

证券研究报告—动态报告/行业快评

燃气 II

《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》快评

超配

(维持评级)

2019年07月04日

政策符合预期，优质城燃仍享有额外利润率空间

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：

发改委今日向社会公布《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》，提出明确城镇燃气工程安装费定义及内涵，加快构建燃气工程安装竞争性市场体系，合理确定城镇燃气工程安装收费标准，原则上成本利润率不得超过10%。

国信公用观点：本次政策要点符合前期政策精神与市场预期。我们认为在专业能力与安全问责的考量下，放开接驳工程竞争性市场体系不会带来城燃公司接驳工程市占率的大幅下行。政策提出由地方物价局按成本利润率不超过10%确定接驳费标准，我们理解其成本为当地市价下的全成本，而优质城燃公司凭借管理优势与规模优势，完全可以获得超出市场平均水平的利润率空间。我们预计主要城燃公司成本利润率不存在大幅压缩的风险，维持此前关于城燃接驳费每年温和下滑2-3%的预判，认为本次政策并无超预期影响。**推荐新奥能源、天伦燃气，关注中国燃气、华润燃气、百川能源。**

评论：

本次政策要点符合前期政策精神与市场预期

我们认为本次政策表述符合前期政策精神与市场对接驳工程监管的预期，**对优质城市燃气上市公司不存在预期外的新增约束。**

本次政策的要点主要在于①明确城镇燃气工程安装费定义及内涵，②加快构建燃气工程安装竞争性市场体系，③合理确定城镇燃气工程安装收费标准，原则上成本利润率不得超过10%，④取消城镇燃气工程安装不合理收费，⑤简化城镇居民新建住宅燃气工程安装等收费方式，⑥规范城镇燃气安装工程施工管理，推动信息公开强化社会监督，加强市场监管规范市场秩序。

优质城市燃气上市公司在施工质量与收费规范性方面本身属于业内较好水平。除了部分个例在去年由地方政府出台政策予以优化调整外，城市燃气上市公司均不存在向红线外工程收费的情况。构建竞争性施工市场的表述主要来自2018年9月发布的《国务院关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，该项政策曾指出：“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。”成本利润率10%的表述也已经在今年以来纳入市场预期。

政策明确以产权红线为收费界限，城燃公司本已遵守

本次政策明确指出，“燃气工程安装收费范围仅限于建筑区划红线内产权属于用户的资产，不得向红线外延伸。”

我们认为绝大多数城市燃气上市公司本已完全遵守这一政策。用户红线以内的工程不计入城燃公司资产，而是计入当期成本费用；用户红线以外的工程视作公用、共享工程，计入城燃公司资产，随售气业务计提折旧。对于城市居

民小区而言，由于建筑区划红线为一般小区外墙，小区庭院管网理论上也不计入城燃公司资产，并应计入当期成本费用。

预计放开接驳工程安装竞争性市场不会引发城燃公司接驳量市占率的大幅下滑

本次政策提出，“各地要加快建立完善公平开放的燃气工程安装市场，鼓励具备燃气工程安装施工能力的企业依法取得相应市政公用工程施工资质后参与市场竞争，鼓励具备安装资质的企业跨区域开展工程安装和改造业务，促进市场竞争。燃气企业不得滥用市场支配地位垄断经营范围内工程安装业务，或指定利益相关方从事燃气工程安装，妨碍市场公平竞争。”

我们认为，在专业能力与安全问责的考量下，放开接驳工程竞争性市场体系不会带来城燃公司接驳工程市占率的大幅下行。首先，尽管城燃户内接驳环节一般属于低压管网，施工难度有限，但若施工单位专业能力不足、或与城燃公司的高、中压管网衔接不畅，依然存在安全隐患。其次，就售气运维而言，运营方依然是具备特许经营权的城燃公司，如果因为第三方施工不当导致后续运营期发生问题，或将带来额外的沟通协调成本，问责不畅将影响用户用气。第三，10%的成本利润率本身并不足以吸引第三方施工企业通过价格竞争快速提升市场份额。因此，城市燃气公司在运营期的特许经营权意味着其在接驳安装施工阶段依然将享有显著的市占率优势。

10%的成本利润率不会引发城燃公司接驳费的大幅下行，优质城燃公司将获得额外利润率空间

本次政策提出，“燃气工程安装竞争性市场体系尚未建立、收费标准纳入政府定价目录进行管理的地方，当地价格主管部门要建立健全监管机制，加强成本调查监审，对标行业先进水平，兼顾周边地区水平，合理确定收费标准，原则上成本利润率不得超过10%，现行收费标准偏高的要及时降低。”

我们首先认为，10%成本利润率中的成本指的是包含营业成本与期间费用的全成本。本次政策明确指出，“城镇燃气工程安装费是指为保障用户通气，相关企业提供建筑区划红线内燃气工程勘察、设计、施工、监理、验收等服务而收取的与工程建设相关的服务费和材料费等费用。”从会计准则的角度，监理、验收费用一般列入销售费用和管理费用。从业务逻辑的角度，为筹措材料、人工而垫付资金引发的财务费用，也应当归入工程造价的口径中一并计量。因此，我们认为政策中的成本基数理应是全成本，不应将城燃公司的接驳毛利率与10%的成本利润率进行简单对比。

