

## 燃气行业跟踪报告

# 旺季将至供需矛盾仍存，天然气上游高景气度维持，下游长期受益量增价稳

推荐（维持）

- **旺季将至供需矛盾凸显，气源端涨价带动上游景气度提升。**随着天然气供应旺季的到来，我们认为今冬天然气价格上涨动力较为明确：**（1）天然气的产需矛盾在旺季再现。**国产气产量的位数增长和消费端双位数增长，叠加调峰储气能力不足将使旺季面临供不应求的局面，因而市场化的 LNG 等天然气资源价格有望提升。**（2）民用气并轨和中石油旺季价格的新政策将在提升管制资源价格的同时拉升其他气源的价格。**在这两个主要因素的驱动下，上游企业有望受益于旺季需求高增和价格提升；下游的城燃企业有望受益于旺季售气量的提升，尤其是布局上游气源端以及南方地区的城燃企业在成本端的压力相对较小，旺季量增价稳的逻辑料将更加稳固。
- **长期来看供需紧平衡态势仍将维持利好上游气源端；价格市场化改革推进助增下游盈利能力。**2020 年国内天然气的产需缺口预计扩大到 1523 亿方，不断扩大的产需缺口和仍在提升中的调峰储气能力，一方面使天然气价格在旺季维持较高的水平，从而使上游气源端享受量价齐升带来的增长，另一方面拥有海外气源或接收站资产的企业有望受益于国内市场化交易气价的预期提升。  
民用气并轨后，天然气的门站价格机制基本理顺，随着价格市场化的进一步推进，供给趋紧的供需格局将有利于天然气供应市场更顺畅地进行价格传导，从而实现“量增价稳”的发展。
- **建议关注天然气上游相关标的以及下游优质城燃公司。**  
新天然气在新疆地区的城市燃气主业稳健发展，而 8 月成功要约收购煤层气开采优质标的亚美能源 50.5% 股权，预计主业方面，新疆地区 2018-2020 年实现天然气售气量 6.57、7.42、8.33 亿方；亚美能源 2018-2020 年实现净售气量 5.01、5.99、6.95 亿方。在市场化交易的煤层气价格上涨和产量提升的预期下，公司上下游产业链布局逐渐完善，业绩增长可期。
- **深圳燃气在在深圳地区电厂和非电厂的售气量确定性较高，同时较为稳定的气源和深圳地区较高的毛差保障了公司的收益质量；外地燃气分销业务不断拓展，增长较快。**预计公司 2018-2020 年实现售气量 24.3、27.8 和 31.0 亿方，同比增长 19%、14%、11%。另外，公司 2018 年末即将投产的 10 亿方/年的 LNG 接收站有望进一步贡献业绩弹性。
- **广汇能源的 LNG 产销量近年不断提升，哈密新能源 2018H1 液化天然气产量同比增长 22.14% 至 3.27 亿方，在价格提升的基础上由于采用自产煤炭成本稳定可控；吉木乃工厂液化天然气 2018H1 产量同比提升 10.85% 至 2.46 亿方，成本端哈萨克斯坦进口管道气同样成本较低。启东 LNG 接收站一期全面投产，2018H1 接卸量 41.03 万吨，累计出库 39.75 万吨，实现 LNG 销售同比增长 84.53%。**随着年末接收站二期的投产和终端客户的开拓，公司接收站的收益有望持续提升。
- **蓝焰控股作为煤层气开采龙头，2017 年公司煤层气产量 14.33 亿立方米、利用量 10.90 亿立方米，分别占全国总量的 28.90% 和 24.80%。**其 2017 年新中标的区块勘探进度较快，其中柳林石西区块已于 7 月底点火，公司产量未来有望实现突破。同时公司官网设施近年不断完善，产能的消纳能力和销售半径有望不断提升。2018 年山西有望继续下放 15 个煤层气区块的探矿权，公司仍有望中标项目，从而获取充足的储备资源，保障未来发展动力。
- **风险提示：**气源调配不及预期；进口气进口量不及预期；煤改气、调峰储气基础设施建设等政策推进不达预期

## 华创证券研究所

证券分析师：王祎佳

电话：010-66500819  
 邮箱：wangyijia@hcyjs.com  
 执业编号：S0360517120001

证券分析师：庞天一

电话：010-63214659  
 邮箱：pangtianyi@hcyjs.com  
 执业编号：S0360518070002

联系人：凌晨

电话：021-20572557-2739  
 邮箱：lingchen@hcyjs.com

联系人：黄秀杰

电话：021-20572561  
 邮箱：huangxiujie@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	21	0.59
总市值(亿元)	1,454.44	0.28
流通市值(亿元)	949.21	0.25

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-7.23	-26.62	-33.13
相对表现	-5.65	-7.83	-17.73



## 相关研究报告

《燃气行业深度研究报告：政策+市场双重驱动，天然气迈入发展新时代》

2018-08-11

《燃气行业快评：上游多维度保供利好气源布局，下游需求不减顺价推进》

2018-08-11

《燃气行业点评：天然气旺季保供成重点，气源端有望量价齐升，下游成本压力分化》

2018-08-24

# 目 录

一、旺季将至供需矛盾凸显，气源端涨价带动上游景气度提升 .....	4
(一) 催化 1: 全年产需缺口扩大，LNG 等市场化交易气涨价利好气源端 .....	4
1、消费量增速远高于产量增速，LNG 为保供重要力量 .....	4
2、LNG 价格有望走高，带动市场化交易气价上涨上游受益 .....	5
(二) 催化 2: 管制气门站价上浮同样利好上游，城燃公司成本分化，南方及拥有上游布局企业压力较小 .....	6
1、民用气并轨：消费量影响不大，上游盈利进一步提升，价格机制理顺地区城燃企业成本压力较小 .....	6
2、中石油旺季新价格机制：带动各类气源价格提升，南方城燃企业影响较小 .....	7
(三) 长期逻辑：量增价涨上游受益，价改推进长期利好下游 .....	8
1、供需紧平衡仍将持续，旺季量价齐升仍将长期利好气源端 .....	8
2、价格机制逐步理顺，下游城燃企业供销差价有望维稳 .....	9
二、建议关注天然气上游相关标的以及下游优质城燃公司 .....	9
1、新天然气：并购优质煤层气标的亚美能源，城燃主业稳健增长 .....	9
2、深圳燃气：城燃业务内生+外延保持高增，LNG 接收站即将投产贡献业绩弹性 .....	10
3、广汇能源：LNG 和煤化工产品产能不断提升，价格上涨成本维稳利好盈利能力 .....	11
4、蓝焰控股：煤层气开采龙头，产销有望实现突破 .....	12
三、风险提示 .....	13

