

当前时点下，天然气价格如何看？

供需紧张导致美国天然气价格与油价背离

近期，国际油价出现了较大幅度的下跌，但天然气价格却迎来了大幅提升。截至 11 月 23 日，NYMEX 轻质原油期货收盘价 50.39 美元/桶，同比下跌 13.95%，而天然气期货最新收盘价为 4.31 美元/百万英热，同比上涨 48.6%。油价与天然气价格出现背离的主要原因包括两点，第一是美国的严寒天气造成当地天然气的需求大增，第二是当前美国天然气库存同比下降 15.7%，处于历史相对低位，供需紧张导致天然气价格大涨。

国内进入采暖季，天然气行业供需偏紧

受到去年“煤改气”的影响，今年以来我国天然气消费量依然维持较高增速。11 月 15 日开始，北方大部份地区进入采暖季，我们判断天然气月均消费量将由非采暖季的 220-230 亿方提升至 270-280 亿方。供给端上，国产气短期内无法实现大幅度增产，采暖季月均产量我们判断将达到 140 亿方左右；进口管道气由于此前已经基本达到进口管道最大运输能力，因此冬季进口增量不大，采暖季月均进口量大概率保持在 40-42 亿方左右；进口 LNG 方面，11-12 月 LNG 进口量有可能有 10 亿方的环比增长，采暖季月均进口量有望达到 70 亿方左右。整体来看，今年全年我国天然气供需缺口将达到 50-60 亿方。

管道气价格已上涨到位，LNG 涨价即将启动

管道气价格方面，今年 8 月中石油在各地签订了冬季天然气保供补充协议，将非居民用气门站价上调，最高涨幅 40%。同时，浙江省发改委也于近期上调非居民用气门站价，上涨幅度 30%，我们认为随着采暖季用气需求的爆发，其他地区未来也很有可能陆续出台相关政策上调非居民用气门站价。LNG 价格方面，虽然当前还未出现全国范围内的涨价潮，但随着后续天气逐渐转冷，天然气需求还将爆发。考虑到今年有望出现暖冬及国家大力保供的情况下，天然气供给缺口将小于去年，我们预计 LNG 最高价将达到 6000 元/吨左右，低于去年最高平均 7000 元/吨以上的价格。

重点推荐蓝焰控股、新天然气、深圳燃气

当前时点下，我们认为天然气“短期价涨，长期量增”的逻辑依然不变。国产气方面，我们重点推荐在山西省拥有优质煤层气资源并且具有确定性产能增长的**蓝焰控股**、**新天然气**，进口 LNG 方面我们推荐的是 LNG 接收站即将投入运营，同时售气量稳步增长的**深圳燃气**。

燃气 II

维持

买入

万炜,CFA

wanwei@csc.com.cn

021-68821626

执业证书编号：S1440514080001

杨洁

yangjiezs@csc.com.cn

18618289459

执业证书编号：S1440518090001

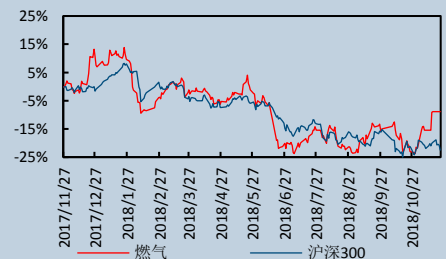
研究助理：高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2018 年 11 月 26 日

