

【东吴环保】天然气行业深度：
消费复苏&价差修复&板块低估值，关注天然气板块投资机会

证券分析师：袁理

执业证书编号：S0600511080001

联系邮箱：yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师：任逸轩

研究助理：谷玥

二零二三年七月九日

✓全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

国际：俄乌冲突影响基本消化，海外气价回落。2021年四季度以来，供需错配、俄乌冲突等影响下海外气价剧烈波动，欧洲能源制裁带来气价高涨。与俄乌冲突前相比，预计2023年欧洲通过**削减消费量（200亿方）、储气进度提前（250亿方）、加大其他地区的进口（100亿方）**，气价受北溪线550亿方减供的影响基本消化。随欧洲新一轮的储库周期到来，我们判断欧洲仍会产生阶段性高峰。

国内：2022年天然气需求下滑，2023年已见回暖。2022年我国天然气消费量10年来首次萎缩，同降1.69%。2023M1-4消费量同增4.1%恢复至2021年水平。预计2023年我国天然气消费量增加约230亿方（城燃70亿方、工业燃料100亿方、发电50亿方、化工原料气10亿方），供应增量约260亿方（产量110亿方、进口LNG70亿方、进口管道气70亿方、进口LNG现货10亿方）。

我国天然气能源地位重要，2022-2030年天然气消费量复合增速5.8%。天然气占一次能源消费总量的比重不断提升，国家能源局目标2030年该比重达15%。据《天然气与LNG》预测，我国一次能源消费量2030年前后达峰，届时天然气消费占比为12.0%。我们预测2030年天然气消费量为5762亿方，2022-2030年复合增速为5.8%，行业持续增长。

✓顺价机制理顺，城燃毛差修复

气源合同价格上涨，降价促销&海外气价下降国内整体气价预计与去年相当。中石油近半数天然气外购而来，2011-2021年进口气合计亏损2723亿元；2020-2022年操作成本上涨，天然气销售利润收窄。根据中石油2023-2024年年度管道气价格合同，我们预计2023年天然气价格（城燃采购价）提价0.3元/方。今年以来，气源企业强化居民用气保障力度，增加较为低价的合同气量；同时城市燃气公司仍将积极寻求国外低价气，天然气到岸价大幅下降，促进国内气源企业进行降价促销。**整体来看2023年城燃公司采购成本与2022年相比基本相当。**

多地调价滞后，部分地区顺价初见成效，期待进一步发展。58%的居民用气和51%的工商业用气自2021年海外气价上涨以来未实行过调价。2023年居民用气/工商业用气方面各有26/35个地级以上城市陆续出台顺价政策，年内已调价地区平均调价幅度为0.33元/方，城燃价差修复，期待调价继续进行。

✓估值偏低&产业整合，龙头城燃地位提升&估值修复。**当前城燃板块估值处于十年历史低点。**截至7月7日，燃气（申万）板块指数PEttm 17.05倍，处于十年分位点0.84%的历史低点，PB 1.94倍，处于25%分位数的历史低点。**“一城一企”政策推动龙头整合市场。**根据《国际石油经济》期刊统计，截至2020年底我国共有城燃企业6000余家，而全国仅有2800余个县级行政单位，目前我国部分地区仍存在城燃企业过多的情况；“一城一企”政策助力龙头城燃整合行业。**强现金流+高分红，城燃有望迎来价值重估。**尽管资本开支较高，城燃板块仍凭借稳健的盈利能力自2018年连续四年保持正自由现金流。2023年顺价机制完善利润修复，城燃增收不增利局面预期改善，盈利能力良好，自由现金流稳健，分红比例较高，有望迎来价值重估。

✓投资建议。全球供需关系缓解，海外气价回落，随欧洲储库进行，预计今年欧洲气价仍会有高峰出现，具备海外转口能力的公司受益；国内消费复苏&价差理顺，城燃板块受益。**重点推荐：【新奥股份】**国内龙头城燃，直销气稳步发展，受益国外转口&价差修复；2022-2025年利润复增17%，2023年PE 9X。**【九丰能源】**具备LNG码头+船运资产，气源运输灵活气量增长，布局氢氨；2022-2025年利润复增20%，2023年PE 10X。**【天壕环境】**具备跨省长输高壁垒资产，输气量5倍空间；2022-2025年利润复增52%，2023年PE 14X。**建议关注：【蓝天燃气】**河南区域城燃龙头，布局中下游盈利稳定增长；2018-2022年归母净利润复增14%；高股息具备安全边际，2021年上市以来分红率60%，股息率ttm7.2%，2023年PE 10X。（估值日2023/7/7）

国内消费复苏&价差理顺&市场整合，龙头城燃整体受益

重点推荐：零售气消费量&毛差修复+直销气快速发展【新奥股份】

建议关注：消费量&毛差修复【中国燃气】 【港华智慧能源】 【华润燃气】、消费量修复【昆仑能源】

具备核心资产，受益消费量修复&资产负债率增长

重点推荐：【九丰能源】具备LNG码头+船运资产，气源灵活气量翻倍增长

重点推荐：【天壕环境】具备跨省长输高壁垒资产，输气量5倍空间

高股息区域性城燃，具备安全边际：

建议关注：【蓝天燃气】河南区域城燃龙头，布局中下游盈利稳定增长；高股息具备安全边际，股息率ttm7.2%（2023/7/7）

表：盈利预测与估值表（估值日2023/7/7）

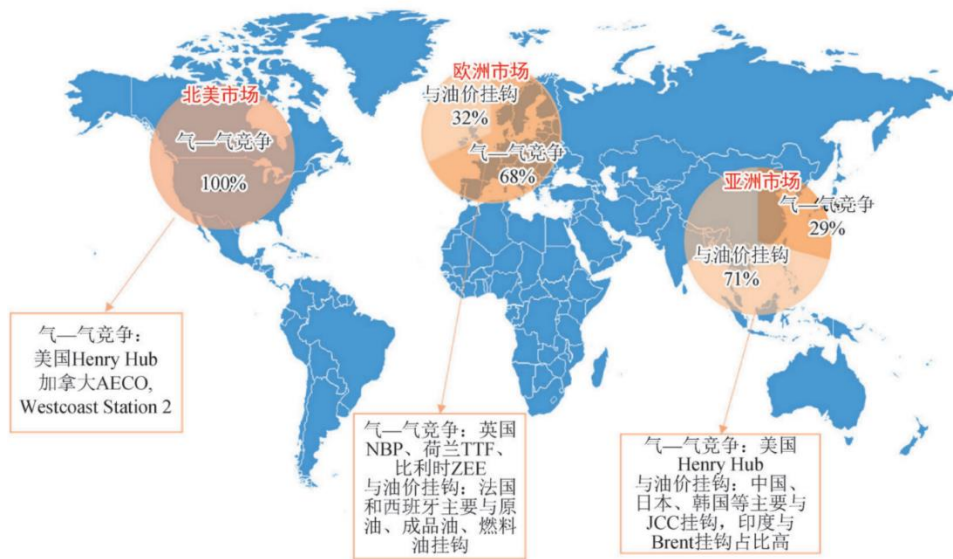
股票代码/简称		股价 (元/股、港元/股)	市值 (亿元、亿港元)		归母净利润（亿元）/yoy					PE				盈利核心驱动力
				2021	2022	2023E	2024E	2025E	2022-2025 CAGR	2022	2023E	2024E	2025E	
600803.SH	新奥股份	18.76	581	41.02	58.44	66.51	79.20	94.12	17%	9.95	8.74	7.34	6.18	消费量&毛差修复+长协转口
					42.5%	13.8%	19.1%	18.8%						
0384.HK	中国燃气	8.38	456	76.62	42.93	57.10	67.44	73.70	20%	10.62	7.98	6.76	6.19	消费量&毛差修复
					-90.6%	33.0%	18.1%	9.3%						
1083.HK	港华智慧能源	3.33	109	12.53	9.65	16.07	20.10	25.01	37%	11.25	6.75	5.40	4.34	消费量&毛差修复
					-23.0%	66.6%	25.0%	24.4%						
1193.HK	华润燃气	24.75	573	63.95	47.33	57.12	65.21	74.68	16%	12.10	10.03	8.78	7.67	消费量&毛差修复
					-26.0%	20.7%	14.2%	14.5%						
0135.HK	昆仑能源	5.93	513	230.16	52.28	66.89	74.26	82.21	16%	9.82	7.68	6.91	6.25	消费量修复
					-77.3%	27.9%	11.0%	10.7%						
605090.SH	九丰能源	21.91	137	6.20	10.90	13.15	16.85	18.83	20%	12.57	10.42	8.13	7.28	气量增长+布局氢氨
					75.9%	20.7%	28.1%	11.8%						
300332.SZ	天壕环境	11.23	99	2.04	3.65	7.22	9.80	13.00	53%	27.10	13.72	10.11	7.62	气量增长
					79.2%	97.5%	35.7%	32.7%						
605368.SH	蓝天燃气	9.92	69	4.21	5.92	6.78	7.44	8.14	11%	11.60	10.14	9.24	8.44	高股息
					40.7%	14.4%	9.8%	9.4%						

注：新奥股份、天壕环境、九丰能源
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

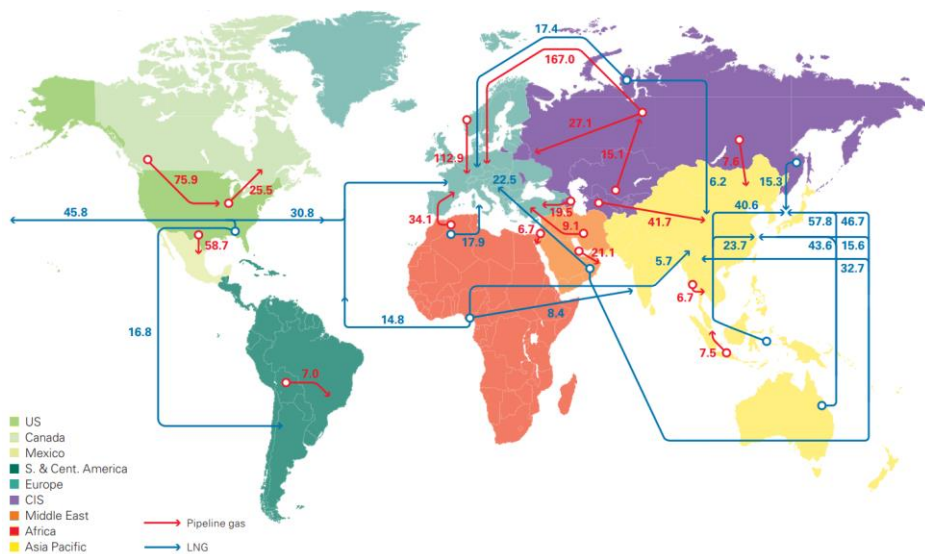
全球天然气贸易定价逐步成熟

- ✓ “固定价格”到“油价挂钩”到“气气竞争”。随着天然气市场趋于独立，LNG定价逐步摆脱对油价的依赖，呈现出与油价挂钩和气气竞争并重的局面。2020年以来新签长协机制有三大变化：1) 与油价挂钩占比再次提升，LNG定价无法完全与国际油价脱钩。2) 油价挂钩合同均为Brent，而非日本JCC；3) JKM被纳入长协定价公式。
- ✓ 2021年全球管道气进/出口占总贸易比重为59%。

图：三大市场LNG贸易定价机制图



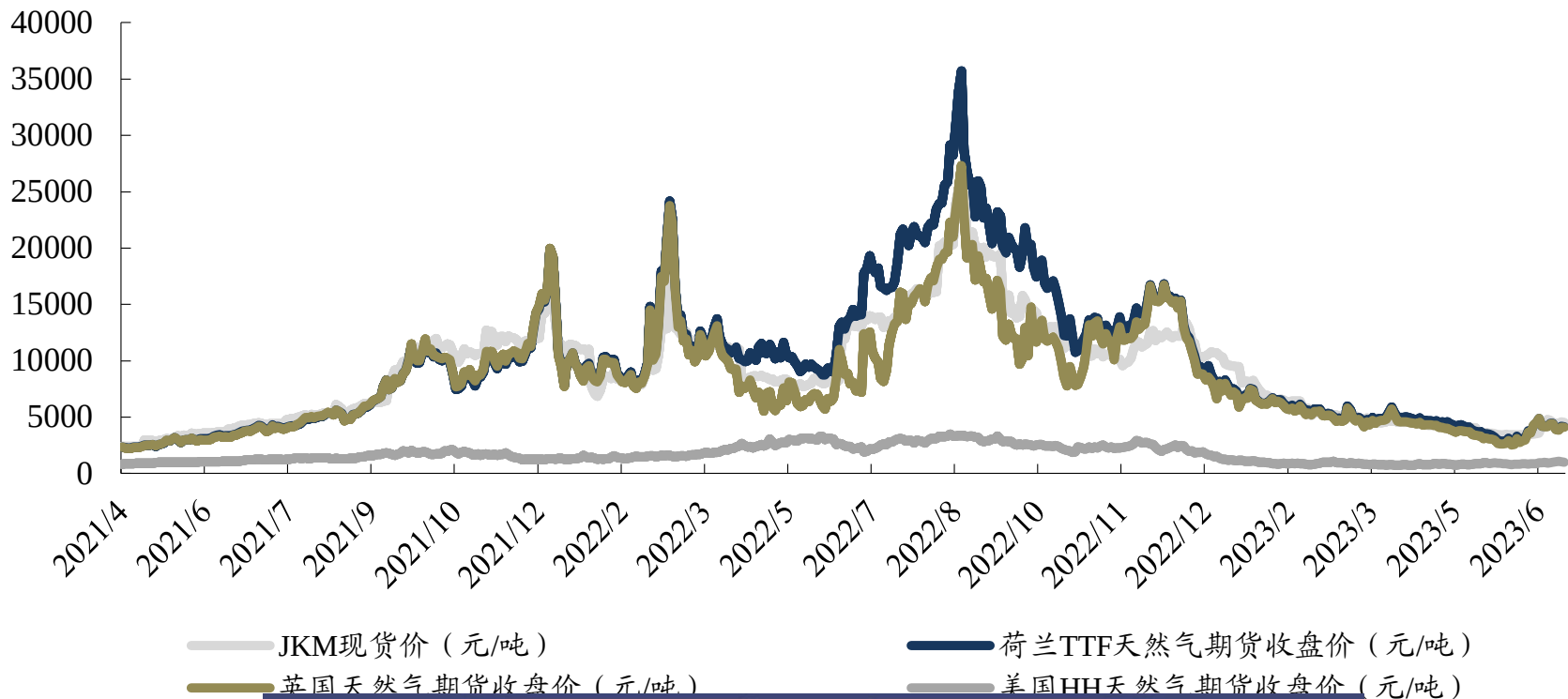
图：2021年全球天然气主要贸易流向



全球天然气贸易定价逐步成熟

- ✓ 2021年四季度以来，国外气价在疫情带来的供需错配、俄乌冲突等影响下剧烈波动，欧洲的能源制裁举措带来气价高涨局面，欧洲成为全球天然气贸易价格的“引擎”。
- ✓ 2023年，随欧洲主动削减消费量、储气接近尾声、加大其他地区的进口，欧洲天然气价受俄乌冲突的影响基本消化，气价回落。

