

石油化工

证券研究报告
2019年03月13日

对标中国铁塔，猜想管网公司

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

张樾樾 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

贾广博 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519010002
jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋 联系人
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 联系人
zhengxiaobing@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《石油化工-行业研究简报:原油月报:60 美金短期稳态, 委内瑞拉再成焦点》
2019-03-06

2 《石油化工-行业点评:重申“改革”主线, 重视自上而下“政策”视角》
2019-03-04

3 《石油化工-行业研究周报:页岩油公司普遍下调 2019 年资本支出》
2019-03-03

1.油气管道储运资产梳理与猜想

根据中石油/中石化公告估算, 中石油/中石化管道储运相关总资产分别为 3400/1300 亿左右、净资产 2900/860 亿左右, 中海油未披露, 根据其 LNG 接收站规模估计总资产也在 1000 亿左右。

未来的管网公司猜想: 1) 远期总资产超过 5000 亿; 2) 第一步资产出让可能以三桶油持股比例不高的资产优先; 3) 从资产结构看未来的股权结构大体上中石油: 中石化: 中海油=3: 1: 1, 外部股东考虑新增投资可能超过现有比例。

2.中国铁塔历史梳理

中国铁塔是在新时期深化国有企业改革和电信体制改革、促进通信设施共建共享的大背景下, 由中国电信、中国移动、中国联通三家电信企业联合出资成立的通信基础设施综合服务企业, 我们总结其具有以下特点:

1) 股东同时是大客户。四大股东中国移动、中国联通、中国电信、中国国新以及其他流动股东股权分别为 28.5%、21.1%、20.9%、4.5%、25%。

2) 收购铁塔资产采用重置成本法, PB 为 1.19-1.23 倍。按照评估价值/账面价值计算, 中国移动为 1.23 倍 PB、中国联通和中国电信为 1.19 倍 PB。

3) 高级管理层主要来自三大运营商。目前公司高级管理层 5 人中有 4 人此前是在三大运营商中任职。

3.中国铁塔与管网公司比较

管网公司与中国铁塔有许多相似之处, 我们分别从客户结构、运营模式、资本开支三个方面进行分析:

1) “三桶油”既是股东, 也是最大客户。中国铁塔的主要客户为三大通信集团, 2018 年为三家公司提供服务的收入占到总收入 98.4%。“三桶油”拥有国内最多的油气资源, 其在原油产量、天然气产量、原油加工量占比分别达到 93%、88%、72%。

2) 管网公司将具有稳健 ROE, 且高于中国铁塔。油气行业的管网储运设施和通信行业的铁塔都具有公共事业属性, 截至 2018 年中国铁塔 ROE 水平仅达到 1.47%。参考中国石油管道板块的财务数据, 其 ROE 为 4.3%, 将进口气亏损 239 亿加回利润, ROE 为 8.7%; 参考其他省网管道公司, 18 年开始整体表现稳健, 年化 ROE 均在 6%以上。

3) 管网公司在成立初期, 资本开支预计会有明显增加。根据天然气“十三五”规划, 理论上 2017-2020 年管道和储气库建设年均投资额需达到前两年平均水平的 2 倍左右。中国石油 2018 年天然气管道板块资本开支预计在 200 亿左右, 同比 2017 年下降 18.46%, 预计管网公司成立后, 有望提升管道与储运设施的投资积极性。具体项目方面, 仅在中国石油、中国石化上市公司公告的在建工程范围内的就有 370 亿。如将西气东输三线配套支干线等、俄气东线总体投资、远期的俄气西线考虑进去, 所需的资本开支规模更大。

4.投资观点: 1) 管网公司成立有望拉动天然气管网投资, 推荐中油工程。2) 管网公司成立, 资产作价尚不明确, 考虑中国石油 AH 股估值差距较大, 该事件对二者 PB 估值影响可能不同甚至反向, 推荐低估值的中国石油股份(H)。风险提示: 管网公司成立进度慢于预期的风险, 资产评估作价偏低的风险, 管网公司与中国铁塔发展路径不一致的风险