市场表现



相关研究报告

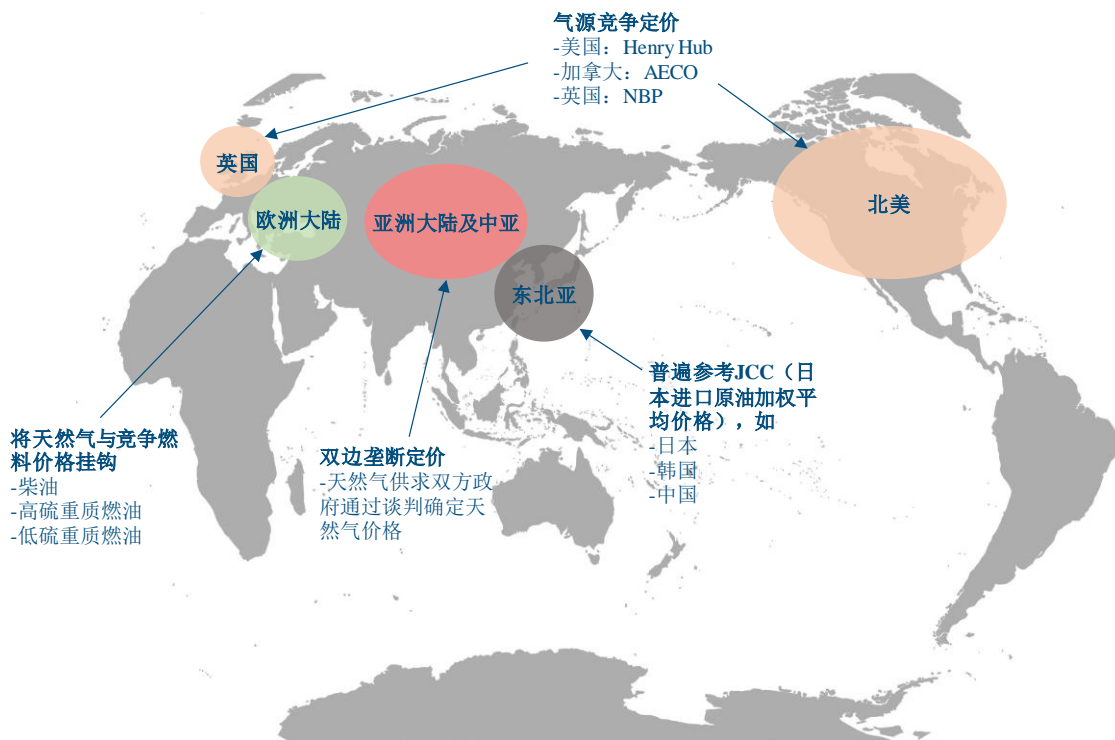
- 18.11.14 浙江上调今冬非居民气价，关注四季度天然气投资机会
《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》发布，天然气产供储销建设全面推进
- 18.09.06 天然气产业链寻踪系列（二）：国内需求爆发，进口气历史机遇已至
- 18.08.23

双重因素导致美国天然气价格与油价背离

近期，美国天然气价格与油价走势出现了较为明显的背离，引起了市场广泛的关注。截至 2018 年 11 月 23 日，NYMEX 轻质原油期货收盘价 50.39 美元/桶，环比下跌 23.8%，同比下跌 13.95%，而天然气期货最新收盘价为 4.31 美元/百万英热，环比上涨 33.85%，同比上涨 48.6%。

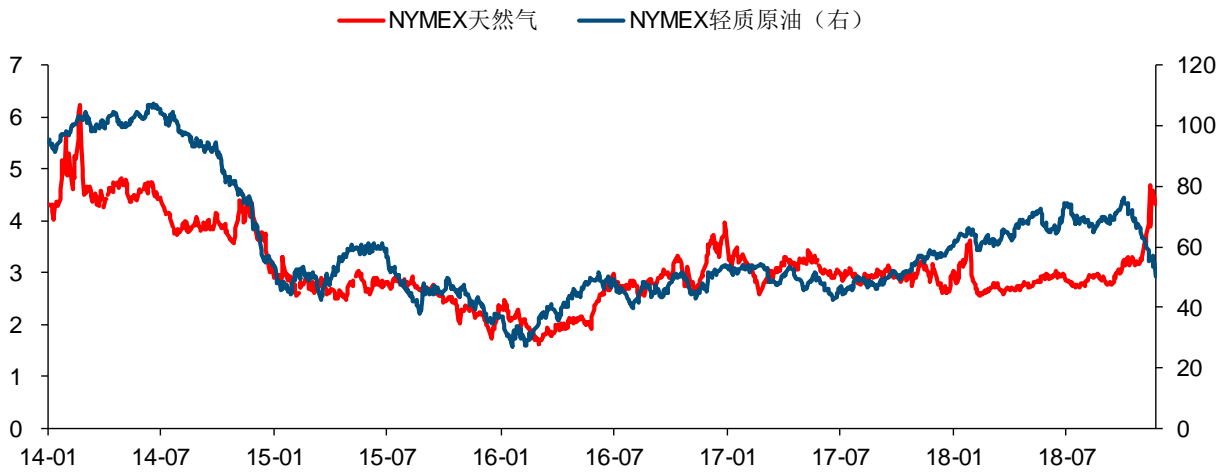
其实，从全球天然气几大定价中心的情况来看，除了东北亚、欧洲大陆的天然气价格与油价挂钩外，北美和英国都是由天然气自身供需决定的。不过由于能源替代的关系，从过去 5 年 NYMEX 轻质原油与天然气价格走势来看，两者相关系数达到 0.84，呈现出较强的正相关性。本次美国天然气价格大涨，主要还是因为天然气自身的供需原因包括两点，第一是当地的严寒天气造成天然气的需求大增，第二是天然气库存处于历史低位，根据 EIA 最新数据，48 洲合计可利用天然气库存为 3.11 万亿立方英尺，同比下降 15.7%。两因素共同作用导致美国天然气整体供需较为紧张，因此在油价大跌的情况下天然气价格能够持续上涨。

