

湘财证券研究所

石油和化工研究小组

王 强

Tel: 021-68634518-8221

Email: wq2835@xcsc.com

高 为

Tel: 021-68634518-8608

Email: gw2603@xcsc.com

相关研究报告：

《公司季报点评-中国石化 (600028)：油气量价齐升、化工毛利恢复，1 季增长符合预期》(2010.04.29)

《公司季报点评-中国石油 (601857)：一季度业绩同比大幅增长主要是低基数效应》(2010.04.28)

《天然气管输价上调影响有限，关键看后续价改能否上下游联动》(2010.04.28)

《公司年报点评-东华能源 (002221)：区域龙头地位和库容扩容 10 倍助推 LPG 毛利》(2010.03.23)

《调研深度报告-杰瑞股份 (002353)：高速迈向综合性油服公司，所得税或获惊喜》(2010.03.12)

《调研深度报告-东华能源 (002221)：LPG 问鼎区域龙头，化工仓储迎来新年元》(2010.01.29)

《中国石化 (600028.SH) 大消费中的估值洼地，行权到期临近、资产注入预期催化大涨》(2009.12.15)

《天然气价格改革专题三：上下游联动，下游城市燃气业在夹缝中的期待》(2009.12.03)

《天然气价格改革专题一：进口气价倒逼 VS 社会承受能力，“综合性价格”改革方案将胜出？》(2009.11.17)

近期，我们对公司进行了实地调研，与董秘梁倩女士、证代岳鹏先生、财务部会计师许丽芳女士等进行了交流。

□ “气化陕西”推动版图扩张，陕西省区域垄断优势仍明显，销气量稳步增长

2008 年底陕西省政府提出了“气化陕西”的战略目标，到 2012 年提前 17 年实现气化全省的目标，公司将在今后四年总投资约 40 亿元建设 10 条天然气管道、7 座 CNG 市场组团等，届时公司的天然气管网版图将得到进一步扩张。

作为目前陕西省唯一的天然气长输管道运营商，短期在陕西省境内没有同行业竞争对手，三大石油巨头尽管在陕西管输业务方面设立了投资公司，尚存在一定的行业壁垒。公司现有 40 亿立方米的年输气能力，长输管道主要覆盖陕北和关中大部分地区，并获授权承担陕南地区天然气管道的建设与经营，以及国家主干管网经过陕西的对接建站和衔接协调工作。公司已建成投运的省内干、支线管网已实现向陕西省大部分地区供气，再加上公司独资或控（参）股公司在下游市场的发展，极大程度限制了其他投资商的发展空间。在可预见的将来，公司将继续在陕西省保持绝对的竞争优势，公司现有领域每年输气的内生增长在 8%-10% 左右。

□ 公司处于“栽树期”，未来两年新增折旧和财务负担压力大

宝鸡-汉中天然气输气管道 2009 年底贯通 2010 年 3 月完成通气点火，咸阳—宝鸡天然气输气管道复线计划于 2010 年 4 月全线贯通投运，同时实现与靖西一、二线、咸宝一线、宝汉线并网运行，并计划于 2010 年 10 月与国家西气东输二线通过联络线实现对接。等与西气东输二线签订合同后，将当年新增天然气资源约 1 亿立方米，以后逐年增加 1 亿方至 5 亿方。2010 年公司投资额度超过 14 亿元，约占公司总资产的 50%，创公司年度投资额最高纪录，2012 年之前公司仍将处于投资高峰，这些新投入运行的管线将带来巨大的新增折旧和财务负担压力。

□ 单一气源有望得到改观，下游城市燃气市场拓展成新的看点

除中石油长庆气田主力气源外，中石化川东北气田、西气东输二线、中石油陕京线、中石化榆济线、延长石油集团直罗气田、中石油韩城煤层气等资源均已承诺或意向安排给陕西供气，陕西天然气供给将形成以长庆气田为基础，以西气东输二线、川东北气田资源为重点，省内延长石油集团和煤层气为补充，利用省内气田的价格优势，在可预见的未来，构建最优的资源配置格局。

公司开始开拓下游城市终端市场，已拥有独资设立的陕西城市燃气产业发展有限公司和子公司咸阳天然气、汉中天然气，另外拟受让股东的渭南天然气 51% 股权，这块业务短期贡献不大，未来成新的看点。

□ 或受益天然气价格改革

天然气价格改革在 2010 年二季度推出的可能性较大，对于中游管输也是机遇。据我们的敏感性分析测算，管输价每上涨 0.01 元，公司 EPS 将增厚 0.03 元。

