

陕天然气(002267)

公司研究/点评报告

Q1业绩低于我们的预期

——陕天然气 2015Q1 点评

点评报告/公司研究

2015年 04月 28日

一、事件概述：公司发布2014年报，2014年营收53.22亿元，同比增长31.16%，净利5.1亿元，同比增长51.7%，EPS0.49。利润分配方案：10派1.5元。

2015Q1营收21.08亿元，同比增长28.50%，净利润3.04亿元，同比增长19.94%，基本每股收益0.2735。业绩略低于我们之前的预期。公司预计2015H1净利3~3.7亿元，同比增长5%~30%。

二、分析与判断：

● **Q1业绩低于我们的预期，全年高增长无忧。**公司2015Q1净利增速低于营收增速，我们判断主因是毛利率同比下滑2个百分点至21%左右，以及销售、管理等费用的大幅增加所致。公司2015年47亿方的销气量经营计划和我们之前判断的基本一致，我们判断，销气量有超预期的可能，全年业绩高增长无忧。

● **公司销气量进入快速增长期。**陕西省2013年开始全面实施“气化陕西”二期工程，陕西省委十二届四次全会上明确要求继续推进“气化陕西”工程。陕西省2013年4月专门出台“治污降霾·保卫蓝天”行动计划，2013年的政府工作报告中明确讲到，要积极推进“气化陕西”二期和“煤改气”工程，在西安100公里范围内加快无煤化进程。

2015年下半年设计产能6亿方的陕西液化气公司也将投产，我们预计年内还会新签其它工业客户，公司工业用气量将保持快速增长。预计“煤改气”需求量可达30亿方，将带动公司近几年销气量持续高增长。预计公司2015~2016年销气量将分别达到47亿方、57亿方，增速分别为21%、20%。

● **年内气源地气价改革方案有望出台，将成公司股价催化剂。**陕西省天然气井口价为：化肥0.9~1.0元/方，居民0.98元/方，工业1.3元/方，公司综合采购成本约1元/方，管输费均价为0.49元/方，气价媲美新疆。陕西省为气源地，目前不区分存、增量气，本次气价并轨方案对陕西没有影响。我们判断，年内有望出台专门针对陕西、内蒙等气源地的气价改革方案以促进天然气的消费，或将成为公司股价催化剂。

● **成本固化，公司业绩进入高弹性时代。**近几年公司加快了长输管网的建设，资本开支较大，压制了公司近两年的业绩，2013年公司单位长输管道气净利润约为0.11元。2015年随着关中环线转固（2015年转固金额在10亿元左右），公司短期无需大额资本开支，折旧等成本将固化、财务费用有望持续减少，随着产能利用率的提升，公司业绩相对销气量将进入高弹性时代，2015年公司20%的销气量增速有望带来40%净利润增速。

● **风险提示：**煤改气、工业用户开发进展低于预期，公司天然气销量不达预期。

三、盈利预测及投资建议

预计公司2015~2016年EPS分别为0.64元、0.89元，对应2015~2016年PE分别为26倍、19倍，公司销气量进入快速增长期，成本固化将带来高业绩弹性，维持“强烈推荐”的投资评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	4,058	5,402	6,552	7,869
增长率 (%)	6.70%	33.10%	21.29%	20.12%
归属母公司股东净利润 (百万元)	338	507	711	985
增长率 (%)	0.66%	50.07%	40.26%	38.55%
每股收益 (元)	0.33	0.46	0.64	0.89
PE	46	34	24	17
PB	/	3.6	3.2	2.7

资料来源：民生证券研究院

强烈推荐

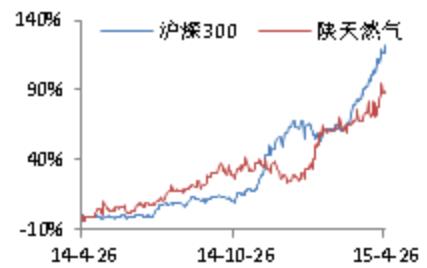
维持评级

合理估值： 25 元

交易数据 (2015-04-27)

收盘价 (元)	16.48
近 12 个月最高/最低	17.44/8.24
总股本 (百万股)	1112.08
流通股本 (百万股)	1016.84
流通股比例%	91.44%
总市值 (亿元)	183.27
流通市值 (亿元)	167.57

