

燃气II行业深度报告

对比海外案例，国内顺价政策合理、价差待提升

增持（维持）

2024年03月10日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 谷玥

执业证书：S0600122090068
guy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **中国：价改逐步推进，参考 ROA7% 的标准，合理价差为 0.6 元/方+，价差存 20% 提升空间。**城市燃气终端销售价格与上游天然气采购价格联动调整逐步推进，即上游天然气价格发生调整，城市燃气价格也同步调整。2023 年居民顺价推动加速，2022~2024 年 2 月，全国共有 135 个（占比 47%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为 0.22 元/方；2023H1 五大龙头城燃公司价差修复明显。**1) 参考 ROA7% 标准，价差存在提升空间。**配气费受到全投资税后收益率 7% 的限制，2022 年气源成本高涨、行业价差走弱，龙头公司 ROA 均回落至 7% 以下。**2) 我们估算城燃配气费合理值在 0.6 元/方以上，具备气源/运营优势的公司有望获得超额收益；2023 年龙头公司价差预期在 0.50~0.52 元/方，价差仍存 20% 修复空间。**我们参考某上市公司城燃项目收购方案进行估算，城燃项目的合理配气费超过 0.6 元/方。考虑到政策规定核定采购价格时不区分气源价格形式，按照同一区域内燃气企业采购的全部气源加权平均价格确定（包括管道天然气、液化天然气、压缩天然气等）。因此，具备低价气源、漏损率更低的公司将获得超额收益。2023 年龙头公司价差预期在 0.50~0.52 元/方，价差仍存 20% 修复空间。

■ **美国：通过将 ROE 控制在一定范围实现价差稳定。**各国根据具体的情况制定了相应的监管和价格机制，具体包括成本加成、市场定价、“价格帽”等定价机制，保证天然气行业稳定健康发展。美国作为全球最大的天然气消费国和生产国，天然气自给率高，市场机制建设最为完善，成为效仿的范例。我们以美国的 ONE Gas 公司为例进行分析，其顺价机制完善，单方价差受采购成本的波动始终保持稳定。**1) ONE Gas 公司 2019-2022 年天然气销售收入占比均在 90% 以上；**2017-2022 年期间毛利率在 40%~60% 范围内波动，销售净利率在 8%~13% 范围内波动；ROE（摊薄）保持稳定，2017-2022 年始终在 8.5% 左右。**2) 以 ONE Gas 下属的俄克拉荷马天然气公司为例进行分析，其政策授权 ROE 为 9.4%。**如果其实现的 ROE：**① 低于 8.9%，**在经过批准后，天然气销售标准将提高至 ROE 恢复为 9.4% 所需的单价。**② 超过 9.9%，**超过 9.9% 的收益部分公司将与用户共享，用户将从中受益 75%，公司保留剩余 25% 的收益。**3) 受益于固定 ROE 的政策，ONE Gas 公司单方价差始终保持稳定。**2017-2022 年 ONE Gas 公司的天然气采购成本（0.12~0.30 美元/立方米）波动较大，但单方价差始终维持在 0.20 美元/方左右水平。

■ **投资建议：**我们认为国内的顺价政策合理，即通过将收益率指标控制在一定范围调节终端定价，从而稳定城燃公司价差，且这一方法在美国 ONE Gas 公司进行了良好实践。国外气价回落，国内成本压力缓解促进需求提升；城燃板块价差将继续修复，顺价推进提估值。**1) 受益顺价政策，价差提升。**建议关注：**【昆仑能源】【新奥能源】【中国燃气】【华润燃气】【港华智慧能源】。****2) 高股息现金流资产。**重点推荐：2023 年股息率 6.0% **【蓝天燃气】**，2023 年股息率 4.7% **【新奥股份】**（估值日期 2024/3/8）。**3) 拥有海气资源，具备成本优势。**重点推荐：**【九丰能源】【新奥股份】。**

■ **风险提示：**极端天气、国际局势变化、经济增速不及预期

行业走势



相关研究

《美国暂停 LNG 出口项目审批，欧美价差扩大，关注具备气源资源标的》

2024-02-05

《全国一张网继续推进&运价下调，天然气资源流动性增强、需求释放》

2023-12-09

内容目录

1. 中国：价改逐步推进，参考 ROA7%标准合理价差 0.6 元/方+.....	4
1.1. 上下游价格改革逐步推进，全投资税后收益率标准 7%.....	4
1.2. 参考 ROA7%标准，2024 年价差有进一步修复空间.....	7
2. 美国：通过将 ROE 控制在一定范围实现价差稳定.....	10
3. 投资建议	13
4. 风险提示	14

图表目录

图 1: 配气费核定方式.....	7
图 2: 2022~2024M2 顺价情况.....	7
图 3: 五大龙头城燃公司价差预期修复 (元/方)	7
图 4: 2018-2022 年龙头城燃 ROA 普遍未达 7%	9
图 5: 合理配气费随采购成本变动.....	9
图 6: 2018-2022 年龙头城燃 ROE (摊薄)	10
图 7: 2018-2022 年龙头城燃 ROIC.....	10
图 8: 2019-2022 年 ONE Gas 公司收入结构 (亿元)	11
图 9: 2017-2022 年 ONE Gas 利润率略有波动.....	11
图 10: 2017-2022 年 ONE Gas ROE (摊薄) 约 8.5%	11
图 11: ONE Gas 公司销气量&输气量稳中有增	12
图 12: ONE Gas 公司运输费&价差保持稳定	12
图 13: 2017-2022 年 ONE Gas 分红金额&比例提升.....	13
图 14: 2017-2022 年 ONE Gas 净现比稳定在 2 左右.....	13
图 15: 无特殊事件发生条件下, ONE Gas 公司经营性现金流和资本支出均保持稳定	13
表 1: 国家发改委有关上游天然气价格相关政策及变化情况.....	4
表 2: 中石油 2022-2023、2023-2024 年管道气合同方案	6
表 3: 湖北省新旧联动政策对比.....	8
表 4: 各国燃气体制改革成果.....	10
表 5: ONE Gas 公司各经营区域规定收益率	12
表 6: 盈利预测表 (估值日期 2024/3/8)	14

