

2024年07月08日

环保及公用事业

SDIC

行业快报

证券研究报告

公用事业又一类稳健资产——天然气长输管网

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

公用事业稳健性资产价值重估，天然气长输管网不容忽视：由于水、电、燃气等公共事业与居民生活息息相关，在一定程度上为刚性需求，2024年上半年，市场震荡之下公用事业板块低波红利的防御属性凸显，价值重估，上半年板块整体上涨11.76%，在所有行业涨跌幅中排名第三，水电、核电、煤电一体化等稳健资产表现尤为突出。天然气长输管网的自然垄断属性和“管输费×输气量”业务模式决定了其为公用事业板块中稳定性居前的品种，其资产价值稀缺性不容忽视。

长输管网资产稀缺，具有自然垄断属性：天然气产业链分为上游气源、中游管输、下游城燃三个环节。省级管网是天然气中游运输的重要组成部分，其是指天然气进省后到城市分销管道之间的区域短途高压管道，省级长输管网不会重复建设，具有自然垄断属性，资产具备稀缺性。上市公司中，仅有皖天然气、蓝天燃气、陕天然气、国新能源、云南能投、湖北能源、中能股份等公司拥有相应省份的省级管网资产。

天然气市场价格机制不断完善，管输环节收入计量模式稳定性较高：2019年12月9日国家管网公司正式成立以来，中国天然气市场格局发生根本性变化，我国天然气价格改革持续推进，当前已建立稳定的公平开放和竞争性机制，“放开两头，管住中间”的天然气价格改革目标逐步实现。2021年6月9日国家发展改革委发布《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（暂行）》，在将“一企一价”的价格管理模式改变为“一区一价”的同时确定了2022-2030年我国天然气管输价格的定价机制，为未来我国天然气管输行业带来较大确定性。

投资建议：天然气长输管网“管输费×输气量”的稳健经营模式，在整个公用事业板块中属于稳定性居前的细分领域，天然气消费量的持续增长为此类公司注入长期的确定性增长动力，建议关注板块中具备“低波红利”红利属性的兼具成长和股息的天燃气长输管网标的【皖天然气】【陕天然气】【蓝天燃气】。

风险提示：管输费波动超预期，行业发展不及预期，行业政策落地不及预期等。

首选股票	目标价（元）	评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.7	-4.5	-5.4
绝对收益	-2.9	-8.3	-16.7

周喆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

邵琳琳 分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002

shaoli@essence.com.cn

姜思琦 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080005

jiangsq@essence.com.cn

朱昕怡 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

防御情绪下看好公用事业，重点关注水电、核电、煤电一体化、燃气板块	2024-07-01
用电量稳步增长，水电出力提升，继续推荐煤电一体化与核电板块	2024-06-23
社融数据边际修复，继续推荐强防御性低波红利板块	2024-06-16

目 内容目录

1. 公用事业资产价值重估，天然气长输管网不容忽视.....	3
2. 天然气长输管网资产具备自然垄断的稀缺性.....	4
3. 天然气市场价格机制不断完善，中游“管输费×输气量”收入模式稳定	7
3.1. 我国天然气市场价格机制不断完善	7
3.2. 管输环节收入计量模式稳定性较高	9
4. 投资建议.....	10
4.1. 皖天然气	10
4.2. 陕天然气	11
4.3. 蓝天燃气	12
5. 风险提示.....	13

目 图表目录

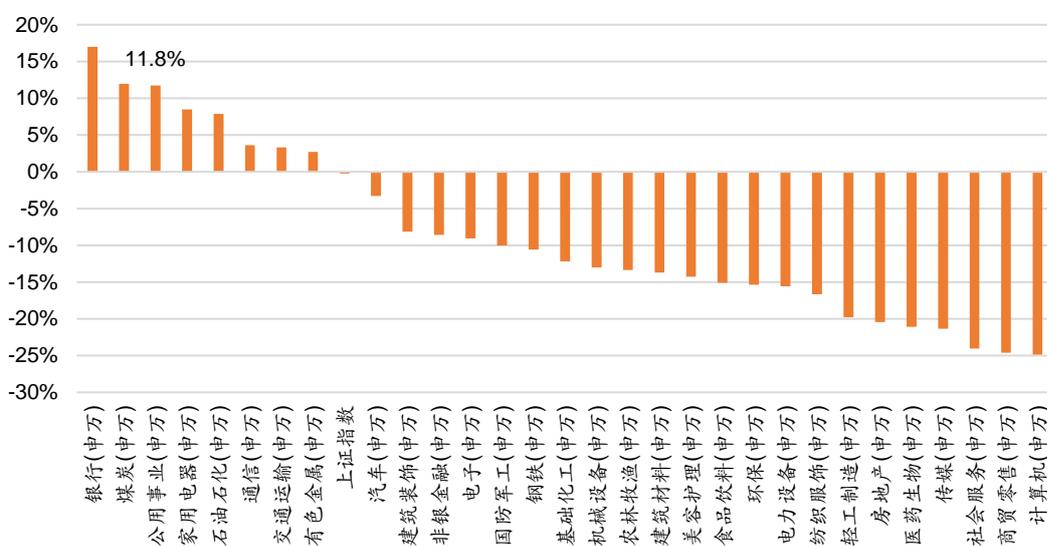
图 1. 2024 年上半年申万一级行业涨跌幅.....	3
图 2. 近年中国天然气消费量及增速	4
图 3. 天然气上中下游产业链	5
图 4. 中国分区域天然气消费结构	5
图 5. 中长期天然气主干管网规划示意图	6
图 6. 管道运价率公式推演	9
图 7. 管道运价率计算公式	10
图 8. 皖天然气近年净利润及分红	11
图 9. 陕天然气近年净利润及分红	12
图 10. 蓝天天然气近年净利润及分红	12
表 1: 2024 年上半年公用事业板块涨幅前五.....	3
表 2: 部分省级管网上市公司现有管线描述	6
表 3: 我国天然气管输价格管理机制历史发展沿革	7
表 4: 国家管网主要跨省天然气管道	8
表 5: 管道运输准许成本构成及描述	10

