

行业研究/动态点评

2019年12月09日

行业评级:

公用事业 增持(维持)
燃气II 增持(维持)

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

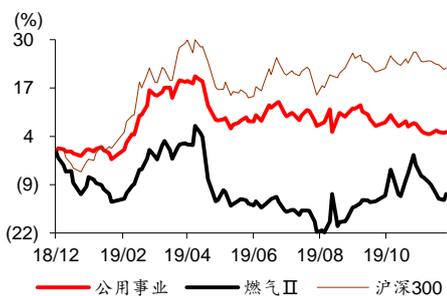
施静 010-56793967
联系人 shi_jing@htsc.com

吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

相关研究

- 1 《公用事业: 行业周报(第四十九周)》
2019.12
- 2 《公用事业: 煤电整合出台, 不一样的供给侧改革》2019.12
- 3 《公用事业: 行业周报(第四十八周)》
2019.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

管网公司成立, 长期利好龙头城燃

国家油气管网公司挂牌成立, 利好大型城市燃气企业

12月9日, 国资委发布《关于组建国家石油天然气管网集团有限公司的公告》, 正式宣布国家油气管网公司成立, 新组建的国家管网公司由国资委代表国务院履行出资人职责, 列入国资委监管的中央企业系列。新华网称, 据业内人士透露, 管网公司的股东包括国资委、中石油、中石化和中海油(持股比例 40%/30%/20%/10%)。我们预计管网公司成立后, 龙头城燃可向海外寻求低价气源, 引入上游竞争, 提升议价能力, 长期利好大型城市燃气企业。

三大油相关管网资产剥离, 管网公司或引入民营资本

据中国石化经济技术研究院副院长余皎, 国家油气管网公司独立第一阶段涉及“三桶油”四类资产: 1) 三大油全资或控股的、设计最高工作压力大于 4Mpa 的天然气管道及其附属设施; 2) 三大油持有的省级管网股权; 3) 三大油全资和控股的、对保供意义重大的 9 个接收站; 4) 三大油全资和控股对保供意义重大的储气库。根据中石化经济技术研究院《2019 中国能源化工产业发展报告》的预测, 新管网公司获注入资产后, 拟引入约 50% 社会资本, 包括国家投资基金及民营资本, 新资金将用于扩建管网。

上游气源: 气源长期垄断的局面有望改善

截止 2018 年, 三桶油集团把控全国天然气供给(合计占比 83%) 和 中游长输管网(合计占比 84%), 造成: 1) 低价的海外 LNG 不能充分进入国内; 2) 冬季供需偏紧时上游提价且气量承压。因此, 2017 年以来, 下游城市燃气商的毛差下降明显。天然气改革与电改类似(管住中间, 放开两头) 将中游长输管网独立为国家管网公司, 上游气源和下游城燃/大用户可以直接交易。我们认为虽然管网公司成立后三桶油集团依然控制超过 80% 的气源, 且短期难以看到占比大幅下降的趋势, 但非三桶油的 LNG 接收站和煤层气等非常规气源正在迅速投产, 引入上游竞争, 或能平衡气源成本。

下游城燃: 长期利好龙头企业毛差与盈利能力

2018 年我国前五大城燃的销气量合计近 900 亿方, 占我国天然气表观消费量 32%。我们判断管网改革或将推动形成“X+1+X”的油气市场新体系, 长期利好大型城市燃气企业: 1) 大型城燃由于拥有较大售气量, 能在海外锁定低价 LNG 气源, 控制气源成本; 2) 有助于大型城燃提升对国产气的议价能力; 3) 大型城燃可以提前锁定冬季用气高峰的气源, 提升在旺季的保供能力; 4) 气量放开及成本可控情况下, 城燃可利用下游优势切入上游发展售气业务、及发展基于燃气的综合能源业务, 多元化利润来源。重点推荐深圳燃气、新奥股份。