2021~2022 年国外气价高涨，作为天然气进口大国，我国整体气源成本受国外气价影响而高涨。城燃公司的终端销售受到政府管控，价格调整不及时，在气源成本上涨的压力下，城燃公司价差缩窄，盈利受到挤压。2023 年国家推动顺价改革，首先核定城燃公司综合采购成本，随后将成本的上涨传导至下游，保证城燃公司的价差稳定。2023 年，我国顺价改革已初见成效，价差相比 2022 年有所改善，仍存在进一步修复空间。纵观各国燃气体制改革的历程，改革方向相同，但方法、进程和成效各异；各国都根据具体的情况制定了相应的监管和价格机制，具体包括成本加成、市场定价、“价格帽”等定价机制，保证天然气行业稳定健康发展。美国作为全球最大的天然气消费国和生产国，天然气自给率高，市场机制建设最为完善，成为各国效仿的范例。本篇报告通过分析美国天然气价格机制，验证国内顺价的合理性，并测算得到国内城燃价差合理值为 0.6 元/方以上，有进一步修复空间。

1. 中国：价改逐步推进，参考 ROA7%标准合理价差 0.6 元/方+

1.1. 上下游价格改革逐步推进，全投资税后收益率标准 7%

上游采购价格形成机制改革持续推进，下游销售价格授权市、县人民政府审定。1)

上游采购：自 2005 年起，我国开始按照市场化的原则，逐步推进天然气供应价格形成机制的改革；当前实行基准门站价格管理，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。管道天然气配气价格和销售价格授权市、县人民政府审定。**2) 下游销售：**在销售定价方式上，居民城市燃气销售价格一般要履行听证会等程序后由价格主管部门定价，工商业等其他类型城市燃气销售价格由价格主管部门考虑综合因素后直接定价。**城市燃气终端销售价格与上游天然气采购价格联动调整逐步推进，即上游天然气价格发生调整，城市燃气价格也同步调整，2023 年居民顺价推动加速。**

表1: 国家发改委有关上游天然气价格相关政策及变化情况

时间	相关政策	主要内容
2003 年 9 月 28 日	《国家发展改革委关于西气东输天然气价格有关问题的通知》(发改价格[2003]1323 号)	西气东输天然气出厂价格实行政府指导价,由国家发改委制定出厂基准价,具体出厂价由供需双方在上下 10%的浮动范围内协商确定;管道运价实行政府定价,由发改委制定
2005 年 4 月 1 日	《国家发展改革委关于西气东输天然气出厂基准价的通知》(发改价格[2005]439 号)	天然气出厂基准价格 0.48 元/立方米调整为 0.52 元/立方米
2005 年 12 月 23 日	《国家发展改革委关于天然气出厂价格形成	自 2005 年 12 月起,气价分类简化为化肥生产用气、直供工

	机制及近期适当提高天然气出厂价格的通知》(发改价格[2005]2756号)	业用气和城市燃气用气,实行价格双轨制下的政府指导价
2006年2月1日	《国家发展改革委关于西气东输天然气出厂基准价的通知》(发改价格[2006]141号)	天然气出厂基准价由0.52元/立方米调整为0.56元/立方米
2007年11月10日	《国家发展改革委关于调整天然气价格有关问题的通知》(发改电[2007]301号)	直供工业用户和通过城市管网供应的工业用户出厂基准价提高0.4元/立方米
2010年5月31日	《国家发展改革委关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知》(发改电[2010]211号)	自2010年6月1日起,取消价格双轨制,实行政府指导价,出厂基准价格允许浮动的幅度为上浮10%,下浮不限
2013年7月10日	《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》(发改价格[2013]1246号)	自2013年7月10日起,区分存量气和增量气,存量气指2012年用户实际使用气量(后续不变),超出2012年的部分为增量气;同时天然气价格管理由出厂环节调整为门站环节,门站价格为政府指导价,实行最高上限价格管理
2014年9月1日	《国家发展改革委关于调整非居民用存量天然气价格的通知》(发改价格[2014]1835号)	非居民用存量气最高门站价格每千立方米提高400元,居民用气门站价格不做调整,新增用气城市居民用气门站价格按该省调整后的存量气门站价格政策执行
2015年4月1日	《国家发展改革委关于理顺非居民用天然气价格的通知》(发改价格[2015]351号)	增量气最高门站价格每千立方米降低440元,存量气最高门站价格每千立方米提高40元,实现存量气和增量气价格并轨
2015年11月20日	《国家发展改革委关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》(发改价[2015]2688号)	非居民用气最高门站价格每千立方米降低700元,自2016年11月20日起,将非居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理。降低后的最高门站价格水平作为基准门站价格,供需双方可以基准门站价格为基础,在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格
2017年8月29日	《国家发展改革委关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》(发改价格规[2017]1582号)	非居民用气基准门站价格每千立方米降低100元。
2018年5月25日	《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)	居民用气门站价格上浮0.35元/方,非居民门站价格降0.02元/方。
2019年3月27日	《国家发展改革委关于调整天然气基准门站价格的通知》(发改价格[2019]562号)	根据天然气增值税率调整情况,相应调整天然气基准门站价格
2020年2月22日	《国家发展改革委关于阶段性降低非居民用气成本支持企业复工复产的通知》(发改价格[2020]257号)	为支持企业复工复产,降低企业用气成本,非居民用气门站价格提前执行淡季价格政策

