

公用事业

如何把握 22 年下半年天然气板块投资机会？

证券研究报告
2022 年 08 月 16 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

郭丽丽

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520030001
guolili@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《公用事业-行业研究周报:公用事业—电力现货市场价格走势如何?》 2022-08-09
- 2 《公用事业-行业研究周报:山西新能源低电价是否会普遍存在?》 2022-07-31
- 3 《公用事业-行业研究周报:如何看待虚拟电厂投资价值?》 2022-07-26

2022 年 H1 天然气行业复盘：供需两弱，淡季不淡

- **供给端：LNG 量减价增。**量的方面，今年上半年我国进口 LNG 量共计 3129 万吨，较去年同期下降 22%；价的方面，今年上半年我国 LNG 进口平均成本为 4775 元/吨，同比上涨 34%。总供给量方面，受到 LNG 进口量大幅减少的影响，2022 年上半年国内天然气供应量为 1848.5 亿方，同比下降 2%左右。我们认为，国际天然气价格持续高位运行是导致今年上半年国内 LNG 进口量减价增的主要原因。2022 年 7 月，美国 Henry Hub 天然气平均价格为 7.01 美金/百万英热，同比+128.2%；欧洲 TTF 7 月平均价格为 49.72 美元/百万英热，同比+288.7%。此外，由于欧洲气价高涨，导致部分国内 LNG 长协资源外流，进一步抽紧了国内 LNG 的供给量。
- **需求端：近年来首次出现负增长。**2022 年 H1，我国天然气表观消费量为 1824.38 亿立方米，同比下降 1.93%，近年来首次出现负增长。
- **价格：国内气价持续高位运行，淡季不淡。**自今年 2 月中下旬以来，国内 LNG 市场价格直线上升，并于 3 月 1 日达到近五年的最高值（8694.14 元/吨）。截至 2022 年 8 月 11 日，国内 LNG 平均出厂价格为 6934 元/吨，同比上涨 26.6%，呈现出淡季不淡的特征。

2022 年 H2 我国天然气供需形势预判：供需两端或将持续维持紧平衡

2022 年 H1 我国天然气的供给和需求分别为 1848.5 和 1824.4 亿立方米，处于紧平衡状态。展望下半年的供需形势，我们认为下半年我国天然气市场或仍将维持紧平衡状态。

- **供给侧：LNG 进口或延续上半年的低迷状态。**受到俄罗斯减少对欧天然气供应量以及东北亚补库需求提升的影响，今年冬季国际天然气价格或将持续高位运行。较高的国际气价将持续打压国内 LNG 进口热情，下半年 LNG 进口量或将维持负增长。
- **需求侧：在保供调峰及供暖需求的带动下，预计下半年整体需求量将与上半年持平或略好于上半年。**根据好气网预测，2022 年全年天然气需求量在 3800 亿方左右，同比增速为 2%。

我们对 22 年 H2 国内天然气供给量进行预判，不同 LNG 进口增速假设下分别测得 22 年全年的天然气供需缺口分别为-27.3/-52.87/-78.43 亿方左右。

投资建议：重视上游气源标的与强 α 个股

对于上游气源标的而言，天然气价格持续高位运行或将带动售价端平均价格走高，但成本端相对固定，上游标的有望持续享受提价带来的盈利弹性。重点推荐标的【**新天然气**】，建议关注【**蓝焰控股**】【**首华燃气**】；此外，长期重点推荐天然气一体化标的【**新奥股份**】（与能源团队联合覆盖）。

