

## 燃气行业深度研究报告

# 国家油气管网公司成立，看得见的和能看见的——以史鉴今，管网公司的影响探讨与猜想

推荐（维持）

□ **管网开放不断推进，国家管道公司成立渐近。**2019年3月中央全面深化改革委员会召开第七次会议，审议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，强调了要组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司。目前国内长输管网已初步形成“横跨东西、纵贯南北、联通境外”的格局。至2018年底，我国运行的长输天然气管线总里程达到7.6万千米，中国石油、中国石化和中国海油分别占比69%、8%和7%，目前干线的输气能力已经达到了3500亿方/年，因此国内管网的建设重心一方面将更多的放在管网联通和地区覆盖上，另一方面也有望在调峰储气设施的建设上加大力度。

□ **参照国家电网和中国铁塔的成立，短看利益重分配和提效，长看市场运行机制改革。**国家电网：2002年底国家电网挂牌，短期电源投资和发电量迅速增长，华能国际、大唐发电和国电电力在电网公司成立的2002-2004年间公司的装机和发电量增速均达到约30%的历史最高增速。对应来看，管道公司成立后无论是中石油增产减亏还是非常规气消纳都有望带来国产气产量的增长。而长期来看，2003-2010年国网通过旗下资产上市和一系列收购和多元化拓展，形成了电力设备、配网节能、通信、金融等布局。因此管道公司的工程建设、接收站、储气库等资产也有望通过证券化提升资金实力，同时寻求多元化发展。

**中国铁塔：**铁塔的成立背景和发展均围绕资产的共享提效，这与近年天然气管网向第三方公平开放的政策思路相吻合。短期来看，管网的第三方公平开放有望使气源企业实现更公平的竞争环境。而长期来看，一方面气源丰富度的提升也有利于分销企业在保供调峰能力的提升，并减轻对单一气源的依赖，另一方面管网公司的统筹规划有望进一步避免资源的浪费，同时有效提升管道的负荷率，提高效率的同时也有利于自身盈利能力的提升。

□ **行业短期共振触底，中长期有望全产业链提速优化。**短期来看，2019年1-8月国产气已经保持了强势的高增速，国产气累计产量同比大幅增长9.3%至1141亿方，近双位数的增速已达到近年高点，加之中石油2019年勘探资本开支仍保持高水平，因此管网公司成立之初上游的扩产预期和中石油价格上浮有望拉动开采和油服设备商的需求，同时煤层气气源也有望在中石油的拉动下在价格方面形成一定优势。对于下游来说，气源价格上涨、经济压力和散煤复燃等因素共振使2019H1消费量增速下滑幅度较为明显，同时盈利能力同样受到影响，量价达到底部。但由于价格政策已经基本落地，而消费量在政策+气源改善的背景下，底部的边际改善仍可期待。

**长期来看，**管网公司成立势必拉动中游的管网建设，根据十三五规划的管网和调峰初期建设目标，未来超3000亿元的投资空间有望释放；而对于下游来说，管网公司正式运营后，叠加进口气源丰富化和价格市场化的推进，下游长期仍有望迎来量增价稳的增长。

□ **投资建议：**下游推荐结构与增速双优的城燃龙头**新奥能源**，我们根据公司半年报略上调公司盈利预测，预计公司2019-2020年归母净利润同比增长53%、22%至43.3亿、53.2亿元（前预测值43.2亿、52.5亿）；对应PE为21倍、17倍。考虑到行业中枢上移且公司2020年有望与A股新奥股份完成重组，因此结合A股和H股行业龙头2020年平均15-21倍估值水平，给予公司2020年18倍的目标估值，对应2020年目标价94.46港元（前目标92.9港元），维持“推荐”评级。建议关注售气量保持高速增长、售气/接驳结构持续改善的区域性优质企业**百川能源**、**天伦燃气**以及其他拥有气源优势的区域城燃龙头。

中上游建议关注新奥集团旗下拟收购新奥能源、布局天然气上游领域的**新奥股份**；拥有新疆地区城燃并收购山西优质煤层气企业**亚美能源**的**新天然气**；山西煤层气开采龙头**蓝焰控股**；以及油气管道产销稳增的钢管龙头**金洲管道**。

□ **风险提示：**管道公司组建进度不及预期；天然气消费量不及预期；进口气源落实不及预期。

## 华创证券研究所

证券分析师：庞天一

电话：010-63214659

邮箱：pangtianyi@hcyjs.com

执业编号：S0360518070002

联系人：黄秀杰

电话：021-20572561

邮箱：huangxiujie@hcyjs.com

联系人：王兆康

电话：010-66500855

邮箱：wangzhaokang@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	20	0.54
总市值(亿元)	1,430.73	0.23
流通市值(亿元)	1,145.13	0.25

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		5.74	-17.9	-6.86
相对表现		6.22	-17.02	-31.54



## 相关研究报告

《燃气行业点评：天然气旺季保供成重点，气源端有望量价齐升，下游成本压力分化》

2018-08-24

《燃气行业跟踪研究：旺季将至供需矛盾仍存，天然气上游高景气度维持，下游长期受益量增价稳》

2018-09-07

《燃气行业重大事项点评：接驳费政策落地，煤改气政策再助行业稳健前行》

2019-07-03

# 目录

<b>一、看得见的：管网开放持续推进，大布局基本形成</b> .....	<b>5</b>
(一) 管道公司成立和深化石油天然气体制改革干线管道独立、输销分离的改革要点 .....	5
(二) 当前天然气管网的建设情况.....	5
<b>二、看见过的：对标电网与铁塔的管网公司猜想</b> .....	<b>6</b>
(一) 国家电网：打破纵向垄断，形成价格机制 .....	6
1、历史历程：厂网分离为核心，产业分工使价格机制清晰化 .....	6
2、潜在类比与借鉴之处.....	8
(二) 中国铁塔：注入活力、提高效率 .....	11
1、历史历程：铁塔成立助推行业提效 .....	11
2、潜在类比与借鉴之处.....	13
(三) 总结：短看利益重分配和提效，长看市场运行机制改革 .....	13
<b>三、行业短期共振触底，中长期有望全产业链提速优化</b> .....	<b>13</b>
(一) 短期影响：上游扩产与提价同推进，下游需求触底.....	13
1、上游：扩产拉动开采和油服设备商订单，非常规气气源受益涨价 .....	13
2、下游：量价承压，达到共振底部 .....	14
(二) 中长期影响：中游建设加速，价格机制进一步理顺提效行业 .....	17
1、中游：管网建设推进，产业链扩张主要在接收站与储气环节 .....	17
2、下游：气源丰富度提升缓释成本压力，长期供需格局改善加速 .....	18
3、上游：进一步加速多元化竞争 .....	19
<b>四、重点企业及投资建议</b> .....	<b>19</b>
(一) 下游：推荐新奥能源，并建议关注百川能源、天伦燃气以及拥有气源优势的区域城燃龙头 .....	19
(二) 上中游：建议关注上下游一体化企业、非常规气气源企业以及管道制造龙头 .....	20
<b>五、风险提示</b> .....	<b>20</b>

# 图表目录

图表 1	油气体制改革力度不断加大，管道公司成立渐近	5
图表 2	国内主要长输管道在中石油旗下	6
图表 3	《电力体制改革方案》是国家电网公司成立的关键	6
图表 4	电网公司的拆分设立核心是厂网分离	7
图表 5	电价体系明确为上网、输、配、售电清晰环节	7
图表 6	国家电网下属机构覆盖广泛业务	8
图表 7	国网收入规模持续扩大	8
图表 8	三大集团装机容量 2003-2004 年增速达到高峰	8
图表 9	三大集团发电量 2002-2004 年同样取得高增速	8
图表 10	国内主干管网负荷率尚未饱和，消纳条件优于当年电网	9
图表 11	我国特高压建设在国网挂牌成立后的 3 年正式开启	9
图表 12	国网通过各类资本运作推进多元化业务拓展	10
图表 13	证券化和资本运作的展望	10
图表 14	中国铁塔公司由三大运营商出资成立，2018 年于香港上市	11
图表 15	三大运营商出资设立铁塔的初步股权结构	11
图表 16	公司先后引入国新并上市（截至 2018 年末）	11
图表 17	公司积极引入社会资本，并开放与各类企业形成战略合作	12
图表 18	铁塔收入利润体量近年显著提升	12
图表 19	公司站址数量保持增长，户均租户有效提升	12
图表 20	中石油油气资产占比超 30%（单位：亿元）	13
图表 21	管道业务 2018 年利润贡献近 30%	13
图表 22	2019 年 1-8 月国产气产量高增	14
图表 23	中石油勘探与生产的资本支出维持高位增长	14
图表 24	非常规气源企业整体竞争力增强后的量价推演	14
图表 25	天然气消费量增速降中趋稳	15
图表 26	城燃和电厂消费量是拉动消费量增长主力	15
图表 27	华北地区近年煤改气力度持续，华南、中部等地区 2019-2020 年规划天然气消费高增	15
图表 28	2018 年龙头公司不含税毛差基本维稳（元/方）	16
图表 29	2018 年重点项目集中在西南、西北联通线以及 LNG 接收站的联通内输	17
图表 30	2019-2020 年中游建设市场空间预计超 4500 亿	17
图表 31	国内 LNG 价格已经同比出现下降	18
图表 32	国内进口气均价增幅已经相对疲软	18