数据来源:国家发改委,东吴证券研究所

表2: 中石油 2022-2023、2023-2024 年管道气合同方案

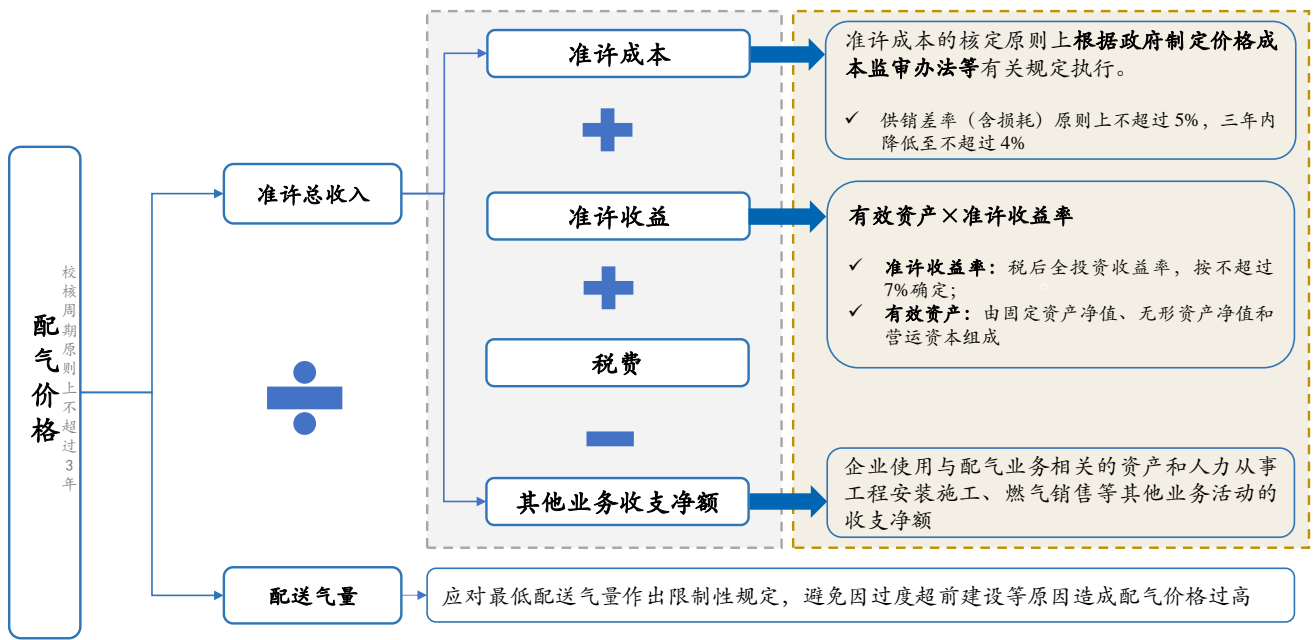
管制气		非管制气		调峰量
2023-2024年管道气合同方案				
居民用气	均衡1	均衡2 (固定价格)		
2023/4-2023/10较门站价上浮比例	15%	20%	80%	挂靠JKM现货
资源配置占比	70%		27%	3%
2023/11-2024/3较门站价上浮比例	15%	20%	80%	挂靠JKM现货
资源配置占比	55%		42%	3%
2022-2023年管道气合同方案				
居民用气	均衡1	均衡2 (固定价格)		
2022/4-2022/10较门站价上浮比例	5%	15%	55%	
资源配置占比	75%		25%	
2022/11-2023/3较门站价上浮比例	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%	

数据来源:《财经》, 中国能源报, 东吴证券研究所

配气费受到全投资税后收益率 7% 的限制, 收费标准稳定。配气价格是指城镇燃气管网配送环节的价格, 由政府严格监管。燃气企业向用户提供燃气配送服务, 通过配气价格弥补成本并获得合理收益; 需要地方价格主管部门厘清供气环节, 核定独立的配气价格, 并可在合理分摊成本的基础上, 制定区分用户类别的配气价格。2017 年国家发展改革委印发《关于加强配气价格监管的指导意见》的通知, 要点如下:

- **配气价格的制定方法:** 价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定, 即通过核定城镇燃气企业的准许成本, 监管准许收益, 考虑税收等因素确定年度准许总收入, 制定配气价格。
- **准许成本的核定:** 根据政府制定价格成本监审办法等有关规定执行。其中, 供销差率 (含损耗) 原则上不超过 5%, 三年内降低至不超过 4%; 管网折旧年限不低于 30 年; 建筑区划内按法律法规规定由企业承担运行维护责任的运行维护成本可计入准许成本。
- **准许收益的确定:** 准许收益率为税后全投资收益率, 按不超过 7% 确定。有效资产为城镇燃气企业投入、与配气业务相关的可计提收益的资产, 由固定资产净值、无形资产净值和营运资本组成。
- **配气价格的制定和校核:** 校核周期原则上不超过 3 年。价格制定和调整过程中, 可综合考虑当地经济发展水平和用户承受能力等因素, 适当控制价格水平或降低调整幅度, 避免价格过高和大幅波动。对应调未调产生的收入差额, 可分摊到未来年度进行补偿或扣减。