风险提示：国内天然气价格超预期波动、国际气价大幅上涨、下游需求受高价抑制等

内容目录

1. 2022 年 H1 天然气行业复盘：供需两弱，淡季不淡	3
1.1. 供给端：LNG 进口量减价升	3
1.2. 需求端：近年来首次出现负增长	5
1.3. 价格：国内气价持续高位运行，淡季不淡	5
2. 2022 年 H2 我国天然气供需形势预判	6
2.1. 供给侧：LNG 进口或延续上半年的低迷状态	6
2.2. 需求侧：预计下半年整体需求量将与上半年持平或略好于上半年	6
2.3. 2022 年 H2 供需情况预判	6
3. 投资建议：重视上游气源标的与强 α 个股	7
3.1. 上游：售价抬升带来盈利弹性	7
3.2. 重视行业强 α 个股	7
4. 风险提示	8

图表目录

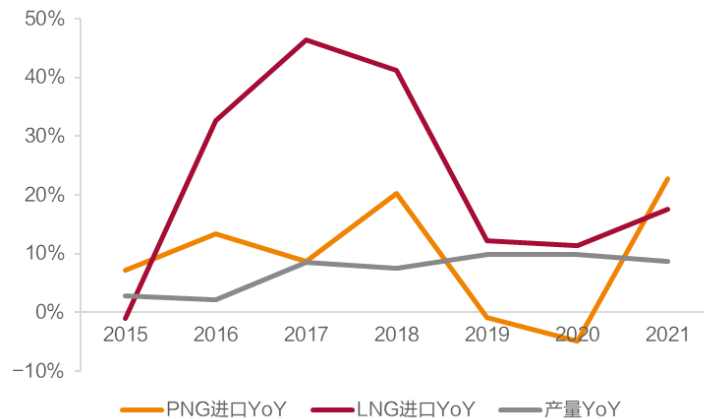
图 1：PNG、LNG 与产量 YOY 情况（%）	3
图 2：2021-2022 年 H1 我国 LNG 进口量及同比增速（单位：万吨）	3
图 3：2020-2022 我国 LNG 月度综合进口单价（单位：美元/吨）	4
图 4：我国 LNG 进口现货均价及长约均价对比（单位：元/方）	4
图 5：国际天然气价格走势（单位：美元/百万英热）	4
图 6：2022 年 H1 我国天然气供给结构	5
图 7：2020-2022 年我国天然气表观消费量（单位：亿立方米）	5
图 8：国内 LNG 出厂价格指数（单位：元/吨）	5
图 9：亚美能源单位经营成本变化（单位：元/立方米）	7
图 10：亚美能源单位售价变化（元/方）	7
图 11：国内外天然气价格对比（单位：美元/百万英热）	8
表 1：我国天然气供给量拆分（单位：亿立方米）	6
表 2：22 年全年天然气供需缺口预判（单位：亿立方米）	7

1. 2022 年 H1 天然气行业复盘：供需两弱，淡季不淡

1.1. 供给端：LNG 进口量减价升

我国天然气供给主要有三大来源：国产天然气、进口 LNG 和进口管道气。其中国产气占比在 56%左右，进口 LNG 占比 28%，进口管道气占比在 16%。LNG 进口是其中最具弹性的一环，2019 年以前我国 LNG 进口的增速相较于国产气增速和管道气进口增速具有更大的波动性。

图 1：PNG、LNG 与产量 YOY 情况 (%)