图表 33 国际天然气产量仍保持供过于求..... 19

图表 34 国际气价与国内外价差 2019 年来双双降低..... 19

## 一、看得见的：管网开放持续推进，大布局基本形成

### （一）管道公司成立和深化石油天然气体制改革干线管道独立、输销分离的改革要点

2014年以来，国家发改委等机构发布的一系列文件加强了对油气管网设施公平开放的监管。2019年5月份国家发改委等四部门联合发布的《油气管网设施公平开放监管办法》在2014年《办法（试行）》的基础上，建立了更加完备的监管体系，也对油气管网设施运营企业在公平开放服务上面提出了更高的要求，为建立中间统一管网高效集输体系打下了基础。

油气体制改革的总体方向是市场化，目标是提升行业的运行效率、保障国家能源安全。2017年5月国务院正式印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，同月发改委和能源局联合制定了《中长期油气管网规划》，这两份文件明确了此次深化油气体制改革的总体思路和主要任务，在中游领域要求“分步推进国有大型企业干线管道独立，实现管输和销售分开，实现油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放”；2019年3月19日，中央全面深化改革委员会召开第七次会议，审议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，强调了要组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司。

图表 1 油气体制改革力度不断加大，管道公司成立渐近

日期	政策文件	主要内容及意义
2014/2/13	《油气管网设施公平开放监管办法（试行）》	• 油气管网设施运营企业在油气管网设施有剩余能力的情况下，应向第三方市场主体平等开放管网设施，提供输送、储存、汽化、液化和压缩服务。
2016/9/7	《关于做好油气管网设施开放相关信息公开工作的通知》	• 由于2014年发布的《油气管网设施公平开放监管办法》执行效果不明显，该《通知》为《办法》的补充文件，加强公平开放管网的力度。
2017/5	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	• 分步推进国有大型企业干线管道独立，实现管输和销售分开，实现油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放
	《中长期油气管网规划》	
2019/3/19	《石油天然气管网运营机制改革实施意见》	• 组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司，推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系
2019/5/24	《油气管网设施公平开放监管办法》	• 油气管网设施运营企业不得阻碍符合规划的其他管网设施接入；不得以统购统销等名义拒绝开放油气管网设施；应当无歧视地向符合开放条件的用户提供油气输送、储存、汽化、装卸、转运等服务，无正当理由不得拖延、拒绝与符合开放条件的用户签订服务合同，不得提出不合理要求。

资料来源：发改委，能源局，华创证券

### （二）当前天然气管网的建设情况

目前，我国已建成由跨境管线、主干线与区域联络线、省内城际管线、城市配气网与大工业直供管线构建的全国性天然气管网，已初步形成“横跨东西、纵贯南北、联通境外”的格局。至2018年底，我国运行的长输天然气管线总里程达到7.6万千米，国内油气长输管道主要集中在三大石油公司手中，中国石油、中国石化和中国海油分别占比69%、8%和7%，其他公司占比约16%。

干线管道总输气能力约3500亿立方米/年。我国已有的主要管道：西气东输管道一、二、三线，陕京系统、涩宁兰、中贵、中缅、川气东送、秦沈、哈沈等多条大口径的长输天然气管道，以及用于大区域资源调配的中贵联络线和冀宁联络线两大跨省联络线工程。**管道气进口方面：**我国的进口管道气主要来自于哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、缅甸等国家，目前运行的管道有中亚天然气管线A/B/C线以及中缅天然气管线，中亚天然气管线起于土乌两国边境，从新疆霍尔果斯进入中国境内。中缅天然气管道起于缅甸皎漂港，从云南瑞丽进入中国。

**图表 2 国内主要长输管道在中石油旗下**

所有者	管道名称	干线长度(千米)	运输能力(亿方/年)	起止点
中石油	西气东输一线	4200	170	新疆塔里木油田轮南油气田-上海市白鹤镇
	西气东输二线	4859	300	新疆霍尔果斯--香港
	西气东输三线	5221	300	新疆霍尔果斯--广东省韶关
	陕京一线	846	30	陕西靖边--北石景山
	陕京二线	980	170	陕西--北京市大兴区采育镇
	陕京三线	1000	150	陕西榆林--北京良乡
	陕京四线	1098	250	陕西靖边--北京市高丽营
	涩宁兰线	953	30	青海省柴达木盆地的涩北气田--西宁、兰州
	中贵线	1613	150	宁夏—贵州贵阳
	中缅线	1100	120	缅甸皎漂港—广西
	冀宁线	1474	100	连接西气东输主干线与陕京二线
中石化	川气东送	1700	120	四川达州普光气田—上海
	榆济线	911	30	榆林—济南
中海油	崖港线	778	34	南海崖气田--香港(海底输气)

资料来源：各公司官网，发改委，华创证券

## 二、看见过的：对标电网与铁塔的管网公司猜想

### (一) 国家电网：打破纵向垄断，形成价格机制

#### 1、历史历程：厂网分离为核心，产业分工使价格机制清晰化

##### (1) 国家电力公司拆分成立电网公司、发电集团与辅业公司

国家电网有限公司成立于2002年12月29日，是原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的经营输电、变电、配电等电网资产的特大型企业。国网成立的重要背景之一就是破除纵向一体化垄断，实现资源的优化配置，并为市场化奠基。具体从电力系统改革的指导文件5号文来看，其整体任务包括：1) 实施厂网分开，重组发电和电网企业；2) 实行竞价上网，建立电力市场运行规则和政府监管体系，初步建立竞争、开放的区域电力市场，实行新的电价机制；3) 制定发电排放的环保折价标准，形成激励清洁能源发展的新机制；4) 开展发电企业向大用户直接供电的试点工作，改变电网企业独家购买电力的格局；继续推进农村电力管理体制的改革。

**图表 3 《电力体制改革方案》是国家电网公司成立的关键**

文件名称	文件要点	要点内容
《电力体制改革方案》	改革的总体目标	<ul style="list-style-type: none"> <li>打破垄断，引入竞争，健全电价机制，优化资源配置，促进电力发展，推进全国联网，构建政府监管下的政企分开、公平竞争的电力市场体系。</li> </ul>
	“十五”期间电力体制改革的主要任务	<ul style="list-style-type: none"> <li>实施厂网分开，充足发电和电网企业；</li> <li>实行竞价上网，建立电力市场运行规则和政府监管体系，实行新的电价机制；</li> </ul>

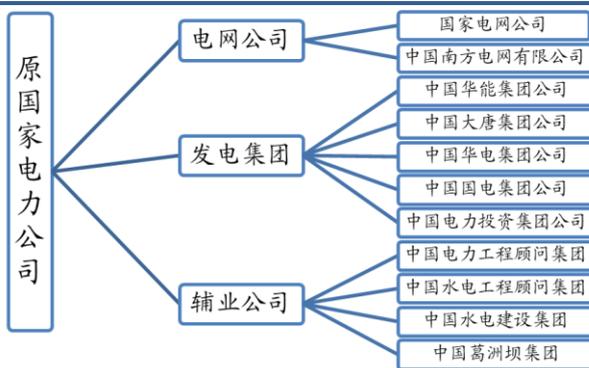
文件名称	文件要点	要点内容
		<ul style="list-style-type: none"> <li>制定发电排放的环保折价标准，形成激励清洁能源发展的新机制；</li> <li>开展发电企业向大用户直接供电的试点工作；</li> <li>继续推进农村电力管理体制的改革。</li> </ul>
	厂网分开重组国有电力资产	<ul style="list-style-type: none"> <li>将国家电力公司管理的资产按照发电和电网两类业务划分，并分别进行资产、财务和人员的重组；</li> <li>重组发电资产，建立若干个独立的发电企业；</li> <li>重组电网资产，建立国家电网公司和南方电网公司。</li> </ul>
	国家电网的主要职责	<ul style="list-style-type: none"> <li>经营管理电网，保证供电安全，规划区域发展，培育区域电力市场，管理电力调度交易中心，按市场规则进行电力调度。</li> </ul>