1. 油气管网资产梳理

截至 2017 年底，我国长输天然气管道总里程达到 7.7 万公里，其中，中国石油天然气股份有限公司所属管道占比约 69%、中国石油化工股份有限公司占比约 8%、中国海洋石油总公司占比约 7%、其他公司占比约 16%。

中国石油：2017 年末，中国石油股份公司的天然气与管道板块总资产 5248 亿，净资产 4046 亿。国内油气管道总长度为 82374 公里，其中：天然气管道长度为 51,315 公里，原油管道长度为 19,670 公里，成品油管道长度为 11,389 公里。

中石油体系内涉及管道储运资产的公司主体包括，中石油管道有限、中亚天然气管道、昆仑能源，涉及主干、支干管网、LNG 接收站。我们估算总资产在 3400 亿左右，净资产 2900 亿，归属中石油股份约 2000 亿。

中国石化：体系内涉及管道储运资产的公司主体包括，川气东送公司、管道储运公司、中石化冠德（渝济线），以及其他上市公司体内的在建项目。我们估算涉及总资产 1300 亿，净资产 860 亿，归属中石化约 610 亿。

中国海洋石油：集团体系内涉及的管道储运资产主要在中海油气电集团。截至 2017 年底，已建成 LNG 接收站 9 座，接收能力达到 3380 万吨，陆地天然气长输管线达到 4662 公里。公司未披露资产金额，根据其 LNG 接收站规模，我们估算总资产也有 1000 亿左右。

综合来看，未来的油气管道储运公司：1) 远期总资产超过 5000 亿；2) 第一步资产出让可能以三桶油持股比例不高的资产优先；3) 未来的股权结构大体上中石油：中石化：中海油=3：1：1，外部股东考虑新增投资可能超过现有比例。

表 1：中国石油管道储运资产情况

	主要资产	财务数据	中石化股权比例	其他股东
中石油管道有限责任公司	西气东输一二三线	2017 年末总资产 2357 亿，净资产 2213 亿，净利润 179 亿	72.26%	国联基金、社保、泰康、宝钢、新华人寿等 11 家
中亚天然气管道有限公司	中亚管道	2017 年末总资产 355 亿，净资产 330 亿，净利润 58.5 亿	50%	国新
昆仑能源	陕京线，江苏、大连、唐山 LNG 接收站		62%	上市公司流通股东
在建项目	西气东输三线	总投资 1304 亿，截至 2017 年末已投入 614 亿	100%	
	中俄天然气东线（黑河-长岭段）	总投资 127 亿，2017 年末已投入 38 亿	100%	
	中亚天然气 D 线		100%	
	闽粤支干线		100%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：中国石化管道储运资产情况

	主要资产	财务数据	中石化股权比例	其他股东
川气东送管道有限公司	川气东送管道	2017 年末总资产 523 亿，净资产 482 亿，净利润 25.4 亿	50%	中国人寿、国投交通
管道储运公司	原油管道	2017 年总资产 388 亿，净资产 216 亿，净利润 27.2 亿	100%	
中石化冠德	渝济线、惠州-广州天然气管道	2017 年末总资产 45 亿，净资产 21 亿	60.33%	上市公司流通股东
其他	青岛 LNG 接收站	总投资 107 亿，已完成 75 亿	100%	
在建或扩能项目	天津 LNG 接收站	总投资 136 亿，2018 中期已完	100%	

	成 109 亿, 40%自有资金	
广西 LNG 接收站	总投资 155 亿, 2018 中期已完 成 105 亿, 50%自有资金	100%
新疆天然气管道	总投资 116 亿, 2018 中期已完 成 29 亿, 38%自有资金	100%
文 23 储气库	总投资 139 亿, 2018 中期已完 成 21 亿, 30%自有资金	100%