1. 公用事业资产价值重估，天然气长输管网不容忽视

根据国家统计局《2023年国民经济和社会发展统计公报》，2023年全年，我国国内生产总值（GDP）达126万亿元，同比增长5.2%。2023年，高技术制造业、装备制造业占规模以上工业增加值比重分别升至15.7%、33.6%；电子商务交易额比上年增长9.4%；信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长11.9%。随着我国经济规模体量不断提升，许多行业逐步从过去的高速增长阶段进入到稳定成熟阶段，因此从投资回报的角度，逐步从过去偏重“成长”转变为“成长”与“红利”并重。

由于水、电、燃气等公共事业与居民生活息息相关，在一定程度上为刚性需求，因此公用事业属于典型的稳健低波动行业。2024年上半年上证综指小幅下跌，跌幅-0.25%。市场震荡之下，公用事业板块低波红利的防御属性凸显，价值实现重估，上半年板块整体上涨11.76%，大幅跑赢市场，在所有行业涨跌幅中排名第三。

图1. 2024年上半年申万一级行业涨跌幅



资料来源：Wind，国投证券研究中心

公用事业个股涨幅前五中，具有稳健资产属性的水电、核电、煤电一体化标的涨幅靠前，分别为浙能电力（火电/参股核电）、中国广核（核电）、皖能电力（火电）、申能股份（火电）、国电电力（煤电一体化）、中国核电（核电）、陕西能源（煤电一体化）、桂冠电力（水电）、国投电力（水电）、蓝天燃气（燃气）。

表1：2024年上半年公用事业板块涨幅前五

排名	公司简称	2024上半年涨跌幅	所属子行业
1	国新B股	65.20%	燃气
2	ST浩源	57.97%	燃气
3	浙能电力	54.23%	火力发电
4	中国广核	48.87%	核能发电
5	明星电力	46.25%	电能综合服务
6	皖能电力	45.20%	火力发电
7	申能股份	44.03%	火力发电
8	国电电力	43.99%	火力发电
9	中国核电	42.13%	核能发电
10	湖北能源	42.08%	电能综合服务
11	福能股份	40.99%	电能综合服务
12	陕西能源	39.16%	火力发电

13	桂冠电力	38.45%	水力发电
14	国投电力	38.39%	水力发电
15	蓝天燃气	35.30%	燃气

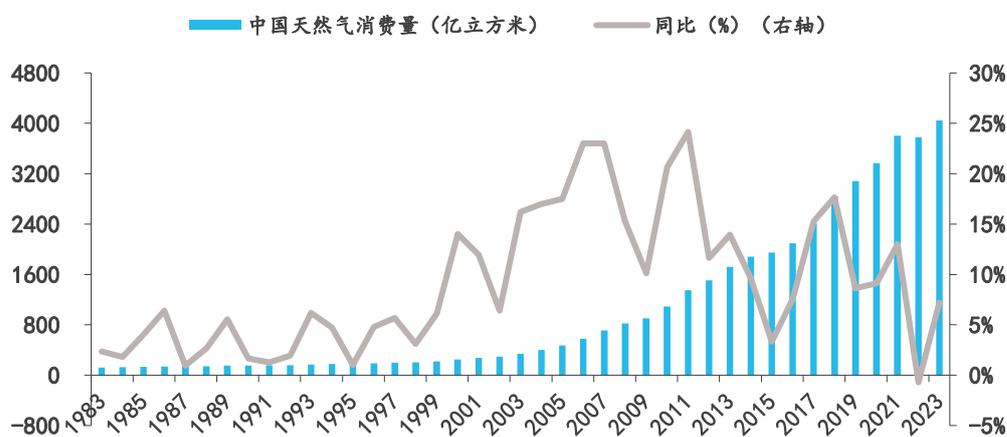
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

除水电、核电、煤电一体化外，天然气长输管网的自然垄断属性和“管输费×输气量”业务的模式决定了其为公用事业板块中稳定性居前的品种，其资产价值稀缺性不容忽视。

2. 天然气长输管网资产具备自然垄断的稀缺性

我国天然气行业持续蓬勃发展。根据邹才能等人《碳中和目标下中国天然气工业进展、挑战及对策》，当前我国已经成为世界第四大天然气生产国与第三大天然气消费国，根据 BP 统计数据，2023 年我国天然气消费量达 4048 亿立方米，同比+7.20%，除 2022 年受到气价高位震荡以及公共卫生事件掣肘外，近 40 年来我国天然气消费量持续增加。