图：国际天然气价格（欧洲、北美、英国、亚洲）



中国天然气定价市场化逐步放开

✓ 管道气主要实行国家指导价逐步市场化，LNG、非常规气、工业直供气等已实现市场化。

- 1) 管道气以门站价格为基准；
- 2) 海上天然气、页岩气、煤层气、煤制气、液化天然气、直供用户用气、储气设施购销气、交易平台公开交易气，2015年以后投产的进口管道天然气彻底放开市场化。

图：中国天然气门站价格定价公式

$$P_{\text{计价基准点}} = R * (0.6 * P_{\text{燃料油}} * \frac{H_{\text{天然气}}}{H_{\text{燃料油}}} + 0.4 * P_{\text{LPG}} * \frac{H_{\text{天然气}}}{H_{\text{LPG}}}) * (1 + \text{增值税税率})$$

其中：

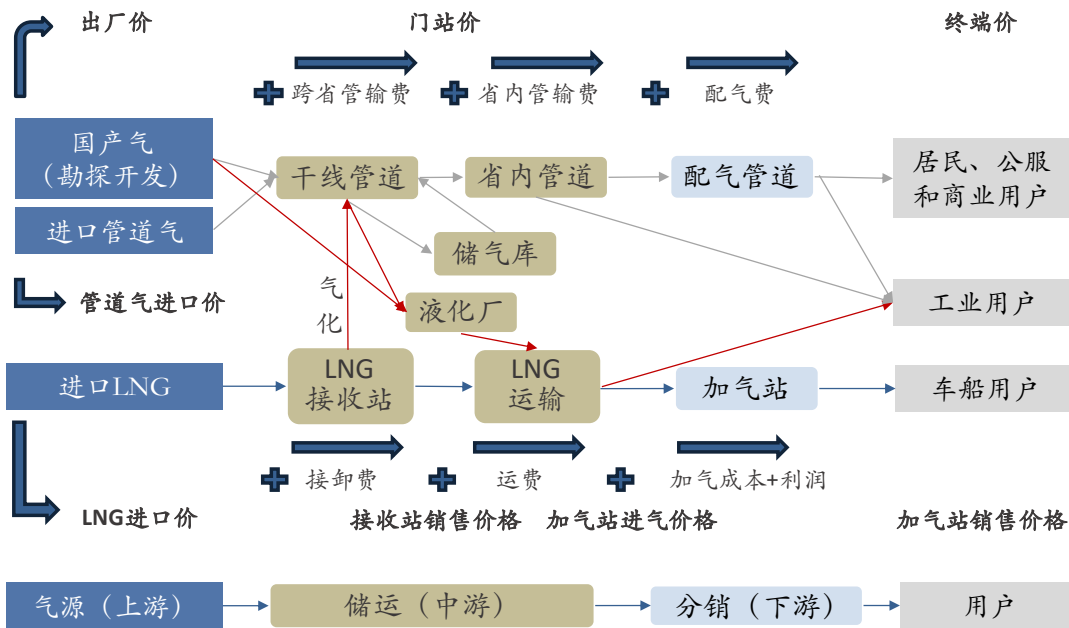
$P_{\text{计价基准点}}$ ——计价基准点（上海市）的门站价格（含税），单位为元/方；

R ——折价系数；

$P_{\text{燃料油}}$ 、 P_{LPG} ——进口燃料油和液化石油气（LPG）的海关统计价格，单位为元/千克；

$H_{\text{天然气}}$ 、 H_{LPG} 、 $H_{\text{燃料油}}$ ——天然气、LPG和燃料油的净热值（低位热值）分别取10000千卡/千克、12000千卡/千克和8000千卡/立方米。

图：中国天然气定价流程



目 录

消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

盈利回升：顺价机制理顺，城燃端毛差修复

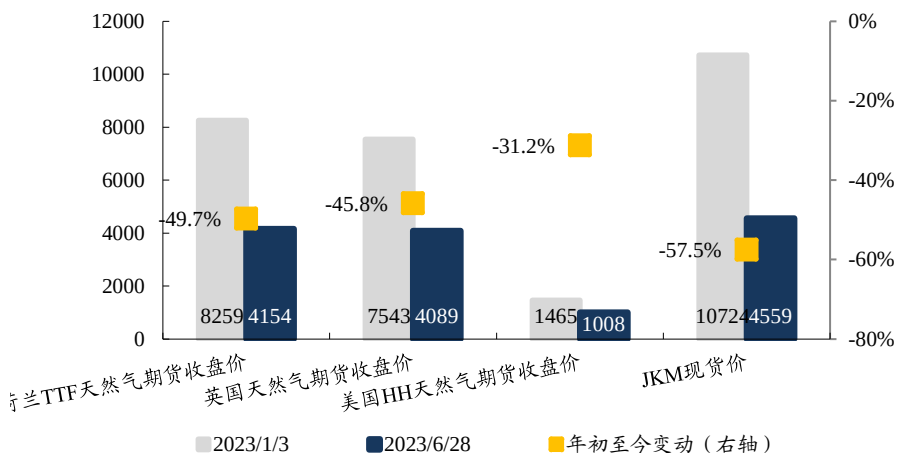
估值偏低&产业整合，龙头城燃地位提升&估值修复

投资建议及风险提示

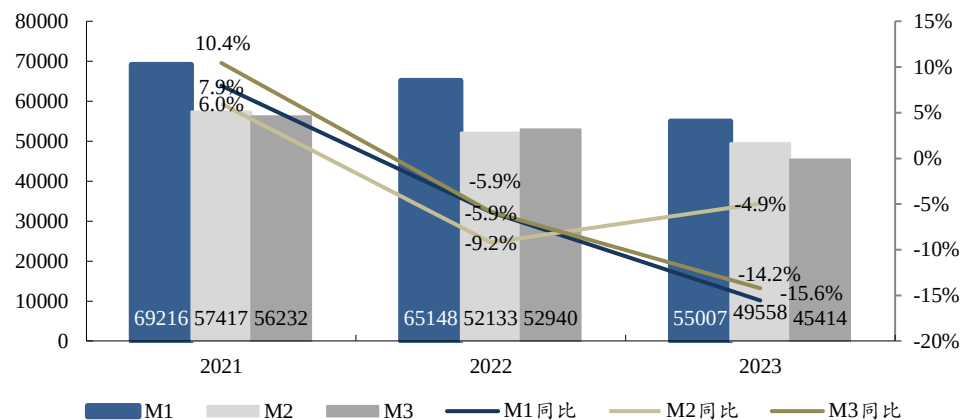
消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

- ✓ **2023年以来，海外主流天然气价格指数持续下降。**截至2023年6月28日，JKM现货价年内降幅达57.5%；同日，TTF、NBP、HH期货收盘价分别为4154、4089、1008元/吨，年内变动幅度分别为-49.7%、-45.8%、-31.2%。
- ✓ **欧洲主动削减天然气消费量&受到经济发展压力，天然气下滑，一定程度缓解供给紧张局面。**欧洲天然气需求持续下降。2023M1-3欧洲（经合组织）天然气消费量1500亿方，同减11.9%（2022M1-3同减6.9%），天然气消费量持续下行。

图：海外天然气价格（元/吨）及变动幅度



图：2021-2023年欧洲天然气消费量及同比变动（百万方）



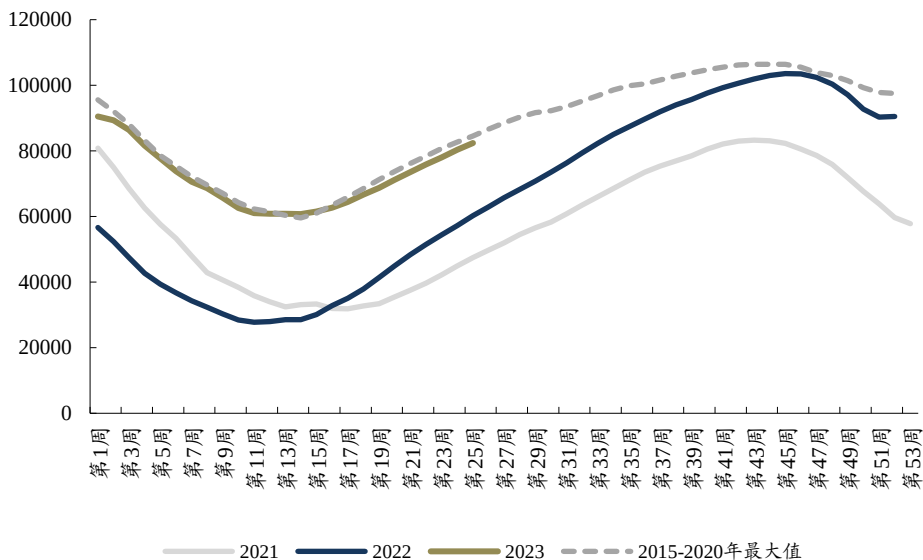
消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

✓ 欧洲库存相对高位，随补库进行仍将迎来阶段性价格高峰。

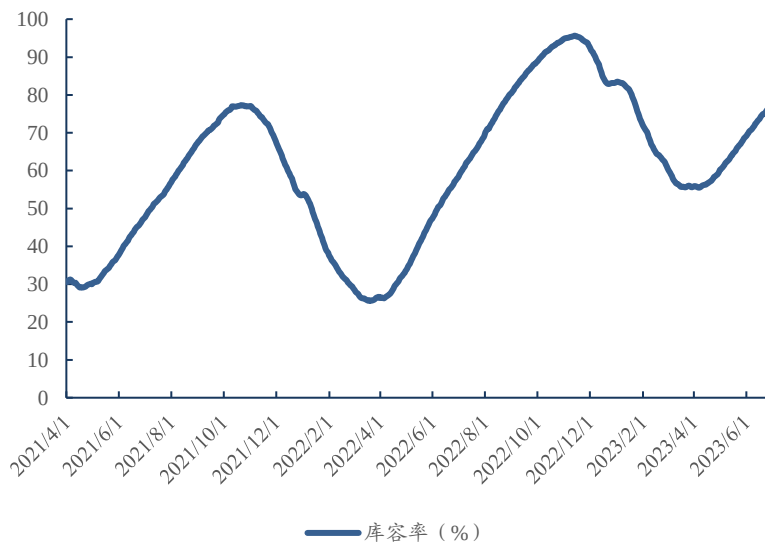
2022Q4以来，欧洲天然气库存持续高位，且2023年3月至今再度回升；2023年1-6月，欧盟天然气库存水平持续接近2015年以来最高水平。

2023年6月28日，欧洲天然气库存量865.55TWh（850亿方），同增221亿方，同比+35.21%；同日，欧洲天然气库容率76.86%，同比+19.3pct，达到95%库容率仍需补库200亿方，预计带来阶段性价格高峰。

图：2021/1-2023/6欧盟周度天然气库存水平（百万立方米）



图：欧洲天然气库容率（%）



消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

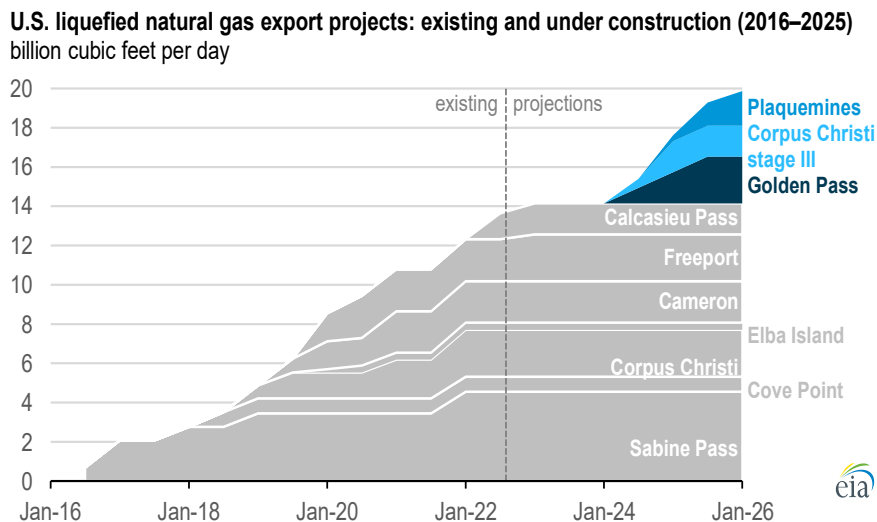
✓ 美国加大LNG接收站建设力度，出口能力持续提升。

到2022年7月，美国已超过澳大利亚、卡塔尔成为全球最大的LNG出口国。2022年，美国LNG日均出口量106亿立方英尺（约合3亿立方米）。2022年8月，美国第7个LNG项目Calcasieu Pass提前投运。此外，还有多个项目在建。