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

2. 中国铁塔历史梳理

2.1. 成立历程

中国铁塔是在新时期深化国有企业改革和电信体制改革、促进通信设施共建共享的大背景下, 由中国电信、中国移动、中国联通三家电信企业联合出资成立的通信基础设施综合服务企业。回顾其发展历程, 大致可以分为三个阶段:

1) 公司组建: 21 世纪初期, 我国通信基础设施建设重复投资问题突出, 网络资源利用率普遍偏低。2014 年 7 月 11 日, 三大运营商中国移动、中国联通和中国电信共同签署了《发起人协议》, 分别出资 40.0 亿元人民币、30.1 亿元人民币和 29.9 亿元人民币, “中国通信设施服务股份有限公司”正式成立。2014 年 09 月 11 日, “中国通信设施服务股份有限公司”进行了工商变更登记手续, 正式更名为“中国铁塔股份有限公司”。

2) 资产注入: 从 2015 年 1 月 1 日起, 公司全面承接新建铁塔、重点场所室内分布系统建设。2015 年 10 月 31 日, 公司以现金和增资方式与三家电信企业进行存量铁塔相关资产注入交易, 注入存量铁塔 140 余万座, 交易总价值达到 2035 亿元, 并同步引入新股东中国国新, 公司注册资本也由初期 100 亿元增至 1293.4 亿元。截至 2017 年底, 公司塔类站址数量接近 190 万座, 资产规模超过 3200 亿元。

3) 上市融资: 公司与 2018 年 8 月正式上市, 募集资金 60%用于资本开支、30%用于偿还银行贷款、10%用于公司运营。

图 1: 中国铁塔成立历程

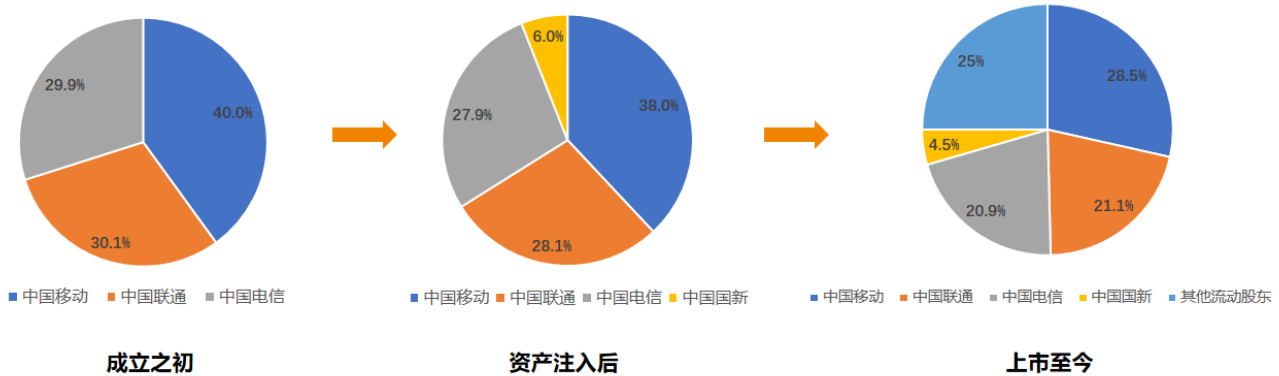


资料来源:公司公告, 天风证券研究所

2.2. 主要股东为三大运营商+中国国新

起初,中国铁塔的股东是国内三大运营商中国移动、中国联通和中国电信,股权比例为40.0%、30.1%和29.9%。经过2015年资产注入后,引入中国国新作为第4大股东,股权结构分别为38%、28.1%、27.9%、6%。上市至今,四大股东中国移动、中国联通、中国电信、中国国新以及其他流动股东股权分别为28.5%、21.1%、20.9%、4.5%、25%。

图 2: 公司股东结构变化



资料来源:公司公告,天风证券研究所

2.3. 采用重置成本法, 1.19-1.23 倍 PB 收购铁塔资产

2018年10月15日,中国铁塔收购三大运营商各自拥有的铁塔相关资产,采用股权支付和现金支付结构的方式,以1元/股价格发行股份1193.45亿股,支付现金789.07亿元。

