



Research and
Development Center

全球天然气格局大调整下的新机遇

— 天然气行业 2022 年度策略报告

2022 年 12 月 12 日

证券研究报告

行业研究

深度报告

采掘

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师
执业编号: S1500522070001
联系电话: 010-83326723
邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

全球天然气格局大调整下的新机遇

2022年12月12日

本期内容提要:

2022年国内外市场回顾:

◆**国际天然气供需紧平衡，供应结构大幅调整：**供给方面，2022年全球天然气产量出现小幅下降，美国为增产主力，而俄罗斯产量明显下滑，展望全年，据IEA预计2022年全球天然气产量将同比下降0.49%。2022年1-9月，主要净供给国中，美国天然气产量累计同比+4.2%，俄罗斯产量累计同比-9.6%（且6月以来减产幅度明显扩大，6-9月同比下降20.2%）。需求方面，2022年全球天然气需求小幅下降，北美需求增长，欧洲消费量大幅削减，亚洲需求相对持平。在“REPower EU”计划下，欧盟持续推动减少对俄罗斯天然气依赖的进程，2022年1-8月欧盟天然气累计消费量同比-10.2%；亚洲天然气需求受高价抑制，中日韩需求增速大幅放缓。美国本土天然气需求快速增长，1-8月累计消费量同比+4.96%。展望全年，IEA预计2022年全球天然气消费需求将同比下降0.78%。

◆**国内产量保持稳步增长，对外依存度阶段性下降：**自2019年起我国实施油气行业增储上产“七年行动计划”，大力推进天然气产量稳步增长。2022年以来，尽管高气价背景下国内外消费量普遍出现增速放缓现象，我国天然气产量依然保持了较高增速，2022年1-10月我国天然气产量累计同比+6%，“增储上产”行动成效持续显现。而结构方面，今年我国天然气的对外依存度出现罕见下降，能源安全保障得以加强。管道气增量显著，2022年1-9月我国进口管道气量累计同比+10.5%（中俄东线逐渐增加输气量）。与此同时，我国LNG进口量出现大幅下滑，欧洲LNG需求大增背景下部分长协气源转售海外，2022年1-10月我国进口LNG累计同比-21.6%。在经济增速放缓叠加高气价的影响下，我国天然气消费量增速出现大幅下滑，2022年1-9月表观消费量累计同比降至0.37%的历史最低值。我们认为，随着经济逐渐企稳恢复，天然气消费量大概率将出现恢复性增长。

◆**气价复盘：产能周期叠加俄气减供驱动国际气价大涨。**2021年下半年至年底，产能周期驱动下的天然气供需矛盾开始显现。2022年2月底俄乌冲突爆发，欧盟表示将对俄罗斯的能源进行制裁，气价自2月22日的23.8美元/百万英热飙升至3月8日的69美元/百万英热，期间涨幅高达190.3%，此后回落。2022年6月以来，随着俄罗斯管道气量的持续下降以及美国自由港事故导致美国LNG出口能力受限，欧洲气价出现了一轮持续近3个月的大幅上涨期，TTF价格自6月9日的24美元/百万英热一度冲高至8月30日的91.7美元/百万英热，期间涨幅高达282.7%。欧盟以高气价吸引全球LNG货源，德法等国大力采购高价气实现快速补库存，原定储气量目标提前实现，因此10月之后受库容能力限制采购需求大幅减弱，气价下跌。11月中旬欧盟进入降库阶段以来，TTF气价企稳回升。

俄乌冲突导致全球天然气格局大调整:

◆**全球LNG资源加速流向欧洲，“亚洲溢价”转向“欧洲溢价”：**俄乌冲突后，全球天然气供应格局出现重大调整，欧洲为弥补俄罗斯管道气量的缺口，以溢价吸引全球LNG资源加速流向欧洲。**供给方面：**2022年1-10月，欧盟进口俄罗斯管道气量621亿方，同比-51.2%，10月进口俄管道气量更是降至仅为去年同期的19.6%。与此同时，1-10月欧盟进口LNG累计同比大增69.2%，导致1-10月欧盟累计天然气供应量仅同比小幅下降0.76%，欧盟也初步实现了降低俄气依赖度。**需求方面：**高气价破坏需求叠加前期偏高的气温，欧盟超额完成减少15%消费量的目标，西北欧消费量削减程度显著，9月用气需求同比-20%，10月需求同比-22%。需求减少主要集中于民商及工业用气部门，天然气发电消费量同比基本持平。11月中旬以来欧盟降温明显，进入同比偏冷的状态。根据欧洲中期天气预报中心（ECMWF）的预测，未来1个月内西北欧气温大概率将低于往年的季节性正常值。目前欧盟天然气消费量降幅已有收窄迹象，大规模降温后降库速度或将加快。

◆**2023年欧盟供需依然偏紧，“欧洲溢价”和需求削减是实现紧平衡的前**

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

提：从全球总的产量增速、需求量增速来看，天然气供需紧张程度较今年边际上略有好转，但仍呈供需偏紧态势。据 IEA 预计，2023 年全球天然气总产量同比 0.98%、消费量同比 0.34%；据中石油经研院预计，2023 年全球天然气产量同比 1.0%、消费量同比 0.5%。2023 年的供给增量将主要来自美国，俄罗斯预计将进一步压减产量。2023 年欧洲天然气消费量将进一步压减，亚洲有望重新成为拉动全球需求增长的主要动力。对于欧洲市场而言，LNG 配套的基础设施能力较今年将有好转，但补库时期的阶段性紧张压力仍然存在，实现顺利补库的前提依赖于“欧洲溢价”下全球 LNG 贸易流向改变以及需求的削减。

大变局下中国市场的投资机遇：

◆**中国企业新签大量长协锁定低价气源，灵活转售增厚盈利空间：**近年来中国企业新签大量 LNG 长协，从而锁定低价气源，抵御国际气价上涨风险。同时，利用区域间气价差积极开展 LNG 转售业务，拓展盈利空间。在“欧洲溢价”下，国内 LNG 贸易商新奥、广汇、九丰等公司积极把握国际市场动态，通过国际贸易等灵活的方式增强盈利能力。

◆**2023 年我国天然气消费量预计将恢复增长：**我们预计随着国内需求的改善，2023 年我国天然气消费量将实现恢复性增长，预计消费量增速约 6.9%。由于天然气在三大化石能源中达峰时间相对较晚（2040 年左右进入发展平台期），天然气消费总量仍有较大的增长空间。展望国内十四五期间天然气供给，国内增产和俄气产能爬坡即可以基本满足我国未来 3 年我国天然气需求增量（6.5%增速假设下），对进口 LNG 资源量的依赖度较低。

◆**市场化改革继续推进，基础设施逐渐公平开放，顺价实现程度有望提升：**“管住中间、放开两头”的市场化改革持续推进，天然气基础设施逐步实现公平开放。国家管网作为中国最大的 LNG 接收站运营商，已经构建了以接收站剩余能力滚动公开、年度窗口期集中受理及中长期窗口期集中受理为核心的接收站第三方开放工作机制，为国内其他接收站的开放工作提供了样本。另一方面，市场化改革也推进了我国天然气定价机制的改革，市场化的顺价实现程度有望提升，多地政府出台文件完善天然气价格上下游联动机制。今年上游气价大涨的情况下，国内龙头城燃公司仍能保持毛差的基本稳定。随着明年国内天然气行业消费增速的恢复，城燃业务也有望恢复业绩增速。

投资策略：

1) 接收站标的：2023 年我们预计“欧洲溢价”仍将持续存在，使得贸易商仍可把握国际市场机遇以拓展利润空间。**受益标的：**广汇能源、新奥股份、九丰能源；**2) 非常规天然气源标的：**非常规天然气未来也将成为国内天然气增产上储的重要力量，将受益于能源大通胀背景下的高气价，**受益标的：**蓝焰控股、新天然气；**3) 龙头城燃标的：**城燃龙头在今年展现出良好的抗风险能力和顺价能力，随着明年国内天然气行业消费增速的恢复，城燃业务也有望实现毛差稳定和气量高增，**受益标的：**新奥股份。

风险因素：全球经济严重衰退导致天然气价格大幅下跌；俄乌冲突的不确定性；国内外能源政策变动带来影响。

目录

一、2022年国内外市场回顾.....	6
1.1 国际天然气供需紧平衡，供应结构大幅调整.....	6
1.2 国内产量保持稳步增长，对外依存度阶段性下降.....	8
1.3 气价复盘：产能周期叠加俄气减供驱动国际气价大涨.....	13
二、俄乌冲突导致全球天然气格局大调整.....	15
2.1 全球 LNG 资源加速流向欧洲，“亚洲溢价”转向“欧洲溢价”.....	15
2.2 2023 年欧盟供需依然偏紧，“欧洲溢价”和需求削减是实现紧平衡的前提.....	19
三、大变局下中国市场的投资机遇.....	23
3.1 中国企业新签大量长协锁定低价气源，灵活转售增厚盈利空间.....	23
3.2 2023 年我国天然气消费量预计将恢复增长.....	24
3.3 市场化改革继续推进，基础设施逐渐公平开放，顺价实现程度有望提升.....	25
四、投资策略.....	29
风险因素.....	31

表目录

表 1：近年来我国关于天然气产量的政策.....	9
表 2：我国天然气进口管线情况.....	10
表 3：近年来我国储气库建设相关政策.....	13
表 4：《REPower EU：欧洲联合行动，为争取更实惠、更安全和可持续的能源》文件计划.....	15
表 5：2022 年欧盟各一次能源发电量及增速（GWh）.....	17
表 6：2022 年德国各一次能源发电量及增速（GWh）.....	17
表 7：2019-2023E 全球主要地区/国家供需及预测（Bcm）.....	19
表 8：美国现有及在建 LNG 液化产能情况.....	20
表 9：2022-2026 年欧盟计划投产 LNG 接收站项目情况.....	21
表 10：2022/2023 年欧盟天然气供需平衡预测（亿方）.....	22
表 11：近年来部分中国企业签订的 LNG 长协情况.....	23
表 12：2022/2023 年我国天然气消费量及增速预测.....	24
表 13：2025/2030 年天然气消费量预测（亿方）.....	25
表 14：天然气基础设施公平开放相关政策.....	26
表 15：2022 年下半年以来部分省市居民/非居民用气调价情况.....	27
表 16：2021 年及 2022 前 3 季度新奥股份零售期价差对比（元/方）.....	28
表 17：天然气行业公司估值表（截至 2022-12-9 收盘价）.....	30

图目录

图 1：2021 年全球天然气产量结构.....	6
图 2：2021 年全球天然气净供给结构（Bcm）.....	6
图 3：2021-2022 年美国月度天然气产量及增速（亿方）.....	7
图 4：2021-2022 年俄罗斯月度天然气产量及增速（亿方）.....	7
图 5：2021-2022 年挪威月度天然气产量及增速（亿方）.....	7
图 6：2021-2022 年卡塔尔月度天然气产量及增速（亿方）.....	7
图 7：2021-2022 年澳大利亚月度天然气产量及增速（亿方）.....	7
图 8：2021-2022 年欧盟天然气消费量（亿方）.....	8
图 9：2021-2022 年中国天然气表观消费量（亿方）.....	8
图 10：2021-2022 年美国天然气消费量（亿方）.....	8
图 11：2022 年主要地区天然气需求预测（亿方）.....	8
图 12：2012-2021 年我国天然气产量及增速（亿方）.....	9
图 13：2021-2022 年我国天然气月度产量及增速（亿方）.....	9
图 14：2010 年至 2022 年 1-9 月我国天然气对外依存度.....	9
图 15：2021-2022 年我国管道天然气月度进口量及增速（万吨）.....	10
图 16：2021-2022 年我国天然气月度进口结构.....	10
图 17：2008-2021 年我国 LNG 进口量及增速（万吨）.....	11
图 18：2021-2022 年我国 LNG 月度进口量及增速（万吨）.....	11
图 19：中国 LNG 市场价与 LNG 现货到岸价对比（元/吨）.....	11
图 20：2011-2021 年我国天然气表观消费量及增速.....	12
图 21：2021-2022 年我国天然气月度表观消费量及增速（亿方）.....	12
图 22：2011-2020 年我国天然气分部门天然气消费量（亿方）.....	12
图 23：2011-2020 年我国工业部门天然气消费量细分（亿方）.....	12
图 24：2010-2019 年我国各区域天然气消费情况（亿方）.....	12
图 25：2015-2021 年全球油气资本开支及增速（十亿美元）.....	14

图 26: 2014-2025E 全球新增 LNG 液化产能	14
图 27: 2021 年以来国际三大天然气市场现货价格走势 (美元/百万英热)	14
图 28: 2022 年全球天然气贸易格局大调整	15
图 29: 2021-2022 年欧盟 LNG 进口量对比 (百万方)	16
图 30: 2021-2022 年欧盟管道气进口量及结构 (百万方)	16
图 31: 2021-2022 年欧盟天然气估算消费量 (百万方)	16
图 32: 西北欧用气需求情况 (万方)	16
图 33: 2020 年欧洲天然气分部门消费情况	17
图 34: 2020Q1-2022Q3 欧洲分部门天然气需求变化	17
图 35: 2021-2022 年欧盟周度天然气库存水平对比	18
图 36: 欧盟各国天然气库存水平对比 (截至 2022/11/29, TWh)	18
图 37: 2021-2022 年德国柏林日度最高气温 (°C)	18
图 38: 2021-2022 年德国柏林日度最低气温 (°C)	18
图 39: 2022/12-2023/1 西北欧气温预测 (°C)	18
图 40: 2022/2023 年美国天然气产量及增速预测 (Bcf/d)	19
图 41: 2023 年全球各地区/国家天然气供应情况 (亿方)	20
图 42: 2023 年全球各地区/国家天然气需求情况 (亿方)	20
图 43: 2023 年全球新增 LNG 液化产能 (万吨/年)	21
图 44: 2020/01-2022/08 亚洲市场 LNG 现货采购量	22
图 45: 2021 年起欧洲 TTF 与中国 LNG 现货价对比 (美元/百万英热)	23
图 46: 9M2021、9M2022 新奥股份供给国内气源结构	23
图 47: 2011-2021 年我国能源消费总量及弹性系数 (万吨标准煤)	24
图 48: 不同情景下 2025-2035 年我国天然气消费量预测 (亿方)	25
图 49: 2021-2025E 中国天然气供需结构预测 (亿方)	25
图 50: 2020/04-2022/10 重庆石油天然气交易中心川渝天然气现货价格走势 (元/方)	27
图 51: 2022 前 3 季度新奥股份零售气实现稳步增长 (亿方)	28
图 52: 我国天然气产业链主要上市公司一览	29

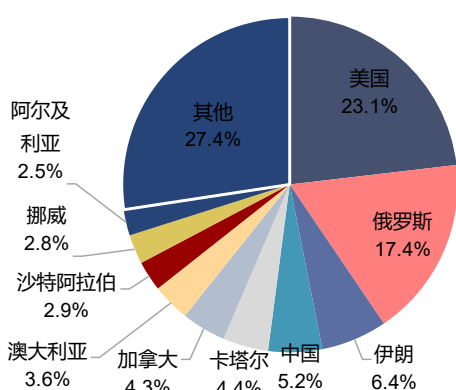
一、2022 年国内外市场回顾

1.1 国际天然气供需紧平衡，供应结构大幅调整

从全球的天然气供给结构来看，主要的天然气生产国家为美国（2021 年产量 934.2 Bcm，占比 23.1%）和俄罗斯（2021 年产量 701.7 Bcm，占比 17.4%）；此外，2021 年产量超过 100 Bcm 的天然气生产大国主要还有伊朗（占比 6.4%）、中国（占比 5.2%）、卡塔尔（占比 4.4%）、加拿大（占比 4.3%）、澳大利亚（占比 3.6%）、沙特（占比 2.9%）、挪威（占比 2.8%）、阿尔及利亚（占比 2.5%）。