图1: 配气费核定方式

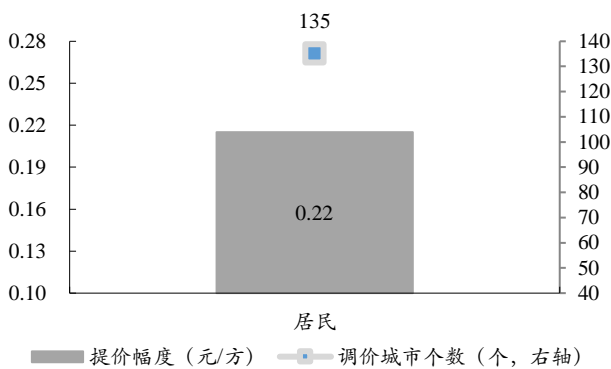


数据来源: 发改委, 东吴证券研究所

1.2. 参考 ROA7%标准, 2024 年价差有进一步修复空间

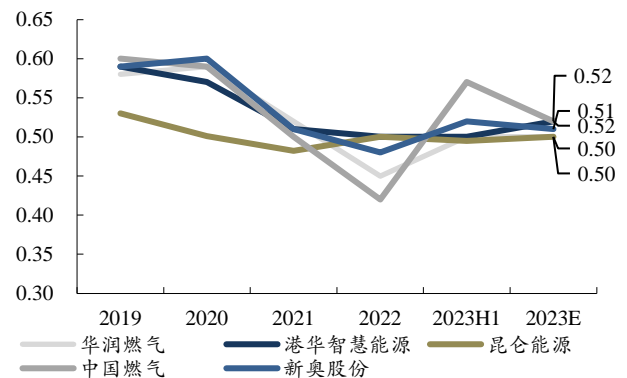
顺价持续进行, 城市燃气公司价差恢复。据我们统计, 2022~2024 年 2 月, 全国共有 135 个 (占比 47%) 地级及以上城市进行了居民的顺价, 提价幅度为 0.22 元/方; 从五大龙头城燃公司的价差来看, 2023H1 有明显恢复, 期待顺价逐步落地城燃公司盈利回升。

图2: 2022~2024M2 顺价情况



数据来源: 地方政府网站, 东吴证券研究所

图3: 五大龙头城燃公司价差预期修复 (元/方)



数据来源: 各公司业绩演示材料, 东吴证券研究所

联动机制的改进主要体现在联动范围扩大、联动周期缩短、联动公式挂钩价格由门站价改为综合采购价、联动程序简化等方面。2023 年 6 月, 湖北省发布了完整的天然气

价格联动政策文件《发改委关于建立健全天然气上下游价格联动机制的通知》，我们以湖北省为例，通过对比新旧政策发现新政策主要调整了以下四点：

- **联动范围：**2023 年新机制将居民用气新增纳入联动范围。
- **联动周期：**非居民用气按照季度/月度联动（旧政策一年调三次，分别在旺季、淡季和平季）；非居民用气联动周期原则上不超过一年。
- **联动公式：**联动挂钩价格从门站价变为采购价，仍然允许追溯调整。
- **联动程序：**简化听证程序，依据已经生效实施的联动机制制定具体价格水平时，可以不再开展定价听证，价格主管部门可直接调整销售价格。

表3: 湖北省新旧联动政策对比

	2023 年新联动机制	旧联动机制
联动范围	各地终端销售价格与 燃气企业采购价格(含运输费用) 实行联动。采购价格按照同一区域内燃气企业采购的 全部气源加权平均价格 确定，包括管道、液化、压缩天然气等。 当合同外气源采购价格对本地区终端销售价格影响较大时，可按照用户自愿委托的原则，对合同外购气量实行代购代销价格政策，其购销价差不得高于配气价格。	国家放开居民用天然气销售价格前，非居民用天然气销售价格先行与门站价格实行联动。 天然气门站价格由国务院价格主管部门管理，居民、非居民用天然气门站价格逐步并轨。
联动周期	非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动；居民用气终端销售价格联动周期原则上不超过一年 ，用气淡旺季价差较大的可按半年或区分淡旺季联动。	天然气销售价格由经营销售业务的企业按 旺季、淡季和平季 三个浮动周期的门站价格变动情况调整，原则上一个浮动周期一价。
联动公式	$\text{价格联动调整额度} = (\text{本期加权平均采购价格} - \text{上期加权平均采购价格}) / (1 - \text{供销差率}) \pm \text{上期应调未调金额及偏差金额}$ 【首次建立联动机制时】终端销售价格 = 加权平均采购价格 + 配气价格 【联动机制建成后】终端销售价格 = 上期终端销售价格 + 价格联动调整额度 供销差率： 原则上按照新建管网 4.5%；运行 3 年（含）以上的管网 3.5% 确定。	$\text{价格联动额} = [\text{计算期平均单位门站价格(含税)} - \text{基期平均单位门站价格(含税)}] / (1 - \text{管网输配气损耗率})$ 实施联动后的销售价格 = 基期价格 + 价格联动额 管网输配气损耗率： 原则上省内短途管道不得高于 0.5%、配气管网不得高于 3% 确定。
联动方式	终端销售价格根据采购价格变动相应调整， 不设置联动启动条件 。各地可结合实际确定终端销售价格与上期实际采购价格或当期预测采购价格进行联动。同时 建立偏差校核机制，对预测采购价格与实际采购价格的差异部分，纳入后期联动统筹考虑。	武汉市：当上游非居民用气源购进价格(综合加权平均采购价格)变动达到或超过每立方米 0.1 元时，启动联动机制。
联动幅度限制	居民用气终端销售价格原则上单次上调不超过每立方米 0.5 元。 居民用气非居民用气价格下调幅度不限。 未调金额纳入下一联动周期统筹考虑。居民气价历史积累矛盾较大的，应明确调整目标，分周期逐步调整到位。 配气价格调整时，终端销售价格相应调整，不受联动机制限制； 国家和省对天然气价格调整另有政策规定的，不受联动机制限制。	旺季上浮销售价格时，经营企业应考虑用户承受能力、淡旺季平衡以及当地政府价格调控要求等因素，适当降低联动额度。淡季和平季销售价格下浮幅度不限。 对应调未调产生的差额，可在之后的淡季、平季或者未来年度逐步消化。武汉市：当上游非居民用气源购进价格变动低于 0.1 元/方时不作调整，纳入下次调整累加或冲抵。放开居民用天然气销售价格之前，各地可对配气成本按合