# 图表目录

图表 1	2018 年消费量仍保持双位数增长.....	4
图表 2	2018 年常规气产量稳步上升，页岩气和煤层气产量增速相对较高.....	4
图表 3	2018 年天然气的供需紧平衡状态.....	5
图表 4	国内 LNG 液化厂出厂价 2018 年以来维持高位.....	5
图表 5	天然气进口均价年初以来不断提升.....	6
图表 6	LNG 接收站出厂价变动略滞后且相对平滑.....	6
图表 7	主要进口国澳大利亚天然气产量增速下滑.....	6
图表 8	新投运接收站将使进口周转率仍保持高增.....	6
图表 9	假设门站价的上涨全部传导至终端，此次民用气并轨对终端需求的影响仍相对较小（以北方家庭为例）..	7
图表 10	民用气门站价并轨导致各地天然气购气成本分化.....	7
图表 11	中石油旺季补充合同调价机制中，调峰量和超额量上涨幅度较大.....	8
图表 12	2020 年产需差仍有望扩大.....	8
图表 13	公司营业收入 2017 年重回增长.....	9
图表 14	公司销售气量稳步增加.....	9
图表 15	亚美能源营业收入实现高增长.....	10
图表 16	2017 年潘庄净销量实现增长，马必销量高增.....	10
图表 17	公司未来售气量保持高增.....	11
图表 18	公司单方管道气毛利在行业内处于领先水平.....	11
图表 19	假设价格和成本保持稳定，则 2020 年 LNG 贸易将贡献净利润超 4 亿元.....	11
图表 20	公司 LNG 销量、周转量有望保持增长.....	12
图表 21	公司新增业务贡献收入体量.....	13
图表 22	2017 年公司煤层气量稳价增.....	13

## 一、旺季将至供需矛盾凸显，气源端涨价带动上游景气度提升

从上半年的国内供需情况来看，2018-2019年天然气旺季供不应求的矛盾仍将存在，叠加调峰储气需求的高增，都将催化各类天然气旺季价格的上涨。相应的上游气源端企业有望受益于天然气消费量的稳定增长和销售价格的提升，而南方地区以及民用气终端价上调地区的城燃企业则受售气量提升、售气毛差维稳的催化实现增长。

### （一）催化 1：全年产需缺口扩大，LNG 等市场化交易气涨价利好气源端

#### 1、消费量增速远高于产量增速，LNG 为保供重要力量

##### （1）天然气消费量仍望保持 14% 的增速

2018 年清洁能源供暖政策的推进仍保持较大力度。今年“2+26”城市民用煤改清洁能源规划总户数 392 万户，煤改气户数预计与 2017 年基本持平且补助力度也基本一致，加之“2+26”城市以外的汾渭平原 11 个城市同样被列入冬季清洁取暖及燃煤替代重点城市，城燃消费仍有望有力拉动消费量提升。

根据能源局数据，2018Q1 城市燃气用气量增速 23%、工业燃气 2%、发电 12%、化工同比减少 15%，而 7 月北京大学国民经济研究中心的能源论坛数据显示，采暖季结束后工业用气增速回升至 13%，发电增速也提升至 16%，整体增长趋势与 2017 年保持相似态势。在煤改气全力推进、工业和发电用气稳健增长的拉动下，预计全年天然气消费量约 2730 亿方，同比增长 14.4%。

图表 1 2018 年消费量仍有望保持双位数增长

	2017	2018E	同比
城市燃气(亿方)	937	1148	22.5%
工业燃料(亿方)	760	817	7.5%
发电用气(亿方)	427	495	16.0%
化工用气(亿方)	262	270	3.0%
消费量总计(亿方)	2386	2730	14.4%

资料来源：能源局：《中国天然气发展报告（2018）》，Wind，华创证券

##### （2）产需差扩大，旺季供给承压

国内天然气产量全年增速有限，产需缺口进一步扩大。2018 年 1-7 月累计产量同比增长 5.5% 至 905 亿方，其中常规气开采进度相对稳健，预计全年仍将保持个位数增长；非常规气中，煤层气的产量增长有望维持现状，2018H1 中石油煤层气产量同比增长 11%，而下半年晋煤集团的柳林石西煤层气区块、亚美能源旗下潘庄、马必区块的增产有望使全年产量保持稳健增长；页岩气 2018H1 产量同比增长约 15%，但由于受开采进度和产量基数提高等影响，增速预计较 2017 年仍有所回落。全年国内产量预计同比增长 4.1% 至 1542 亿方，产需差由上年的 905 亿方进一步扩大至 1188 亿方。

图表 2 2018 年常规气产量稳步上升，页岩气和煤层气产量增速相对较高

	2017	2018E	同比
常规气产量(亿方)	1339	1381	3.1%
页岩气(亿方)	92	106	15.0%
煤层气(亿方)	50	55	11.0%
国产气总产量(亿方) (暂不考虑煤制气)	1481	1542	4.1%
国内产需差(亿方)	905	1188	-