资料来源：《电力体制改革方案》，华创证券整理

电网公司成立的操作可以概括为**厂网分离和电价体系的构建**。原国家电力公司拆分成两大电网公司，五大发电公司，四家辅业公司。国家电网为原国家电力公司的出资人代表；按国有独资形式设置，并设立华北、东北、西北、华东、华中电网公司。国家电网和南方电网均为副部级央企，都直接隶属于国务院，人事任免需要国务院研究决定。

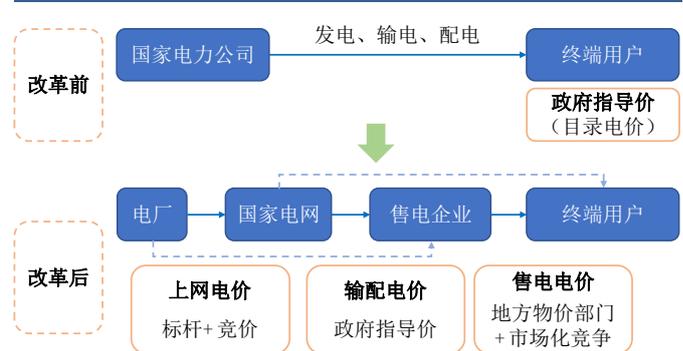
拆分后电力行业形成了发电企业发电上网-电网配送的模式，对应的价格机制转变为：上网电价、输电价、配电电价和终端销售电价组成的体系。上网电价由国家制定的容量电价和市场竞争产生的电量电价组成；输、配电价由政府确定定价原则；销售电价以上述电价为基础形成，建立与上网电价联动的机制。

图表 4 电网公司的拆分设立核心是厂网分离



资料来源：《电力体制改革方案》，华创证券

图表 5 电价体系明确为上网、输、配、售电清晰环节

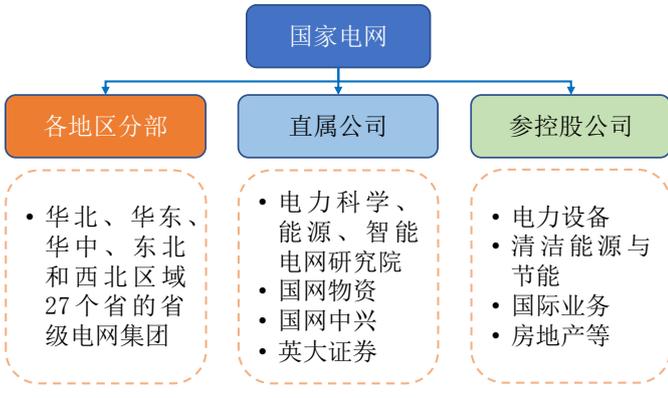


资料来源：《电力体制改革方案》，华创证券

## (2) 内生外延加速扩张

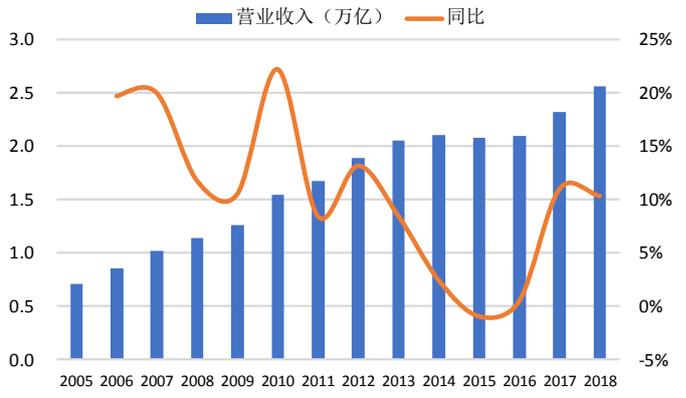
电网公司成立后蓬勃发展，以国网为例，自成立以来，业务布局不断扩张，目前已经形成了以输配电为主业，多元发展电力设备、节能、信息化、金融等综合电力集团。截至 2018 年其经营区域覆盖 26 个省（自治区、直辖市），覆盖国土面积的 88% 以上。

图表 6 国家电网下属机构覆盖广泛业务



资料来源：国家电网官网，华创证券

图表 7 国网收入规模持续扩大



资料来源：国家电网历年社会责任报告，华创证券

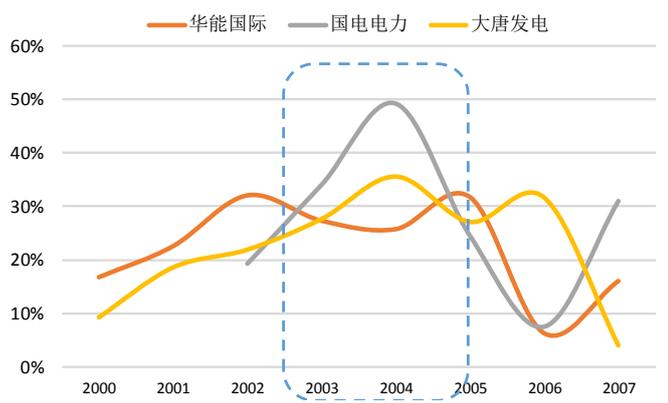
## 2、潜在类比与借鉴之处

电网公司的成立不单是产业链环节利益的重分配，更是电力系统改革的重要一步，而由于油气管网和电网在特性、历史发展背景的存在异同，我们不对各维度的异同进行对比和赘述，仅就改革本身带来的可类比影响进行推测和讨论。

### (1) 短期：发电侧投资加速，国产气开采有望加速推进

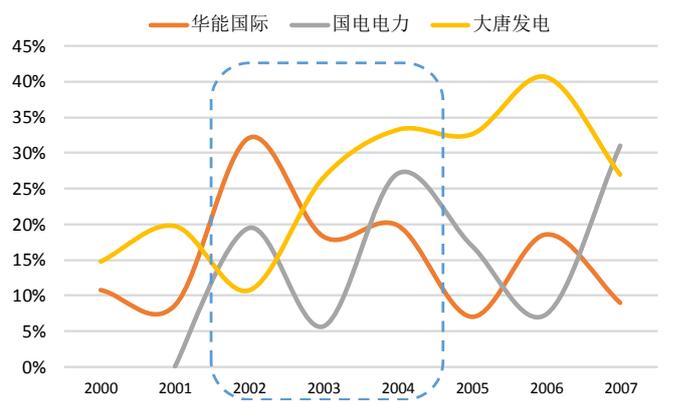
发电企业独立后，电源投资和发电量迅速增长。2002 年左右国内电力供需形势紧张，厂网分离后对于上游发电企业来说，一方面能够将更多的资本支出全力投入电源端的投资，另一方面电价机制确定（上网标杆电价与市场竞价的组合）后，发电企业“量增价稳扩规模提收益”的动机更强，电源端投资和发电量均保持高增速。以 2003 年之前已上市的华能国际、大唐发电和国电电力为例，电网公司成立的 2002-2004 年间公司的装机和发电量增速均在此区间达到高位。