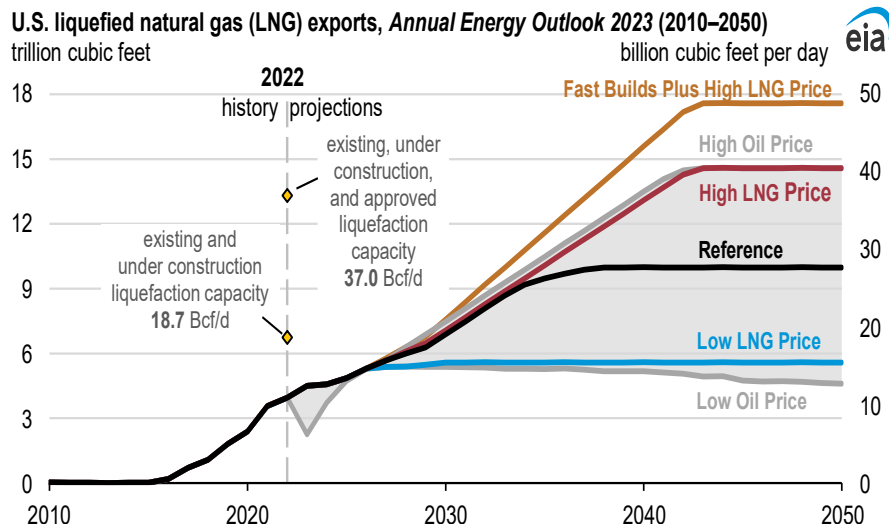
在建的Golden Pass LNG项目单线LNG生产能力最高可达8亿立方英尺/d（约合0.23亿立方米/d）；Plaquemines LNG和Corpus Christi Stage III项目采用模块化技术，建设时间更短；Calcasieu Pass LNG则在FID（最终投资决定）后30个月开始生产LNG，为美国LNG出口项目历史最短建设周期。

若上述三个在建LNG出口项目顺利建成，到2025年，美国LNG峰值出口能力将至少增加57亿立方英尺/d（约合1.6亿立方米/d），出口能力提升53%。

图：美国加大LNG接收站建设力度



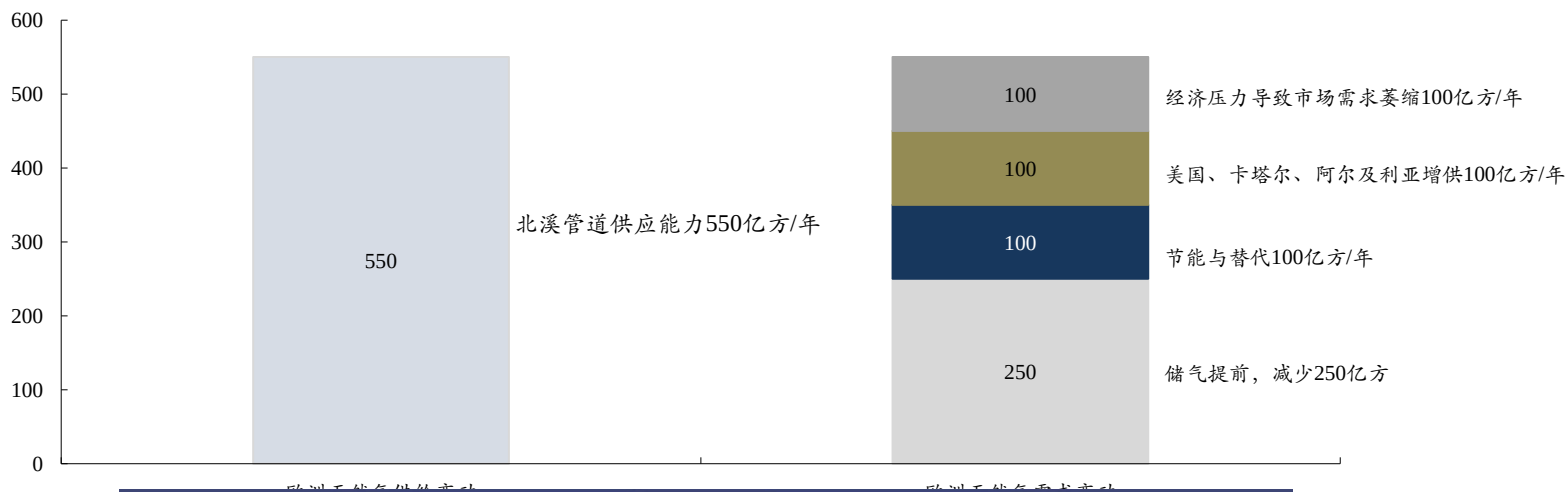
图：美国天然气出口能力持续提升



消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

- ✓ **主动&被动措施叠加，欧洲天然气价受俄乌冲突的影响基本消化。**欧洲通过主动减少对俄罗斯天然气的依赖、被动接受市场需求规模的萎缩、寻求其他进口途径，基本填补了俄乌冲突引起的北溪管道550亿方/年减供的缺口，天然气价受俄乌冲突的影响基本消化。2023年采购恐慌情绪减少，叠加欧洲天然气TTF价格执行180欧元/兆瓦时的限价政策，气价将更加理性。
- 2023年预计欧洲通过发展其他能源并实施节能举措主动减少天然气需求100亿立方米以上；
- 2023年能源短缺、通货膨胀高企、制造业外流等多重压力对欧洲经济带来诸多负面影响，天然气需求预计因此降低100亿立方米以上；
- 2023年2月中旬美国自由港LNG项目陆续恢复出口，预计可新增向欧洲供应LNG资源量80亿立方米左右；卡塔尔、阿尔及利亚等其他资源国可向欧洲增供20亿立方米LNG；
- 2023年欧洲储库进度提前，库存相对高位，预计减少250亿方储库需求。

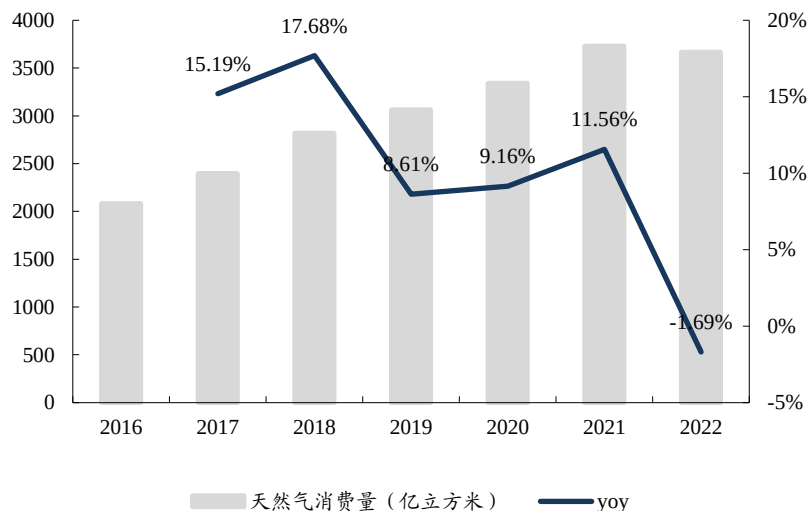
图：主动&被动措施叠加，欧洲天然气价受俄乌冲突的影响基本消化



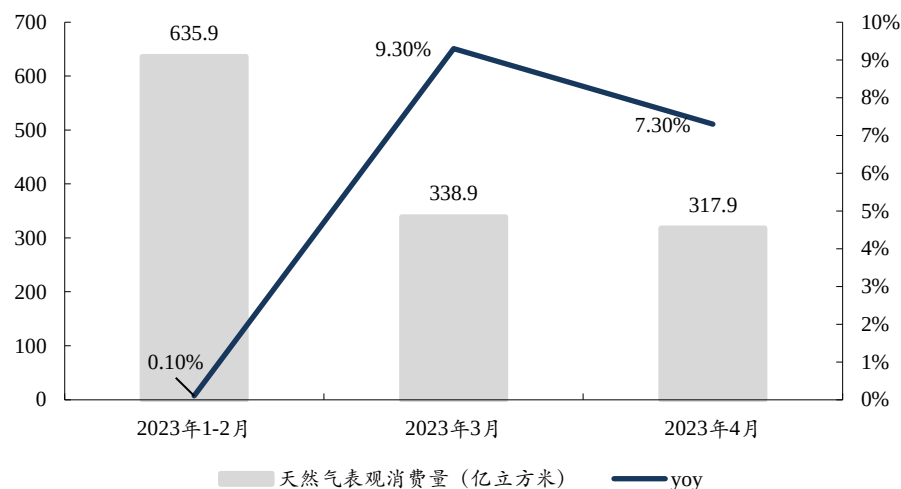
消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

- ✓ 2022年我国天然气消费量萎缩，天然气消费量迎10年来首次负增长，消费量同比下降1.7%。
主要原因：1) 价格高涨导致需求萎缩；2) 疫情影响需求。
- ✓ 2023年1-4月我国天然气表观消费量达1292.6亿立方米，同比增长4.10%。2023M1-2、2023M3、2023M4的天然气消费量同比增速分别为0.1%、9.3%、7.3%，2023年1-4月我国天然气表观消费量已恢复至2021年M1-4水平。

图：2022年中国天然气消费量首次下滑



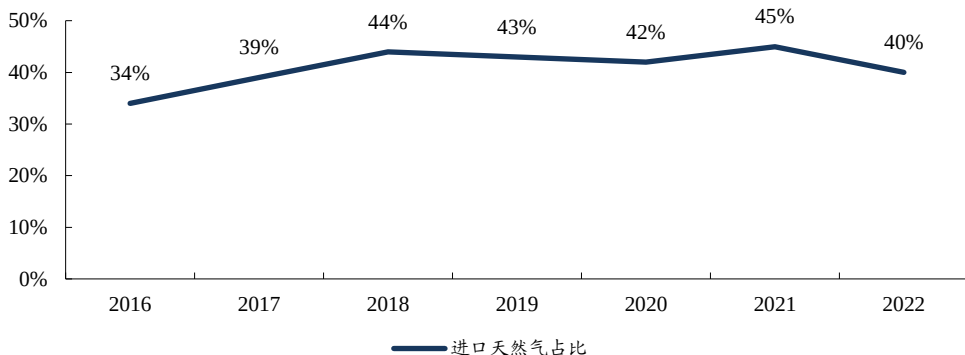
图：2023M1-4中国天然气消费量同比增长4.1%



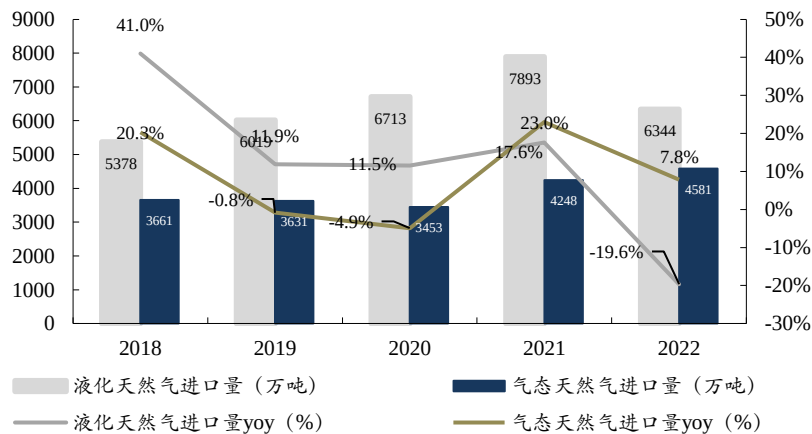
消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

- ✓ **价格高涨导致需求萎缩。**海外市场受俄乌冲突、极端天气影响，气价高涨；而我国天然气依赖进口，国外高气价传导到国内。2022年我国进口液态天然气6344万吨，同比下降19.62%，进口气态天然气4581万吨，同比上升7.84%，总进口量10925万吨，同比下降10.02%。2022年我国天然气对外依存度下降，进口天然气占总消费量比例达40%，同比下降5pct。

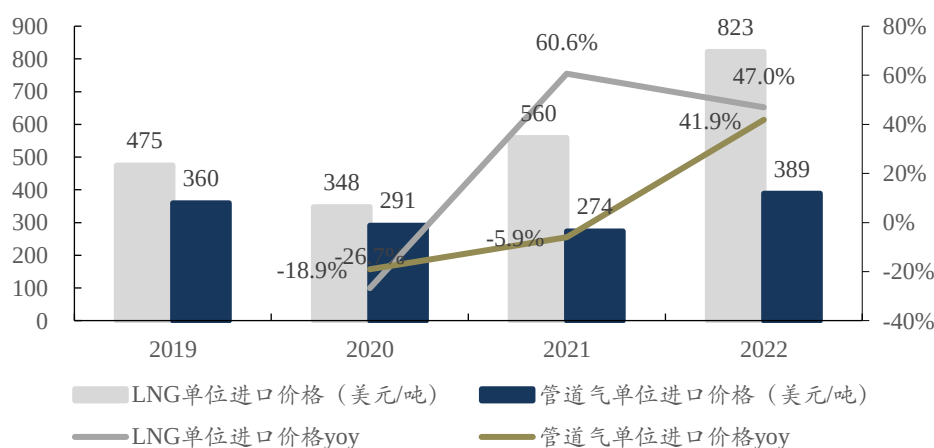
图：天然气进口依赖度



图：中国天然气进口量



图：中国天然气进口均价

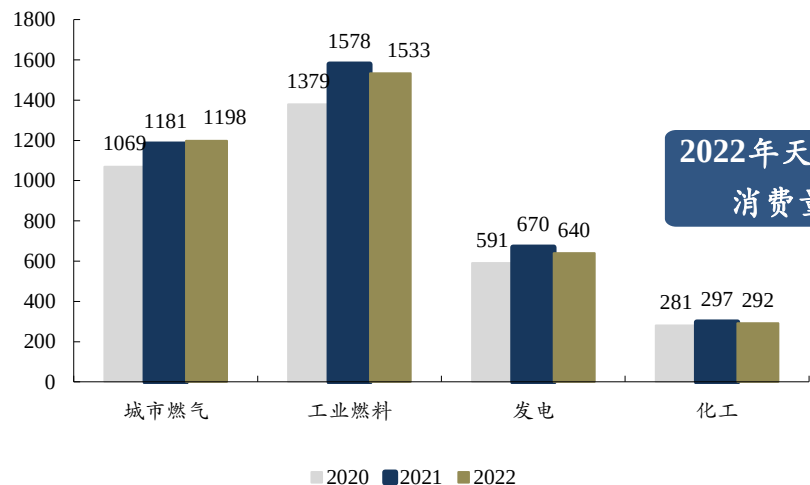


消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

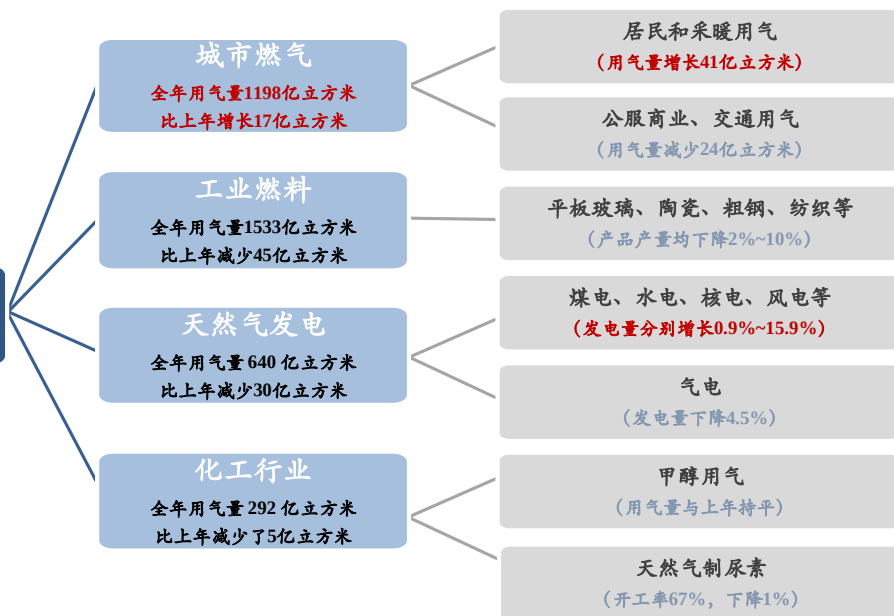
✓ **疫情影响工商业需求：**由于疫情封控，部分企业停工停产，整体用气量下降。

