

燃气 II

行业重大事件快评

超配

(维持评级)

2018年05月30日

居民门站价并轨改革，利好气量长期成长，无惧短期居民毛差波动

证券分析师：陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513050004

证券分析师：武云泽

021-60875161

wuyunze@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517050002

事项：

5月25日，国家发改委发布《关于理顺居民用气门站价格的通知》，要求将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平（增值税税率10%）安排，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接。方案实施时门站价格暂不上浮，实施一年后允许上浮。目前居民与非居民用气门站价差较大的，此次最大调整幅度原则上不超过每千立方米350元，剩余价差一年后适时理顺。上述方案自2018年6月10日起实施。

评论：

气价市场化改革实锤，利好蛋糕做大。原先除【两广、云贵、福建已经并轨、浙江居民门站价高于非居民】之外，各省居民门站价普遍低于非居民门站价。目前非居民门站价平均为1.69元/方，居民用气平均门站价格为1.4元/方左右，居民门站价不仅低于进口气供应成本，也低于国产气供应成本。除了与成本倒挂之外，上游央企在与下游结算购气成本时，采用居民/非居民的加权成本，过程繁复且易导致上游利润受影响。在供需紧张时期，居民气无论成本还是售价均完全不变，无法根据供需信号传导价格信号。上述因素均不利于市场化改革的推进。本次理顺居民/非居民价格机制，实现门站价格合二为一，利好天然气市场化改革持续推进，通过价格信号的市场化传导，助推气量持续增长。

增值税率下调，非居民门站价普降2分钱。伴随天然气行业增值税率由13%下调至11%，本次发改委公布的各省最新非居民门站价普降2分钱，我们测算事实上在化零为整的过程中也出让了部分上游利益。以山西省为例，17年9月非居民门站价在下调0.1元/方后为1.81元/方（含11%增值税）。以次计算，中下游企业的价内购气成本应为1.6306元/方，若计算10%增值税，最新的含税非居民门站价应为1.7936元/方，而发改委实际公布的非居民门站价为1.79元/方，相当于上游再让利0.0036元/方（含税），在化零为整的过程中小幅缩减中下游购气成本。

表 1：各省最新非居民门站价情况（执行10%增值税率）

省份	基准门站价格	省份	基准门站价格
北京	1880	湖北	1840
天津	1880	湖南	1840
河北	1860	广东	2060
山西	1790	广西	1890
内蒙古	1230	海南	1530
辽宁	1860	重庆	1530
吉林	1650	四川	1540
黑龙江	1650	贵州	1600
上海	2060	云南	1600

江苏	2040	陕西	1230
浙江	2050	甘肃	1320
安徽	1970	宁夏	1400
江西	1840	青海	1160
山东	1860	新疆	1040
河南	1890		

资料来源:国家发改委, 国信证券经济研究所整理

上游涨价优先利好。我国 2017 年天然气总消费量 2373 亿方, 其中执行居民门站价的气量不超过 20%, 扣除供两广、云贵、福建、浙江等地的居民气后, 剩余气量本次涨价不超过 0.35 元/方, 若按 0.35 元/方测算, 相当于上游整体增收约 100-130 亿元。在上游市场份额中, 【中石油】占我国气源的约七成, 剩余主要上游企业包括【中石化】, 【中海油】, 延长石油等。

非常规气开采商【蓝焰控股】【亚美能源】也可能跟随上游央企而出现涨价, 由于前者管道气占比高于后者, 而本次门站价调整主要是针对管道气, 故前者涨价弹性也高于后者。

下游城燃成本上升, 终端顺价 8 月底完成。对于下游的城市燃气公司而言, 本次居民门站价上调, 意味着其居民气采购成本上调, 城燃公司因而将与各地物价局谈判终端居民价格的顺价, 以维持居民端价差。自 2016 年冬季以来, 城燃公司已经与地方物价局展开过 2 轮完整的顺价谈判, 预计本轮顺价谈判不存在机制性障碍。本次政策要求最晚于 8 月底之前完成顺价操作, 相当于最长顺价周期不超过 2 个月 20 天, 与 17 年冬季顺价周期相比基本持平。

