

陕天然气(002267)调研报告

——投资公司正当时

公用事业/燃气

推荐

维持评级

发布时间: 2012 年 1 月 20 日

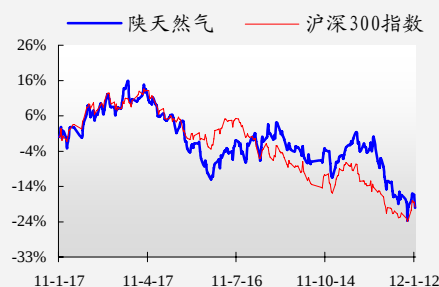
投资要点:

- 经过二十年的发展,公司已经成为一家拥有近 2000 公里天然气运营管道,年输气能力 40 亿立方米的省级燃气长输管道运营商。
- 2012 年,随着靖陕三线的建成投入运营,公司的年输气能力将猛增至 130 亿立方米,且气源已经有了充分的保证。
- 基于公司稳定的业务增长,和 2012 年以后年均 20%左右的业绩增长预期,给予公司股票 20 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 20.00 元左右是合理的,对应 2011 年、2012 年预期 P/E 值分别为 25.64 倍和 25.00 倍。
- 基于公司股票当前的估值水平明显低于同类公司的平均水平,也明显低于其潜在合理市场价格,因此,维持公司股票“推荐”的投资评级。
- 风险提示:公司下游用户拓展方面仍存在一定的不确定性,如果用户的增速较慢,将可能导致公司销气量的增速达不到预期,从而影响公司业绩的增速。

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(%)
2010	24.80	24.02	4.04	13.56	0.79	16.38	19.3	
2011E	33.48	35.00	3.97	-1.73	0.78		19.6	
2012E	43.52	30.00	4.07	2.52	0.80		19.1	
2013E								

走势图



市场数据

2012-1-19

收盘价:	15.26 元
52 周最高价:	22.24 元
52 周最低价:	14.29 元
平均持仓成本:	18.45 元

基本数据

2011Q3

总股本(万股):	50,842
流通 A 股(万股):	50,842
每股收益(元):	0.69
每股净资产(元):	5.33
每股经营现金流(元):	0.90
市净率:	2.86

分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550511010004

TEL: (8621)20361163

FAX: (8621)20361195

Email: wangwg@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

二十年的发展历程（公司篇）

（一）初步形成规模

1991年3月，陕西省天然气管道筹建处成立，成为公司发展的开端。1995年7月，靖西一线开工建设，标志着公司的实体业务正式开始运作。历时两年的艰苦建设，北起榆林靖边，南抵古城西安、咸阳，途经延安、铜川等15个县市，全长488公里，总投资8亿多元的陕西省首条天然气长输管线建成通气。

1999年1月，咸阳至宝鸡天然气管道工程开工建设。2001年1月，咸阳至宝鸡、西安至渭南两条天然气干线建成投用。至此，陕西省从靖边至西安，由西安至关中东西两翼延伸的倒“T”字型天然气长输管道建成，全长700公里，年输气能力达4亿立方米。此时，陕西成为除北京以外长庆油田最大的用气户。

2002年是公司重要的一年，公司完成了建设期向经营期的转变。全年输气量达到5.26亿立方米，利润为5018万元，首次扭转了长期亏损的局面。然而，市场用气的不均衡造成了很大的峰谷差，夏季用气量很低，气源有余，而冬季用气量很高，气量不能保障。面对发展瓶颈，公司领导层毅然决定建设靖西二线，提高输气能力，走可持续发展道路。又经过两年半的建设，投资11.8亿元，总长482.5公里的靖西二线建成投用。经过十年的建设，公司已经拥有四条长输管道，运营里程超过1000公里，年输气能力30多亿立方米，初步形成了规模化经营。