分下游结构来看，2022年，城市燃气在居民用气和采暖刚性需求下保持了同比1.44%的增长；在经济增速下滑、供给成本飙升、能源竞争加剧三重压力之下工业燃料、天然气发电、化工行业用气量均下降。

图：2020-2022年各领域消费量（亿方）



图：2022年中国天然气消费结构变化



消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

- ✓ **2023年我国天然气消费量已见回暖，全年消费量预计增加约230亿方。**2023年，随着国民经济的复苏，我国天然气消费量有望回归增长。2023年我国天然气消费量预计增加约230亿方，其中，城燃/工业/发电/化工领域预计新增天然气需求量70/100/50/10立方米。1) 城市燃气用气增加70亿方；2) 工业燃料用气增加100亿方；3) 天然气发电用气增加50亿方；4) 化工原料用气增加10亿方。

表：2023年预计投产燃气发电厂

序号	项目名称	装机规模 (兆瓦)	所在省份	预计投产时间
1	东莞宁洲厂址替代电源项目	3×700	广东	2023年3月第一台机组投产，2023年9月第二台机组投产
2	广东能源集团台山广海湾热电联产	1×700	广东	2023年底
3	粤华发电公司（黄埔电厂）气代煤	1×660	广东	2023年6月
4	广州珠江LNG电厂二期调峰电源项目	2×600	广东	2023年6月第一台机组投产，2023年12月第二台机组投产
5	惠州大亚湾石化区西部综合能源站	2×600	广东	2023年底前
6	广州开发区东区“气代煤”热电联产	2×460	广东	2023年
7	惠州丰达电厂二期扩建项目	1×460	广东	2023年上半年
8	国能肇庆电厂肇庆大旺二期热电联产	2×400	广东	2023年底前
9	肇庆鼎湖天然气热电联产	2×460	广东	2023年3月第一台机组投产，2023年6月第二台机组投产
10	东莞深燃天然气热电公司高埗电厂	2×470	广东	2023年
11	国电投东莞东城燃气热电联产扩建	1×470	广东	2023年
12	东莞洪梅天然气热电联产（2号机）	1×460	广东	2023年上半年
13	国家能源集团惠州大亚湾热电二期	2×400	广东	2023年底前
14	珠海深能洪湾电力热电联产项目	2×400	广东	2023年
15	四川能投广元燃机工程	2×700	四川	2023年
16	华电内江白马重型调峰燃机项目	2×400	四川	2023年底前
17	华电青岛天然气热电联产工程项目	2×506	山东	2023年
18	湘投国际衡东联合循环发电工程	2×490	湖南	2023年底前
合计		15921		

消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

✓ 2023年我国天然气资源供应增量约260亿方。其中，产量/进口LNG长协/进口管道气/进口LNG现货分别增加110/70/70/10亿立方米。

表：2023年中国新增天然气长协供应513万吨

项目名称	卖方	买方	合同规模 (万吨/年)	合同年限 (年)	计划供气时间
2023年中国新增长协					
Calcasieu Pass LNG	Venture Global	中国海油	150	3	2023年5月
北极-2	诺瓦泰克	中国海油	198	20	2023年7月
Corpus Christi LNG	切尼尔	中国石油	90	20	2023年6月
北极-2	诺瓦泰克	中国石油	198	20	2023年7月
Calcasieu Pass LNG	Venture Global	中国石化	100	3	2023年5月
Qarargas-RasGas	卡塔尔天然气公司	河北建投	100	15	2023年1月
bp 资源池	bp	佛燃能源	8	10	2023年4月
bp 资源池	切尼尔	佛燃能源	30	20	2023年1月
bp 资源池	bp	广东国电	20	10	2023年1月
bp 资源池	bp	深圳燃气	23	10	2023年1月
Pavilion Energy资源池	Pavilion Energy	杭嘉鑫	50	5	2023年1月
合计			967		
年内新增供气量 (万吨)			646		
2023年结束长协					
	bp	新奥集团	30		
	Origin Energy (澳大利亚)	新奥集团	28		
	bp	佛燃能源	30		
	巴布亚新几内亚	中国石化	45		
年内减少供气量 (万吨)			133		
2023年长协净增加 (万吨)			513		

表：中国管道气进口路线

进口管道	支线	途经	气源	设计运力 (亿立方米)	国内衔接	输气方向	投用时间
中亚管道	A线	土库曼斯坦-乌兹别克斯坦-哈萨克斯坦-中国新疆	土库曼斯坦	150	西气东输二线	华南	2009
	B线	哈萨克斯坦-中国新疆	哈萨克斯坦	150	西气东输二线	华南	2010
	C线	土库曼斯坦-乌兹别克斯坦-哈萨克斯坦-中国新疆	土库曼斯坦	250	西气东输三线	江西	2014
	D线	乌兹别克斯坦-塔吉克斯坦-吉尔吉斯斯坦-中国新疆	土库曼斯坦	300	西气东输五线	京津冀	-
中缅管道		缅甸-中国广西	孟加拉湾海域气田	120	西气东输二线广南支线、中贵线	云南、贵州、广西	2013
中俄管道	东线	俄罗斯东西伯利亚-中国黑龙江	东西伯利亚气田	380	中俄管道境内部分	京津冀、长江三角洲及上海周边等	2019
	西线	俄罗斯西西伯利亚-中国新疆	西西伯利亚气田	500	西气东输管道		-

消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

✓ 2023年我国天然气需求回暖&供给增加，需求/供给预计增加230/260亿方。

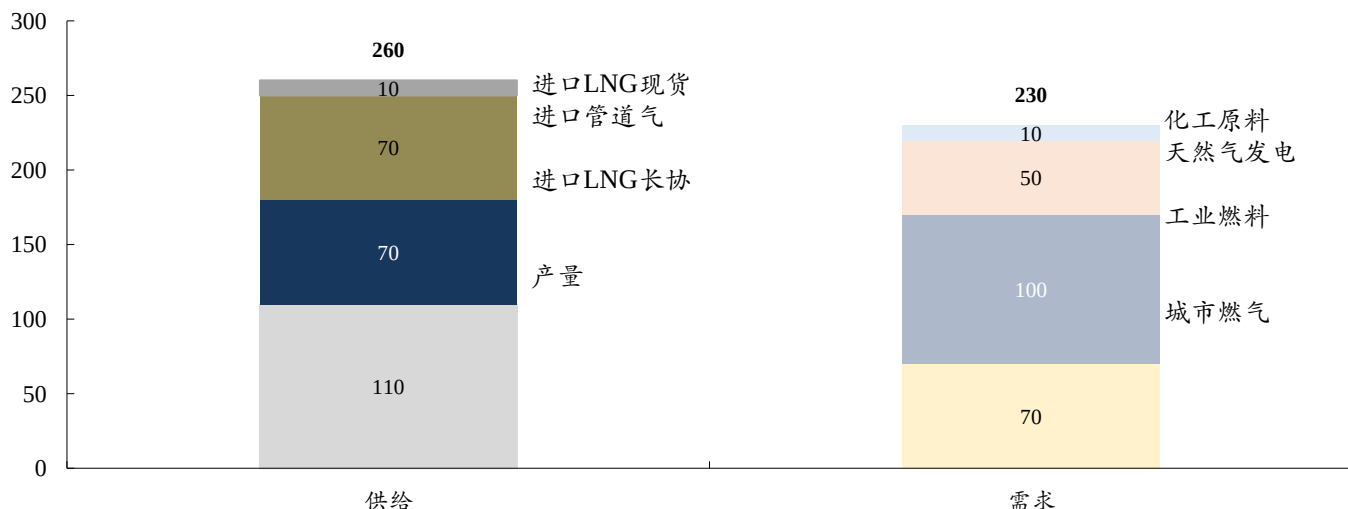
需求增加来自：

1) 城市燃气：气化人口增加、消费恢复工商业用气加；2) 工业燃料：煤改气推进；3) 天然气发电：燃气电厂陆续建成；4) 化工原料。

供给增加来自：

1) 国内产量增加；2) 进口LNG长协增加；3) 进口管道气（中俄东线）增供；4) 全球气价回落带来进口LNG现货增加。

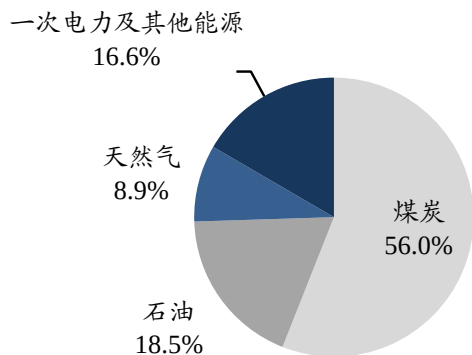
图：2023年我国天然气需求/供给预计增加230/260亿方



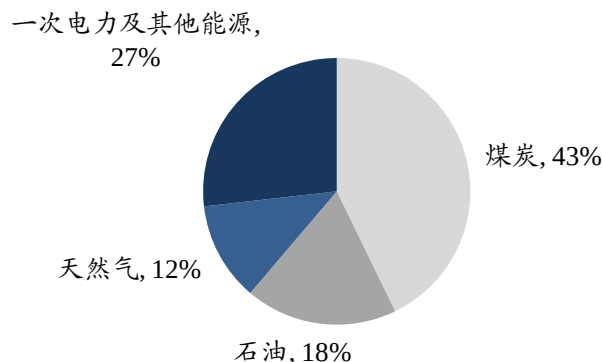
消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

✓ 天然气在我国能源消费体系中的具有重要地位，2022-2030年天然气消费量复合增速为5.8%。从能源结构占比来看，近年来我国天然气占一次能源消费总量的比重不断提升，2021年达8.90%，国家能源局提出目标：2030年天然气占一次能源消费总量的比重达到15%，政策利好下天然气具有良好的发展前景。根据《碳达峰碳中和愿景下中国能源需求预测与转型发展趋势》的预测，我国一次能源消费量2030年前后达峰，峰值约为 60.1×10^8 t标准煤；碳排放量2025年前后达峰，峰值约为 107×10^8 t；2030年天然气消费占比为12.0%。按照1亿吨标准煤对应799亿方天然气进行换算，2030年天然气消费量为5762亿方，2022-2030年天然气消费量复合增速为5.8%，行业持续增长。

图：2021年我国能源消费结构



图：2030年我国能源消费结构



图：2022-2030年天然气消费量复合增速为5.8%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
能源消费总量（亿吨标准煤）	47.2	48.7	49.8	52.4	54.1	54.9	55.7	56.5	57.3	58.0	58.7	59.4	60.1
能源消费总量yoy	3.5%	3.3%	2.2%	5.2%	3.2%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
天然气占能源消费总量比例（%）	7.6%	8.0%	8.4%	8.9%	8.5%	8.9%	9.3%	9.7%	10.1%	10.5%	11.0%	11.5%	12%
天然气消费量（亿吨标准煤）	3.6	3.9	4.2	4.7	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8	6.1	6.4	6.8	7.2
天然气消费量（亿方）	2817	3060	3340	3726	3663	3893	4127	4367	4612	4854	5147	5446	5762
天然气消费量yoy	17.7%	8.6%	9.2%	11.6%	-1.7%	6.3%	6.0%	5.8%	5.6%	5.2%	6.0%	5.8%	5.8%

注：假设能源消费总量，2022-2026年每年增加0.8亿吨标准煤，2026-2030年每年增加0.7亿吨标准煤；天然气占能源消费总量比例，2022-2027年每年增加0.4pct，2027-2030年每年增加0.5pct

数据来源：《碳达峰碳中和

目 录

消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

盈利回升：顺价机制理顺，城燃端毛差修复

估值偏低&产业整合，龙头城燃地位提升&估值修复

投资建议及风险提示

✓ **中石油新签气价上涨。**根据中石油2023-2024年合同年度管道气价格政策，与2022年度方案相比，新方案的合同气价整体上浮，同时低价管制气配置占比下滑，下游城燃公司进一步承压。就目前已公示的中石油、中石化2023-2024合同年度销售合同来看，今年上游售气呈现压力+涨价趋势。

表：中石油2023-2024年管道气合同方案

	管制气		非管制气		调峰量
	居民用气	均衡1	均衡2 (固定价格)		
2023/4-2023/10较门站价上浮比例	15%	20%	80%	挂靠JKM现货	
资源配置占比	70%		27%	3%	
2023/10-2024/3较门站价上浮比例	15%	20%	80%	挂靠JKM现货	120%以上
资源配置占比	55%		42%	3%	