资产评估方法: 评估值=重置全价*成新率,其中重置全价=建安工程造价+前期费用及其他费用+资金成本,成新率确定则根据价值的大小分别采用尚可使用年限与经济寿命年限进行计量。

作价公式: 中国铁塔应支付的交易对价=评估值-评估资产于基准日至交割日的折旧摊销-减少资产价值+新增资产价值。

按照评估价值/账面价值计算,中国移动出让资产估值为1.23倍PB、中国联通和中国电信出让资产估值为1.19倍PB。

表 3: 中国铁塔收购资产情况

	资产价值	收购对价	支付方式
中国移动	评估价值: 1136.06 亿元	1027.36 亿元	股权支付: 451.51 亿股
	账面价值: 924.64 亿元		现金支付: 575.85 亿元
中国联通	评估价值: 633.51 亿元	546.58 亿元	股权支付: 333.36 亿股
	账面价值: 532.33 亿元		现金支付: 213.22 亿元
中国电信	评估价值: 335.97 亿元	301.31 亿元	股权支付: 301.31 亿股
	账面价值: 283.20 亿元		

资料来源:公司公告,天风证券研究所

2.4. 高级管理层主要来自三大运营商

公司成立之初,时任中国移动副总裁刘爱力出任铁塔公司董事长,时任中国联通副总裁佟吉禄出任总经理,中国电信副总经理张继平出任监事长。2018年3月,因工作调整,刘爱力不再兼任铁塔公司董事长,由总经理佟吉禄接替董事长职务。

目前公司高级管理层5人中有4人此前是在三大运营商中任职。

表 4: 现任公司高级管理层

姓名	职位	委任日期	中国铁塔任职前职务
佟吉禄	董事长	2018年3月21日	中国联通执行董事兼

高步文	副总经理	2014年8月4日	高级副总裁 中国移动辽宁公司董事长及总经理
顾晓敏	副总经理	2014年8月4日	中国联通网络分公司 副总经理
高春雷	总会计师	2014年8月4日	中国电信黑龙江分公司 总经理
孙宝田	高级管理层成员	2016年11月18日	中国电力建设集团纪 委副书记

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 中国铁塔与管网公司比较

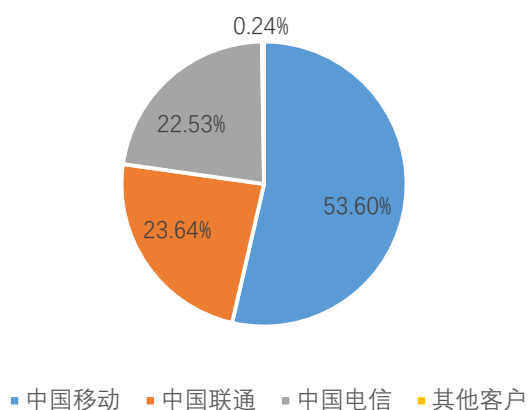
管网公司与中国铁塔有许多相似之处，我们分别从客户结构、运营模式、资本开支三个方面进行分析，得出以下猜想：

- 1) 管网公司初期收入将主要来自于“三桶油”。
- 2) 管网公司将具有稳健 ROE，且高于中国铁塔。
- 3) 管网公司在成立初期，资本开支预计会有明显增加。远期，管网体系进入成熟期，资本开支有望减小，自由现金流有望改善。

3.1. 股东是最大的客户

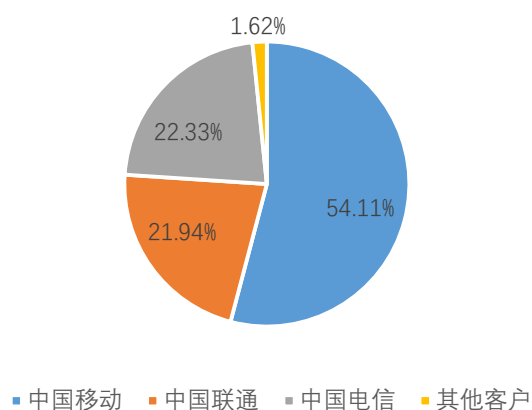
中国铁塔的主要客户为三大通信集团，2018 年为三家公司提供服务的收入占到总收入 98.4%。

