

【东吴环保公用】价格改革系列深度七：

燃气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

证券分析师：袁理

执业证书编号：S0600511080001

联系邮箱：yuanl@dwzq.com.cn

研究助理：谷玥

执业证书编号：S0600122090068

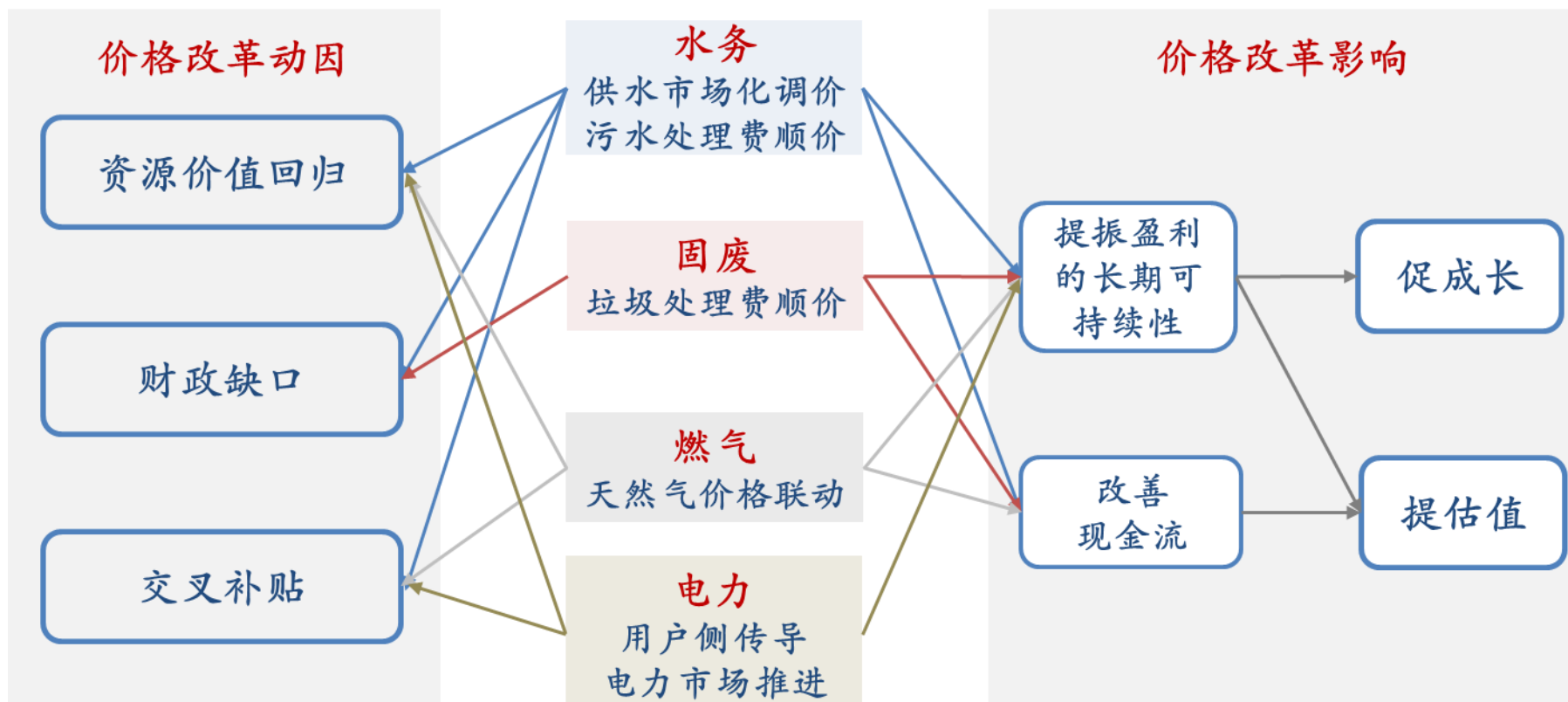
日期：2024年6月5日

要素价格改革中，滞后30年的公用价格改革启航！

痛点：行业发展与价格机制现状的深刻矛盾，市场化机制亟待建立！

结论：促进可持续成长+估值天花板大幅打开

- **水务**：供水提价增厚盈利，污水顺价改善现金流模式理顺，价格改革驱动长期成长&价值重估
- **固废**：C端付费理顺改善现金流，企业经营存超额收益长期有 α ，驱动价值重估
- **燃气**：价格改革推进盈利机制理顺，1.8倍气量空间释放，估值存提升空间
- **电力**：电改深化理顺电力系统各环节的投资回报模式，激发活力驱动长期成长&盈利恢复稳定估值提升