表：中石油天然气销售河北分公司2022-2023年定价方策

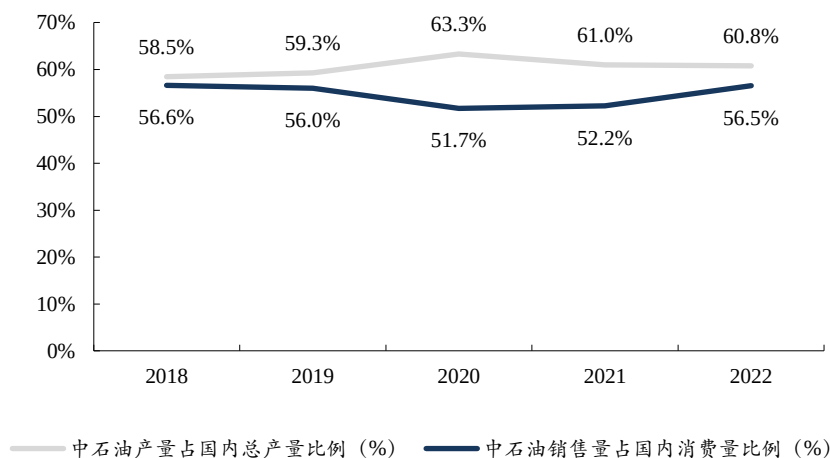
	管制气		非管制气	调峰量
	居民用气	均衡1	均衡2 (固定价格)	
2022/4-2022/10较门站价上浮比例	5%	15%	55%	
资源配置占比	75%		25%	
2022/11-2023/3较门站价上浮比例	N/A	20%	11月-次年2月基准门站价上浮70%，3月上浮45%	70%
资源配置占比	55%		45%	

✓ 中石油天然气平均成本可以代表国内整体天然气成本水平，成本持续上行。

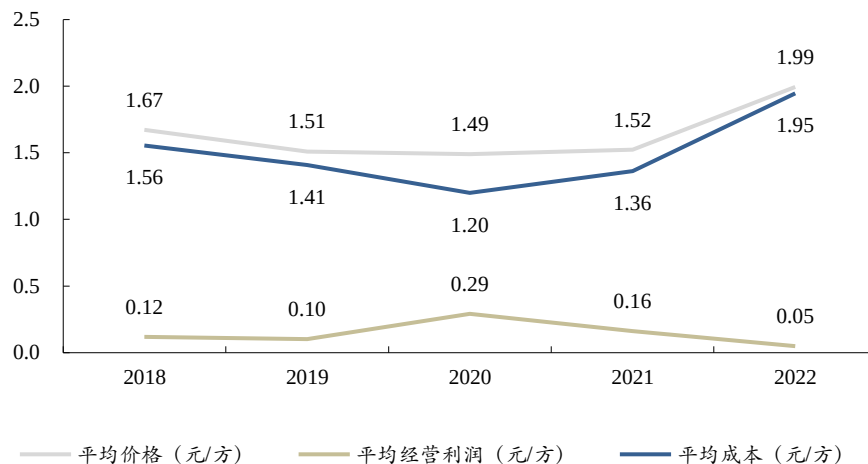
2018-2022年，中石油的产量和消费量均占到国内整体天然气产量和消费量的50-60%，中石油天然气经营情况一定程度上代表了中国天然气市场状态。

2020-2022年中石油天然气售价持续提升，平均销售价格由2020年的1.49元/方提升至2022年的1.99元/方，而成本以更大的幅度上涨，导致平均经营利润缩窄，平均经营利润由2020年的0.29元/方降低至2022年的0.05元/方。

图：中石油产量/销售量占国内比例（%）



图：2018-2022年中石油天然气板块售价&成本

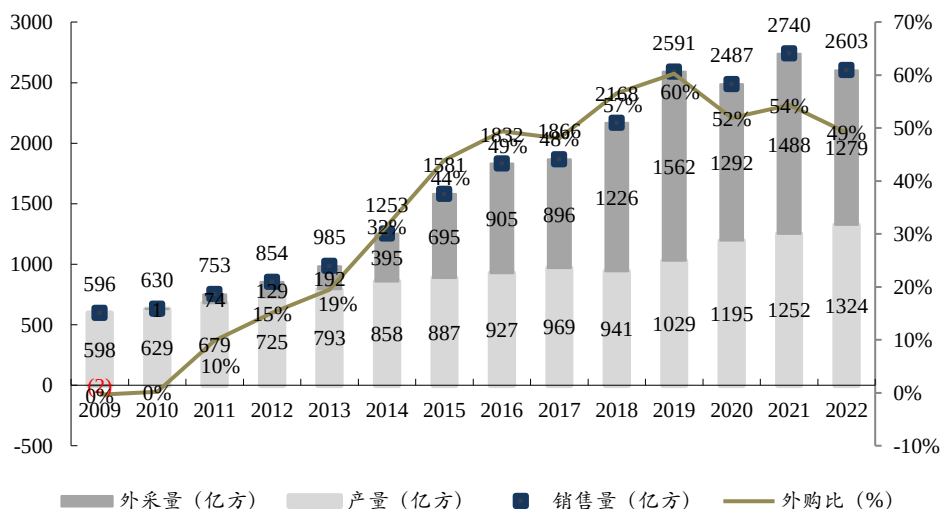


✓ 中石油天然气平均成本可以代表国内整体天然气成本水平，成本持续上行。

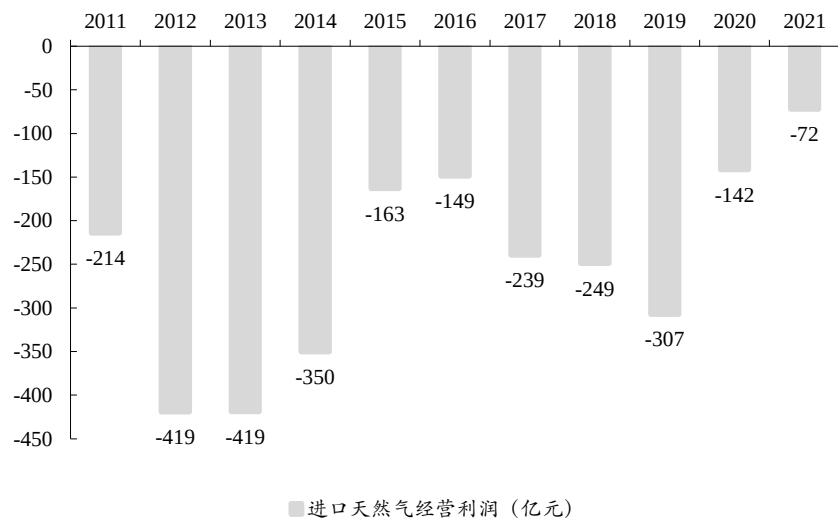
中石油天然气销售量近半依赖外采，2020-2022年天然气成本随国外气价&操作成本上涨而提升。2011年起，中石油为了满足国内需求增长开始进行天然气进口，外采率也随之增加，2022年达到49%；

然而国内用户的气价受到政府管控，进口气始终处于亏损状态，2011-2021年合计亏损2723亿元。

图：中石油天然气外购比例（%）



图：2011-2021年中石油进口天然气合计亏损2723亿元

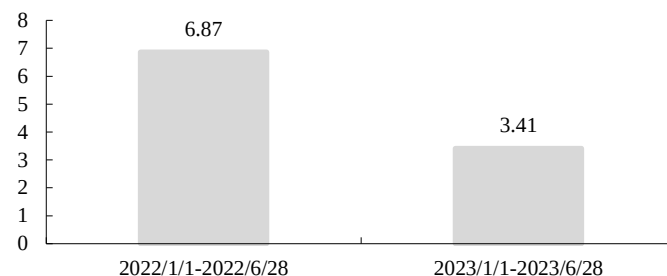


✓ 2023年中石油天然气销售价（城燃采购价）预计上升0.3元/方，降价促销&海外气价下降国内整体气价预计与去年相当。

1) 根据月度天然气消费量数据，采暖季（4-10月）与非采暖季（11月-次年3月）的天然气消费量比例为55.5%：45.5%；根据《能源杂志》数据，城市燃气用气量中居民用气与非居民用气的比例为20%：80%；根据金联创数据，各地门站价的平均值为1.68；JKM价格采用中石油预估的2023年4-6.2元/方的中间值5.1元/方进行测算；根据中石油公布的2022-2023/2023-2024定价方案可以算出2022-2023年销售价格为2.18元/方，2023-2024年销售价格为2.48元/方，整体提价0.3元/方，提价幅度13.8%。但由于中石油前期亏损严重，且最新合同方案与JKM挂钩，市场化程度提升，新价格方案具备一定合理性。

2) 今年以来，气源企业强化居民用气保障力度，增加较为低价的合同气量；同时城市燃气公司仍将积极寻求国外低价气，天然气到岸价大幅下降，促进国内气源企业进行降价促销。整体来看2023年城燃公司采购成本与2022年相比基本相当。

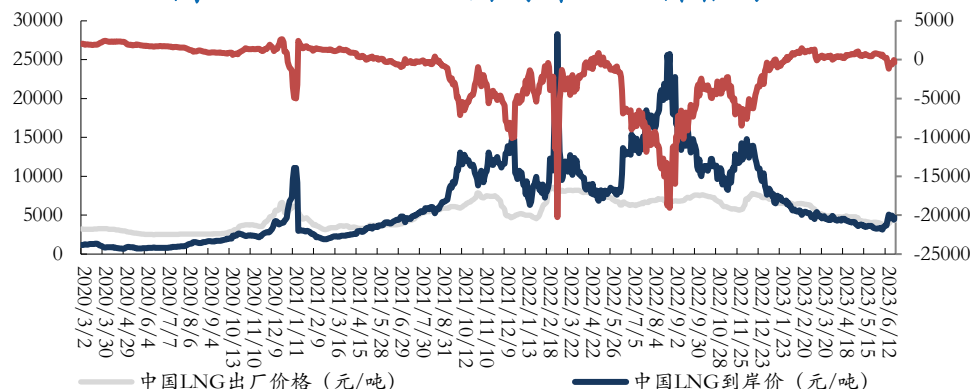
图：2023H1 LNG到岸价同比下降50%（元/方）



图：中石油天然气销售价测算（元/立方米）

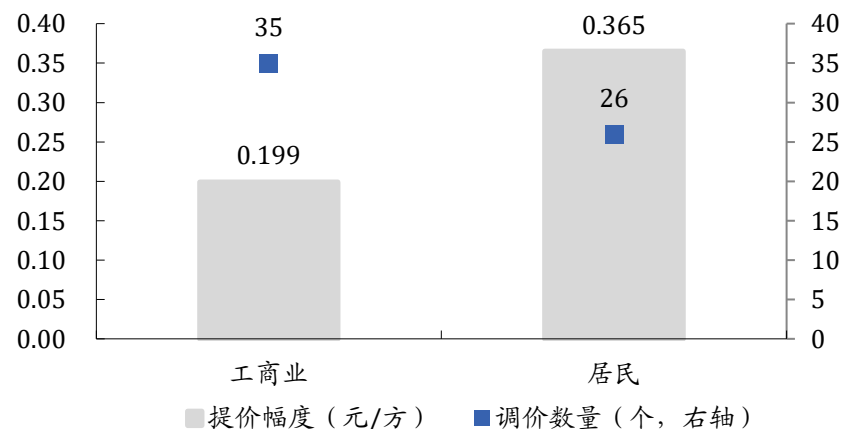
中石油合同方案	门站价上浮比例		中石油销售价格	
2022-2023 年合同				
2022/4-2022/10	24%	30%	2.18	
2022/11-2023/3	38%			
2023-2024 年合同				
2023/4-2023/10	35%	39%	2.33	2.48
2023/11-2023/3	44%			
3%挂钩 JKM			0.153	

图：2020/3-2023/6国内外LNG价格对比

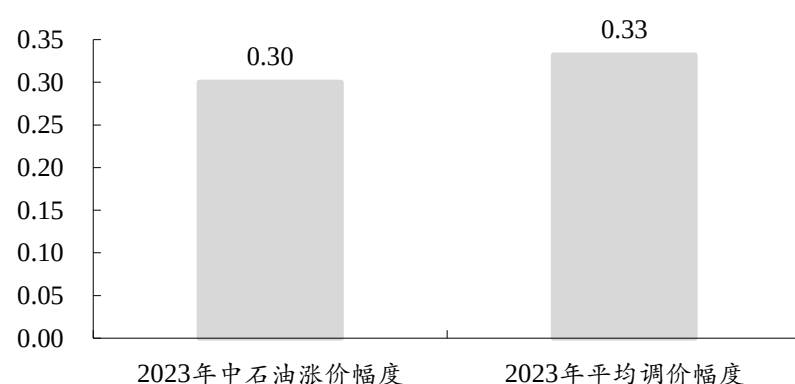


- ✓ 多数地区的调价相对滞后，价格调整改革亟需进行；部分地区价格理顺初见成效，期待进一步发展。我们梳理了全国地级以上城市的气价政策，58%的居民用气和51%的工商业用气自2021年海外气价上涨以来未实行过调价；多数地区调价滞后，本轮气价上涨亟待传导，价格有待进一步理顺。从2023年已经进行调价的城市来看：
 - ✓ 1) 居民用气方面，2023年26个城市进行了调价，占比9.5%；调价的26个城市2023年第一阶梯居民用气平均气价2.87元/方，平均上调幅度约0.199元/方。
 - ✓ 2) 工商业用气方面，2023年35个城市进行了调价，占比12.8%；调价的35个城市2023年非采暖季工商业平均气价3.83元/方，采暖季工商业平均气价4.11元/方，平均上调幅度约0.365元/方。
 - ✓ 按照城市燃气用气量中居民用气与非居民用气的比例为20%：80%进行计算，2023年已调价地区平均调价幅度为0.33元/方，略高于2023年中石油制定的气价销售方案上涨幅度（0.30元/方），城市燃气公司价差有修复。