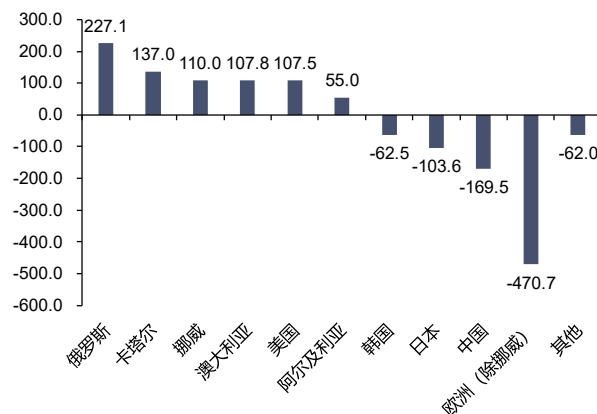
结合各国的天然气消费量情况，全球主要的天然气净供给国家（产量-消费量口径）为俄罗斯、卡塔尔、挪威、澳大利亚、美国，而主要净进口国家地区为欧洲（除挪威）、中国、日本、韩国。

图 1：2021 年全球天然气产量结构



资料来源：BP，信达证券研发中心

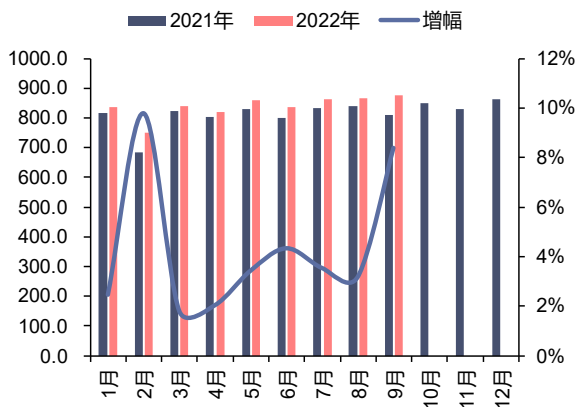
图 2：2021 年全球天然气净供给结构（Bcm）



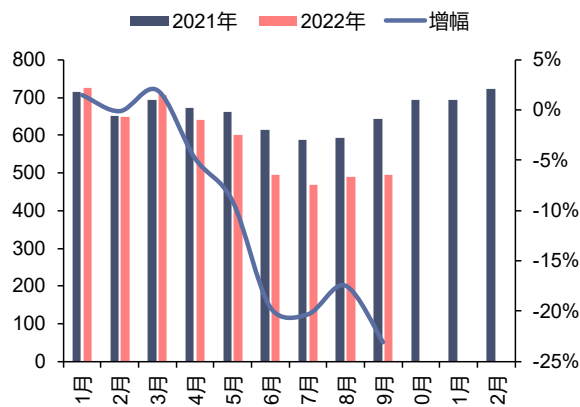
资料来源：BP，信达证券研发中心 注：产量-消费量口径

2022 年全球天然气产量出现小幅下降，美国为增产主力，而俄罗斯产量明显下滑。主要净供给国当中，美国 2022 年 1-9 月的天然气累计产量为 7248.5 亿方，累计同比+4.2%，为全球增产的主力；受俄乌冲突后俄罗斯输欧管道气量减少的影响，2022 年 1-9 月俄罗斯累计产量 5268.1 亿方，累计同比-9.6%，且 6 月以来减产幅度明显扩大（6-9 月俄罗斯天然气产量 1944.2 亿方，同比大幅下降 20.2%）；挪威为欧洲地区增产主力，2022 年 1-9 月，挪威累计产量 934.9 亿方，累计同比+9.37%；澳大利亚产量也有所增长，1-9 月澳大利亚累计产量 1216.1 亿方，累计同比+4.84%；中东等其他地区产量基本保持平稳，由于近年来上游投资不足等因素，产能周期驱动下产量增长有限，2022 年 1-9 月卡塔尔天然气产量 1569.7 亿方，同比-0.3%。

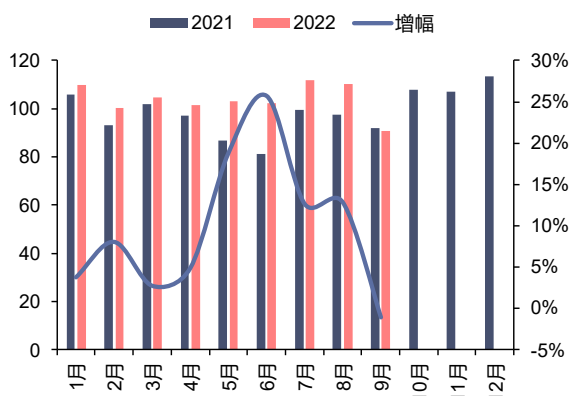
展望全年，据 IEA 预计 2022 年全球天然气产量将同比下降 0.49%；中石油经研院预计，2022 年全球天然气产量将同比小幅下降 0.5%。

图 3: 2021-2022 年美国月度天然气产量及增速 (亿方)


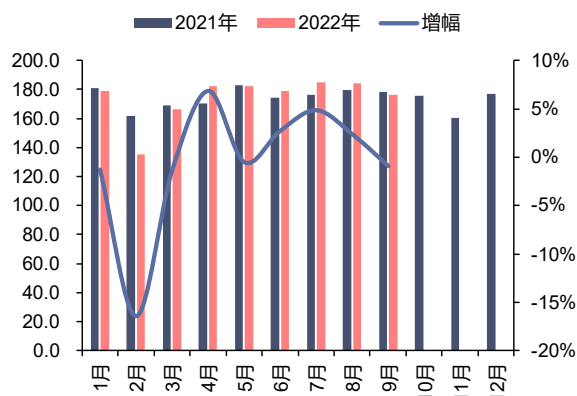
资料来源: JODI-Gas, 信达证券研发中心

图 4: 2021-2022 年俄罗斯月度天然气产量及增速 (亿方)


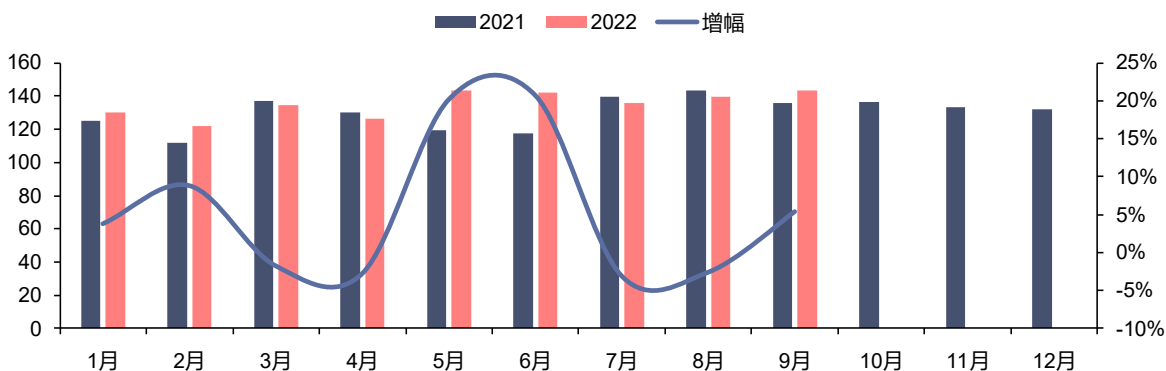
资料来源: JODI-Gas, 信达证券研发中心

图 5: 2021-2022 年挪威月度天然气产量及增速 (亿方)


资料来源: JODI-Gas, 信达证券研发中心

图 6: 2021-2022 年卡塔尔月度天然气产量及增速 (亿方)


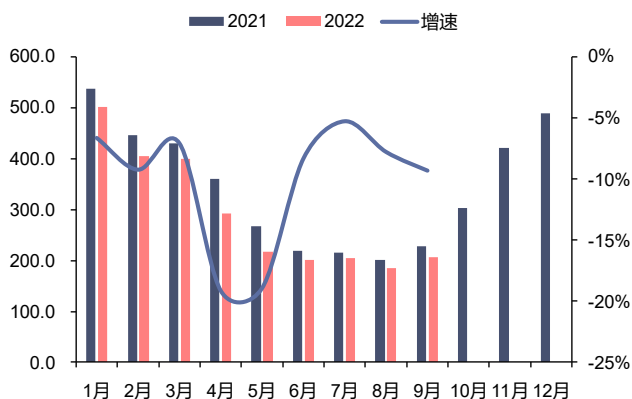
资料来源: JODI-Gas, 信达证券研发中心

图 7: 2021-2022 年澳大利亚月度天然气产量及增速 (亿方)


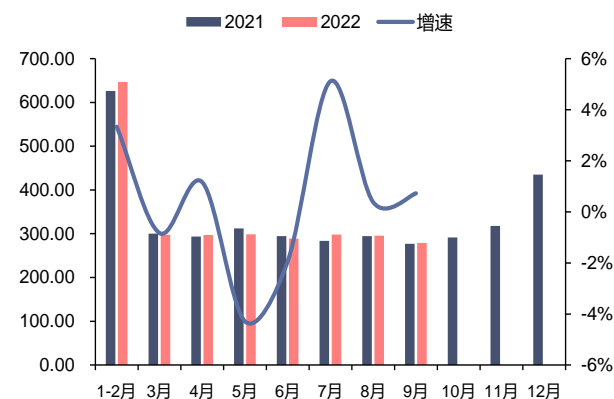
资料来源: JODI-Gas, 信达证券研发中心

2022 年全球天然气需求小幅下降, 北美需求增长, 欧洲消费量大幅削减, 而亚洲需求相对持平。在“REPower EU”计划下, 欧盟天然气需求大幅削减, 持续减少对俄罗斯天然气依赖。2022 年 1-9 月, 欧盟天然气累计消费量为 2614.7 亿方, 累计同比-10.12%; 亚洲天然气需求受高价抑制, 中、日、韩需求增速均大幅放缓, 2022 年 1-9 月中国天然气表观消费量 2694.8 亿方, 累计同比-1.4%, 1-8 月日本天然气消费量 663.6 亿方, 累计同比-0.4%, 1-8 月韩国天然气消费量 381.1 亿方, 累计同比-0.3%; 美国本土天然气需求快速增长, 1-9 月累计消费量 6764.7 亿方, 同比+5.22%。

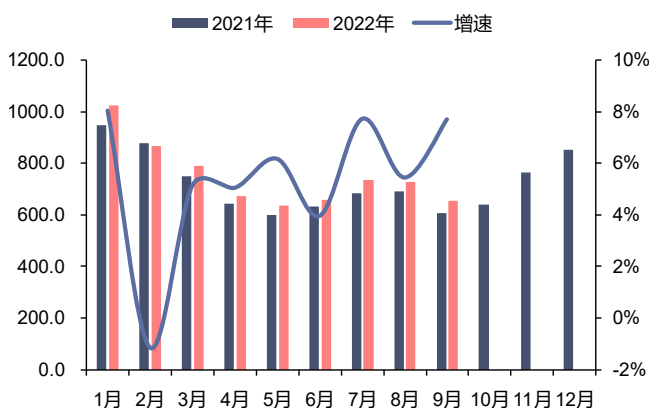
展望全年, IEA 预计 2022 年全球天然气消费需求将同比下降 0.78%; 中石油经研院预计, 2022 年全球天然气消费量将同比减少 0.8%。

图 8: 2021-2022 年欧盟天然气消费量 (亿方)


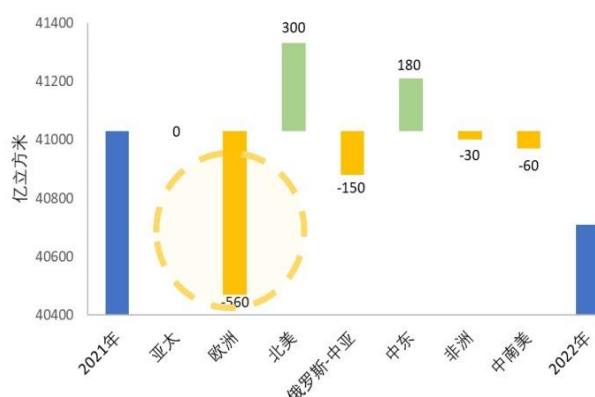
资料来源: Eurostat, 信达证券研发中心

图 9: 2021-2022 年中国天然气表观消费量 (亿方)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 2021-2022 年美国天然气消费量 (亿方)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图 11: 2022 年主要地区天然气需求预测 (亿方)


资料来源: 中石油经研院, 信达证券研发中心

1.2 国内产量保持稳步增长, 对外依存度阶段性下降

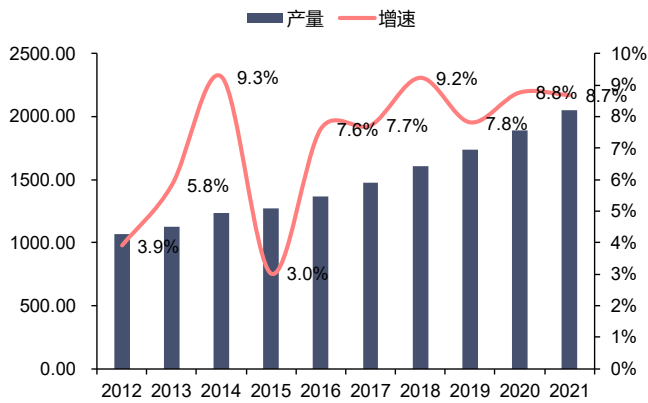
国内天然气产量保持稳步增长, “增储上产”行动见成效。自 2019 年起我国实施油气行业增储上产“七年行动计划”, 随后出台一系列政策大力推进我国天然气产量的稳步增长。近年来, 我国天然气产量增速保持在 8% 左右; 2022 年以来, 尽管在高气价背景下国内外天然气消费量普遍出现增速放缓或消费量下滑的现象, 我国天然气依然保持了较高的增速, 2021 年我国天然气产量 2052.6 亿方, 同比+8.7%; 2022 年 1-10 月我国天然气累计产量 1785.5 亿方, 累计同比+6.2%, “增储上产”行动的成效持续显现。

结构方面, 由于国内天然气产量保持较高增长, 今年我国天然气的对外依存度出现罕见的下降, 能源安全保障得以加强。近年来我国天然气的对外依存度持续攀升, 从 2010 年的 10% 快速上升至 2021 年的 43.8%; 而 2022 年 1-9 月我国天然气的对外依存度为 39.2%, 出现罕见的下降。