天然气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

➤ 价格改革动因：

资源价值亟待回归！气价跑输通胀、城燃盈利承压发展受制约

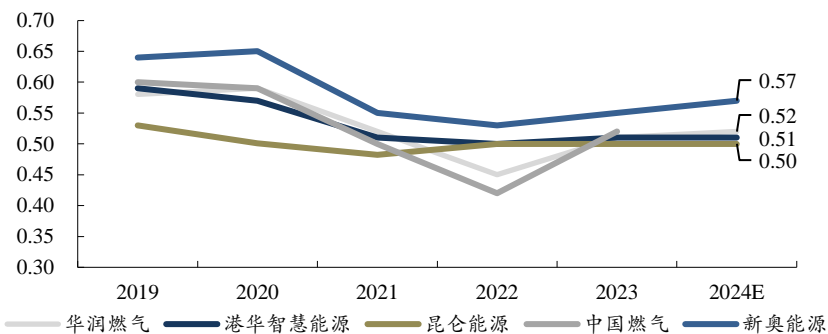
气价跑输CPI：长期维度美国民用气价显著跑赢CPI 0.26pct，中国2013年以来气价跑输CPI 0.22pct，期待“均值回归”。

城燃未达政策准许7%收益率：2021-2022年海内外气源成本上升，城市燃气销售端价格受到政府管控居民用气顺价不畅；2022年五大龙头公司价差均值为0.48元/方，与2020年相比下滑20%；收益率未达政策规定的7%收益率。

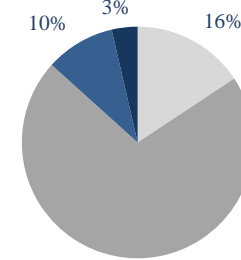
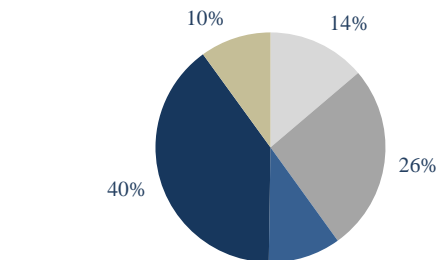
存在交叉补贴问题，价格建立机制待理顺

居民用气占到我国整体消费量的20%以下，但用气价格（2.7元/方）却显著低于用气占比71%的工业用气（3.8元/方）。当前民用气价偏低，交叉补贴问题待解决。美国已实现居民气价为工业气价的2.8倍，2024年中石油气源定价合同已并轨。