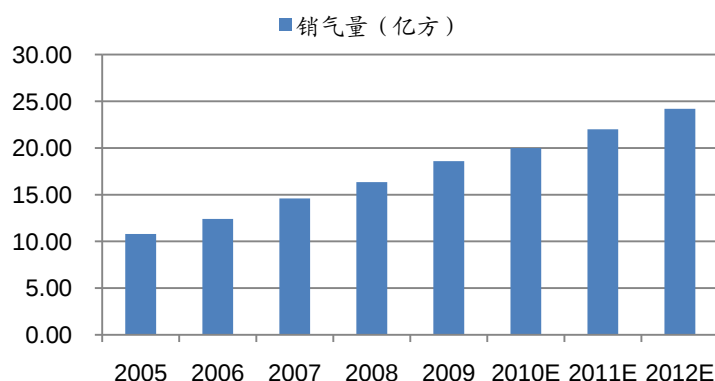
□ 投资建议：我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别 0.60 元、0.57 元和 0.62 元，对应目前 16.65 元的股价（5 月 25 日），市盈率分别为 27.7 倍、29.2 倍和 26.9 倍，首次给予“中性”评级。

表 1：分业务盈利预测及主要假设

	单位	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销气量	亿方	14.59	16.34	18.59	19.99	21.99	24.19
主营业务收入	万元	157,856.55	174,351.13	197,727.69	214,049.90	235,461.67	259,015.63
天然气销售	万元	94,076.85	107,351.10	120,145.94	129,948.00	142,942.80	157,237.08
管道运输	万元	63,779.70	67,000.03	77,463.92	83,966.40	92,363.04	101,599.34
天然气直销	万元		0.00	117.83	135.50	155.83	179.20
主营业务成本	万元	114,988.06	130,058.14	146,936.47	165,389.32	186,559.65	205,147.01
天然气销售	万元	94,076.85	107,351.10	120,145.94	129,948.00	142,942.80	157,237.08
管道运输	万元	20,911.21	22,707.04	26,604.51	36,255.30	43,430.83	47,723.91
天然气直销	万元		0.00	186.02	186.02	186.02	186.02
天然气销售	元/立方	0.6448	0.6570	0.6463	0.6500	0.6500	0.6500
管道运输	元/立方	0.4371	0.4100	0.4167	0.4200	0.4200	0.4200
管输毛利率	%	67.21%	66.11%	65.66%	60.39%	54.06%	52.04%
综合毛利率	%	27.16%	25.40%	25.69%	23.67%	21.19%	20.41%
营业收入	百万元	1,578.70	1,749.82	1,999.63	2,163.00	2,377.12	2,612.66
主营业务收入	百万元	1,578.57	1,743.51	1,977.28	2,140.50	2,354.62	2,590.16
其他业务收入	百万元	0.13	6.31	22.35	22.50	22.50	22.50
营业成本	百万元	1,146.59	1,301.64	1,478.63	1,673.39	1,875.10	2,060.97
主营业务成本	百万元	1,149.88	1,300.58	1,469.36	1,663.89	1,865.60	2,051.47
其他业务成本	百万元	-3.29	1.06	9.26	9.50	9.50	9.50
营业毛利	百万元	432.10	448.19	521.01	489.61	502.02	551.69
主营业务毛利	百万元	428.68	442.93	507.91	476.61	489.02	538.69
其他业务毛利	百万元	3.42	5.26	13.09	13.00	13.00	13.00

资料来源：公司各期报告，湘财证券研究所

图 1：公司销气量稳步提升



资料来源：公司各期报告，湘财证券研究所

表 2：利润表

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,578.70	1,749.82	1,999.63	2,163.00	2,377.12	2,612.66
营业成本	1,146.59	1,301.64	1,478.63	1,673.39	1,875.10	2,060.97
营业税金及附加	16.47	9.65	8.55	11.90	13.07	14.37
销售费用	3.01	1.76	6.62	7.14	7.84	8.62
管理费用	52.87	55.62	63.80	69.00	75.83	83.34
财务费用	49.33	32.71	19.10	30.00	50.00	60.00
资产减值损失	0.71	3.59	14.32	15.00	15.00	15.00
投资净收益	0.24	0.95	10.16	0.00	0.00	0.00
营业利润	309.95	345.82	418.78	356.57	340.27	370.35
营业外收入	0.49	4.28	5.00	5.00	5.00	5.00
营业外支出	0.97	1.38	5.44	5.00	5.00	5.00
利润总额	309.47	348.71	418.33	356.57	340.27	370.35
所得税	52.82	53.12	62.62	53.49	51.04	55.55
净利润	256.65	295.59	355.72	303.09	289.23	314.80
归属母公司净利润	256.65	295.59	355.72	303.09	289.23	314.80
摊薄后 EPS (元)	0.6215	0.6691	0.6997	0.596	0.569	0.619

资料来源：公司各期报告，湘财证券研究所

图 2：陕西省天然气输气管道建设规划



资料来源：公司网站，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。