图表 8 三大集团装机容量 2003-2004 年增速达到高峰



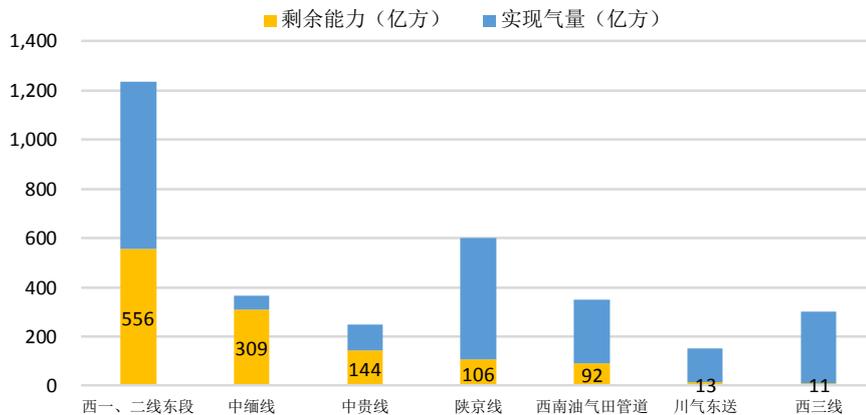
资料来源：公司年报，华创证券

图表 9 三大集团发电量 2002-2004 年同样取得高增速



资料来源：公司年报，华创证券

同样经历供需紧平衡，天然气开采侧加大投资的条件更好。2017 年以来的“气荒”比起当年“电荒”有过之而无不及，纵使近年天然气供需格局在高价进口气的支撑下有所好转，但国产气增供的需求仍十分强烈。而对于三桶油来说，提升国产气产量、开拓气源是对冲管网资产剥离后收益下降的重要手段之一，而相较彼时国内电网建设的滞后，当前主干跨省管网、省网和联通线的建设已经处于大力推进期，同时考虑到管道公平向第三方开放文件的下发以及当前各管网负荷率仍存提升空间，气源消纳的保障也有望促进气源端的开采加速。

**图表 10 国内主干管网负荷率尚未饱和，消纳条件优于当年电网**


资料来源：各公司公告，华创证券

## (2) 中期：中游建设加速

国网 2002 年底挂牌，经过管理架构的梳理和业务的整合，中游的特高压等基础设施建设于 2004 年底提出，2006 年特高压建设进入开工密集期，而此后国内整体电网投资规模和增速保持较高水平。

**图表 11 我国特高压建设在国网挂牌成立后的 3 年正式开启**

日期	阶段特点	事件
2004/12	特高压研究设计阶段	国家电网公司党组会议提出发展特高压输电技术，建设以特高压电网为核心的国家电网。
2005/2		国家发改委发布《关于开展百万伏级交流、±80 万伏级直流输电技术前期研究工作的通知》，特高压进入实质性研究阶段。
2005/5		国家电网开始初步设计特高压工程
2006/5	特高压建设高峰期	北京召开晋东南-南阳-荆门 1000kv 输电线路工程初步设计路径评审会
2006/8		晋东南-南阳-荆门交流特高压试验示范工程晋东南变电站、南阳开关站、荆门变电站分别举行了奠基仪式
2006/12		1000 千伏特高压输电线路工程—黄河大跨越正式开工
2006/12		1000 千伏特高压交流输电线路工程—汉江大跨越正式开工
2007	特高压线路逐步投运	我国第一个直流自主化示范工程-- ±500kv 贵州至广东二回直流工程投运，我国建成高压直流输电成套设计集成技术体系
2009		世界首个特高压直流输电工程-- ±800kv 云南至广东直流工程投运，世界进入特高压直流时代
2013		世界首个多端柔性直流工程—广东南澳直流工程投运
2014		世界容量最大的特高压直流输电工程-- ±800kv 哈密至郑州直流工程投运，容量达 800 万千瓦
2016		云南鲁西背靠背直流工程投运，百万千瓦柔性直流单元的电压和容量均处于世界最高水平

资料来源：国家电网公司官网，华创证券整理

而对于天然气管网来说，由于管网公司挂牌、整合到项目推进的时间预计持续 1-2 年，并考虑各类管网项目的和特高压建设周期进行对比，我们认为特高压建设周期（一般 2-3 年）与省一级长输管网、联络线的建设周期相仿，而中短途互联互通线以及 LNG 内输线的建设周期更短（一般在 9 个月左右）。因此而建设推进节奏有望将沿着 1) 短期提速重点规划项目，并加强不同气源的短途互联互通建设；2) 2020 年末-2021 年开启大规模的长输管网建设高峰期。

### (3) 中长期：业务拓展、分拆上市和资本运作

管道公司有望通过资本运作推进储气调峰、接收站、省内管输和金融等领域业务。国网成立之后，后续资本市场上的一系列运作主要是国网拓展业务的重要手段（2003 年控股的南瑞集团旗下国电南瑞上市；2009 年相继收购平高电气、许继电气）。具体来看，2003-2010 年国网通过旗下资产上市和一系列收购逐步加强**电力设备**领域布局；2011 年起通过子公司的设立和旗下上市平台涪陵电力的反向收购等扩大**配网节能**业务的布局。另外国网还通过英大集团、通信产业集团和国际投资集团进一步发力**金融、通信**等多元化竞争类业务，实现以电网资产为核心的综合业务拓展。

图表 12 国网通过各类资本运作推进多元化业务拓展

国网扩张的主要领域	主要手段
电力设备	<ul style="list-style-type: none"> <li>2003 年旗下国电南瑞上市</li> <li>2009 年 7 月先后收购上市公司平高电气、许继电气</li> <li>2011 年 11 月收购上市公司置信电气</li> <li>2012 年 2 月重组全资子公司山东电工电器</li> </ul>
节能服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016 年公司子公司涪陵电力收购国网节能服务旗下的配电资产，成为国网旗下节能业务上市平台</li> </ul>
金融	<ul style="list-style-type: none"> <li>2010 年国网资产管理公司更名为英大集团，旗下单位包括母公司、中国电力财务有限公司、英大财险、英大人寿、英大信托、英大证券等，业务范围涵盖银行、保险、资产管理三大板块。</li> </ul>
通信	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014 年成立国网信通产业集团</li> </ul>
国际投资	<ul style="list-style-type: none"> <li>参股菲律宾、葡萄牙、澳大利亚、意大利、巴西、新加坡等海外多国电网、电力运营和能源相关资产</li> </ul>
房地产	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要由鲁能集团、都城伟业等组成，同时涉及酒店服务、文化体育传媒等领域</li> </ul>

资料来源：国家电网公司官网，华创证券整理

类比到管道公司，首先核心资产长输跨省管网由于未来仍有巨大建设任务，因此对应的工程建设板块的证券化动机相对较高；同时管道公司还将包含部分三桶油的接收站、储气库等资产，此部分中游资产收益弹性大且运营管理对收益有重要影响，因此接收站、储气库同样具有证券化动力，但考虑到此前能源局明确国家管网公司业务仅限中游管网运输，因此相比电网，国家管网公司在基础设施建设领域有望更加专注。

图表 13 证券化和资本运作的展望

业务领域	潜在拓展机遇与方式
跨省管网	建设工程公司上市拓宽融资渠道和融资能力
接收站、储气库	引入社会资本或上市，提升接收、转运、储气调峰等服务能力和管理效率，从而提升资产的周转频率和盈利能力
省内管网	对部分省内管网进行参股、控股等方式，从而提升对管网的统筹调度能力

资料来源：发改委、能源局等：《油气管网设施公平开放监管办法》，华创证券整理

(二) 中国铁塔：注入活力、提高效率

1、历史历程：铁塔成立助推行业提效

(1) 公司成立的主要出发点与背景

中国铁塔的成立背景和过程相对更为清晰，由于 4G 建设和牌照下发在 2013-2014 年完成，但由于三大运营商在基础设施建设方面缺乏统筹规划，重复投资问题较为明显，且网络资源利用率低。在以“增强共享”的背景下，2014 年 7 月中国移动、中国联通和中国电信分别出资 40 亿、30.1 亿、29.9 亿，设立中国通信设施服务股份有限公司，当年 9 月更名为中国铁塔股份有限公司。从成立的时间节点来看，组建-资产注入-上市融资的周期更加清晰简短，2014 年下半年挂牌、2015 年即完成资产注入，2018 年 8 月港股上市。