图2. 近年中国天然气消费量及增速



资料来源: BP, 国投证券研究中心

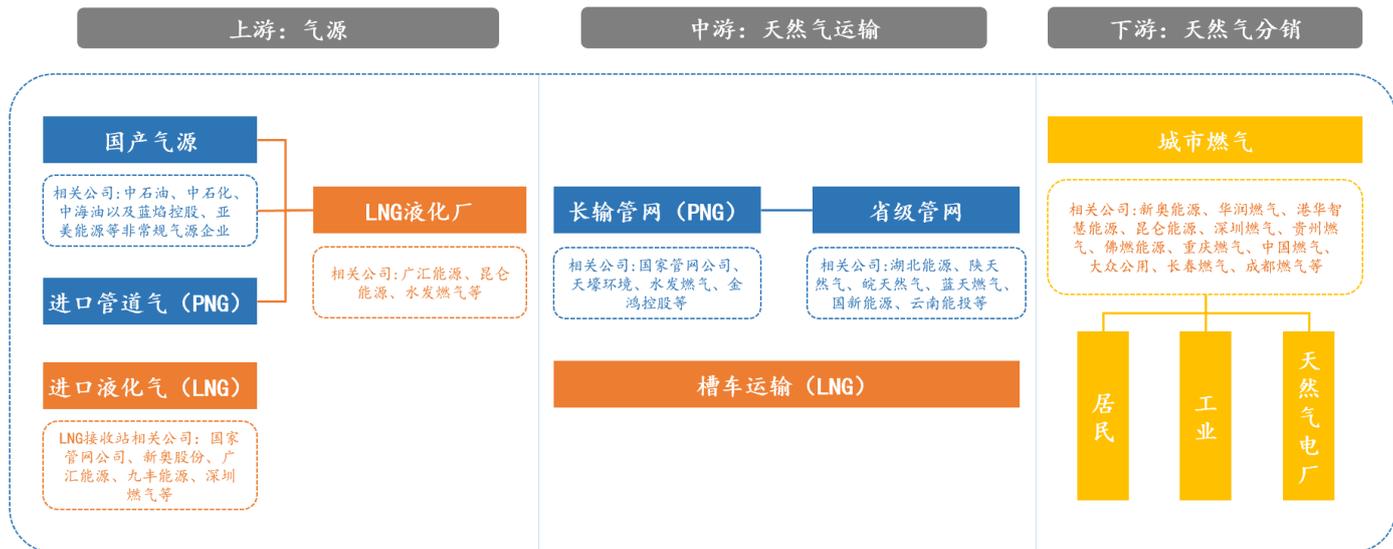
天然气产业链可分为上游气源、中游管输、下游分销三个环节，其中：

上游环节为气源，我国天然气来源主要包括：一是以中石油、中石化、中海油为主勘探开发的国产天然气以及煤层气、煤制气、页岩气等非常规气源，二是来源于中亚、缅甸、俄罗斯等地的进口管道气（PNG），三是通过将天然气加压液化后由船舶运输的进口液化天然气（LNG）；

中游环节为天然气运输，运输方式主要通过长输管网（PNG 主要以长输管网运输）、槽车和 LNG 运输船（LNG 主要以槽车和运输船方式）；

下游为燃气分销环节，各个城市的燃气公司拥有燃气特许经营权，其下游主要用户包括居民、工业企业以及天然气电厂等。

图3. 天然气上中下游产业链



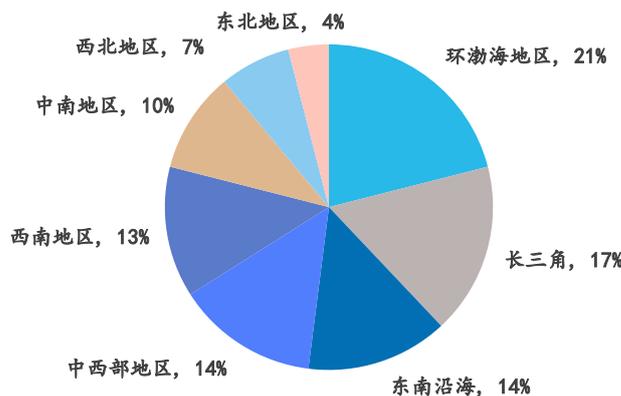
注: 橙色部分为LNG形式, 以槽车方式运输; 蓝色部分为PNG形式, 以管网运输

资料来源: 国投证券研究中心制图

天然气长输管网和省级管网定位中游, 连接上游勘探开发环节和下游分销环节。利用天然气管道输送天然气是陆地上大量输送天然气的主要方式, 天然气输气管道是指从气源的气体处理厂或起点压气站到各大城市的配气中心、大型用户或储气库的管道, 以及气源之间相互连通的管道, 输送经过处理符合管道输送质量标准的天然气。

