

改革窗口期将至，重视 Q4 燃气主题躁动

——天然气行业系列报告（八）

行业动态

◆**燃气股复盘—主题行情躁动**：受益于环境约束和能源结构调整，天然气行业发展加速，2017年起二级市场对于燃气股的关注度显著提升。由于A股燃气上市公司经营区域的差异较大，受地方天然气利用水平及价格政策等因素影响，A股燃气行业盈利能力较为分化。但整体来看，2017年至今Q4均呈现主题行情，其中北方采暖季期间内天然气紧张的供应格局预期是两次主题行情的核心催化因素。

◆**行业改革加速推进，前期工作已近完成**：新一轮行业改革背景下，分离天然气行业垄断性与竞争性业务为大势所趋。本轮天然气价格改革与体制改革思路契合（即“**管住中间，放开两头**”），通过天然气价格链的“**去纵向一体化**”操作，分离竞争和垄断环节价格，最终实现竞争环节的价格市场化及上下游价格动态联动。当前时点，我们认为本轮天然气价格改革“管住中间、放开两头”已初见成效，前期工作进展可观。此外，近期召开的**国家能源委员会会议**亦强调，深入推进能源领域市场化改革，推动建立主要由市场决定能源价格的机制。结合2019年以来的各项改革举措，我们判断天然气市场化改革有望加速。

◆**管网公司渐行渐近，行业格局有望重构**：我们认为，管网独立成为天然气市场化改革的必经之路。考虑到天然气管网的自然垄断属性，成立国家管网公司是完成管网独立改革的现实路径。**2019年以来，国家石油天然气管网公司的组建渐行渐近**。从中长期的角度看，随着国家管网公司的成立，天然气管网运销分离，第三方公平接入服务和管网互联互通环节的完善，天然气市场竞争环节的参与主体数量与活力将有效增强，进一步推动竞争环节天然气市场化价格的形成。

◆**投资建议**：我们认为，国家石油天然气管网公司的成立将成为行业近期热门事件，有望重构天然气市场竞争格局。在管网公司渐行渐近、叠加传统冬季保供的背景下，需重视Q4燃气主题投资机会，并关注北方采暖期内燃气公司毛差的边际变化。重申燃气行业“**买入**”评级，建议精选优质城燃标的，推荐**深圳燃气**、**重庆燃气**、**新天然气**、**百川能源**，关注**中国燃气（H）**、**华润燃气（H）**、**新奥能源（H）**、**天伦燃气（H）**。

◆**风险分析**：系统性风险，管网公司成立进度不及预期，天然气销售量低于预期，天然气销售、接驳费用超预期下调，天然气采购成本提升，天然气价格改革进展低于预期等。

公用事业：增持（维持）

燃气：买入（维持）

分析师

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

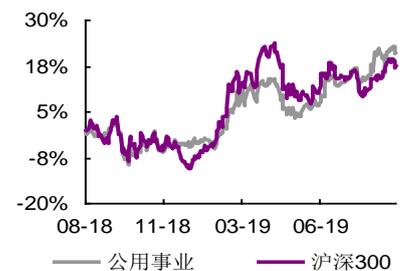
wangwei2016@ebcn.com

于鸿光（执业证书编号：S0930519060001）

021-52523819

yuhongguang@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

A、H股燃气行业复盘报告：从1到10——天然气行业系列报告（六）

.....2018-09-16

天然气：该出手时就...出不出手？——天然气行业系列报告（五）

.....2018-08-28

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601139	深圳燃气	7.77	0.36	0.38	0.47	22	20	17	买入
600917	重庆燃气	7.75	0.22	0.23	0.23	35	34	34	增持
603393	新天然气	25.50	2.09	2.73	3.48	12	9	7	买入
600681	百川能源	7.26	0.98	1.17	1.25	7	6	6	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月14日

目 录

1、 燃气股复盘—主题行情躁动	3
2、 行业改革加速推进，前期工作已近完成	4
3、 管网公司渐行渐近，行业格局有望重构	7
4、 投资建议：重视 Q4 燃气主题投资机会	9
5、 风险分析	9