风险提示: 管网改革进度低于预期、经济下行拖累天然气需求。

重点推荐

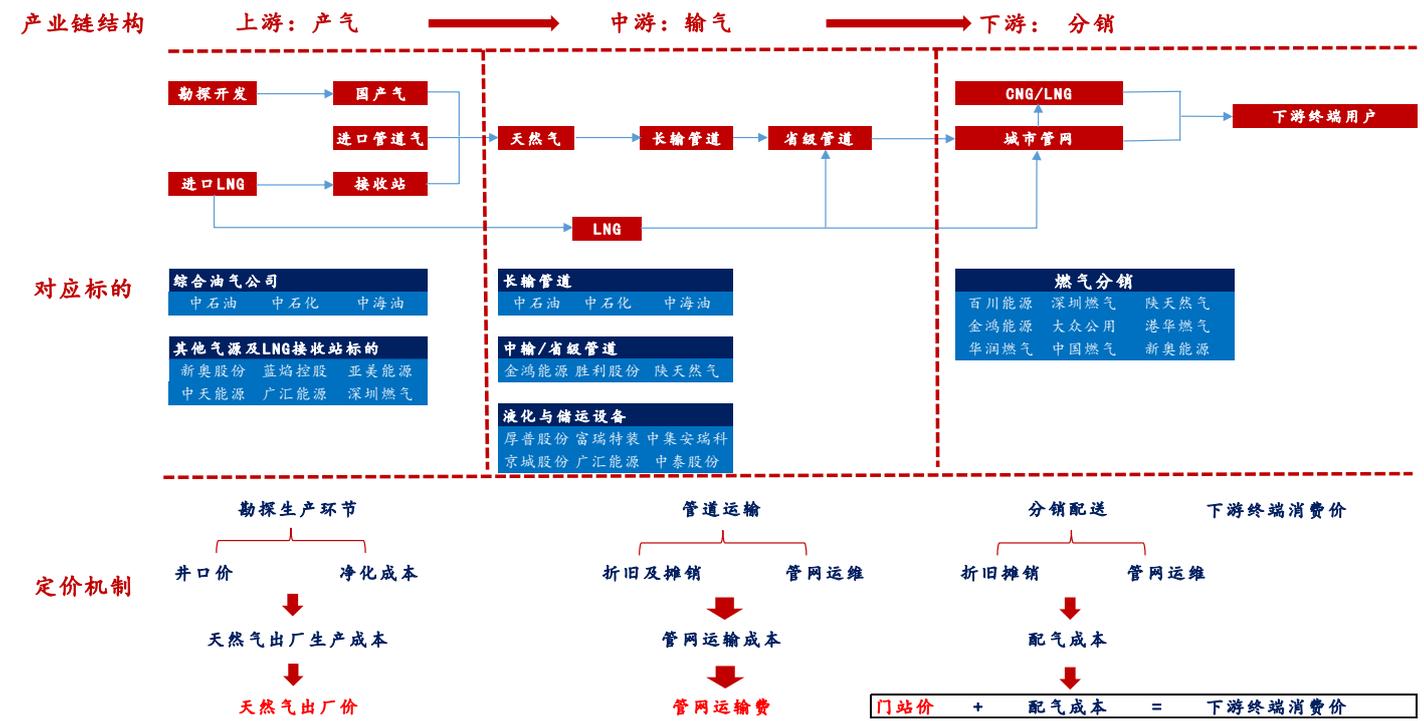
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601139	深圳燃气	7.11	买入	0.36	0.43	0.50	0.59	19.72	16.51	14.20	12.03
600803	新奥股份	10.08	买入	1.07	1.10	1.26	1.56	9.15	8.90	7.81	6.28