图 1：国际天然气市场不同定价模式分布于不同地区



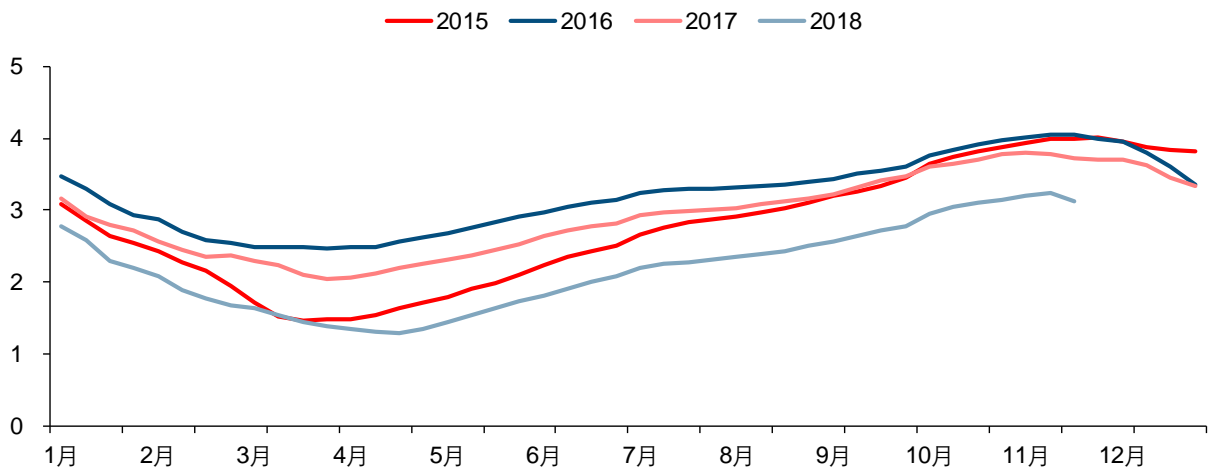
资料来源：中信建投证券研究发展部

图 2：NYMEX 轻质原油与天然气期货价格走势（单位：美元/百万英热，美元/桶）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 3：今年 4 月份以来，美国天然气库存明显低于往年水平（单位：万亿立方英尺）