1、燃气股复盘—主题行情躁动

受益于环境约束和能源结构调整，天然气行业发展加速，2017年起二级市场对于燃气股的关注度显著提升。“煤改气”、“气荒”，这些贯穿行业发展以及影响股价的因素在2017-2018年行情中体现的尤为显著。

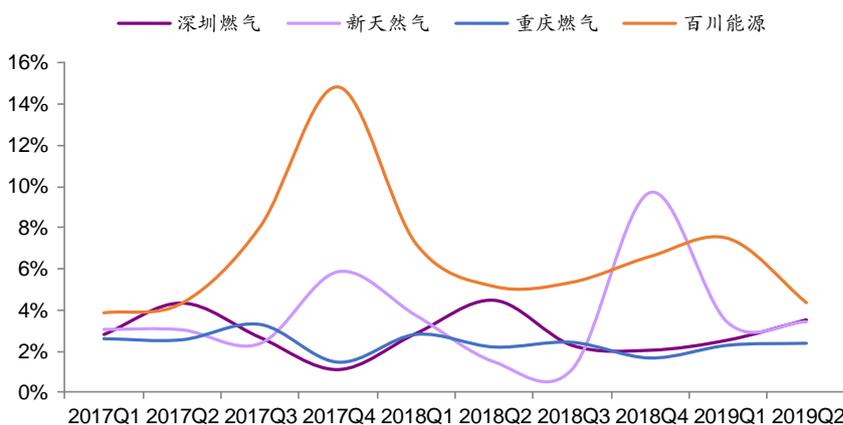
由于A股燃气上市公司经营区域的差异较大，受地方天然气利用水平及价格政策等因素影响，A股燃气行业盈利能力较为分化。但整体来看，2017年至今Q4均呈现主题行情，其中北方采暖季期间内天然气紧张的供应格局预期是两次主题行情的核心催化因素。

图 1：A 股燃气行业的行情复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：以2016/12/31收盘价为基准计算SW燃气的涨幅，相对收益的参考指数为沪深300，截至2019/10/14,）

图 2：燃气公司单季度 ROE 的分化



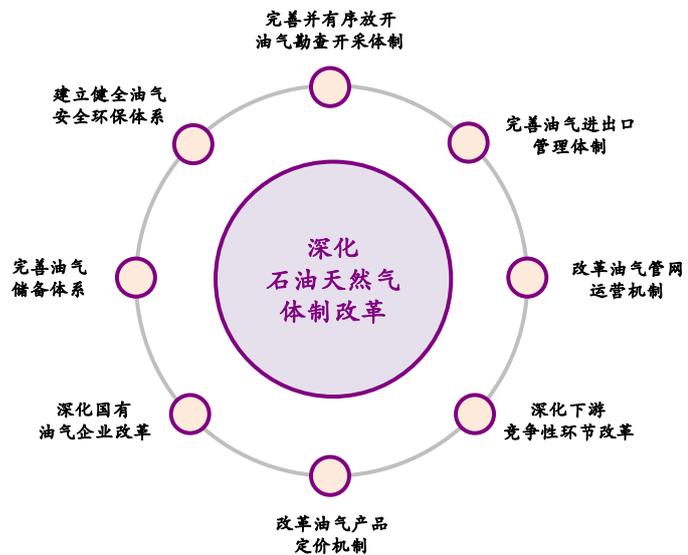
资料来源：Wind，光大证券研究所

2、行业改革加速推进，前期工作已近完成

天然气行业管输与配送主体的核心资产为天然气管网，自然垄断特性突出；而天然气生产与销售环节的竞争特性明显。而我国的天然气产业链及价格链格局（即“生产管输一体化”、“配送销售一体化”）由于历史等原因自然形成。在天然气行业纵向一体化的体制背景下，垄断性与竞争性业务混合经营，纵向一体化公司**利用垄断环节维持竞争业务的优势**，将严重影响天然气产业链的运营效率，不利于天然气资源的合理调配（尤其是保供期间）和天然气产供储销体系的建设，亦阻碍了天然气市场化改革的推进。在此背景下，分离天然气行业垄断性与竞争性业务为大势所趋。