近年来我国天然气多元供应体系持续完善, “全国一张网”基本形成, 但由于我国天然气主产地与消费地不一致, 即主产地集中在我国西南和西北地区, 消费地主要在我国中东部区域, 从而产生了较大的天然气输送需求。

图4. 中国分区域天然气消费结构



资料来源: 段兆芳等《2023年国内外天然气市场回顾与2024年展望》, 国投证券研究中心

我国主要建成了四个国家骨干天然气管网系统, 重点规划三个区域性天然气管网网络, 集中规划四类非常规天然气管道, 深化建设四条天然气进口通道。其中, 四个国家骨干天然气管网系统分别是西气东输管道系统、陕京天然气管道系统、川气东送天然气管道系统和联络天然气管道。三个区域性天然气管网网络分别是京津冀区域天然气管网、长三角区域天然气管网和珠三角区域天然气管网。2017年5月, 国家发改委、中华人民共和国国家能源局联合发布的《中长期油气管网规划》, 要求2025年全国天然气长输管道长度达到16.3万公里, 2030年超过20万公里, 并形成“主干互联、区域成网”的全国天然气基础网络。该规划指明了我国天然气管网发展方向, 进一步明确了天然气管道和储气库的建设目标。

3. 天然气市场价格机制不断完善，中游“管输费×输气量”收入模式稳定

3.1. 我国天然气市场价格机制不断完善

当前我国天然气市场已建立稳定的公平开放和竞争性机制。根据中国能源报，2019年12月9日，国家石油天然气管网集团有限公司（简称国家管网公司）正式成立，中国天然气市场格局发生根本性变化，即三大石油公司管道运输和天然气销售捆绑经营模式被打破，管网公平开放和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“X+1+X”的竞争性天然气市场逐步建立。国家管网公司成立后，积极引导和推动省级管网公司以市场化方式融入国家管网公司。《2021年能源工作指导意见》指出，立足“全国一张网”，推进天然气主干管网建设和互联互通，通过国家管网集团把长输跨省管道、省网管道整合，统一实现油气资源调配。

同时，我国天然气价格改革持续推进。天然气价格改革的目标是“放开两头，管住中间”，即放开气源和销售价格由市场形成，政府只对属于网络型自然垄断环节的管网输配价格进行监管，因此在整条天然气产业链中，天然气管道运输环节具有更强的稳定性。

由于具有较强战略意义，我国天然气管输定价由国家监管，价格管理体系和运行机制由国家主导不断完善。根据张欣等《我国天然气管输价格管理机制的发展趋势分析》，2021年前我国天然气管输价格管理机制先后经历了“统一定价”、“一线一价”、“一企一价”三个阶段。

表3：我国天然气管输价格管理机制历史发展沿革

	描述
“统一定价”阶段	我国于1964年开始制定天然气管输收费标准，1976年制定的天然气管输收费标准中具体规定了天然气管输距离和管输费率标准，后期根据用户用气特点和价格承受能力、管输运营成本以及不同时期的物价水平，坚持管道企业保本微利的原则，对管输费率标准进行了数次上调。
“一线一价”阶段	1984年我国对于老天然气管线仍执行原有天然气管输定价标准及管输费计算办法，对新建的天然气管道采取“一线一价”“新线新价”的天然气管输费用定价机制，新建天然气管道的管输价格采用经营期内计算和评价的方法，按照合理投资回报率来确定管输价格。
“一企一价”阶段	2016年国家发布试行版的天然气管输价格管理和定价成本监审两个办法，办法规定在准许成本基础上增加一定合理收益来确定天然气管输价格，依据该原则国家次年对部分管输企业进行管输价格核定，除个别区域外，其他企业均按照“一企一价”模式对天然气管输价格进行定价。

资料来源：张欣等《我国天然气管输价格管理机制的发展趋势分析》，国投证券研究中心

2021年6月9日，国家发展改革委发布《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（暂行）》，将“一企一价”的价格管理模式改变为“一区一价”，规定“以宁夏中卫、河北永清、贵州贵阳等管道关键节点为主要界限，将国家管网集团经营管道划入西北、西南、东北及中东部4个定价区域”。

此后在2023年末，国家发展改革委发布关于核定跨省天然气管道运输价格的通知，核定西北价区运价率为0.1262元/千立方米·公里（含9%增值税），东北价区运价率为0.1828元/千立方米·公里（含9%增值税），中东部价区运价率为0.2783元/千立方米·公里（含9%增值税），西南价区运价率为0.3411元/千立方米·公里（含9%增值税），自2024年1月1日起执行。根据上海证券报，此次核价是天然气管网运营机制改革以来的首次定价，也是国家首次按“一区一价”核定跨省天然气管道运输价格，“全国一张网”格局得到有效落实。