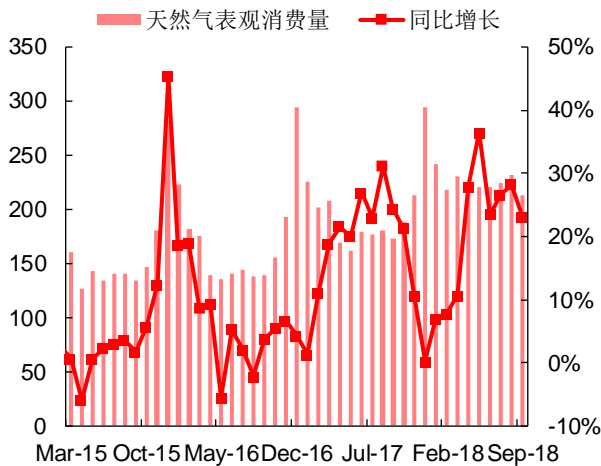


资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

国内采暖季来临，天然气供需出现缺口

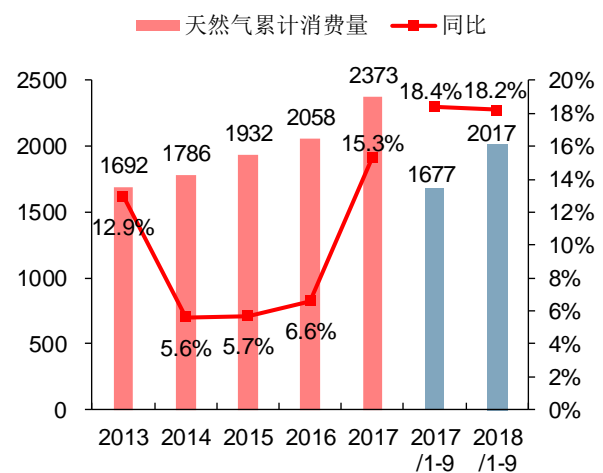
首先从需求端来看，受到去年年底“煤改气”大力推进的影响，今年前 9 个月我国天然气消费量依然维持了较高增速。根据发改委的数据，今年前三季度我国天然气消费量达到 2017 亿方，同比增长 18.2%。11 月 15 日开始，北方大部分地区进入采暖季，国内天然气需求将随之集中爆发，我们预计 11-12 月采暖季天然气月均消费量将从此前的 220-230 亿方提升至 270-280 亿方。

图 4：天然气月度消费量及增速（单位：亿方）



资料来源：发改委，中信建投证券研究发展部

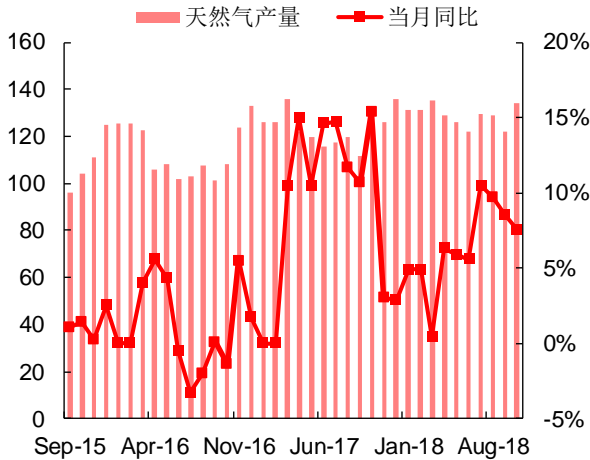
图 5：天然气累计消费量及增速（单位：亿方）



资料来源：发改委，中信建投证券研究发展部

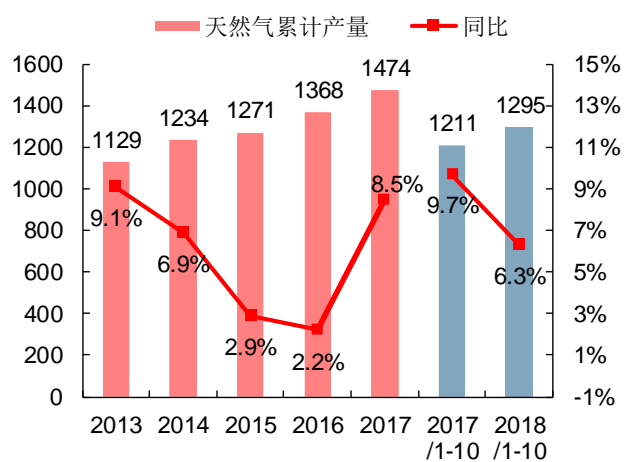
国产气方面，根据国家统计局的数据，今年前 10 个月我国国产气累计产量达到 1295 亿方，同比增长 6.3%，10 月单月产量 134 亿方，同比增长 7.5%。考虑到国产气产量短期内无法根据下游需求进行调整，因此难以实现大幅度增产，我们判断 11-12 月国产气产量将保持在 140 亿方左右，相比于非采暖季月平均产量提升 15 亿方。