资料来源: 华泰证券研究所

管网公司挂牌，油气改革再下一城 上中游垄断触发天然气市场化改革

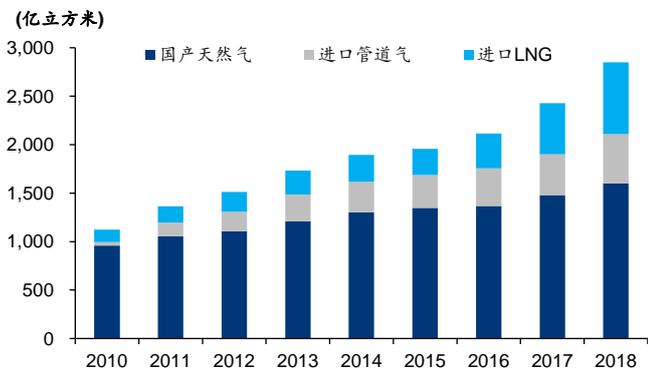
我国天然气供给以国产天然气供给为主，进口管道气和进口 LNG 供给为辅的供给格局。从供应商的角度来看，三大油集团把控国内天然气供给，根据公告数据，截止 2018 年底，中石油集团、中石化集团和中海油集团占比分别为 61%、9%和 13%。分结构来看，中石油集团在国产气和进口管道气方面处于绝对垄断的地位，2018 年国产气 1603 亿方，中石油集团生产 1156 亿方（包含常规天然气、页岩气和煤层气），份额达 72%；2018 年进口管道气 505 亿方，基本由中石油集团对外采购。中海油集团在进口 LNG 方面占主导地位，2018 年进口 LNG 总量 742 亿方，中海油集团进口 365 亿方，占 49%。

图表1：天然气产业链及定价机制



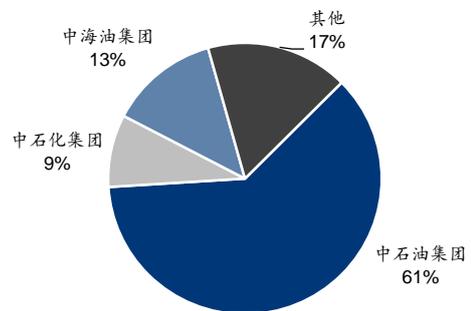
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表2：天然气供给格局



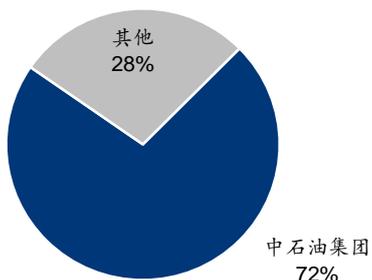
资料来源：统计局，中国海关，华泰证券研究所

图表3：三大油集团主导国内天然气供给（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：国产天然气：中石油占绝对主导地位（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

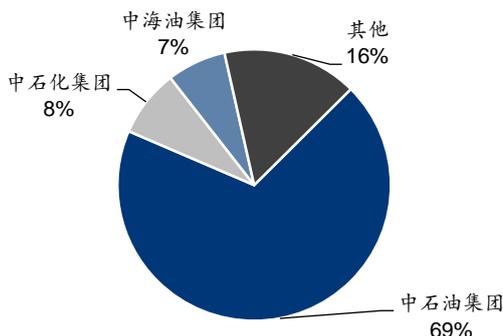
图表5：进口 LNG：中海油集团占主导地位



资料来源：公司公告，中国海关，华泰证券研究所

不仅上游气源环节三大油集团处于垄断地位，中游长输管网环节，三大油集团也处于垄断地位。根据石油规划设计期刊发表的《我国长输天然气管道现状及发展趋势》，截至2017年底，国内运行的长输天然气管线总里程达到7.7万千米，中石油集团在长输管网中的里程份额为69%，中石化集团为8%，中海油集团为7%，三家公司合计份额占到84%，所有其他长输管网公司的份额仅为16%，份额差异非常大。

