

## 公用事业

2019年04月25日

## 陕天然气 (002267)

## ——售气量稳步增长 管输费下调拖累业绩

报告原因：有业绩公布需要点评

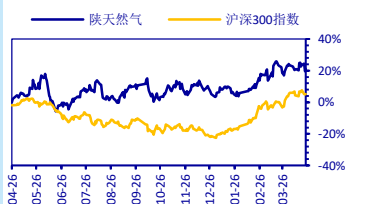
增持 (维持)

| 市场数据：       |  | 2019年04月24日      |
|-------------|--|------------------|
| 收盘价(元)      |  | 8.52             |
| 一年内最高/最低(元) |  | 9.08/6.45        |
| 市净率         |  | 1.6              |
| 息率(分红/股价)   |  | -                |
| 流通A股市值(百万元) |  | 9475             |
| 上证指数/深证成指   |  | 3201.61/10236.27 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据：        |  | 2019年03月31日 |
|--------------|--|-------------|
| 每股净资产(元)     |  | 5.38        |
| 资产负债率%       |  | 49.71       |
| 总股本/流通A股(百万) |  | 1112/1112   |
| 流通B股/H股(百万)  |  | -/-         |

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com

## 研究支持

查浩 A0230117070007  
zhahao@swsresearch.com  
邹佩轩 A0230118080005  
zoupux@swsresearch.com

## 联系人

查浩  
(8621)23297818×转  
zhahao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- **公司发布2018年年报。**全年实现营业收入89.99亿元，同比增长17.75%；实现归母净利润4.04亿元，同比增长2.21%，符合申万宏源预期。
- **公司发布2019年一季报。**一季度实现37.66亿元，同比增长29.99%；实现归母净利润3.02亿元，同比增长-3.87%，符合申万宏源预期。

## 投资要点：

- **售气量稳步增长，管输费下调拖累业绩。**受益于“气化陕西”政策，陕西省天然气消费量稳步提升，公司2018年实现长输管道售气量57.18亿千瓦时，同比增长8.22%；实现城市燃气售气量3.83亿千瓦时，同比增长27.01%。售气量大幅增长带动公司2018年上半年毛利率同比增长2.5个百分点至13.58%。然而陕西省自2018年6月10日起执行新核定的省内天然气管道运输价格，公司管输业务下半年毛利率大幅下滑，剔除非经常性项目影响后，我们测算公司全年毛利率为9.13%，较2018年上半年大幅下滑。公司2019年一季度综合毛利率为11.84%，较2018年同期减少4.04个百分点，毛利率下滑吞噬营收增长带来的利好，一季度净利润小幅下滑。
- **非经常性项目较多，剔除后2018年业绩与去年同期基本持平。**公司2018年主要有两项大额非经常性项目，其一为公司与中石油及陕西延长石油关于天然气价款的争议问题得到解决，公司冲回此前计提的预计成本，冲减2018年营业成本合计1.57亿元。其二为公司客户西蓝天然气及双翼石化无法偿还账款，公司合计计提1.29亿元坏账准备。剔除两笔非经常项目后，公司2018年业绩与2017年同期基本持平。
- **油气体制改革将推进油气管网独立，公司或迎来发展机遇。**近日中央召开全面深化改革委员会，推动石油天然气管网运营机制市场化。油气管网独立的主要思路在于：中石油、中石化、中海油等国有大型油气企业的管道资产将被剥离重组，实现管输和销售分开。当前我国天然气产业从价格链上看，中石油等油气生产商出厂气经过跨省跨区长输主干网，到各省门站后，以发改委规定的门站价，销售给省网运营公司，门站价相当于“出厂价+长输主干网管输费”。新管网公司成立后，成本监审深入推进，跨区域管输最高收益率限制政策得到进一步贯彻执行，更进一步向“管住中间，放开两头”发展模式靠拢。未来若跨区域管输费用下降，公司获得气源价格有望同步降低，毛利率有望提升。
- **盈利预测与估值：受管输费下调影响，我们下调公司19-20年归母净利润预测为4.51、4.87亿元（下调前分别为5.3和6.15亿元），新增21年归母净利润预测5.22亿元，当前股价对应PE分别为21、19和18倍，维持“增持”评级。**