表4：国家管网主要跨省天然气管道

价区	含税运价率 (元/千立方米·公里)	管线名称	起点	终点	重要支干线和必要联络线		
中东部价区	0.2783	陕京一线	陕西榆林	北京石景山	琉永支线		
		陕京二线	陕西榆林	北京通州	任丘支线		
		陕京三线	陕西榆林	北京昌平	鄂安沧联络线		
		陕京四线	陕西榆林	北京顺义	高西支线、宝香西联络线、马坊-香河支线、密云-马坊联络线、应张支线联络线、张北支线等		
		港清线	河北廊坊	天津大港	永京支线、港清复线、港清三线、汪庄子支线、京58管道、大港储气库管线		
		唐山 LNG 外输管线	河北唐山	河北唐山	丰南-宁和支线		
		西一线东段(中卫以东)	宁夏中卫	上海青浦	南京-芜湖支干线、常州-长兴支干线、龙池-扬子扬巴支线、淮武支线、定远-合肥复线、泰兴-芙蓉支线等		
		西二线东段(中卫以东)	宁夏中卫	广东广州	平泰支干线(河南段)、平泰支干线(山东段)、南昌-上海支干线、广州-南宁支干线(广西段)、广州-南宁支干线(广东段)、广州-深圳支干线(广东段)、中卫-靖边支干线等		
		西三线东段(中卫以东)	宁夏中卫	福建福州	中靖联络线、闽粤支干线(广东段)、德化联络线、长沙支线、长沙联络线、福州联络线		
		川气东送	四川达州	上海青浦	达化专线、川维支线、南京支线、江西支线、武石化支线、西一线联络线等		
		忠武线	重庆忠县	湖北武汉	荆襄支线、潜湘支线、武黄支线		
		江苏 LNG 外输管线	江苏扬州	江苏南通			
		中缅线(贵阳—贵港段)	贵州贵阳	广西贵港	都匀支线、河池支线、桂林支线、钦州支线、防城港支线		
		榆济线	陕西榆林	山东德州	榆麻支线		
		广西 LNG 外输管线	广西北海	广西柳州	柳东支线、粤西支线、桂林支线		
		安济线	河北衡水	山东德州			
		青宁线	山东青岛	江苏南京			
		西北价区	0.1262	中贵联络线	宁夏中卫	贵州贵阳	天水支线、陇西支线、陇南支线、中贵江津站至重燃支坪支线、中贵线与元坝-普光互联互通输气管道
				冀宁联络线	河北衡水	江苏扬州	临沂支线、济宁支线、德州支线、武城支线、刘庄储气库支线、邳州-徐州支线、邳州-连云港支线
鄂安沧线	河北石家庄			河北沧州	濮阳支干线、保定支干线、安平站-安济线联络线、南乐联络线、沧州站-天津 LNG 联络线		
长宁线	陕西榆林			宁夏银川			
天津 LNG 外输管线	天津南港工业区			河北唐山、山东滨州			
兰银线东段	宁夏中卫			宁夏银川			
新粤浙线	湖北潜江			广东韶关	新气管道与西二线韶关联通管道、广西支干线		
中开线	河南濮阳			河南开封	南寺线、濮范台管道		
中俄东线南段	河北廊坊			江苏泰州			
蒙西管道	天津滨海新区			河北保定	天津 LNG 联络线、廊坊分输支线		
苏皖管道	江苏盐城			安徽合肥	滨海-盱眙段、安徽天长-合肥段、阜宁电厂专线、中俄东线南段与江苏滨海 LNG 外输管道互联互通管道		
东北价区	0.1828	西一线西段(中卫以西)	新疆轮南	宁夏中卫			
		西二线西段(中卫以西)	新疆霍尔果斯	宁夏中卫	轮吐支干线、独石化支线、嘉峪关市供气支线、武威分输支线、酒泉供气支线、张掖市供气支线、金昌分输支线		
		西三线西段(中卫以西)	新疆霍尔果斯	宁夏中卫	伊霍线		
		涩宁兰管道	青海格尔木	甘肃兰州	两兰支线、兰定线、刘化支线、西宁支线、甘南支线、甘西南支线等		
		兰银线西段	甘肃兰州	甘肃白银	景泰支线、白银支线		
		鄯乌线	新疆吐鲁番	新疆乌鲁木齐			
		中俄东线(黑河—永清段)	黑龙江黑河	河北廊坊	长岭-长春支线、明哈支线、大庆-哈尔滨支线、中段互联互通管道、武清站联通工程		

	秦沈线	河北秦皇岛	辽宁沈阳	葫芦岛支线、盘锦支线、沈阳支线、锦西石化支线、锦州石化支线、营盘联络线	
	大沈线	辽宁大连	辽宁沈阳	沈抚支线、大连支线	
	哈沈线	辽宁沈阳	吉林长春	平山线支线	
	永唐秦管道	河北廊坊	河北秦皇岛		
西南价区	0.3411	中缅线(瑞丽—贵阳段)	云南德宏	贵州贵阳	丽江支线、玉溪支线、滇西天然气环网瑞丽至陇川段

资料来源：国家发展改革委，国投证券研究中心

3.2. 管输环节收入计量模式稳定性较高

参考安徽省天然气长输管网公司皖天然气披露的收入确认方法，其以输往各客户输气支线上的分输站计量装置(流量计)所显示的天然气输送数量根据天然气销售单价和管输单价确认销售收入，即天然气管输公司的收入主要由量价两方面因素决定，管输费及输气量的波动性均会对天然气运输公司的收入及利润产生影响。