2017年5月，中共中央、国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，强调体现能源商品属性，保障国家能源安全，确保产业链各环节安全，确保油气供应稳定可靠，更好发挥政府作用，促进油气资源高效利用。

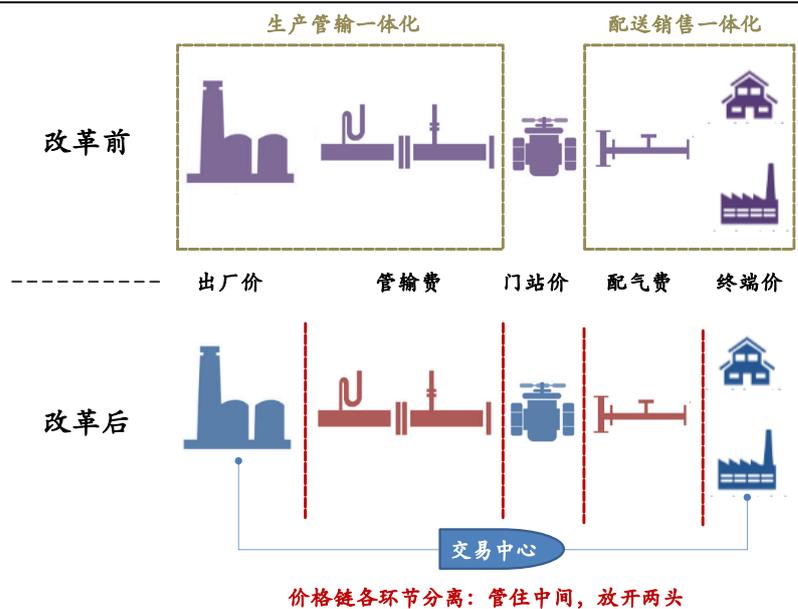
图 3：《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》重点改革任务



资料来源：中共中央、国务院《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，光大证券研究所

天然气价格改革是体制改革的重要抓手，天然气价格改革的推进将改善价格扭曲局面，还原天然气商品属性。本轮天然气价格改革与体制改革思路契合（即“**管住中间，放开两头**”），通过天然气价格链的“**去纵向一体化**”操作，分离竞争和垄断环节价格，最终实现竞争环节的价格市场化及上下游价格动态联动。

图 4：天然气改革示意图



资料来源：光大证券研究所

当前时点，我们认为本轮天然气价格改革“管住中间、放开两头”已初见成效。

➤ 管住中间

目前跨省管道公司管输价格已核定并公布，各省省内管输价格和配气价格的核定工作尚在进行，总体来看天然气价格改革“管住中间”环节已近完成，进一步奠定了天然气市场化的基础。

表 1：2017 年 9 月至今天然气跨省管道运输价格情况

企业名称	主要经营管道	管道运输价格 (元/千立方米·公里)	
		2017/9/1~ 2019/3/31	2019/4/1 起
中石油北京 天然气管道有限公司	包括陕京系统 (陕西靖边、榆林-北京) 等	0.2857	0.2805
中石油管道联合 有限公司	包括西一线西段 (新疆轮南-宁夏中卫)，西二线西段 (新疆霍尔果斯-宁夏中卫)，涩宁兰线 (青海涩北-甘肃兰州) 等	0.1442	0.1416
中石油西北联合 管道有限责任公司	包括西三线 (新疆霍尔果斯-福建福州，广东广州) 等	0.1224	0.1202
中石油东部 管道有限公司	包括西一线东段 (宁夏中卫-上海)，西二线东段 (宁夏中卫-广东广州)，忠武线 (重庆忠县-湖北武汉)，长宁线 (陕西长庆-宁夏银川) 等	0.2429	0.2386
中石油管道分公司	包括秦沈线 (河北秦皇岛-辽宁沈阳)，大沈线 (辽宁大连-沈阳)，哈沈线 (沈阳-长春)，中沧线 (河南濮阳-河北沧州) 等	0.4678	0.4594
中石油西南管道分公司	包括中贵线 (宁夏中卫-贵州贵阳)，西二线广南支干线 (广东广州-广西南宁) 等	0.3961	0.389
中石油西南管道 有限公司	中缅线 (云南瑞丽-广西贵港)	0.4109	0.4035
中石油南油气田分公司	西南油气田周边管网	0.15 *	0.14 *