## 财务数据及盈利预测

|           | 2018  | 2019Q1 | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|-----------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,999 | 3,766  | 9,546 | 10,125 | 10,740 |
| 同比增长率(%)  | 17.7  | 30.0   | 6.1   | 6.1    | 6.1    |
| 净利润(百万元)  | 404   | 302    | 451   | 487    | 522    |
| 同比增长率(%)  | 2.2   | -3.9   | 11.6  | 7.9    | 7.3    |
| 每股收益(元/股) | 0.36  | 0.27   | 0.41  | 0.44   | 0.47   |
| 毛利率(%)    | 10.7  | 11.8   | 9.2   | 9.2    | 9.2    |
| ROE(%)    | 7.2   | 5.0    | 7.7   | 7.6    | 7.6    |
| 市盈率       | 23    |        | 21    | 19     | 18     |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

| 百万元, 百万股         | 2016A   | 2017A   | 2018A  | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|------------------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入             | 7,211   | 7,643   | 8,999  | 9,546   | 10,125 | 10,740 |
| 营业收入同比增长率 (yoy)  | 6.19%   | 6.00%   | 17.75% | 6.10%   | 6.10%  | 6.10%  |
| 减: 营业成本          | 6,317   | 6,860   | 8,040  | 8,671   | 9,196  | 9,753  |
| 毛利率 (%)          | 12.40%  | 10.24%  | 10.66% | 9.20%   | 9.20%  | 9.20%  |
| 减: 税金及附加         | 30      | 35      | 47     | 50      | 53     | 56     |
| 主营业务利润           | 864     | 748     | 913    | 825     | 876    | 931    |
| 主营业务利润率 (%)      | 11.98%  | 9.79%   | 10.14% | 8.64%   | 8.65%  | 8.67%  |
| 减: 销售费用          | 11      | 13      | 17     | 18      | 19     | 20     |
| 减: 管理费用          | 107     | 109     | 117    | 124     | 132    | 140    |
| 减: 财务费用          | 146     | 138     | 157    | 143     | 155    | 159    |
| 经营性利润            | 599     | 488     | 622    | 540     | 570    | 612    |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | -10.92% | -18.56% | 27.45% | -13.12% | 5.56%  | 7.37%  |
| 经营性利润率 (%)       | 8.30%   | 6.38%   | 6.91%  | 5.66%   | 5.63%  | 5.70%  |
| 减: 资产减值损失        | -3      | 22      | 148    | 12      | 11     | 10     |
| 加: 投资收益及其他       | 9       | 12      | 21     | 10      | 20     | 20     |
| 营业利润             | 610     | 487     | 499    | 559     | 600    | 643    |
| 加: 营业外净收入        | 4       | -4      | -15    | -16     | -16    | -16    |
| 利润总额             | 614     | 483     | 483    | 543     | 584    | 627    |
| 减: 所得税           | 105     | 78      | 68     | 80      | 85     | 91     |
| 净利润              | 509     | 405     | 415    | 463     | 499    | 536    |
| 少数股东损益           | 1       | 10      | 11     | 12      | 13     | 13     |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 509     | 395     | 404    | 451     | 487    | 522    |
| 净利润同比增长率 (yoy)   | -13.26% | -22.24% | 2.21%  | 11.63%  | 7.90%  | 7.30%  |
| 每股收益 (元)         | 0.46    | 0.36    | 0.36   | 0.41    | 0.44   | 0.47   |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | 7.05%   | 5.17%   | 4.49%  | -       | -      | -      |
| ROE              | 9.55%   | 7.07%   | 7.16%  | 7.70%   | 7.60%  | 7.60%  |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |             |                     |
|----|-----|--------------|-------------|---------------------|
| 华东 | 陈陶  | 021-23297221 | 13816876958 | chentao1@swhysc.com |
| 华北 | 李丹  | 010-66500631 | 13681212498 | lidan4@swhysc.com   |
| 华南 | 谢文霓 | 021-23297211 | 18930809211 | xiewenni@swhysc.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753 | 18321619247 | huxinwen@swhysc.com |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；           |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。