2030年前我国天然气管道运输价格管理机制已确定。2021年6月9日，国家发展改革委发布《天然气管道运输价格管理办法(暂行)》和《天然气管道运输定价成本监审办法(暂行)》，相关办法自2022年1月1日起实施，有效期8年，在更新了天然气管道运输价格管理新机制的同时保障了相关天然气管输公司业绩的稳定性。

我国天然气管道运输价格已形成标杆定价模式。总的来说，我国天然气管输定价由国家监管，为规范价格管理工作，国家建立健全了价格管理体系和运行机制。上述两个暂行办法规定其适用于确定国家管网集团经营的跨省天然气管道运输价格，其他市场主体经营的跨省天然气管道按照国家管网集团价格执行，而在省级管网的监管上，根据《天然气管道运输价格管理办法(暂行)》第二十四条，省内的天然气管网定价“可以”参考新定价机制，但未做硬性要求，因此我们可以参考当前跨省天然气的定价模式对我国天然气管网公司的盈利稳定性进行讨论。

在暂行办法中，在与相关企业营收直接相关的管道运输价格方面，整体来说采取“**管道运价率=分配的准许收入÷总周转量**”的定价机制，其中：**总周转量**为价区内所有管道周转量之和，而**单条管道周转量=管道运输合同约定路径的距离×结算气量**，因此总周转量与价区内企业经营情况相关性较高，使得在讨论管道运价率波动的不确定性的时候需要更关注于准许收入波动性。

图6. 管道运价率公式推演

$$\begin{aligned} \text{管道运价率} &= \text{分配的准许收入} \div \text{总周转量} \\ &= \text{分配的准许收入} \div \sum (\text{单条管道运输合同约定路径的距离} \times \text{结算气量}) \end{aligned}$$

资料来源：国家发展改革委，国投证券研究中心

根据暂行办法，管道运输准许收入的计算方法为：**准许收入=准许成本+准许收益+税金**，其中：

(1) **准许成本包括折旧及摊销费、运行维护费等**，由国务院价格主管部门通过成本监审核定，总体来看相关组成部分均与管道经营运行情况紧密相关，发生预期外波动可能性较低，为相关天然气管输公司成本的稳定性提供较强保障。

表5：管道运输准许成本构成及描述

构成		描述
折旧及摊销费		对管道运输业务相关的固定资产和无形资产按照规定的方法和年限计提的费用
运行维护费	输气成本	材料费 维持管道正常运行所耗用的原材料、辅助材料以及其他直接材料的费用
		燃料动力费 维持管道正常运行所耗用的水、电、油、气、煤等费用
		修理费 维持管道正常运行所进行的修理和维护活动发生的费用
		职工薪酬 给予职工各种形式的报酬以及其他相关费用
		输气损耗费 在管道运输过程中因天然气损耗折算的费用
		其他相关费用 除以上成本因素外管道运输企业提供正常管道运输服务发生的其他有关费用，包括研发费用、安全生产费用、管道弃置或封存费用、承担国家应急保供任务而发生的储气服务费用、青苗补偿费、水土保持补偿费等
	管理费用	管道运输企业管理部门为组织和管理管道运输服务所发生的各项费用
	销售费用	管道运输企业在销售或提供服务过程中发生的各项费用
	纳入定价成本的相关税金	包括车船使用税、房产税、土地使用税和印花税

资料来源：国家发展改革委，国投证券研究中心

(2) **准许收益**=有效资产×准许收益率，其中有效资产包括固定资产净值（铺底天然气为原值）、无形资产净值和营运资本，准许收益率按 8% 确定，后续统筹考虑国家战略要求、行业发展需要、用户承受能力等因素动态调整，当前相关因素均具有较强稳定性。

(3) **税金**则依据现行国家相关税法规定核定，包括企业所得税、城市维护建设税、教育费附加。

总体来说，我们认为在监管周期内，能够对管道运价率产生影响的因素均具有较强稳定性，从而为天然气管道运输公司的业绩稳定性提供较强保障。此外特别值得注意的是，根据《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》，国务院价格主管部门测算的准许收入和运价率较上一监管周期变动幅度较大时，可以在不同监管周期**平滑处理**，进一步增强管输公司收入及利润的稳定性。

图7. 管道运价率计算公式

$$\begin{aligned}
 \text{管道运价率} &= \frac{\text{分配的准许收入}}{\text{总周转量}} \\
 &= \frac{\text{分配的准许收入}}{\sum (\text{单条管道运输合同约定路径的距离} \times \text{结算气量})} \\
 &= \frac{(\text{准许成本} + \text{准许收益} + \text{税金})}{\sum (\text{单条管道运输合同约定路径的距离} \times \text{结算气量})} \\
 &= \frac{(\text{准许成本} + \text{有效资产} \times \text{准许收益率} 8\% + \text{税金})}{\sum (\text{单条管道运输合同约定路径的距离} \times \text{结算气量})}
 \end{aligned}$$

