

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)

2019年02月18日

山西省再提建立煤层气矿业权退出机制，空间巨大道阻且长

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：

官媒报道，从山西省政府获悉，为进一步加快煤层气开发，该省今年将全面实行煤层气矿业权退出机制。

按照山西省政府相关规定，将提高煤层气区块最低勘查投入标准和区块持有成本，企业取得煤层气区块后长期勘查投入不足的将受到处罚，具备开发条件的区块将限期完成产能建设，已进入自然保护区等禁采区的矿业权责令停止开采并有序退出。此外，山西省将鼓励企业之间采取合作或调整矿业权范围等方式，妥善解决矿业权重叠范围内资源协调开发问题，统筹协调煤层气与煤炭、页岩气、铝土矿等资源的勘查开采布局、时序、规模和结构，鼓励多气共采和综合开发。

国信观点：

矿业权流转不畅是油气行业核心问题之一。由于历史原因，煤层气矿业权面临较为严重的“圈而不采”问题，改革潜在红利巨大。然而，由于央企对煤层气区块重视程度上升，且出让机制不健全，预计央企煤层气矿业权实现大范围退出仍面临相当阻碍。从现有的先例来看，央企与在勘探开采、下游消纳方面具备优势的社会资本达成合作分成，可能是中短期内可行性更高的模式。关注**蓝焰控股**（山西省属国企），**新天然气**（控股亚美能源，在山西已与两家央企合作煤层气），港股**中国燃气**（18H2与中联煤达成首个煤层气区块合作）。

评论：

矿业权流转不畅是油气行业核心问题之一，改革红利巨大

由于历史原因，油气行业各主要品种的大多数矿业权均集中于以三大油为首的央企手中。对于一些禀赋略差、开采成本偏高的区块，尤其是以煤层气为代表的非常规区块，央企往往在获取矿业权后“圈而不采”，客观上延缓了产业发展和地方油气保供。因此，央地博弈在矿业权上较为激烈。

截止2016年4月，国家共在山西省内向10家企业行政授予48个煤层气、油气矿业权。证载面积54892.73平方公里，省内面积40133.41平方公里。山西省煤层气登记面积90%以上都掌握在少数几家大企业手中，圈而不采现象比较突出，矿业权退出流转的远期最大潜在面积或达当前地方企业面积的5-8倍。

2014年起国家推进油气上游混合所有制改革，引入数轮页岩气探矿业权招标，并要求新疆部分央企全资控股的传统油气区块试点出让1%股权至社会资本。山西省亦在该省2017年制定的《“十三五”煤层气规划》及各类文件中多次提及矿业权退出流转机制。2017年山西省推出中国首次煤层气探矿业权招标，10个区块中蓝焰控股中标4个。

表 1：山西省煤层气、油气矿业权分布情况

公司	面积占比	采矿权个数
中石油	43%	14
中联煤	37%	14
晋煤集团（蓝焰控股及集团）	6%	2
中石化	3%	2
其他	11%	4

资料来源：山西省煤层气与煤炭矿业权重叠区问题探讨，国信证券经济研究所整理

央地博弈谈何容易，矿权退出道阻且长

从前期矿业权改革情况来看：针对空白区块的探矿权招标工作较为顺利，但后续勘探开采明显发现社会资本的专业能力良莠不齐；针对央企在手区块的“切蛋糕”进展则非常不畅，厘清央地争议谈何容易。

对于央企而言，

- ①优质的在手区块已经着手开发，存量圈而不采的区块往往资源禀赋略差、技术难度与开采成本偏高。即使未来地方企业、社会资本获取这些区块，勘探开采的成效和经济性也有待观察。
- ②伴随工商业和农村煤改气的进程，我国天然气需求量增速持续大幅跑赢国产量增速，对外依存度由 2017 年的 38% 跃升至 2018 年的 44%。2018H2 以来领导人多次要求加强上游开采、增强油气能源安全，央企对存量非常规气区块挖潜诉求不断增强，出让意愿或降低。
- ③矿权出让缺乏成熟定价机制，易触及国有资产流失高压线。