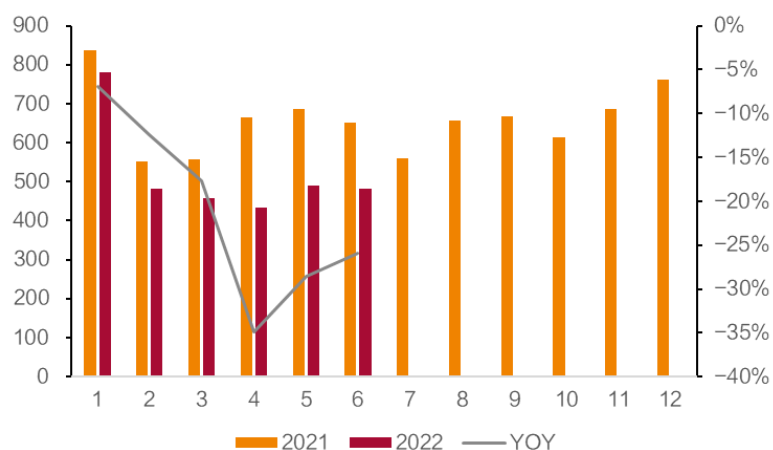


资料来源：wind，天风证券研究所

根据好气网数据，2021 年我国天然气表观需求量达到 3653 亿方，同比增长 13%，带动 LNG 全年实现进口量 7993 万吨，同比增长 19.1%。我国也于去年超过日本成为全球第一大 LNG 进口国。但是不同于 2021 年国内 LNG 进口量的高增，2022 年 H1 我国 LNG 进口呈现明显的量减价增的趋势。

- **量的方面**，今年上半年我国进口 LNG 量共计 3129 万吨，较去年同期下降 22%；1-6 月逐月都呈现同比下降的态势，其中 4 月进口量仅 432.62 万吨，同比降幅高达 34.9%。

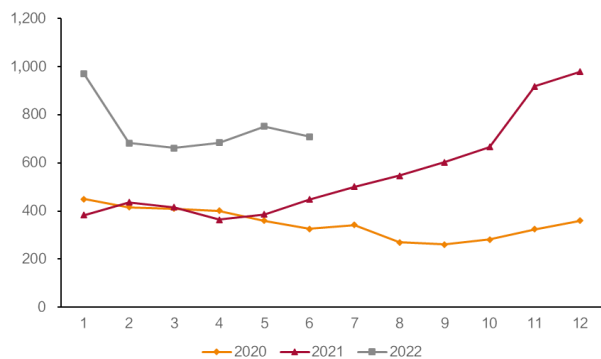
图 2：2021-2022 年 H1 我国 LNG 进口量及同比增速（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

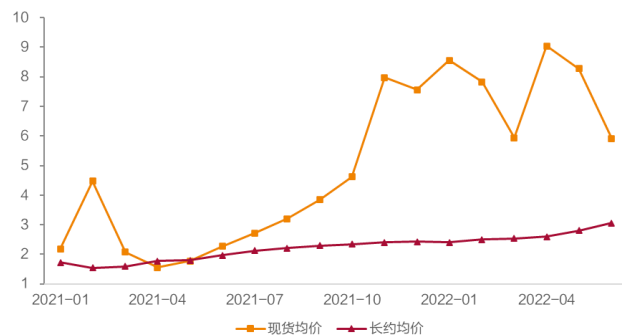
- **价的方面**，据海关数据统计，今年上半年我国 LNG 进口平均成本为 4775 元/吨，同比上涨 34%。细分来看，LNG 进口结构分长协和现货两个部分，其中现货价格的涨幅远大于 LNG 长约价格的涨幅。根据好气网数据，22 年 H1 我国进口 LNG 现货均价为 7.6 元/方，同比高增 217.6%；长协均价为 2.65 元/方，同比增长 52.9%。

图 3：2020-2022 我国 LNG 月度综合进口单价（单位：美元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