其次，我们认为10%的成本利润率中的成本指的是某一地区的市场平均成本，而非优质城燃公司的实际成本。本次政策明确阐释，确定接驳费的标准应当兼顾当地一般物价水平以及行业先进水平。一般而言，优质城燃公司凭借管理优势与规模优势，接驳全成本普遍低于当地平均水平。这意味着，如果以当地平均成本水平确定接驳费，优质城燃公司凭借自身的低成本，完全可以获得超出市场平均水平的利润率空间。我们认为优质城燃公司完全可以获得超越10%的成本利润率，而不违背本次政策精神。

最后，我们认为不能排除城燃公司为了确保自身成本利润率达标，从而在会计计量时合理增加确认自身的接驳全成本。在这一合理化处理下，我们认为后续可能会观察到城燃公司接驳业务分列口径以及利润率水平的短期波动。

投资建议：本次政策无超预期影响，维持城燃接驳费每年温和下滑2-3%的预判

我们认为本次政策符合前期政策精神以及市场预期，对城燃公司并无超预期影响。按照我们掌握的情况，我们认为优质城燃上市公司的接驳业务全成本利润率均未显著超出10%的标准，不存在大幅降价的空间。优质城燃上市公司当前普遍存在接驳利润率高于同行的情况，这本质上是其管理优势与规模优势带来的，也是本次政策继续允许的，但客观上会加重城燃公司的接驳收费降价压力。结合接驳工程竞争性市场放开后的小幅影响，以及城燃公司自身对接驳业务成本数据的合理化呈列动力，我们维持此前关于城燃接驳费每年温和下滑2-3%的预判。

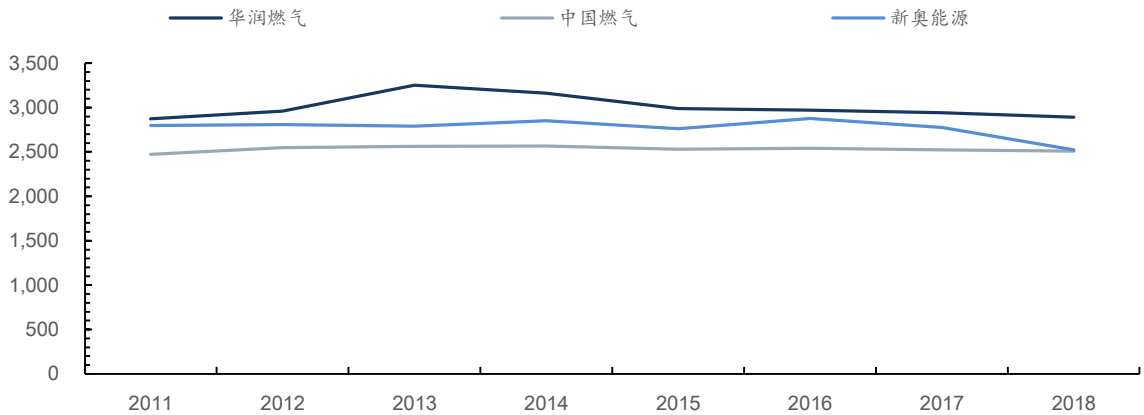
标的方面，继续看好优质城燃公司。推荐新奥能源、天伦燃气，关注中国燃气、华润燃气、百川能源。

风险提示：接驳费超预期下滑，燃气需求增速下滑，上游气价超预期上涨

附录：主要城燃公司接驳业务数据对比

近年来，主要城市燃气公司平均城市居民接驳费整体稳定在 2500-3000 元/户区间，略有下行。支持接驳费下行的原因包括接驳业务区域的转移（由高收费地区转向低收费地区），政策监管的加强，以及接驳工程安装竞争性市场下对用户的一定程度让利。支撑部分项目接驳费上行的理由主要是材料与人工成本的上涨，并且原先列入期间费用的部分接驳业务投入也理应获得合理回报。

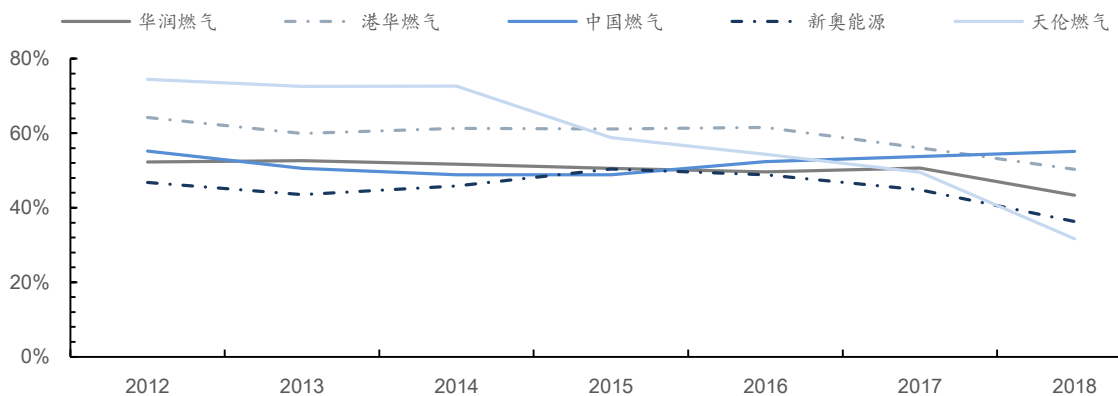
图 1：主要城市燃气公司接驳费情况（元/户）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