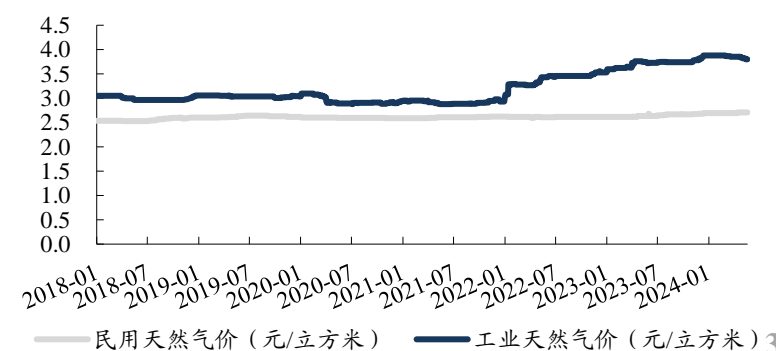
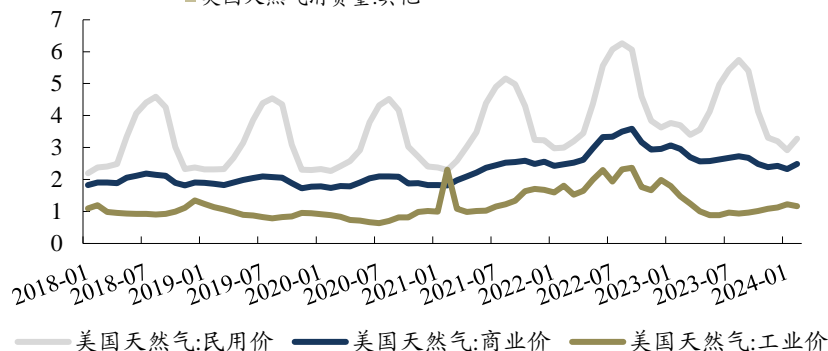
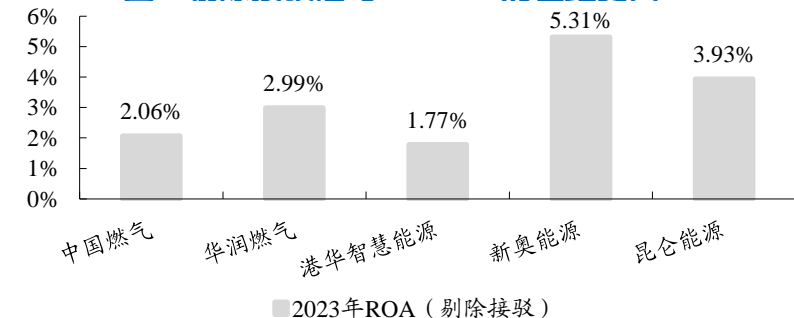
图：2019-2024E五大龙头公司城燃价差（元/方）



图：美国天然气2023年消费结构&分类别气价（元/方） 图：中国天然气2021年消费结构&分类别气价（元/方）



图：剔除接驳后与ROA7%的差距更大



天然气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

价格改革影响

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放。

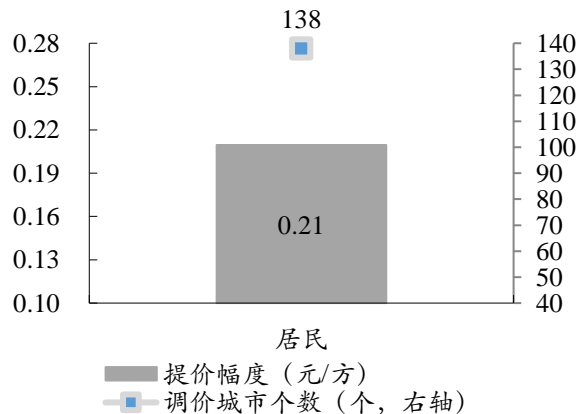
价差：顺价落地&气源成本压力缓解，价差修复。 2023年气源端（2023售气平均经营利润0.16元/方，同比+0.11元/方）、城燃端（2023价差同比+0.02-0.04元/方至0.50-0.52元/方）盈利能力均有修复迹象，天然气产业链各环节盈利理顺；2022~2024年4月，全国共有138个（占比48%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为0.21元/方。2024年预计气源成本压力缓解，毛差顺利恢复。**参考ROA7%的标准，合理价差为0.6元/方+，价差存20%提升空间。**对比国外案例，顺价政策在美国获得良好实践，通过将ROE控制在一定范围实现价差稳定。**顺价对龙头城燃利润弹性为20~30%。**