图表 14 中国铁塔公司由三大运营商出资成立，2018 年于香港上市

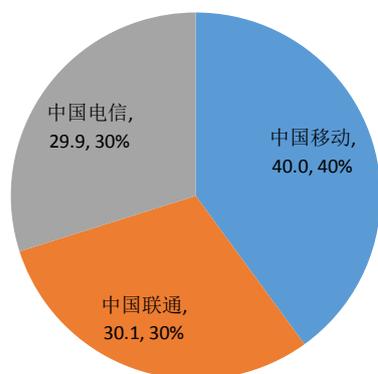


资料来源：公司公告，华创证券整理

从具体公司成立操作来看，三家运营商成立铁塔公司后，铁塔采用股权+现金的形式以 1 元/股的对价向中国国新发行 1193 亿股，并支付现金 789 亿元收购三家运营商旗下的铁塔资产。组织架构方面同样由三大运营商的管理层组成铁塔的高级管理层。铁塔公司成立之后以宏站和微站为代表的塔类业务为核心，同时提供配套设备、维护服务和电力服务等。

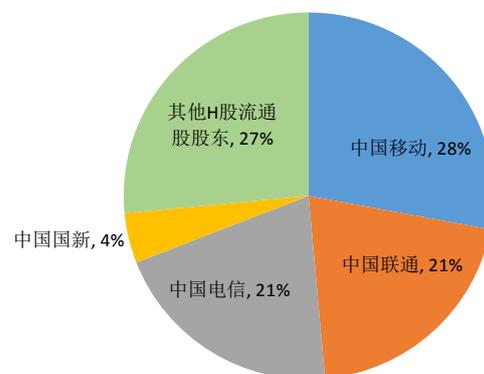
另外，在引入社会资本方面，中国铁塔通过 H 股上市积极推进混改。截至 2018 年底，除三大运营商与国新外，上市后引入的社会资本以外资财务投资和内资战投为主，但上市后的铁塔对外合作也更加频繁，2018 年以来积极与国网、南网、邮政、铁总、阿里巴巴以及多家地产企业开展战略合作，进一步扩大自身的开放程度。

图表 15 三大运营商出资设立铁塔的初步股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 公司先后引入国新并上市（截至 2018 年末）



资料来源：公司公告，华创证券

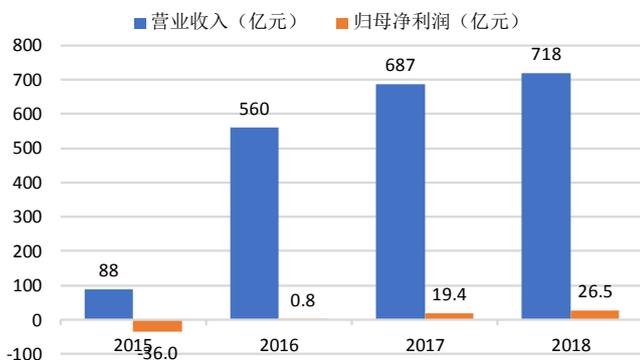
**图表 17 公司积极引入社会资本，并开放与各类企业形成战略合作**

合作形式	主要参与主体	参与方式与内容
引入社会资本	花旗集团	2018 年认购公司 0.51% 股权并于当年增持至 2.81%
	黑石	2018 年 H 股买入公司 29 亿股, 年末持股比例至 1.65%
	高瓴	2018 年引入高瓴资本和高瓴基金作为基石投资者, 年末合计持股比例约 1.43%
战略合作	国家电网、南方电网	2018 年 4 月签署合作协议, 国网与南网将向中国铁塔开放输电杆塔, 支持通信基站建设, 深化跨行业基础设施资源共享; 铁塔则将利用丰富的通信站址资源及基于物联网+互联网的信息化运营平台, 为电力杆塔信息监控、电力无线专网建设等提供有效支撑服务
	阿里巴巴	2018 年 8 月签署战略合作协议, 拟在云计算、边缘计算、大数据等前沿领域展开深度合作, 同时铁塔为阿里的物联网建设提供站址资源服务
	铁路总公司	2018 年 11 月签署协议, 双方拟开展铁路沿线信息通信基础设施资源共享应用, 确保铁路沿线新建通信基础设施与铁路项目同步规划、同步设计、同步实施和同步开通, 以及既有铁路沿线通信基础设施建设

资料来源: Wind, 公司公告, 各公司官网, 华创证券整理

## (2) 基站共享率与建设速度显著提升

铁塔成立后全力专注于基站建设和相关的服务。铁塔成立后整体体量随 3G、4G 等户迭代产生的需求迅速增长, 2018 年公司收入、净利润分别同比增长 4.6%、36.4% 至 718 亿、26.5 亿元。同时根据铁塔 2018 年的工作会议报告, 自 2015 年 1 月 1 日全面承接新建铁塔及附属设施以来, 站均租户数每年稳步提升至 2018 年末的 1.55, 新建铁塔共享率从公司未成立时期的 14% 快速提升至 74%。而以中国铁塔成立前的共享率计算, 年均少建铁塔超 20 万个, 有效实现了“建设提效”、“减少交叠建设”、“降低整体维护成本”的目标。

**图表 18 铁塔收入利润体量近年显著提升**


资料来源: 公司公告, 华创证券

**图表 19 公司站址数量保持增长, 户均租户有效提升**


资料来源: 公司公告, 招股说明书, 华创证券

## 2、潜在类比与借鉴之处

### (1) 短期：铁塔服务与资产共享大幅提效，管网向第三方公平开放提效可期

前文已经提到，铁塔的成立背景和发展均围绕资产的共享提效，这与近年天然气管网向第三方公平开放的政策思路相吻合。从上游效率角度来看，由于管网资产的剥离，管网、接收站等向第三方公平开放的推进削弱了中石油等企业的纵向垄断的强度，有望使气源企业实现更公平的竞争环境，有望有效提升山西、沿海等气源地的气源消纳能力与效率。从下游角度看，气源丰富度的提升也有利于分销企业在保供调峰能力的提升，并减轻对单一气源的依赖。

### (2) 中长期：管网规划和建设有望提效

无论是长输管网还是省内管网，当前部分地区同样存在当年三大电信运营商交叠建设、线路重复等问题，长期来看，管网公司的统筹规划有望进一步避免资源的浪费，同时有效提升管道的负荷率，提高效率的同时也有利于自身盈利能力的提升。

### (三) 总结：短看利益重分配和提效，长看市场运行机制改革

对比来看，电网公司设立带来的借鉴侧重各环节分离各司其职、产业链运作机制的改革，而铁塔的设立更侧重产业链的提效。而从公司成立的影响进度来看，对比电网和铁塔，天然气行业短期上游的开采力度、气源消纳和下游的气源丰富都有望得到提升，而中长期来看，中游的管网建设有望加速推进，同时行业的市场化价格机制也有望进一步理顺，供需到价格的反应链条也有望更加有效。

## 三、行业短期共振触底，中长期有望全产业链提速优化

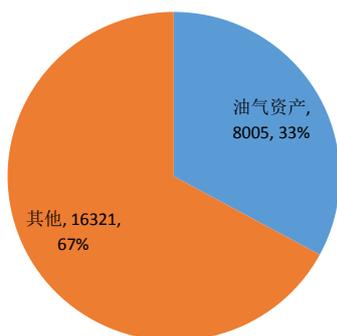
上文主要通过电网公司、中国铁塔的成立试做类比和借鉴，基于此，我们进一步细化产业链的各环节和时间节点，试进一步厘清管道公司带来的各方面影响。

### (一) 短期影响：上游扩产与提价同推进，下游需求触底

#### 1、上游：扩产拉动开采和油服设备商订单，非常规气气源受益涨价

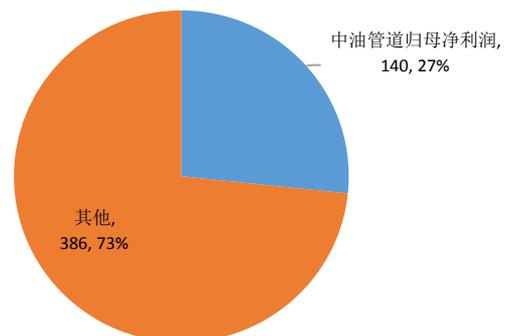
管网公司成立之初天然气产量仍有望保持高增，但门站价同样料保持上浮。由于油气管网资产在中石油体内占比超30%，其中子公司中石油管道公司包含主要的油气管道资产，2018年中油管道实现归母净利润140亿元(+8.4%)，利润贡献占比27%，因此利润占比大的管网资产剥离后，中石油扩大生产同时保持门站价格的上浮是减亏的重要手段。