联动程序

天然气上下游价格联动由各地按照价格管理权限实施。
建立或调整居民天然气价格联动机制应严格履行听证程序，**依据已经生效实施的联动机制制定具体价格水平时，可以不再开展定价听证。**
各地可综合考虑当地气源特点、用户结构和市场状况，合理优化实施联动的工作流程，报经当地人民政府同意后，可在规定调整金额或幅度内，**由价格主管部门按机制直接调整销售价格。**

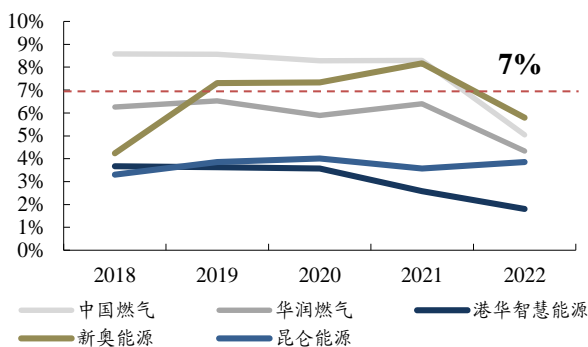
理比例在居民用气和非居民用气间分配。分配的具体办法由市、州价格主管部门制定。

实行销售价格与门站价格联动后，天然气销售价格由经营企业按照本办法相关规定调整，并提前 15 日向社会公告。居民生活用天然气应当建立阶梯价格制度并按规定进行听证。最终天然气销售价格需召开价格听证会后确定。制定或调整省内短途管道运输价格、配气价格，由价格主管部门动态实施，也可由经营企业向价格主管部门提出申请。

数据来源：湖北省发改委，湖北日报，东吴证券研究所

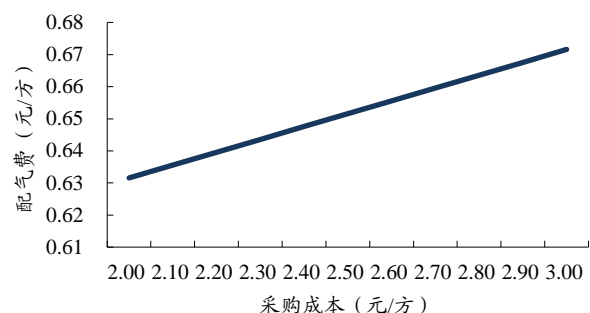
城燃配气费存在提升空间，估算合理值在 0.6 元/方以上，具备气源/运营优势的公司将获得超额收益。2017 年国家发展改革委印发《关于加强配气价格监管的指导意见》的通知，核定城镇燃气配气价格时，按照全投资税后收益率不超过 7% 来计算。从五大龙头的 ROA 数据来看，仅新奥能源和中国燃气达到过该标准，且 2022 年行业价差走弱，ROA 普遍回落至 7% 以下。因此我们判断在收益率标准的指导下，各城燃公司的 ROA 将有所提升，从政策规定的角度来看，城燃价差存在提升空间。根据发改委《关于加强配气价格监管的指导意见》中对于配气费的规定，我们参考某上市公司城燃项目收购方案进行估算，认为城燃项目的合理配气费超过 0.6 元/方，且随着采购价格的增加而增加。参考湖北省天然气上下游价格联动机制，核定采购价格时不区分气源价格形式，原则上按照同一区域内燃气企业采购的全部气源加权平均价格确定（包括管道天然气、液化天然气、压缩天然气等）。因此，具备低价气源、漏损率更低的公司将获得超额收益，政策鼓励城燃公司寻求低价优质气源并提升自身的运营管理能力。

图4：2018-2022 年龙头城燃 ROA 普遍未达 7%



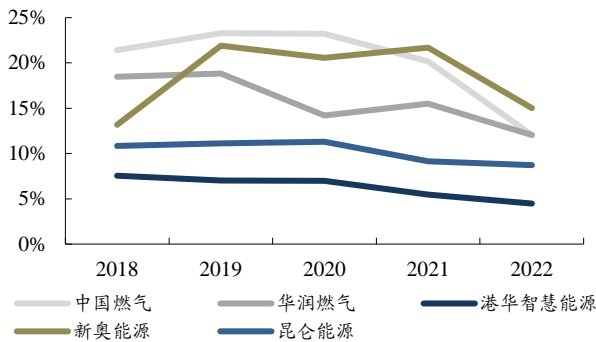
注：2021 年昆仑能源出售管道资产，利润大幅增加，上图已剔除该因素影响。
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：合理配气费随采购成本变动



