

证券研究报告—动态报告/行业快评

燃气 II

行业重大事件快评

超配

(维持评级)

2018年09月10日

国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，利好行业稳健成长

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：

国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，要求“促进天然气产业上中下游协调发展，构建供应立足国内、进口来源多元、管网布局完善、储气调峰配套、用气结构合理、运行安全可靠的天然气产供储销体系。立足资源供应实际，统筹谋划推进天然气有序利用。

”

评论：

总体思路：优化产供储销环节，确保天然气需求释放

在能源结构转型的背景下，我国天然气需求稳步提升，行业瓶颈来自产供储销环节。18年前7月国产气量增速5.5%，大幅跑输表观消费量的17.8%，导致对外依存度上升至43.8%。国产供给增速的乏力催生进口需求；进口LNG接收站建设的相对迟缓，进一步催生存量设施周转率的挖潜需求，带动储气调峰配套设施的政策导向。相应地价格机制、设施运营机制、监管补贴机制等领域也需作出调整。

2020年底前国内天然气产量达到2000亿立方米以上，目标中性偏高，完成尚需努力

2017年我国天然气产量1487亿方，同比+8.5%；2018年能源工作指导意见要求全年国产量1600亿方，对应增速7.6%，但前7月累计908亿方，增速仅5.5%。本次《意见》要求2020年国产气产量达到2000亿方，对应17-20年复合增速10.4%；若假设2018年完成1600亿方国产量，19-20年复合增速11.8%。按照2020年用气量3600亿方考虑，届时我国天然气对外依存度将达到44.4%，略高于2018年前7月的43.8%。

我们认为《意见》提出的国产气量增速与增长绝对值逐年爬坡，目标中性偏高，完成尚需努力。以三大油为主的上游央企持续强化资本开支，将是完成目标的不二道路。煤层气、页岩气矿权面向有技术的社会资本公开流转，也将是盘活国产气增量盘子的重要举措。

天然气进口统筹协调，协调什么？

在进口气环节，《意见》提出加快推进进口国别（地区）、运输方式、进口通道、合同模式以及参与主体多元化。在坚持市场化原则的前提下，在应急保供等特殊时段加强对天然气进口的统筹协调，规范市场主体竞争行为。

长期而言，基于分散国别风险的动机，我们推测当前出口能力丰富、但我国进口占比不高的气源国（俄罗斯，美国），可能由央企主导增加进口；进口气量占比偏高、但被证明并不可靠稳定的气源国，进口增速可能被打压（中亚）。

在应急保供特殊时段，央企主导进口的气源国（中亚、缅甸、俄罗斯、澳大利亚、卡塔尔），可能通过额外涨价、增加采购的形式，形成应急补充气源。

统筹建设储气设施，效率优先，投资额预期收缩

在调峰储气环节，《意见》提出统筹推进地方政府和城镇燃气企业储气能力建设，实现储气设施集约化规模化运营，避免“遍地开花”，鼓励各类投资主体合资合作建设储气设施。

我们认为这一表述符合我们年初的判断，认为城市级别储气设施建设更讲求投资效率，临近城市（甚至是不属于同一城燃公司的临近项目）建设共用储气设施，是大势所趋。储气设施市场订单总额无疑将迎来扩大，但并不会发生低效率的超量投资。

省网管输费与城燃接驳费持续承压

在中下游价格环节，《意见》指出：加强天然气输配环节价格监管，切实降低过高的省级区域内输配价格。推动城镇燃气企业整合重组，鼓励有资质的市场主体开展城镇燃气施工等业务，降低供用气领域服务性收费水平。

在气价中，我们认为上游冬季涨价是激励增供的必然事件，中游省网管输费的风险则大于下游城燃配气环节价差的风险。未来，我们预期管输费过高的各省省网，将陆续面临一刀切式降价，风险释放较为剧烈。城燃配气环节毛差同样面临长期收缩，但总体下降程度更为温和可控。

在城燃接驳环节，本次国务院正式为接驳工程资质的放开与接驳费的调降背书。接驳环节将城燃公司整体 ROE 提升到了超越公用事业所有其他领域（包括水电）的水准，我们认为长期而言确实存在逐步降价风险。但短期而言，接驳费是补偿居民用气较低价差的重要举措，也是激励各地城燃公司持续提升气化率（当前普遍 50% 上下）的重要因素，再考虑各地接驳费、气价机制、地产发展水平的千差万别，我们不认为接驳费会出现剧烈的调降。

关于电力与天然气“市场化”合同与价格的对比思考

本次《意见》提出全面实行天然气购销合同制度，鼓励签订中长期合同，积极推动跨年度合同签订。

我们认为天然气的气量气价机制正在与电力领域相似的道路发展。有所不同的是，电力企业与用户签订中长期合同后，合同内/基础电量一般执行标杆电价，合同外/增量电量执行市场化让利电价，近年来市场电占比提升，电价让利幅度则伴随供需形势开始出现季节性波动。

天然气当前也已经存在初步的年度合同气量机制，合同内/基础气量一般执行门站价，合同外/增量气量在门站价基础上执行一定涨幅。近年来同样观察到涨价气量的占比提升，但与电力领域不同的是，天然气合同内/基础气量在冬季同样会涨价，只是涨幅略少；在今年普遍预期供需形势好于去年的情况下，今冬气价整体涨幅反而高于去年。

我们认为燃气行业当前“市场化气价”的涨幅参照电力行业是偏高的，这一方面体现了燃气行业供不应求和电力行业供过于求的差别，也体现出两个行业上游分别是垄断央企以及相对碎片化竞争带来的差异。

长期而言，由于上游垄断带来的易操作性，我们认为天然气合同外气量占比仍将持续扩大甚至超过市场电占总电量的比重；伴随天然气供需关系向好修复，我们认为季节性涨价幅度将在几年后开始出现波动乃至收窄，并不排除在淡季开始出现市场化的降价。

投资策略

冬季参照 LNG 涨价，上游标的有望迎来脉冲式行情，关注 **LNG 进口分销商**，以及煤层气开采商 **蓝焰控股**

淡季上游涨价压力消减，气量高增弥补毛差小幅缩减，等待长期配置城市燃气公司的合适估值时点，关注 **新奥能源**

相关研究报告:

《行业重大事件快评: 发改委发布《油气管网设施公平开放监管办法(征求意见稿)》, 利好上、下游整体效率提升》 ——2018-08-06

《行业重大事件快评: 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》 ——2018-05-30

《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

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±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±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