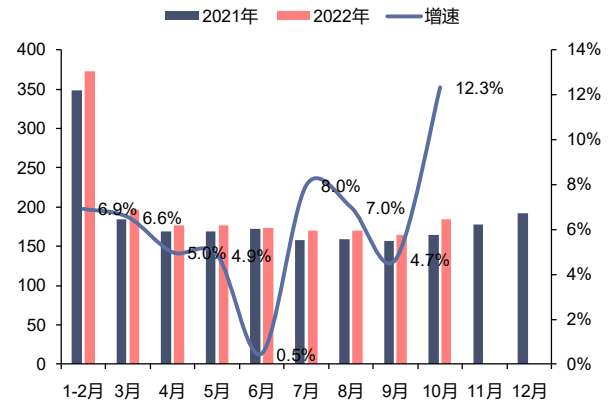
表 1: 近年来我国关于天然气产量的政策

年份	文件	天然气相关内容
2020	《关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见》	坚持大力提升国内油气勘探开发力度，支持企业拓宽资金渠道，推动勘探开发投资稳中有增；加强渤海湾、鄂尔多斯、塔里木、四川等重点含油气盆地勘探力度，夯实资源接续基础；推动东部老油气田稳产，加大新区产能建设力度；加快页岩油气、致密气、煤层气等非常规油气资源勘探开发力度，保障持续稳产增产
2021	《2030 年前碳达峰行动方案》	加快推进页岩气、煤层气、致密油（气）等非常规油气资源规模化开发
2022	《“十四五”现代能源体系规划》	到 2025 年，天然气年产量达到 2300 亿立方米以上
2022	《2022 年能源工作指导意见》	落实“十四五”规划及油气勘探开发实施方案，压实年度勘探开发投资、工作量，加快油气先进开采技术开发应用，巩固增储上产良好势头，坚决完成 2022 年天然气产量持续稳步上产的既定目标；积极做好四川盆地页岩气田稳产增产；以沁水盆地、鄂尔多斯盆地东缘煤层气产业基地为重点，加快煤层气产能建设，推动煤系地层多气综合勘探开发；稳妥推进煤制油气战略基地建设

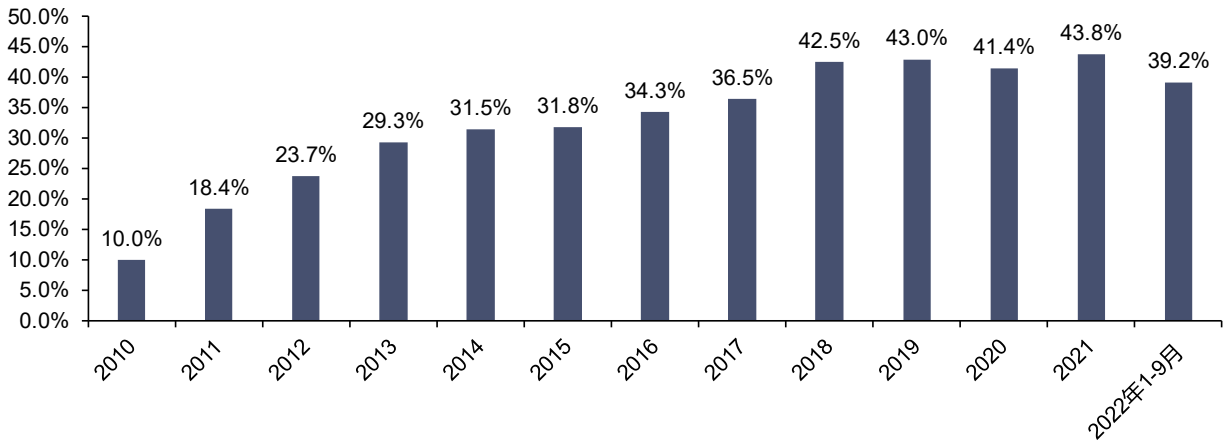
资料来源：国家发改委、中国政府网、财政部，信达证券研发中心

图 12: 2012-2021 年我国天然气产量及增速（亿方）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13: 2021-2022 年我国天然气月度产量及增速（亿方）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14: 2010 年至 2022 年 1-9 月我国天然气对外依存度


资料来源：Wind，信达证券研发中心

进口气结构方面，管道气增量显著。 目前我国的管道气进口主要来自中亚、俄罗斯及缅甸，在运天然气管线产能合计 1050 亿方/年，主要包括中亚 A/B/C 线（合计 550 亿方）、中俄东线（380 亿方，部分在建，产能爬坡中）、中缅管线（120 亿方）。目前在建管道产能约 400 亿方/年（远东管线 100 亿方，中亚 D 线 300 亿方）。除此之外，在 2022 年 9 月的中、俄、蒙三国元首第六次会晤上，三方确认《建设中蒙俄经济走廊规划纲要》延期 5 年，正式启动中蒙俄经济走廊中线铁路升级改造和发展可行性研究，西伯利亚力量 2 号（中俄中线）计划 2024 年开工，2030 年投产。到 2030 年，中俄间天然气贸易量有望达到 1000 亿方。

由此可见，随着我国进口天然气管道的持续建设，管道气量有望保持稳健增长。十四五期间，进口管道气量的增长主要来自于俄气（东线逐渐达产），十五五期间的管道气量增长可能将主要来自俄气（中俄中线）和中亚气（D线）。

表 2：我国天然气进口管线情况

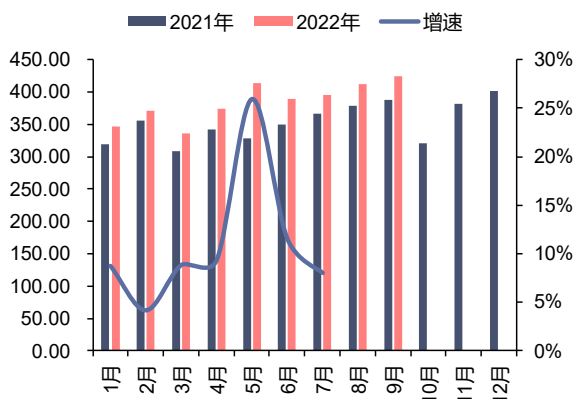
进口国家/地区	管道名称	状态	开始时间	设计产能（亿方/年）	2021 年实际输气量（亿方）
俄罗斯	西伯利亚力量 1 号（中俄东线）	运营	2019	380	105.8
	远东管线	在建	2024-2025	100	
	西伯利亚力量 2 号（中俄中线）	计划	2024 年开工，2030 年投产	500	
中亚	中亚-中国 A 线	运营	2009	150	447.1
	中亚-中国 B 线	运营	2010	150	
	中亚-中国 C 线	运营	2014	250	
	中亚-中国 D 线	在建	2022	300	
缅甸	中缅管线	运营	2013	120	42.7

资料来源：Wind, Global Energy Monitor, 信达证券研发中心

2021 年，我国管道气量进口合计 4242.7 万吨（约合 595.7 亿方），同比+22.9%，占总进口量的 35%。其中，进口中亚管道气 447.1 亿方，占管道气进口量的 75.1%，进口俄罗斯管道气 105.8 亿方，占管道气进口量的 17.8%。

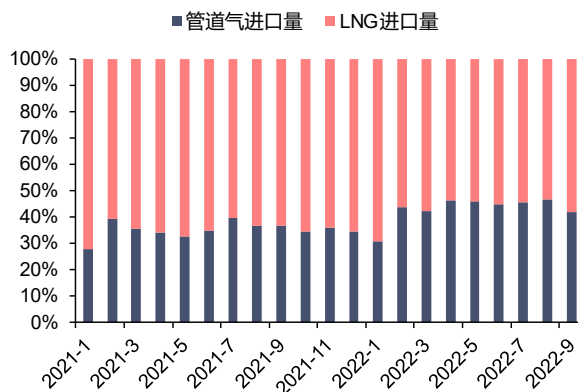
2022 年以来，在国际 LNG 价格高企的背景下，我国继续扩大低价稳定的管道气源进口量，为实现能源安全保供作出积极贡献。2022 年 1-9 月，我国进口管道气量累计 3465.6 万吨（约合 486.6 亿方），同比+10.5%；管道气占总进口量的比重由今年年初的 30.8% 上升到 8 月份的 46.8%。

图 15：2021-2022 年我国管道天然气月度进口量及增速（万吨）



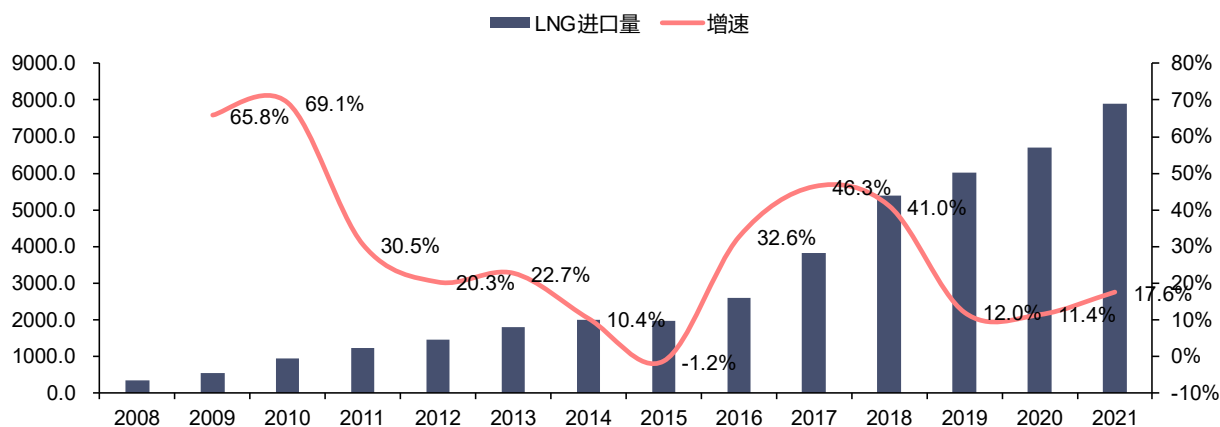
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 16：2021-2022 年我国天然气月度进口结构

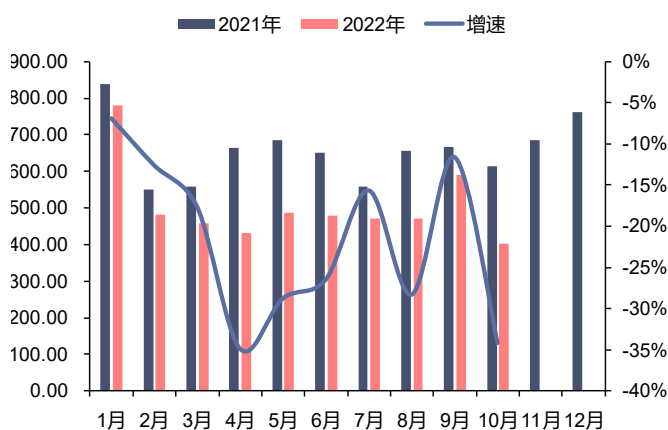


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

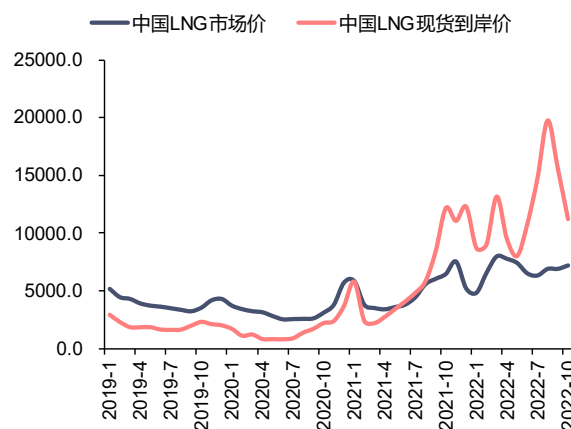
与此同时，我国 LNG 进口量出现大幅下滑，欧洲 LNG 需求大增背景下部分长协气源转售海外。今年以来，由于国内需求疲弱，国际气价高企，国内外气价倒挂等因素，中国 LNG 进口量出现历史最大降幅。2022 年 1-10 月，中国累计进口 LNG 5053.9 亿吨（约 904.8 亿方），同比-21.6%。

图 17: 2008-2021 年我国 LNG 进口量及增速 (万吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 2021-2022 年我国 LNG 月度进口量及增速 (万吨)


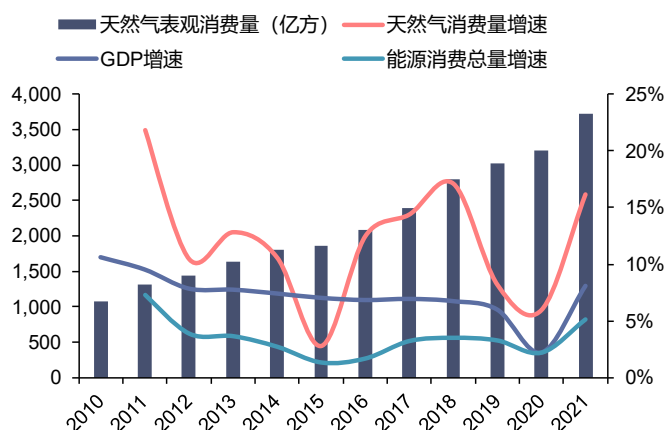
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 中国 LNG 市场价与 LNG 现货到岸价对比 (元/吨)


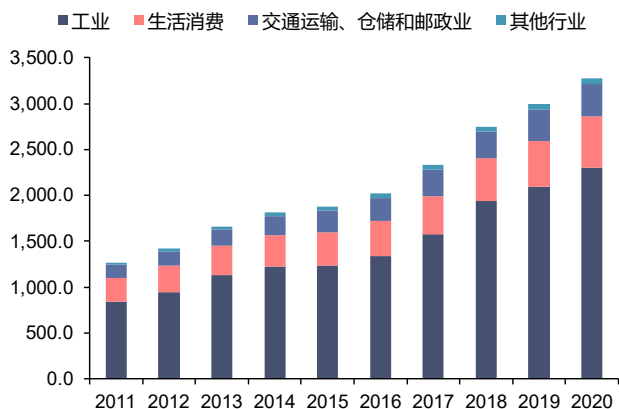
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

经济增速放缓叠加高气价因素，我国天然气消费量增速出现罕见的大幅下滑。近年来我国天然气表观消费量迅速增长，近 10 年 CAGR 高达 11%，高于 GDP 增速和能源消费总量增。作为三大化石能源中单位碳排放相对较低的天然气，在我国能源结构低碳转型的过程中，消费量也有望长期保持较高增长趋势。而消费结构方面，工业部门一直以来为我国天然气的主要消费部门（2020 年工业部门天然气消费占比 70.4%，2011-2020 年 CAGR 达 11.9%），工业部门中天然气消费主要来自于制造业和天然气发电，2020 年两者分别占工业用气量的 65.5%、26.5%，制造业和气电也是我国天然气消费增长的主要驱动力。从地区消费结构来看，由于人口密集、经济发达等因素，华东地区是我国天然气消费增速较高的区域，占全国消费总量的 30%，2010-2019 年 CAGR 达 15.1%，大幅高于全国平均增速。