图表6：天然气跨省长输管道份额（2017）

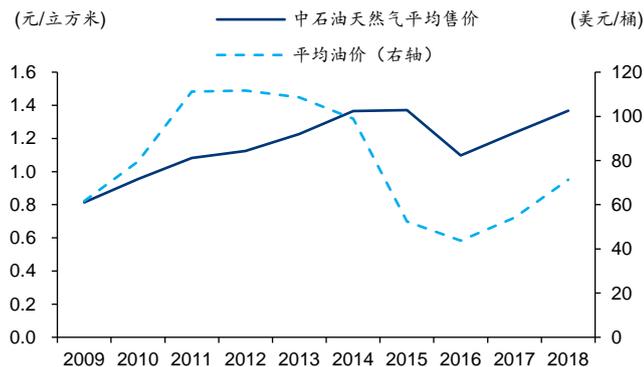


资料来源：《我国长输天然气管道现状及发展趋势》，华泰证券研究所

上游和中游环节的垄断带来的问题是高成本和低效率。我国天然气定价原则上与可替代能源挂钩，其中石油产品价格是重要的参考指标，因此天然气价格与原油价格呈现同周期波动。2018年平均油价比2011年的最高位仍有明显的差距，但2018年中石油天然气的平均售价已经回到了历史最高价格。究其原因一方面天然气市场供需结构改善推升价格，另一方面中石油在天然气门站价格浮动机制推行之后，利用自身市场地位获得了更高的天然气售价。

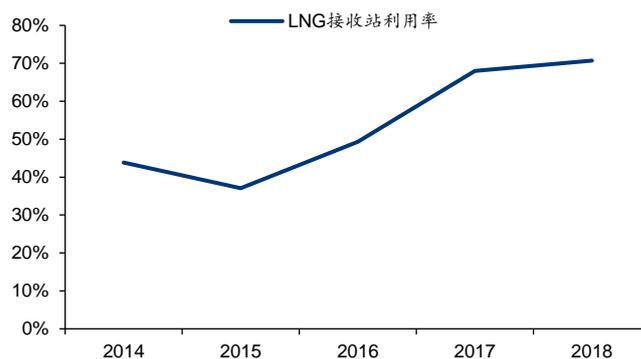
我国LNG接收站产能利用率偏低，原因之一即为进口LNG接收站由三大油集团主导，三大油集团2013-2014年签订的海外LNG长协价格偏高，进口LNG到岸价与门站价之间的倒挂导致其进口意愿偏弱。经历了2017-2018年天然气需求的快速增长后，2018年我国天然气接收站的平均利用率大约在70%水平，依然存在产能的闲置。

图表7：中石油天然气售价与原油价格



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表8：进口LNG接收站利用率



资料来源：中国海关，华泰证券研究所

天然气改革思路：管住中间放开两头

2013年十八届三中全会公布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出推动天然气价格改革，放开竞争性环节价格，这是本轮天然气市场化改革的起点。2017年出台的《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，确立了天然气改革的思路：

- 1) 上游天然气开采环节，国有公司主导，民营企业参与；
- 2) 天然气干线管道独立，实现管输和销售分开，天然气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放，管道按照准许成本加合理收益原则制定管道运输价；
- 3) 形成天然气价格由市场决定的机制。

政府将长输管网、省管网和城市燃气管网界定为公共品业务，由政府进行价格管制，而将上游气源（包括国产气、进口管道气和进口LNG）界定为竞争性业务，由市场交易确立价格。对于公共品业务，最重要的是实现资产独立、出台监管政策；对于竞争性业务，最重要的是构建交易市场、确立交易规则。

2017年出台《天然气管道运输价格管理办法（试行）》，提出管道运输价格按照“准许成本加合理收益”原则制定，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%时取得8%投资回报的原则确定。

此外2017年还出台了《关于加强配气价格监管的指导意见》，提出配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定，核定价格时，全投资税后内部收益率不超过7%，经营期不低于30年。至此天然气产业中公共品业务的监管框架实施完毕。

目前没有完成的改革步骤包括：1) 长输管网的资产独立，对应的是国家管网公司的资产划拨；2) 天然气上下游交易市场的建立，包括交易规则、交易品种、定价机制等。本次国家管网公司成立，是长输管网资产独立的必然步骤，如果国家管网公司的资产划拨完成，上游气源业务和中游管网业务的价格和资产都实现了分离，则为上下游交易市场的建立打下了坚实的基础。

