

河南省天然气龙头，高分红 凸显防御价值

蓝天燃气 (605368.SH)

核心观点

公司作为河南省内分输气量居前的燃气龙头，盈利能力较为稳定，业绩提升潜力大，高比例分红叠加低估值水平彰显配置价值。从区位优势来看，随着“十四五”天然气相关政策与规划的推行，河南省庞大的人口基数为公司营收规模扩展提供了深厚空间。同时，公司上游气源稳定，每年锁定足量合同气叠加多元化气源渠道建设保障公司天然气供应稳定性；积极进行工程自建与对外并购，持续扩展业务覆盖范围，业绩增长确定性增强。公司高比例分红与低估值水平造就高股息率回报，有望提供稳定收益。

标题

长输管网+城燃两翼齐飞，公司业绩表现亮眼

公司的主营业务为天然气管输和城市燃气业务，公司现拥有四条高压天然气长输管道和两条地方输配支线，稳定安全的天然气管道网络为公司双主业稳健增长奠定良好基础。公司实控人李新华直接持有公司 6.75% 的股份，间接持有公司 32.46% 的股权；河南蓝天集团为公司控股股东，持股比例达 49.19%。公司营收状况良好，主营业务毛利稳步提升，各项费用逐年优化，盈利能力显著增厚。2022 年，公司实现营业收入 47.54 亿元，同比增长 21.86%；实现归母净利润 5.92 亿元，同比增长 40.72%。

管道建设逐步推进，省内终端需求增长可期

我国天然气管道建设稳步推进，全国管道里程数快速增长，“全国一张网”逐渐织厚织密，管输能力持续提升。在此背景下，河南省内部支线管道的建设运营不断加速，为公司带来良好发展机会。下游城燃方面，2023 年气价下行有望刺激下游消费需求。此外，河南省发改委提出了至 2035 年省内燃气人口及消费量达到 7000 万人、300 亿方的政策指引，河南省燃气市场有望持续增长。

河南省天然气龙头企业，管输城燃双主业发展

公司作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，运营多个管道项目，分输气量始终占据河南首位。公司管道天然气销售业务主要气源采自中石油，通过长期采购合同购买，气源保障充分。公司管道天然气下游客户主要为城市燃气公司，顺价能力较强，售气毛差较为稳定。伴随着国内经济环境的改善与天然气价格回落所带来的天然气消费需求回

首次评级

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440519060004

发布日期：2023 年 06 月 01 日

当前股价：9.37 元

目标价格 6 个月：13.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-32.25/-28.68	-27.76/-26.12	-27.81/-29.57
12 月最高/最低价 (元)			14.20/8.92
总股本 (万股)			69,279.89
流通 A 股 (万股)			24,825.08
总市值 (亿元)			64.92
流通市值 (亿元)			23.26
近 3 月日均成交量 (万)			424.39
主要股东			
河南蓝天集团股份有限公司			49.19%

股价表现



相关研究报告

升，公司管输及城燃业务有望加速发展。公司经营稳定，资本开支有序，有望保持高分红政策。我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 50.61 亿元、53.94 亿元、57.53 亿元，归母净利润分别为 6.79 亿元、7.42 亿元、8.09 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

城燃业务价格变动风险；新募投资项目收益率不及预期的风险；气源价格波动风险

目录

天然气中下游行业骨干，低估值高分红回报可期.....	1
河南省区域性长输管网龙头，积极开拓下游城燃板块.....	1
长输管网+城燃两翼齐飞，公司业绩表现亮眼.....	1
管道建设逐步推进，省内终端需求增长可期.....	4
供需矛盾逐渐弱化，上游气价温和可控.....	4
燃气中游管道建设深入推进，管输价格较为刚性.....	5
下游城燃板块顺价机制压缩毛利，燃气需求预期向好.....	7
河南省天然气龙头企业，管输城燃双主业发展.....	11
管道天然气：多管输线路助力气源成本控制，天然气价格实现盈利增长.....	11
城燃业务：特许经营权保障营收稳健，并购募投拓展增长空间.....	15
估值低于可比公司，股息率维持较高水平.....	17
盈利预测.....	19
风险分析.....	20

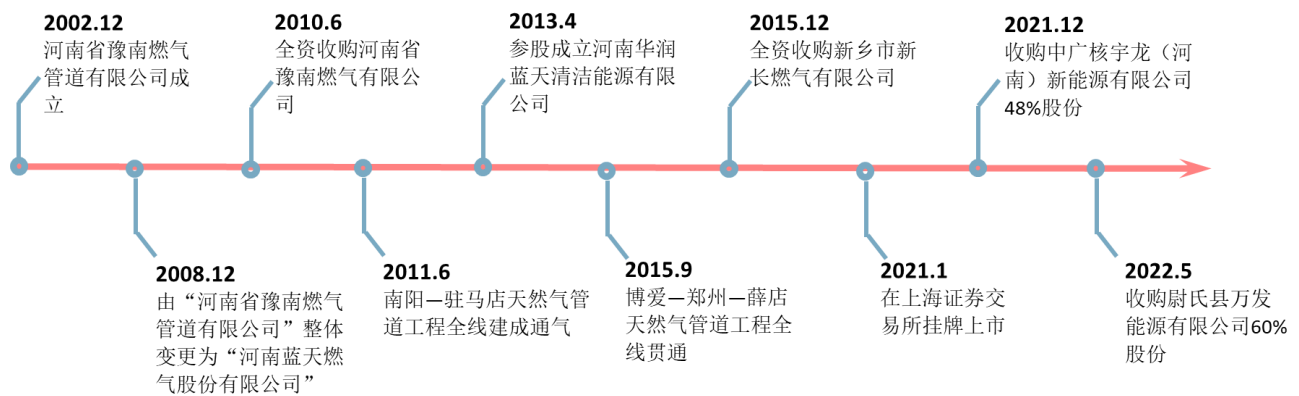
天然气中下游行业骨干，低估值高分红回报可期

河南省区域性长输管网龙头，积极开拓下游城燃板块

蓝天燃气是一家从事天然气销售和城市燃气安装服务的综合性燃气公司。公司前身为河南省豫南燃气管道有限公司，2008 年整体变更为河南蓝天燃气股份有限公司。2010 年，公司全资收购了豫南燃气，由此进入城市燃气业务领域。2021 年 1 月，公司于上海证券交易所挂牌上市。公司目前拥有豫南支线、南驻支线、博薛支线等多条高压天然气长输管道和地方输配支线，稳定向河南省多地市供应天然气。2022 年，公司先后进行麟觉能源、万发能源、长葛蓝天 3 家城燃公司的股权收购。

2022 年公司长输管线输送能力为 25.7 亿立方米，天然气总销量为 17.1 亿立方米，长输管线的销量与输送能力之比为 66.54%。随着公司管网覆盖范围的不断拓展，公司燃气经营区域及规模将进一步扩大，销量与输送能力之比将呈上升趋势。目前，公司拥有豫南支线、南驻支线、博薛支线、许禹支线四条高压天然气长输管道，全长 477.02 公里；拥有驻东支线、新长输气管道两条地方输配支线，全长约 302.63 公里。公司多向流通的天然气支干线管道网络，增强了公司供气稳定性和安全性，同时提高了多种气源的互补互济能力。此外，公司还取得了驻马店中心规划区等河南省多地的燃气特许经营权，所在地城市管网长度总计约 3980.77 公里，城燃业务成长空间广阔。

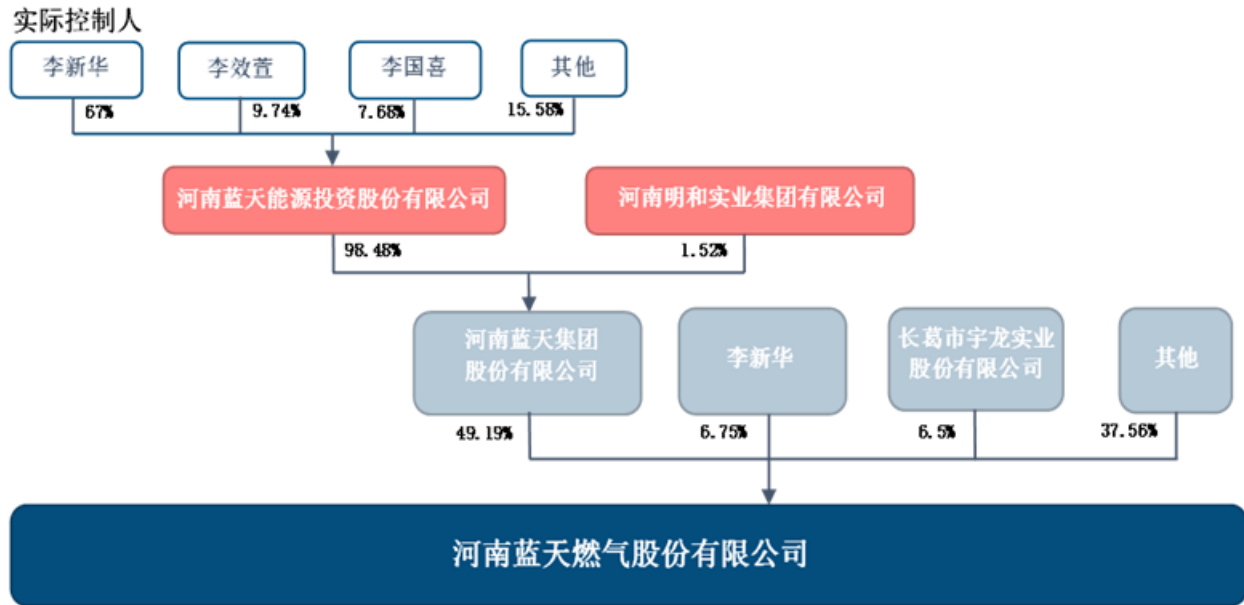
图 1：蓝天燃气历史沿革



资料来源：公司公告，中信建投

蓝天集团为公司控股股东，持有本公司 49.19% 股权。公司实控人李新华直接持有公司 6.75% 的股份，通过蓝天集团间接持有公司 32.46% 的股权。公司管理层持股比例较高，公司董事长李国喜（公司实控人李新华之兄弟）直接加间接合计持有公司 4.89% 的股份；总经理兼董事陈启勇直接加间接持有公司 1.26% 的股权。