资料来源：能源局：《中国天然气发展报告（2018）》，华创证券

进口气高速增长，全年供需仍紧。2018H1 进口管道气重回两位数增速，同比增长 20.25% 至 254 亿方；进口 LNG 2018H1 进口 2394 万吨（约 330 亿方），同比增长 50.8%。年初以来各接收站（中石油天津 300 万吨/年、新奥集团舟山一期 300 万吨/年、中海油迭福 400 万吨/年）相继投产，预计全年进口天然气同比增长 33.7% 至 1007 亿方。全年天然气供给总量 2549 亿方，同比增长 14.1%，供需的紧平衡状态为 LNG 等市场化产品提供了涨价动力。

图表 3 2018 年天然气的供需紧平衡状态

	2017	2018E	同比
国产气总产量（亿方）（暂不考虑煤制气）	1481	1542	4.1%
进口管道气（亿方）	423	509	20.3%
进口 LNG（亿方）	330	498	50.8%
天然气总供给量（亿方）	2234	2549	14.1%
天然气消费量总计（亿方）	2386	2730	14.4%
供需差（亿方）	152	181	19.1%

资料来源：国家统计局，海关总署，能源局：《中国天然气发展报告（2018）》，华创证券

## 2、LNG 价格有望走高，带动市场化交易气价上涨上游受益

### （1）国产 LNG：高位仍具上涨动力

由于以中石油为代表的上游气源提前进行储气库的储气，今年 4 月末开始下游液化厂的供给受限，出厂平均价格明显高于上年同期水平。全年来看，由于旺季压非保民的保供政策使得下游液化厂的供给侧承压从而提升成本，但由于工业、加气站等需求的高增，液化厂旺季的价格传导相对更为顺利，加之市场化交易机制的进一步成熟，终端价格料将在多重因素助推下上涨。

图表 4 国内 LNG 液化厂出厂价 2018 年以来维持高位



资料来源：Wind，华创证券

### （2）进口 LNG：进口成本预计上涨拉动终端出厂价提升

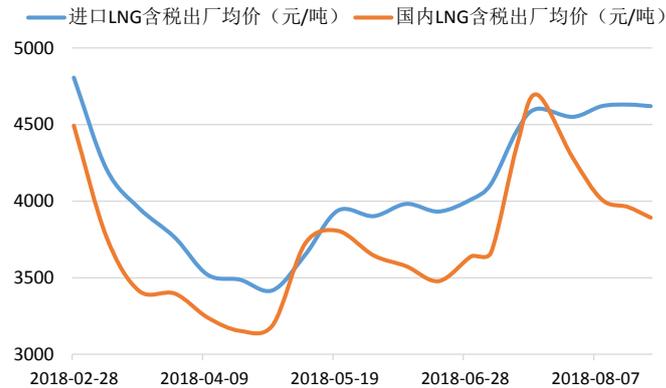
进口价方面，LNG 的平均价格在年初国内需求高增拉动下持续上涨，2018 年 7 月 LNG 平均进口价约 3182 元/吨，同比增长 22.2%，较年初提升 12.7%。出厂价方面，LNG 接收站的出厂价与国内供需情况基本匹配，但由于长约比例相对更大，因此价格变动略有滞后且相对国内出厂价更平滑。

图表 5 天然气进口均价年初以来不断提升



资料来源: Wind, 华创证券

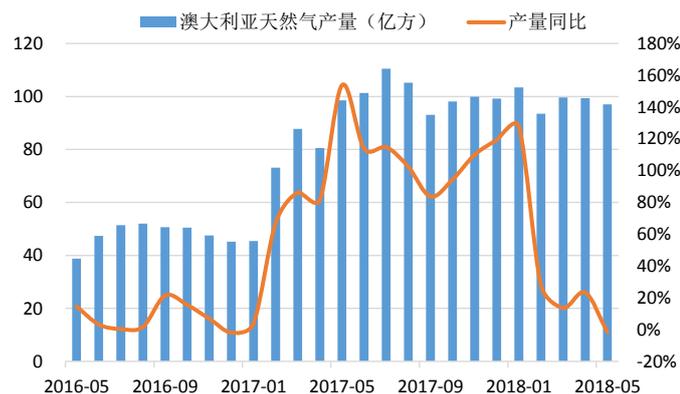
图表 6 LNG接收站出厂价变动略滞后且相对平滑



资料来源: 国际燃气网, LNG行业信息, 华创证券

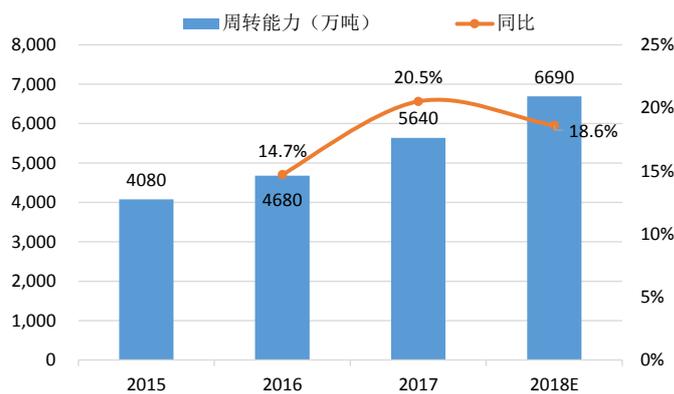
全年来看, 由于主要进口国澳大利亚维多利亚港等气田减产, 并考虑到国产出厂价和接收站出厂价变动的同向性, 预计旺季进口 LNG 价格仍将走高。

图表 7 主要进口国澳大利亚天然气产量增速下滑



资料来源: IEA, Wind, 华创证券

图表 8 新投运接收站将使进口周转率仍保持高增



资料来源: 国际燃气网, 公司公告, 华创证券

整体来看, 在进口/国产 LNG 价格提升的带动下, 包括煤层气等在内的市场化交易天然气价格旺季均有较强的涨价预期, 因此对于布局上游 LNG 接收站、液化厂以及煤层气等非常规气源的企业有望在旺季迎来量价齐升的增长。