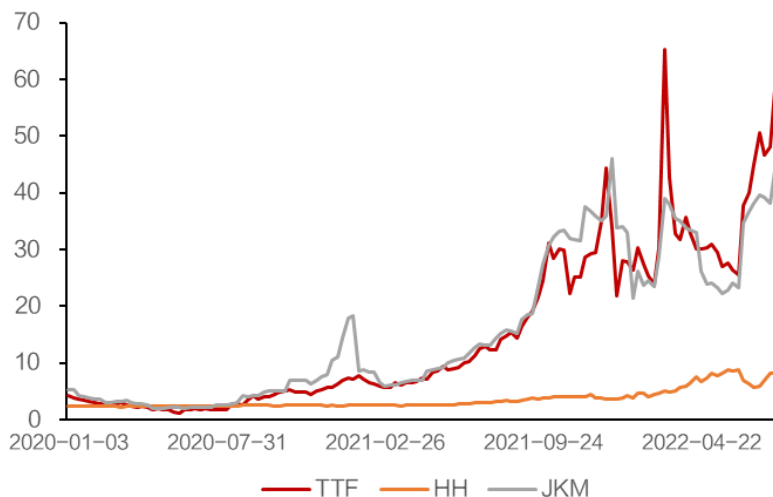
图 4：我国 LNG 进口现货均价及长约均价对比（单位：元/方）



资料来源：好气网资讯圈公众号，天风证券研究所

我们认为，国际天然气价格持续高位运行是导致今年上半年国内 LNG 进口量减价增的主要原因。2022 年 7 月，美国 Henry Hub 天然气平均价格为 7.01 美金/百万英热，同比+128.2%；欧洲 TTF7 月平均价格为 49.72 美元/百万英热，同比+288.7%。此外，由于欧洲气价高涨，导致部分国内 LNG 长协资源外流，进一步抽紧了国内 LNG 的供给量。以广汇能源为例，今年 1-5 月广汇能源实现 LNG 国际转销量 63.59 万吨，销售均价同比增长 83.96%。

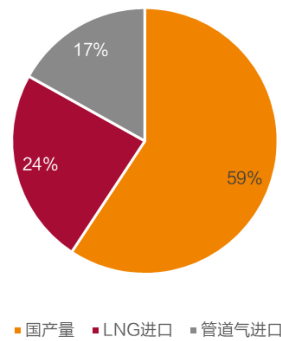
图 5：国际天然气价格走势（单位：美元/百万英热）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

总供给量方面，据卓创资讯统计，受到 LNG 进口量大幅减少的影响，2022 年上半年国内天然气供应量为 1848.5 亿方，同比下降 2%左右。天然气自产量 1096 亿立方米，同比增长 5.1%，占总供给量的 59%；天然气进口量 752.28 亿立方米，同比下降 10.74%。其中 LNG 累计进口量约 440 亿立方米，同比-21.8%，累计进口管道气量 312.6 亿立方米，同比+11.4%。

图 6：2022 年 H1 我国天然气供给结构

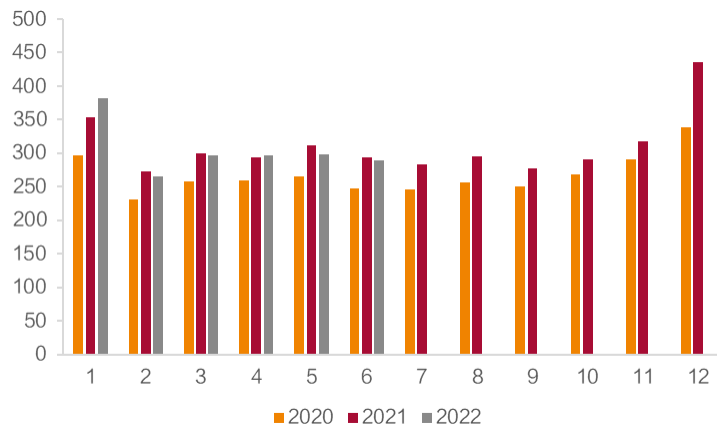


资料来源：好气网资讯圈公众号，卓创资讯，天风证券研究所

1.2. 需求端：近年来首次出现负增长

2022 年 H1，我国天然气表观消费量为 1824.38 亿立方米，同比下降 1.93%，近年来首次出现负增长。月度来看，除了 1 月和 4 月消费量分别同比增长 8.2%和 1.2%以外，2、3、5 月表观消费量均出现同比下滑，其中 5 月天然气表观消费量仅 298.6 亿方，同比下降 4.3%。