图 6：天然气月度产量及增速（单位：亿立方米，%）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

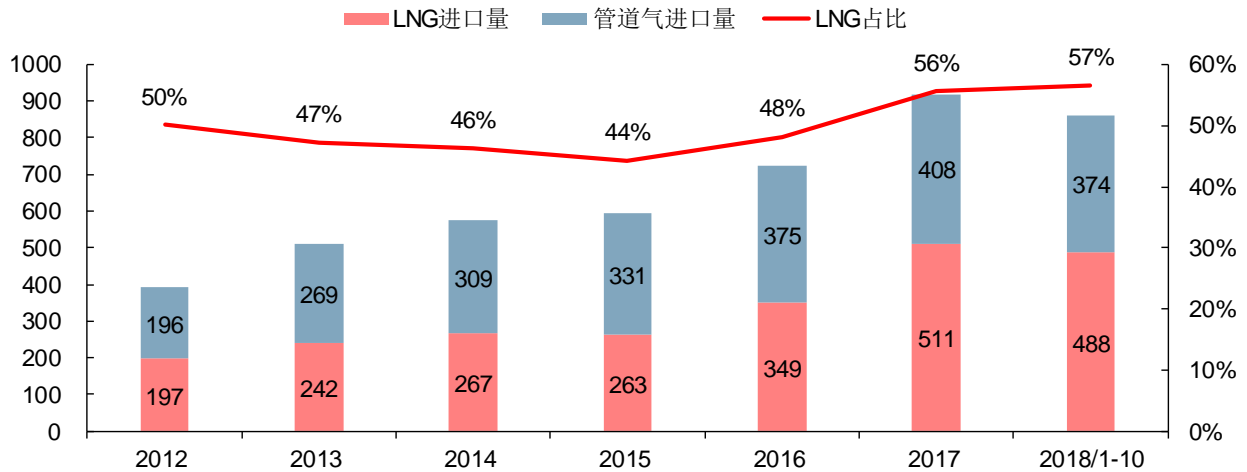
图 7：天然气累计产量及增速（单位：亿立方米，%）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

进口气方面主要包括管道气和进口 LNG 两部分，根据海关总署的数据，2018 年 1-10 月我国共进口天然气 965.6 亿方，其中管道气进口量 408.7 亿方，占比 42.3%，LNG 进口量 556.9 亿方，占比 57.7%。

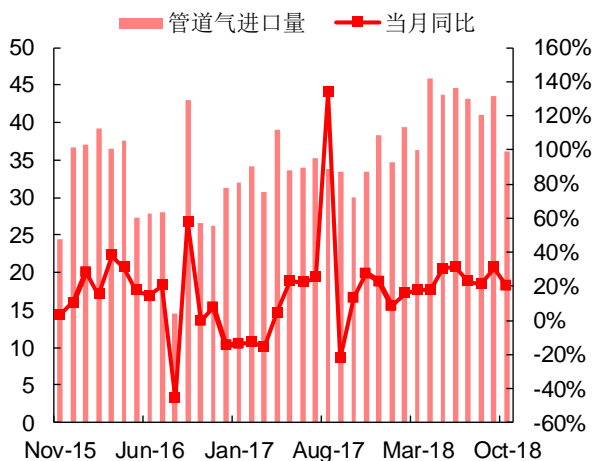
图 8：2012 年以来我国天然气进口结构（单位：亿方）



资料来源：海关总署，中信建投证券研究发展部

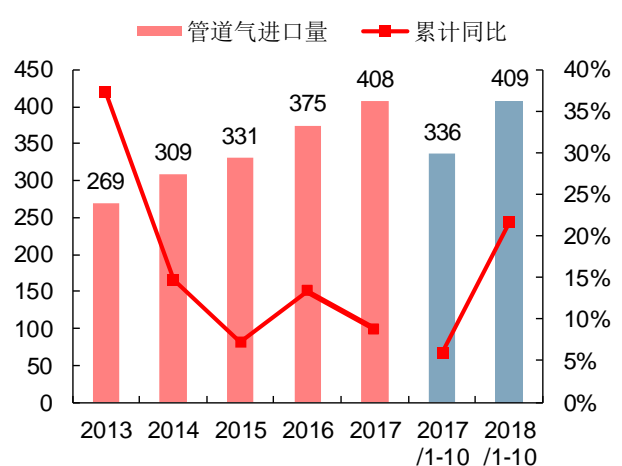
其中管道气在今年非采暖季的进口量要远高于以往水平，主要原因在于中石油为了应对冬季天然气保供，在非采暖季提前大量进口天然气开始备库，从而大幅提高了我国管道气的进口量。此前，我国管道气进口量月进口量一度达到 44 亿方，进口管道目前已经基本处于满负荷运行的状态，所以在采暖季能够贡献的增量较小，我们判断其采暖季月均进口量还将保持在 40-42 亿方的水平。