注：漏损率假设为 4%。
数据来源：发改委，公司公告，东吴证券研究所

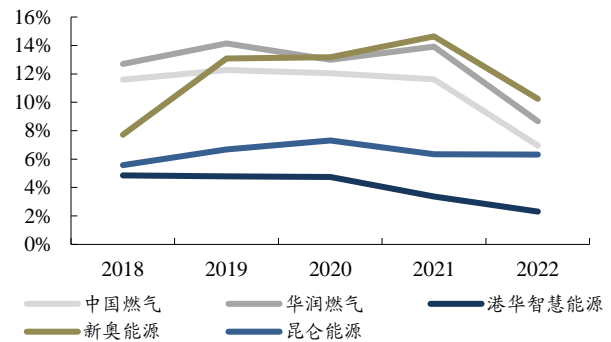
图6：2018-2022年龙头城燃ROE（摊薄）



注：2021年昆仑能源出售管道资产，利润大幅增加，上图已剔除该因素影响。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2018-2022年龙头城燃ROIC



注：2021年昆仑能源出售管道资产，利润大幅增加，上图已剔除该因素影响。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 美国：通过将ROE控制在一定范围实现价差稳定

各国秉持打破垄断、完善监管机制的原则进行燃气改革。纵观各国燃气体制改革的历程，改革方向相同，但方法、进程和成效各异；各国都根据具体的情况制定了相应的监管和价格机制，具体包括成本加成、市场定价、“价格帽”等定价机制，保证天然气行业稳定健康发展。美国作为全球最大的天然气消费国和生产国，天然气自给率高，市场机制建设最为完善，成为欧洲等国家效仿的范例。核心改革思想是：①以立法为先导，统一立法进程；②打破垄断体制，开放输配气管网，允许第三方准入，加强管输环节的价格监管，提高输配价格的透明度；③拆分纵向垄断企业的供应、输配和销售业务，促进供应和销售环节的自由竞争、储气调峰；④根据市场发展不断完善监管机制，满足不同用户的需求。

表4：各国燃气体制改革成果

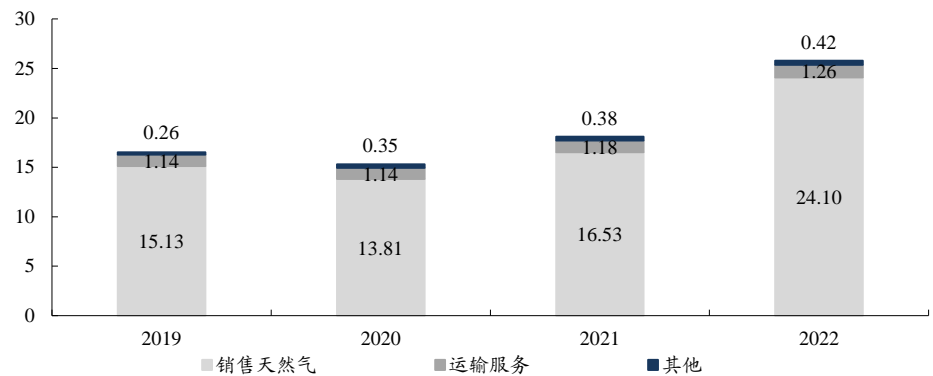
国家/地区	监管、定价机制
美国	不断调整监管方式和范围以解决因市场失灵和过度监管而带来的问题，随着供应链上中下游的有序放开，形成了以输配环节定价监管为核心、供应和销售环节充分竞争的市场格局，建立了基于各环节成本加成、市场竞争决定收益的自由定价机制。
英国	通过私有化来破除垄断，建立了以特许权为核心的监管机制，实行自由竞争的价格机制。
法国	直接依据“成本加成法”确定管网企业的成本和收益率，实行价格监管。
德国	努力打破区域性垄断局面，全国性竞争格局初现，形成了政府立法确定价格上限、由市场来调节当期价格的“价格帽”机制。

数据来源：《城市燃气价格改革：国际经验与中国选择》，东吴证券研究所

我们以美国的 ONE Gas 公司为例进行分析，其顺价机制完善，单方价差受采购成本的波动始终保持稳定；现金流和资本开支基本保持稳定、分红比例和金额稳定上升；为我国城市燃气公司的发展指明方向。

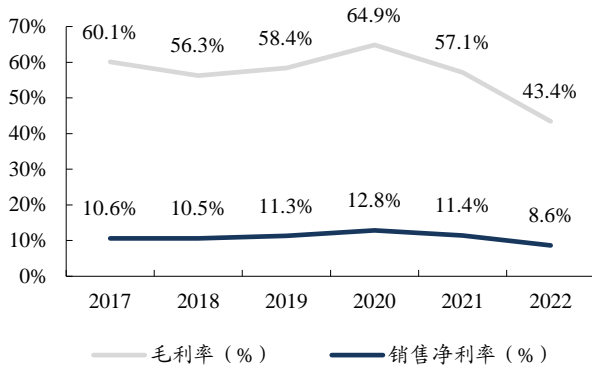
- **ONE Gas 公司以售气为主要业务，ROE（摊薄）稳定在 8.5%。** ONE Gas, Inc. 是一家天然气分销公司，主要经营区域在美国，如俄克拉荷马州，威奇托和托皮卡，堪萨斯州等，是美国最大的天然气分销商之一；主营业务为天然气销售、运输以及其他业务，收入结构较为稳定，2019-2022 年天然气销售收入占比均在 90%以上。ONE Gas 公司的毛利率、销售净利率受气价影响略有波动，2017-2022 年期间毛利率在 40%~60%范围内波动，销售净利率在 8%~13%范围内波动；ROE（摊薄）保持稳定，2017-2022 年始终在 8.5%左右。

