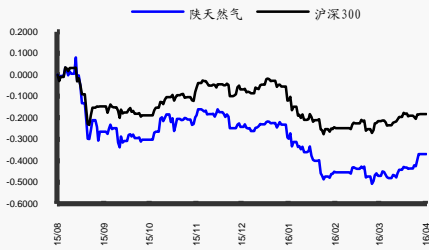


研究所
 证券分析师：谭倩 S0350512090002
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
 联系人：傅鸿浩 S0350115080013
 15802035600 fuhh@ghzq.com.cn

低估值区域燃气龙头将受益于天然气复苏 ——陕天然气（002267）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
陕天然气	19.4	-10.1	-30.0
沪深300	4.1	7.9	-25.8

市场数据 2016/4/5

当前价格(元)	10.36
52周价格区间(元)	7.95-21.09
总市值(百万)	11521.10
流通市值(百万)	11521.10
总股本(万股)	111207.54
流通股(万股)	111207.54
日均成交额(百万)	196.12
近一月换手(%)	17.39

相关报告

无

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

公司动态:

2015年11月，非居民气最高门站价每千立方米降低700元。

点评:

1、公司为陕西燃气管输龙头，气化陕西给公司带来销气量稳定增长。

公司为陕西省主要的管网建设和经营企业，以收取管输费为主要盈利模式。公司已经建成管道11条，已建成里程接近3000公里，输气能力达130亿立方米，形成了纵贯陕西南北，延伸关中东西两翼，覆盖全省11个市(区)的输气干线网络。2015年上半年销售气量24.28亿立方米，输气量还有较大上升空间。

陕西气化率不断提升。2012年气化陕西一期工程完成，市级以上气化率达70%，总气化人口1300万人。通过气化陕西二期推进，以及“煤改气”的大力推进，气化人口已达1500万。陕西燃气集团将继续实施气化陕西二期工程，目标是2017年气化人口达1600万，“十三五”末，全省城镇气化率达90%。气化率提升将带动公司管输量稳定增长。2014年、2015年上半年销气量均同比增长30%左右。

公司积极拓展工业直供用户。2014年，公司新增包括延长集团榆林炼油厂、延长中煤榆林能源化工有限公司在内的7家长输管道直供用户，直供用气量将持续增加。

2、天然气门站价下调提振下游需求。

2015年11月，非居民气最高门站价每千立方米降低700元。发电、工业、车用等非居民用气经济性提升，将带动需求增加。2016年1-2月天然气消费量同比增长18%，燃气生产与供应行业利润同比增长33%，看好全年天然气消费增速反转至10%以上，利润大幅增长。

陕西门站价下降至 1.34 元/方，在全国仅高于青海和新疆，天然气比价经济性明显提升，公司作为省内主要的管输企业，将显著受益于下游需求增加。

3、主干网络基本建设完成，新增折旧下降，提升输气毛利。

“十二五”期间公司先后建成投运了靖西三线、关中环线等 7 条长输管道和 10 条支（专）线，新增管道里程 1100 公里，总里程达 3000 公里，全省“一张网”输配格局基本形成。在建工程逐渐转固，未来新增固定资产带来的折旧增加将逐渐减少。2014 年全年在建工程转固 15.1 亿，2015 年上半年在建转固仅 1.76 亿元。目前公司输气能力远大于输气量，预计输气毛利不断提升。

4、“增持”评级。预计公司 2015-2017 年 EPS 0.54 元，0.73 元，0.93 元。对应 2015 年-2017 年 PE 分别是 19 倍、14 倍、11 倍。公司估值较低，同时我们看好公司受益于天然气行业复苏，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5、风险提示：大盘系统性风险，气化陕西推进进度不达预期，下游行业需求持续低迷。

表 1、主要预测指标

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	5322	6629	7956	9390
增长率(%)	31%	25%	20%	18%
净利润（百万元）	512	604	808	1035
增长率(%)	52%	18%	34%	28%
摊薄每股收益（元）	0.46	0.54	0.73	0.93
ROE(%)	11.13%	11.60%	13.44%	14.68%

资料来源：wind、国海证券研究所

表 2、公司盈利预测

证券代码:	002267.sz				股票价格:	10.36	投资评级:	增持		日期:	2016/4/5
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E		
盈利能力					每股指标						
ROE	11%	12%	13%	15%	EPS	0.46	0.54	0.73	0.93		
毛利率	18%	18%	19%	19%	BVPS	4.05	4.59	5.31	6.24		
期间费率	7%	6%	7%	6%	估值						
销售净利率	10%	9%	10%	11%	P/E	22.49	19.08	14.25	11.13		
成长能力					P/B	2.56	2.26	1.95	1.66		
收入增长率	31%	25%	20%	18%	P/S	2.16	1.74	1.45	1.23		
利润增长率	52%	18%	34%	28%							
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
总资产周转率	0.55	0.63	0.69	0.74	营业收入	5322	6629	7956	9390		
应收账款周转率	12.59	10.74	19.23	26.10	营业成本	4355	5436	6484	7606		
存货周转率	80.87	80.87	80.87	80.87	营业税金及附加	24	30	37	43		
偿债能力					销售费用	14	17	20	24		
资产负债率	53%	50%	48%	44%	管理费用	120	216	259	306		
流动比	0.65	0.83	1.19	1.58	财务费用	216	220	207	194		
速动比	0.63	0.80	1.16	1.55	其他费用/(-收入)	13	0	0	0		
					营业利润	607	710	949	1217		
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	2	8	12	12		
现金及现金等价物	1309	1730	3164	4673	利润总额	609	718	961	1229		
应收款项	423	617	414	360	所得税费用	93	110	147	188		
存货净额	54	68	81	95	净利润	516	608	814	1042		
其他流动资产	70	87	105	124	少数股东损益	3	4	5	7		
流动资产合计	1856	2502	3763	5251	归属于母公司净利润	512	604	808	1035		
固定资产	6577	6490	6308	6137							
在建工程	580	780	680	580	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
无形资产及其他	344	344	321	299	经营活动现金流	1126	962	1557	1632		
长期股权投资	336	336	336	336	净利润	516	608	814	1042		
资产总计	9750	10509	11467	12661	少数股东权益	3	4	5	7		
短期借款	210	210	210	210	折旧摊销	405	421	416	403		
应付款项	492	618	737	865	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	117	146	175	207	营运资金变动	202	(380)	24	(138)		
其他流动负债	2050	2050	2050	2050	投资活动现金流	(666)	(113)	282	271		
流动负债合计	2870	3024	3172	3332	资本支出	(357)	(113)	282	271		
长期借款及应付债券	2149	2149	2149	2149	长期投资	(57)	0	0	0		
其他长期负债	130	130	130	130	其他	(253)	0	0	0		
长期负债合计	2279	2279	2279	2279	筹资活动现金流	(39)	(4)	(5)	(6)		
负债合计	5149	5303	5451	5611	债务融资	(1701)	0	0	0		
股本	1112	1112	1112	1112	权益融资	995	0	0	0		
股东权益	4602	5206	6015	7051	其它	667	(4)	(5)	(6)		
负债和股东权益总计	9750	10509	11467	12661	现金净增加额	420	845	1834	1897		

资料来源: 国海证券研究所

【电力设备与新能源小组及公用事业环保小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券从业经历，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

石金漫：香港理工大学工商管理硕士，电气工程及其自动化学士，1年证券行业研究经验，2015年进入国海证券，主要负责新能源汽车、工控、储能细分行业研究。

【分析师承诺】

谭倩：本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的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。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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。