图 2：蓝天燃气股权结构图

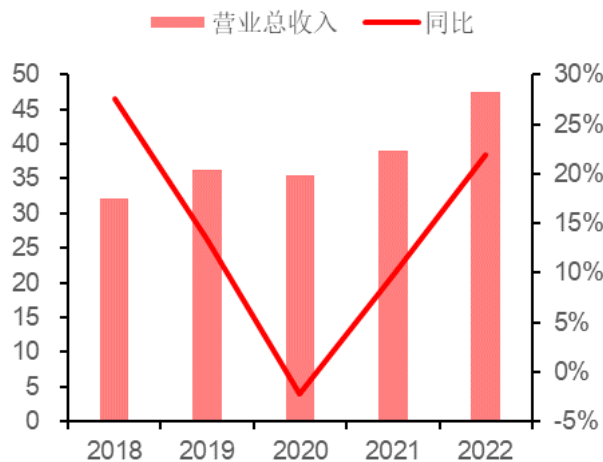


资料来源：公司公告，中信建投

长输管网+城燃两翼齐飞，公司业绩表现亮眼

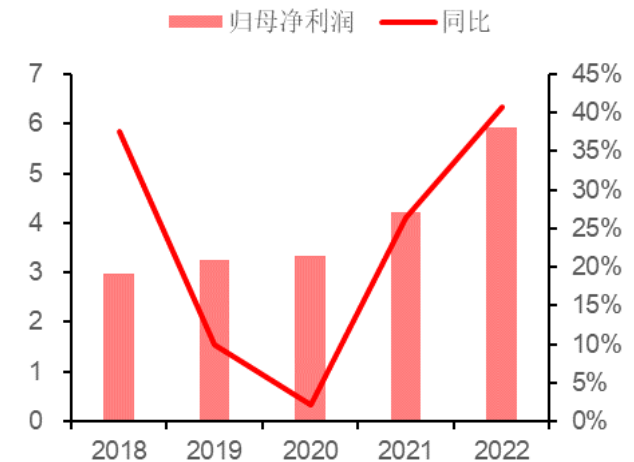
公司今年营收及利润保持稳健增长态势，2022 年，公司实现营业收入 47.54 亿元，同比增长 21.86%；实现归母净利润 5.92 亿元，同比增长 40.72%，较 2021 年增速提升了 14.27%。公司 2022 年的业绩增长主要受益于公司收购城燃公司，实现城市天然气销量提升；公司多渠道气源凸显优势，在气价上升的背景下有效控制气源采购成本，增厚天然气销售盈利能力；公司工程项目逐步投产，效益加速释放。

图 3：营业收入及同比（亿元）



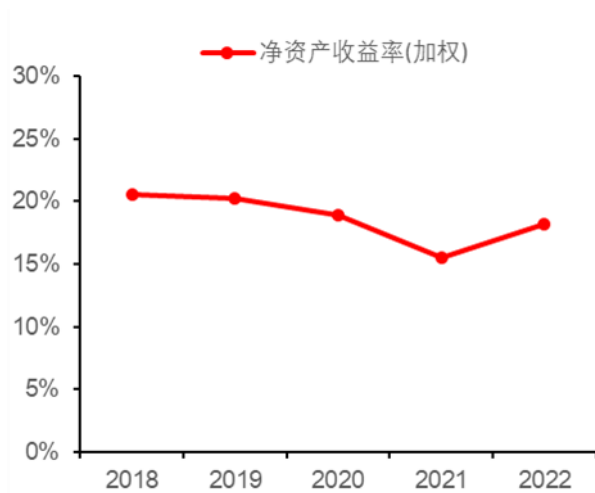
资料来源：公司公告，中信建投

图 4：归母净利润及同比（亿元）

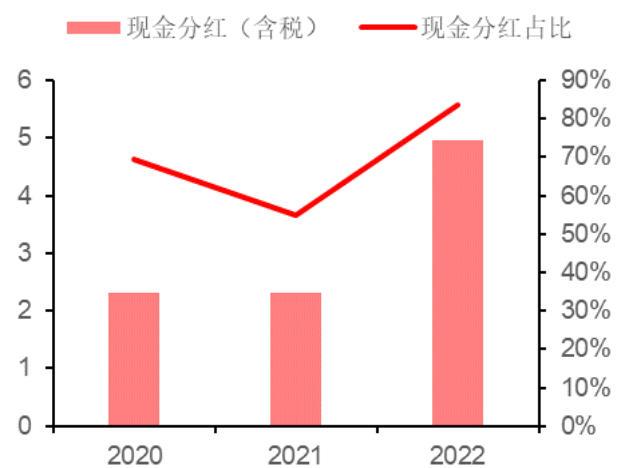


资料来源：公司公告，中信建投

2022 年公司加权 ROE 为 18.24%，较去年上升 2.77 个百分点，位于行业前列。公司有高股利分红传统，2022 年公司现金分红 4.95 亿元，同比大幅增加 113.90%，分红比例高达 83.55%，均创上市以来新高；以 2023 年 4 月 18 日股价为基准，股息率达到 7.27%。公司最近三年以现金方式累计分配利润共计 9.58 亿元，占近三年累计归母净利润 13.46 亿元的比例为 71.14%。

图 5：公司加权 ROE (%)


资料来源：公司公告，中信建投

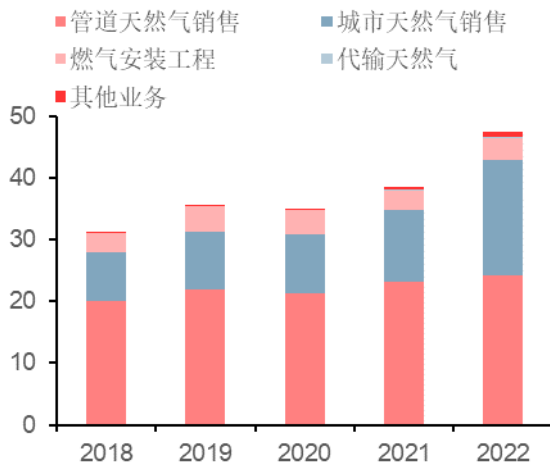
图 6：近三年公司分红情况 (亿元；%)


资料来源：公司公告，中信建投

目前，公司的主营业务为天然气行业中下游的管道天然气业务和城市燃气业务，营业收入主要由管道天然气销售、城市天然气销售及燃气安装工程收入构成。公司整体营收结构呈现以天然气销售为主，燃气安装作为补充的特征。2022 年，公司管道天然气、城市天然气及燃气安装工程板块分别实现营收 24.21 亿元、18.67 亿元和 3.50 亿元，占总营收 50.93%、39.27% 及 7.36%。其中管道天然气板块营收同比增加 4.81%，系气价上涨所致；城市燃气板块营收同比增加 59.08%，主要得益于公司合并长葛蓝天、万发能源两家城燃公司后，业务经营区域扩大实现天然气销量增加。

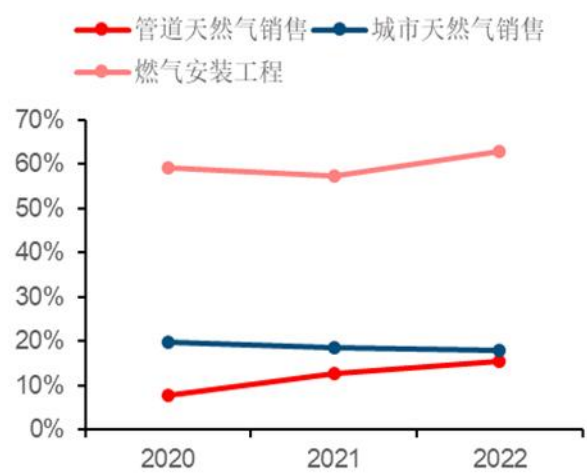
近三年，公司各项主营业务毛利率水平稳中有进。管道天然气销售业务板块毛利率持续增长，单位销售价差逐年上升，2022 年毛利率为 15.51%，较去年同期提升 3.01 个百分点，主要系全球天然气价格上涨及公司多渠道气源供应降低采购成本所致。城市天然气销售业务板块毛利率逐年降低，2022 年毛利率为 17.86%，较去年同期下降 0.77 个百分点，主要系天然气采购端的价格上涨仍未传导至销售端所致。燃气安装工程业务板块 2022 年毛利率为 62.8%，较去年同期提升 5.42 个百分点。

图 7：2022 年各业务营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

图 8：公司主营业务分行业毛利率情况（单位：%）

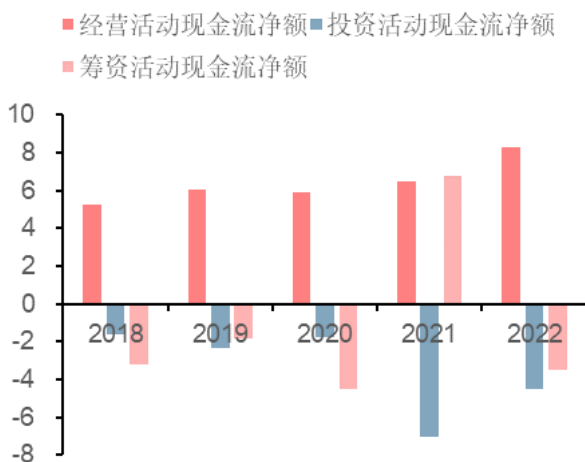


资料来源：公司公告，中信建投

公司现金流情况健康稳健。2022 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 5.92 亿元，同比增长 28.09%，可见公司经营业绩具有良好的现金流支撑。公司 2021 年与 2022 年投资活动产生的现金流量规模较大，分别为 -7.08 亿元和 -4.49 亿元，主要系对于长输管线和城市管网建设的投资以及收购城市燃气公司股权所致。燃气管网为公司的核心固定资产，公司对此积极投资布局为未来主营业务的发展奠定了坚实基础。2023 年公司拟发行可转换债券 8.70 亿元，预计未来公司筹资活动现金流将有明显提升。