图表 20 中石油油气资产占比超 30% (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

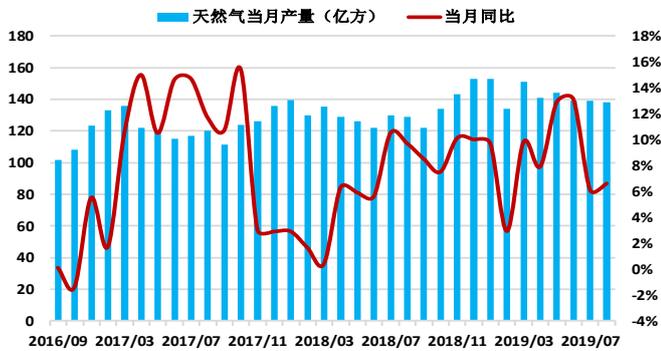
图表 21 管道业务 2018 年利润贡献近 30%



资料来源：公司公告，华创证券

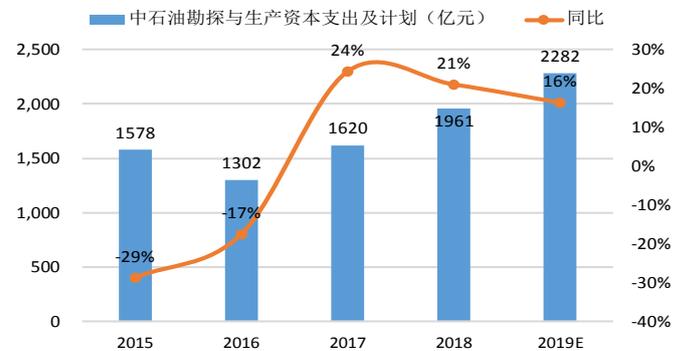
扩产拉动开采和油服设备商。2019年1-8月国产气已经保持了强势的高增速，国产气累计产量同比大幅增长9.3%至1141亿方，近双位数的增速已达到近年高点，而从近年天然气相关的资本开支来看，中石油在勘探方面2019年的资本开支仍保持相对较高的水平，已经加速的生产端有望拉动油服和勘探等领域的设备需求。

图表 22 2019年1-8月国产气产量高增



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 23 中石油勘探与生产的资本支出维持高位增长



资料来源：公司公告，华创证券

非常规气竞争力有望提升。虽然国内非常规气以市场化定价，但目前煤层气企业的主要下游客户仍以中石油、城燃企业和工业客户为主，其中出售给中石油的部分价格有望维稳或实现一定联动，而对于城燃企业和工业客户来说，在常规气涨价的背景下，煤层气价格竞争力有望有所提升，对于具有低成本优势的煤层气气源商来说，量价均有望实现稳中有增的提升。

图表 24 非常规气源企业整体竞争力增强后的量价推演

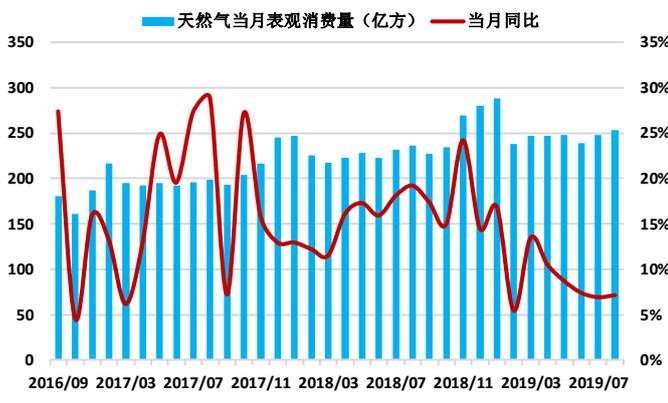
客户类型	价格情况	销量情况
中石油分公司	维稳	基本维稳
	跟随上涨	
城燃与工商业客户	维稳	价格优势有望进一步扩大销售增量
	跟随上涨	工业直供增速短期略受影响，城燃与商业客户增速基本不受影响

资料来源：各公司公告，华创证券整理

## 2、下游：量价承压，达到共振底部

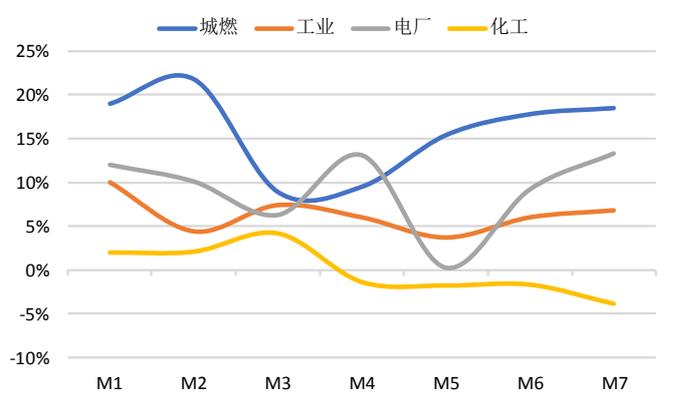
管道气成本提升是管网公司成立之初不可避免的影响，下游城燃2019H1面临量价受损，2019H2在政策和气价同比相对稳定的情况下，需求增速和毛差有望保持稳定。。受中石油延续旺季涨价及淡季门站价格的上浮，国内非民用天然气用户的用气意愿显著下降，1-8月消费量增速整体下降，累计消费量1994亿方，同比+8.8%，但从结构来看城燃和电厂增速自H2起重新恢复至较高增速。

图表 25 天然气消费量增速降中趋稳



资料来源：重庆石油天然气交易中心，华创证券

图表 26 城燃和电厂消费量是拉动消费量增长主力



资料来源：重庆石油天然气交易中心，华创证券

除此之外，1) 经济压力下工业企业利润承压；2) 部分地区散煤复燃这两个因素与气价上浮共振出现，同时考虑到 2018 年 5 月的民用气门站价并轨，2019H1 下游城燃公司料迎来售气量同比放缓和毛差同比下滑的不利影响。

但若将视野拉长至 2019H2-2020H1，消费量增长的三重制约因素中两项望在 2019H2 迎来削弱。1) 经济压力 VS 工业：1-7 月的工业用气增速疲软已经主要体现了经济压力对存量用户用气内生增长的影响，但 2019 年的工商业售气增量仍主要来自煤改气，而目前多个重点省份均将 2019 年定为工商业煤改气的重要窗口期，各地政策工业煤改气力度不减，且南方、东北等区域随着管网向第三方开放和供给提升后气源丰富度的不断提升，改气进度有望加速推进。

图表 27 华北地区近年煤改气力度持续，华南、中部等地区 2019-2020 年规划天然气消费高增

区域	省份	2017-2018 年煤改气情况	2019-2020 规划情况
华北	河北	新增居民用户 232、174 万户 淘汰 35 蒸吨及以下燃煤锅炉 1.3、0.7 万台	2019 年 10 月底前基本完成北京以南、石家庄以北散煤替代工作，全年煤改气完成 170 万户 2019-2020 淘汰 35 蒸吨及以下燃煤锅炉 1.1 万台，全省实现 35 蒸吨及以下锅炉无煤化
	河南	新增煤改清洁能源用户 122、112 万户 2018 年淘汰 10 蒸吨/时及以下燃煤锅炉	2020 年年底以前，基本淘汰 35 蒸吨/时及以下燃煤锅炉 2019 年 10 月底前完成拆改的燃煤锅炉，给予不低于 4 万元/蒸吨资金奖补；对 2020 年 10 月底前完成的不再给予资金奖补 力争 2020 年管道天然气覆盖全部产业集聚区和 60% 以上的乡镇
	山东	新增煤改气居民用户约 49、45 万户 2017 年淘汰燃煤小锅炉 3.9 万台；2018 年全部淘汰每小时 10 蒸吨及以下燃煤锅炉	2020 年在完成全省每小时 10 蒸吨及以下燃煤锅炉全部清零的基础上，在国家确定的重点区域基本淘汰每小时 35 蒸吨以下燃煤锅炉 2020 年完成 540 万户清洁取暖改造
华南	福建	-	2020 年城市和县城/建制镇燃气普及率达到 99%、96% 以上，新建住宅区特别是高层建筑必须同步建设管道燃气设施 20 蒸吨及以下燃煤燃油工业锅炉、窑炉完成天然气替代 2019-2023 天然气消费保持 15% 的复合增速
	广东	-	2019 年底全部陶企实现“煤改气”；2020 年天然气管道通达全部有用气需求的工业园区及重点工业行业企业 2019-2020 年调增 11 个燃气发电项目、6 个燃煤自备电厂煤改气项目和 26 个天然气分布式项目
中东部	湖南	城市建成区淘汰 10 蒸吨及以下燃煤小锅炉	2020 年地级城市建成区完成 35 蒸吨及以下燃煤锅炉淘汰，地级城市