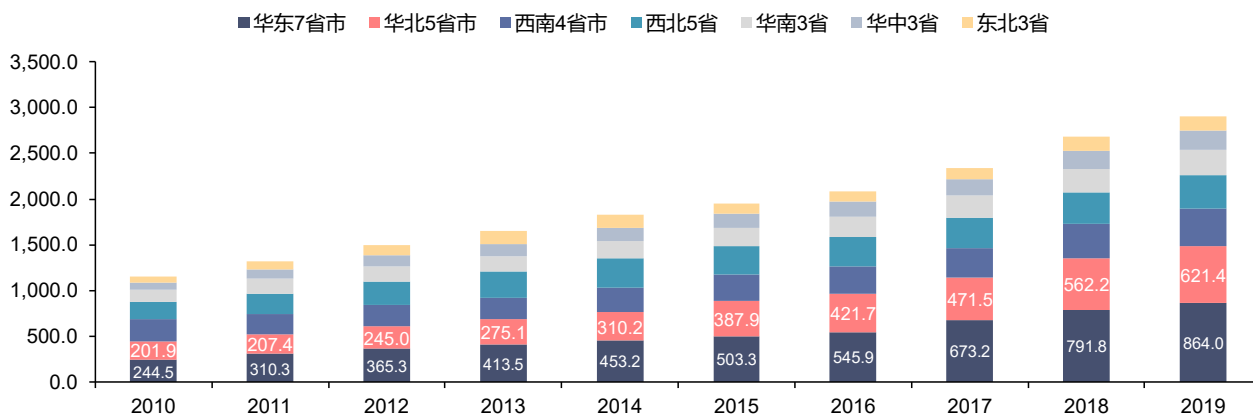
然而，由于经济承压、气价高企，叠加上海二季度疫情对主消费地华东地区的影响，2022 年 1-9 月我国天然气累计表观消费量 2694.8 亿方，累计同比增速-1.4%，消费增速较往年出现断崖式下滑。我们认为，随着经济企稳恢复，天然气消费量大概率将出现恢复性增长。

图 20: 2011-2021 年我国天然气表观消费量及增速


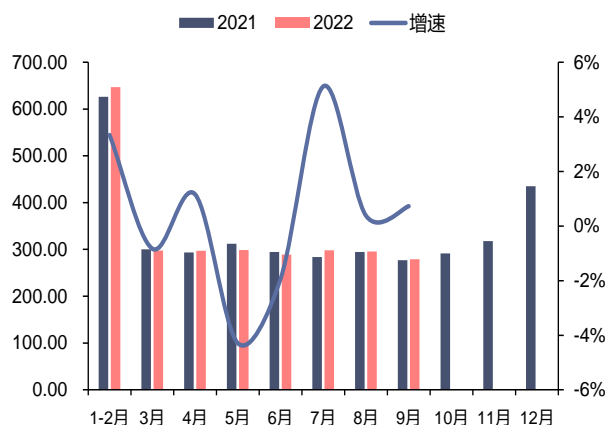
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 2011-2020 年我国天然气分部门天然气消费量 (亿方)


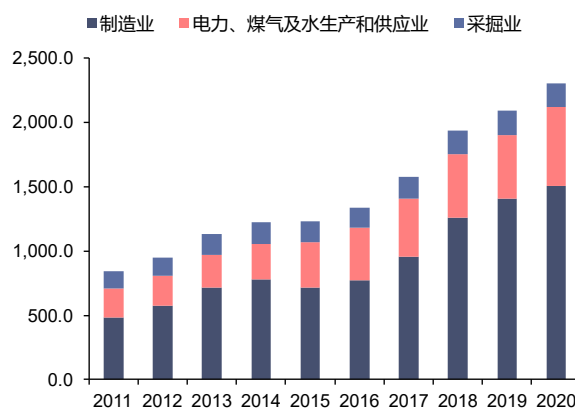
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: 2010-2019 年我国各区域天然气消费情况 (亿方)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 2021-2022 年我国天然气月度表观消费量及增速 (亿方)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 2011-2020 年我国工业部门天然气消费量细分 (亿方)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

加快推进天然气储气设施建设，为冬季供应及天然气消费增长提供安全保障。近年来我国出台一系列政策加快推进天然气储气设施建设，据《中国天然气发展报告（2022）》，2021 年全国已建成储气能力同比增长 15.8%，3 年多时间实现翻番；据中石油经研院数据，2022 年采暖季前地下储气库和 LNG 储罐气量增加 28%和 17%，共计 220 亿方，占天然气消费量的比例约 5.9%。

2022 年 3 月，国家发改委发布的《“十四五”现代能源体系规划》中提出：统筹推进地下
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

储气库、液化天然气（LNG）接收站等储气设施建设。到 2025 年，全国集约布局的储气能力达到 550 亿~600 亿立方米，占天然气消费量的比重约 13%。储气设施建设预计仍将保持较快增长。

2022 年 11 月 11 日，国家能源局组织召开加快储气能力建设专题推进会，要求油气企业强化政治站位、保持战略定力，整体上不折不扣完成年度工程建设和储气任务目标，实现“应储尽储”，为采暖季天然气保供稳价奠定了坚实基础。会议研究了 2023 年度储气能力建设相关工作，要求主要油气企业站在保障国家能源安全、支撑行业高质量发展的高度，对照全国储气能力建设总体安排，立足“大库大站”逐项细化工作方案，强化资金和工作量投入，强化注气资源落实，强化关键节点把控，确保年度任务按期实现。同时，强化储气设施储运协同，服务季节调节和尖峰保供。

表 3：近年来我国储气库建设相关政策

时间	单位	文件	相关内容
2020 年 4 月	国家发改委	《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》	国家发布年度储调设施重点工程清单；省级政府出台储调设施专项规划；城燃储调设施须纳入省级规划。支持峰谷差超过 4:1、6:1、8:1、10:1 的地区，梯次提高建设目标。突出规模效应，优先建设地下储气库、北方沿海液化天然气（LNG）接收站和重点地区规模化 LNG 储罐。鼓励现有 LNG 接收站扩大储罐规模，鼓励城市群共建共用储气设施，形成区域性储气调峰中心。
2021 年 4 月	国家能源局	《2021 年能源工作指导意见》	积极推进东北、华北、西南、西北等“百亿方”级储气库群建设，抓好 2021 年油气产供储销体系建设管道、地下储气库和 LNG 接收站等一批重大工程建设。
2022 年 3 月	国家发改委	《“十四五”现代能源体系规划》	统筹推进地下储气库、液化天然气（LNG）接收站等储气设施建设。 到 2025 年，全国集约布局的储气能力达到 550 亿~600 亿立方米，占天然气消费量的比重约 13%。

资料来源：国家发改委、中国政府网，信达证券研发中心

1.3 气价复盘：产能周期叠加俄气减供驱动国际气价大涨

2021 年以来，国际天然气现货价格出现三轮大幅上涨阶段，我们对其涨幅和驱动因素复盘如下：

（1）2021 年下半年至年底，产能周期驱动下天然气供需矛盾开始显现。由于 2016 年以来天然气投资不足，导致增产能力和 LNG 出口液化能力增量有限，全球供需矛盾开始显现，气价出现上行态势。同时，受欧洲 2021 年冬季异常寒冷天气及天然气库存水平较低的影响，叠加北溪 2 号管线投用受阻、风力发电不足等因素，欧洲 TTF 现货价格由 12 月 7 日的 29.7 美元/百万英热快速上涨至 12 月 27 日的 73.7 美元/百万英热，期间涨幅达 148.5%；

（2）2022 年 2 月底俄乌冲突事件爆发，欧盟表示将对俄罗斯的能源进行制裁。3 月 8 日，欧盟宣布计划在今年削减 2/3 从俄罗斯进口的天然气（约 1000 亿方），市场对俄罗斯断供后欧洲天然气供应状况的担忧日益加剧，气价由 2 月 22 日的 23.8 美元/百万英热飙升至 3 月 8 日的 69 美元/百万英热，期间涨幅达 190.3%；

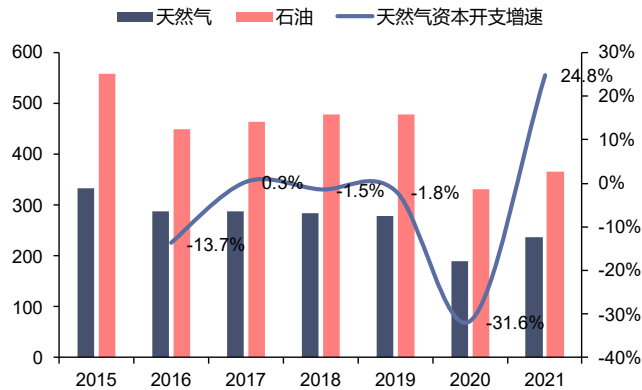
（3）2022 年 6 月以来，随着俄罗斯管道气量的持续下降以及美国自由港事故导致美国 LNG 出口能力受限，欧洲气价出现了一轮持续近 3 个月的气价大幅上涨期。第 20 周（5.16-5.22）以来，俄罗斯到欧洲的亚马尔管道气量下降为 0，第 25 周（6.20-6.26）北溪气量降为去年同期的 40%，此后气量进一步下降。8 月 31 日以来，北溪 1 号气量降为 0。9 月 26 日，北溪管线发生爆炸事故，短期内气量恢复无望。目前，俄罗斯仅剩土耳其流（气量与去年基本持平）和乌克兰过境管道（气量约为去年 1/3）仍在对欧出口管道天然气。在上述多重因素的刺激下，TTF 价格自 6 月 9 日的 24 美元/百万英热，一度冲高至 8 月 30 日的 91.7 美元/百万英热，期间涨幅高达 282.7%。

而 2022 年 10 月以来的国际气价大跌，则主要是由于：

1) 欧盟高气价吸引全球 LNG 货源，德法等国大力采购高价气实现快速补库存。以德国为例，政府原定计划到 9 月 1 日将天然气储气量提高到 75%、到 10 月份达到 85%，而 10 月的目标在 9 月初已提前实现。截至 10 月 5 日，EU 库存达到库容的 90%，受库容能力的限制，欧盟采购需求大幅减弱。

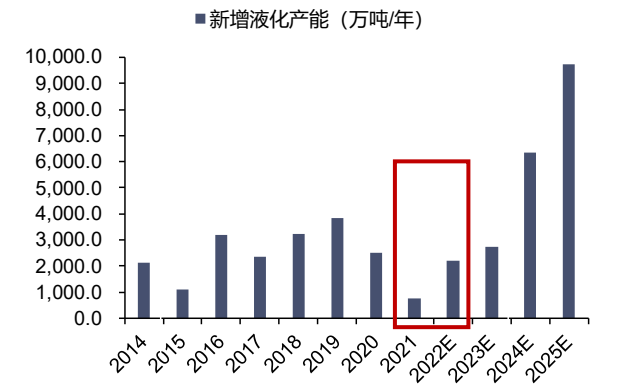
2) 欧盟提出天然气消费量削减 15% 的目标，并出台一系列政策以实现减少对俄罗斯天然气依赖的目标，叠加今年 11 月 15 日之前欧盟气温同比偏高，天然气的实际消费量大幅下降。

图 25：2015-2021 年全球油气资本开支及增速（十亿美元）



资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 26：2014-2025E 全球新增 LNG 液化产能



资料来源：IHS Markit，信达证券研发中心

图 27：2021 年以来国际三大天然气市场现货价格走势（美元/百万英热）



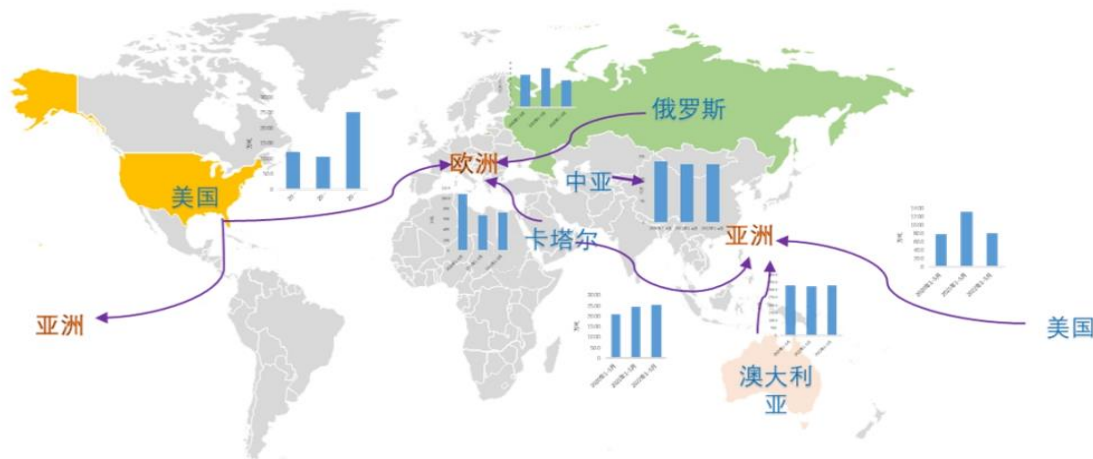
资料来源：隆众资讯，信达证券研发中心

二、俄乌冲突导致全球天然气格局大调整

2.1 全球 LNG 资源加速流向欧洲，“亚洲溢价”转向“欧洲溢价”

2022 年俄乌冲突后，全球天然气供应格局出现重大调整。欧洲提出“REPowerEU”的能源独立计划，希望加速摆脱对俄罗斯的天然气依赖，同时俄罗斯实行反制裁措施，对欧管道气量大幅下降。为弥补管道气量的缺口，欧洲以溢价吸引全球 LNG 资源加速流向欧洲。

图 28：2022 年全球天然气贸易格局大调整



资料来源：中石油经研院，信达证券研发中心

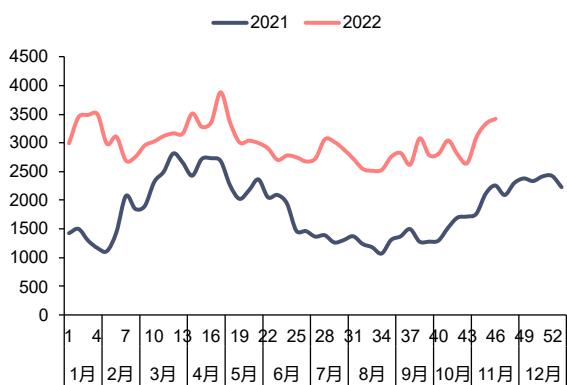
供给方面：欧洲大量进口 LNG 以替代俄罗斯管道气。欧盟于 2022 年 3 月 8 日提出“REPower EU”计划，称将通过大量进口 LNG、发展可再生气体以及推进电气化等措施逐渐摆脱对俄罗斯管道气的依赖，俄方随后采取一系列反制裁措施，减少对欧管道气供应，欧盟天然气供应格局发生根本性改变。

表 4：《REPower EU：欧洲联合行动，为争取更实惠、更安全和可持续的能源》文件计划

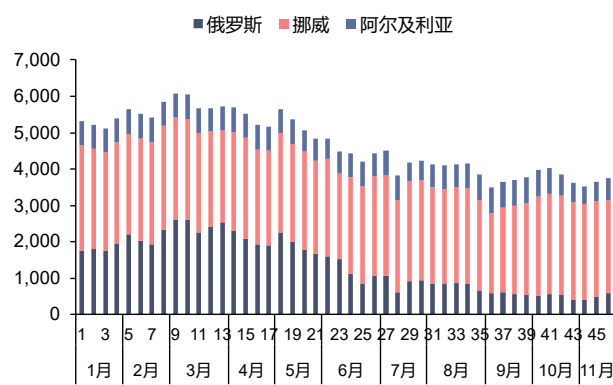
措施	方面	2022 年目标	作用方向
天然气进口多元化	LNG	进口增加 500 亿方	+
	非俄管道气	进口增加 100 亿方	+
发展可再生气体	生物甲烷	发展生物甲烷，减少 35 亿方天然气需求	-
	氢能	氢气产量及进口量提高至 20 吨，减少 250-500 亿方天然气需求（2030 年）	-
推进欧洲电气化	节能	减少 140 亿方天然气需求	-
	热泵	发展热泵，减少 15 亿方天然气需求	-
	太阳能屋顶	推广太阳能屋顶，减少 25 亿方天然气需求	-
	风电、光伏	增加风电、光伏装机容量及发电量，减少 200 亿方天然气需求	-