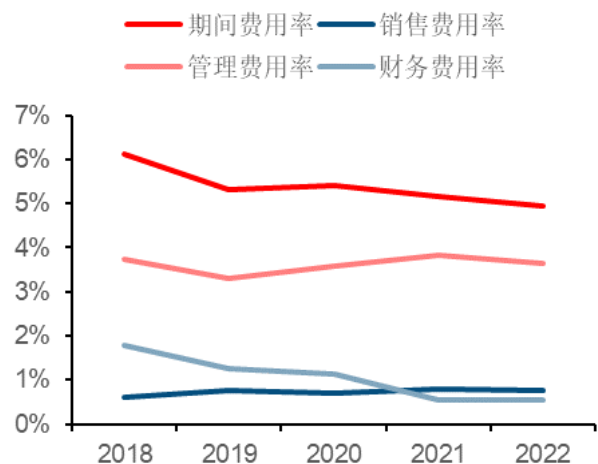
公司三项费用率优化明显，内部管控成效显著。近五年在公司经营规模扩大的情况下，期间费用率整体呈现下降趋势。2022 年，公司管理费率为 3.65%，较去年同期减少 0.18 个百分点；销售费率为 0.76%，较去年同期减少 0.02 个百分点；财务费率为 0.53%，较去年同期减少 0.01 个百分点。由于公司依托从国内外引进的先进成熟技术从事天然气管道输送及分销业务，所使用的管道、调压等运营设备均为行业内先进成熟的设备，因此目前公司不存在研发费用支出。

图 7：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

图 8：销售、管理、财务费用率（%）



资料来源：公司公告，中信建投

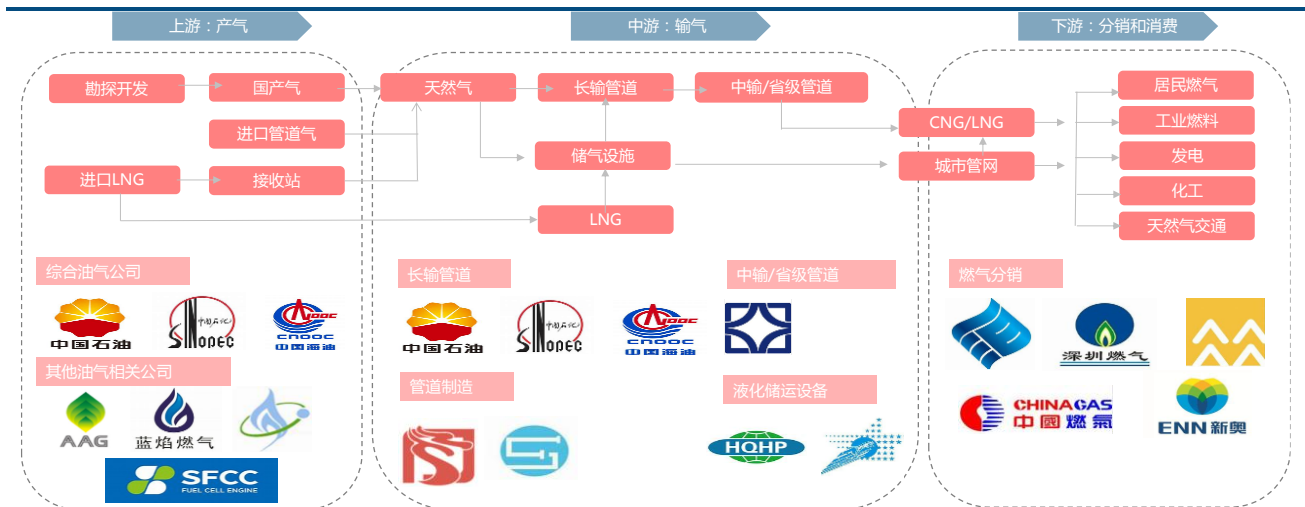
管道建设逐步推进，省内终端需求增长可期

供需矛盾逐渐弱化，上游气价温和可控

国内燃气产业链上游为天然气气源环节，包括国产燃气、进口管道气及进口 LNG 等；中游为天然气的储存和运输，多由管道制造商、液化及储运设备制造商等负责；下游则为天然气分销，目前已形成国有气企、外贸（港资）气企与民营气企共同竞争的格局。

燃气上游壁垒严重，市场高度垄断。目前，燃气上游主要参与者为“三桶油”——中石油、中石化和中海油，及一些非常规气体生产公司。对于蓝天燃气等布局长输管道、城燃业务等中下游产业的燃气企业来说，来自“三桶油”的气源组成了公司燃气存货的重要部分。我国管道气交易模式分为合同内基础量交易以及竞价拍卖的合同外交易。《中国国内天然气价格承受力研究》显示，上游合同内的交易量为一般在 70%左右，剩余部分为合同外交易量，而这部分剩余气通常需要以高价竞价获得。以华北为例，2022 年华北陆地及进口管道气的合同基础价约为 2-3 元/立方米，而 2022 年 3 月后合同外交易均价则飙升至 6 元/立方米。合同外价格变化幅度大，对中下游企业产品定价产生重要影响。

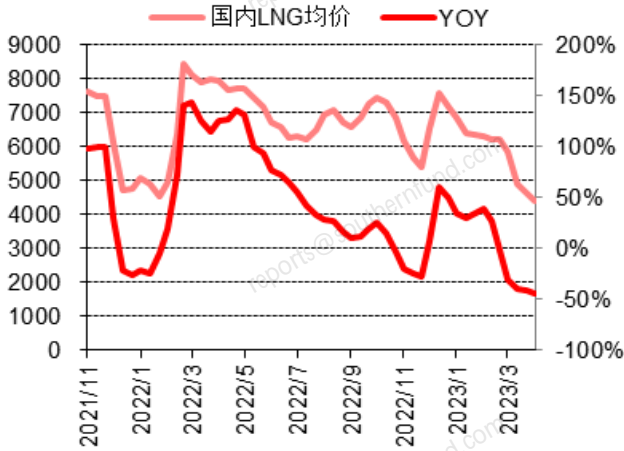
图 9：天然气产业链一览



资料来源：公司公告，中信建投

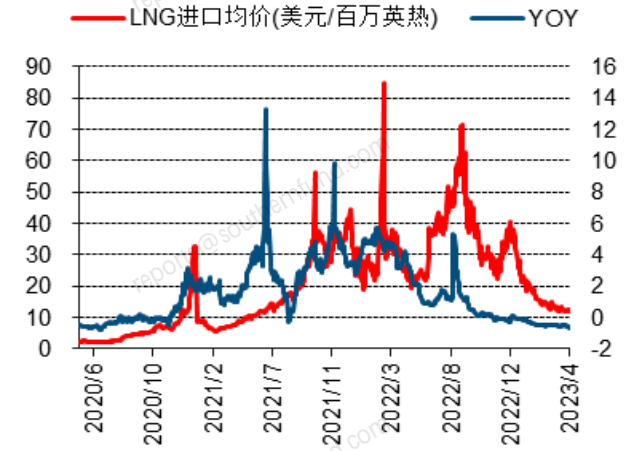
2021 年末以来，全球天然气供应趋势总体趋向放缓，国内外液化天然气 LNG 均价整体呈下降趋势。2022 年上半年，地缘政治冲突等因素影响了天然气的局部供需平衡，进而在全球范围造成欧洲溢价，国内天然气价格也大幅上涨。然而自 2022 年后半年起，随着疫情调控等因素影响，实体经济开工积极性偏弱，需求端首次出现全年天然气负增长，形成“供需双弱”态势。这一供需状态将 LNG 均价逐步拉回至正常水平，从 2022 年 9 月至 2023 年 2 月，国内与进口天然气 LNG 价格分别下降 870.6 元/吨、143.85 美元/吨，跌幅达 12.30%、15.60%。2023 年国外能源价格也已迎来回落，但考虑到国内需求端消费、工业复工陆续进行，用气需求同比明显提升，我们预计 2023 年上游气源均价将呈现温和下行。

图 10: 国内液化天然气 LNG 均价 (元/吨)



资料来源: 国家统计局, 中信建投

图 11: 进口液化天然气 LNG 均价 (美元/吨)



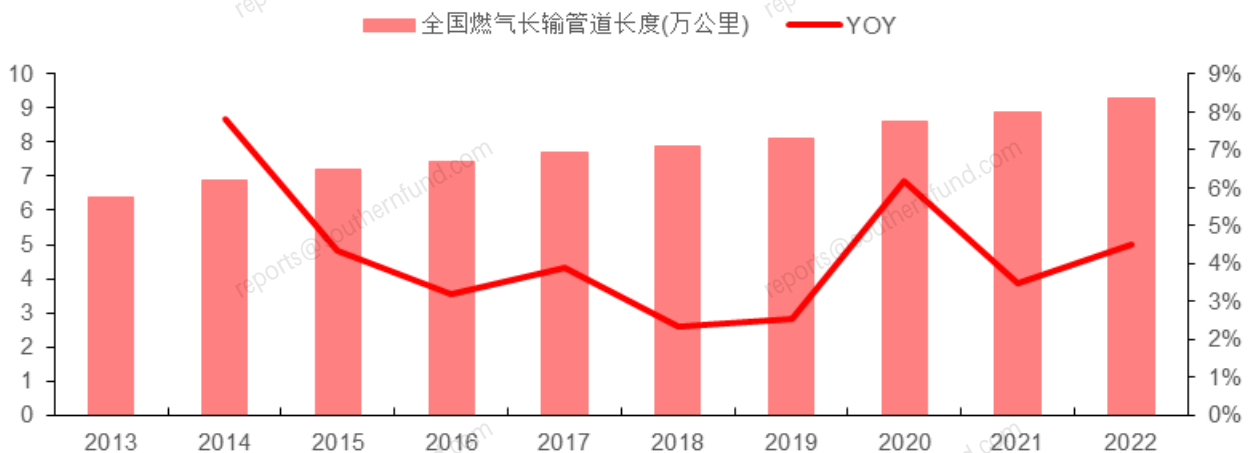
资料来源: 海关总署, 中信建投

燃气中游管道建设深入推进, 管输价格较为刚性

燃气中游主要分为长输管道、中输/省级管道、管道制造商与液化储运设备制造商, 其中, 长输管道主要为中石油、中石化和中海油覆盖, 中输/省级管道为胜利股份、金鸿能源、陕天然气等公司覆盖, 管道制造商包括金洲管道等, 液化储运设备制造商为厚普股份、广汇能源等。