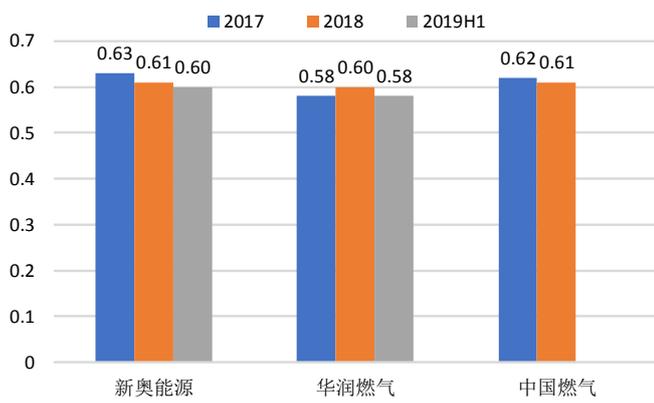
			非建成区和县级城市完成 10 蒸吨及以下燃煤锅炉淘汰 2019-2020 年，天然气消费量规划 67、85 亿方
	浙江	-	规划 2019 年管道天然气消费量达 148 亿方、总天然气消费量达 180 亿方
	安徽	35 蒸吨以下燃煤锅炉以及玻璃、陶瓷行业工业窑炉完成 50%清洁能源替代	基本淘汰每小时 35 蒸吨以下燃煤锅炉及茶水炉、经营性炉灶、储粮烘干设备等燃煤设施 2020 年规划天然气用气量 80 亿方
	江苏	全面完成市区 20 蒸吨/时以上、35 蒸吨/时及以下燃煤锅炉整治工作	2019 年底前，35 蒸吨及以下的燃煤锅炉全部淘汰或实施清洁能源替代；30 万千瓦及以上热电联产电厂供热半径 15 公里范围内的燃煤锅炉和落后燃煤小热电全部关停整合 2020 年全省天然气发电装机规模达到 2000 万千瓦

资料来源：各省生态环境厅，各地发改委，北极星环保网，华创证券

**2) 散煤复烧 VS 城燃：**随着 2019 年第二轮环保督查的重启和各地区煤改气的进一步推进，散煤复烧问题作为 2019 年清洁供暖的重要任务，其对城燃消费量增速的影响有望持续降低；同时环保督查的推进对于工业煤改气同样起到积极催化作用，考虑到 2019 年华北部分重点地区空气质量同比恶化，我们预计大气治理的强推进仍是煤改气推进的重要保证。

**价格方面 2019 年毛差分化，H2 有望维稳。**尽管管网公司成立后主要影响电厂售气增量和门站价格，但从 2018 年各城燃企业的毛差来看，工商业部分的顺价基本能够顺利推进（民用气部分受并轨的一次性影响有所波动），因此我们预计在价格政策落定的 2019 年，下游城燃企业短期售气量增长仍承压、H2 价差预计相对维稳，而具备多元化气源供给、且工商业占比相对较高的企业有望维持全年毛差的相对稳定。

**图表 28 2018 年龙头公司不含税毛差基本维稳(元/方)**



资料来源：公司公告，华创证券

因此总结来看，2019H1 量价已经达到谷底，2019H2 下游城燃公司有望保持稳健的售气量增长，而价格方面由于政策影响消除、顺价通畅，毛差风险有望较 2017、2018 年大幅降低，一旦管网公司在管网开放的推进有所进展，气源的边际改善有望同时在量和价方面助行业走出低谷。

## (二) 中长期影响：中游建设加速，价格机制进一步理顺提效行业

### 1、中游：管网建设推进，产业链扩张主要在接收站与储气环节

从建设角度看，此前参考国网和铁塔成立后基础设施建设的推进情况，中游建设预计在公司挂牌后内部整合完成、建设规划完善后大力推进，这个过程预计持续 1-3 年。但考虑到目前国内管网建设相对滞后，且互联互通以保供的需求强烈，因此我们预计整体中游建设有望加速推进，而此前提到的联络线、重点工程以及接收站、储气设施有望成为优先建设的重点。

具体来看，2018 年发改委公布的主要互联互通工程主要包括联络线的压气站等增输建设、LNG 接收站与主干/支线管网的联通以及新建联通管线。因此我们预计 2019-2020 年的主要管网工程也有望围绕江苏、广东、福建等 LNG 接收站的外输、储气库外输以及短途联通线。

图表 29 2018 年重点项目集中在西南、西北联通线以及 LNG 接收站的联通内输

项目名称	主要建设内容	涉及省份	建设主体
中卫-贵阳输气通道联络增输工程	沿途 9 个压气站的新建、反输增压等	宁夏、甘肃、四川、重庆、贵州、广西	中石油
陕京四线增压工程	托克托、盐池等压气站的增压设施	内蒙、宁夏、陕西	中石油
广西 LNG 接收站与中缅管道联通	外输管道与干线、支线的联通线，总长 367 米	广西	中石化、中石油
广东区域内 LNG 接收站与西二线联通	广州压气站加压；送福北、大鹏接收站与各分输站联通，管道总长 1426 米	广东、湖南	中石油、中海油、深圳燃气、广东省网、大鹏接收站
大连 LNG、双 6 储气库外输通道增输联络	盘锦等压气站的新建	辽宁	中石油
天津大港枢纽站联通	门站加压设施、中石油管网与中石化天津 LNG 外输管道联通	天津	中石油、中海油、中石化
蒙西煤制气管道天津段	新建管道	天津	中海油
鄂安沧管道沧州-石家庄段	新建管道	河北	中石化
川气东送南京支线与西气东输联通	1.4 公里联通线建设	江苏	中石化、中石油
新奥舟山 LNG 外输管道	2019 年建成管道	浙江	新奥集团

资料来源：发改委：《2018 年天然气基础设施管道互联互通建设重点项目》，华创证券

更长期来看，结合十三五的整体建设规划和 2018 年末国内的管网储气库建设情况，中游建设的千亿市场空间释放无虞，预计长输管网建设有望带来 3360 亿元的投资空间，增量 LNG 接收站的投资空间约 612 亿元，储气库建设约 575 亿元。

图表 30 2019-2020 年中游建设市场空间预计超 4500 亿

项目	数值
新增长输管网建设新增市场空间 (亿元)	3360
“十三五”计划总里程 (万公里)	10.4
2018 年实际总里程 (万公里)	7.6
新增里程 (万公里)	2.8
单位里程投资额 (万元/公里)	1200

<b>LNG 接收站新增市场空间 (亿元)</b>	<b>612</b>
2020 年预计进口量 (万吨)	8000
2018 年 LNG 进口量 (万吨)	5378
平均接收能力 (万吨/个)	300
单位建设投资额 (亿元/个)	70
<b>储气库新增市场空间 (亿元)</b>	<b>575</b>
“十三五”计划工作气量 (亿立方米)	148
2018 年实际工作气量 (亿立方米)	80
平均储气量 (亿立方米/个)	3
新增储气库 (个)	23
单位建设投资额 (亿元/个)	25
<b>合计 (亿元)</b>	<b>4574</b>

资料来源: 发改委:《天然气发展“十三五”规划》, 华创证券

## 2、下游: 气源丰富度提升缓释成本压力, 长期供需格局改善加速

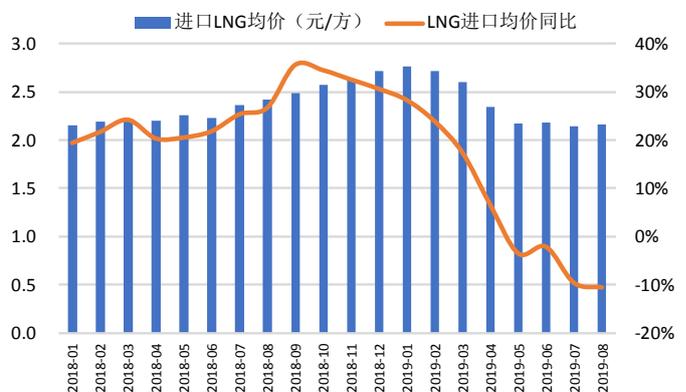
长期国内气价下降是必然趋势。从国内市场来看, 2019H1 无论是 LNG 平均价格水平还是进口气的均价增速都已经进入下降通道, 其中 2019 年 Q1-Q3 国内 LNG 均价同比下降 10.6% 至 3786 元/吨; 而进口 LNG 均价的增速已经连续 8 个月保持下降, 2019 年 4 月进口 LNG 均价已经较上年同期仅增长 7%。市场化气的价格逐步回归正常中枢有望有利于下游城燃企业和终端用户来说有望降低成本压力、提升售气量。