图 3：2017 年中国铁塔客户结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

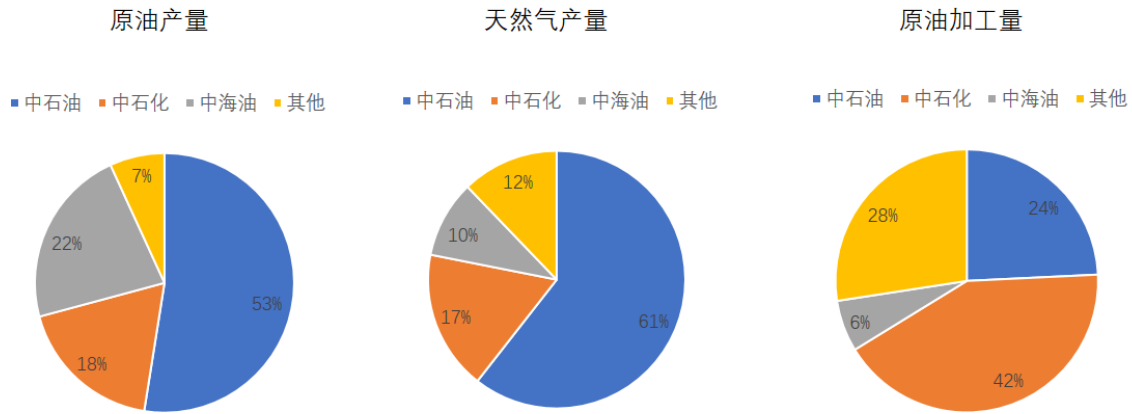
图 4：2018 年中国铁塔客户结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

与中国铁塔相似，国内油气主干管网主要归属“三桶油”旗下，并且“三桶油”拥有国内最多的油气资源，其在原油产量、天然气产量、原油加工量占比分别达到 93%、88%、72%。因此，“三桶油”即是管网公司的股东也将是其最大的客户，未来管网公司初期收入将主要来自“三桶油”。

图 5：2017 年我国原油产量、天然气产量、原油加工量结构



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

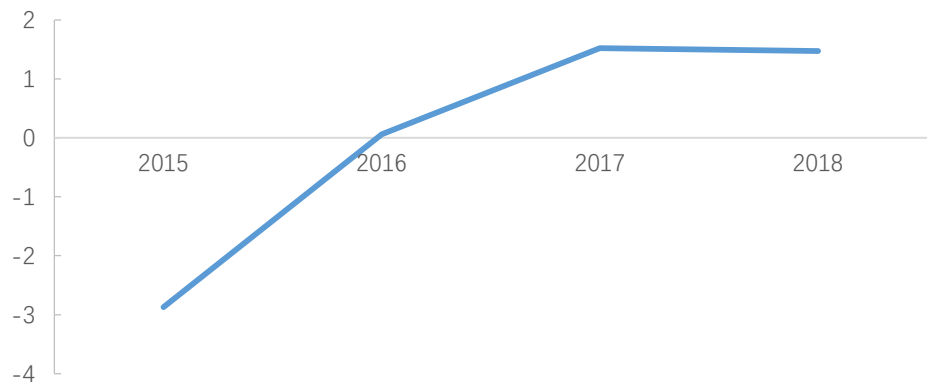
3.2. 具有公共事业属性的运营模式

油气行业的管网储运设施和通信行业的铁塔都具有公共事业属性，在运营模式上有很多可比之处。

中国铁塔与客户磋商并采用成本加成法定价，公式为：价格总额=基准价格+场地费包干价格+电力引入费，其中基准价格=【单位成本*(1+折损率)+维护费用】*(1+成本加成率)，成本加成率根据不同的业务采用 5%、10%、15%三档。