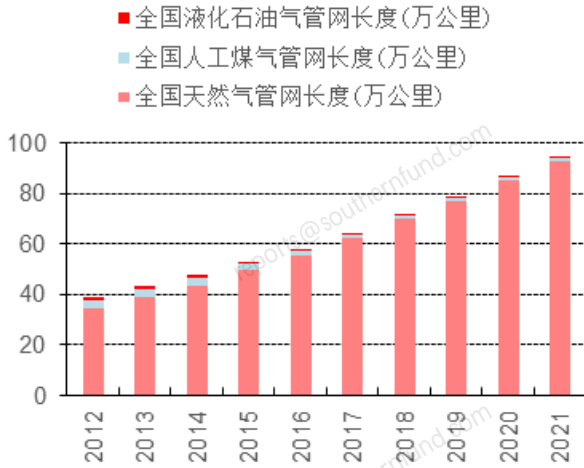
2021 年 4 月, 国家能源局宣布全国油气“全国一张网”实现完全整合, 即国家管网完成主干管网资产完全合并, 这标志着国内天然气统一运输体系初步建成。2022 年我国新建成天然气长输管道里程约 3867 千米, 较 2021 年增加 741 千米。截至 2022 年底, 我国境内累计建成天然气长输管道约 9.3 万公里。随着一张网逐步成型, 燃气管道的建设整合方向将由主干管线转向地区支线; 从细分领域看, 城市地区管网长度占比逐年下降, 而县城地区管网长度占比逐年上升, 未来管网建设主要方向预计为县城地区。

图 12: 近十年全国燃气长输管道长度 (万公里)



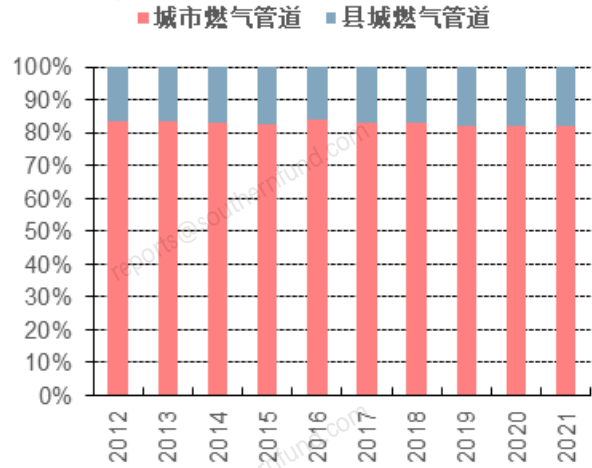
资料来源: 国家统计局, 中信建投

图 13: 近十年全国城燃管网分类型长度 (万公里)



资料来源: 国家统计局, 中信建投

图 14: 近十年城市、县城燃气管道长度占比 (%)



资料来源: 国家统计局, 住房和城乡建设部, 中信建投

根据《2022 年中国油气管道建设新进展》的研究, 2022 年新建成或投产的主要天然气管道共 28 个, 其中西南地区 7 个, 西北地区 6 个, 华东地区 5 个。2022 年续建或开工建设、2023 年及以后将建成的主要天然气管道共 19 个, 其中西南地区 7 个, 华北地区 3 个, 华南地区 3 个。从地区分布上看, 西南西北地区在近两年新增及拟建管道数量在全国位居领先地位, 主要系当地燃气资源丰富所致。

在天然气增长空间较大、碳达峰碳中和“1+N”政策体系逐渐形成等利好因素持续作用下, 天然气管道建成里程较 2021 年呈小幅增长态势, 新投产的中俄东线安平—泰安段、中俄东线泰安—泰兴段、苏皖管道等国家级干线管道均与当前“四大进口通道+三横三纵”架构的输气管网呈现高度“互联互通”特点, 中国天然气管网供应保障能力将得到进一步提高。随着《“十四五”现代能源体系规划》对天然气管网的规划“建设中俄东线管道南段、川气东送二线、西气东输三线中段、西气东输四线、山东龙口—中原文 23 储气库管道等工程”在“十四五”期间逐步建设投产, 中国输气管道建设里程、输气能力和可靠性将得到明显提高。

图 15: 全国天然气管道布局



资料来源: 中石油公司公告, 中信建投

至 2022 年末，“全国一张网”已经完呈初步建构，目前国家管网公司主要职责为负责全国油气干线管道部分储气调峰设施投资建设、干线管道互联互通及与社会管道联通，持续赋能产业链上下游。对于地区型的燃气公司如蓝天燃气、陕天然气来说，值得关注的发展方向为聚焦各省内部支线管道的建设运营。

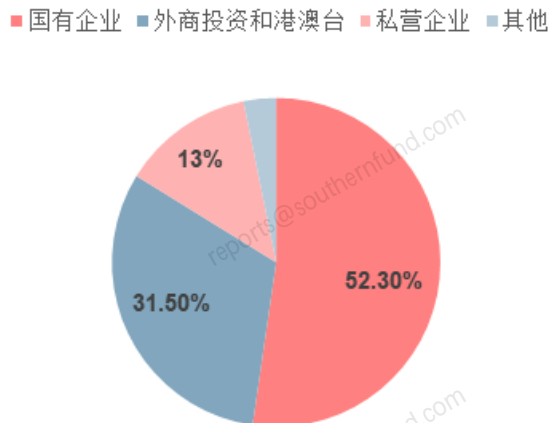
下游城燃板块顺价机制压缩毛利，燃气需求预期向好

下游为天然气的分销，主要应用于城市燃气、工业燃料以及发电用气等方面。城市燃气又称城镇燃气，指在我国国土内的城镇所燃用的燃气，主要包括人工煤气、液化石油气和天然气三大类。人工煤气由于成本高、气质差以及气源厂在生产过程中污染环境，正在逐步退出人们的视线；相比于液化石油气，天然气作为一种更清洁、高效、便宜的能源正越来越受到人们的青睐。

现阶段，中国城市燃气运营商经济类型主要分为国有企业、外资、私营及港澳台公司等。其中，国有企业参与者为深圳燃气、长春燃气等中国各城市燃气公司，一般这类公司都由政府控股，在当地拥有燃气专营权；而跨区域经营的燃气公司以外资公司和当地国企合资公司为主，其中港华燃气、新奥能源、华润燃气、中国燃气、昆仑能源已在城市燃气运营行业市场占据主导地位，在行业内具有明显的竞争优势。

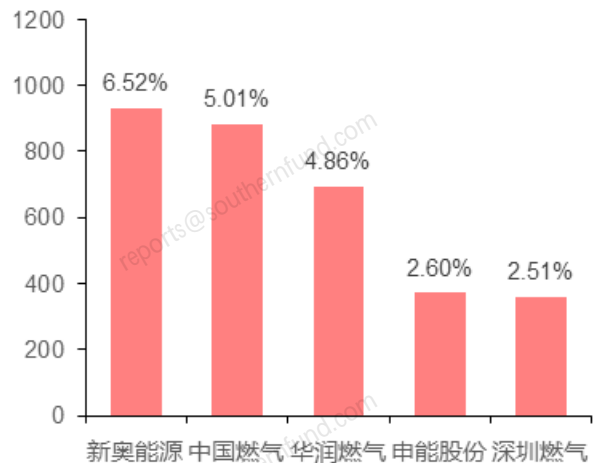
以我国燃气生产和供应行业工业企业营业收入为基数测算，2021 年，新奥能源、中国燃气、华润燃气四家企业市场占比均超过 4%。而整个城市燃气市场的 CR10 仅为 29.0%，行业集中度较低。在河南省内部，燃气市场目前竞争激烈，除了行业翘楚蓝天燃气外，河南天伦燃气、河南省发展燃气（未上市）、郑州华润燃气（未上市）的表现也较为亮眼，前四者 2022 年营业收入分别达 47.5 亿元、75.51 亿元、8.69 亿元（2020Q1）。

图 16：2021 年城燃板块分产权性质销售份额分布（%）



资料来源：公司公告，中信建投

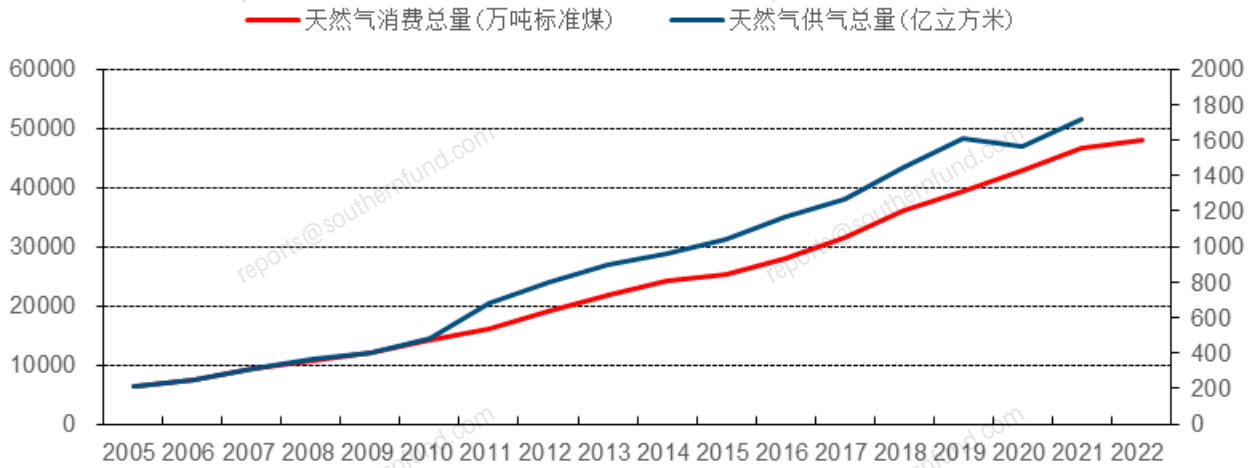
图 17：2021 年城燃公司销售份额分布（%）



资料来源：公司公告，中信建投

从行业空间看，截至 2022 年末，全国天然气消费总量达 4.8 万吨标准煤，同比增长 2.9%，10 年复合增长率达 9.61%，5 年复合增长率达 8.83%。截至 2021 年末，全国天然气供气总量达 1721.06 亿立方米，同比增长 10.06%，10 年复合增长率达 9.75%，5 年复合增长率达 7.99%。目前天然气消费与供给总量增速逐步放缓，行业空间扩大速度开始减缓。