降成本保民生, 城燃居民毛差短空长多。本次国家发改委要求利用阶梯价格制度推行后城镇燃气企业增收的空间, 降低调价幅度。地方销售价格调整幅度小于门站价格调整幅度, 有的城市销售价格基本不会上调。据此判断, 本次城燃企业终端顺价幅度可能无法 100%体现成本端涨幅, 导致居民端价差或出现小幅缩窄。然而长期而言, 伴随着消费升级带来阶梯气价中高阶气量占比提升, 我们预计居民端毛差有望在本次顺价完成后重现长期回升态势。

城市居民气量完全不受影响, 农村煤改气面临用气成本补贴压力。本轮居民气涨价后, 预计城燃公司进行终端顺价, 导致终端居民气价上升。对于城市居民而言, 用气需求在于做饭洗澡, 年用气量在 150-200 方/户, 对应年用气成本增长 52-70 元/户, 可以认为完全不影响其用气需求的提升。

对于城市采暖用户以及农村煤改气用户而言, 年用气量多在 1500-2000 方/户, 对应年用气成本增加 520-700 元/户。城市采暖用户多为城市内富裕家庭, 也可以认为该部分气量不受影响。农村煤改气用户多出的采暖用气成本, 需要地方政府补贴与农户共同承担, 考虑到支付能力, 可能对农村煤改气改造进度与实际用气量产生一定的影响。

下游上市公司影响分析:

【两广福建浙江云贵区域不受影响】在该区域从事业务的 A 股相关公司完全不受影响, H 股新奥能源、华润燃气在广东、福建、浙江气量占比较高, 该部分气量也不受毛差短期一次性缩减的影响。

【煤改气户数占比低的公司受影响小】由于终端气价上涨带来农村煤改气用户的补贴压力和支付能力压力, 业绩增长对农村煤改气依赖越小的公司, 本次受影响越小。

【居民气量占比低的公司受一次性影响小】城燃公司居民售气毛差面临短期的一次性小幅缩窄, 而长期有望持续回升。就短期而言, 居民气量占比低、居民售气利润占比低的公司, 毛差受短期一次性影响的程度会相对更小。

表 2: 城燃公司居民气量占比情况

公司	居民气量占比	备注
新奥能源	15%	包含较多广东、福建、浙江气量
中国燃气	16%	最新为 16/17 财年数据, 包含部分广东、福建、浙江气量
天伦燃气	17%	包含部分广东、福建、浙江气量
北京控股/北京燃气	18%	-

华润燃气	24%	包含较多广东、福建、浙江气量
港华燃气	25%	包含部分广东、福建、浙江气量
百川能源	约 50%	国信测算

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所测算

表 3: 城燃公司售气、接驳利润占比情况 (未拆分居民/非居民售气利润)

公司	售气利润占比	接驳利润占比	备注
新奥能源	48%	45%	包含较多广东、福建、浙江气量
中国燃气	32%	52%	最新为 16/17 财年数据, 包含部分广东、福建、浙江气量
天伦燃气	35%	50%	包含部分广东、福建、浙江气量
华润燃气	38%	51%	包含较多广东、福建、浙江气量
港华燃气	44%	56%	包含部分广东、福建、浙江气量
百川能源	12%	71%	-

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所测算

投资顺位

- 【蓝焰控股】(上游气源方, 潜在涨价);
- 【新奥能源】(受本次影响较小, 6 月投运舟山接收站);
- 【天伦燃气】(受本次影响较小, 三季度纳入港股通流动性提升);
- 【中国燃气】(全国龙头、煤改气业绩确定性强, 下跌即买入)

相关研究报告:

- 《行业重大事件快评: 2月用气量续高增, 对外依存度接近 45%》 ——2018-04-02
- 《行业重大事件快评: “河北省暂停煤改气” 存误读, 对上市公司影响有限》 ——2018-01-29
- 《行业重大事件快评: 非居民门站价降幅小于预期, 持续关注气改进展》 ——2017-08-31
- 《天然气专题深度研究之一: 煤改气: 深究空间、补贴与现金流》 ——2017-08-21
- 《行业重大事件快评: 加快推进天然气利用, 政策手段全面务实细化》 ——2017-07-06

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032