由于铁塔共享业务的租金折扣优惠、铁塔折旧和摊销成本的过高，中国铁塔目前的 ROE 虽然在逐年提高，但是截至 2018 年 ROE 水平仅 1.47%。

图 6：中国铁塔 ROE 水平 (%)



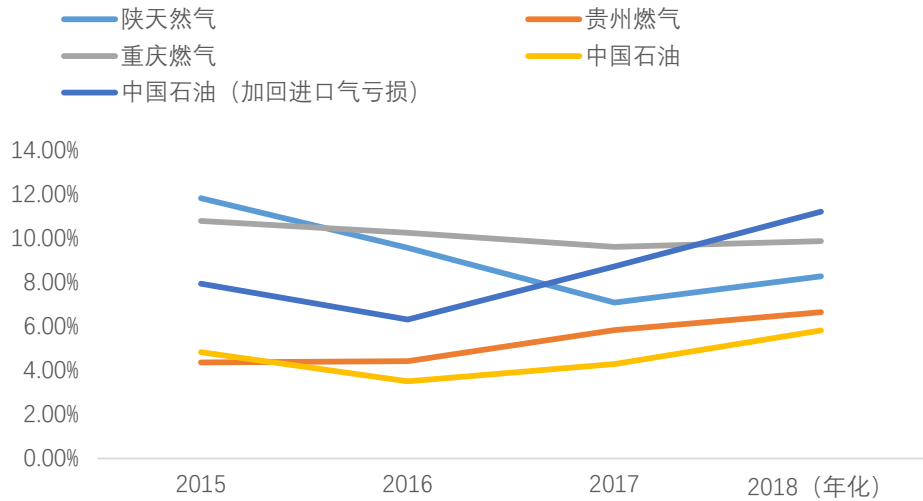
资料来源：公司公告，天风证券研究所

相比之下，管网公司的收费方式主要是政府定价。根据《天然气管道运输价格管理办法(试行)》，“准许收益率按管道负荷率(实际输气量除以设计输气能力)不低于 75%取得税后全投资收益率 8%的原则确定”，“管道运输价格的制定和调整，由国务院价格主管部门主动实施，也可由管道运输企业向国务院价格主管部门提出建议，管道运输价格原则上每 3 年校核调整一次。”

参考 2017 年中国石油管道板块的财务数据，其 ROE 为 4.3%，将进口气亏损 239 亿加回利润，ROE 为 8.7%，ROA 为 6.7%。

参考省网管道公司，17 年实施输配价格成本监审后，各公司 ROE 受到一定影响，18 年开始整体表现稳健，年化 ROE 均在 6%以上。因此，我们预计管网公司可能具有稳健 ROE，且高于中国铁塔。

图 7：中国石油与省网管道公司 ROE 情况

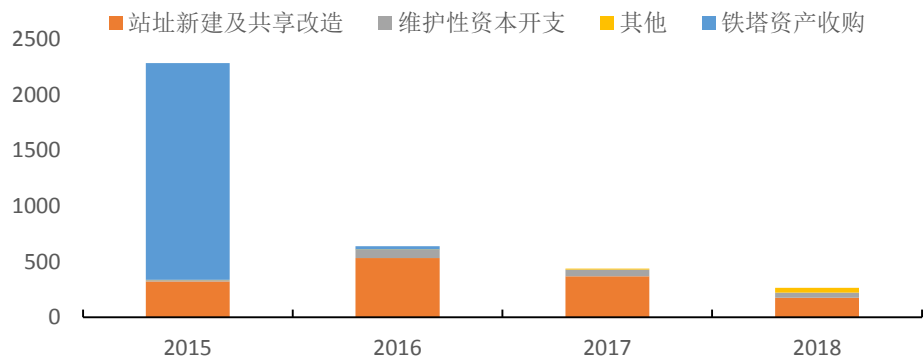


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 资本开支将增加

中国铁塔的资本开支受到客户需求、其网络覆盖规划、新业务拓展以及服务提升要求等因素的影响，2015-2018年，资本开支呈现逐步减少的趋势，剔除铁塔收购的影响则是先高后低。19年因5G业务发展，相关资本开支预计有所增加。