资料来源：国家发展改革委，国投证券研究中心

4. 投资建议

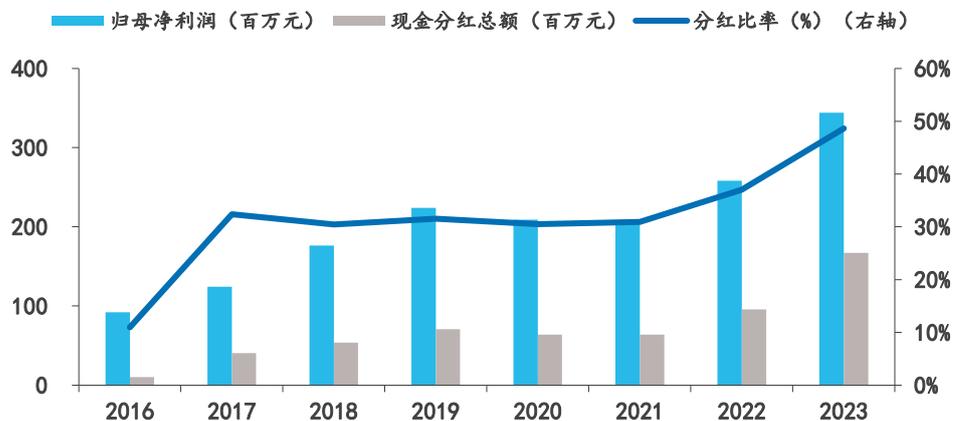
天然气长输管网“管输费×输气量”的稳健经营模式，在整个公用事业板块中属于稳定性居前的细分子领域，天然气消费量的持续增长为此类公司注入长期的确定性增长动力，建议关注板块中具备“低波红利”红利属性的兼具成长和股息的天燃气长输管网标的【皖天然气】【陕天然气】【蓝天燃气】。

4.1. 皖天然气

皖天然气是安徽省天然气省级管网公司。公司主要从事安徽省内天然气长输管线的投资、建设和运营、CNG/LNG、城市燃气、设施安装以及综合能源等业务，在安徽省天然气市场具有区域先入优势。根据公司公告，截至 2024 年 3 月底，公司已建成 25 条省内长输管线，总长 1724 公里，占全省长输管道总里程约 70%，输气能力 212.3 亿立方米/年，已基本构建起纵贯南北、连接东西、沟通西气和川气的全省天然气管网体系，通过自有长输管线向省内合肥、安庆、铜陵、池州、宣城、蚌埠、淮南、芜湖、滁州、马鞍山、黄山等 16 个地市供应天然气。在全省气源调度方面发挥主导作用，2024Q1 实现营收 15.68 亿元，同比-13.02%，实现归母净利润 1.07 亿元，同比+1.63%。

近年来公司维持较大分红力度，持续积极回报股东。除 2020-2021 年因经营需要公司适当降低分红，2021 年以来公司分红金额表现出增长趋势。根据公司公告，2023 年公司派发现金红利总额达 1.67 亿元，分红比率也由 2022 年的 37.0% 增至 48.6%，未来随着公司持续稳定经营，公司有望维持较高分红力度。

图8. 皖天然气近年净利润及分红



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

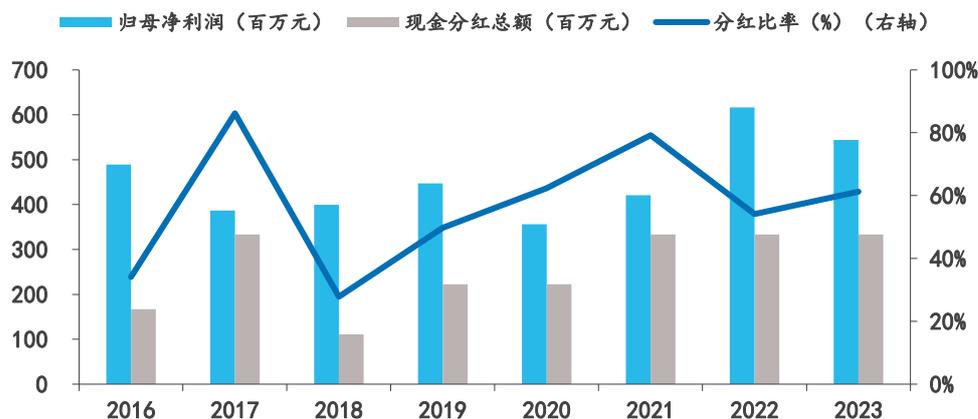
4.2. 陕天然气

陕天然气是陕西省天然气省级管网公司。公司以天然气长输管网建设运营为核心，集下游分销业务于一体，主要负责陕西全省天然气长输管网的规划、建设、运营和管理。根据公司公告，2024Q1 公司实现营收 33.14 亿元，同比+22.49%，实现归母净利润 4.89 亿元，同比+16.57%。经过多年发展公司已实现全省绝大部分地区双管道供给、关中区域环网运行，形成了全省“一张网”的绿色资源输配网络，根据公司公告，截至 2023 年末公司已建成投运靖西一、二、三线，关中环线、西安-商洛、咸阳-宝鸡、宝鸡-汉中、汉中-安康等天然气长输管道，总里程达 4055 公里，具备 170 亿立方米年输气能力，覆盖全陕西省 11 个市（区）的天然气管网，占全省自建长输管道总里程约 85% 以上，形成了纵贯陕西南北，延伸关中东西两翼的输气干线网络。此外，2023 年公司开展了留坝至凤县输气管道、铜川-白水-潼关、延长志丹 LNG 输气管道等输气管支线建设，不断完善全省管网设施布局，还在陕北、关中、陕南建设了 8 座 CNG 加气母站，为长输管道未通达地区用户提供了稳定的用气保障。