气量：回报稳定回升促企业成长，同时气价回落有望催生需求。 海外气价回落成本压力缓解+经济复苏，2023我国天然气表观消费量3900亿方，同增7.2% (+9.9pct)。2024年1~4月气油比（JKM与布伦特的单位热值价格比）均值0.67，较21-23均值1.29回落48%，气价回落有望催生需求长期增长；**预计天然气一次能源占比由2023年8.6%逐步提升至2030年的15%，需求复增9.0%。**

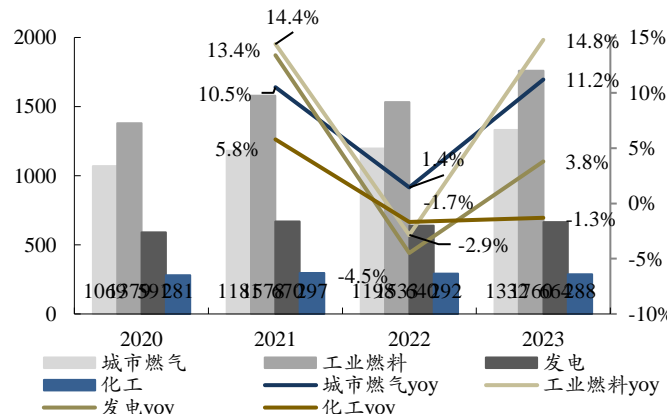
驱动现金流价值重估，估值存提升空间。

2021-2023年燃气板块自由现金流占归母净利润55.8%、板块分红率42.6%，在稳健发展的基础上分红率尚有13.2pct提升空间，随顺价推进现金流进一步好转。**对标长江电力，燃气龙头PB-ROE比值偏低，估值存提升空间；龙头城燃普遍未达政策规定的7%收益率，配气费存在提升空间，ROA存翻倍空间。**美国天然气已进入低速发展时期，2013-2023年消费量复增2.2%，行业内公司十年平均估值22X；**对标海外，国内燃气板块估值存提升空间。**

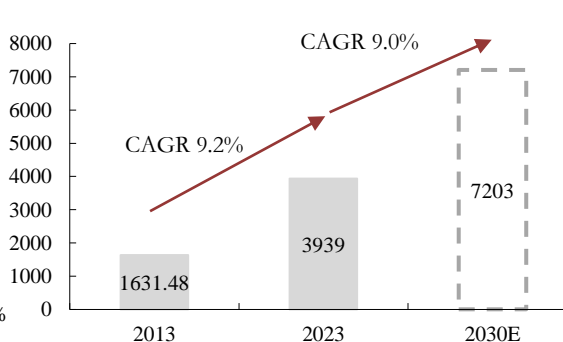
图：2022-2024M4居民调价情况



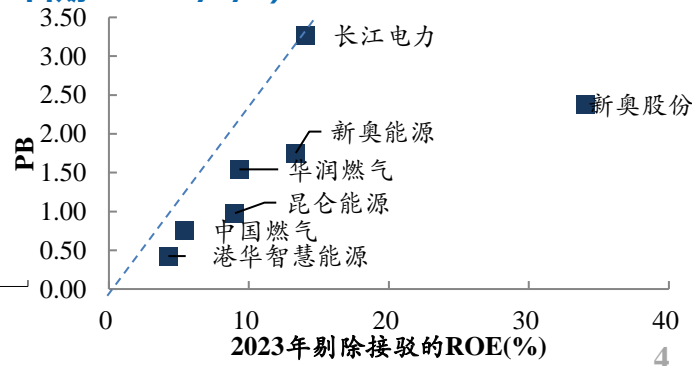
图：2020-2023年各领域消费量 (亿方)



图：天然气行业消费量空间 (亿方)



图：对标长江电力，城燃龙头估值普遍偏低 (估值日期：2024/6/4)