资料来源：EURLEX，信达证券研发中心

2022 年 1-10 月，欧盟进口俄罗斯管道气量 621 亿方，同比-51.2%，10 月进口俄管道气量更是降至仅为去年同期的 19.6%。与此同时，1-10 月欧盟进口 LNG 1281.7 亿方，累计同比大增 69.2%；1-10 月欧盟累计天然气供应总量 3447 亿方，累计同比仅小幅下降 0.76%。供应格局调整后，俄罗斯管道气量占欧盟天然气总供给的比例从超过 40% 大幅降至不足 10%，欧盟也初步实现了降低对俄气的依赖。

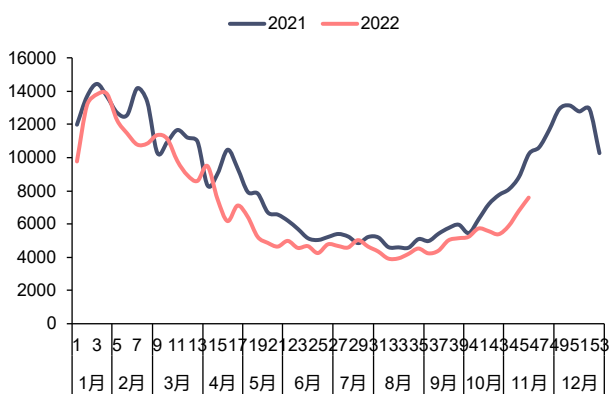
图 29: 2021-2022 年欧盟 LNG 进口量对比 (百万方)


资料来源: Bruegel, 信达证券研发中心

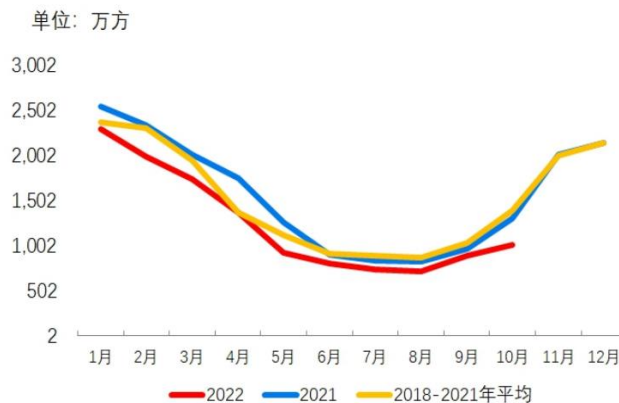
图 30: 2021-2022 年欧盟管道气进口量及结构 (百万方)


资料来源: Bruegel, 信达证券研发中心

需求方面: 高气价叠加气温偏高, 9-10 月超额完成减少 15% 消费量的目标。2022 年 7 月末, 欧盟委员会达成协议, 计划采取“自愿削减”的方式, 在 2022 年 8 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日期间, 将天然气需求在过去 5 年平均消费量的基础上减少 15%。2022 年 1-10 月, 欧盟天然气消费量估算为 2223.3 亿方, 累计同比-13.8%, 其中 9 月消费量同比-15.1%, 10 月消费量同比-18.0%, 均已完成消费量的削减目标; 其中, 西北欧的消费量削减程度更为显著, 9 月西北欧用气需求同比-20%, 10 月需求同比-22%, 大幅超额完成目标。

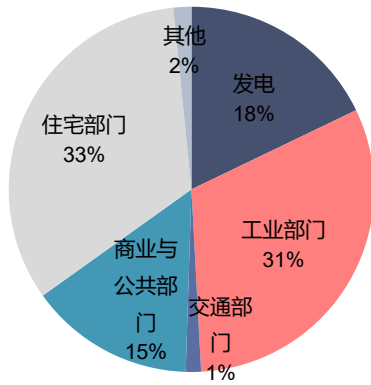
图 31: 2021-2022 年欧盟天然气估算消费量 (百万方)


资料来源: Bruegel, 信达证券研发中心

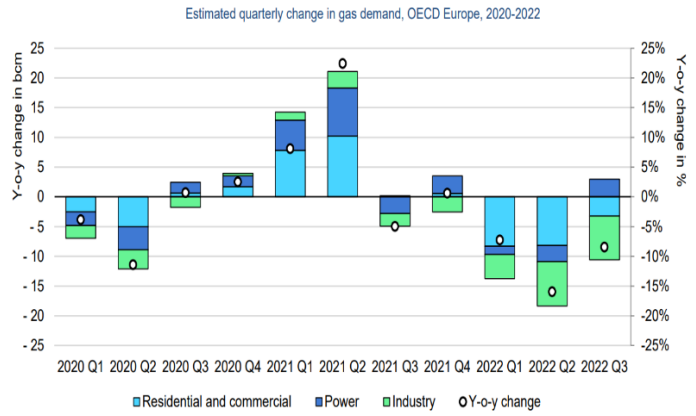
图 32: 西北欧用气需求情况 (万方)


资料来源: 中石油经研院, 信达证券研发中心

需求减少主要集中于民商及工业用气部门, 天然气发电消费量同比基本持平。从消费结构来看, 2020 年欧洲民商业部门天然气消费需求占总需求的 48%, 工业部门约占 31%, 发电部门占比 18% (图 33)。2022 年以来, 受经济衰退、高气价下自发节能、气温同比偏高等因素影响, 欧洲的民商业及工业部门天然气消费量明显下降, 2022H1 分别同比下降约 18 Bcm、12 Bcm, 分别占总降幅的 54.5%、36.4%。然而, 电力部门的天然气消费下降不明显, 且 Q3 出现大幅反弹。俄乌冲突以来欧盟天然气发电量没有出现显著下降, 反而有小幅上升, 3-8 月的欧盟天然气发电量同比增长 3.3%, 主要原因为入夏以来高温干旱、部分国家弃核以及核电检修等影响下, 欧盟的水电和核电发电量同比出现大幅下滑, 产生的部分电力缺口需煤电、风光及气电来弥补; 德国重启燃煤电厂, 大幅增加燃煤发电量以替代下降的核电及气电, 3-8 月德国燃煤发电量同比大幅增长 30.1%, 天然气发电量同比小幅下降 4.6%。

图 33: 2020 年欧洲天然气分部门消费情况


资料来源: Eurostat, 信达证券研发中心

图 34: 2020Q1-2022Q3 欧洲分部门天然气需求变化


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

表 5: 2022 年欧盟各一次能源发电量及增速 (GWh)

	1-8 月			3-8 月 (俄乌冲突后)		
	2021 年	2022 年	累计增速	2021 年	2022 年	累计增速
风光	364,342	425,959	16.91%	276,287	308,723	11.74%
煤电	235,220	264,525	12.46%	165,497	195,259	17.98%
气电	242,387	250,320	3.27%	169,580	179,251	5.70%
水电	260,634	201,399	-22.73%	187,612	149,603	-20.26%
核电	460,718	390,915	-15.15%	334,443	272,922	-18.40%

资料来源: Eurostat, 信达证券研发中心

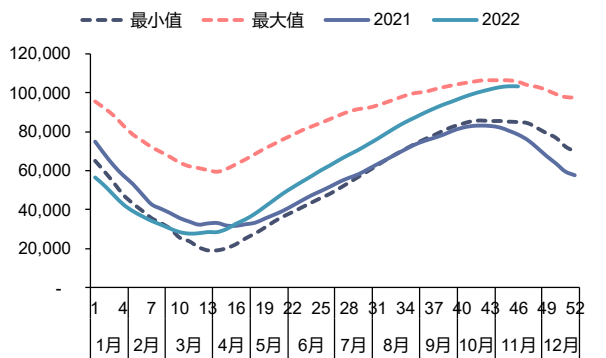
表 6: 2022 年德国各一次能源发电量及增速 (GWh)

	1-8 月			3-8 月 (俄乌冲突后)		
	2021 年	2022 年	累计增速	2021 年	2022 年	累计增速
风光	113,981	132,040	15.84%	87,947	91,182	3.68%
煤电	90,259	108,428	20.13%	62,495	81,373	30.21%
气电	51,487	47,382	-7.97%	34,590	32,989	-4.63%
水电	14,947	13,631	-8.80%	11,540	9,989	-13.44%
核电	43,481	21,679	-50.14%	32,185	16,087	-50.02%

资料来源: Eurostat, 信达证券研发中心

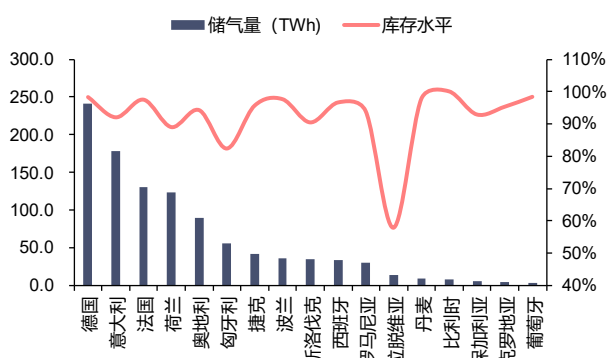
库存方面: 3 月以来欧盟补库进程加速, 10 月库存量已接近饱和, 11 月中旬开启库存下降阶段。3 月份俄乌冲突以来, 欧盟大量采购全球 LNG 资源, 天然气补库进程提速。11 月 13 日, 欧盟天然气库存达到年内高点, 库存量 1069TWh, 库存水平 95.62%。此后, 库存开始逐步下降, 截止 11 月 29 日, 欧盟天然气库存量为 1042.5TWh, 库存水平 93.2%。其中, 主要国家如德国、法国的天然气库存水平分别达到 98.2%、97.4%, 高于欧盟平均水平。

图 35: 2021-2022 年欧盟周度天然气库存水平对比



资料来源: Bruegel, 信达证券研发中心 注: 库存水平的最大值和最小值为根据 2015-2020 年数据确定

图 36: 欧盟各国天然气库存水平对比 (截至 2022/11/29, TWh)

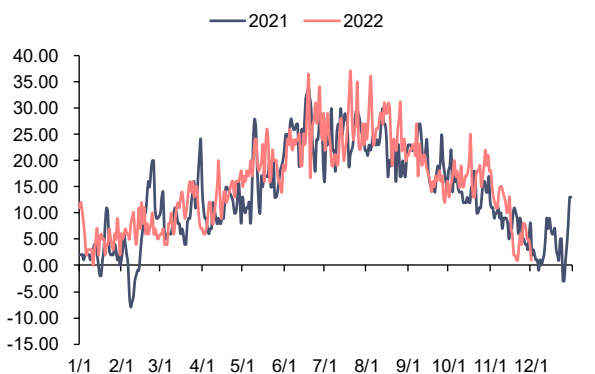


资料来源: GIE, 信达证券研发中心

气温方面, 欧洲大陆 11 月中旬之前同比偏暖, 之后同比偏冷。11 月中旬前, 欧洲气候同比偏暖, 2022 年第 45 周 (11/7-11/13), 德国柏林最高均温 13.29°C, 同比+4.14°C, 周环比-0.71°C; 最低均温 9.43°C, 同比+3.43°C, 周环比+0.29°C; 11 月中旬后降温明显, 进入同比偏冷的状态, 2022 年第 46 周 (11/14-11/20), 德国柏林最高均温 5.86°C, 同比-2.57°C, 周环比-7.43°C; 最低均温 1.43°C, 同比-4.14°C, 周环比-8°C。根据欧洲中期天气预报中心 (ECMWF) 的预测, 未来 1 个月内西北欧气温大概率将低于往年季节性正常值。

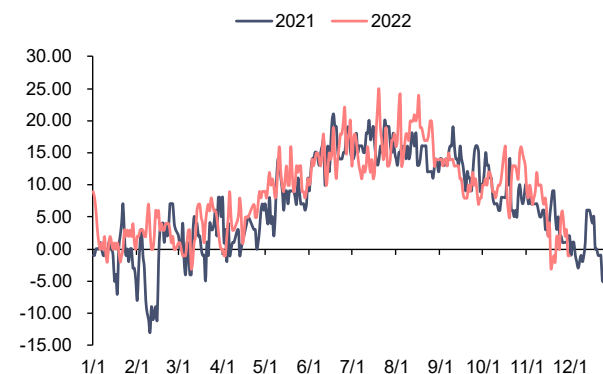
目前欧盟天然气消费量降幅已有收窄迹象, 大规模降温后, 欧盟天然气消费量降幅或将持续收窄, 库存下降速度或将进一步加快。

图 37: 2021-2022 年德国柏林日度最高气温 (°C)



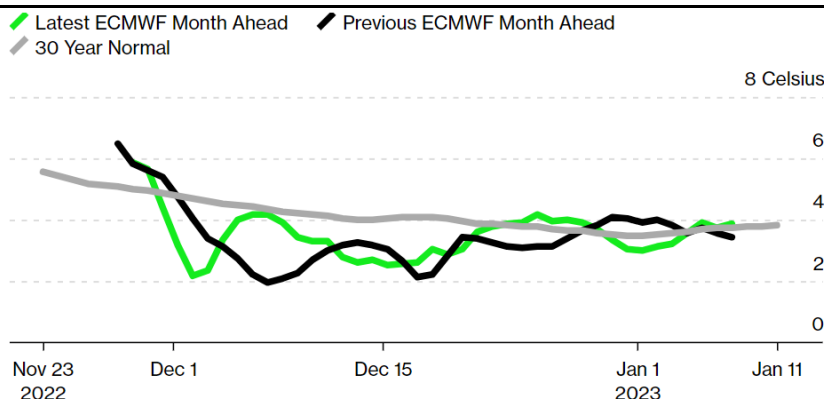
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 38: 2021-2022 年德国柏林日度最低气温 (°C)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 39: 2022/12-2023/1 西北欧气温预测 (°C)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

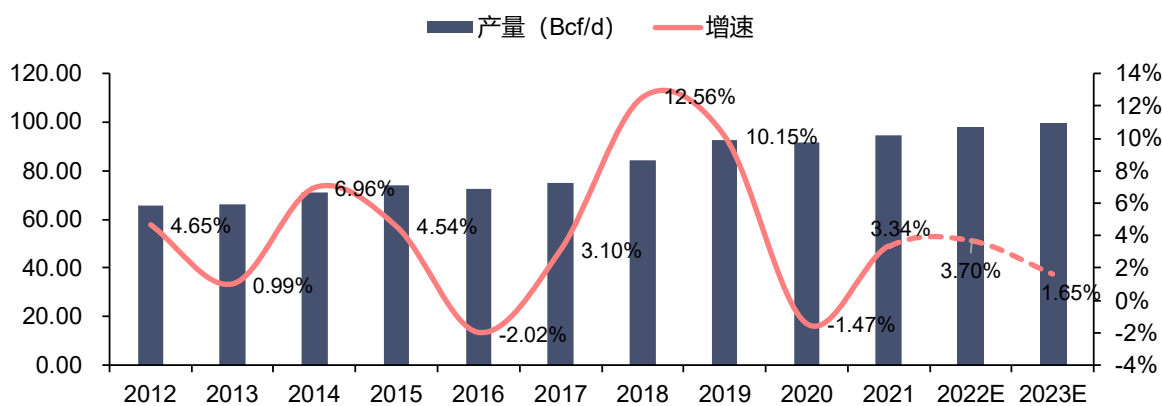
2.2 2023 年欧盟供需依然偏紧，“欧洲溢价”和需求削减是实现紧平衡的前提

2023 年全球天然气产量预计将小幅增长，增量将主要来自美国。据 EIA 预计，2023 年美国天然气产量为 99.69Bcf/d（约合 10304.9 亿方），增量约 167.7 亿方，增速放缓至 1.65%；IEA 预计，俄罗斯受输欧管道气大幅下降影响，进一步压减上游产量，2023 年产量同比下降 3%左右，减产约 190 亿方；中东地区产量温和增长，预计 2023 年增速为 2.4%，增量约 170 亿方；欧洲区内气田增产乏力，增量主要来自英国和挪威，2023 年产量增速将放缓至 1.2%左右，增量约 30 亿方。