我们在山西省本次喊话中并未观察到解决上述问题的突破性政策、方案，故我们判断矿业权退出流转改革的全面落地仍待相当时日。

企业间合作值得期待，央地关系与优势互补是重点

本次山西省提到企业间合作解决矿权争议，我们认为其暗指扶持社会企业（尤其是省属国企）与央企合作分成开采。中石油&亚美能源-马必、中海油（中联煤）&亚美能源-潘庄、中石油&格瑞克-沁水成庄、中联煤&中国燃气-柳林均为近年来达成分成合作的先例。合作企业往往与央企在勘探开采技术、消纳等领域形成较好互补。同时央地历史关系对于合作的达成也有较大影响。

投资逻辑

我们认为矿业权退出与开放流转是油气行业下一步改革的重点方向，但是受制于央企动力不足，落地过程仍然面临较大阻碍。从现有的先例来看，央企与在勘探开采、下游消纳方面具备优势的社会资本达成合作分成，可能是中短期内可行性更高的模式。关注**蓝焰控股**（山西省属国企），**新天然气**（控股亚美能源，在山西已与两家央企合作煤层气），**港股中国燃气**（18H2 与中联煤达成首个煤层气区块合作）。

蓝焰控股：山西省属国企，长期矿权获取预期强烈

公司大股东晋煤集团是山西省属国企，当前正主导成立山西省燃气公司，拟整合山西省属燃气上中下游资源。公司主营煤层气勘探开采工程及煤层气销售业务，当前省内区块面积份额约 8%，省内煤层气抽采量份额约 35%。2017 年山西省推出中国首次煤层气探矿权招标，10 个区块中蓝焰控股中标 4 个。未来公司有望依托省属国企背景，持续获取山西省内优质煤层气区块。

2019 年，公司主要看点在于沁水地区存量老区块以及柳林石西、武乡南等新区块的气量进展，以及天然气需求快速增长带来的价格中枢提升。

新天然气：控股亚美能源，在山西已与两家央企合作煤层气

公司于 2018 年 8 月成功并购港股煤层气勘探开采销售公司亚美能源的 50.5% 股权，成为其控股股东。亚美能源已于山

西沁水分别与中联煤（中海油全资子公司）合作分成开采潘庄区块（5亿方产能，已达产），并与中石油合作分成开采马必区块（10亿方产能，2018年9月获得发改委核准）。与两家上游央企的良好合作记录，将有助于亚美能源煤层气业务进一步发展。

2019年，公司主要看点在于马必区块的气量进展，以及天然气需求快速增长带来的价格中枢提升。

中国燃气：下游龙头，上游与中联煤达成首个煤层气合作

公司是港股上市的下游城市燃气龙头公司。2018年，公司全资子公司富地柳林燃气有限公司与中海油全资子公司中联煤达成鄂尔多斯盆地东缘山西柳林煤层气对外合作项目，9月项目获得发改委核准。项目建设规模为3亿立方米/年，建设期为3年。项目计划动用煤层气含气面积162.48平方千米，动用煤层气储量151.97亿立方米；施工煤层气开发井218口，其中已完成试采井154口、新建开发井64口；建设集气站3座、末端增压站1座，敷设采气管线155.61千米、集气管线10.77千米。项目总投资为25.6亿元人民币，按中外合作双方参与权益50%:50%的比例自筹解决。

2019年，公司主要看点在于城市燃气下游需求的快速增长。此外，上游LNG、煤层气产业的投资，也有助于公司实现产业链上中下游全面拓展。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
000968	蓝焰控股	买入	11.05	0.51	2.58	3.90	4.3	2.8	21.8	3.4

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

《燃气行业 2019 年投资策略：需求确定性增长，供需形势料改善》 ——2018-12-27

《燃气行业深度报告：燃气冬供全景：供需，储运，价格》 ——2018-12-26

《行业重大事件快评：卡塔尔拟退出 OPEC，国际 LNG 远期供给提升确定性增强》 ——2018-12-06

《天然气行业专题解读：天然气上游成本价格对比解读》 ——2018-09-10

《行业重大事件快评：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》 ——2018-09-10

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