（二）成功上市

公司积极筹备上市的工作早在2005年就开始了，计划在香港H股上市，并开展了大量的工作。由于受到当时国内外资本市场的变化影响，公司最终决定转向A股上市。2008年8月13日，公司股票在深圳证券交易所上市，成为全国首家上市的省属天然气长输管道运营企业。

公司IPO共募集资金10.14亿元，投入宝鸡至汉中长输管道建设和靖西二线四期工程等6个项目。2010年3月，宝鸡至汉中天然气长输管道成为“气化陕西”的第一个完工项目投入运营。

（三）气化陕西提速

2009年1月13日，陕西省人大十一届二次会议上提出了到2012年末实现“气化陕西”的宏伟目标，比原计划整整提前了17年。省政府成立了省长牵头的“气化陕西”领导小组，按照管网覆盖区域需求，做好气源气量落实工作。

2010年4月，关中环线（泾阳经乾县至眉县段）天然气管道建成，实现与靖西一、二线、咸宝线、宝汉线并网运行，并于2011年1月完成与国家西气东输二线对接。2011年末，汉中至安康、西安至商洛天然气管道相继建成，加快了气化陕南进程。

2011年是公司具有里程碑意义的一年。2011年12月28日，公司成立20周年庆典大

会在西安隆重举行。经过 20 年的发展,公司的天然气长输管道运营业务从无到有,从小到大,公司的年输气量从 1997 年的 107 万立方米增长到 2011 年的约 25 亿立方米(预计),年均增速接近 20%。公司历年来天然气销售量如图 1 所示。

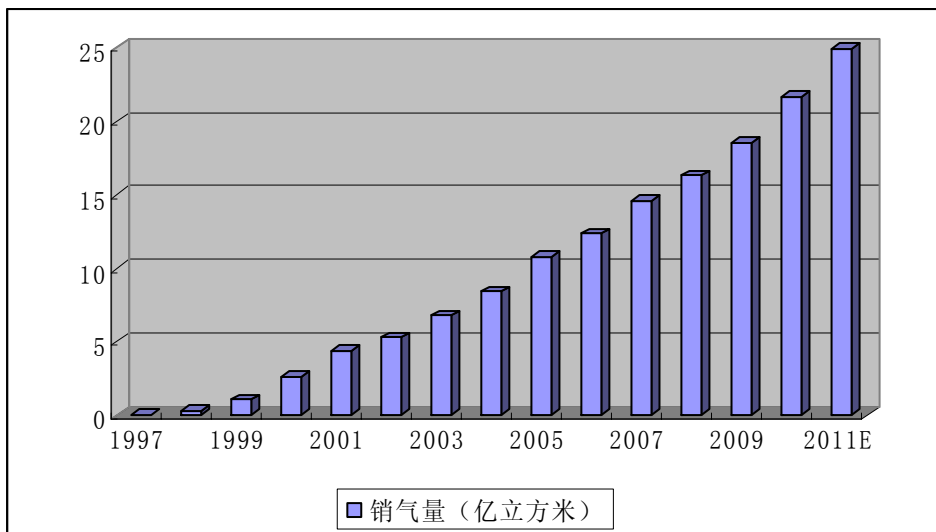


图 1 公司历年来天然气销售量示意图

数据来源:公司宣传册、东北证券

2011 年也是加速气化陕西的关键之年,全年公司投资 40 多亿元,建设 46 个项目,770 公里管道。其中,核心项目——投资 27.6 亿元的靖陕三线工程于 3 月 27 日正式启动。靖陕三线的建设将再次突破公司的输气瓶颈,公司的年输气能力将从目前的 40 亿立方米猛增至 130 亿立方米。该工程预计于 2012 年 6 月末建成。

(四) 气源有保障

截至目前,陕西全省天然气资源配置总量达 161 亿立方米。分别为,长庆油田 130 亿立方米,西气东输二线 5 亿立方米,中卫联络线 10 亿立方米,韩城煤层气 5 亿立方米,川东北通南巴 11 亿立方米。基本形成了全方位、多元化的资源配置体系。