中石化川气东送 天然气管道有限公司	川气东送管道（四川普光-上海）	0.3894	0.3824
中石化榆济管道有限责任公司	榆济线（陕西榆林-山东济南）	0.4443	0.4363
内蒙古大唐国际克什克腾煤制天 然气有限责任公司	内蒙古克什克腾旗至北京煤制气管道	0.9787	0.9611
山西通豫煤层气输配有限公司	山西沁水至河南博爱煤层气管道	3.5047	3.4416
张家口应张天然气有限公司	应张线（山西应县-河北张家口）	2.0304	1.9938
增值税税率（%）		11%	9%

资料来源：国家发改委，国家税务总局，光大证券研究所（注：*中石油南油气田分公司的管道运输价格单位为元/千立方米）

➤ 放开两头

目前竞争环节的价格体系已基本理顺。以价格体系标杆——门站价为例，2011年至今，历经多次调整并轨，当前阶段门站价分省（区、市）制定，统一实行基准门站价格管理，即“基准+浮动”定价机制。供需双方以基准门站价格为基础，在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。（关于门站价的改革历程，请参考我们2018年的报告《天然气价格改革：过去在左，未来在右——天然气行业系列报告（一）》及《破冰！居民用气门站价格理顺方案出台——天然气行业系列报告（三）》）

此外，除常规天然气外，页岩气、煤层气、煤制气、LNG等非常规天然气价格已放开，天然气市场化改革的前期工作进展可观。

表2：2017年9月至今基准门站价格情况

省份	基准门站价格（元/立方米）		
	2017/9/1~ 2018/6/9	2018/6/10~ 2019/3/31	2019/4/1起
北京	1.90	1.88	1.86
天津	1.90	1.88	1.86
河北	1.88	1.86	1.84
山西	1.81	1.79	1.77
内蒙古	1.24	1.23	1.22
辽宁	1.88	1.86	1.84
吉林	1.66	1.65	1.64
黑龙江	1.66	1.65	1.64
上海	2.08	2.06	2.04
江苏	2.06	2.04	2.02
浙江	2.07	2.05	2.03
安徽	1.99	1.97	1.95
江西	1.86	1.84	1.82
山东	1.88	1.86	1.84
河南	1.91	1.89	1.87
湖北	1.86	1.84	1.82
湖南	1.86	1.84	1.82
广东	2.08	2.06	2.04
广西	1.91	1.89	1.87
海南	1.54	1.53	1.52
重庆	1.54	1.53	1.52

四川	1.55	1.54	1.53
贵州	1.61	1.60	1.59
云南	1.61	1.60	1.59
陕西	1.24	1.23	1.22
甘肃	1.33	1.32	1.31
宁夏	1.41	1.40	1.39
青海	1.17	1.16	1.15
新疆	1.05	1.04	1.03
增值税税率	11%	10%	9%

资料来源：国家发改委，国家税务总局，光大证券研究所（注：2018/6/10 起居民、非居民门站价格并轨，2018/6/10 前的基准门站价格指非居民基准门站价格）

2019年10月11日，国务院总理、国家能源委员会主任李克强主持召开国家能源委员会会议。会议强调，**深入推进能源领域市场化改革**，放宽油气勘探开发和油气管网、液化天然气（LNG）接收站、储气调峰设施投资建设以及配售电业务市场准入，鼓励各类社会资本积极参与。**推动建立主要由市场决定能源价格的机制**。结合2019年以来的各项改革举措，我们判断天然气市场化改革有望加速。

3、管网公司渐行渐近，行业格局有望重构

尽管我国天然气改革已初见成效，但目前我国天然气基础设施公平开放的试行效果并不理想，第三方公平接入的无歧视服务缺失，阻碍了市场主体多元化竞争和参与市场化建设的热情。