## (二) 催化 2: 管制气门站价上浮同样利好上游, 城燃公司成本分化, 南方及拥有上游布局企业压力较小

除了市场化交易的 LNG 等资源, 管制资源 (国产、进口管道气等) 今年旺季的供应成本同样上升。在今年 (1) 民用天然气门站价并轨; (2) 中石油全新的旺季价格机制这两项价格机制变动的背景下, 上游企业仍将从涨价中获益, 而对于布局气源、以及所处地区价格机制更为成熟的城燃企业, 在成本端承受的压力则会相对较小。

### 1、民用气并轨: 消费量影响不大, 上游盈利进一步提升, 价格机制理顺地区城燃企业成本压力较小

发改委 6 月 10 日起将各地居民用气价格的门站价调升至非居民用气基准门站价水平, 而终端价格则需要根据各地方听证会的结果确定。对于终端居民用户来说, 若门站价的上涨全部传导至终端, 假设门站价上调最大幅度 0.35 元/方全部顺价至终端, 对于用气需求较大的北方地区家庭每月平均燃气费支出最多将增加约 32 元, 对终端需求量的影响十分有限; 对于供给端企业来说, 上游气源端企业售价提升而售气量影响较小, 而城燃公司的民用气采购成

本将有所上升，而其成本能否向下游传导取决于地方听证会能否在 8 月底前完成终端价格的听证。

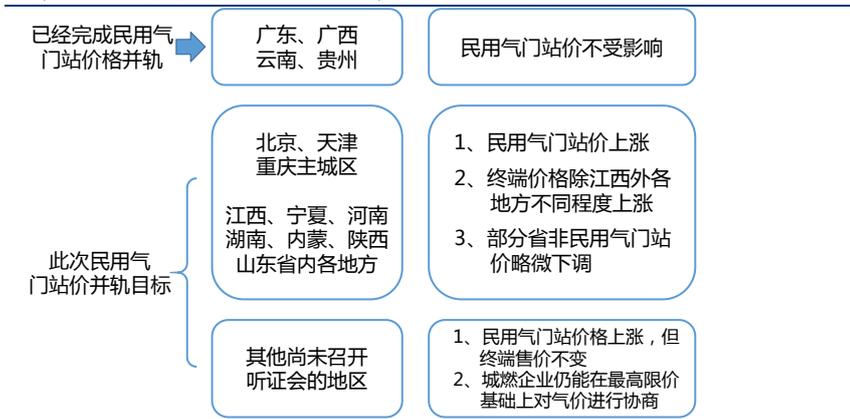
**图表 9 假设门站价的上涨全部传导至终端，此次民用气并轨对终端需求的影响仍相对较小（以北方家庭为例）**

项目	并轨前	并轨后	并轨前后对比
民用气门站均价（元/方）	1.40	1.75	+0.35
民用气终端价格（元/方）	2.40	2.75	+0.35
全年用气量（方）	1100	1100	-
全年天然气支出（元）	2640	3025	+385
月均支出（元）	220	252	+32

资料来源：发改委，华创证券

价格机制理顺地区的城燃企业成本压力较小。北京、重庆主城区和天津等直辖市以及江西、宁夏、河南、湖南、内蒙、陕西省内的各市/县已经出台居民用气终端价格调整方案，除江西外各地终端价格均有所上涨。而广东、广西、云南、贵州已经于 2012 年完成了民用气价格并轨，因此相应地区城燃企业的成本端压力相对较小。

**图表 10 民用气门站价并轨导致各地天然气购气成本分化**



资料来源：国家发改委，各地发改委，华创证券

## 2、中石油旺季新价格机制：带动各类气源价格提升，南方城燃企业影响较小

8 月初中石油在与下游签订 2018 年冬季天然气保供合同时采用新的价格策略：（1）对于合同内的均衡用气量，非民用气中的管制资源在基准门站价上浮 20%，非管制资源东部和西南地区分别上浮 38%、27.06%、南方 2019 年 1-3 月上浮 40%；电厂和工业直供用户上浮 22.7%。（2）对于调峰用气，不区分用气结构，东部按照天然气交易中心最近日最高成交价格执行、西南在门站价上浮 37%、南方 2019 年 1-3 月上浮 40%。（3）对于合同外的额外量均参考交易中心进入最高成交价格。

图表 11 中石油旺季补充合同调价机制中，调峰量和超额量上涨幅度较大

用户类型	资源类型	均衡量价格	调峰量价格	超额量价格
城燃民用	管制资源	按各省门站价结算	东部：交易中心最近日最高成交价格 西南：基准门站价上浮 37% 南方：2019Q1 基准门站价上浮 40%	按照交易中心最近日最高成交价格执行
	非管制资源			
城燃非民用	管制资源	天然气基准门站价上浮 20%	东部：交易中心最近日最高成交价格 西南：基准门站价上浮 37% 南方：2019Q1 基准门站价上浮 40%	按照交易中心最近日最高成交价格执行
	非管制资源	东部：基准门站价上浮 38% 西南：基准门站价上浮 27.06% 南方：2019Q1 基准门站价上浮 40%		
电厂、工业等直供用户		合同量内执行该省基准门站价上浮 22.7%		

资料来源：中石油，北极星环保网，华创证券

中石油此次旺季调价本旨在通过价格机制平滑各地的调峰需求，但在其涨价的带动下，各类气源尤其是煤层气、LNG 等非管制资源的价格都有望提升，而北方地区调峰量的刚性需求则有望进一步提升气源端企业的盈利能力。

