

燃气II行业点评报告

中石油 2024 年管道气定价平稳，考虑市场价下行，城燃公司有望受益成本下降

增持（维持）

2024 年 03 月 22 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

- **事件：**2024-2025 年中石油管道气价格政策正式出台。
- **居民气量与非居民并轨，管制气比例下降，非管制气比例上升。**本次合同有四点重要变化：**1) 居民与非居民气量并轨。**本次定价方案取消了居民用天然气的单独定价，管制气价格统一上浮 18.5%，在 2023 年定价方案中，管制气居民/非居民用气上浮 15%/20%。**2) 管制气比例下降，非管制气比例上升。**淡季管制气占比合同总量由 70%降至 65%。非管制气占比合同总量由 27%升至 32%。**3) 内陆非管制气降价。**本次非管制气区分了内陆和沿海，内陆非管制气价格在门站基础上上浮 70%，较上一年度降低了 10%。**4) 3%原与 JKM 挂钩现与上海石油天然气交易中心发布的月度进口现货 LNG 到岸均价联动。**中石油对国内天然气价格指数的关注度增加。
- **不考虑 3% 的市场化挂钩比例，2024 年城燃采购成本与 2023 年相当；考虑与市场价挂钩的 3%，预计 2024 年市场价下行，城燃公司有望受益成本下行。****1) 不考虑 3% 的市场化挂钩比例，淡季涨价、旺季降价、内陆降价、沿海涨价，2024 年城燃整体采购成本与 2023 年相当，均为 2.42 元/方。**按照居民用气占比 20%（参考五大龙头城燃居民用气占比）、加权平均门站价格 1.746 元/方（计算各省门站价平均值，使用 2021 年各省用气量进行加权）、淡季用气占比 56%（2022.4-2022.10 用气量占 2022.4-2023.3 用气量比例）、沿海省份用气占比 51%（各省 2021 年的用气量中沿海 11 个省份的用气量占比）进行测算，2024 年淡季由 2023 年的 2.35 元/方涨价 0.03 元/方至 2.38 元/方，旺季由 2023 年的 2.51 元/方降价 0.04 元/方至 2.47 元/方，内陆由 2023 年的 2.42 元/方降价 0.03 元/方至 2.39 元/方，沿海由 2023 年的 2.42 元/方涨价 0.03 元/方至 2.45 元/方。**2) 考虑与市场价挂钩的 3%，在 2024 年市场价下行的现状下，城燃公司有望受益成本下行。**2024/3/15，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价年同比-30.4%/-33.0%/-37.1%/-18.8%/-34.0%至 0.4/2.2/2.2/2.9/2.2 元/方。
- **全国顺价逐步推进，城市燃气公司盈利进一步修复，合理价差为 0.6 元/方+，存 20%提升空间。**2022~2024M2，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。淡季即将到来，我们认为未进行顺价的城市将利用淡季的窗口期继续推动顺价，预计 2024 年采暖期到来之前（2024 年 10 月底前）将有更多城市推动顺价落地，顺价弹性继续显现。2023 年龙头城燃公司价差预期在 0.50~0.52 元/方，结合我们此前在报告《对比海外案例，国内顺价政策合理、价差待提升》中的测算，城燃配气费合理值在 0.6 元/方以上，价差仍存 20%修复空间。
- **投资建议：**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】【深圳燃气】。**2) 高股息现金流资产。**重点推荐：【蓝天燃气】【新奥股份】。**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

《深圳市气价调涨 0.31 元/方顺价持续推进，城燃板块成本下降促消费、价差修复》

2024-03-19

《对比海外案例，国内顺价政策合理、价差待提升》

2024-03-10

图1: 2023&2024年中石油管道气定价方案

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	15%	20%	80%	挂钩JKM现货		
资源配置占比	70%		27%	3%		
2023/11-2024/3较门站价上浮	15%	20%	80%	挂钩JKM现货		120%以上
资源配置占比	55%		42%	3%		
2024-2025年管道气合同方案			内陆	沿海		
2024/4-2024/10较门站价上浮	18.5%		70%	80%	联动上海交易中心现货	100%
资源配置占比	65%		32%		3%	
2024/11-2025/3较门站价上浮	18.5%		70%	80%	联动上海交易中心现货	100%
资源配置占比	55%		42%		3%	

数据来源: 隆众资讯, 东吴证券研究所

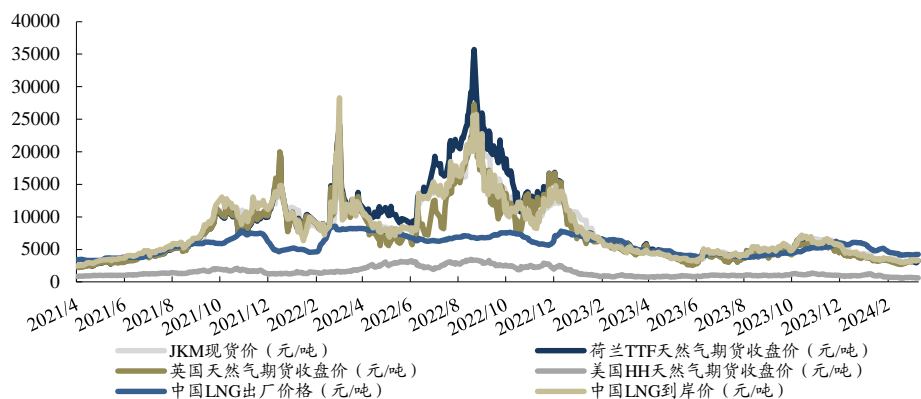
图2: 2023&2024 城燃综合采购价格测算

门站价上浮比例 (%)		淡季	旺季	综合
2023年		34.6%	43.6%	38.59%
2024年	内陆	34.4%	39.6%	38.56%
	沿海	37.6%	43.8%	
城燃采购价格 (元/方)		淡季	旺季	综合
2023年		2.35	2.51	2.42
2024年	内陆	2.35	2.44	2.42
	沿海	2.40	2.51	
	综合	2.38	2.47	

注: 未考虑和市场价挂钩的3%气量

数据来源: 隆众资讯, 东吴证券研究所测算

图3: 2021/11-2024/3 海内外天然气价格指数



数据来源: ICE, Platts, NYMEX, 东吴证券研究所

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>