该股与沪深 300 走势比较



分析师

陶贻功

执业证书编号：S0100513070009

电话：(010)8512 7892

Email：taoyigong@mszq.com

研究助理：杨侃

一般从业资格：S0100114110008

电话：(010)8512 7543

Email：yangkan@mszq.com

相关研究

- 1、深度报告：《需求快速增长，公司有望迎来毛利与销气量双升》20121207
- 2、调研报告：《省内气价暂未调整，未来销量增长空间大》20140121
- 3、点评报告：《2014Q1 业绩超预期，或迎来毛利与销气量双升》20140425
- 4、调研报告：《销气量在政策推动下有望加速增长》20140605

表 1：公司主营业务核心假设

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
管输费（元/方）	0.49	0.49	0.49	0.49	0.49
长输管线天然气销量	2,790	2,932	3,902	4,721	5,666
代输气量		105	110	116	121
公司长输管线输气量合计		3037	4012	4837	5787
长输管线天然气单位成本	1.05	1.05	1.05	1.03	1.02
单位净利润	0.1200	0.1137	0.1290	0.1496	0.1707
长输管线净利润	335	350	522	726	988
城市燃气输气量	66	94	113	147	191
公司净利润	336	338	507	711	985
净利润增长率		0.66%	50.07%	40.26%	38.55%

资料来源：民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	4,058	5,402	6,552	7,869
减：营业成本	3,340	4,439	5,305	6,262
营业税金及附加	4	5	7	8
销售费用	12	14	16	20
管理费用	115	140	164	189
财务费用	212	233	252	265
资产减值损失	(5)	(5)	(5)	(5)
加：投资收益	14	14	14	14
二、营业利润	395	589	827	1,146
加：营业外收支净额	1	1	2	2
三、利润总额	396	590	828	1,147
减：所得税费用	61	89	124	172
四、净利润	334	502	704	975
归属于母公司的利润	338	507	711	985
五、基本每股收益(元)	0.33	0.46	0.64	0.89

主要财务指标

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	34.11	16.80	13.41	10.55
成长能力:				
营业收入同比	6.70%	33.10%	21.3%	20.12%
营业利润同比	-0.5%	49.3%	40.3%	38.6%
净利润同比	0.52%	50.07%	40.3%	38.6%
营运能力:				
应收账款周转率	16.14	23.66	22.84	22.74
存货周转率	78.83	88.85	81.28	77.57
总资产周转率	0.50	0.59	0.64	0.70
盈利能力与收益质量:				
毛利率	17.7%	17.8%	19.0%	20.4%
净利率	8.3%	9.4%	10.9%	12.5%
总资产净利率 ROA	4.1%	5.5%	6.9%	8.7%
净资产收益率 ROE	10.7%	12.6%	13.9%	16.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.57	1.26	1.52	2.20
资产负债率	62.8%	32.1%	32.0%	29.7%
长期借款/总负债	26.9%	53.4%	57.3%	64.8%
每股指标(元)				
每股收益	0.33	0.46	0.64	0.89
每股经营现金流量	0.84	0.71	1.19	1.39
每股净资产	3.17	4.24	4.87	5.75

资料来源：民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	906	1,188	1,441	1,731
应收票据	61	81	98	118
应收账款	197	259	314	378
预付账款	99	130	157	189
其他应收款	11	14	16	20
存货	51	71	90	113
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,326	1,743	2,117	2,549
长期股权投资	279	279	279	279
固定资产	5,470	5,862	6,218	6,540
在建工程	1,330	1,630	1,930	2,230
无形资产	190	171	152	133
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	7,331	7,941	8,579	9,182
资产总计	8,657	9,684	10,696	11,730
短期借款	1,009	518	388	85
应付票据	0	70	83	66
应付账款	338	666	775	829
预收账款	77	60	80	107
其他应付款	90	95	100	105
应交税费	(24)	(26)	(28)	(31)
其他流动负债	500	0	0	0
流动负债合计	2,309	1,383	1,396	1,160
长期借款	1,462	1,662	1,962	2,262
其他非流动负债	67	67	67	67
非流动负债合计	1,529	1,729	2,029	2,329
负债合计	5,436	3,112	3,426	3,490
股本	1,017	1,112	1,112	1,112
资本公积	441	1,346	1,346	1,346
留存收益	1,678	2,185	2,896	3,881
少数股东权益	77	72	65	55
所有者权益合计	3,220	6,572	7,271	8,241
负债和股东权益合计	8,657	9,684	10,696	11,730

现金流量表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	853	792	1,322	1,544
投资活动现金流量	(1,355)	(986)	(986)	(986)
筹资活动现金流量	477	276	(782)	(968)
现金及等价物净增加	(25)	82	(447)	(410)

分析师与研究助理简介

陶贻功：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2011年7月加入民生证券研究院。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

杨 侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石油化工等大能源方向的行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准

以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,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、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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考慮本报告的任何意見或建議是否符合其特定狀況,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。