图表 31 国内 LNG 价格已经同比出现下降



资料来源: Wind, 华创证券

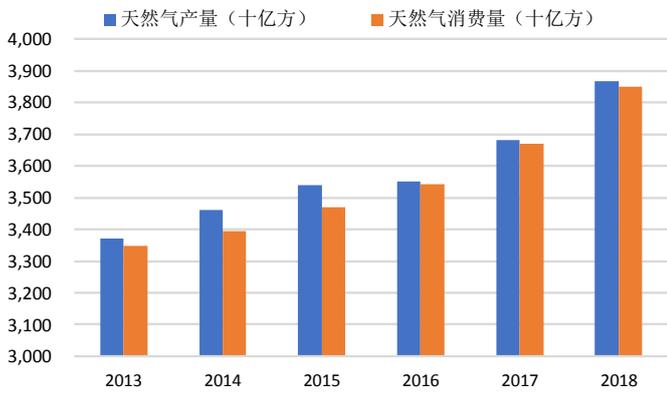
图表 32 国内进口气均价增幅已经相对疲软



资料来源: Wind, 华创证券

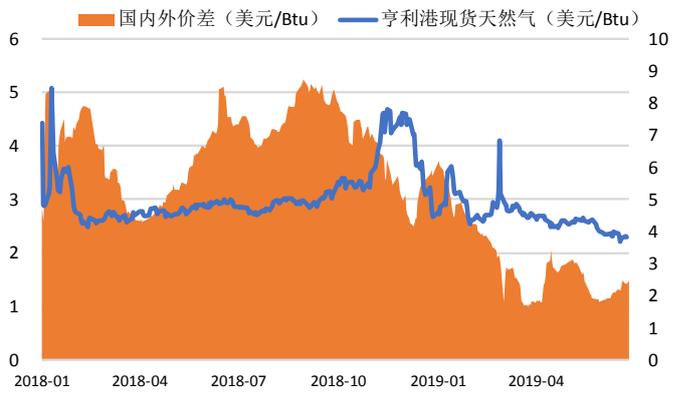
而从国际市场来看, 一方面由于全球供需相对宽松, 国际气价自 2018 年末卡塔尔开始增产并提升 LNG 出口后, 整体同样保持下降趋势, 2019 年 6 月末亨利港现货价同比大幅下跌 23.5% 至 2.29 美元/百万英热。另一方面, 宽供需下亚洲进口气源不断丰富, 而以我国为代表的亚洲国家优异而稳健的气源消纳能力显著提高了议价地位, 国内进口价与国际气价之间的亚洲溢价整体同样处于下降趋势。

图表 33 国际天然气产量仍保持供过于求



资料来源: Wind, 华创证券

图表 34 国际气价与国内外价差 2019 年来双双降低



资料来源: Wind, 华创证券

注: 此处采用国内 LNG 到岸均价与亨利港天然气现货价做差, 假设运费维稳, 用以代表国内整体的进口水平与国际气价的差

因此在国内国际化气价都整体上升承压的背景下, 管道公司成立后无论是**管网联通建设、管网开放还是 LNG 接收站、储气库的加速建设和开放**, 都有望加速整体气价的下行, 同时从长期来看, 产量提升和进口丰富对于上游巨头来说减亏的完成也有望加速。而对于下游城燃公司来说气源结构布局和主动丰富结构的企业有望更快地乘管道公司成立后中游资产的开放红利, 从而更快的优化成本结构, 并促进下游消费, 实现长期量增价稳的发展。

### 3、上游: 进一步加速多元化竞争

管道公司成立后, 叠加管网接收站资产向第三方公平开放推进逐步成熟, 参考前文对标铁塔成立后的提效逻辑, LNG 进口气的内输和煤层气等非常规气的消纳通畅, 都有望推进气源端的竞争进一步推进。

以煤层气为例, 当前煤层气消纳不畅一方面与煤层气开采和对应外输管道建设周期有关, 但同时也与中石油气源与管道一体化垄断下的价格非公平竞争密切相关。当前煤层气开采企业若与中石油进行合作, 可以通过中石油代输, 也可以直接销售给中石油山西销售分公司。1) 若选择中石油代输, 煤层气开采商与中石油的终端销售不可避免产生竞争, 因此中石油在管道接入方面仍存在一定的价格歧视等门槛; 2) 若采用直接销售, **煤层气的销售价格须不高于西一线的气源+管输价格**, 整体测算山西地区中石油气源的交气点价格约为 1.34-1.74 元/方, 而煤层气开采的单方成本在 0.6-1.5 元之间, 当前亚美能源销售予中石油的气价约为 1.4 元/方接近中石油交气点的最低价。因此, 仅有部分区块条件好、成本低的企业才具有销售动力。

若管输与销售分离后, 管网运输的无歧视开放使部分优质煤层气企业、进口现货气等成本优势得以体现, 其终端销售价格的竞争优势有望促进气源端的开采、管网联通建设力度, 进而驱动上游气源端更加充分的参与市场化竞争, 提升售气规模。

## 四、重点企业及投资建议

### (一) 下游: 推荐新奥能源, 并建议关注百川能源、天伦燃气以及拥有气源优势的区域城燃龙头

#### 新奥能源: 结构与增速双优的城燃龙头

公司作为国内城燃龙头, 2019H1 城燃售气量同比+15%至 98 亿方, 其中居民/工商业分别增长 17%/16%, 售气结构中高盈利的工商业气量仍占比 75%处于主导, 而城燃收入增速超售气量增速显示出公司顺价进一步推进, H1 城

燃毛利率略降-1.5pct 影响至 13.6%；居民工程安装户均 2510 元基本维稳，此前接驳费规范政策对公司影响也相对有限。

**综合能源带来长期发展动力。**2019H1 公司新签综合能源项目 106 个，在手项目超 250 个，新投运 20 个（累计 82 个），建设项目进一步加速，在建项目 37 个。2019H1 综合能源毛利率同比提升 12.6pct 至 20.2%，毛利贡献近 4%，在 H1 气源成本大幅提高的背景下公司综合能源量利仍实现齐升，有望进一步助推综合能源业务逐渐成长为公司的重要盈利组成部分。

**投资建议：**我们根据公司半年报略上调公司盈利预测，预计公司 2019-2020 年归母净利润同比增长 53%、22% 至 43.3 亿、53.2 亿元（前预测值 43.2 亿、52.5 亿）；对应 PE 为 21 倍、17 倍。考虑到行业中枢上移且公司 2020 年有望与 A 股新奥股份完成重组，因此结合 A 股和 H 股行业龙头 2020 年平均 15-21 倍估值水平，给予公司 2020 年 18 倍的目标估值，对应 2020 年目标价 94.46 港元（前目标 92.9 港元），维持“推荐”评级。

另外我们建议关注售气量保持高速增长、售气/接驳结构持续改善的区域性优质城燃企业**百川能源**、**天伦燃气**以及其他拥有气源优势的区域城燃龙头。

## （二）上中游：建议关注上下游一体化企业、非常规气气源企业以及管道制造龙头

建议关注新奥集团旗下拟收购新奥能源、布局天然气上游领域的**新奥股份**；拥有新疆地区城燃并收购山西优质煤层气企业亚美能源的**新天然气**；山西煤层气开采龙头**蓝焰控股**；以及油气管道产销稳增的钢管龙头**金洲管道**。

## 五、风险提示

管道公司组建进度不及预期；天然气消费量不及预期；进口气源落实不及预期。

## 环保与公用事业组团队介绍

**组长、高级分析师：庞天一**

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：黄秀杰**

清华大学工学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：王兆康**

华威大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500