图：2023年居民/工商业平均调价幅度



图：2023年城燃平均调价幅度略高于中石油（元/方）



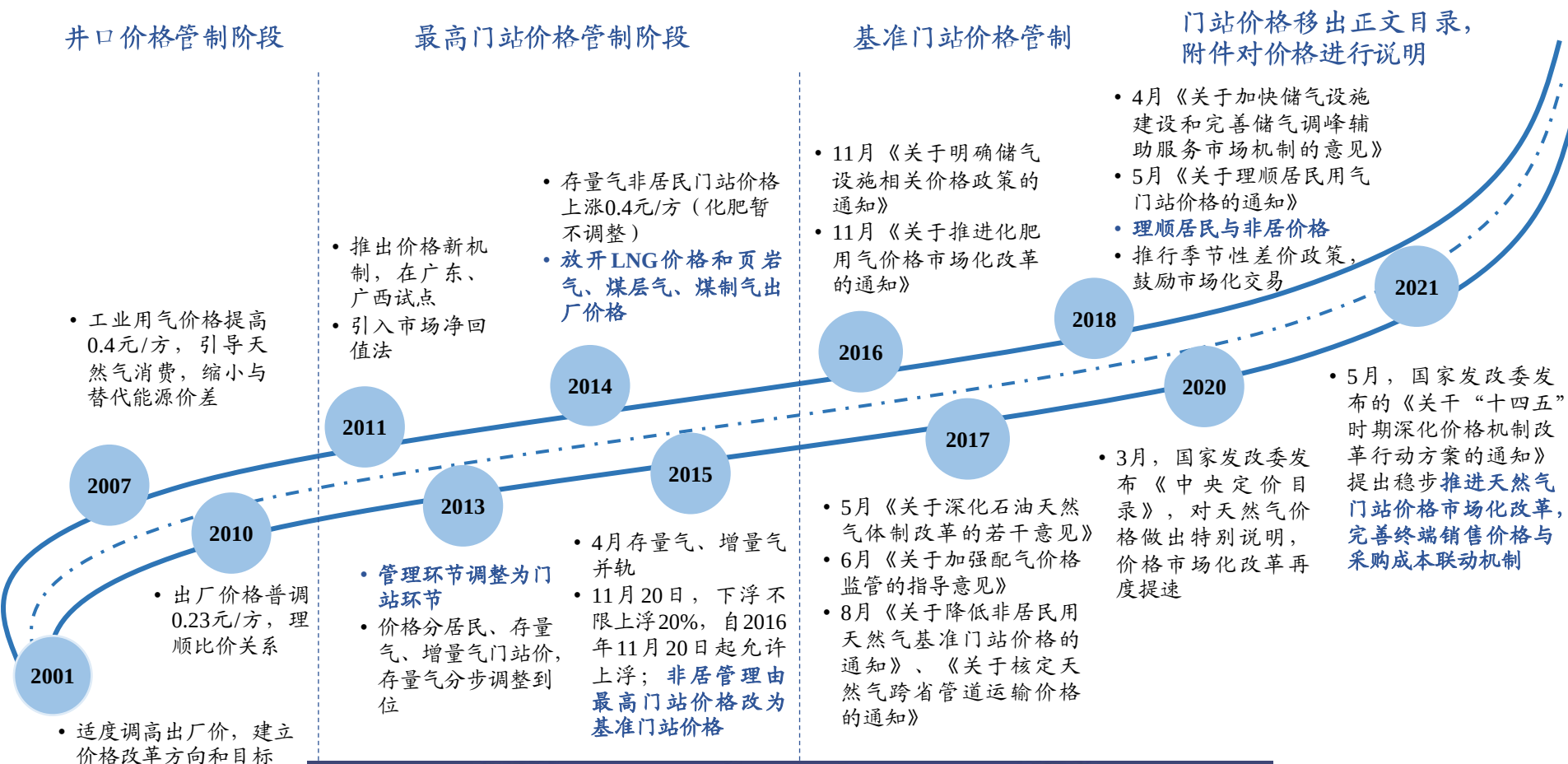
- ✓ 2023年调价新政聚焦居民端调价&解决交差补贴问题。我们选取具有代表性的地区调价新政进行总结，发现：
- 1) 居民和非居民调价的触发机制类似：采购成本在基期上浮5%可触发；
 - 2) 居民调价仍然不及非居民灵活，但采购价上涨幅度可以持续累加：原则上居民每年一次、非居民每年四次；
 - 3) 价差补贴的问题逐步解决：上调居民价格、下调非居民价格；
 - 4) 倡导价格完全理顺：气价联动调整后的终端销售价格=基准终端销售价格+价格联动调整额。

图：2023年已发布的调价政策（部分）

地区	文件名称	发布时间	发布单位	具体内容
河北石家庄	《天然气价格公告》	2023年4月20日	石家庄市发改委	2022年石家庄主城区居民用管道天然气综合采购价格较基期价格上涨0.4元/方，当年未疏导；以政府补助形式、按照0.37元/方标准对2022-2023年采暖季居民用气给予财政补助，以确保燃气企业稳定供气。2023年，按照石家庄主城区燃气企业签订的购销合同测算，居民用管道天然气综合采购价格同比+0.18元/立方米，较基期价格累计上涨0.58元/立方米，达到价格联动机制启动条件。2023年4月，石家庄居民管道天然气销售价格上调0.37元，完成本轮顺价。
湖南省	《关于召开湖南省天然气上下游价格联动机制听证会的公告》	2023年3月15日	湖南省发改委	原则上居民用气终端销售价格每年联动上调不超过1次，非居民用气终端销售价格每年联动上调不超过4次，下调次数不限。国家基准门站价格、省内管道运输价格、配气价格调整时，不受联动频次限制。原则上居民用气价格的联动上调幅度不超过第一档基准终端销售价格的10%，非居民气价联动原则上按照气源采购平均成本同步同额同向调整。联动公式：1) 气价联动调整后的终端销售价格=基准终端销售价格+价格联动调整额。2) 管道气价联动调整额=（气源采购平均成本-基准门站价格）÷（1-供销差率）。3) LNG、CNG气价联动调整额=（本期气源采购平均成本-上一期气源采购平均成本）÷（1-供销差率）。4) 供销差率（损耗率）按照定价区域配气价格年度供销差率计算，最高不得超过4%。
重庆市	《重庆市发展和改革委员会关于2023年非采暖季中心城区天然气销售价格的通知》	2023年5月26日	重庆市发改委	1) 居民用气方面，①居民天然气一、二、三阶梯最高销售价格分别由现行每立方米2.039元、2.209元、2.559元调整为2.196元、2.366元、2.716元。②执行居民类用气价格的学校、养老福利机构和部队食堂用气最高销售价格由现行每立方米2.089元调整为2.246元。③低保用户和特困人员生活用气最高销售价格本次暂不作调整，仍按现行每立方米1.96元执行。2) 非居民用气方面，①工业、商业、集体用气最高销售价格保持不变，仍按现行每立方米3.10元执行。②CNG原料气价格、车用CNG最高销售价格本次仍暂不作调整，CNG原料气最高销售价格继续按现行每立方米2.576元执行，车用CNG最高销售价格继续按现行每立方米3.686元（按质量计算为每公斤5.420元）执行。
贵州贵阳	《省发展改革委关于降低非居民用气价格及有关事项的通知》 《省发展改革委关于联动调整居民用气价格及有关事项的通知》	2023年5月19日 2023年5月31日	贵州省发改委	由省级定价的贵阳市城区及与其共用同一配气管网区域非居民用气价格由3.96元/立方米下调为3.72元/立方米。 自2023年6月1日起至2024年3月31日，将省级定价的贵阳市城区及与其共用同一配气管网区域居民用气价格上调0.15元/立方米，即第一、二、三档价格分别调整为2.76元/立方米、3.21元/立方米、3.95元/立方米。
吉林省吉林市	《吉林市城镇管道天然气上下游价格联动办法》	2023年3月21日	吉林市发改委	居民天然气销售价格联动周期不少于一个年度，在一个周期内，保持配气价格不变的前提下，当综合购进价格累计变动达到或超过基期水平5%时，居民生活用天然气在基础销售价格（即第一阶梯销售价格）的基础上核加（减）联动价格。各阶梯销售价格按国家和省规定1:1.2:1.5确定。周期内天然气综合购进价格累计变动未达到基期水平5%时，变动幅度持续累计计算，当达到或超过基期水平5%时，启动联动机制。 根据上游天然气价格政策变动情况及我市天然气市场供需实际，对非居民天然气销售价格实行季节性差价管理，即分为：冬季价格和夏季价格。冬季价格执行时间原则上自11月1日至次年3月31日，夏季价格执行时间原则上自4月1日至10月31日。当周期内天然气综合购进价格变动幅度达到或超过上一年同期（冬季或夏季）水平5%时，

门站销售价格逐步实现居民和非居用气价格并轨，鼓励市场化交易；国家管网公司成立，管输环节加强监管，管输费按照“准许成本+合理收益”的原则制定。

图：我国天然气市场改革历程



图：上下游联动机制三阶段

居民用气上下
游联动加速

2007年 - 2016年

一、国家发改委《关于2007年深化经济体制改革工作意见的通知》等。

非居用气上下游联动加速落地、
居民用气价格联动较为克制

2017年起

- 一、《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》；
- 二、《国家发展改革委关于全面深化价格机制改革的意见》发改价格〔2017〕1941号；
- 三、《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》；
- 四、《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》发改价格规〔2018〕794号等。

探索阶段

2023年起

- 一、2023年2月，国家发改委《关于提供天然气上下游价格联动机制有关情况的函》；
- 二、2023年4月，国家发改委《天然气上下游价格联动相关指导意见（征求意见稿）》等。

目 录

消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

盈利回升：顺价机制理顺，城燃端毛差修复

估值偏低&产业整合，龙头城燃地位提升&估值修复

投资建议及风险提示

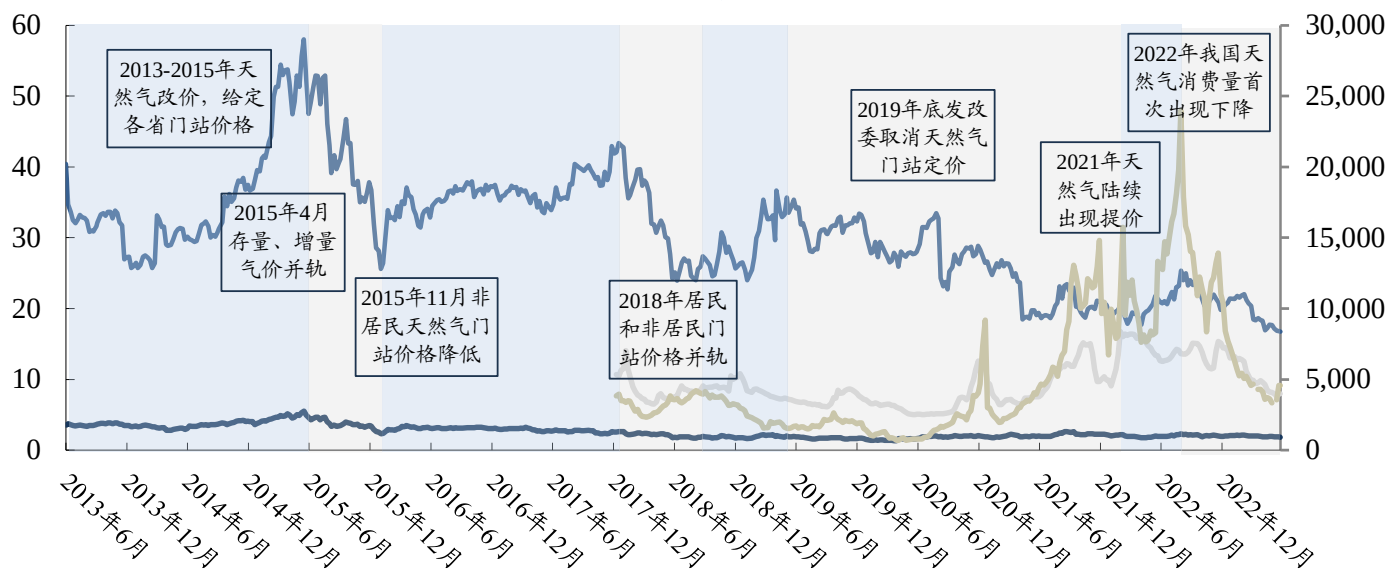


当前城燃板块估值处于十年历史低点

✓ 燃气（申万）板块指数当前PE仅为17.22倍，处于十年分位点1.05%的历史低点。

- 2013至2015年天然气市场平稳有序发展，天然气价格形成机制改革由广东、广西试点向全国推广，板块估值达到十年高位。
- 2015年天然气价格两次进行调整，4月增量气最高门站价格下调、存量气上调实现价格并轨，同年11月非居民用天然气价格下调，天然气公司利润端不断压缩，板块估值一路回落。
- 2022年俄乌冲突下，能源资源紧缺意识突显，板块估值略有回升；随后，下半年国际天然气价格大幅高升，成本随之上涨，城燃顺价不畅，盈利能力受损，估值开始下滑。
- 2023上半年估值继续下行，主要由于天然气消费量2022年受到气价高位及疫情因素扰动出现负增长，市场信心疲软，市盈率达到十年历史最低点。截至2023年7月7日，燃气（申万）板块指数PEttm 17.05倍，处于十年分位点0.84%的历史低点，PB 1.94倍，处于25%分位数的历史低点。2023年各地顺价政策不断出台，行业整体盈利能力修复，预计板块估值回升。

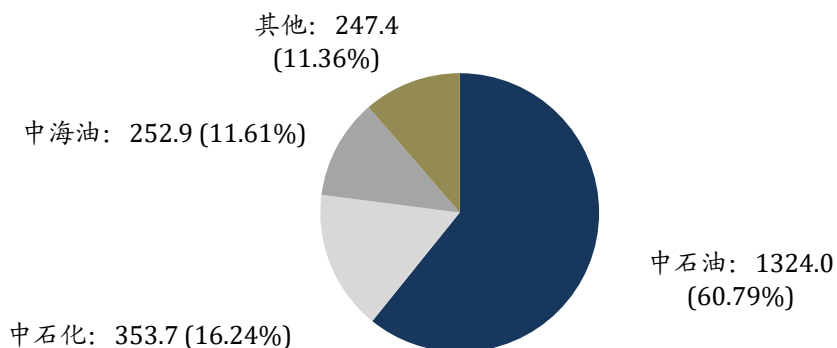
图：天然气板块近十年估值水平复盘



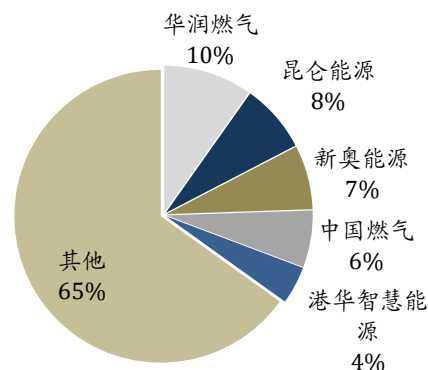
“一城一企”政策推动龙头整合市场

- ✓ **天然气供给端生产资源高度集中，2022年中石油、中石化和中海油三家央企天然气产量占国内总产量88.6%。**2022年，国内天然气产量2177.9亿立方米，其中，中石油、中石化、中海油天然气产量分别达到1324.0、353.7、252.9亿立方米，占国内天然气产量的60.8%、16.2%、11.6%。国内三大油气能源央企主导天然气上游市场。
- ✓ **行业集中度较高，预期将进一步提升。**2022年城燃销气量前五的企业华润燃气、昆仑能源、新奥能源、中国燃气、港华智慧能源市占率分别为10%、8%、7%、6%、4%。城燃零售气量CR5较为稳定，有逐年小幅扩大趋势，2022年达到35%。

