资源与环境研究中心

公用事业与环保产业行业研究　买入（维持评级）

行业点评

娜敏
联系人

李蓉
联系人

郭荆璞
分析师 SAC 执业编号：S1130519100005

首家管道资产剥离落地，国家管网组建再提速

事件

- 7 月 21 日，中石化旗下子公司中石化冠德（00934.HK）全资附属公司经贸冠德公司与国家管网公司订立股份购买协议，国家管网公司同意收购经贸冠德所属的中石化榆济管道有限责任公司 100%股权，对价为人民币 32.2 亿元。

评论

- **国家管网公司组建再提速，“三大油”管网资产剥离进入实施阶段。**本次纳入的中石化榆济管道有限责任公司为国家管网公司获得的首批管网资产，其核心资产为榆林—济南天然气管道，主要为中石化大牛地气田输气，跨越陕西、山西、河南、山东四省，初始设计管输能力 30 亿立方米/年，目前达到 40 亿方/年，预计安阳站完成二次增压后达到 50 亿方/年。榆济管道公司在国家发改委成本监审政策下盈利呈现下滑，2019 年营业收入 7.38 亿元，净利润 1.73 亿元，分别同比下滑 10.9%/26.8%。因此本次收购一方面促进国家管网公司组建、更有效地利用榆林—济南管道管输能力，另一方面也有利于中石化冠德公司聚焦主业。
- **市场化价格或成此后交易常态，股权结构复杂增加剩余管道收购难度。**截至 2019 年底，榆济管道公司总资产、净资产分别约为 40.43 亿元及 22.54 亿元，交易评估值 32.20 亿元，增值 9.66 亿元，溢价率 42.84%。收购价格采用 1.4 倍 PB/19 倍 PE 的市场价成交，且现金支付，我们认为之后的管网资产剥离也大概率会延续有利于“三大油”的市场价交易，国家管网公司面临一定资金压力。根据此前界面新闻网报道，首批纳入国家管网公司资产的共 21 家公司，除榆济管道外，还包括中海油天津、中海油粤东、中石化北海三家 LNG 接收站，中石化中原储气库，中石油旗下 8 家、中海油旗下 2 家、中石化旗下剩余 6 家管道公司。榆济管道公司为中石化独资控股，达成交易相对较容易，而其余多数公司股权结构复杂，交易谈判难度更大，例如中石油管道有限责任公司股东涵盖能源产业基金、社保基金、险资、宝钢、雅戈尔集团等。
- **首家纳入释放积极信号，国家管网公司将主导产业链迎来重塑。**根据公告，榆林管道公司交易于 9 月 30 日完成，符合此前“三大油”资产划转时间约定，我们认为未来“三大油”将在短时间内公布管网分拆详情。国家管网公司组建全面加速，有望形成上游多渠道主体、中游统一的国家管网集输、下游多家城市燃气企业的“N+1+N”油气市场体系：**①上游：**吸引更多社会主体参与上游开发，促进合理竞争，鼓励油气企业将资本更加集中于上游开发，同时进入下游市场。**②中游：**推动油气管道加速建设，增加互联互通、中游效率将明显提升；减少中间环节、有利于降低管输费用；通过统一的管网标准、准入体制以及结算方式，协调、规范各省级管网公司。**③下游城燃：**拥有国内外气源优势的企业可以申请管网输送，有利于扩大消费，也可以参股管网公司、进入上游勘探市场。同时三大油进入下游后竞争加剧，行业马太效应预计增强，而市场主体增多，对城燃企业现货和长协采购模式搭配能力、资源获取和组合能力要求提高，对需求的预判要更加精准。

投资建议

- 国家管网公司加速组建，油气管材供应商和具备用户优势的城燃将持续获益：**1）金洲管道**，公司直接受益油气管道加速建设带来的管材需求提升，钢塑复合管、螺旋焊管、直缝埋弧焊管等产品有望延续增长；**2）深圳燃气，**腹地需求增量空间广阔，低价海气保障深圳地区及电厂用气，中游管网疏通有利于公司异地扩张；**3）新奥能源，**全国性城燃龙头，气源优势与终端客户资源均同业顶尖，外延并购项目加速，公司自有舟山 LNG 接收站，同时浙江省网将纳入国家省网，统一干线接入增加低价气源辐射范围，增强异地扩张竞争力。

风险提示

- 管道资产划拨进度慢于预期，天然气市场改革不及预期，工商业用气复苏不及预期，终端气价超预期下调等。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH