

燃气 II

陕天然气(002267.SZ)/19.72 元

稳步成长的区域龙头，受益于新气源开拓和管输费上涨

事 项

2010年9月15日，华创证券化工研究员调研了陕天然气。

主要观点

一、盈利稳定增长的区域天然气龙头企业

公司目前拥有靖西一线、靖西二线、西安-渭南线、宝鸡-汉中线以及咸阳-宝鸡一线和咸阳-宝鸡二线六条主输气管线，年输气能力40亿立方米。07年到09年，公司的销气量年复合增速为12.9%。今年上半年，由于天气寒冷同时上游供气量增加，公司业绩超出市场预期，实现销气11.15亿方，同比增加23.05%。按照公司的保守估计，即便没有新气源的开拓，公司上游的供气量也将以至少每年8%左右的速度稳定增长。

二、“气化陕西”推动公司快速扩张

08年底，陕西省提出了“气化陕西”的战略目标，计划于2012年末气化全省11个市、107个县以及10%的重点乡镇，覆盖人口1300万，总投资额预计为59亿元。其中，陕天然气将承担40亿元的投资用于管道铺设和运营。目前汉中-安康、西安-商洛和韩城-敷水三条管线正在建设之中。其中西安-商洛线将于今年10月份贯通，具备1.7亿方的输气能力；汉中-安康线将于2011年建成，具备11.51亿方的输气能力。公司的最终建设目标是建成“四纵二横”的管输网络。

三、公司加紧新气源的开拓

上游气源供应是公司业务扩展的主要瓶颈。目前公司的主要气源是长庆气田，今年给予公司的购气指标为19.75亿方，而公司的输气能力则高达40亿方。除主气源长庆气田外，公司正在积极拓展新的气源，如中石化川东北气田、镇巴气田、中石油韩城煤层气以及省内延长集团。另外，咸阳-宝鸡二线今年年底将与西气东输二线对接，公司已经获得了每年最高5亿方的天然气截留权，预计新气源明年可以开始供气。一旦新气源顺利开拓，公司的管输收入和管道利用率将大大提高。

四、管输费存在涨价预期，或增厚公司业绩

国产陆上天然气出厂基准价格由0.925元/方涨至1.155元/方，涨幅为0.23元。虽然管输费用同天然气出厂价格没有直接关系，但一般天然气涨价往往是系统性涨价，管输价格也存在较大上涨预期。预计管输价格每上涨0.01元，公司EPS将增加0.03元。

五、公司新气源开拓和管输费上涨仍存在一定不确定性

作为战略性资源，天然气的定价和供应都由国家统一规定和调度。公司同新气源签订供气合同、每年供给公司的天然气量、天然气管输价格都由国家发改委和陕西省发改委决定。因此，公司未来是否能顺利开拓新气源以及管输费是否会上涨还存在较大不确定性。

六、盈利预测与投资建议

预测公司2010、2011和2012年EPS分别为0.72元、0.83元和0.93元，给予推荐评级。

研究员：高利

联系人：冀光坤 何多粮

Tel: 010-59370811

Email: jiguangkun@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	50842
流通A股/B股(万股)	10000/0
资产负债率(%)	27.36
每股净资产(元)	4.34
市盈率(倍)	28.19
市净率(倍)	4.54
12个月内最高/最低价	25.66/15.01

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、盈利稳定增长的区域天然气龙头企业

陕天然气是陕西省唯一的天然气长输管道运营商，目前拥有靖西一线、靖西二线、西安-渭南线、宝鸡-汉中线以及咸阳-宝鸡一线和咸阳-宝鸡二线六条主输气管线，管道总长度为 1533km，年输气能力 40 亿立方米。07 年到 09 年，公司的销气量分别为 14.6 亿、16.3 亿和 18.6 亿方，年复合增速为 12.9%。今年上半年，由于天气寒冷同时上游供气量增加，公司业绩超出市场预期，实现销气 11.15 亿方，同比上涨 23.05%，完成全年 19.6 亿方销气计划的 56.91%。公司的主要收入来源于天然气管输费，该费用由陕西省物价局定价，因而保证了公司毛利率和盈利能力的稳定。按照公司的保守估计，即便没有新气源的开拓，公司上游的供气量也将以至少每年 8% 左右的速度稳定增长。

二、“气化陕西”推动公司快速扩张

08 年底，陕西省提出了“气化陕西”的战略目标，计划于 2012 年末气化全省 11 个市、107 个县以及 10% 的重点乡镇，覆盖人口 1300 万，总投资额预计为 59 亿元。其中，陕天然气是该工程的主要承担者，将承担 40 亿元的投资用于管道铺设和运营。目前汉中-安康、西安-商洛和韩城-敷水三条管线正在建设之中。其中西安-商洛线将于今年 10 月份贯通，该管线长 132.7km，具备 1.7 亿方的输气能力；汉中-安康线将于 2011 年建成，管线长 235km，具备 11.51 亿方的输气能力。公司的最终建设目标是建成“四纵二横”的管输网络，其中“四纵”为靖边-西安一线、靖边-西安二线、韩城-华阴-商洛线、长武-宝鸡-汉中线，“二横”为宝鸡-咸阳-西安-渭南线和汉中-安康-商洛线。“气化陕西”将大大推动公司在省内市场的扩张。