背靠陕西丰厚资源，公司气源优势明显。公司所在地陕西是全国天然气富产地之一，公司按照“本省资源为主、过境资源为辅”原则，以中石油长庆油田、延长集团气田为主供气源，以国家管网西气东输系统、陕京线系统和 中贵联络线等过境管道下载气源为补充，在气源获得方面具有得天独厚的地理位置优势。随着公司管网与周湾净化厂、西气东输三线等国家过境管道以及中石油、中石化等省内新增资源点等互联互通程度加快推进，公司多点多气源供给格局逐步显现。

近年来陕天然气分红金额较为稳定，2021 年分红方案自 2020 年每 10 股派发 0.2 元变为每 10 股派发 0.3 元后，方案一直延续至 2023 年，在基准股本不变的背景下使得公司分红总额维持在 3.34 亿元，为公司股东带来稳定收益。

图9. 陕天然气近年净利润及分红



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

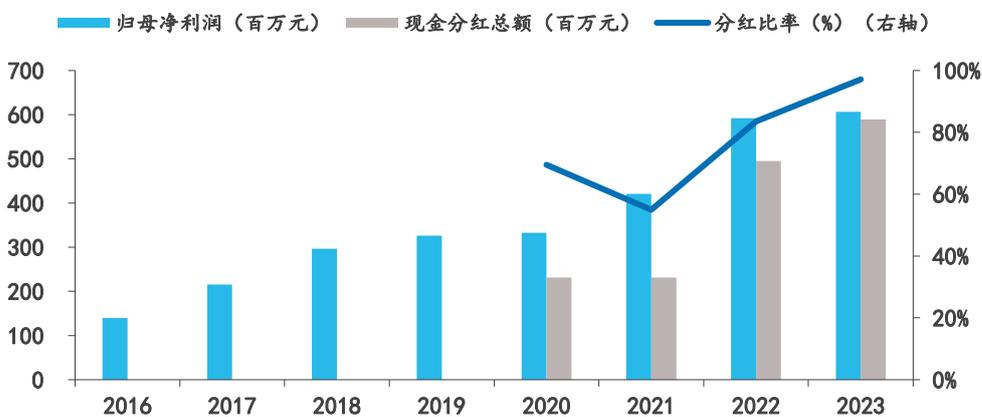
4.3. 蓝天燃气

蓝天燃气为河南省天然气支干线管网覆盖范围较广、输气规模较大的综合性燃气企业。公司拥有河南省内稀缺的天然气长输管网资产，当前已取得驻马店中心规划区、正阳县、上蔡县、新蔡县、确山县、泌阳县、平舆县、遂平县、汝南县、西平县、新郑市城区、薛店镇、封丘县、延津县、原阳县、长垣县、长葛市、尉氏县等特定区域的燃气特许经营权，实现向郑州市、新郑市、许昌市、漯河市、驻马店市、平顶山市、信阳市、新乡市等地供应天然气。公司拥有驻东支线（驻马店市至周边区县）、新长输气管道（卫辉首站至长垣、原阳、封丘、延津）两条地方输配支线和豫南支线、南驻支线、博薛支线等多条高压天然气长输管道。

近年来公司积极从中游向下游城市燃气业务延伸，逐步形成“长输管网+城燃”中下游一体化布局，当前主营业务包括管道天然气销售、城燃、燃气安装工程等板块，根据公司公告，2024Q1 实现营收 15.82 亿元，同比+8.46%，实现归母净利润 2.03 亿元，同比+1.94%，盈利能力持续提升。公司长输管道优势突出，长输管道覆盖区域已自豫南地区扩展至豫北、豫中地区，实现与西气东输一线、西气东输二线和山西煤层气等多个气源互补互济，以及河南省南北区域天然气管道的互连互通。

公司始终致力于为所有股东创造价值，具有高分红传统，2020-2022 年，公司现金分红比例分别为 69.51%、54.97%、83.55%，此外 2023 年，公司派发现金红利总额 5.89 亿元，分红比例达 97.13%。2023 年 11 月，公司发布未来三年股东分红回报规划，明确 2023-2025 年每年现金分红比例不低于净利润的 70%，为未来股东收益提供保障。

图10. 蓝天燃气近年净利润及分红



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

5. 风险提示

管输费波动超预期：管输费波动存在超预期风险，可能对公司毛利率产生较大影响。

行业发展预测不及预期：报告中含有对于天然气行业发展的预判，存在不及预期可能。

行业政策落地不及预期：未来宏观政策及相关行业政策存在超预期可能，从而影响报告精确度。

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034