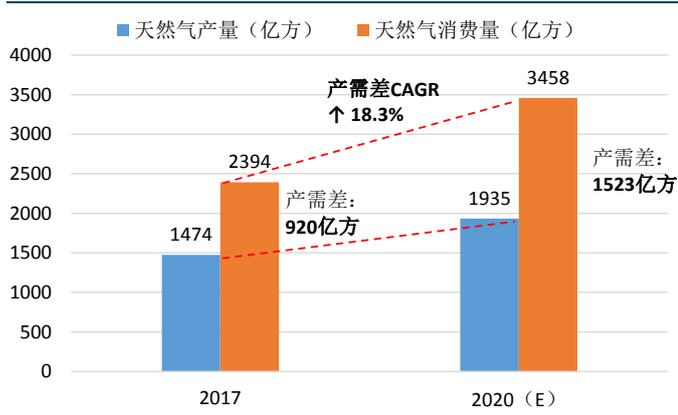
从下游来看，南方地区由于调价月数相对较少且旺季调峰量较低，旺季调价对城燃企业净利润影响相对较小，另外考虑到城燃公司对下游非居民用户的售气价一般距地方最高限价仍有一定空间，因此城燃公司若能够在旺季与下游客户进行协商调价，旺季门站价格上涨带来的成本压力则有望得以平滑。而对于拥有上游气源布局的企业在旺季到来时成本端的竞争力将进一步凸显。

### （三）长期逻辑：量增价涨上游受益，价改推进长期利好下游

#### 1、供需紧平衡仍将持续，旺季量价齐升仍将长期利好气源端

从长期的供给端来看，我们预计国产常规气产量增速仍将长期保持个位数的稳健增长，页岩气产量增速下降后相对维稳，而煤层气由于近年勘探区块产量不断实现突破，未来年度有望维持 2017 年 10% 左右的增长，未来三年复合增速仍将保持个位数增长。而 2020 年天然气的消费量在一次能源比重 10% 的规划目标，以及近年下游城燃、发电等消费端需求强劲，都有望促成需求量的双位数增长，从而使供需差不断扩大。

图表 12 2020 年产需差仍有望扩大



资料来源：Wind，华创证券预测

不断扩大的供需缺口和仍在提升中的调峰储气能力，一方面使天然气价格在旺季维持较高的水平，从而使上游气源端享受量价齐升带来的增长，另一方面拥有海外气源或接收站资产的企业则将同样受益于国内市场化交易气价的预期提升。

## 2、价格机制逐步理顺，下游城燃企业供销差价有望维稳

民用气并轨后，天然气的门站价格机制基本理顺，其最重要的意义是通过市场化机制让市场的供需两端资源配置更为高效，在供需两旺的局面下改善能源结构。此次并轨同时提出了下游城燃企业逐步推广季节性价差机制，将淡旺季的供需关系更好地反映在整个价格体系中，从而稳定城燃企业的购销气毛差。短期来看，民用气门站价提价和部分地区非民用气价格略微下调一方面有望使下游用气积极性提升，从而提高城燃企业售气量，另一方面则将使城燃企业的盈利能力承压，但长期来看，随着价格市场化的进一步推进，供给趋紧的供需格局将有利于城燃企业更顺畅地进行价格传导，从而实现“量增价稳”的发展。

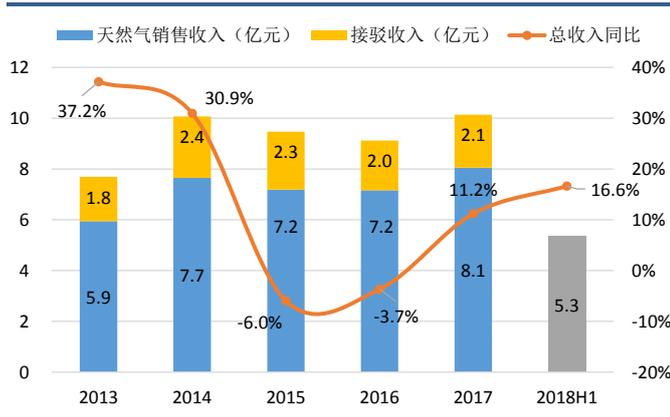
## 二、建议关注天然气上游相关标的以及下游优质城燃公司

### 1、新天然气：并购优质煤层气标的亚美能源，城燃主业稳健增长

#### (1) 城燃业务成熟稳健发展

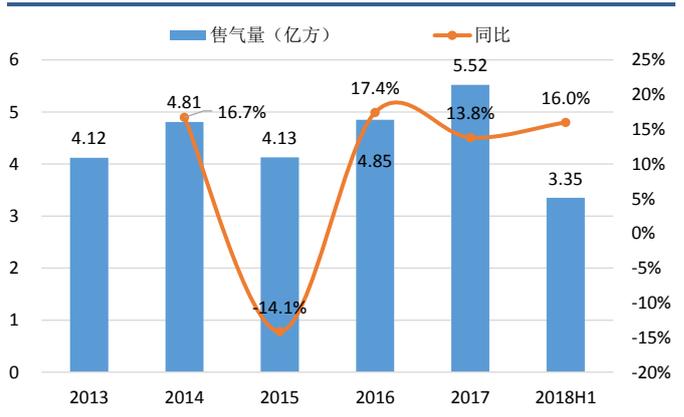
新天然气主业从事新疆地区城市天然气的输配与销售、入户安装业务。2017 年实现营业收入 10.16 亿元，同比增长 11.12%；天然气售气量同比增长 13.8% 至 5.52 亿方，售气收入同比增长 12.5% 至 8.05 亿元；入户安装业务实现营业收入 2.10 亿，同比增长 6.60%。