图表9：天然气改革相关政策

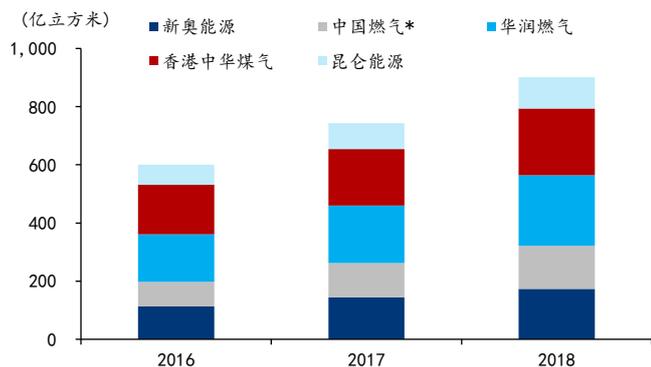
时间	政策	相关内容
2013年	中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定	完善主要由市场决定价格的机制。凡是能由市场形成价格的都交给市场，政府不进行不当干预。推进水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革，放开竞争性环节价格。
2016年	天然气管道运输价格管理办法（试行）	管道运输价格按照“准许成本加合理收益”原则制定，即通过核定管道运输企业的准许成本，监管准许收益，考虑税收等因素确定年度准许总收入，核定管道运输价格。 准许收益率按管道负荷率（实际输气量除以设计输气能力）不低于75%时取得8%投资回报的原则确定。
2017年	关于加强配气价格监管的指导意见	配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定，即通过核定城镇燃气企业的准许成本，监管准许收益，考虑税收等因素确定年度准许总收入，制定配气价格。年度准许总收入由准许成本、准许收益以及税费之和扣减其他业务收支净额确定。其他业务收支净额为企业使用与配气业务相关的资产和人力从事工程安装施工、燃气销售等其他业务活动的收支净额。 核定价格时，全投资税后内部收益率不超过7%，经营期不低于30年。
2017年	关于深化石油天然气体制改革的若干意见	在保护性开发的前提下，允许符合准入要求并获得资质的市场主体参与常规油气勘查开采，逐步形成以大型国有油气公司为主导、多种经济成分共同参与的勘查开采体系。 改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力。分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输和销售分开。完善油气管网公平接入机制，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。 完善成品油价格形成机制，发挥市场决定价格的作用，保留政府在价格异常波动时的调控权。推进非居民用气价格市场化，进一步完善居民用气定价机制。依法合规加快油气交易平台建设，鼓励符合资质的市场主体参与交易，通过市场竞争形成价格。加强管道运输成本和价格监管，按照准许成本加合理收益原则，科学制定管道运输价格。
2017年	关于全面深化价格机制改革的意见	到2020年，市场决定价格机制基本完善，以“准许成本+合理收益”为核心的政府定价制度基本建立。 深化非居民用天然气价格市场化改革，适时放开气源价格和销售价格，完善居民用气价格机制，加快上海、重庆天然气交易中心建设。

资料来源：发改委、华泰证券研究所

管网独立有利于城燃降低购气成本，提升气源保障

2018年我国前五大城燃的销气量（不含批发）合计将近900亿方，占我国天然气表观消费量份额32%。我们认为巨大的销气量，在管网独立后，能够向海外寻求低价LNG气源，能够降低用气成本，提升对国产气的议价能力，以及提前锁定冬季用气高峰的气源，提升在旺季的保供能力。

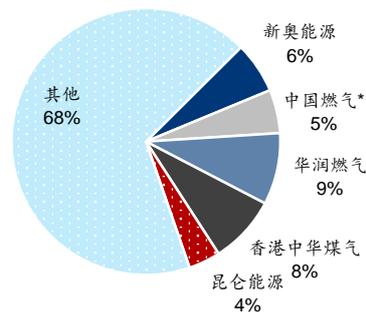
图表10：中国前五大城燃公司销气量（不含分销）（2016-2018）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