2023 年欧洲天然气需求将进一步压减，亚洲有望重新成为拉动全球需求增长的主要动力。IEA 预计，2023 年亚太地区天然气消费量将达 9230 亿方，同比增长 3.13%，其中中国需求将出现较大幅度反弹，全年天然气消费量 3900 亿方，同比增长 5.41%，泰国、菲律宾等新兴市场用气需求也将进一步增长；欧洲将持续采取天然气需求压减措施，IEA 预计全年需求量 5310 亿方，同比下降 3.1%；美国可再生能源发电项目替代部分气电需求，LNG 项目投产将支撑出口需求持续旺盛，EIA 预计 2023 年美国天然气消费量为 85.4Bcf/d（8827.6 亿方），同比下降 3.42%。

从全球总的产量增速、需求量增速来看，天然气供需紧张程度较今年边际上略有好转，但仍然呈供需偏紧的态势。据 IEA 预计，2023 年全球天然气总产量 41290 亿方，增速由上年的-0.49%提升至 0.98%；全球消费量 40850 亿方，增速由上年的-0.78%提升至 0.34%（表 7）。据中石油经研院预计，2023 年全球天然气产量 4.13 万亿方，增速由上年-0.5%提高至 1.0%；受疫情影响减弱、气价回落影响，全球需求量 4.1 万亿方，增速由上年-0.8%提高为 0.5%。

图 40：2022/2023 年美国天然气产量及增速预测（Bcf/d）

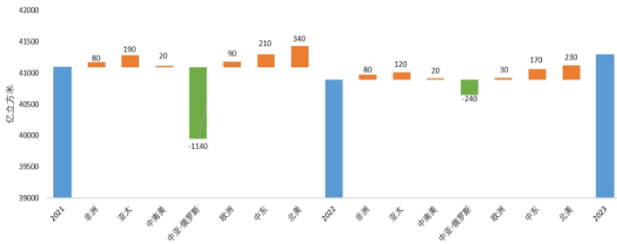


资料来源：EIA，信达证券研发中心

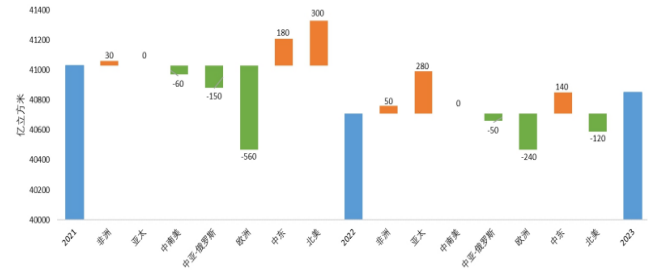
表 7：2019-2023E 全球主要地区/国家供需及预测（Bcm）

	需求						产量					
	2019	2020	2021	2022	2023	22-23 增速	2019	2020	2021	2022	2023	22-23 增速
非洲	164	161	169	166	171	3.01%	252	241	262	270	278	2.96%
亚太	835	841	895	895	923	3.13%	637	630	650	669	681	1.79%
其中：中国	306	325	364	370	390	5.41%	174	189	205	220	230	4.55%
中南美	155	142	153	147	147	0.00%	167	150	147	149	151	1.34%
欧亚大陆	608	584	634	619	614	-0.81%	921	866	955	841	817	-2.85%
其中：俄罗斯	482	460	501	484	479	-1.03%	738	692	762	651	623	-4.30%
欧洲	586	573	604	548	531	-3.10%	249	230	223	232	235	1.29%
中东	545	548	564	582	596	2.41%	671	674	694	715	732	2.38%
北美	1106	1080	1084	1114	1102	-1.08%	1174	1154	1178	1212	1235	1.90%
其中：美国	888	869	867	890	876	-1.57%	968	954	973	1010	1041	3.07%
全球	3999	3930	4103	4071	4085	0.34%	4071	3945	4109	4089	4129	0.98%

资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 41: 2023 年全球各地区/国家天然气供应情况 (亿方)


资料来源: 中石油经研院, 信达证券研发中心

图 42: 2023 年全球各地区/国家天然气需求情况 (亿方)


资料来源: 中石油经研院, 信达证券研发中心

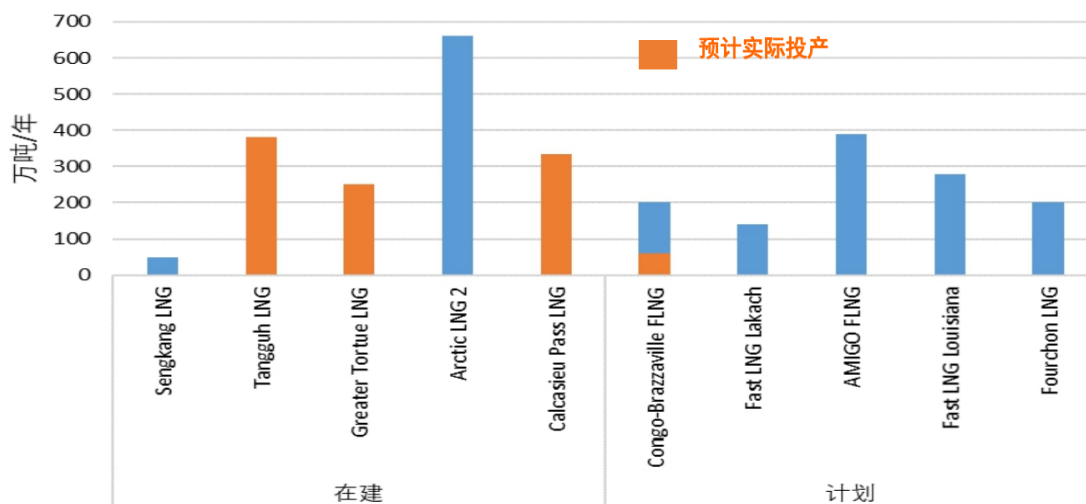
主要出口国现有 LNG 液化设施项目均满负荷运行, 2023 年全球 LNG 新增液化产能有限。天然气主产国现有 LNG 项目均处于满负荷运行状态, 其中美国液化项目接近 100%, 卡塔尔项目 108%, 增产空间有限; 此外, 2022 年 6 月, 美国第二大 LNG 液化出口设施自由港 (产能约 150 万吨/年) 发生意外爆炸事故, 被迫停止运营, 原定于 10 月初至少恢复部分产能, 然而, 据路透社消息, 本次停运可能将延长至 12 月底。

中石油经研院预计 2023 年全球计划新增液化产能 2883 万吨/年, 主要集中于美国 (813 万吨/年)、俄罗斯 (660 万吨/年)、印尼 (430 万吨/年) 等, 考虑项目建设延迟等因素, 预计实际投产产能仅为 1000 万吨/年左右。

表 8: 美国现有及在建 LNG 液化产能情况

液化项目	生产线	产能 (Mmtpa)	状态	投产/预计投产时间
Sabine Pass	Train 1	4.50	商业运营	May-16
	Train 2	4.50	商业运营	Oct-16
	Train 3	4.50	商业运营	Mar-17
	Train 4	4.50	商业运营	Oct-17
	Train 5	4.50	商业运营	Mar-19
	Train 6	4.50	商业运营	Feb-22
Cove Point	Train 1	5.25	商业运营	Apr-18
Elba Island	Trains 1-5*	1.25	商业运营	Sep-19
	Trains 6-10*	1.25	商业运营	Aug-20
Corpus Christi	Train 1	4.52	商业运营	Mar-19
	Train 2	4.52	商业运营	Aug-19
	Train 3	4.52	商业运营	Mar-21
Cameron	Train 1**	4.50	商业运营	Jul-19
	Train 2**	4.50	商业运营	Mar-20
	Train 3**	4.50	商业运营	Aug-20
Freeport	Train 1	5.00	商业运营	Nov-19
	Train 2	5.00	商业运营	Jan-20
	Train 3	5.00	商业运营	Apr-20
Calcasieu Pass	Trains 1-9***	5.00	商业运营	May-22
	Trains 10-18***	5.00	试运营	Sep-22
Golden Pass	Train 1****	5.20	在建中	2023
	Train 2****	5.20	在建中	2024
	Train 3****	5.20	在建中	2024
Plaquemines LNG Phase 1	Trains 1-24*****	12.00	在建中	2024
Corpus Christi Liquefaction Stage III	Trains 1-14*****	10.00^	在建中	2025

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

图 43: 2023 年全球新增 LNG 液化产能 (万吨/年)


资料来源: 中石油经研院, 信达证券研发中心

2023 年欧洲天然气市场判断: 供需基本实现新均衡, “欧洲溢价”将持续。对于欧洲市场而言, LNG 配套的基础设施能力较今年将略有好转, 2022 计划投产 LNG 接收能力 98 亿方/年, 2023 年计划投产 599 亿方/年, 但补库存时期的阶段性紧张压力仍然存在。2022 年欧盟之所以能够较为顺利地补库, 很重要的原因在于“欧洲溢价”下全球 LNG 贸易流向改变以及亚洲市场需求的减少, 尤其在经济增速放缓下中国 LNG 进口需求降至历史低位, 若明年中国经济复苏强劲, 用气需求出现恢复性反弹, 欧盟补库进程将迎来不小压力, 欧洲气价中枢也有概率出现大幅抬升。

我们认为, 2023 年欧盟天然气市场顺利实现供需平衡的前提条件为: 1) “欧洲溢价”持续存在, 从而持续吸引全球现有及新增 LNG 货源; 2) 需求削减继续, 2023 年欧盟的天然气消费量仍需保持较 2021 年的大幅减量 (-15%左右), 现有供给并不支持欧盟天然气消费量的恢复。供应格局大调整后, 欧洲需要保持较高的 LNG 供应量以弥补管道气量的下降, 当全球增量有限的情况下, 欧洲溢价是吸引全球 LNG 转售资源的必要前提。

表 9: 2022-2026 年欧盟计划投产 LNG 接收站项目情况

计划投产时间	国家	接收设施名称	状态	接收能力 (Bcm/年)	接收站类型
Jan-22	波兰	Swinoujscie	已投产	1.2	陆上 (Onshore)
Mar-22	意大利	Adriatic	已投产	1.0	固定海上
Oct-22	芬兰	Hamina Port	在建	0.5	陆上 (Onshore)
Nov-22	爱沙尼亚	Paldiski	在建	2.0	浮式 (FSRU)
Dec-22	德国	Lubmin (Deutsche Ostsee)	计划	5.0	浮动存储单元 (FSU)
2022 年计划投产				9.8	
Jan-23	芬兰	Inkoo	在建	5.0	浮式 (FSRU)
Jan-23	德国	Brunsbüttel (Gasunie)	在建	5.0	浮式 (FSRU)
Jan-23	德国	Wilhelmshaven (Uniper)	在建	7.5	浮式 (FSRU)
Apr-23	意大利	Piombino	在建	5.0	浮式 (FSRU)
Jul-23	塞浦路斯	Vasilikos	在建	1.0	浮式 (FSRU)
Sep-23	爱尔兰	Shannon LNG	计划	4.7	陆上 (Onshore)
Sep-23	法国	Le Havre (TotalEnergies)	计划	4.5	浮式 (FSRU)
Oct-23	德国	Lubmin	在建	7.5	浮式 (FSRU)
Oct-23	德国	Stade (Offshore)	在建	5.0	浮式 (FSRU)
Dec-23	德国	Wilhelmshaven (TES)	计划	5.0	浮式 (FSRU)
Dec-23	希腊	Alexandroupolis	在建	5.5	浮式 (FSRU)
Dec-23	希腊	Corinth	计划	4.3	浮式 (FSRU)
2023 年计划投产				59.9	
Jan-24	波兰	Swinoujscie	在建	2.1	陆上 (Onshore)
Mar-24	希腊	Argo	计划	4.6	浮式 (FSRU)

Mar-24	比利时	Zeebrugge	在建	8.2	陆上 (Onshore)
Jul-24	爱尔兰	Cork	计划	3.0	浮式 (FSRU)
Jul-24	意大利	Porto Marghera	计划	0.2	陆上 (Onshore)
Jul-24	意大利	Portovesme	在建	1.0	浮式 (FSRU)
Jul-24	意大利	Ravenna (SNAM)	在建	5.0	浮式 (FSRU)
Oct-24	德国	Brunsbüttel (Gasunie)	计划	8.0	陆上 (Onshore)
2024 年计划投产				32.1	
Jun-25	希腊	Thessaloniki	计划	7.3	浮式 (FSRU)
Jul-25	德国	Wilhelmshaven (TES)	计划	16.0	陆上 (Onshore)
Jul-25	意大利	Porto Torres	计划	1.0	浮式 (FSRU)
2025 年计划投产				24.3	
Dec-26	德国	Stade	计划	6.7	陆上 (Onshore)
2026 年计划投产				6.7	

资料来源: IHS Markit, 信达证券研发中心

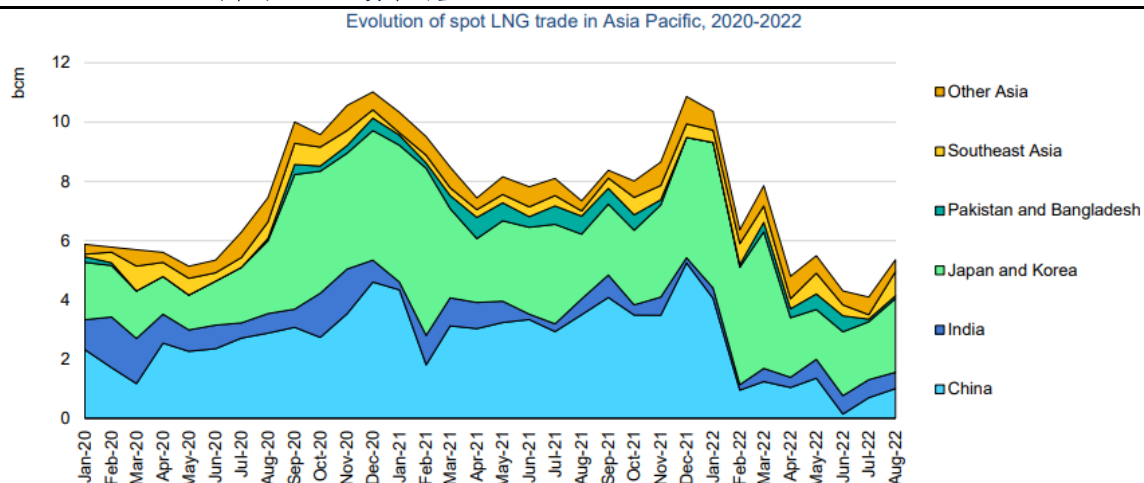
表 10: 2022/2023 年欧盟天然气供需平衡预测 (亿方)