图表 13 公司营业收入 2017 年重回增长



资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 公司销售气量稳步增加

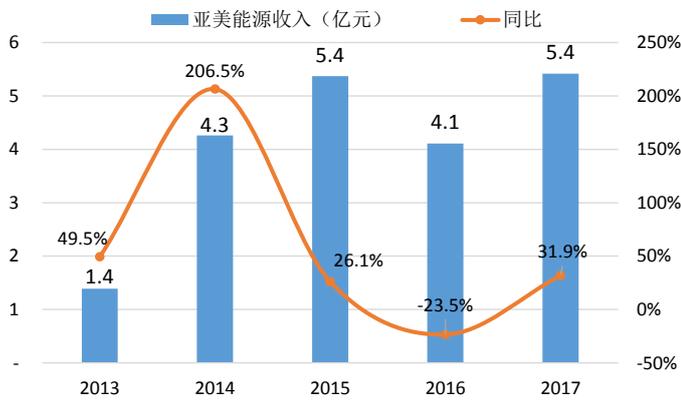


资料来源：公司公告，华创证券

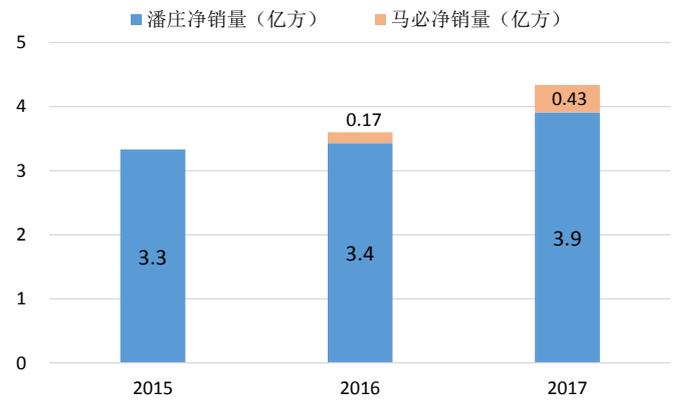
**煤改气+高新区需求保障未来售气增量。**2018 年乌鲁木齐计划拆除并替换 1.9 万台燃煤供热设施，对应新增用气需求超 0.7 亿方，加之乌鲁木齐以外地区工商业煤改气仍大力推进，对售气量形成支撑。另外 2018 年公司开始对乌鲁木齐高新区供气，高新区 2017-2020 年新增用气 2.17 亿方/年，为公司售气量再添弹性。

#### (2) 收购上游煤层气供应商亚美能源，增厚业绩享协同

公司 2018 年 8 月公告现金要约收购煤层气开采供应商亚美能源 50.5% 的股权已获无条件，成为亚美能源的控股股东。2017 年亚美能源主营的潘庄区块和马必区块净销量同比分别增长 14.0%、152.9% 至 3.91、0.43 亿方。同时两区块售价持续上涨，2017 年潘庄区块平均售价由 2017 年的 1.31 元/方增长至 2018H1 的 1.53 元/方；马必区块平均售价从 1.14 元/方上涨至 1.4 元/方。量价齐升叠加煤层气补贴和增值税退税收入，亚美能源 2017 年收入同比增长 31.9% 至 5.4 亿元。此次收购公司可凭借亚美能源的地理优势和地域经营经验迈出异地扩张的步伐，凭借亚美能源成熟的煤层气开发、开采技术和销售经验将有助于公司进一步拓宽产业链。

**图表 15 亚美能源营业收入实现高增长**


资料来源：亚美能源公告，华创证券

**图表 16 2017 年潘庄净销量实现增长，马必销量高增**


资料来源：亚美能源公告，华创证券

我们预计主业方面，新疆地区 2018-2020 年实现天然气售气量 6.57、7.42、8.33 亿方；亚美能源 2018-2020 年实现净售气量 5.01、5.99、6.95 亿方。

## 2、深圳燃气：城燃业务内生+外延保持高增，LNG 接收站即将投产贡献业绩弹性

### (1) 深圳地区电厂：存量需求扩张，华电、南山贡献增量

公司电厂 2017 年售气量 6.56 亿方，同比大幅增长 41.1%。2018H1 电厂售气量继续保持 30.0% 的高增至 3.91 亿方。公司新签华电项目有望在 2018 年下半年开始供气，华电项目供气总量 3.8 亿方。我们保守估计电厂 2018-2020 年售气量将达 8.46 亿、9.75 亿、10.70 亿方，2017-2020 年 CAGR 达 20.0%。

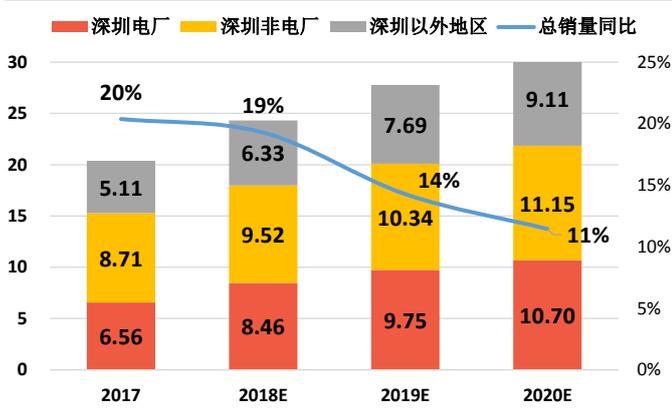
### (2) 深圳地区非电厂：城中村改造进入重点攻坚期，民用与工商业售气量齐增长

深圳市明确到 2020 年完成城中村和老旧住宅区管道天然气改造超 99 万户，三年民用天然气总消费量有望新增 1.98 亿方。同时城中村改造对应的商户、学校等改造也将加速，预计 2018-2020 年公司工商业售气量将达 10% 以上的复合增速。预计 2018-2020 年深圳地区总售气量同比增长 17.75%、12.83% 和 10.81% 至 17.98、20.29 和 22.48 亿方。