图 7：2020-2022 年我国天然气表观消费量（单位：亿立方米）

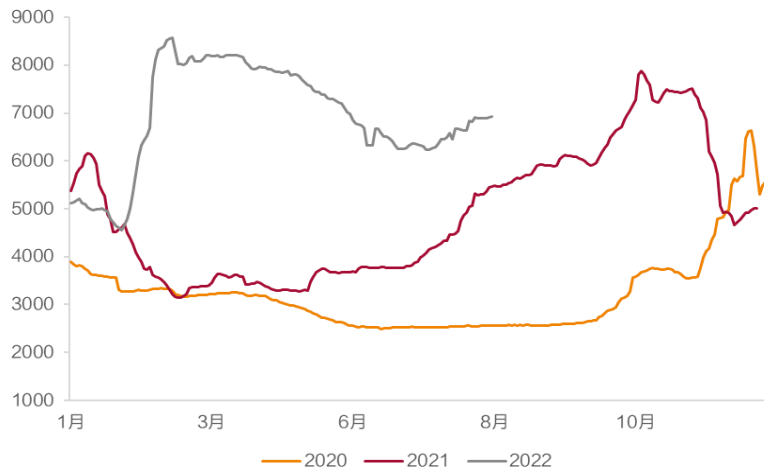


资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 价格：国内气价持续高位运行，淡季不淡

根据上海石油天然气交易中心数据，2022 年以来我国 LNG 出厂价格持续维持高位运行。自今年 2 月中下旬以来，受到俄乌冲突的影响，LNG 进口船期减少，国内 LNG 整体供应偏低，叠加国内低温气候反复、内陆液厂成本上涨等因素的影响，国内 LNG 市场价格直线上升，并于 3 月 1 日达到近五年的最高值--8694.14 元/吨。此后价格虽然逐步回落，但是相较于往年同期仍然维持高位运行的状态。截至 2022 年 8 月 11 日，国内 LNG 平均出厂价格为 6934 元/吨，同比上涨 26.6%，呈现出淡季不淡的特征。

图 8：国内 LNG 出厂价格指数（单位：元/吨）



资料来源：上海石油天然气交易中心，天风证券研究所

2. 2022 年 H2 我国天然气供需形势预判

2022 年 H1 我国天然气的供给和需求量分别为 1848.5 和 1824.4 亿立方米，处于紧平衡状态。展望下半年的供需形势，我们认为下半年我国天然气市场或仍将维持紧平衡状态。

2.1. 供给侧：LNG 进口或延续上半年的低迷状态

国际气价有望在今冬持续处于高位运行的状态。受到俄罗斯减少对欧天然气供应量的影响，今年冬季欧洲天然气供给或将持续偏紧，这将对欧洲天然气价格今年冬天持续高位运行形成支撑。东北亚方面，作为全球最大的 LNG 进口国之一，日本为保证冬季供应，正在高价买入 LNG，推动 JKM 价格的大幅上涨。俄罗斯的减供叠加美国自由港的供应中断会加剧今年冬季亚洲和欧洲对 LNG 的竞争，今冬天然气供给偏紧将为国际气价持续高位运行提供支撑。

较高的国际气价将持续打压国内 LNG 进口热情，下半年 LNG 进口量或将维持负增长。

2.2. 需求侧：预计下半年整体需求量将与上半年持平或略好于上半年

保供调峰需求方面，出于对今冬国际市场中 LNG 现货调峰资源紧缺担忧考虑，十月份之前国内对天然气储气调峰需求可能会有所增加。

供暖需求方面，根据相关气象预测，2022 年北半球秋季和初冬期间，拉尼娜现象发生概率较大，或将持续到 2022-2023 年北半球冬季，这将加大今冬北半球寒冷天气发生的概率，供暖带来的天然气需求或将提升。

根据好气网预测，2022 年全年天然气需求量在 3800 亿方左右，同比增速为 2%。

2.3. 2022 年 H2 供需情况预判

我们基于今年上半年供需数据，对下半年天然气的供需形势进行预判，以判断下半年供需端对国内天然气价格的支撑性。

22 年 H1 我国天然气供给量为 1848.5 亿方，同比下降 2% 左右。从供给结构上看，其中自产气部分同比增长 5.1%，LNG 进口量同比大幅下滑 21.8%，管道气进口量同比增长 9.3%。