近年来，我国主要城燃公司接驳业务经营利润占总经营利润的比重整体下行。主要原因是售气业务体量的稳步提升，增值业务和综合能源业务等其他业务的逐渐培育，以及在地产周期下，居民新增接驳量本身的上行空间有限。我们注意到在下图中，中国燃气的接驳利润占比提升，主要是按照公司业务分拆，农村煤改气业务列入接驳业务考量。如果剔除农村煤改气业务的影响，中国燃气将与其他同业共同呈现城市接驳业务利润占比的下行。

图 2：主要城市燃气公司接驳经营利润占比情况

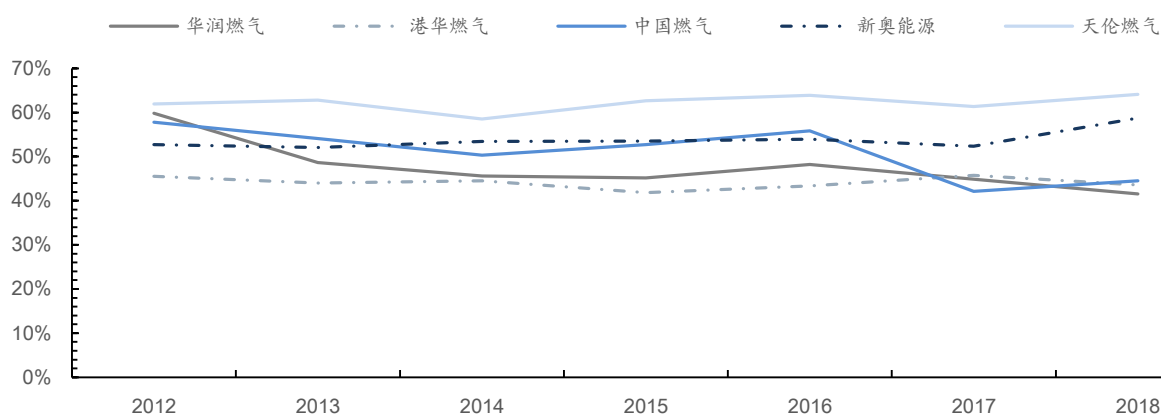


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：中国燃气以 18/19 财年数据与其他公司 2018 自然年数据对比；中国燃气包含农村煤改气接驳业务；天伦燃气数据包含农村煤改气接驳业务

近年来，主要城市燃气公司接驳业务经营利润率整体稳定，部分公司略有上行。我们认为城燃公司接驳利润率的上行并不违背本次的政策精神。接驳利润率的上行并不依赖接驳费的提升，而是主要来源于城燃公司凭借管理优势与规模优势，通过内部成本考核、材料统一采购等手段，实现自身成本的下行。

图 3: 主要城市燃气公司接驳业务经营利润率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 中国燃气以 18/19 财年数据与其他公司 2018 自然年数据对比; 中国燃气包含农村煤改气接驳业务; 天伦燃气数据包含农村煤改气接驳业务

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
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
02688	新奥能源	买入	76.90	2.56	4.64	5.46	25.6	14.1	12.0	4.0
00384	中国燃气	未评级	29.70	1.40	1.84	2.17	18.1	13.8	11.6	5.1
01193	华润燃气	未评级	8.99	0.64	1.04	1.33	12.0	7.4	5.8	2.7
01600	天伦燃气	买入	38.00	2.04	2.32	2.60	15.9	13.9	12.5	4.0
600681	百川能源	买入	7.30	0.68	0.83	0.96	10.7	8.8	7.6	2.4

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测 注：中国燃气、华润燃气 2019-2020 年数据为 wind 一致预期

相关研究报告:

- 《燃气行业政策快评：财政部补贴新政激励非常规气增产，奖励系数机制为亮点》 ——2019-06-24
- 《燃气行业 2019 年中期投资策略：需求承压供给好转，管网改革释放红利》 ——2019-06-20
- 《国家管道公司系列报告之二：油气管网建设市场空间如何？一种更细致的拆分方法》 ——2019-03-26
- 《天然气行业快评：国家管道公司渐近，板块性机遇背后的思考》 ——2019-03-21
- 《行业重大事件快评：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》 ——2019-02-18

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