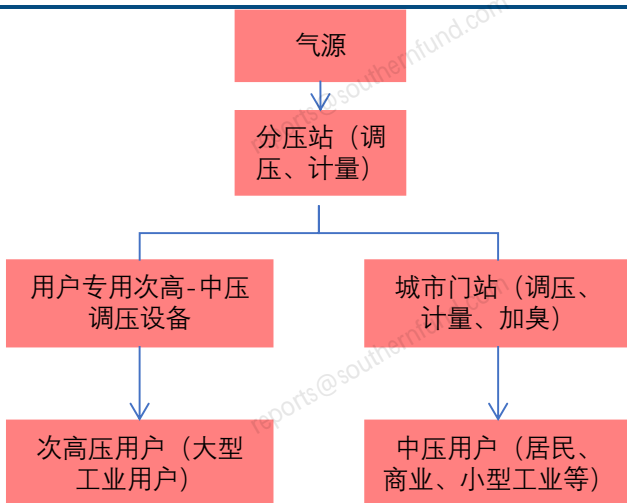
图 18：全国天然气供需状况（万吨标准煤，亿立方米）



资料来源：国家统计局，中信建投

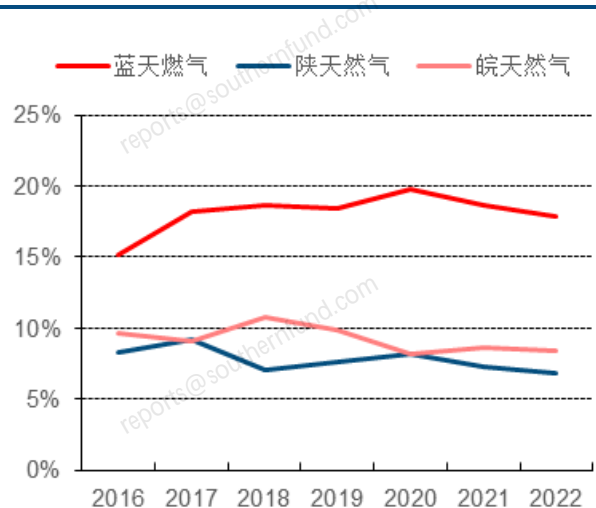
价格上涨或造成城市燃气业务成本增加，商业模式决定量的增长为主要增收因素。城市燃气的分销流程是气源经中低压管线输配、城市输配站的调压后送至中压或者次高压用户。居民用气端顺价不畅是长城燃气盈利受困的核心问题。为了解决这一问题，2022 年 5 月，国家发改委在《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》提出要“稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制”。此后，在 2023 年的两会上，国家发改委在《2022 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2023 年国民经济和社会发展计划草案》中提到，要进一步健全城燃终端售价与成本的联动机制。然而，尽管近来的政策强调要逐步扩大城燃气毛差，但在售价成本联动的机制下，城燃公司在终端业务中很难从价格端取得显著竞争优势。因此，下游城燃业务的增收核心要素仍为量的增长。

图 19：蓝天燃气城燃业务业务模式



资料来源：公司公告，中信建投

图 20：典型城燃企业城燃业务毛利率



资料来源：公司公告，中信建投

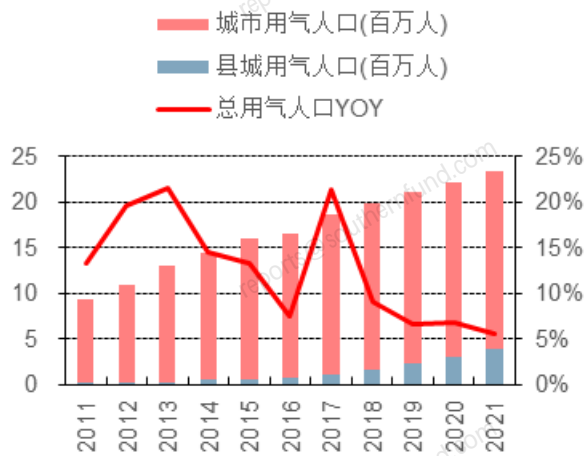
河南省天然气消费量稳步增长，燃气需求量增长预期较为可观。近年来，国家煤改气进程稳步推进，逐步置换高排放高污染的动力煤发电体系，尤其是山东、河南、河北、江苏等重工业密集地区，受到国家重点关注，

这将带来额外的燃气消费。此外，河南省作为人口大省，天然气消费潜力大。从用气人口方面看，河南省天然气总用气人口稳健增长，2017-2021 年复合增长率为 6.97%，2021 末 3242 万人，在全国排名前五。分地区来看，近年来河南省县城与村庄天然气用气人口数量绝对数量与相对占比均迅速增长，天然气消费市场下沉进程加速。从天然气消费量方面看，2022 年河南省天然气消费量达 139 亿方，2017-2022 复合增长率为 6.02%，同比增长约 6.5%，在全国各省份中排名前十。根据我国“十三五”对能源发展的规划，到 2030 年，我国天然气在一次能源中的消费占比力争提高到 15% 左右，在“双碳”目标实现的过程中，包括河南省在内的广大地区天然气的消费占比还会进一步提高。

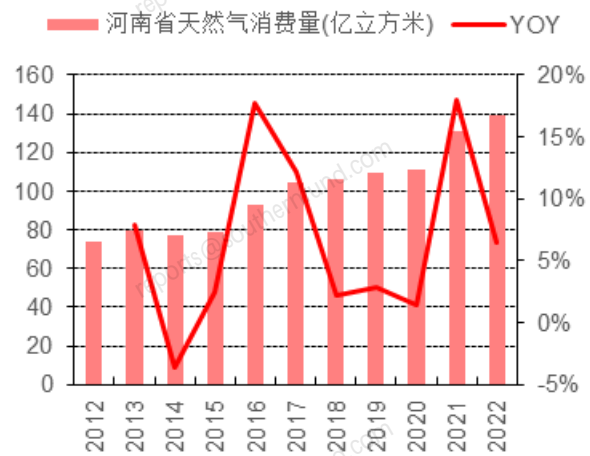
表 1：2020 年以来国家煤改气重要政策

序号	时间	文件名	主体	主要内容
1	2021 年 10 月 29 日	《2021-2022 年秋冬季大气污染防治综合治理攻坚方案》	生态环境部、发改委、公安部、工信部等近 20 个部门	各地要加强“煤改气”“煤改电”设施、清洁煤使用等安全隐患排查，做好整改和风险防范，确保群众安全取暖。河北、山西、山东、河南、陕西等地要加强种植业、养殖业、农产品加工业等农业散煤清洁能源替代工作。根据各地上报情况，2021 年采暖季前，各地共完成散煤替代 348 万户。其中，北京、河北、山西、山东、河南、陕西分别完成 2 万户、78 万户、81 万户、148 万户、4 万户、35 万户。
2	2022 年 9 月 5 日	《关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见》	国务院	到 2027 年，山东深化新旧动能转换建设绿色低碳高质量发展先行区实现重大突破。大幅压减散煤消费，因地制宜推进“煤改气”、“煤改电”，推广工业余热余压综合利用。提升胜利油田、渤海油气资源勘探开发和清洁低碳生产水平。
3	2022 年 2 月 28 日	《关于政协第十三届全国委员会第四次会议第 0429 号、第 B097 号提案答复的函》	国家能源局	以煤炭为重点控制化石能源消费。严控煤电项目，“十四五”时期严控煤炭消费增长，“十五五”时期逐步减少。在清洁取暖、工业生产、农业生产加工、建筑供冷供热等领域，因地制宜有序推进“煤改电”“煤改气”“煤改生物质”等工程，提升终端用能低碳化电气化水平，大幅压减散煤消费。
4	2021 年 3 月 16 日	《关于组织申报北方地区冬季清洁取暖项目的通知》	财政部、住房和城乡建设部、生态环境部及国家能源局综合司	除已纳入中央财政冬季清洁取暖试点的 43 个城市，其他冬季实行清洁取暖且有改造需求的北方地区地级以上城市均可申请纳入支持范围，每省（市、区）限报 3 个城市。支持改造内容包括：“煤改气”、“煤改电”，以及地热能、生物质能、太阳能、工业余热、清洁燃煤集中供暖（满足超低排放标准）等多种方式清洁取暖改造。

资料来源：住房和城乡建设部，中国能源统计年鉴，河南省社会科学院，河南省发改委，中信建投

图 21：河南省用气人口（百万人）


资料来源：住房和城乡建设部，中信建投

图 22：河南省天然气消费量(亿立方米)