仍然作为主力气源的长庆油田 2011 年又传出捷报,其 2011 年油气当量产量首次突破 4000 万吨,达到 4059 万吨,其中原油产量为 2002 万吨,天然气产量为 258.2 亿立方米。长庆油田从 1997 年开始向下游市场供气,经历 15 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 40 多个大中城市供气,成为我国最大的天然气生产基地。长庆油田油气产量如图 2 所示。

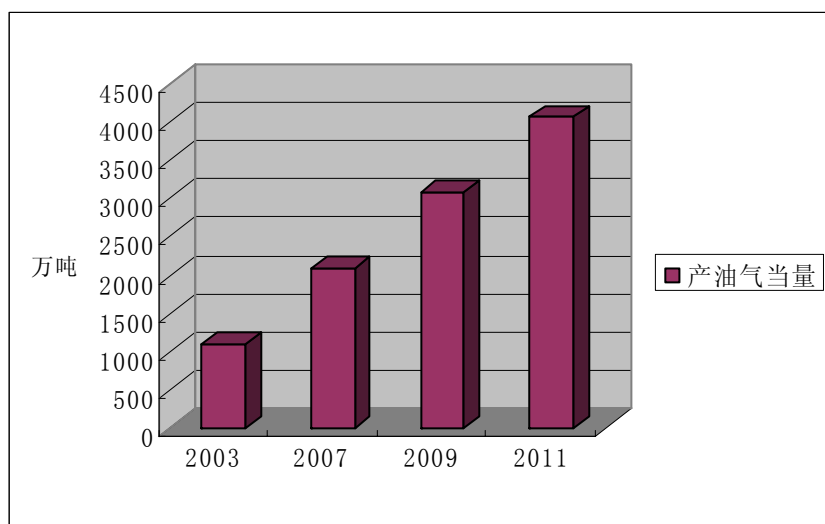


图2 长庆油田油气产量示意图

数据来源：中石油网站、东北证券

(五) 2012 年是新起点

根据陕西省的天然气发展规划及公司的实际情况，公司提出了，到“十二五”末，使全省市级城市气化率达到 75%以上，县（区）级城市气化率达到 50%以上，重点乡镇气化率达到 40%以上，气化总人口达 1800 万，年销售气量超过 60 亿立方米，天然气在一次能源消费结构中所占比例达到 10%以上。

根据如上规划，公司在今后四年中天然气销量年均增长将达到 25%左右，而公司“十一五”的年均增速仅为 15%。公司输气能力的大幅提升为加快发展速度打下了坚实的基础。

然而，由于 2011、2012 年公司的投资量巨大，导致负债率大幅上升，财务费用大量增加。同时，固定资产大幅增加将导致营业成本显著上升，从而影响公司的盈利水平。尽管经营形势仍然向好，然而由于费用增加、成本上升从而导致公司出现近年来的首次业绩下降将是大概率事件。

业绩受挫固然不是好事，但是，回首公司 20 年的发展历程可以看到，没有先期的投入，就没有之后的回报。公司通过这两年的集中投入，可以将上市以来的良好势头得以延续，而且可以更快更好地发展。由于管输行业的特性所至，投资初期往往收益不好，但随着用气量的不断上升其盈利能力将逐步得以体现。目前，公司的用户群体中，工业用户仅占三成，省内还没有一家天然气发电厂，工业用气还停留在五、六年前的老观念上。随着我国天然气民用化率的不断提高，燃气发电和工业用比例也将逐步上升。因此，公司用户群体的扩展，以及用户结构的变化都将确保公司新建输气能力的逐步释放，从而使得公司的经营业绩再上一个台阶。公司近年来的经营业绩及预测如图 3 所示。