天然气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

- **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】【深圳燃气】。
- 2) **高股息现金流资产。**重点推荐：股息率ttm6.3%【蓝天燃气】，2024年股息率5.4%【新奥股份】（估值日期2024/6/4）。
- 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：**经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险

表：盈利预测表（估值日期2024/6/4）

股票代码/简称	股价 (元/股、港元/股)	市值 (亿元、亿港元)	股价&市值 货币单位	归母净利润(亿元、亿港元)/yoy						归母净利润 货币单位	PE				
				2022	2023	2024E	2025E	2026E	三年 CAGR		2022	2023	2024E	2025E	2026E
0135.HK 昆仑能源	7.9	684	港元	52.28	56.82	61.06	65.60	70.60	8%	人民币	12.04	11.08	10.31	9.59	8.91
				-77.3%	8.7%	7.5%	7.4%	7.6%							
2688.HK 新奥能源	73	826	港元	58.65	68.16	71.08	77.71	84.77	8%	人民币	12.95	11.15	10.69	9.78	8.96
				-24.4%	16.2%	4.3%	9.3%	9.1%							
0384.HK 中国燃气	7.57	411	港元	76.62	42.93					港元	5.37	9.58			
				-26.9%	-44.0%										
1193.HK 华润燃气	27.2	629	港元	47.33	52.24	56.45	61.94	68.21	9%	港元	13.30	12.05	11.15	10.16	9.23
				-26.0%	10.4%	8.1%	9.7%	10.1%							
1083.HK 港华智慧能源	2.9	97	港元	9.65	15.75	15.31	17.09	18.55	6%	港元	10.08	6.18	6.35	5.69	5.24
				-23.0%	63.2%	-2.8%	11.6%	8.6%							
601139.SH 深圳燃气	7.3	210	人民币	12.22	14.40	17.48	19.70	22.17	15%	人民币	17.18	14.58	12.01	10.66	9.47
				-9.7%	17.8%	21.4%	12.7%	12.5%							
605368.SH 蓝天燃气	13.53	94	人民币	5.92	6.06	6.54	6.89	7.08	5%	人民币	15.83	15.46	14.33	13.60	13.25
				40.7%	2.4%	7.9%	5.4%	2.6%							
600803.SH 新奥股份	18.96	587	人民币	58.44	70.91	60.43	73.00	82.70	5%	人民币	10.05	8.28	9.72	8.05	7.10
				42.5%	21.3%	-14.8%	20.8%	13.3%							
605090.SH 九丰能源	26.45	167	人民币	10.90	13.06	15.18	17.43	20.35	16%	人民币	15.36	12.82	11.03	9.61	8.23
				75.9%	19.8%	16.2%	14.8%	16.8%							

注：昆仑能源、蓝天燃气、新奥股份、九丰能源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。汇率按照1港元=0.92元人民币

数据来源：Wind，东吴证券研究所

龙头城燃公司利润弹性测算

预计2024年9月底100%的城市发布顺价政策，2025年五大龙头城燃公司恢复到疫情前的价差，顺价利润弹性（与2023年相比）为中国燃气24%、华润燃气35%、港华智慧能源28%、新奥能源22%、昆仑能源4%。