资料来源：中国能源统计年鉴，河南省社会科学院，中信建投

预定目标期望较高，乡镇下沉市场为可能增长点。在河南省发改委发布的《河南省中长期天然气管网规划纲要(2020—2035 年)》中预测道，到 2025 年、2030 年、2035 年，河南天然气用气人口将分别增至 5000 万人、6000 万人、7000 万人，天然气需求量将分别提升至 200 亿方、250 亿方、300 亿方。截至 2021 年末，河南省用气人口与消费量分别为 3242 万人、131 亿方，距离 2025 年的目标分别还有 1758 万人、69.13 亿方的缺口，必要复合增长率分别为 11.44%、11.19%。在接下来的数年中，可能存在的增长点为县城地区的下沉市场。从 2017 年至 2021 年，县城地区天然气消费人口复合增长率为 10.32%，超过城镇地区 5.80% 的增长率，县城地区有望成为未来河南省天然气进一步发展的突破口。

表 2：河南省天然气消费人口与缺口（万人，亿方，%）

	2019	2020	2021	2025E	2030E	2035E
天然气消费人口	2878.38	3071.91	3241.94	5000	6000	7000
人口缺口量 (较 2021 年)				1758.06	2758.06	3758.06
必要复合增长率 (较 2021 年)				11.44%	7.08%	5.65%
天然气消费量	109.34	110.93	130.87	200	250	300
消费量缺口量 (较 2021 年)				69.13	119.13	169.13
必要复合增长率 (较 2021 年)				11.19%	7.46%	6.10%

资料来源：公司公告，中信建投

河南省天然气龙头企业，管输城燃双主业发展

管道天然气：多管输线路助力气源成本控制，天然气价格实现盈利增长

公司作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，运营多个管道项目，分输气量始终占据河南首位。截至 2022 年末，公司拥有豫南支线、南驻支线、博薛支线、许禹支线四条高压天然气长输管道，全长 477.02 公里，管道覆盖贯穿河南省南北；控制驻东支线（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，全长约 302.63 公里。公司天然气供应区域包含郑州市、新郑市、许昌市、漯河市、驻马店市等地。在河南省内，公司管道天然气业务具有覆盖范围广、运营时间早、运营管线数量多等优势。

图 23：蓝天燃气管线分布图



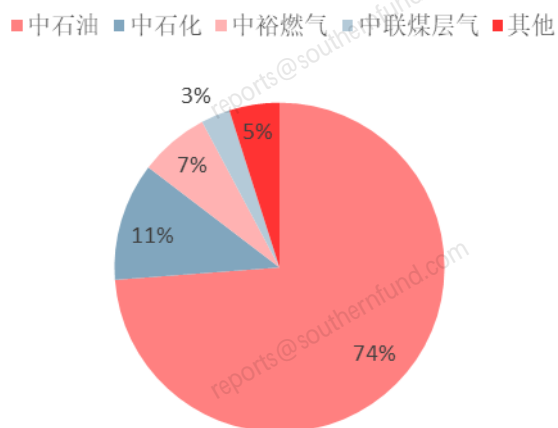
资料来源：公司官网，中信建投

表 3：公司运营长输管道

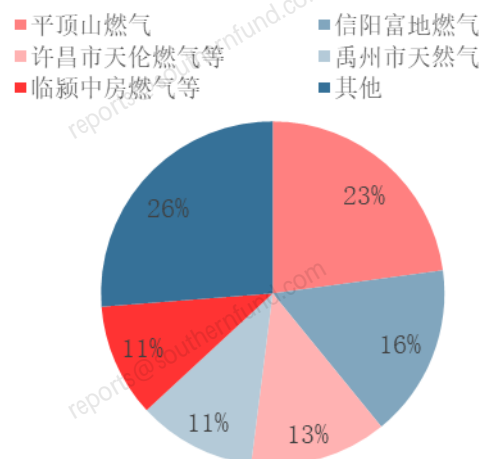
项目名称	投产时间	起止点	气源	途径省市	长度 (km)	设计输气能力 (亿方)
豫南支线	2004.8	新郑市薛店镇-驻马店市产业集聚区	西气东输一线	新郑市、长葛市、许昌市、漯河市、驻马店市	187.8	16
南驻支线	2011.6	南阳唐河县产业集聚区到驻马店市产业集聚区	西气东输二线	驻马店市、泌阳县	134.5	4.9
博薛支线	2015.9	焦作博爱县磨头镇-新郑市薛店镇	山西煤层气	温县、荥阳市、郑州市	107.32	4.8
许禹支线	在建工程	西气东输二线平泰支干线禹州站到许昌市许昌县豫南支线	西气东输二线	禹州市、许昌县	30	4.9

资料来源：公司公告，中信建投

公司天然气主要气源为中石油，此外，公司还向中石化、安彩能源、中联煤层气、中裕能源、五洲能源等公司采购天然气。公司与中石油通过长期采购合同购气，气源主要自西气东输一线、二线取得，通过公司豫南支线、南驻支线以及许禹支线运至全省。合同量的采购价格以国家发改委发布的河南省天然气基准门站价格为基准进行不同程度上浮执行。2022 年，公司向中石油采购天然气金额为 24.90 亿元，占全部天然气采购总额的 73.80%，同比 2021 年下降 1.76 个百分点。近年来，公司积极开发其他天然气气源，解决长期采购合同之外天然气需求，增强气源成本控制能力。其中，博薛支线为公司引入山西煤层气的气源，中原-开封输气管道和中薛线管道为公司引入中石化气源。公司管道天然气业务的下游客户主要为地方燃气公司，除管道天然气销售外，公司还运营管道燃气代输业务。公司管道天然气的销售有完善的价格联动机制，可以将管道天然气的成本及时传递到下游客户中，对于天然气价格波动风险具有良好的抵抗能力。公司管道天然气客户营收占比较为分散，避免了单一客户带来的营收波动风险。2022 年，公司前五大客户占营收比重为 73.76%。

图 24：2022 年公司天然气采购金额分布


资料来源：公司公告，中信建投

图 25：2022 年公司管道天然气主要客户分布


资料来源：公司公告，中信建投

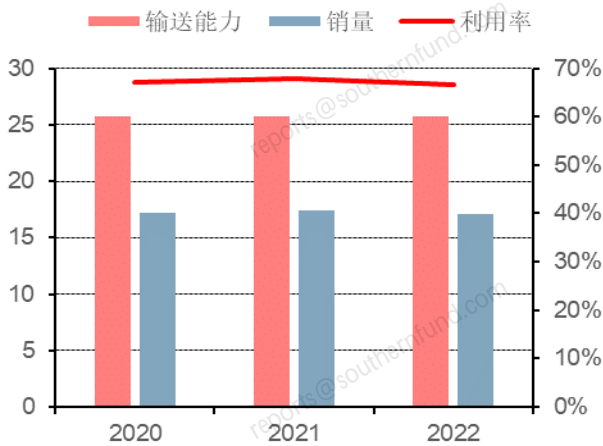
2022 年，公司管道天然气年运输能力为 25.7 亿立方米，天然气总销售量为 17.1 亿立方米，管道利用率为 66.54%。近年来，公司管道利用率基本保持稳定水平，我们认为随着河南省城镇化进程的推进以及天然气替代

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

煤政策的执行，公司管道利用率还有较大的提升空间。根据河南省《河南省新型城镇化规划（2021—2035 年）》提出的主要发展目标，到 2025 年，河南省常住人口城镇化率将达 63%；到 2035 年，河南省常住人口城镇化率将达 72%。截至 2022 年末，河南省常住人口城镇化率为 57.07%，未来城镇化所带来的天然气需求增长值得期待。同时，根据 2023 年发布的《河南省碳达峰实施方案》，政府明确提出了有序推动煤炭消费转型，实施清洁电力和天然气替代，有序推进电代煤、气代煤、生物质代煤等发展目标，有助于天然气需求量的攀升。

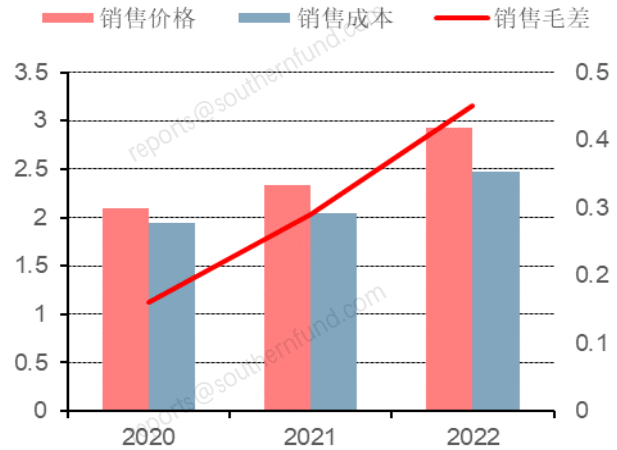
公司单位销售毛差为单位销售价格减去单位销售成本，其中，单位销售成本主要由天然气采购成本决定，单位销售价格则与天然气市场价格联动。2022 年，全球天然气价格总体走高，带动管道气单位销售价格增长，公司管道天然气销售单价达 2.93 元/方，同比增长 0.6 元/方。同时，公司在稳固中石油气源的基础上，积极拓展多渠道气源，单位销售成本控制得当，公司单位销售毛差大幅上升到 0.45 元/方，同比增长 0.16 元/方。

图 26 天然气管道利用率(左轴:亿立方米)