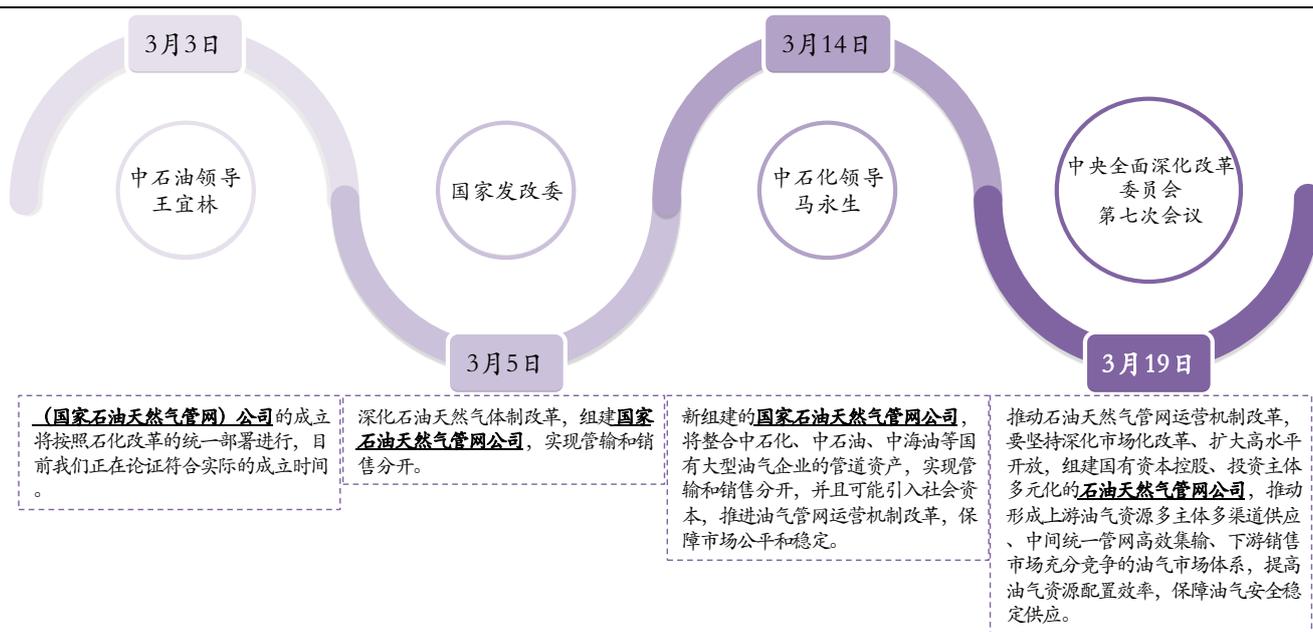
在此背景下，管网独立成为天然气市场化改革的必经之路。我们认为，管网独立将有利于推进天然气市场化定价，促进管道互联互通，提升管道系统调峰和应急保供能力。考虑到天然气管网的自然垄断属性，成立国家管网公司是完成管网独立改革的现实路径。

2019年以来，国家石油天然气管网公司的组建渐行渐近。仅2019年3月，多条重要官方渠道确认了国家油气管网公司组建的信息。

从中长期的角度看，随着国家管网公司的成立，天然气管网运销分离，第三方公平接入服务和管网互联互通环节的完善，天然气市场竞争环节的参与主体数量与活力将有效增强，进一步推动竞争环节天然气市场化价格的形成。