图：2022年中国天然气企业产量及占比（亿立方米）



图：城燃板块2022年销气量前五企业



“一城一企”政策推动龙头整合市场

✓ 区域城燃企业数量多，“一城一企”格局待形成。

- 根据《国际石油经济》期刊统计，截至2020年底我国共有城燃企业6000余家，而全国仅有2800余县级行政单位，目前我国部分区域仍存在城燃企业过多的情况，导致燃气市场资源分散、价格无法统一，对供气安全性有较大影响。
- 浙江、广东、河北、河南等多地先后发文提出管理意见，希望城燃国有企业发挥带头作用完成城燃企业规模化、集团化建设，基本形成一城一企的管道燃气建设经营格局，政策推动下市场整合步伐加快。

表：全国多地出台“一城一企”城燃改革政策

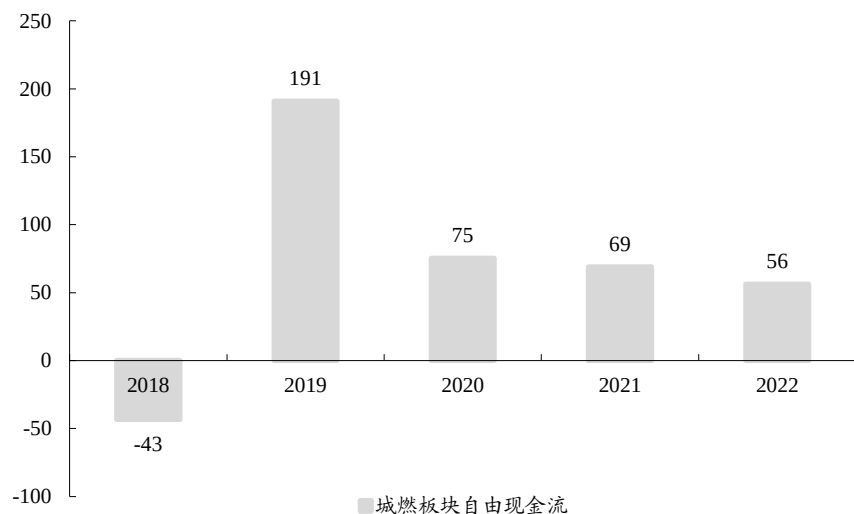
日期	地点	文件名	主要内容
2020/2/10	浙江	《关于印发2020年浙江省能源领域体制改革工作要点的通知》	全面推动城镇燃气扁平化和规模化改革，完成企业整合形成一城一企。
2021/12/13	广东	《广东省城镇燃气发展“十四五”规划》	鼓励城燃企业规模化、集团化，减少层级，降低中间成本，以市场化方式推动城燃企业整合。
2022/5/24	河南	《河南省人民政府办公厅关于进一步规范全省管道燃气经营加强安全管理的意见》	完成城燃企业经营评估工作，淘汰评分较差、不符合规定的企业，形成一城一企格局。
2022/6/22	成都	《成都市管道燃气经营企业规模化整合改革工作建议方案（征求意见稿）》	暂停新增管道燃气特许经营权，鼓励现有燃气经营企业以重组整合等形式获得特许经营权。
2023/1/16	河北	《河北省人民政府办公厅关于印发河北省城市燃气等老旧管网更新改造实施方案（2023-2025年）的通知》	强化市场治理和监管，严格落实燃气经营许可管理规定建立燃气企业退出机制。

强现金流+高分红，城燃有望迎来价值重估

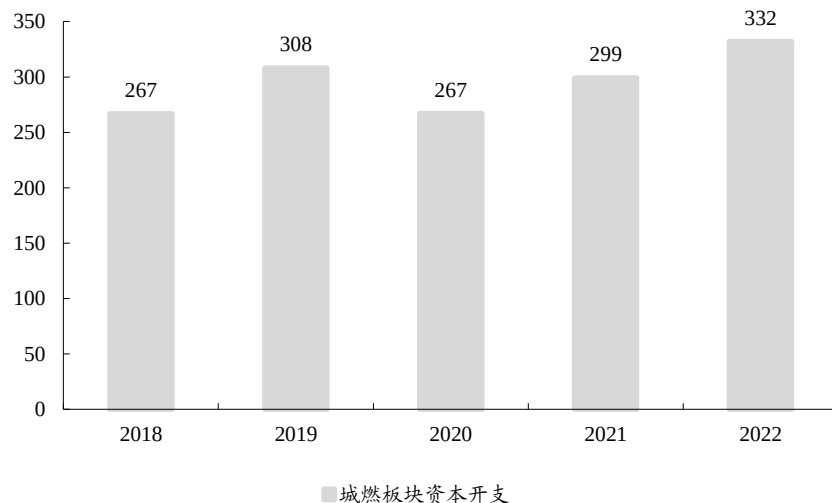
✓ 城燃板块盈利能力良好，自由现金流稳健，资本开支维持高水平。

- 项目整合、管道建设需要大量资本投入，城燃企业近五年资本开支一直保持较高水平。据中国能源报，城燃龙头企业新奥能源披露今年资本开支预期较稳定。为满足燃气供应能力扩大，预计城燃企业将继续投入项目建设及开发，同时为满足环保及安全的高要求需进行制造设施升级改造，预计今年城燃板块资本开支仍将维持高水平。
- 以EBITDA+折旧与摊销-营运资本增加-资本开支来计算自由现金流，尽管资本开支较高，城燃板块仍凭借稳健的盈利能力自2018年转正后连续四年产出正自由现金流。

图：城燃板块自由现金流稳健（亿元）



图：城燃板块资本开支保持较高水平（亿元）

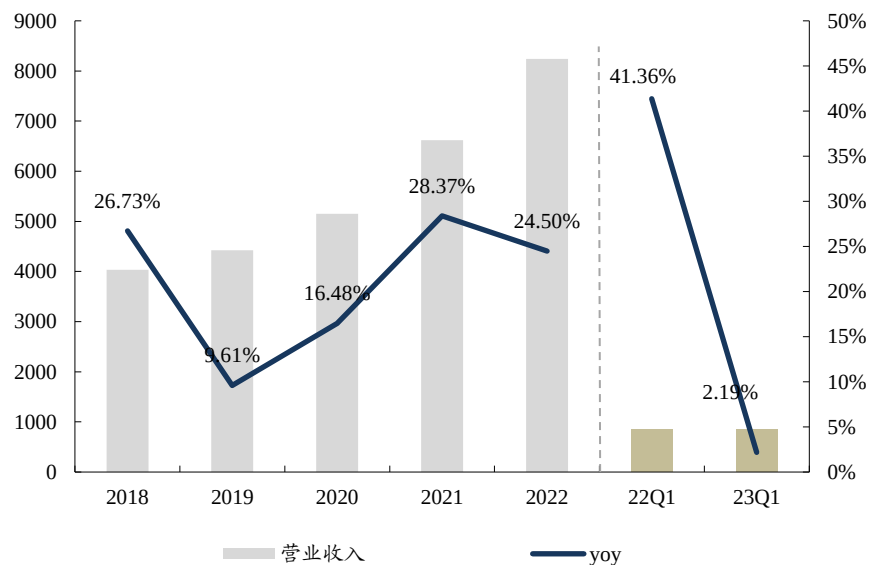


强现金流+高分红，城燃有望迎来价值重估

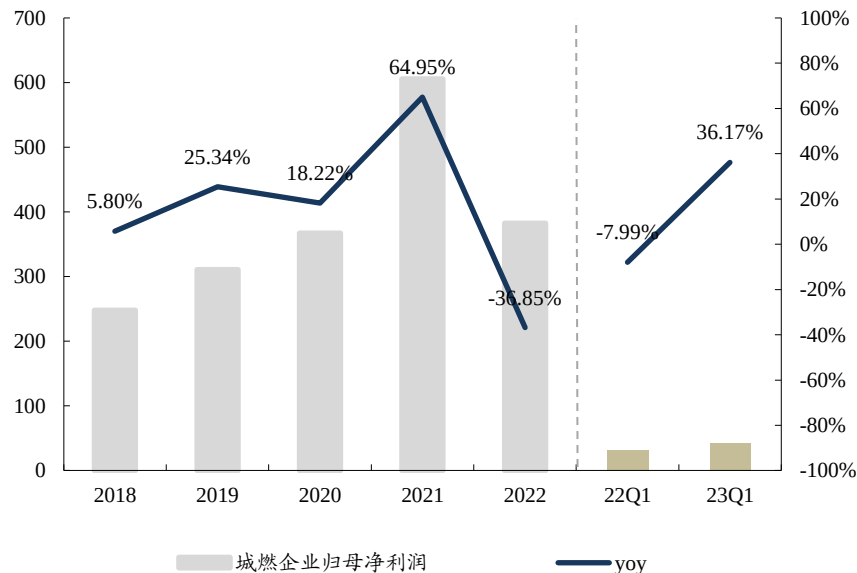
✓ 城燃企业顺价机制完善利润修复，增收不增利局面改善。

- 城燃板块2018-2022年营业收入维持稳定增长，五年复合增长率达19.52%，归母净利润2018-2021年四年复合增速达到25%。
- 2022年，城燃企业营收因气价高涨而增长，但由于气源成本无法向下游理顺，城燃企业归母净利润大幅下滑。
- 2023年，多地发布完善天然气上下游价格联动相关政策，城燃企业利润端将有所改善；可以看到2023Q1营收增速明显放缓，而归母净利润增速已回升至36.17%，城燃企业增收不增利的局面改善。

图：城燃板块营业收入稳增长（亿元）



图：城燃企业归母净利润变化趋势（亿元）



强现金流+高分红，城燃有望迎来价值重估

✓ 受益于良好充裕的自由现金流，分红比例维持较高水平。城燃板块营业收入稳定且有良好的自由现金流表现，整体分红比例较为突出。稳定的分红彰显较高的安全边际，城燃板块有望迎来价值重估。

图：城燃板块企业分红比例

证券代码	证券简称	公司属性	2020分红比例	2021分红比例	2022分红比例	分红率均值
0135.HK	昆仑能源	中央国有企业	337.05%	7.76%	42.48%	129.09%
1193.HK	华润燃气	中央国有企业	41.78%	45.95%	51.33%	46.35%
600917.SH	重庆燃气	中央国有企业	35.49%	50.96%	50.46%	45.64%
002911.SZ	佛燃能源	地方国有企业	71.11%	71.52%	65.56%	69.40%
002267.SZ	陕天然气	地方国有企业	62.38%	79.20%	54.13%	65.23%
600333.SH	长春燃气	地方国有企业	185.35%	0.00%	0.00%	61.78%
000421.SZ	南京公用	地方国有企业	16.54%	58.62%	95.53%	56.90%
603053.SH	成都燃气	地方国有企业	53.13%	54.56%	54.25%	53.98%
601139.SH	深圳燃气	地方国有企业	45.72%	34.00%	30.60%	36.77%
603689.SH	皖天然气	地方国有企业	30.53%	30.93%	37.03%	32.83%
603318.SH	水发燃气	地方国有企业	31.60%	22.61%	30.86%	28.36%
600617.SH	国新能源	地方国有企业	0.00%	60.76%	0.00%	20.25%
0384.HK	中国燃气	公众企业	28.40%	28.92%	39.18%	32.16%
002259.SZ	ST升达	公众企业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603706.SH	东方环宇	民营企业	108.70%	97.24%	96.70%	100.88%
600681.SH	百川能源	民营企业	88.63%	108.74%	102.83%	100.07%
605368.SH	蓝天然气	民营企业	69.51%	54.97%	83.55%	69.34%
831010.BJ	凯添燃气	民营企业	93.83%	0.00%	82.58%	58.81%
605169.SH	洪通燃气	民营企业	77.60%	51.98%	35.21%	54.93%
834014.BJ	特瑞斯	民营企业	118.47%	20.11%	27.24%	55.27%
603080.SH	新疆火炬	民营企业	40.08%	50.01%	30.93%	40.34%
2688.HK	新奥能源	民营企业	36.62%	32.17%	50.13%	39.64%
603393.SH	新天然气	民营企业	52.25%	22.60%	27.46%	34.10%
600803.SH	新奥股份	民营企业	25.65%	21.29%	28.71%	25.22%
600903.SH	贵州燃气	民营企业	30.34%	30.34%	0.00%	20.23%
300332.SZ	天壕环境	民营企业	20.00%	20.25%	20.11%	20.12%
605090.SH	九丰能源	民营企业	0.00%	30.68%	17.03%	15.90%
300435.SZ	中泰股份	民营企业	15.43%	12.33%	13.69%	13.82%
000593.SZ	德龙汇能	民营企业	0.00%	0.00%	36.45%	12.15%
002700.SZ	ST浩源	民营企业	-7.20%	0.00%	31.83%	8.21%
001331.SZ	胜通能源	民营企业	0.00%	0.00%	23.01%	7.67%
000669.SZ	ST金鸿	民营企业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
001299.SZ	美能能源	民营企业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
300483.SZ	首华燃气	民营企业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
1083.HK	港华智慧能源	外资企业	30.77%	37.82%	50.66%	39.75%
000407.SZ	胜利股份	外资企业	12.37%	27.99%	0.00%	13.45%
600635.SH	大众公用	其他企业	31.52%	48.66%	51.86%	44.01%