资料来源：公司公告，中信建投

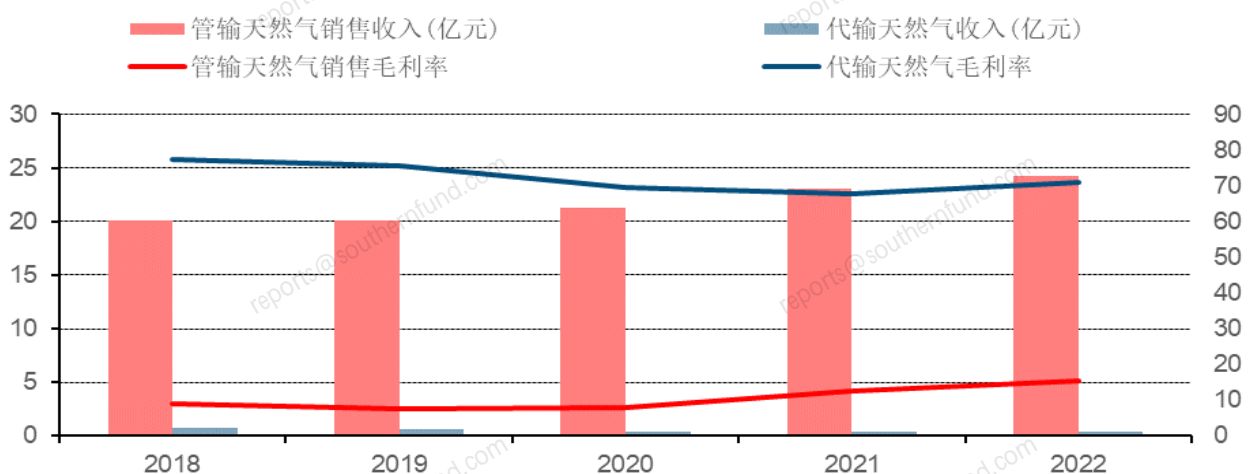
图 27：管道天然气单位销售情况(单位：元/方)



资料来源：公司公告，中信建投

公司管道天然气销售业务实现营业收入 24.21 亿元，同比增长 4.81%；实现毛利率 15.51%，同比提升 3.01 个百分点。公司代输天然气业务实现营业收入 0.29 亿元，毛利率上升至 70.92%。

图 28：公司管道天然气营收与毛利情况(左轴：亿元，右轴：%)



资料来源：公司官网，中信建投

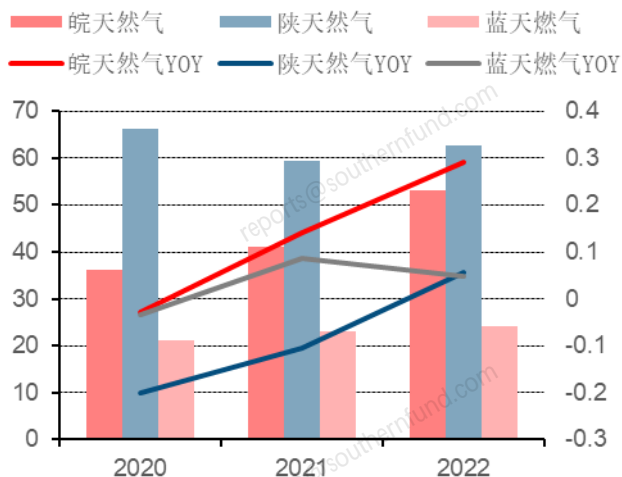
2023 年以来，受欧洲天然气库存高企等因素的影响，全球天然气价格整体呈下降趋势。伴随着国内经济环境的改善与天然气价格回落所带来的天然气消费需求回升，我们认为公司管道天然气业务销售价格或将下降，但仍可依靠天然气消费量的上升实现营收规模的增长。我们以公司 2022 年管道天然气销售单价、单位销售成本以及管道天然气销售量为基准对管道天然气的销售毛利与毛利率水平进行了敏感性分析。在基准水平下，销售单价增长 5%，公司管道天然气销售毛利将增长到 4.97 亿元，涨幅达 32.23%；毛利率达 19.54%，增长 4.02 个百分点。公司管道天然气单位销售成本增长 5%，公司销售毛利将减少至 2.73 亿元，跌幅达 27.23%；毛利率降至 11.29%，减少 4.22 个百分点。

表 4：公司管道天然气敏感性分析

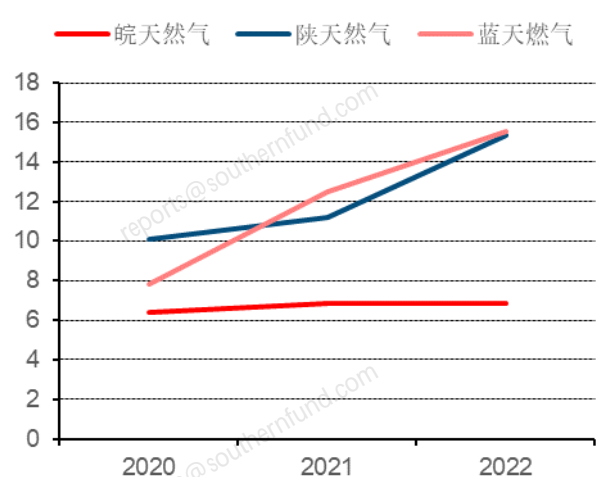
销售单价(元/方)	2.64	2.78	2.93	3.08	3.22
管道天然气销售毛利(亿元)	1.34	2.55	3.76	4.97	6.18
管道天然气销售率	6.13%	11.07%	15.51%	19.54%	23.20%
单位销售成本(元/方)	2.23	2.35	2.48	2.60	2.72
管道天然气销售毛利(亿元)	5.80	4.78	3.76	2.73	1.71
管道天然气销售率	23.96%	19.74%	15.51%	11.29%	7.07%

资料来源：公司公告，中信建投

我们选取了具有相似业务结构的陕天然气、皖天然气作为可比公司。从销售收入来看，2022 年，陕天然气、皖天然气和蓝天燃气分别实现销售收入 62.64、53.23 和 24.21 亿元；同比增长 5.54%、29.11%和 4.81%。2020-2022 年来，公司管道天然气销售收入呈稳步增长趋势。毛利率方面，陕天然气、皖天然气和蓝天燃气分别实现毛利率 15.36%、6.88%和 15.51%。不同地区的管道天然气运营商毛利率水平主要受销售价格、管输费用和气源渠道等因素影响。2020-2022 年，公司管道天然气销售毛利率持续增长，且增长幅度在可比公司间居于首位。

图 29：销售收入对比(左：亿元)


资料来源：公司公告，中信建投

图 30：毛利率水平对比(%)


资料来源：公司公告，中信建投

城燃业务：特许经营权保障营收稳健，并购募投拓展增长空间

公司城燃业务是在管道天然气业务的基础上发展而来。得益于管道天然气的管道分布优势与气源供应优势，公司城燃业务发展迅速。由于城燃业务的特许经营属性，公司积极进行城市燃气项目的投建与并购以提升城燃业务的覆盖区域和营收规模。2018 年，公司开始募投驻马店乡镇天然气利用工程和驻马店乡镇天然气利用工程（新蔡县）。2022 年，公司通过发行可转债募投驻马店天然气管网村村通工程、长垣市天然气利用工程等工程，进一步扩大城燃业务的经营区域，提升区域内的燃气销售量。同年，公司以现金收购了长葛蓝天和万发能源两家城市燃气公司以及配套的天然气供应商麟觉能源，获得了长葛市和开封市指定区域内的特许经营权。

表 5：公司 2022 年收购资产情况

收购标的	收购时间	收购股权比例	收购方式	收购价格	主要资产
	2022.1	48%	现金收购	3.39 亿元	张至后河次高压管线 10.65 公里、市区至各乡镇中压管网 196.32 公里
长葛蓝天	2022.6	52%	发行股份	发行 3215 万股 交易金额 4 亿元	长葛市溷水路以西区域的管道天然气特许经营权
麟觉能源	2022.4	100%	现金收购	560 万元	与中石油签署了年度天然气购销合同，长葛蓝天的重要气源补充
万发能源	2022.5	60%	现金收购	7800 万元	尉氏县特定区域特许经营权

资料来源：公司公告，中信建投

城市燃气业务具有自然垄断性，受政府特许经营保护。根据《河南省城镇燃气管理办法》规定，各级燃气主管部门应当按照有关法律、法规规定选择管道燃气投资企业或者经营企业，并签订特许经营协议。目前，公司子公司在河南省驻马店、新郑、新乡、长葛以及开封 5 市的多个指定区域内签订有多项特许经营协议，所在地区城市管网总长度约 3980.77 公里，拥有一定时期内的区域内独家经营权。在特许经营期间内，公司可在上述地区逐步拓展其城镇燃气业务，实现业务营收的稳健增长。

表 6：公司特许经营权情况

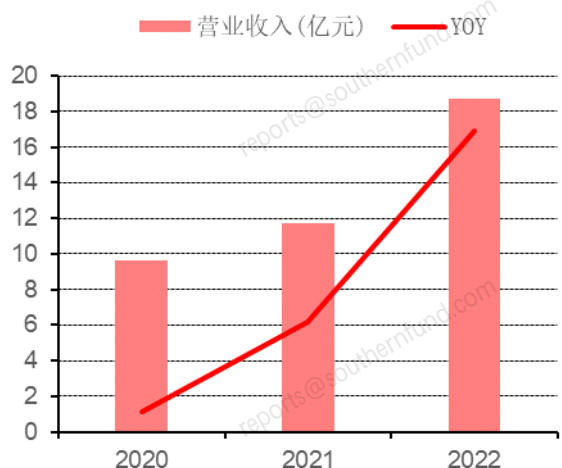
被授权单位	授权地域范围	授权有效期
豫南燃气	驻马店市区及下属九县指定区域	2010/8-2040/8
豫南燃气	驻马店市下属四县指定区域	2018/1-2048/1
万发能源	开封市尉氏县指定区域	2009/11-2039/11
长葛蓝天	长葛市指定区域	2017/10-2046/10
东升燃气	新乡市原阳县指定区域	2007/8-2037/8
新郑蓝天	新郑市指定区域	2010/6-2040/6

新长燃气	新乡市市长垣县指定区域	2005/1-2035/1
新长燃气	新乡市延津县指定区域	2006/4-2036/4
新长燃气	新乡市封丘县指定区域	2013/3-2043/3
新长燃气	新乡市原阳县指定区域	2017/8-2044/8
新长燃气	新乡市长垣县指定区域	2017/10-2047/10
新长燃气	新乡市延津县指定区域	2018/6-2048/6