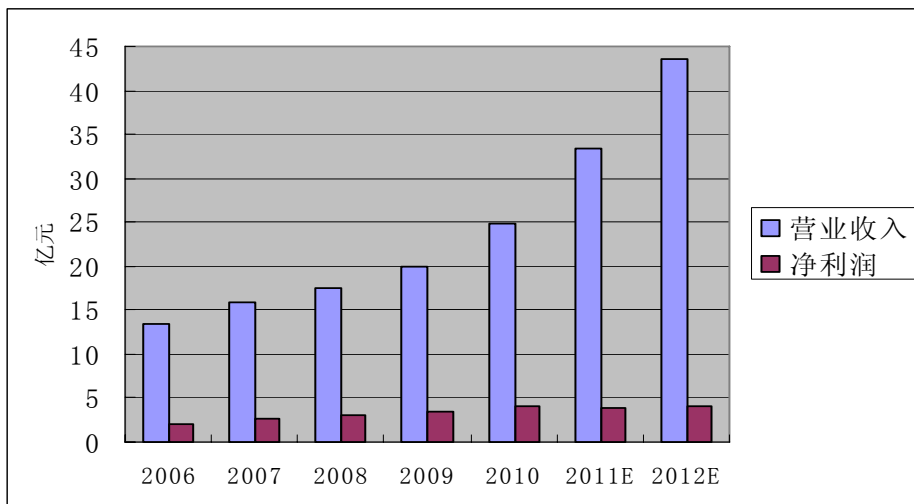


图3 公司近年来经营业绩及预测示意图

数据来源：公司各期报告、东北证券

天然气使中国更清洁（行业篇）

（一）我国天然气勘探开采状况

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%。

根据《BP 世界能源统计 2011》的统计数据，截至 2010 年底，我国的天然气已探明储量为 2.81 万亿立方米，占全球总量的 1.5%，居第 14 位。2011 年，我国天然气产量为 1025.3 亿立方米，同比增长 6.9%。我国天然气产量如图 4 所示。

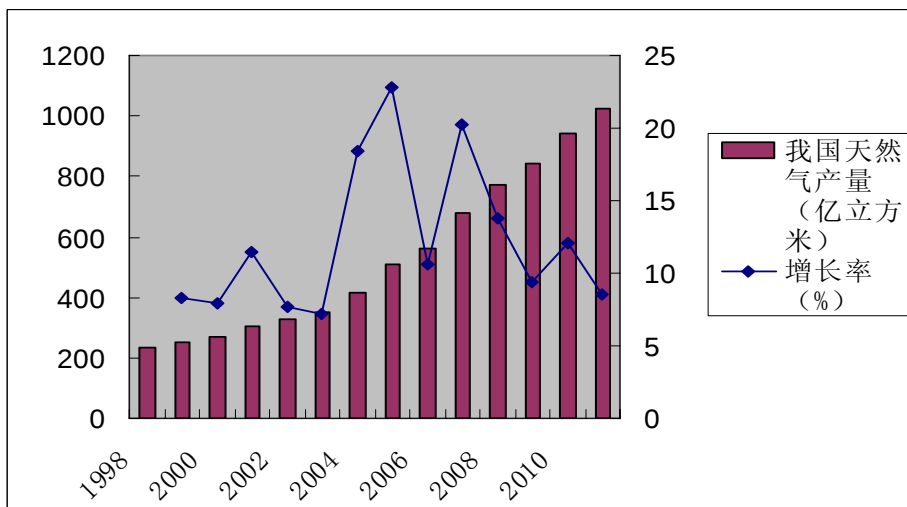


图4 我国天然气产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济数据快报、东北证券

（二）我国天然气管道状况

根据中石油相关统计数据，目前我国天然气管道运营总里程已经超过 4 万公里，其中中石油占 80%以上。主要干线管道包括：西气东输一、二线，川气东输，陕京二、三线等。根据中石油的规划，公司今后 5 年还将投资建设油气管道 4 万公里以上，其中大部分为天然气管道。该规划主要包括西气东输三、四、五线等。中石油运营的油气管道干线如图 5 所示，其中的红线为天然气管道干线，虚线为拟建管线。