图 9：管道气月度产量及增速（单位：亿立方米）



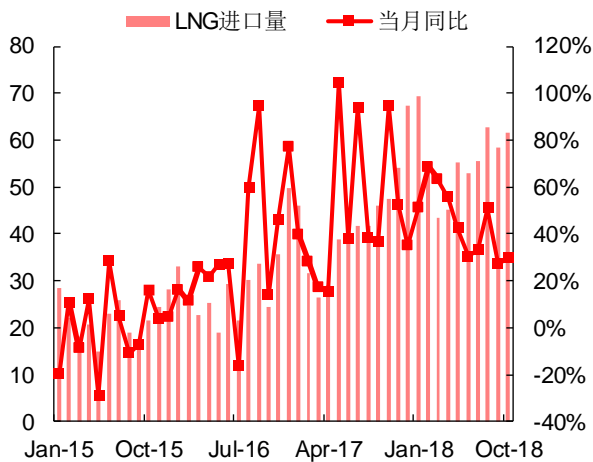
资料来源：海关总署，中信建投证券研究发展部

图 10：管道气累计进口量及增速（单位：亿立方米）

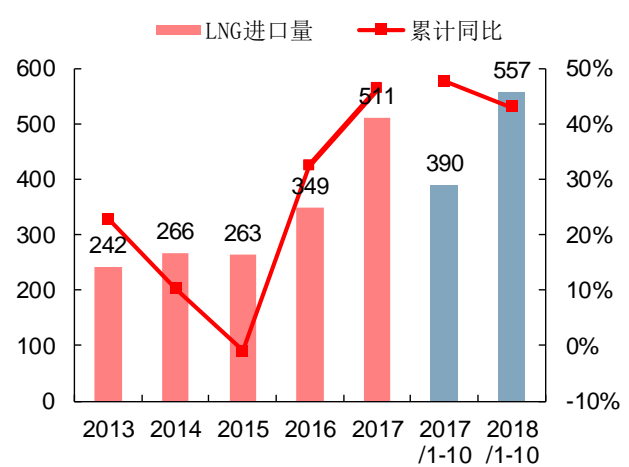


资料来源：海关总署，中信建投证券研究发展部

进口 LNG 由于灵活性更强，所以今冬天然气保供将主要依赖于进口 LNG，根据海关总署的数据，10 月份我国进口 LNG 62 亿方，随着冬季保供形势愈发严峻，我们认为 11-12 月 LNG 进口量还有可能有 10 亿方的环比增长，采暖季月均进口量有望达到 70 亿方左右。

图 11: LNG 月度进口量及增速 (单位: 亿立方米)


资料来源: 海关总署, 中信建投证券研究发展部

图 12: LNG 累计进口量及增速 (单位: 亿立方米)


资料来源: 海关总署, 中信建投证券研究发展部

根据我们之前的分析, 我们预计今年全年我国天然气消费量有望达到 2784 亿方, 同比增长 17.32%, 国内天然气产量达到 1575 亿方, 同比增长 6.87%, 天然气进口量增至 1186 亿方, 同比增长 28.9%, 对应国内天然气缺口在 50-60 亿方之间。考虑到冬季采暖需求将集中爆发, 所以燃气价格也将随着下游消费量的增加而稳步提升。

表 1: 我国天然气供需平衡表 (单位: 亿立方米)

	2014	2015	2016	2017	2018/1-10	2018E
消费量	1786	1932	2058	2373	2234	2784
增长率	5.60%	8.17%	6.52%	15.31%	19.78%	17.32%
出口量	25	32	33	34	27	33
需求总量	1811	1964	2091	2407	2261	2817
国内产量	1234	1271	1368	1474	1295	1575
增长率	6.90%	3.00%	7.63%	7.76%	6.30%	6.87%
进口量	578	614	721	920	966	1186
增长率	8.20%	6.30%	17.43%	27.60%	33.10%	28.90%
其中: 进口管道气	311	351	372	409	409	489
增长率	14.70%	12.69%	6.06%	9.96%	21.70%	19.56%
中亚气源	279	292	338	375	-	455
缅甸气源	29	39	38	34	-	34
进口 LNG	266	263	349	511	557	697
增长率	10.30%	-1.16%	32.56%	46.40%	43.00%	36.38%
供给总量	1812	1885	2089	2394	2261	2761
供需理论缺口 (供给-需求)						-56