	2021	2022E	2023E	备注
EU 消费量	4123	3642.7	3504.6	假设 2022 年 10 月-12 月消费量同比-15%; 2023 年消费量较 2021 年-15%
消费量较 2021 年的变化值		-480.3	-618.5	
俄气供给量	1534	700	306.8	假设 2023 年俄气供给量降为 2021 年的 20%
俄气供应较 2021 年的变化值		-834	-1227.2	
非俄管道气量较 2021 年的变化		50	100	考虑挪威、北非增量 2023 年较 2021 增加 100 亿方非俄管道气供给
LNG 进口量较 2021 年的变化值		500	500	2022 年 LNG 增量约 500 亿方, 假设 2023 年维持这一水平
当年库存变动 (差值)		196.3	-8.7	结论: 2023 年基本实现新均衡

资料来源: Bruegel, Eurostat, 信达证券研发中心

对亚洲的影响: 2 月以来东北亚 LNG 进口量大幅下滑。随着欧洲在国际市场上大量采购 LNG 现货资源, TTF 价格飙升, 大幅挤压东北亚市场的进口需求, 2022 年 1-9 月中国进口 LNG 数量下滑超 20%, 现货采购量也出现断崖式下滑; 日本和韩国 LNG 进口量下降不明显, 且两国都已制定政策, 减少危机后对 LNG 的依赖, 如日本宣布重启 7 座核反应堆, 韩国暂停燃煤电厂限制措施, 并加快新燃煤和核电机组的启动。电力部门对高价格的需求反应较明显。

图 44: 2020/01-2022/08 亚洲市场 LNG 现货采购量



资料来源: IEA, 信达证券研发中心

三、大变局下中国市场的投资机遇

3.1 中国企业新签大量长协锁定低价气源，灵活转售增厚盈利空间

近年来中国企业新签大量 LNG 长协，从而锁定低价气源，抵御国际气价上涨风险。2021 年以来，在国际天然气价格震荡上行的背景下，中国企业与美国、卡塔尔等国天然气供应商新签大量 LNG 长协，以锁定低价气源。2021 年 9 月，中石化与美国维吉签订了供应量 400 万吨/年、长达 20 年的 LNG 长期购销协议，为迄今为止美国规模最大的 LNG 出口合同；新奥股份更是在 2021 年 10 月至 2022 年 4 月间与俄罗斯诺瓦泰克、美国切尔尼能源等天然气生产商密集签定 4 个长期购销合同，定价多与 HH 挂钩。

表 11：近年来部分中国企业签订的 LNG 长协情况

进口商	签约时间	供应商	供应量	供应开始时间	供应期	定价机制
中国海油	2021 年 9 月	卡塔尔能源	350 万吨/年	2022 年	15 年	-
中国海油	2021 年 12 月	美国维吉	200 万吨/年	-	20 年	-
中国石化	2021 年 9 月	Venture Global	400 万吨/年	2023 年	20 年	-
中化集团	2021 年 11 月	切尔尼能源	90→180 万吨/年	2022 年	17.5 年	-
新天绿能	2021 年 12 月	卡塔尔能源	100 万吨/年	2022 年	15 年	国际原油价格指数
广东能源	2021 年 12 月	卡塔尔能源	100 万吨/年	2024 年	10 年	-
广东能源	2022 年 3 月	NextDecade	150 万吨/年	2026 年	20 年	Henry Hub 挂钩
佛燃能源	2022 年 3 月	中化新加坡	<22875 百万英热	2023 年	17 年	Henry Hub 挂钩
新奥股份	2021 年 10 月	切尔尼能源	90 万吨/年	2022 年	13 年	Henry Hub 挂钩
新奥股份	2022 年 1 月	诺瓦泰克	60 万吨/年	2025 年	11 年	原油挂钩
新奥股份	2022 年 3 月	Energy Transfer	270 万吨/年	2026 年	20 年	Henry Hub 挂钩
新奥股份	2022 年 4 月	NextDecade	150 万吨/年	2026 年	20 年	Henry Hub 挂钩
中国燃气	2022 年 6 月	Energy Transfer	70 万吨/年	2026 年	25 年	Henry Hub 挂钩

资料来源：好气网、各公司官网等，信达证券研发中心整理

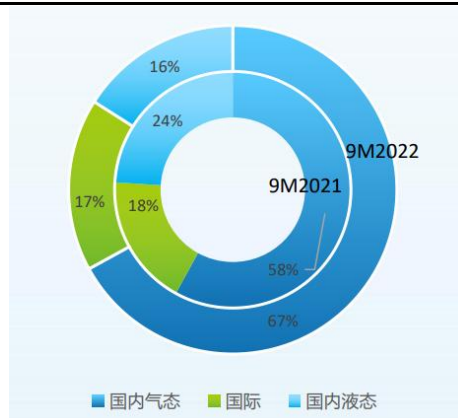
利用区域间气价差积极开展 LNG 转售业务，拓展盈利空间。在“欧洲溢价”下，国内 LNG 贸易商新奥、广汇、九丰等公司积极开展 LNG 国际贸易业务。自 2021 年来，海外 LNG 价格暴涨，广汇能源积极把握国际市场动态，率先引入国际转口贸易和代接卸业务模式，“一气多销”持续增强盈利能力。2022 年前三季度广汇启东实现 LNG 贸易量约 241 万吨，净利润超 27 亿元，单吨净利润水平大幅提升至超过 1100 元/吨。2022 年下半年新奥股份与切尔尼能源签订的 90 万吨/年 LNG 长协开始供应，而 2022 年 1-9 月新奥股份的气源结构中国际气源占比同比下降 1pct，主要由于将部分长协气源在国际市场上进行转售以增厚盈利空间。

图 45：2021 年起欧洲 TTF 与中国 LNG 现货价对比（美元/百万英热）



资料来源：隆众资讯，信达证券研发中心

图 46：9M2021、9M2022 新奥股份供给国内气源结构

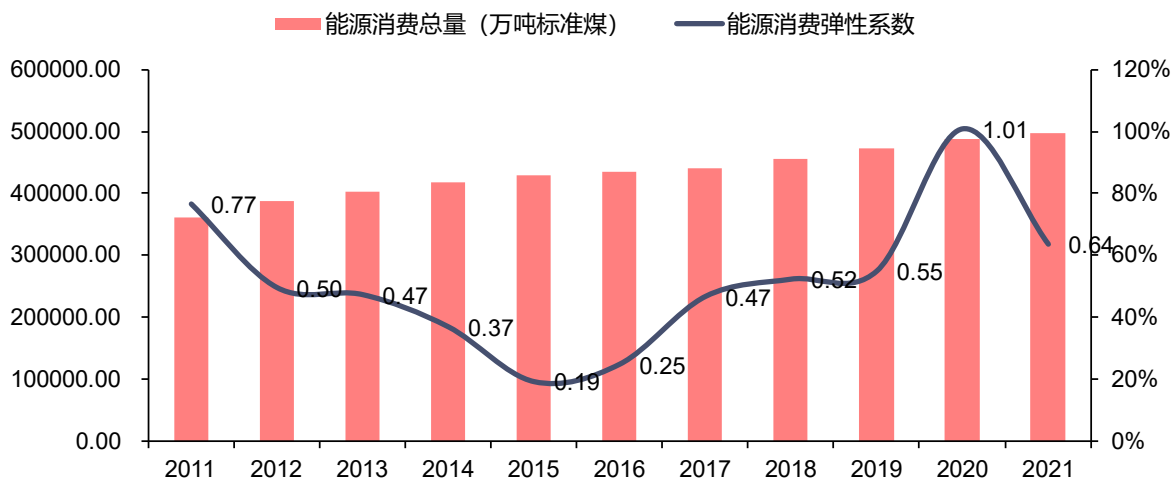


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 2023 年我国天然气消费量预计将恢复增长

2023 年我国天然气消费将实现恢复性增长。2022 年受高气价等影响，我国天然气消费量出现小幅下滑。明年随着国内经济情况改善、国际气价回归平稳，我国天然气消费量有望迎来恢复性增长。按能源消费弹性系数法测算，假设 2022 年 GDP 增速 4%，2023 年 GDP 增速恢复至 5%，2023 年我国天然气消费量将达到 3724 亿方，在 2022 年消费量小幅下滑的基础上同比增长约 6.9%。

图 47: 2011-2021 年我国能源消费总量及弹性系数 (万吨标准煤)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 12: 2022/2023 年我国天然气消费量及增速预测

	能源消费弹性系数	天然气占能源消费比重	GDP 增速	能源消费总量 (万吨标准煤)	天然气消费量 (万吨煤当量)	天然气消费量 (亿方)	天然气消费量增速
2022 年	0.65	8.60%	4.00%	2.6%	537624	3606.38	-0.86%
2023 年 E	0.65	8.90%	5.00%	3.3%	555097	3853.48	6.85%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

天然气在三大化石能源中达峰时间相对较晚，我国天然气消费总量仍有较大增长空间。天然气的单位碳排放量较其他化石能源少，属于相对清洁的一次能源，在我国能源转型中起到重要的过渡作用。据中国煤炭工业协会判断，2030 年以前，我国煤炭消费将进入总量峰值平台期；据中石油《世界与中国能源展望（2021）》，石油消费预计将于 2030 年前达峰，而天然气消费将在 2040 年进入发展平台期，为化石能源中达峰时间相对较晚。

从我国天然气消费量空间来看，根据中石油经研院徐博等人的预测，在中情景下，2025/2030/2035 年中国天然气消费量将分别达 4200/5200/6000 亿方，年增速约 3%；在高情境下，消费量将分别达 4300/5550/6600 亿方，年增速约 3.7%。根据国家能源局发布的《中国天然气发展报告（2021）》预计，2025 年天然气消费规模将达 4300-4500 亿方，2030 年将达 5500-6000 亿方，年均增速在 3.7-5.4% 之间。

表 13: 2025/2030 年天然气消费量预测 (亿方)

时间	天然气消费量预测
2025 年	4300-4500
2030 年	5500-6000
2040 年	发展平台期

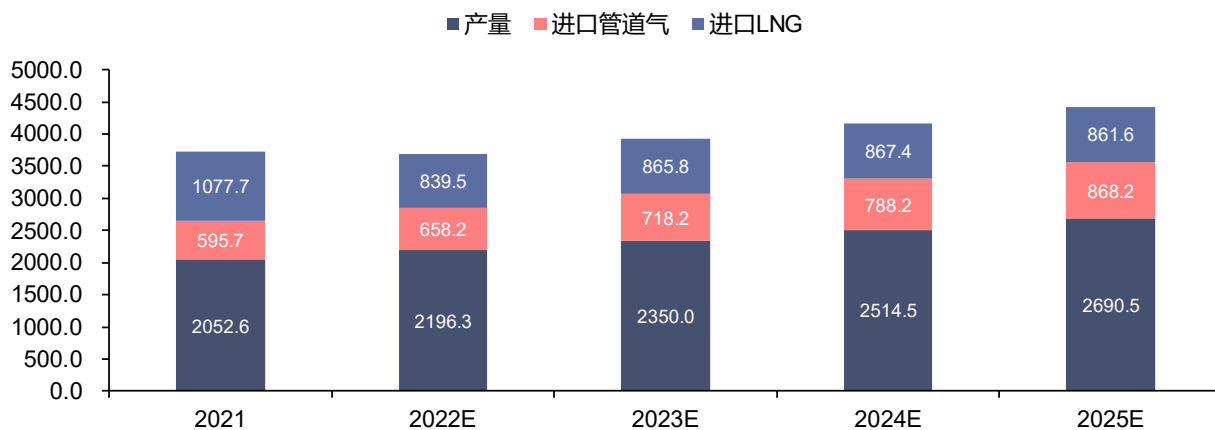
资料来源:《中国天然气发展报告(2021)》, 信达证券研发中心

图 48: 不同情景下 2025-2035 年我国天然气消费量预测 (亿方)

时间	低情景	中情景	高情景
2025 年	4100	4200	4300
2030 年	5000	5200	5550
2035 年	5700	6000	6600

资料来源: 徐博等《中国“十四五”天然气消费趋势分析》, 信达证券研发中心

中国天然气供需展望: 国内增产和俄管道气量的增长可基本满足未来 3 年我国天然气需求的增量部分, 对进口 LNG 资源量的依赖程度或将边际下降。假设 2022-2025 年国内天然气产量保持 7% 的增速, 消费量在 2022 年出现小幅下滑后, 2023-2025 年保持 6.5% 的增速; 进口管道气方面考虑中俄“西伯利亚力量 1 号”管线(设计产能 380 万吨/年)产能爬坡, 23/24/25 年分别增长 60/70/80 亿方, 并于 2025 年接近达产; 我们预计 2023-2025 年我国 LNG 进口需求将维持在 860 万吨/年左右, 较 2022 年增长约 3%, 对进口 LNG 资源量的依赖度将边际下降。

图 49: 2021-2025E 中国天然气供需结构预测 (亿方)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3 市场化改革继续推进, 基础设施逐渐公平开放, 顺价实现程度有望提升

“管住中间、放开两头”的市场化改革持续推进, 天然气基础设施逐步实现公平开放。我国油气管网长期被“三桶油”供输一体化的模式垄断, 为推进天然气管输改革, 2019 年 12 月, 国家管网公司正式成立, 主要从事油气干线管网及储气调峰等基础设施的投资建设和运营, 负责干线管网互联互通和与社会管道联通, 以及全国油气管网的运行调度, 实现基础设施向用户公平开放。改革后管网只提供管输服务, 收取一定的管输费用, 不参与上游资源和下游市场的竞争性交易。

2014 年以来国家相关部门陆续印发多个规范性文件, 推进天然气管网和 LNG 接收站的公

平开放。接收站公平开放的核心在于公平性和透明性，即建立透明合理的窗口期分配规则，并将相关信息及时充分地向第三方公开。国家管网集团目前作为中国最大的 LNG 接收站运营商，已经构建了以接收站剩余能力滚动公开、年度窗口期集中受理及中长期窗口期集中受理为核心的接收站第三方开放工作机制，为国内其他接收站的开放工作提供了样本。