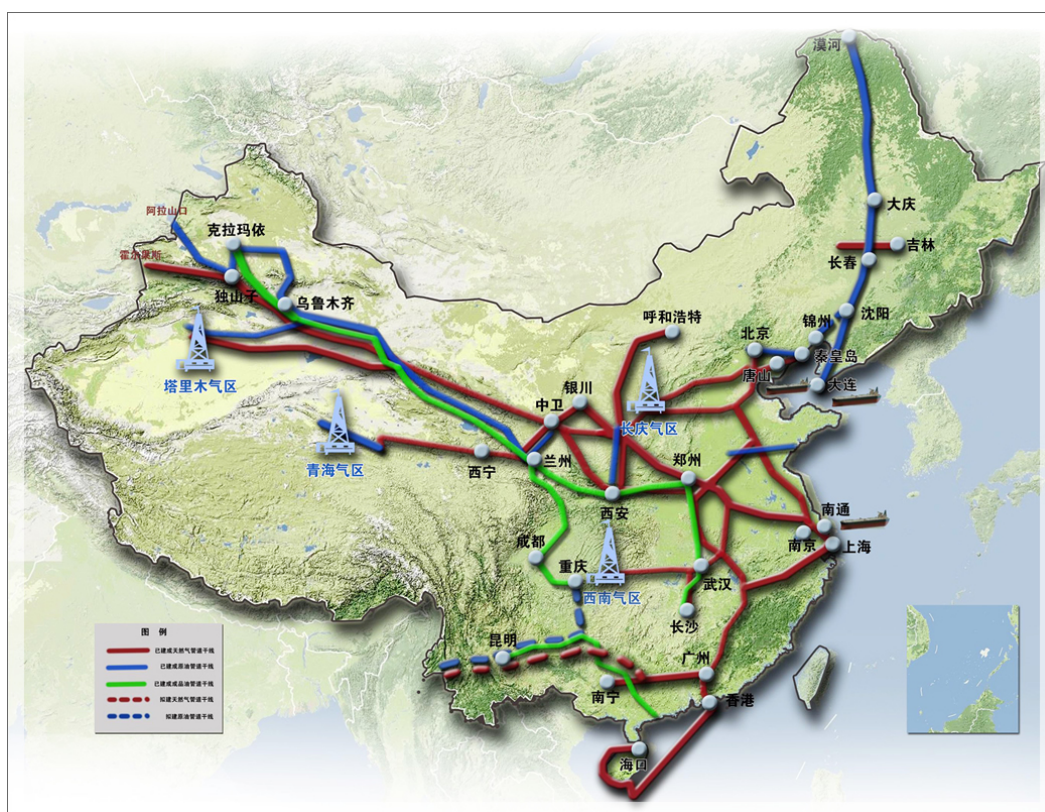


图 5 中石油油气干线分布示意图

数据来源：中石油网站、东北证券

（三）我国天然气消费状况

2011 年我国天然气消费量预计达到 1295 亿立方米，同比增长 21.0%，连续第二年增速超过 20%。2011 年我国天然气净进口预计达到 270 亿立方米，同比增长 115%，进口依存度预计为 20.8%。我国天然气消费量如图 6 所示。