三、公司加紧新气源的开拓

上游气源供应是公司业务扩展的主要瓶颈。目前公司的主要气源是长庆气田，今年给予公司的购气指标为 19.75 亿方，而公司的输气能力则高达 40 亿方，因而能否找到新的气源是决定公司未来扩张的重要因素。除主气源长庆气田外，公司正在积极拓展新的气源，如中石化川东北气田、镇巴气田、中石油韩城煤层气以及省内延长集团。另外，咸阳-宝鸡二线今年年底将与西气东输二线对接，公司已经获得了每年最高 5 亿方的天然气截留权，预计新气源明年可以开始供气。一旦新气源顺利开拓，公司的管输收入和管道利用率将大大提高。

四、管输费存在涨价预期，或增厚公司业绩

今年5月份，国家发改委发布了《关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知》，国产陆上天然气出厂基准价格由 0.925 元/方涨至 1.155 元/方，涨幅为 0.23 元。虽然管输费用同天然气出厂价格没有直接关系，但一般天然气涨价往往是系统性涨价，管输价格也存在较大上涨预期。预计管输价格每上涨 0.01 元，公司 EPS 将增加 0.03 元。

五、公司新气源开拓和管输费上涨仍存在一定不确定性

作为战略性资源，天然气的定价和供应量都有国家规定和调度。公司同新气源签订供气合同、每年供给公司的天然气量、天然气管输价格都由国家发改委和陕西省发改委决定。其中，公司每年的供气量都要由公司根据下游需求向发改委提交申请，最终由发改委根据当地需求和全国天然气统一调度的情况进行制定；而管输费用则由陕西省发改委根据终端用户承受能力、公司盈利能力、管线长度等众多因素确定。因此，公司未来是否能顺利开拓新气源以及管输费是否会上涨还存在较大不确定性。

六、盈利预测与投资建议

预测公司 2010、2011 和 2012 年 EPS 分别为 0.72 元、0.83 元和 0.93 元，给予推荐评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	621	858	1085	1344
现金	443	677	887	1158
应收账款	81	57	67	68
其它应收款	7	5	5	6
预付账款	52	91	93	79
存货	35	28	30	31
其他	3	1	1	2
非流动资产	2435	2287	2216	2133
长期投资	100	63	84	82
固定资产	1589	1460	1330	1200
无形资产	70	83	100	119
其他	676	681	701	732
资产总计	3056	3145	3300	3477
流动负债	666	703	665	675
短期借款	360	377	369	369
应付账款	95	73	86	84
其他	211	253	211	222
非流动负债	170	18	-75	-173
长期借款	114	-4	-102	-208
其他	57	21	27	35
负债合计	836	720	590	502
少数股东权益	15	15	15	15
股本	508	508	508	508
资本公积金	914	914	914	914
留存收益	772	988	1272	1537
归属母公司股东权益	2195	2410	2695	2960
负债和股东权益	3056	3145	3300	3477

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	596	446	546	576
净利润	356	368	422	475
折旧摊销	141	132	131	132
财务费用	19	19	9	-1
投资损失	-10	-4	-5	-6
营运资金变动	71	-19	4	1
其它	19	-50	-15	-24
投资活动现金流	-695	27	-34	-12
资本支出	671	0	0	0
长期投资	-30	-37	21	-2
其他	-54	-10	-13	-14
筹资活动现金流	-247	-240	-301	-294
短期借款	-10	17	-8	-0
长期借款	-103	-117	-98	-106
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-134	-139	-195	-187
现金净增加额	-346	233	211	271

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2000	2108	2277	2459
营业成本	1479	1588	1715	1852
营业税金及附加	9	12	10	10
营业费用	7	4	4	5
管理费用	64	57	59	60
财务费用	19	19	9	-1
资产减值损失	14	6	8	10
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	10	4	5	6
营业利润	419	436	497	560
营业外收入	5	3	4	4
营业外支出	5	3	3	4
利润总额	418	437	498	561
所得税	63	69	76	86
净利润	356	368	422	475
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	356	368	422	475
EBITDA	579	587	638	691
EPS（元）	0.70	0.72	0.83	0.93

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	14.3%	5.4%	8.0%	8.0%
营业利润	21.2%	4.2%	13.9%	12.7%
归属母公司净利润	20.4%	3.5%	14.6%	12.5%
获利能力				
毛利率	26.1%	24.7%	24.7%	24.7%
净利率	17.8%	17.5%	18.5%	19.3%
ROE	16.2%	15.3%	15.7%	16.0%
ROIC	16.2%	17.5%	20.6%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	27.4%	22.9%	17.9%	14.4%
净负债比率	68.95%	70.67%	60.01%	53.64%
流动比率	0.93	1.22	1.63	1.99
速动比率	0.88	1.18	1.58	1.95
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.68	0.71	0.73
应收账款周转率	28	31	37	36
应付账款周转率	16.05	18.94	21.59	21.76
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.72	0.83	0.93
每股经营现金	1.17	0.88	1.07	1.13
每股净资产	4.32	4.74	5.30	5.82
估值比率				
P/E	28.19	27.24	23.77	21.12
P/B	4.57	4.16	3.72	3.39
EV/EBITDA	17	17	16	15

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801