图 8：中国铁塔资本开支情况（亿元）

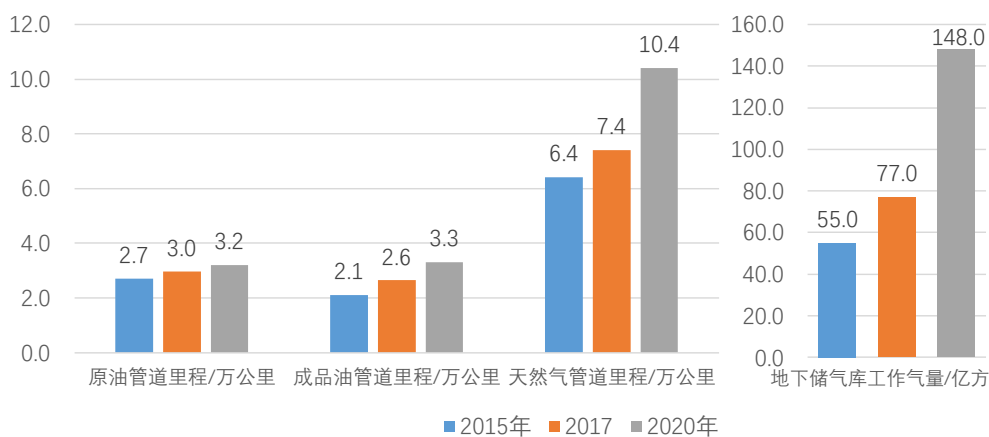


资料来源：公司公告，天风证券研究所

预计管网公司在成立初期，资本开支需求巨大，仅在中国石油、中国石化上市公司公告的在建工程范围内的就有 370 亿。如将西气东输三线配套支干线等、俄气东线总体投资、远期的俄气西线考虑进去，所需的资本开支规模更大。远期，当业务进入平稳发展期，资本开支有望减小，自由现金流得到改善。

1) 根据天然气“十三五”规划，十三五期间需新建天然气管道 4 万公里，按照 2017 年总长度 7.4 万公里计算，2017-2020 三年需年均建设 1 万公里，而 2015-2017 两年年均建设 0.5 公里，因此理论上 2017-2020 年管道建设年均投资额需达到前两年平均水平的 2 倍。同理 2017-2020 年地下储气库建设年均投资额需要达到前两年平均水平的 2.15 倍。

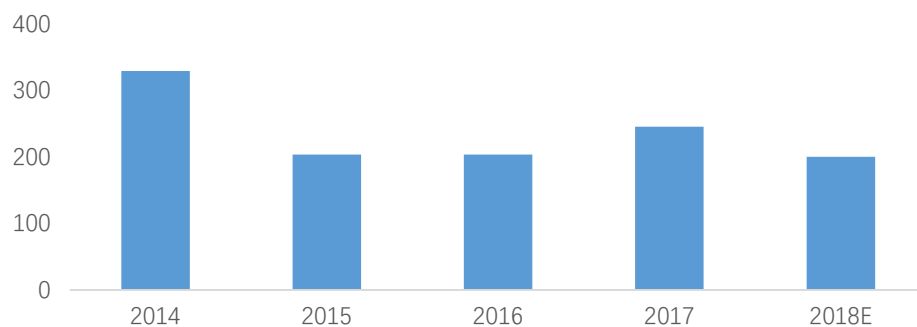
图 9：油气管道长度与规划情况（万公里）



资料来源：十三五规划，天风证券研究所

2) 中国石油 2018 年天然气管道板块资本开支预计在 200 亿左右, 同比 2017 年下降 18.46%。预计管网公司成立后, 有望提升管道与储运设施的投资积极性, 管网公司将受益于管道与储运资本开支的提升。

图 10: 中国石油天然气与管道板块资本开支 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com