资料来源：公司公告，中信建投

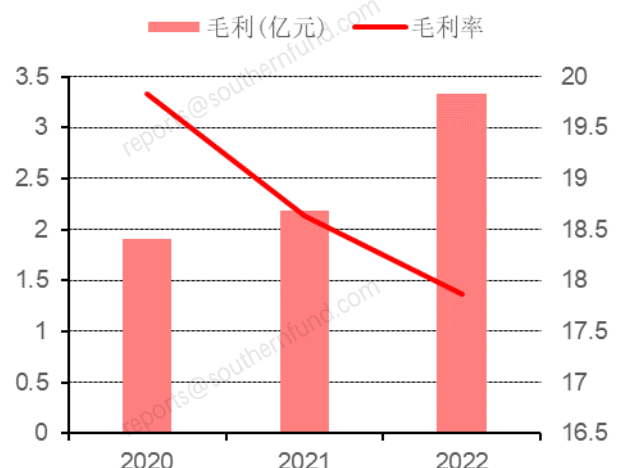
公司城燃子公司气源主要采自母公司，且受到优先供应保障。在气源价格不发生显著波动的情况下，城燃业务采购气价不会发生显著波动。公司城市公司城燃业务用户分为居民用户和工商业用户，对工商业用户，公司可以根据实际采购价格进行售价调整，及时传递上游成本变动；对居民用户，销售价格由当地发改委定价，需考虑居民生活需求，难以及时对市场价格变动做出回应。2022年，公司城燃业务实现营业收入18.67亿元，同比增长59.08%；实现毛利率17.86%，同比降低0.77个百分点。公司2022年城燃业务营收增长幅度较大，主要系公司2022年合并了长葛蓝天和万发能源两家城市燃气公司，天然气销量同比增长；以及全球天然气价格上涨带动公司燃气销售价格的上涨。2022年，公司城市天然气销量和平均销售价格同比分别增加34.15%和18.59%。公司城燃业务毛利率同比下降，主要系天然气采购成本未能充分传导至下游。2023年以来，国际天然气价格的总体呈回落趋势和国内天然气需求的有望恢复，我们预期公司城燃业务营收规模将维持增长，毛利率水平有望得到改善。

图 31：公司城燃业务营收变化情况(左：营业收入)



资料来源：公司公告，中信建投

图 32：公司城燃业务毛利变化情况(左：毛利)



资料来源：公司公告，中信建投

2018年，公司开始募投驻马店乡镇天然气利用工程与驻马店乡镇天然气利用工程（新蔡县），预计2023

年 6 月投运。根据公司招股说明书，驻马店乡镇天然气利用工程与公司管道天然气路线相匹配，且所处区域燃气需求的增长潜力较大。两个项目实现投运后，预计将贡献年营业收入 5.56 亿元和 7578 万元，利润总额 6204 万元和 807 万元，内部收益率达 8.56% 和 8.19%。2022 年，公司通过发行可转债募投驻马店天然气管网村村通工程、长垣市天然气利用工程以及新郑蓝天燃气有限公司次高压外环及乡村天然气管网建设工程。以上项目投运后，将进一步提升公司燃气覆盖区域，增加所属区域内的燃气销量，提升公司营收规模和利润水平。

表 7：公司募投项目情况

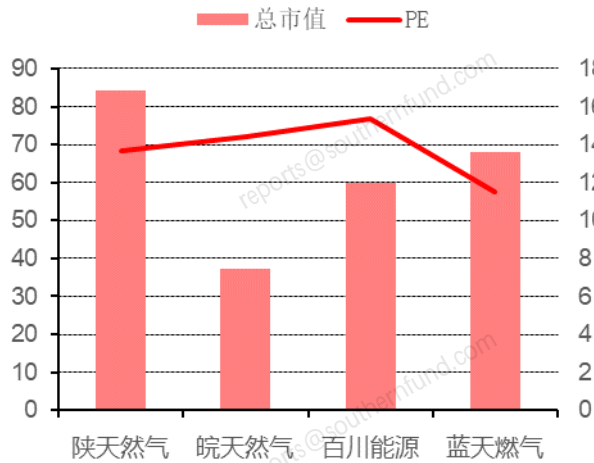
项目名称	投建主体	覆盖范围	预期收入 (万元)	预期利 润(万 元)	内部回报 率	投资回收 期(年)	预计投 建时间
驻马店乡镇天然气利用工程	豫南燃气	驻马店七县一市(驿城区、西平县、确山县、泌阳县、上蔡县、汝南县、平舆县、正阳县)辖区内 82 个乡镇	55642	6204	8.56%	11.6	2023.6
驻马店乡镇天然气利用工程(新蔡县)	豫南燃气	驻马店市新蔡县及其辖区 20 个乡镇	7578	807	8.19%	11.9	2023.6
驻马店天然气管网村村通工程	豫南燃气	盖西平县、上蔡县、平舆县、正阳县、确山县、泌阳县、新蔡县、汝南县等 8 县周边合计 12127 个村	103363	3530	8%~9%	11~12	2 年建设期
长垣市天然气利用工程	新长燃气	长垣市内门站	25963	865	8.36%	11.5	2 年建设期
新郑蓝天燃气有限公司次高压外环及乡村天然气管网建设工程	新郑蓝天	新郑蓝天经营范围(新郑市中心城区、辛店镇、观音寺镇、梨河镇、和庄镇)	31062	1199	8.55%	11.4	2 年建设期

资料来源：公司公告，中信建投

估值低于可比公司，股息率维持较高水平

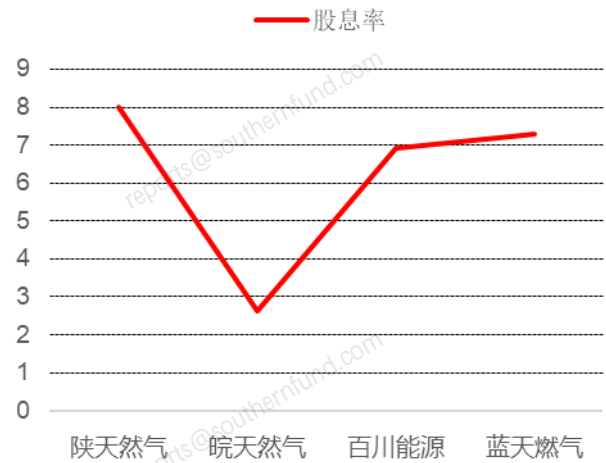
我们选取陕天然气、皖天然气、百川能源作为可比公司，对比他们与公司的 PE 与总市值水平。截至 2023 年 4 月 17 日，公司总市值为 68.19 亿元。以 2023 年 4 月 17 日的公司股价为基准，公司 PE 倍数仅为 11.51 倍，低于其他可比公司。2022 年，公司利润分配方案为 A 股每股派发现金红利 1 元，每 10 股转增 4 股。以公司当前股价为基准，公司股息率为 7.29%，在可比公司中处于较高水平。

图 33：可比公司 PE 水平对比



资料来源：公司公告，中信建投

图 34：可比公司股息率水平对比(%)



资料来源：公司公告，中信建投

作为经营模式较为稳健的公用事业类企业，较高的股息率水平使得其对部分债券投资具有一定的替代效用。公司较低的估值水平使得公司价值投资属性更强，股息优势更为显著。我们将公司股息率与十年期美国国债的名义收益率进行了对比。公司自 2021 年上市以来，股息率一直处于较高水平。近两年由于美联储加息周期，超额收益率有所下降。但考虑到美联储加息周期已近尾声，而公司盈利能力较为稳定，有望保持较高的股息率，在降息周期中公司高分红高股息吸引力有望提升。

盈利预测

公司作为河南省天然气龙头企业，公司管道天然气销售业务主要气源稳定，成本较为可控。得益于管道天然气的管道分布优势与气源供应优势，公司城燃业务发展迅速。2023 年以来，国际天然气价格的总体呈回落趋势，国内天然气需求有望恢复，我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 50.61 亿元、53.94 亿元、57.53 亿元，归母净利润分别为 6.79 亿元、7.42 亿元、8.09 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：蓝天燃气盈利预测（单位：百万元，元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3900.9	4753.7	5061.4	5393.8	5753.2
营业成本	3150.8	3752.8	3988.6	4219.8	4472.9
营业税金及附加	10.3	15.1	16.1	17.1	18.3
销售费用	30.5	36.3	38.7	41.2	44.0
管理费用	149.3	173.3	184.5	196.7	209.8
财务费用	21.1	25.2	26.8	28.6	30.5
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	9.3	2.3	50.0	50.0	50.0
其他收益	10.5	18.6	20.0	20.0	20.0
营业利润	550.7	764.9	876.7	959.4	1045.8
营业外收入	1.2	2.5	2.5	2.5	2.5
营业外支出	7.3	0.3	0.5	0.5	0.5
利润总额	544.6	767.1	878.7	961.4	1047.8
所得税	123.5	169.5	194.1	212.4	231.5
净利润	421.1	597.6	684.6	749.0	816.3
少数股东损益	0.2	5.3	6.1	6.7	7.3
归属母公司净利润	420.9	592.3	678.5	742.3	809.0
EPS（摊薄）	0.91	1.20	1.37	1.50	1.63

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

城燃业务价格变动风险：公司城燃业务成本向下传导需要一定时间，如果公司燃气采购成本持续上升，而向下游未能及时传导，公司城燃业务毛利率有下降的风险。当气价上涨导致公司城市天然气业务毛利率分别下降 5%、10%、15%时，公司归母净利润预计分别下降 11.2%、23%、34.7%。

新募投项目收益率不及预期的风险：公司目前募投的工程主要为村镇工程，如果当地人口结构持续改变，天然气需求不及预期，公司募投项目收益率水平会显著降低。

气源价格波动风险：公司无自有天然气源，天然气采购成本受上游厂商影响较大，如果上游厂商大幅提高气源价格，公司业绩会显著受到影响。

分析师介绍

高兴

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，2021 年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取 2021-2022 年新财富电力公用事业入围、2022 年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

研究助理

罗焱曦

luoyanxi@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价 (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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构 (以下合称“中信建投”) 制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国 (仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾) 提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投 (国际) 证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话: (8610) 8513-0588
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南
塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投 (国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk