



中信证券研究部



李想
首席公用分析师
S1010515080002



武云泽
公用分析师
S1010519100003

核心观点

中俄东线中段投运，正式通入京津冀，从而进入全国的气源串换体系，利好全国燃气供给增长。中俄东线当前进口成本较东部门站价有巨大套利空间，有望促使油气央企向城燃公司让利，驱动城燃公司量价向好。城燃板块需求、气价、商业模式全面边际改善，维持推荐深圳燃气、中国燃气（H）、华润燃气（H）。

■ 事项：中俄东线中段投运。据新华社报道，12月3日，中俄东线中段（吉林长岭-河北永清）正式投产运营。中俄东线中段与已建的东北管网、华北管网、陕京管道系统及大连LNG、唐山LNG、辽河储气库等互联互通，预计将有效增强京津冀地区天然气供应能力和调峰应急保障能力，提升供气能力0.27亿方/日。

■ 俄气正式进入全国串换体系，进口加速利好全国供给。2019年12月至2020年10月，中俄东线累计进口31.45亿方，并规划于2023年南段投产（通至上海）后爬坡至380亿方/年，届时料供给将占全国年用气量的10%。在中段投运前，俄气局限于在东北分销，与核心用气市场缺乏足够的连通度，因此进口量受到一定制约。随着中段投运，俄气与前述华北大量主干中游设施互联互通，而这些设施又进一步与华北以外区域的中游设施互联互通，俄气因此正式进入了全国的串换体系，并可通过加速自身进口促进全国的供给充裕。

■ 俄气进口成本异常低廉，为城燃价差走阔留下空间。我们估计中俄东线执行典型的长约气价机制，与滞后约6个月的国际油价移动平均值挂钩。1Q2020油价暴跌前，俄气进口成本约1.35元/方；8~10月，俄气进口成本下降至约0.95元/方，相比东部省份1.9~2.0元/方的基准门站价有1元/方的套利空间。对于油气央企而言，这意味着俄气进口的放量可以带来其利润扩张，从而带来对下游城燃更多的降价促销空间。下游城燃可顺势刺激终端销量，并兼顾价差向好。

■ 城燃行业迎来全面边际改善，重视板块投资机会。我们认为进入4Q2020以来，城燃板块迎来了全面的边际改善。需求方面，龙头公司月度销气量增速逐步爬坡至15%水平，且1Q2021有望升至20%以上；煤价上涨深入红色区间，进一步利好煤改气经济性与用气需求。价差方面，行业低成本供给愈加充分，冬季油气央企非居民上游气价同比下调约0.06元/方，且龙头公司对接收站窗口期的获取能力超预期强劲。商业模式方面，龙头公司轻资产的增值服务贡献亦有明显提速。

■ 风险因素：天然气需求不及预期，进口气价大幅提升，中游公平开放不及预期。

■ 投资策略。持续看好城燃行业需求景气、价差向好、商业模式优化。推荐深圳燃气、中国燃气（H）、华润燃气（H）等龙头城燃。

公用环保行业

评级 **强于大市（维持）**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
华能国际	5.00	0.06	0.61	0.74	83	8	7	买入
长江电力	20.24	0.98	1.09	1.03	21	19	20	买入
深圳燃气	7.83	0.37	0.47	0.54	21	17	15	买入
中国燃气	29.00	1.76	2.10	2.45	16	14	12	买入
华润燃气	37.95	2.32	2.19	2.37	16	17	16	买入

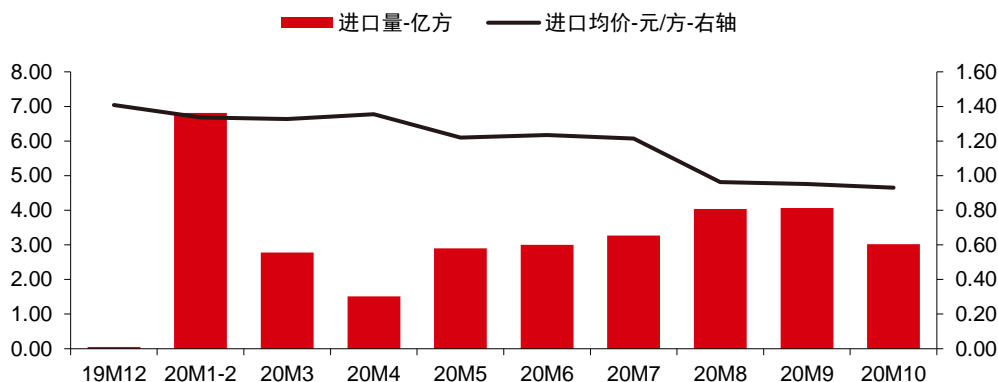
资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为2020年12月3日收盘价，华润燃气与中国燃气货币为港元，中国燃气2019~2021年数据对应2019/20、2020/21、2021/22财年

附录

2019年12月至2020年10月，中俄东线累计进口31.45亿方，并规划于2023年南段投产（通至上海）后爬坡至380亿方/年，届时料供给量将占全国年用气量的10%。我们估计中俄东线执行典型的长约气价机制，与滞后约6个月的国际油价移动平均值挂钩。1Q2020油价暴跌前，俄气进口成本约1.35元/方；8~10月，俄气进口成本下降至约0.95元/方，相比东部省份1.9~2.0元/方的基准门站价有1元/方的套利空间。

2020年10月，中俄东线单月进口量3.0亿方，环比9月下滑26%；10月中俄东线进口均价0.93元/方，环比9月下滑0.02元/方。

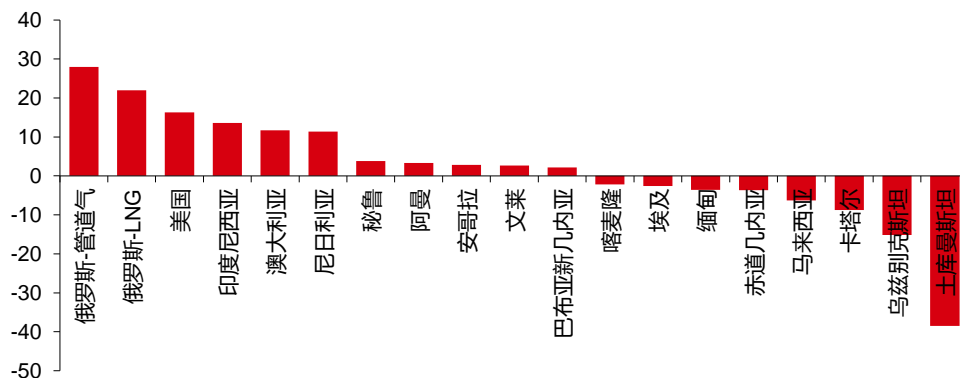
图1：中俄东线单月进口量与进口均价



资料来源：海关总署，中信证券研究部

2020年前10月，中俄东线是全国同比增量最大的进口气源，同比增长28亿方。其他进口增量较大的气源包括俄罗斯LNG、美国LNG、印尼LNG等。相应地，土库曼斯坦和乌兹别克斯坦的进口管道气同比下滑量居前。

图2：2020年前10月各来源国累计进口气量同比变化情况（亿方）



资料来源：海关总署，中信证券研究部，剔除累计同比变化绝对值在2亿方以内的来源国

■ 相关研究

- 公用环保行业燃气跟踪研究之十三：10月进口气价走平，液来液走价差创10个月新高
(2020-11-24)
- 公用环保行业燃气跟踪研究之十一--进口气价再创新低，城燃冬季价差料同比扩张
(2020-10-26)
- 公用环保行业重大事项点评--新增合理利用小时限制，生物质受冲击差异化(2020-10-22)
- 公用环保行业燃气冬季展望深度报告--保供无忧、量价有弹性，期待公平开放提速
(2020-10-20)
- 公用环保行业燃气跟踪研究之十一：量创新高，价创新低，长约价格红利兑现
(2020-09-24)
- 公用环保行业重大事项点评--焚烧发电市场化启动，行业差异化时代来临 (2020-09-17)
- 公用环保行业燃气跟踪研究之十：7月进口气价结构性反弹，现货优势依然显著
(2020-08-26)
- 公用环保行业重大事项点评--县域级焚烧市场加速，固废精细化处理成趋势(2020-08-10)
- 公用环保行业燃气跟踪研究之九--6月进口LNG气价再大降，接收站开足马力
(2020-07-24)
- 公用环保行业燃气跟踪研究之八--浙江再度大幅下调门站价，城燃有望量增价稳
(2020-07-20)
- 公用环保行业半年报前瞻--火电中报高增有望，环卫模式价值正被挖掘 (2020-07-08)
- 公用环保行业燃气跟踪研究之七--多地3Q20终端气价出台，城燃价差有稳有增
(2020-07-02)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。