表 1：我国天然气供给量拆分（单位：亿立方米）

	21 年 H1	22 年 H1	YOY
自产量	1043	1096	5.1%
管道气进口量	286	312.6	9.3%
LNG 进口量	607.8	440	-21.8%

资料来源：好气网资讯圈公众号，卓创资讯，天风证券研究所

对下半年各部分供给量进行情景分析预判：

假设 22 年 H2 天然气自产量和进口管道气增速分别达到 21 年全年的增速水平（天然气自产量同比增速为 8%，进口管道气同比增速为 25%）；LNG 进口量方面，分别对下半年同比增速给出三类假设：中性情况下，假设下半年 LNG 进口表现跟上半年相同，进口增速维持跟上半年一致（-20%）；乐观情况下，假设下半年 LNG 进口降幅缩窄至 15%；悲观情况下，假设下半年 LNG 进口降幅扩大至 25%。

三种情况下测算得 22 年 H2 国内天然气供给量分别为 1924.1/1898.5/1872.97 亿方，对应到全年的供需缺口分别为-27.3/-52.87/-78.43 亿方左右。我们预计今年下半年天然气市场将延续上半年供给紧平衡的状态，这将对国内天然气价格持续高位运行提供支撑。

表 2：22 年全年天然气供需缺口预判（单位：亿立方米）

	乐观	中性	悲观
22 年 H2 合计	1924.10	1898.53	1872.97
22 年全年合计	3772.70	3747.13	3721.57
22 年全年需求预判	3800	3800	3800
供需缺口	-27.30	-52.87	-78.43

资料来源：好气网资讯圈公众号，卓创资讯，天风证券研究所

3. 投资建议：重视上游气源标的与强 α 个股

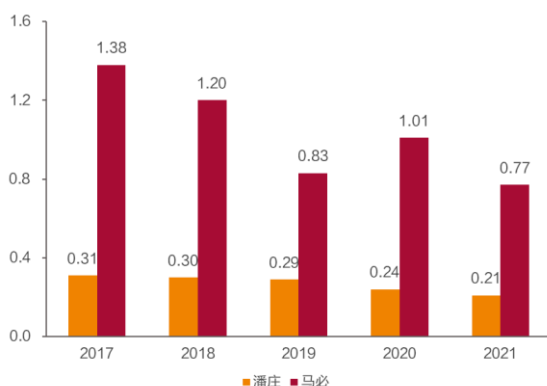
3.1. 上游：售价抬升带来盈利弹性

对于上游气源标的而言，天然气价格持续高位运行或将带动售价端平均价格走高，但成本端相对固定，上游标的有望持续享受提价带来的盈利弹性。

以煤层气开采商亚美能源为例，收入端来看，21 年在 LNG 价格上涨的驱动下，潘庄和马必区块单位售价分别同比增加 26.8%和 21%。今年在国内天然气价格持续走高的驱动下，公司平均售价有望继续抬升。成本端，随着气量规模的持续扩大，单位经营成本不断优化，21 年全年潘庄、马必区块单位成本相较 20 年全年分别下降 0.03 和 0.24 元/方。

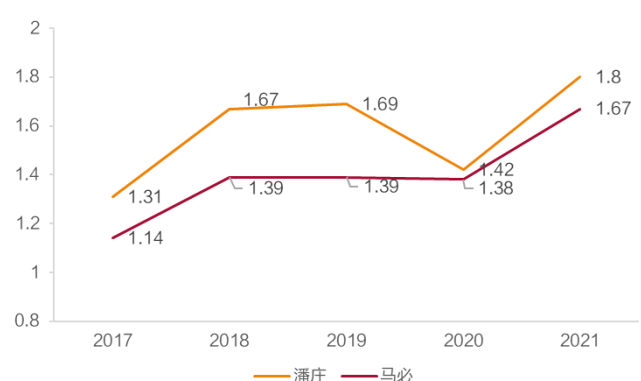
因此，上游气源标的盈利能力有望在涨价大背景下持续走高，具体标的建议关注【新天然气】、【蓝焰控股】和【首华燃气】等。