从风险角度考虑，2023年五大龙头城燃公司接驳利润占比分别为中国燃气25%、华润燃气31%、港华智慧能源40%、新奥能源19%、昆仑能源约10%。

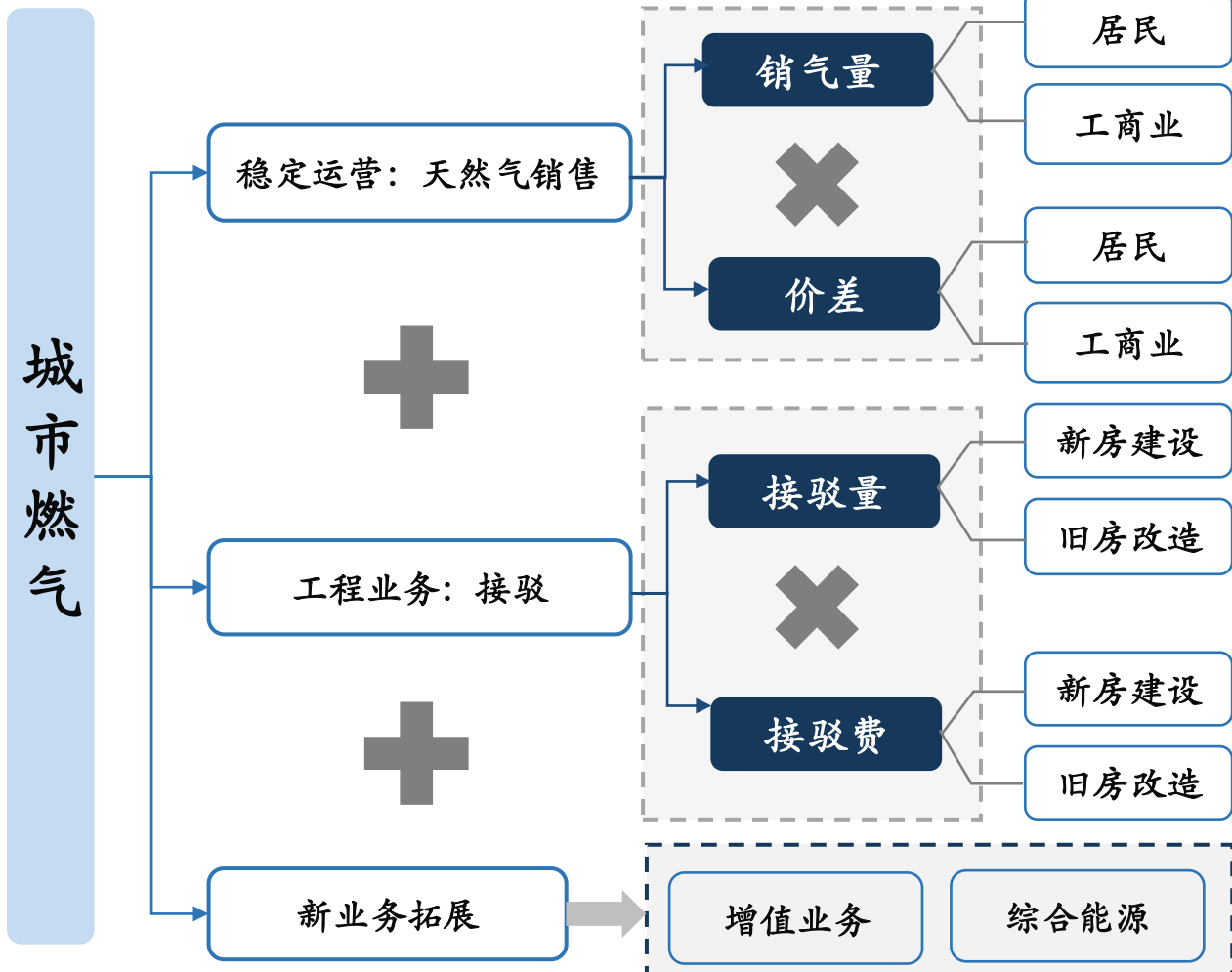
表：顺价利润弹性测算表

公司简称	2023年（预测）归母净利润（亿元、亿港元）	2022年零售气量（亿方）	2023年零售气量（亿方）	2023年居民用气结构	2022年价差（元/方）	2023年价差（元/方）	疫情前价差（元/方）	恢复到疫情前价差的利润弹性（亿元、亿港元）	恢复到疫情前价差的利润弹性	2023年接驳利润占比
中国燃气	45.48	230	230	36%	0.42	0.51	0.60	10.8	24%	25%
华润燃气	52.24	359	388	24%	0.45	0.50	0.59	18.3	35%	31%
港华智慧能源	15.75	122	132	19%	0.50	0.52	0.58	4.4	28%	40%
新奥能源	68.16	259	251	21%	0.48	0.51	0.63	14.9	22%	19%
昆仑能源	56.82	278	303	12%	0.50	0.50	0.52	2.5	4%	10%