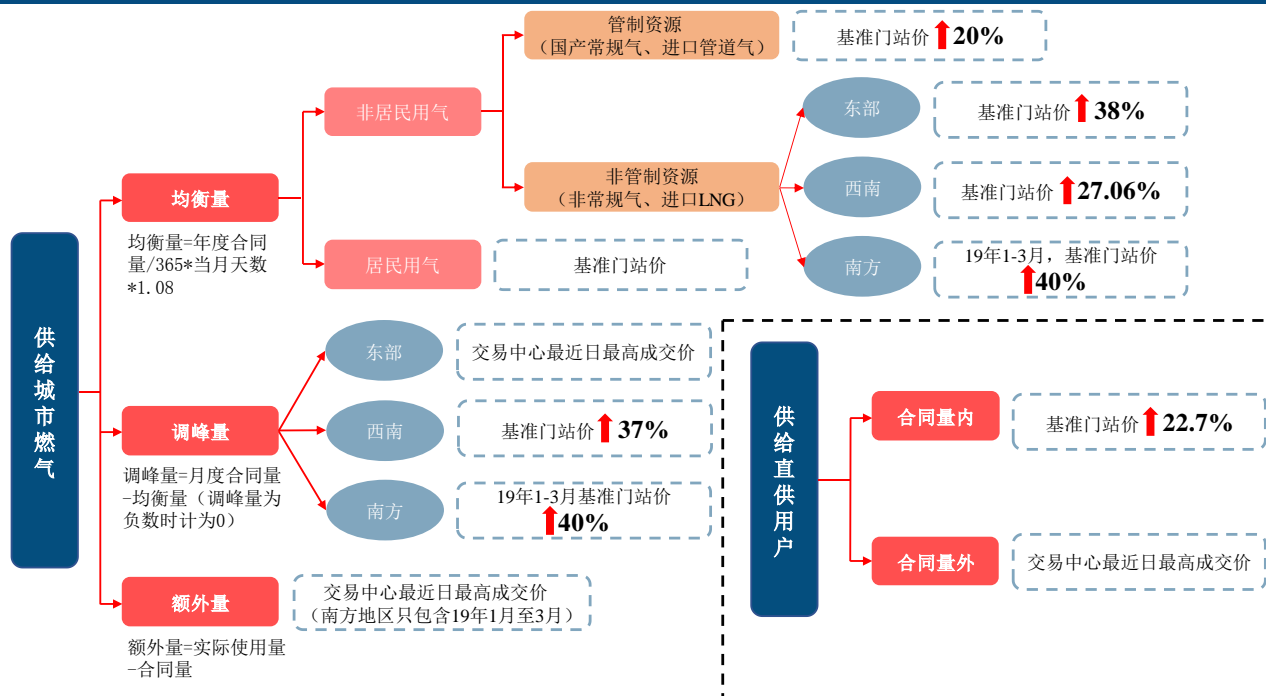
资料来源: 发改委, 国家能源局, 海关总署, 中信建投证券研究发展部

*注: 进口 LNG 为气化后体积, 假设 1 吨 LNG=1340 方天然气

采暖季天然气涨价启动，重点推荐拥有上游气源的优质标的

管道气价格方面，今年 8 月开始中石油就陆续在各地签订了冬季天然气保供补充协议，规定采暖季非居民用气价格中管制气（国产常规气、进口管道气）部分上调 20%，非管制气（国产非常规气、进口 LNG）最高可上调 40%。同时，浙江省发改委也于近期将非居民用气门站价由之前的 2.19 元/方上调至 2.85 元/方，上涨幅度 30%，我们认为随着采暖季用气需求的爆发，其他地区未来也很有可能陆续出台相关政策上调非居民用气门站价。