图8：2019-2022 年 ONE Gas 公司收入结构（亿元）



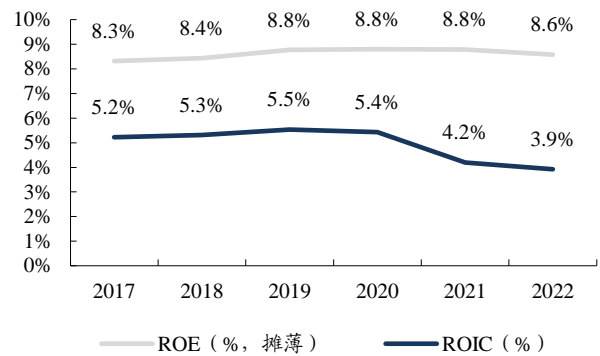
数据来源：ONE Gas 公司公告，东吴证券研究所

图9：2017-2022 年 ONE Gas 利润率略有波动



数据来源：ONE Gas 公司公告，东吴证券研究所

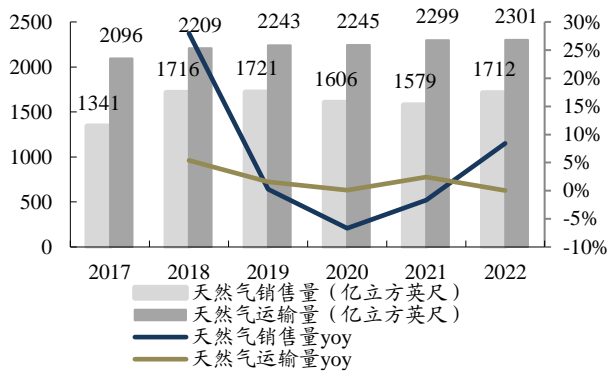
图10：2017-2022 年 ONE Gas ROE（摊薄）约 8.5%



数据来源：ONE Gas 公司公告，东吴证券研究所

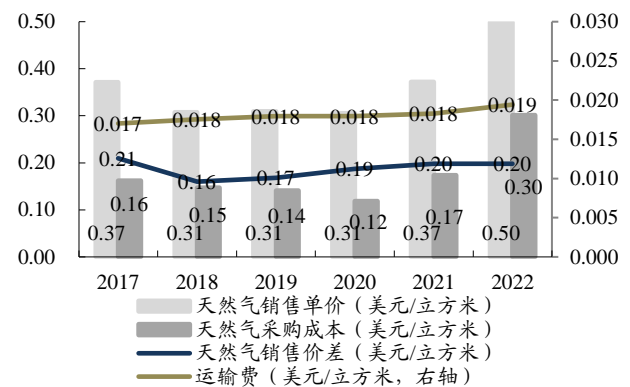
- **ONE Gas 公司整体销气量&输气量稳中有增，受益于固定 ROE 的政策，单方价差始终保持稳定。** 受益于固定 ROE 的政策，2017-2022 年 ONE Gas 公司的天然气采购成本（0.12~0.30 美元/立方米）波动较大，但单方价差始终维持在 0.20 美元/方左右水平。以 ONE Gas 公司下属的俄克拉荷马天然气公司为例进行分析：俄克拉荷马天然气公司政策授权 ROE 为 9.4%，100 个基点的浮动区域为 8.9%~9.9%。如果俄克拉荷马天然气公司实现的 ROE：1) 低于 8.9%，在经过批准后，天然气销售标准将提高至 ROE 恢复为 9.4% 所需的单价。2) 超过 9.9%，超过 9.9% 的收益部分公司将与用户共享，用户将从中受益 75%，公司保留剩余 25% 的收益。

图11: ONE Gas 公司销气量&输气量稳中有增



数据来源：ONE Gas 公司公告，东吴证券研究所

图12: ONE Gas 公司运输费&价差保持稳定



数据来源：ONE Gas 公司公告，东吴证券研究所

表5: ONE Gas 公司各经营区域规定收益率

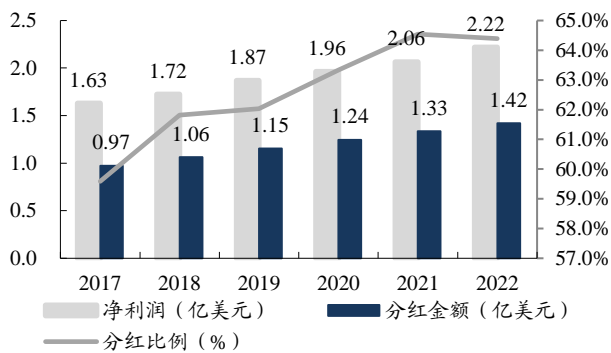
分部	管辖区	最新生效文件日期	税前回报率	产权比率	ROE
Oklahoma Natural Gas	Oklahoma	Nov-22	8.95%	59%	9.40%
Kansas Gas Service	Kansas	Nov-22	8.60%	N/A	9.30%
Texas Gas Service	Central-Gulf	Jun-22	8.95%	59%	9.50%
	West-North	Feb-23	8.91%	60%	9.60%
	Rio Grande Valley	Aug-22	8.89%	61%	9.50%

数据来源：ONE Gas 公司公告，东吴证券研究所

- **ONE Gas 公司现金流和资本开支基本保持稳定、分红比例和金额稳定上升。** ONE Gas 公司进入成熟期，2017-2022 年现金流和资本开支基本保持稳定；分