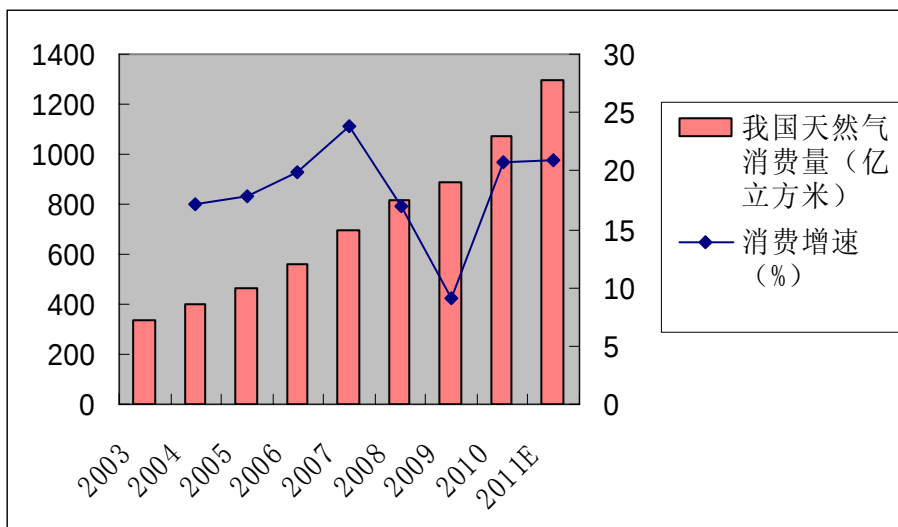


图6 我国天然气消费量示意图

数据来源：中国石油和化工经济数据快报、东北证券

根据《BP世界能源统计2011》的统计数据，2010年我国天然气消费量占一次能源消费总量的4.0%，而世界平均为23.8%。根据国家正在拟定的天然气发展规划，预计到2015年，我国天然气的消费量将达到2500亿立方米左右，进口依存度低于40%，占一次能源消费总量的比例上升至7%以上。根据上述规划，“十二五”期间我国天然气的消费年均增速仍将保持在20%左右。

投资公司正当时（估值篇）

（一）同类公司估值

选取大众公用、深圳燃气、长春燃气3家相关公司作为估值参照，这3家公司估值情况如表1所示。

表1 相关公司最新估值情况表（1月18日）

公司简称	收盘价（元）	11EPS 预测（元）	P/E
大众公用	4.66	0.30	15.53
深圳燃气	10.72	0.31	34.58
长春燃气	6.57	0.10	65.70
平均			38.60

数据来源：东北证券

（二）估值及评级

根据公司的经营状况，以及行业基本面情况，暂不考虑管输价格可能变化的影响，

也不考虑城市燃气业务的盈利，对公司 2011 年、2012 年的经营业绩预测如表 2 所示。

表 2 公司 2011、2012 年业绩预测表

项目	2010 年	2011 年 E	2012 年 E
营业收入	24.80	33.48	43.52
营业成本	18.94	27.13	35.97
税金及附加	0.12	0.12	0.14
销售费用	0.07	0.09	0.15
管理费用	0.83	0.92	1.03
财务费用	0.17	0.66	1.50
资产减值损失	0.05	0.01	0.10
公允价值变动收益			
投资收益	0.14	0.10	0.16
营业利润	4.75	4.65	4.79
营业外收入	0.03	0.03	0.06
营业外支出	0.03	0.02	0.06
利润总额	4.75	4.66	4.79
所得税	0.71	0.70	0.72
净利润	4.04	3.96	4.07
归属母公司净利润	4.04	3.97	4.07
少数股东损益	0.00	-0.01	0.00
EPS	0.79	0.78	0.80

数据来源：公司年报、东北证券

注：除 EPS 单位为元外，其余均为亿元。

基于公司稳定的业务增长，和 2012 年以后年均 20%左右的业绩增长预期，给予公司股票 20 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 20.00 元左右是合理的，对应 2011 年、2012 年预期 P/E 值分别为 25.64 倍和 25.00 倍。

基于公司股票当前的估值水平明显低于同类公司的平均水平，也明显低于其潜在合理市场价格，因此，维持公司股票“推荐”的投资评级。

风险提示：公司下游用户拓展方面仍存在一定的不确定性，如果用户的增速较慢，将可能导致公司销气量的增速达不到预期，从而影响公司业绩的增速。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。