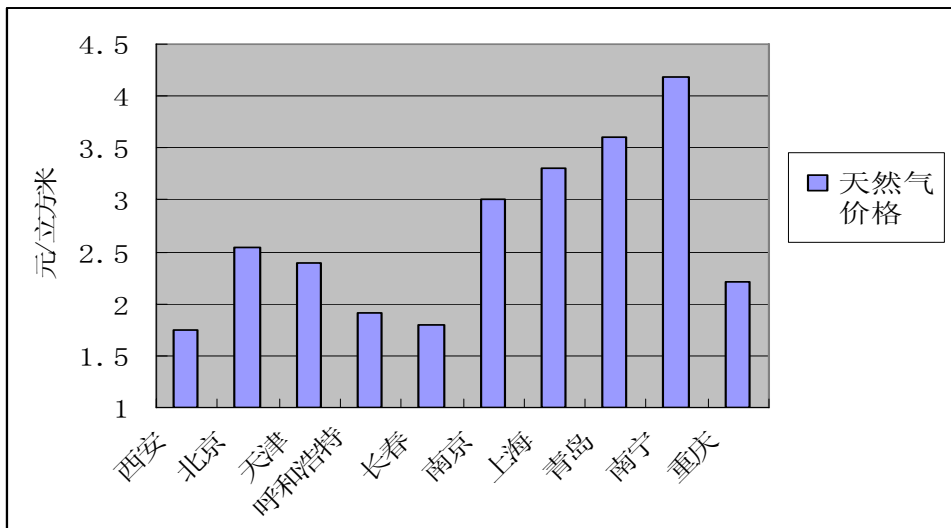


图4 我国部分城市天然气价格示意图

数据来源：中石油、东北证券金融与产业研究所

即使考虑管输成本的差异，陕西的天然气价格也是较低的。例如比较西安和天津、青岛，三地的管输成本分别为 0.12、0.48 和 0.40 元/立方米（以各省均价代替），扣减管输成本后三地的气价分别为 1.63、1.92 和 3.20 元/立方米，而三地的气源价格是相同的，都为 0.83 元/立方米。

目前我国城市天然气的定价主要基于三个方面的因素：一是气源价格，二是管输价格，这两部分就形成了城市门户价格；三是城市管网的建设成本和维护费用及相关的政策指导。其中，气源价格由国家发改委制定，管输价格由国家发改委或省级机构制定，城市价格由省或市级机构制定。2005 年 12 月，国家发改委发布了《近期适当提高天然气出厂价格的通知》，该文被认为是关于我国天然气定价的指导性文件，其大部分内容一直沿用至今。该文的核心内容有三点，一是将用户价格分为三类，即化肥生产用气、直供工业用气和城市燃气用气；二是将天然气的出厂价归并为两档；三是确定天然气出厂价格的调整依据。文件关于定价机制有如下表述：天然气出厂基准价格每年调整一次，调整系数根据原油、LPG（液化石油气）和煤炭价格五年移动平均变化情况，分别按 40%、20% 和 40% 加权平均确定，相邻年度的价格调整幅度最大不超过 8%。

当前，以上的定价机制正面临巨大的挑战。随着进口天然气的快速增长，各种气源的价格差异很大，与国产天然气的价格差异则更大。国产天然气价格要低于进口气价格很多，因此，我国天然气价格还将逐步上升的趋势不会改变。同时，天然气出厂价格（即气源价格）的定价将更加灵活，并将逐步贴近市场化定价的模式。关于管输价格，无论是定价的机制，还是定价的标准，应该都不会有大的变化。原因主要有两点：一是业务属性偏向公用性质，二是目前的价格标准都不低，涨价的空间较小。至于城市定价则完全属于公用事业，应该综合考虑成本、费用、用户的承受能力以及政策导向。天然气城市价格的公用事业属性，将限制价格的上涨，因此，气源价格、管输价格和城市定价都会受到阻力，各方利益的平衡也会对方定价产生一定的影响力。

对于公司来说，管输价格虽然上涨有阻力，但是下跌几乎没有可能。而城市燃气方面，陕西省较低的价格对今后价格的适度上涨是比较有利的。因此，在可能进行的定价改革中，公司处于较为有利的地位，这对于公司今后的经营业绩将产生积极的影响。公司的经营业绩如图 5 所示。

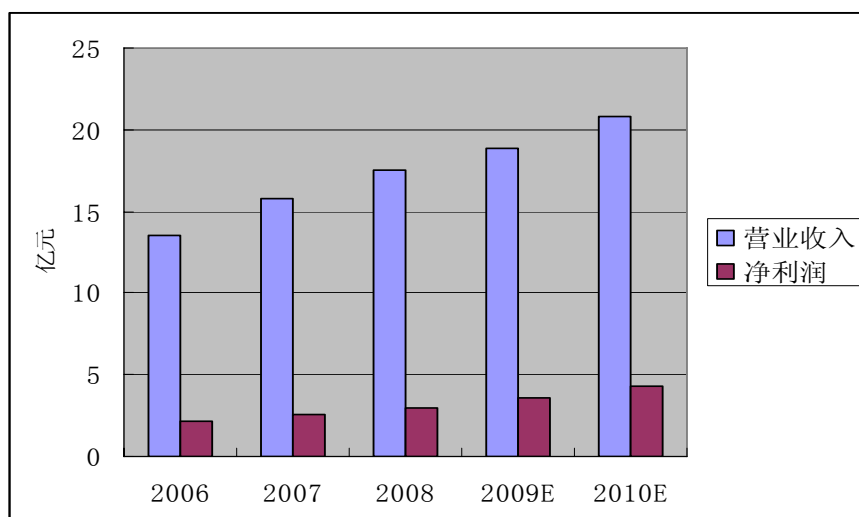


图 5 公司经营业绩示意图

数据来源: 公司各期报告、东北证券金融与产业研究所

根据公司的经营状况, 以及基本面情况, 暂不考虑管输价格可能上涨的影响, 也不考虑城市燃气业务的盈利, 对公司 2009 年、2010 年的经营业绩预测如表 1 所示。

表 1 公司 2009、2010 年业绩预测表

项目	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
营业收入	15.79	17.50	18.90	20.79
营业成本	11.47	13.02	13.73	14.42
税金及附加	0.16	0.10	0.12	0.18
销售费用	0.03	0.02	0.04	0.06
管理费用	0.53	0.56	0.64	0.80
财务费用	0.49	0.33	0.20	0.30
资产减值损失	0.01	0.04	0.04	0.05
公允价值变动收益				
投资收益	0.00	0.01	0.14	0.15
营业利润	3.10	3.46	4.27	5.13
营业外收入	0.00	0.04	0.00	0.01
营业外支出	0.01	0.01	0.01	0.02
利润总额	3.09	3.49	4.26	5.12
所得税	0.53	0.53	0.64	0.77
净利润	2.57	2.96	3.62	4.35
归属母公司净利润	2.57	2.96	3.62	4.35
少数股东损益				
EPS	0.63	0.67	0.71	0.86

数据来源: 公司年报、东北证券金融与产业研究所

注: 除 EPS 单位为元外, 其余均为亿元。

估值及评级

基于公司稳定的经营业绩，和年均 20%左右的预测增长率，给予公司股票 25 倍 P/E 是合理的。此外，考虑到公司进入城市燃气业务的潜在的增长机会，再给予一定的溢价。因此，公司股票的市场价格在 25.00 元左右是合理的，对应 2009 年、2010 年预期 P/E 值分别为 35.21 倍和 29.07 倍。给予公司股票“谨慎推荐”的投资评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。