图 9：亚美能源单位经营成本变化（单位：元/立方米）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 10：亚美能源单位售价变化（元/方）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 重视行业强 α 个股

在燃气行业价格大幅上涨的背景下，我们认为坚持全产业链布局，上中下游一体化运营的具有强 α 特征的个股【新奥股份】也值得挖掘。

➤ 城燃端维持稳健增长

销气量方面，销气量增速稳健。2011-2021 年，新奥能源的天然气零售量从 48 亿方增至

252.69 亿方，复合增速为 18.1%。2022 年天然气零售销量指引维持在 12-15% 的增速。

毛差方面，虽然去年毛差在高气价的冲击下有所下滑，但是今年毛差指引仍维持在 5 毛/方，在今年城燃行业成本端持续承压的背景下显示出了较强的韧性。

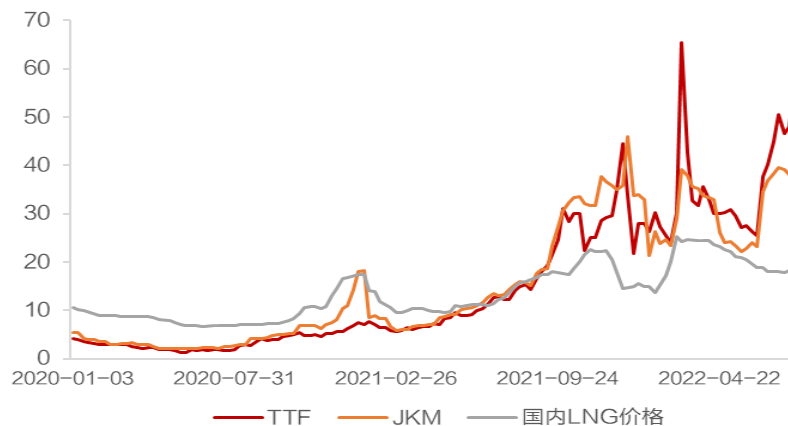
➤ **接收站注入助力资源池多元化，协同效应有望增强**

到 2026 年公司 LNG 长约合同量将超过 700 万吨。舟山接收站与公司业务具有高度的协同效应，注入后将帮助公司实现海外 LNG 资源采购长中短约的动态调整，在上游形成更加稳定、有市场竞争力的资源池，在下游进一步提升天然气分销能力。

➤ **直销气业绩弹性较大**

今年 7 月公司部分仅与亨利中心天然气价格挂钩的 LNG 长协开始执行，将增加低成本的气源供应量。同时，美国 Henry Hub 价格明显低于欧洲 TTF 价格以及东北亚的 LNG 现货价格，具有显著的成本优势。较高的国际现货价格与长约锁定的低成本气源有望进一步增厚今年公司直销气板块盈利。

图 11：国内外天然气价格对比（单位：美元/百万英热）



资料来源：上海石油天然气交易中心，Bloomberg，天风证券研究所

4. 风险提示

- **国内气价超预期波动：**国内天然气市场化价格受国内供需及国际气价共同影响，具有较强的波动性。由于国内供需及国际气价均有极多的影响因素，具有相当程度的不可预测性。
- **国际气价大幅抬升：**国际气价影响因素复杂，若超预期抬升，将持续对 LNG 现货进口量形成抑制，加剧国内供需紧张局势。
- **下游需求受高价抑制：**高气价或对下游部分需求产生抑制，因而虽相关标的价的层面受益，量的层面或将受损。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com