*中国燃气为财年口径

图表11：五大城燃公司占全国天然气表观消费量比重（2018）

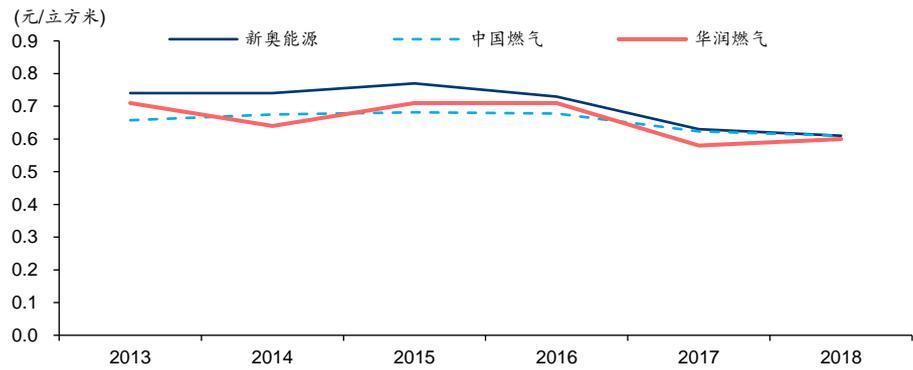


资料来源：公司年报，国家能源局，华泰证券研究所

*中国燃气为财年口径

2017年以来，随着上游气源价格不断抬升，城市燃气商的毛差明显下降，在上游提价的背景下，城燃的盈利能力承压是明确的，天然气改革有助于从长期改善这一局面。

图表12：主要城燃公司销气毛差

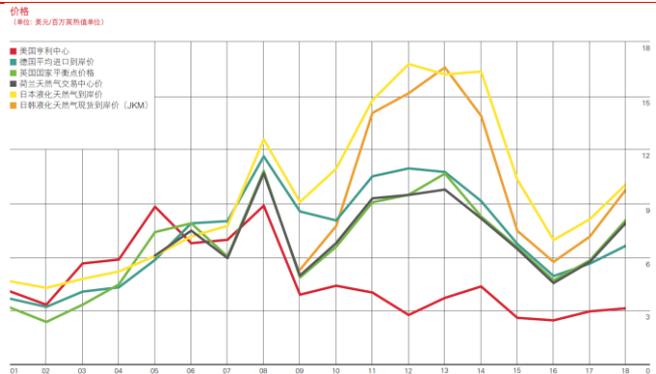


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

2006年以来，全球主要天然气品种价格虽然出现了大幅波动，但是与2018年比较总体持平。全球天然气定价，跟原油价格及LNG自身供需挂钩，目前全球油价在60-65美元中枢震荡，同时美国页岩气大规模开发使得全球LNG面临供大于求的局面，因此我们预计我国进口LNG价格应会呈现下降趋势。

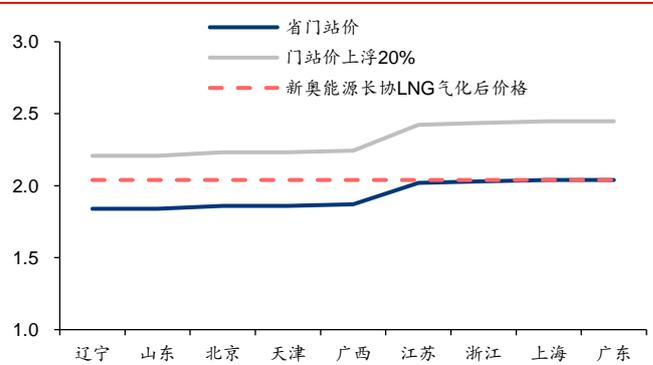
目前我国进口LNG价格存在较大的差异。根据我们调研，新奥能源作为大型城燃，与海外LNG供应商签的长协LNG，在接收站气化之后的到岸价在2.0-2.2元/方，基本持平于江苏、浙江、上海、广东的省门站价，考虑到冬季供需偏紧的情况下中石油向省网公司的售价最多可以上浮20%，因此在上浮20%的情形下，新奥能源长协进口LNG的价格低于所有沿海省份的中石油售价，具有成本优势。

图表13：全球主要天然气品种价格



资料来源：BP世界能源统计年鉴2019，华泰证券研究所

图表14：进口LNG与沿海省份门站价比较



资料来源：华泰证券研究所

风险提示

- 1、管网改革进度低于预期。**目前管网公司相关资产评估及划拨尚未完成，有改革进度不及预期，利好不如期兑现的风险。
- 2、经济下行拖累天然气需求。**天然气需求受宏观经济影响较大，若经济下行和贸易摩擦风险加剧，会影响行业短期的业绩表现。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com