红比例逐年提升、2022 年接近 65%，分红绝对金额也呈现逐年上升趋势。净现比基本稳定在 2 左右，2021 年冬季风暴乌里导致的天然气购买和其他成本增加，这些成本被推迟并计入监管资产导致经营性现金流大幅下滑，但随后在 2022 年 ONE Gas 公司通过俄克拉荷马州的证券化回收了 2021 与冬季风暴乌里相关的监管资产，经营性现金流和净现比均大幅回升。

图13: 2017-2022 年 ONE Gas 分红金额&比例提升



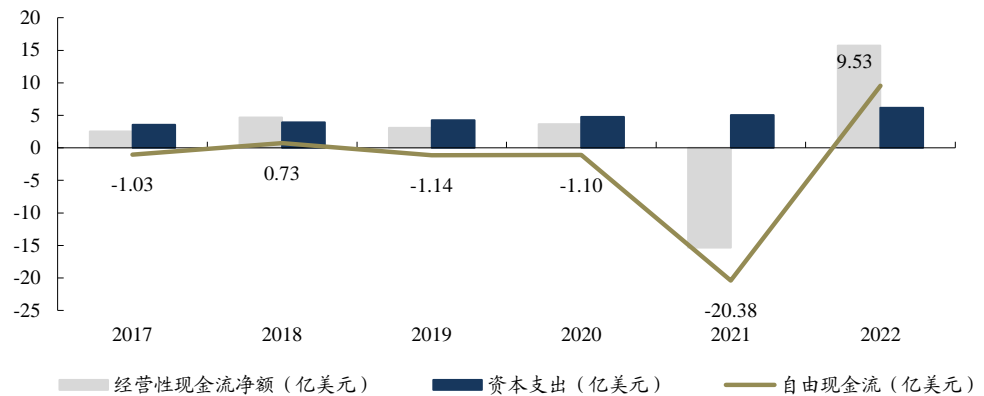
数据来源: ONE Gas 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2017-2022 年 ONE Gas 净现比稳定在 2 左右



数据来源: ONE Gas 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 无特殊事件发生条件下, ONE Gas 公司经营性现金流和资本支出均保持稳定



数据来源: ONE Gas 公司公告, 东吴证券研究所

3. 投资建议

通过研究美国天然气价格改革方法,我们认为国内的顺价政策合理,即通过将收益率指标控制在一定范围调节终端定价,从而稳定城燃公司价差,且这一方法在 ONE Gas 公司进行了良好实践。按照国内当前政策(城燃项目全投资税后收益率标准 7%)进行测算,合理的城燃价差为 0.6 元/方以上。2023 年全国共有 135 个(占比 47%)地级及

以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为 0.22 元/方；2023 年国内龙头城燃的价差在 0.50~0.52 元/方，2024 年仍有进一步修复空间。

国外气价回落，国内成本压力缓解促进需求提升；城燃板块价差将继续修复，顺价推进提估值。**1) 受益顺价政策，价差提升。**建议关注：【昆仑能源】【新奥能源】【中国燃气】【华润燃气】【港华智慧能源】。**2) 高股息现金流资产。**重点推荐：2023 年股息率 6.0%【蓝天燃气】，2023 年股息率 4.7%【新奥股份】(估值日期 2024/3/8)。**3) 拥有海气资源，具备成本优势。**重点推荐：【九丰能源】【新奥股份】。

表6: 盈利预测表 (估值日期 2024/3/8)

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			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022-2025 CAGR	2022	2023E	2024E	2025E
0135.HK 昆仑能源	7	606	52.28	64.63	71.17	77.66	14%	11.59	9.38	8.52	7.81
			-77.3%	23.6%	10.1%	9.1%					
2688.HK 新奥能源	62.9	712	58.65	72.46	79.30	87.74	14%	12.13	9.82	8.97	8.11
			-24.4%	23.5%	9.5%	10.6%					
0384.HK 中国燃气	7.44	404	42.93	44.89	52.26	59.08	11%	9.42	9.01	7.74	6.84
			-44.0%	4.5%	16.4%	13.1%					
1193.HK 华润燃气	23.8	551	47.33	58.65	64.63	68.82	13%	11.63	9.39	8.52	8.00
			-26.0%	23.9%	10.2%	6.5%					
1083.HK 港华智慧能源	2.87	96	9.65	12.15	14.98	17.36	22%	9.98	7.92	6.43	5.54
			-23.0%	25.9%	23.3%	15.9%					
605368.SH 蓝天燃气	12.94	90	5.92	6.70	7.37	8.08	11%	15.14	13.38	12.16	11.10
			40.7%	13.1%	10.0%	9.6%					
600803.SH 新奥股份	19.19	595	58.44	62.03	75.50	86.62	14%	10.17	9.59	7.88	6.86
			42.5%	6.1%	21.7%	14.7%					
605090.SH 九丰能源	29	182	10.90	13.15	16.85	18.83	20%	16.74	13.88	10.83	9.69
			75.9%	20.7%	28.1%	11.8%					

注：蓝天燃气、新奥股份盈利预测来自东吴证券研究所，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

极端天气：如遇极端天然气，各地气价可能会产生较大变动，对国外转口业务以及国内天然气供应商盈利能力造成影响；城燃终端价格调整仍存在时滞，对当期盈利水平造成不利影响，长时间维度来看影响可控。

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，对国外转口业务以及国内天然气供应商盈利能力造成影响；城燃终端价格调整仍存在时滞，对当期盈利水平造成不利影响，长时间维度来看影响可控。

经济增速不及预期：天然气消费量与经济发展速度密切相关，如未来经济增速不及预期，将对国内天然气消费量增长产生不利影响。

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>