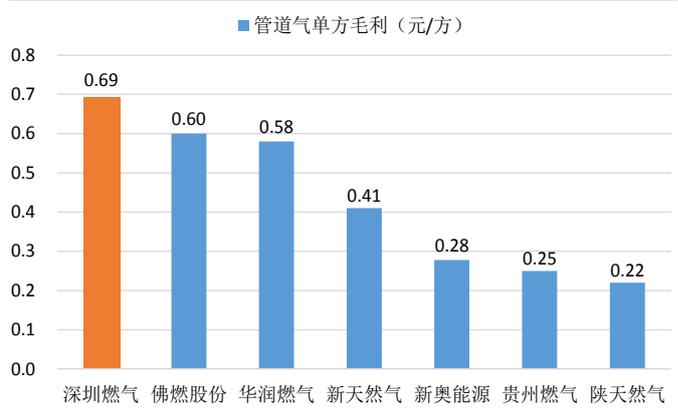
### (3) 深圳以外地区高增长持续

公司 2017 年异地总用户数同比增长 13.8% 至 100.9 万户。2017 年深圳以外地区管道气售气量 5.1 亿方，同比增长 17.7%；2018H1 又新拓展江西、云南等 6 个新项目，实现销售收入 15.66 亿元，同比增长 48.90%；新增管道燃气用户 8.77 万户，2018-2020 年预计实现售气量 6.33、7.69、9.11 亿方。未来三年总售气量达 24.3、27.8 和 31.0 亿方。

另外，由于深圳地区新燃气用户不收取接驳费，加之门站价较高，因此公司整体近 0.7 元单方管道气毛利显著高于国内其他地区。

**图表 17 公司未来售气量保持高增**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 18 公司单方管道气毛利在行业内处于领先水平**


资料来源：公司公告，华创证券

#### (4) LNG 接收站即将投产贡献业绩弹性

公司深圳市大鹏新区的 10 亿方/年周转能力的 LNG 接收站目前已完成工程施工，在调试完成后有望于 2018 年 Q3 正式投产。假设产能和负荷率逐渐释放，预计 2018-2020 年有望实现净利润 0.82、3.18 和 4.29 亿元。

**图表 19 假设价格和成本保持稳定，则 2020 年 LNG 贸易望贡献净利润超 4 亿元**

项目	2018E	2019E	2020E
预计实际周转量 (亿方)	1.0	4.2	7.0
LNG 不含税售价 (元/方)	2.93	2.90	2.88
进口 LNG 不含税采购均价 (元/方)	1.91	1.95	1.98
折旧、运输、人工及运维成本 (元/方)	0.11	0.11	0.11
LNG 销售毛差 (元/方)	0.91	0.84	0.79
LNG 销售毛利 (亿元)	0.91	3.53	5.53
期间费用率	10%	10%	10%
所得税率	0	0	12.5%
LNG 接收站净利润 (亿元)	0.82	3.18	4.29

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，王佼佼：《天然气技术与经济》，石油观察，华创证券测算

### 3、广汇能源：LNG 和煤化工产品产能不断提升，价格上涨成本维稳利好盈利能力

#### (1) LNG 各项目产能扩张，成本可控旺季盈利向好

**广汇新能源：**子公司广汇新能源的煤制气项目设计产能 6.5 亿方，2018H1 产量同比增长 22.14% 至 3.27 亿方。由于新能源的煤制 LNG 主要销往西北和华北等地，因此销售价格相对较高，2018 年 6 月末哈密淖毛湖地区 LNG 出厂含税均价约 2700 元/吨（约 1.96 元/方），价格同比大幅提升 35%，考虑到 2017 年末价格翻番的情况，预计今年旺季价格仍有望大幅提高。而成本方面，主要原材料煤炭由公司的白石湖煤矿提供，内部销售价格变动较小，成本基本维稳。受益于 LNG 量价齐升，广汇新能源 2018H1 实现净利润 6.55 亿元，同比大幅增长 433%。

**吉木乃 LNG 项目：**吉木乃工厂主要接收来自哈萨克斯坦斋桑油气田的管道气，年产能维稳在 5 亿方，但公司通过装置更新产能持续提效，2018H1 产量同比提升 10.85% 至 2.46 亿方。价格方面，6 月末吉木乃出厂价约为 3950 元/吨（2.86 元/方），同比大幅增长 64.6%，而 2017-2018 旺季出厂价同样大幅上涨。成本方面公司与斋桑油田签订锁价协议，进口均价约 0.7-0.8 元/方，加之 1 元/方左右的运费，整体成本同样较为稳定，在产量提升的背景下吉木乃

项目仍有望继续贡献业绩增长量。

**启东 LNG 接收站：**一期项目 2018H1 接收量 39.8 万吨，同比大幅增长 84.53%。在贸易基础上拓展终端市场，目前已与岳阳 LNG 接收站签订投资合作协议，进一步开发终端分销市场，提升盈利能力。另外，年底接收站二期有望投产，周转能力有望增长到 115 万吨/年，接收能力的不断增强、外购气量提升以及终端项目的拓展都有助于公司围绕接收站扩大收入体量、提升盈利能力。

我们预计公司 LNG 各板块产量/接收量均有望持续增长，2018-2020 年哈密新能源和吉木乃项目 LNG 合计产量约为 11.7、12.0、12.0 亿方；LNG 接收站总接收量 84.6、135.0、153.0 万吨。

**图表 20 公司 LNG 销量、周转量有望保持增长**

	2017	2018E	2019E	2020E
广汇新能源 LNG 项目 (亿方)	6.03	6.50	6.50	6.50
吉木乃 LNG 项目 (亿方)	4.70	5.17	5.50	5.50
LNG 总产量 (亿方)	10.73	11.67	12.00	12.00
LNG 接收站一期 (接收量, 万吨)	47.0	75.0	75.0	75.0
LNG 接收站二期 (接收量, 万吨)		4.6	55.0	73.0
LNG 总接收量 (万吨)	47.0	79.6	130.0	148.0