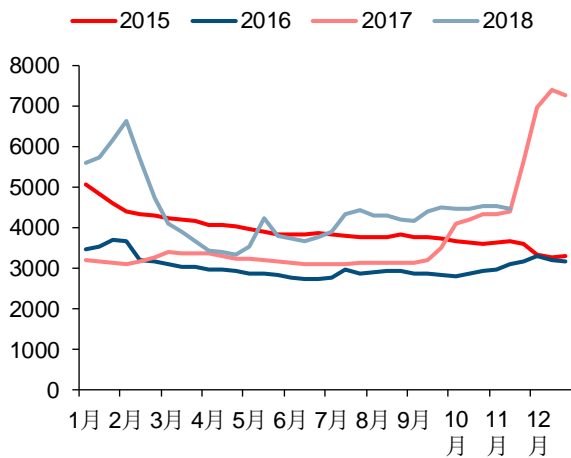
图 13：18 年采暖季中石油调价策略



资料来源：中信建投证券研究发展部

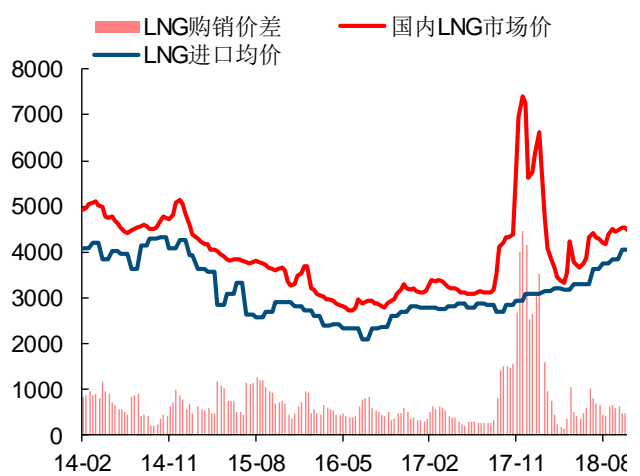
LNG 价格方面，目前国内大部分 LNG 出厂价基本都在 4500-4700 元/吨的水平，虽然目前来看只有部分供应商出现了小幅度的提价，大幅度的涨价潮还未出现，但是其实在 7 月份 LNG 就已经提前开始涨价，当前的价格和去年同期相比也基本持平。随着后续天气逐渐转冷，天然气需求还将爆发，但考虑到今年有望出现暖冬及国家大力保供的情况下，天然气供给缺口小于去年，我们判断 LNG 涨幅将不及去年，今年 LNG 最高价我们预计将达到 6000 元/吨左右，低于去年最高时期平均 7000 元/吨的价格。

图 14: LNG 当前价格与去年同期持平 (单位: 元/吨)



资料来源: 国家统计局, 中信建投证券研究发展部

图 15: 进口 LNG 购销价差 (单位: 元/吨)



资料来源: 国家统计局, 海关总署, 中信建投证券研究发展部

值得注意的是, 在上游气源价格上涨的同时, 全国已有多个地区上调了非居民用气终端售价, 例如北京市发改委于 11 月 13 日发布《关于调整本市非居民天然气销售价格的通知》, 将非居民用气终端售价上调 0.23 元/方, 虽然调整幅度小于上游气源价格的涨价幅度, 但是也说明下游城燃公司可以将部分成本的上涨顺利传导至下游, 未来其他地区也可能会陆续出台相关政策进行顺价, 整体来看今冬上游涨价对下游的影响有限。

在当前时点, 我们认为“短期价涨, 长期量增”的投资逻辑依然不变。短期来看, 全国大部分地区的管道气价格已经上涨, LNG 价格也即将迎来全国性普涨, 拥有上游气源的公司将最为受益。长期来看, 天然气目前占我国一次能源消费的比重仍然较低, 如果要实现 2020 年 3600 亿方的目标, 那么 19-20 年每年消费增速都将维持在 13.7% 左右。而在我国天然气供给结构中, 国产气中的常规天然气发展较为缓慢, 进口管道气短期内又难以有较大增量, 因此非常规气以及进口 LNG 未来三年将成为我国天然气保供主力。国产气方面, 我们重点推荐在山西省拥有优质煤层气资源并且具有确定性产能增长的**蓝焰控股**、**新天然气**, 进口 LNG 方面我们推荐的是 LNG 接收站即将投入运营的**深圳燃气**。

分析师介绍

万炜,CFA: 公用事业与环保研究员, 华中科技大学经济学硕士, 2014 年加入中信建投证券研究所, 2015 年、2016 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队成员, 2017 年新财富电力公用事业入围。

杨洁: 电力公用行业分析师, 8 年证券从业经验, 4 年卖方电力公用行业研究经验, 对电力公用行业有深入研究。

研究助理 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, 现任电力公用事业研究助理。

报告贡献人

任佳玮 13262816083 renjiawei@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

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（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859