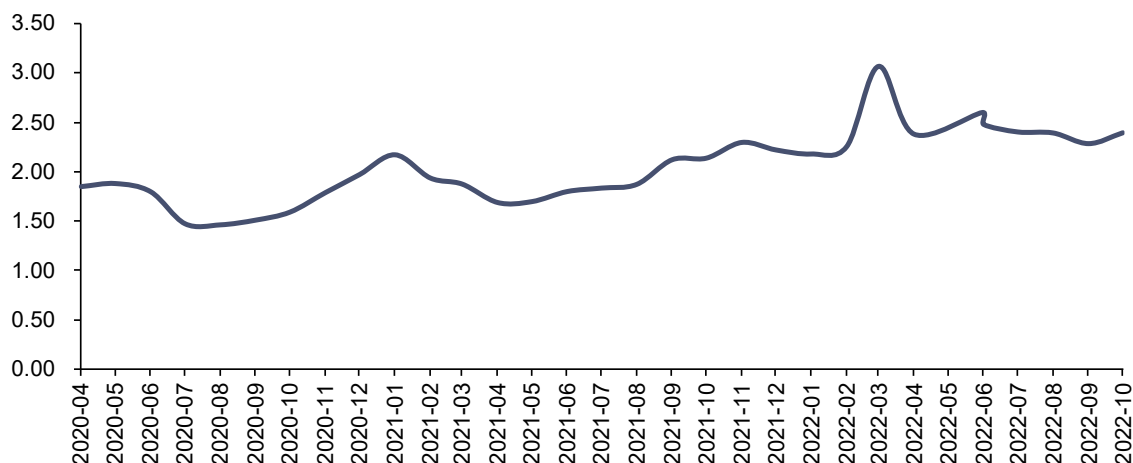
表 14: 天然气基础设施公平开放相关政策

时间	文件	主要内容
2014 年 2 月	《油气管网设施公平开放监管办法（试行）》	油气管网设施运营企业在油气管网设施有剩余能力的情况下，应向第三方市场主体平等开放，提供输送、储存、气化、液化和压缩等服务
2014 年 2 月	《天然气基础设施建设与运营管理办法》	天然气基础设施运营企业应当按照规定公布提供服务的条件、获得服务的程序和剩余服务能力等信息，公平、公正地为所有用户提供管道运输、储气、气化、液化等服务
2019 年 5 月	《油气管网设施公平开放监管办法》	油气管网设施运营企业应当无歧视地向符合开放条件的用户提供油气输送、储存、气化、装卸、转运等服务，无正当理由不得拖延、拒绝与符合开放条件的用户签订服务合同，不得提出不合理要求
2019 年 10 月	《关于加强天然气管网设施公平开放相关信息公开工作的通知》	天然气管网设施运营企业应当按照示范文本规定的格式、内容和时间，在国家能源局指定的信息公开平台统一公开企业基本情况、设施基础信息、设施剩余能力、准入服务条件、服务技术标准、服务价格标准、申请和受理流程、设施服务信息等
2021 年 6 月	《天然气管网和 LNG 接收站公平开放专项监管工作方案》	对山西、山东、浙江、广东等重点省份的管网和 LNG 接收站公平开放落实情况开展专项监管，监管内容包括天然气管网设施互联互通和公平接入情况、天然气管网设施公平开放信息公开情况、天然气管网设施公平开放服务和市场交易情况、天然气管网设施公平开放实际运行情况
2022 年 5 月	《关于完善进口液化天然气接收站气化服务定价机制的指导意见》	明确气化服务价格定义及内涵，健全气化服务定价方式，完善价格制定方法，合理设定价格校核周期，细化其他服务价格管理，强化信息公开

资料来源：国家发改委，国家能源局，中国政府网，信达证券研发中心

另一方面，市场化改革也推进了我国天然气定价机制的改革，市场化的顺价实现程度有望提升。近年来，在“管住中间、放开两头”的改革总思路下，我国天然气定价机制经历了多轮改革。2015 年非居民用气存量气、增量气并轨；2018 年居民用气与非居民用气并轨，供需双方可上浮 20%，下浮不限；2020 年，新版《中央定价目录》将门站价格移出，并提出具备竞争条件省份的门站价格由市场形成，标志着天然气价格改革朝着全面市场化迈出了一大步。根据国家能源局发布的《中国天然气发展报告 2021》，截至 2020 年，80% 的消费气量门站价格由供需双方协商和市场主导形成，完全市场化定价的资源占比从 2015 年的不到 10% 提升至 2020 年的 45%。

目前我国已建立三大石油天然气交易中心，分别设立在上海（2016 年）、重庆（2018 年）及深圳（2020 年），主要开展管道天然气、LNG、LPG、石油等产品的交易。其中，上海石油天然气交易中心 2021 年天然气双边交易量达 816.63 亿方，为亚洲最大天然气现货交易平台。交易中心的建立，活跃了市场，增加了市场交易规模，对我国油气市场体系的形成起到了很好的促进作用。以重庆石油天然气交易中心的川渝天然气现货价格为例，受国际气价大幅上升的影响，2022 年 3 月，川渝天然气现货价达 3.06 元/方，同比增长 63.7%，环比增长 36.1%。

图 50: 2020/04-2022/10 重庆石油天然气交易中心川渝天然气现货价格走势 (元/方)


资料来源: 重庆石油天然气交易中心, 信达证券研发中心

多地政府出台文件完善天然气价格上下游联动机制, 供暖季顺价能力提升。今年多地政府修订天然气价格联动机制, 以推进终端用户销售价格市场化, 适应今年以来气价波动频繁、幅度大的新形势。例如, 9月21日, 上海市修订印发《非居民天然气用户上下游价格联动机制》, 修订内容主要包括缩短联动周期、增设启停条件、建立价格平滑机制, 建立“偏差处理”机制, 将“综合门站价”改为“综合采购成本”以及加强价格监测。与此同时, 供暖季来临前, 各地政府也陆续调高居民/非居民用气价格, 居民用气上调幅度在 10%左右, 非居民用气上调幅度大多在 10%-25%。

表 15: 2022 年下半年以来部分省市居民/非居民用气调价情况

时间	省/直辖市	市	居民用气			非居民用气		
			类别	调整后(元/m³)	调整幅度	类别	调整后(元/m³)	调整幅度
8月24日	江苏省	江阴市					3.79	3.8%
8月29日	广东省	茂名市	第一档	4.63	16.3%		5.26	1.3%
			第二档	5.09				
			第三档	6.01				
9月1日	山东省	日照市	第一档	2.973	12.8%		3.2703	12.8%
			第二档	3.5676				
			第三档	4.4595				
9月1日	四川省	邛崃市	第一档	2.22	7.8%			
			第二档	2.63				
			第三档	3.26				
9月27日	陕西省	铜川市				2.76	24.3%	
10月31日	北京市	北京市				发电用气	2.7	18.9%
						供暖、制冷用气(城六区)	2.88	17.6%
						工商业用气(城六区)	3.3	15.0%
						压缩天然气加气母站	2.76	18.5%
11月6日	上海市	上海市				市管网公司直供用户	3.74~3.99	29.0%
						一般非居民用户	4.53~5.18	18.6%

资料来源: 各市发改委, 上海市政府, 北极星能源网, 邛崃燃气, 信达证券研发中心整理

城燃公司的市场化顺价实现程度也有望随之提升, 龙头公司的销售价差基本保持稳定。在今年气价大涨的情况下, 国内城燃公司顺价能力相对较好。以新奥股份为例, 2022年前3季度天然气平均采购成本上涨 15.8%, 工商业用户及汽车加气站均实现良好顺价, 售价涨幅分别为 12.9%/28.2%。综合来看, 新奥股份 2022年前3季度销售毛差与 2021年持平, 保持了毛差的稳定。

作为国内城市燃气龙头公司, 2022年前3季度新奥的零售气销量增幅达 4.4%, 实现了优于

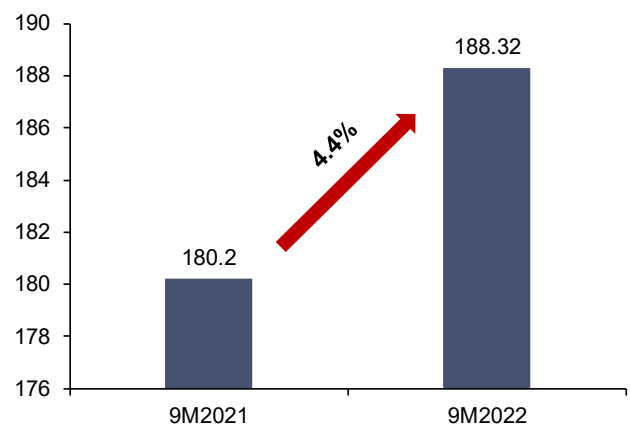
全国平均消费量增速的销量增长。随着明年国内天然气行业消费增速的恢复，公司城燃业务也有望实现毛差稳定和气量高增。

表 16: 2021 年及 2022 前 3 季度新奥股份零售期价差对比 (元/方)

	FY2021	9M2022	同比变化	增幅
民生	2.93	3.24	+0.31	10.6%
工商业用户	3.17	3.58	+0.41	12.9%
汽车加气站	4.04	5.18	+1.14	28.2%
平均售价	3.15	3.56	+0.41	13.0%
平均采购价	2.6	3.01	+0.41	15.8%
价差 (不含税)	0.51	0.51	-	-

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

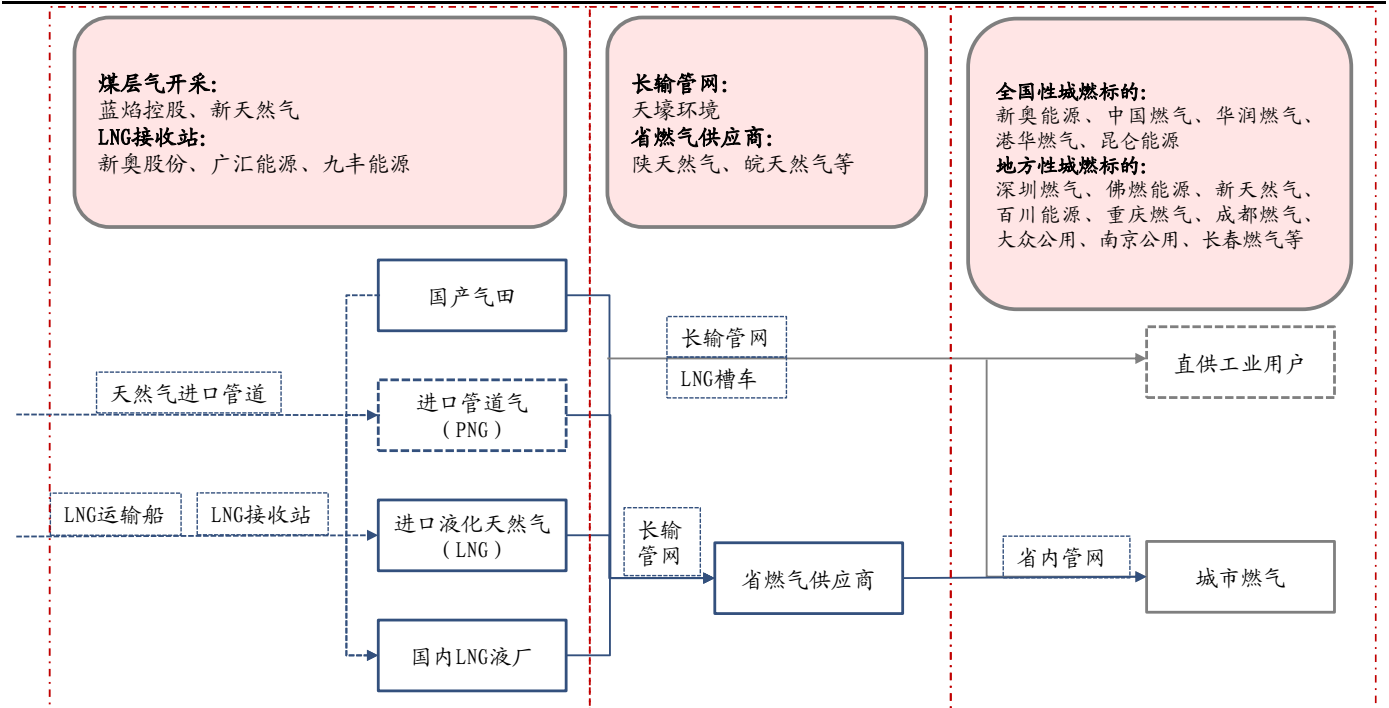
图 51: 2022 前 3 季度新奥股份零售气实现稳步增长 (亿方)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

四、投资策略

图 52：我国天然气产业链主要上市公司一览



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1) LNG 接收站标的：

2023 年我们预计“欧洲溢价”仍将持续存在，使得贸易商仍可把握国际市场机遇以拓展利润空间。此外，2023 年国内天然气需求有望出现恢复性增长，拉动 LNG 进口量有所反弹。受益标的：广汇能源、新奥股份、九丰能源。

广汇能源：公司拥有 70 万吨/年的道达尔的长协气源，成本优势显著，通过积极把握国际市场动态，引入国际转口贸易和代接卸业务模式，“一气多销”持续增强盈利能力；启东 LNG 接收站 2022 年周转能力已达 500 万吨/年，公司预计 2025 年有望继续提升至 1000 万吨/年。

新奥股份：舟山 LNG 接收站一二期已投运，实际处理能力 800 万吨/年，三期在建，投产后接收能力有望达 1000 万吨/年。国内城燃龙头，转型成为全场景生态运营商；拥有稳定且多元的国内气源，密集签订多个有成本优势的国际长协资源；并前瞻布局综合能源、氢能相关业务。

九丰能源：东莞立沙岛 LNG 接收站周转能力 150 万吨/年，并且公司与国家管网粤东 LNG 公司签订中长期 TUA 协议、投建广海湾 LNG 接收站，根据规划 2025 年后接收能力有望翻倍；拥有 LNG 运输船稀缺资产和具有成本优势的长协气源；收购远丰森泰、华油中蓝，进一步布局陆气资源，打造海陆双资源池；前瞻性布局氢气、氦气领域。

2) 非常规天然气源标的：

随着我国高品位常规天然气源的开采消耗，非常规天然气源将成为未来国内天然气增产上储的重要力量。近年来我国煤层气行业快速发展，储层改造等技术取得重大进展，2020 年我国煤层气产量 47 亿方，增速 21.8%，到 2025 年煤层气年产量有望达 100 亿方；受益于

能源大通胀背景下的高气价，非常规天然气源标的有望受益，受益标的：蓝焰控股、新天然气。

蓝焰控股：开发区块主要位于沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘，目前已在山西省获取煤层气矿业权 22 宗，探明储量 205 亿方，2022H1 实现煤层气销量 5.85 亿方，同比+9.55%，实现归母净利润 3.66 亿元，同比+116.22%。

新天然气：公司拥有亚美能源的潘庄和马必煤层气区块，截至 2021 年底，亚美能源 2P 煤层气储量约为 179.84 亿方，2021 年生产煤层气 13 亿方，同比+21.46%。

3) 龙头城市燃气标的：

2022 年在国内天然气消费增速放缓、气价高企背景下，城燃龙头展现出良好的抗风险能力和顺价能力，我们预计 2023 年随着我国天然气消费增速的恢复，城燃业务也有望实现毛差稳定和气量高增，受益标的：新奥股份。

表 17：天然气行业公司估值表（截至 2022-12-9 收盘价）

证券简称	收盘价	归母净利润（亿元）				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
广汇能源*	10.09	50.03	117.30	174.38	219.92	13.24	5.65	3.80	3.01
新奥股份	17.95	41.02	46.90	56.29	64.22	13.56	11.86	9.88	8.66
九丰能源	23.13	6.20	10.92	13.13	15.10	23.15	13.13	10.92	9.50
新天然气	22.79	10.28	9.04	9.92	10.60	9.39	10.68	9.74	9.12
蓝焰控股	9.77	3.05	6.41	9.39	13.55	30.98	14.75	10.07	6.98

资料来源：Wind，信达证券研发中心整理 注：标*公司为信达能源的盈利预测，其他公司采用 wind 一致预测。

风险因素

全球经济严重衰退导致天然气价格大幅下跌；俄乌冲突的不确定性；国内外能源政策变动带来影响。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。