资料来源：公司公告，华创证券

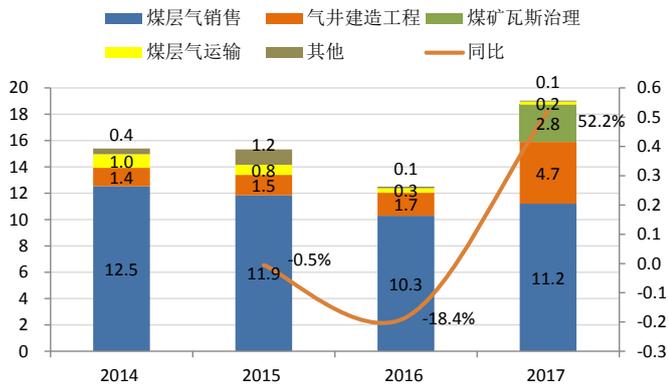
## (2) 煤化工与铁路陆续投产，有效扩大收入业绩体量

**煤化工业务：**公司煤化工业务主要包括哈密新能源的 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚产能、陆友硫化工 4 万吨二甲基二硫产能以及清洁炼化公司 1000 万吨煤炭分级提质利用项目。其中**哈密新能源项目**运行稳定，2018H1 甲醇销量同比提升 10.29%至 49.96 万吨，其他副产品销量同比提升 28.31%至 17.72 万吨；**硫化工**试运营项目稳健推进；**清洁炼化项目**一期二系列已经投产，一、三系列投产后共形成 500 万吨兰炭和 100 万吨煤焦油产能，在甲醇等产品价格上涨、产能扩张的双重拉动下，公司全年煤化工板块有望保持增长。

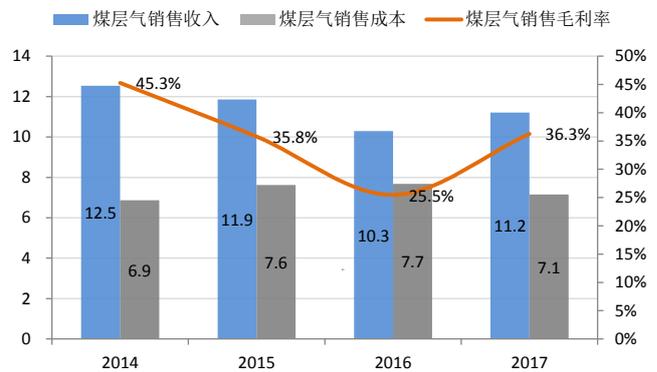
**煤炭和铁路业务：**公司 2018H1 煤炭产量 274 万吨（不含自用），同比增长 22.12%；除了保障自用外，随着红柳河到淖毛湖铁路在 2018 年的投产，不仅将增加公司煤炭的运输半径，还有望大幅降低公司煤炭的外送成本，提高煤炭板块的产能利用率和盈利能力。

## 4、蓝焰控股：煤层气开采龙头，产销有望实现突破

公司在山西沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘建立了规模化的煤层气井群，形成了煤层气勘查、开发、输送、加工、利用和销售上中下游一体化的产业链，2017 年公司煤层气产量 14.33 亿立方米、利用量 10.90 亿立方米，分别占全国总量的 28.90%和 24.80%，新增气井建造、煤矿瓦斯治理新业务叠加煤层气价格提升，共同助公司全年收入同比提升 52.2%至 19 亿元。公司未来短期看产销双增，长期看煤层气资源的不断提升和新业务的增量拓展。

**图表 21 公司新增业务贡献收入体量**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 22 2017 年公司煤层气量稳价增**


资料来源：公司公告，华创证券

### （1）柳林石西等新区块产量提升+排空率降低，带来销量提升

2018 年 7 月末公司旗下柳林石西煤层气区块成功点火，该区块已探明储量，公司预计十月底将贡献 100 万方/日的产量，同时武乡南、和顺横岭、和顺西等区块也陆续开工，四个区块地质填图 539.81 平方千米，完成工作量的 88%，来年总产量有望实现有效增长。

同时，公司管网布局进一步推进从而提升产能的消纳能力，目前 6 公里的柳林石西-国信能源管线已完成选线、设计工作，预计 10 月份达到投运条件。另外，公司已与山西国化签署了框架协议，连通“胡底-固县”线，可以汇入山西国化的“临汾-长治”线从而向邯郸、太原等方向供气，供气能力 30 万方/日，在产能提升的同时利用率也有望相应提升，加之公司在生产工艺、减少增压和压缩环节的损耗等环节进一步优化，排空率降低的同时煤层气的消纳范围将进一步扩大。

### （2）新业务快速增长贡献业绩增量

由于山西省对各类煤炭规划区提出了煤层瓦斯含量浓度限值，瓦斯浓度低于 8 方/吨才可开拓部署煤炭产能。公司已与阳泉、西山、离柳等矿区的煤炭企业签订瓦斯治理协议，提供瓦斯抽采、煤层气工程设计咨询、施工服务以及 LNG 和压缩煤层气运输等全方位服务。随着客户拓展力度的增大，未来瓦斯治理等业务仍有望助增公司业绩体量。

### （3）有望中标新区块，未来增长动力足

公司已于 2017 年获得山西省公开招标的 10 个煤层气勘探区块中的 4 个，矿区总面积约 616 平方千米，公司在手矿区面积大幅提升 7 倍，而根据《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016—2020 年）》中对资源投放量的计划，2018 年有望投放 15 个区块的探矿权，公司作为煤层气开采龙头，技术与资源具备因而有望在探矿权的获取方面再有斩获，从而提升未来的资源储量，保障长期发展动力。

## 三、风险提示

气源调配不及预期；进口气进口量不及预期；煤改气、调峰储气基础设施建设等政策推进不达预期。

## 环保与公用事业组团队介绍

**组长、首席分析师：王祎佳**

英国剑桥大学理学硕士。2017 年加入华创证券研究所

**高级分析师：庞天一**

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所

**研究员：凌晨**

上海财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所

**助理研究员：黄秀杰**

清华大学工学硕士。2018 年加入华创证券研究所

**助理研究员：王兆康**

华威大学硕士。2018 年加入华创证券研究所

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500