图：城燃板块企业股息率及市盈率（行情日期2023/7/7）

证券代码	证券简称	公司属性	股息率(%)	市盈率PE(TTM)
605368.SH	蓝天然气	民营企业	7.20	11.47
600681.SH	百川能源	民营企业	6.45	14.92
0384.HK	中国燃气	公众企业	6.56	10.62
831010.BJ	凯添燃气	民营企业	5.81	15.00
0135.HK	昆仑能源	中央国有企业	4.84	8.77
603706.SH	东方环宇	民营企业	4.58	20.64
1083.HK	港华智慧能源	外资企业	4.50	11.25
1193.HK	华润燃气	中央国有企业	4.24	12.10
002267.SZ	陕天然气	地方国有企业	3.76	16.59
002911.SZ	佛燃能源	地方国有企业	3.46	18.84
603053.SH	成都燃气	地方国有企业	3.06	17.95
2688.HK	新奥能源	民营企业	3.43	14.61
603393.SH	新天然气	民营企业	2.23	13.19
603689.SH	皖天然气	地方国有企业	2.26	14.31
605169.SH	洪通燃气	民营企业	1.93	24.13
600917.SH	重庆燃气	中央国有企业	1.88	43.02
000421.SZ	南京公用	地方国有企业	1.85	43.71
601139.SH	深圳燃气	地方国有企业	1.77	16.86
603080.SH	新疆火炬	民营企业	1.47	23.64
600635.SH	大众公用	其他企业	1.50	38.94
600803.SH	新奥股份	民营企业	1.50	8.88
605090.SH	九丰能源	民营企业	1.35	11.93
002700.SZ	ST浩源	民营企业	1.32	23.28
001331.SZ	胜通能源	民营企业	1.29	26.92
000407.SZ	胜利股份	外资企业	0.95	22.50
300435.SZ	中泰股份	民营企业	0.70	19.16
603318.SH	水发燃气	地方国有企业	0.23	81.59
834014.BJ	特瑞斯	民营企业	1.62	16.35
300332.SZ	天壕环境	民营企业	0.74	22.68
002259.SZ	ST升达	公众企业	0.00	-48.51
600333.SH	长春燃气	地方国有企业	0.00	-21.18
000669.SZ	ST金鸿	民营企业	0.00	-8.83
001299.SZ	美能能源	民营企业	0.00	36.87
000593.SZ	德龙汇能	民营企业	0.00	49.50
600903.SH	贵州燃气	民营企业	0.00	57.20
300483.SZ	首华燃气	民营企业	0.00	389.70
				872.35

注：成都燃气、水发燃气、新奥

数据来源：，公司年报，东

目 录

消费量恢复：全球天然气供需再平衡，国内消费回暖

盈利回升：顺价机制理顺，城燃端毛差修复

估值偏低&产业整合，龙头城燃地位提升&估值修复

投资建议及风险提示

国内消费复苏&价差理顺&市场整合，龙头城燃整体受益

重点推荐：零售气消费量&毛差修复+直销气快速发展【新奥股份】

建议关注：消费量&毛差修复【中国燃气】 【港华智慧能源】 【华润燃气】、消费量修复【昆仑能源】

具备核心资产，受益消费量修复&资产负债率增长

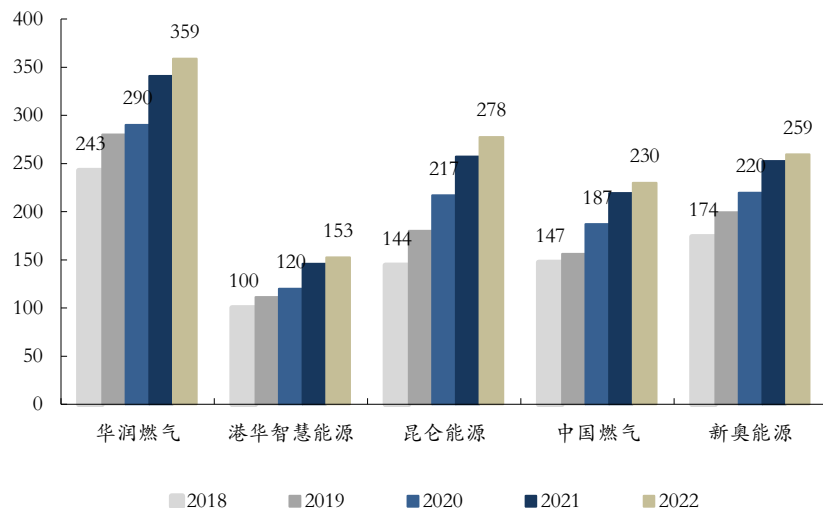
重点推荐：【九丰能源】具备LNG码头+船运资产，气源灵活气量翻倍增长

重点推荐：【天壕环境】具备跨省长输高壁垒资产，输气量5倍空间

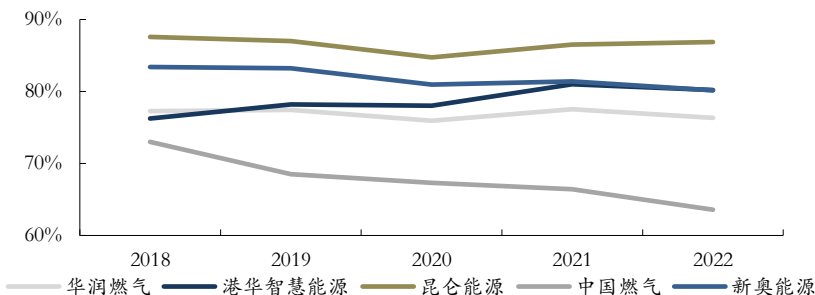
高股息区域性城燃，具备安全边际：

建议关注：【蓝天燃气】河南区域城燃龙头，布局中下游盈利稳定增长；高股息具备安全边际，股息率ttm7.2%（2023/7/7）

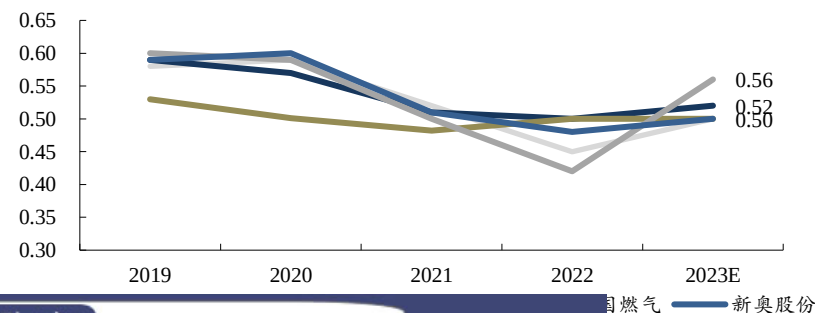
图：五大城燃零售气量（亿方）



图：五大城燃非居用气量占比（%）



图：2019-2022年五大龙头城燃价差（元/方）



✓ 国内龙头城燃，零售稳增直销打开空间

1) 天然气直销：2022 年，公司直销气量减少14.9%至 35.07 亿方；直销气毛差从0.31 元/方大幅增长至 0.72 元/方，系公司下半年低价长协开始执行叠加欧洲价格高位所致。2) 天然气零售：2022 年，全国表观消费量约为3663 亿方，同比下降 1.7%；在全国消费量下降的情况下，公司仍能保持零售气量的增长，零售气量增长 2.7%至 259.4 亿方，市占率7%，行业地位突出。零售气毛差 0.48 元/方，同比收窄 0.03 元/方，系四季度燃气采购价格上升，居民城燃端价格传导不畅，同时工商业客户由于疫情冲击用气量不及预期所致。国家推动资源价格向终端市场传导，内蒙、浙江、湖南、山东、河北等省份陆续出台顺价政策，顺价机制越发完善，价格传导进一步理顺。

✓ 一体化布局助公司稳健发展

公司分别在2020、2022年完成新奥能源（2011-2021年业绩CAGR20%）、舟山LNG接收站90%资产注入，实现天然气全产业链布局。1) 气源：国际+国内双资源池，持续优化。2022年公司新签、累计签署长协530、764万吨/年。2) 储运：加大运输&储气布局。2022年，公司获取10艘LNG船运力资源，同时加大管道气运输能力，推动国网21个项目开口，首年预计实现下载气量约5亿方。3) 客户：下游客户优质，顺价机制趋于完善。截至2022年底，公司共有254个城燃项目，覆盖20个省份，2022年工商业/居民/加气用户用气量占零售气78.5%/19.9%/1.6%，工商业客户顺价能力强，保障毛差相对稳定。

✓ 盈利预测与投资评级

盈利预测与投资评级：公司已完成新奥能源和舟山接收站资产的注入，实现天然气全产业链布局，天然气业务稳健发展，龙头地位日益稳固。我们维持2023-2025年公司归母净利润66.51/79.20/94.12亿元，复增17%，2023 PE9倍（估值日2023/7/7），维持“买入”评级。

✓ 风险提示

经济复苏不及预期、安全经营风险，汇率波动

✓ 河南城燃龙头，布局中下游

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公里）及两条地方输配支线（全长约303公里）；此外，公司取得了驻马店等区域的燃气特许经营权，所在地区城市管网总长度约3981公里。2022年公司长输管线输送能力为25.7亿方，天然气总销量17.1亿方，占河南省消费量13%，管线负荷率66.5%未来有进一步成长空间。

✓ 气源稳定&价差受益

稳定采购来自中石油的西气东输一线&二线气源，与中石化、安彩能源、中联煤层气、中裕能源、新奥能源等签署了天然气采购协议。2020-2022年，公司管道天然气单方价差分别为0.16、0.29、0.45元。

✓ 高股息具备安全边际

2021年上市以来分红率60%，股息率ttm7.2%(2023/7/7)。

✓ 风险提示

经济复苏不及预期、募投项目进度不及预期

✓ 清洁能源售价成本同步回落，海陆双气源优势凸显

公司2023年第一季度营业收入同比减少7.75%，营业成本同比减少9.2%，主要系公司清洁能源产品销售单价与采购单价同步下降所致。在一季度全球气价回落背景下，公司顺价能力改善，成本降幅大于收入降幅，这得益于公司：1) LNG海陆双资源池构建成效显著。2022年销量146万吨，同减28%，单吨毛利提升至596元；2023年海外气价回落，海气成本降低，进口气量有望增加，双气源优势得以显现，同时公司加速工商业直接终端布局，提升资源配置效率，强化国内顺价能力。2) LPG产品销量增长稳定，公司保持现有市场优势与开拓新市场并举，维持顺价能力稳固。我们认为公司在天然气价格波动中保持经营韧性，盈利稳定性得到验证。

✓ 能源服务业务稳健增长

公司在强化清洁能源业务基础上，巩固一主两翼发展格局，强调能源服务业务与特种气体业务核心地位。能源服务业务稳中向好，主要体现在：1) 能源作业服务盈利突出，2022年底，公司加工处理产能达40万吨/年，全年实际处理量约30万吨；2023年一季度公司井口天然气回收配套作业量达9万吨，单吨服务收益保持稳定。2) 能源物流服务营收达0.65亿，随着未来公司LNG船舶（2艘自有/1艘待交付/1艘在建）、LPG船舶（2艘租赁/2艘在建）逐步投运，年周转能力达400-500万吨；接收站可实现LNG/LPG年周转能力150/150万吨，该项业务将实现稳步增长。

✓ 氦气业务收购即将落地，特种气体业务高增

公司特种气体业务放量增长，a. 氦气：一季度公司高纯度氦气销量超5万方，同增超50%。截至2022年底，公司高纯度氦气设计产能为36万方/年，产量约18万方，一季度氦气销售表现亮眼。b. 氢气：相关标的进入资产交割阶段（拟持股70%），该标的用以推动现场制氢业务落地，助力公司制氢技术以及氢气运营管理发展。我们认为公司氦气与氢气板块布局不断完善，特种气体业务潜力可期。

✓ 盈利预测与投资评级

公司清洁能源主业稳定发展；能源服务&特种气体纳入核心主业，一主两翼格局打开成长空间。我们维持公司2023-2025年归母净利润13.15/16.85/18.83亿元，复增20%，2023 PE10倍（估值日2023/7/7），维持“买入”评级。

✓ 风险提示

天然气价格剧烈波动，氢能政策落地速度不及预期

天壕环境：具备跨省长输核心资产，受益气价上涨

✓ 布局稀缺天然气长输管道，聚焦天然气业务发展迅速

公司2014年起通过并购进入天然气领域，2018年与中海油合资成立“中联华瑞”（公司持股49%）进行神木-安平煤层气管道工程项目（神安线）建设运营。1）2021.7山西-河北段通气，公司燃气销量同增48.5%至2021年6.6亿方，毛利率+4.1pct至27.5%，盈利能力初现。2）2022年底陕西-山西段投运，全线贯通年输气能力50亿方，加压后80亿方。2022年燃气售气量11.71亿方，同增77.42%。气量释放&毛差提高潜力值得期待。

✓ 神安线全线贯通，助力上游气源&下游用户开拓

2022年12月，神安线陕西-山西段建成投产，神安线全线贯通。神安线设计输气能力50亿方/年，可将陕东、晋西的煤层气等非常规天然气输送至需求旺盛的华北市场。1）气源：①神安线沿线气源丰富，沿线气田总可开采资源量达4667亿方，而目前的年产量仅有520亿方，具备可持续的生产能力以及较高的增产潜力，神安线气量增长值得期待。②公司拟收购中国油气控股，延伸上游气源。2023年3月，公司与中国油气控股（0702.HK）签署重组意向条款清单。中国油气控股通过全资子公司奥瑞安能源与中石油合作在三交区块进行煤层气勘探、开采及生产，通过订立生产分成合约享有70%权益。三交区块可开采储量/探明储量分别217/435亿方。截至2021年末，项目已建成煤层气开发规模2亿方/年（2021年产气1.28亿方，2022M1-6产气0.78亿方），规模未来可进一步提升至5亿方/年。降低气源采购成本。上游资源协同，中游长输管线稀缺资产价值提升。2）用户：国网互联互通，开拓终端市场。神安线与国家管网互联互通后，可将销售半径扩至供需更紧张的山东、江苏等地。

✓ 稀缺跨省长输管网，神安线构筑三大盈利模式

①管输费：中联华瑞收取管输费0.195元/方。②门站价为基准的区域价差：上游于陕西/山西采购低价天然气，输送至河北消纳（陕西、山西、河北门站价格为1.22、1.77、1.93元/方）。③零售价差：通过深度分销，将低价气源直供给工业企业，预计整体单方毛差有望超过2元。

✓ 盈利预测与投资评级

我们维持2023-2025年归母净利润7.22/9.80/13.00亿元，复增52%，2023对应PE14倍（估值日2023/7/7）。维持“买入”评级。

✓ 风险提示

中联煤层气气量释放不及预期

✓ 极端天气

- 如遇极端天气，各地气价可能会产生较大变动，对国外转口以及国内天然气供应商盈利能力造成影响。

✓ 国际局势变化

- 如国际局势变动进而出现针对天然气的能源制裁等情况，将对全球天然气供需产生扰动，各地气价可能会产生较大变动，对国外转口以及国内天然气供应商盈利能力造成影响。

✓ 经济复苏不及预期

- 从2023年M1-4的天然气消费量来看，我国天然需求处于恢复状态；如未来经济复苏不及预期，将对国内天然气消费量增长产生不利影响，从而使得天然气消费量不及预期。

免责声明

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

东吴证券 财富家园