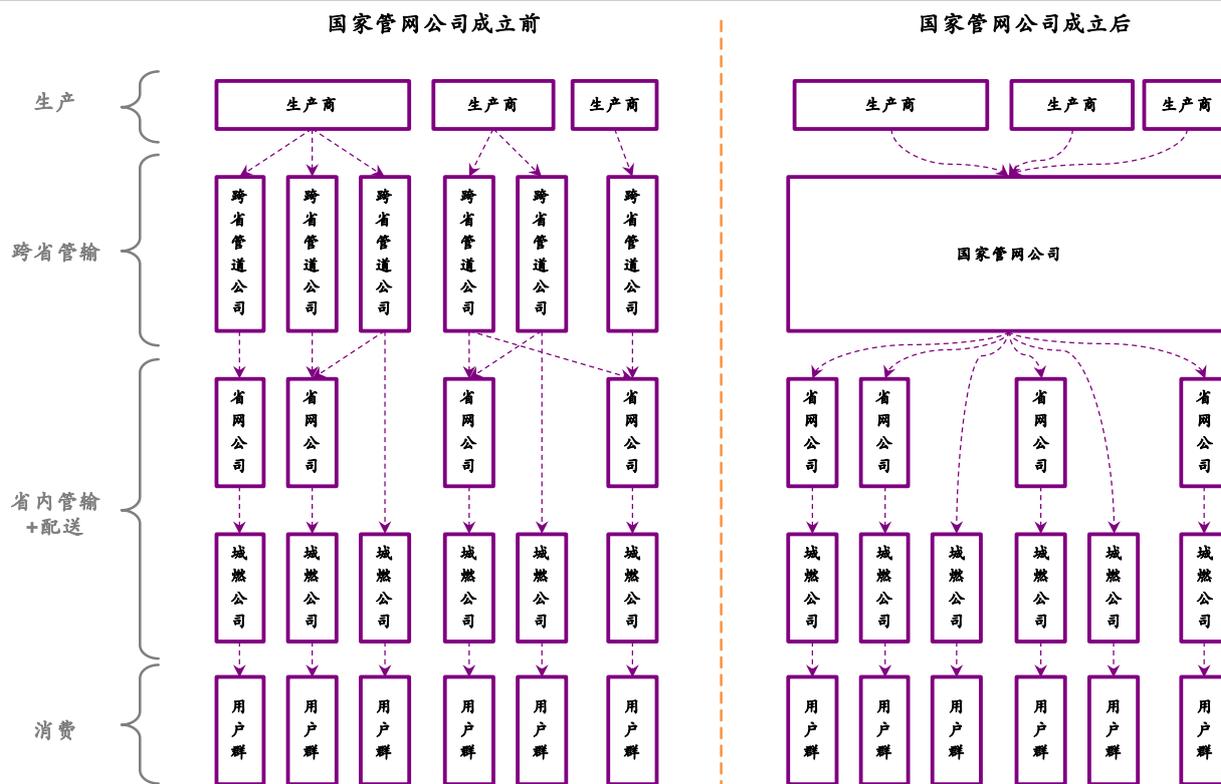
燃气上市公司多位于燃气产业链中下游，核心业务为售气和接驳。从长期来看，随着燃气行业市场化水平提升及上下游价格联动机制的建立，燃气公司将享受稳定的毛差和接驳费用，价格压力大幅减弱，量增逻辑更为清晰。

图 5：2019 年 3 月国家油气管网公司相关信息



资料来源：中国政府网、中国人大网等，光大证券研究所

图 6：国家管网公司成立前后天然气行业运行流程图



资料来源：光大证券研究所

4、投资建议：重视 Q4 燃气主题投资机会

我们认为，国家石油天然气管网公司的成立将成为行业近期热门事件，有望重构天然气市场竞争格局。在管网公司渐行渐近、叠加传统冬季保供的背景下，需重视 Q4 燃气主题投资机会，并关注北方采暖期内燃气公司毛差的边际变化。重申燃气行业“买入”评级，建议精选优质城燃标的，推荐深圳燃气、重庆燃气、新天然气、百川能源，关注中国燃气 (H)、华润燃气 (H)、新奥能源 (H)、天伦燃气 (H)。

表 3：燃气行业重点推荐公司

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601139	深圳燃气	7.77	0.36	0.38	0.47	22	20	17	买入
600917	重庆燃气	7.75	0.22	0.23	0.23	35	34	34	增持
603393	新天然气	25.50	2.09	2.73	3.48	12	9	7	买入
600681	百川能源	7.26	0.98	1.17	1.25	7	6	6	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 14 日

5、风险分析

系统性风险，管网公司成立进度不及预期，天然气销售量低于预期，天然气销售、接驳费用超预期下调，天然气采购成本提升，天然气价格改革进展低于预期等。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