注：中国燃气、华润燃气、港华智慧能源以港元做披露；新奥能源、昆仑能源以人民币做披露。汇率按照1港元=0.92人民币

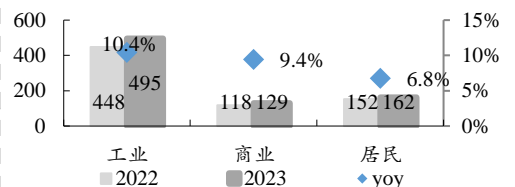
注：增加的价差直接体现在利润层面，按照增值税9%，所得税25%进行计算，权益气量按照70%计算。

城燃三要素：气量、价差、接驳趋势

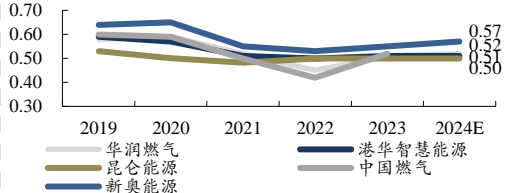


2023边际变化

用气量修复 单位：亿方

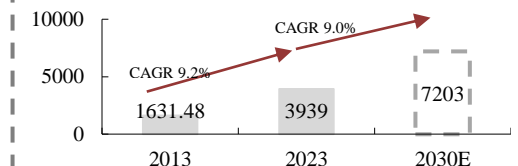


顺价政策下居民价差修复 单位：元/方



展望

- ✓ 降费使得终端价格可控量增复苏可持续。
- ✓ 双碳目标指引下，2030年天然气占能源消费总量达到15%。测算2030年天然气消费量为7203亿方，2023-2030年复合增速9.0%，行业持续增长。

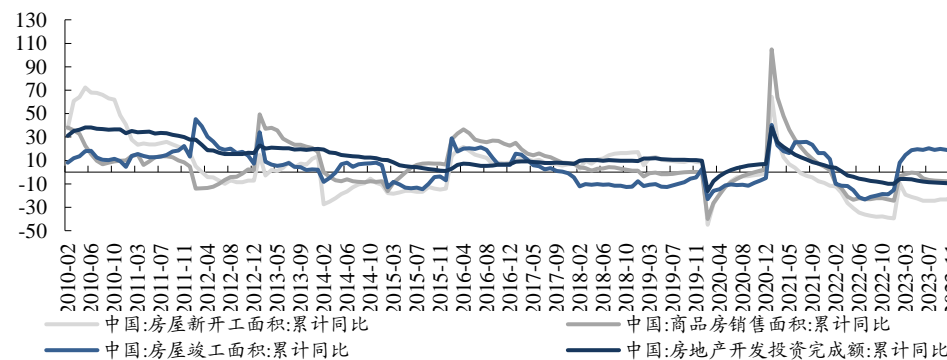


- ✓ 2023年顺价政策逐步落地，2024年全年顺价&气源成本压力缓解，价差进一步提升。
- ✓ 在城燃项目7%的全投资收益率标准下，期待远期城燃价差提升至0.6-0.7元/方。

- ✓ 受地产周期影响，新房接驳（与竣工面积高度相关）下滑，2023年龙头公司接驳量平均下滑15.3%，城燃公司转向发力旧房改造。
- ✓ 关注有区域增量或者下沉增量、可以对冲地产周期的公司。

房地产新开工、销售、竣工、投资变动情况

单位：%



- ✓ 城市燃气项目接驳费约2500元/户
- ✓ 乡镇气代煤接驳费约3000元/户

注：数据为华润燃气、港华智慧能源、昆仑能源的2023各领域用气量之和。

数据来源：国家管网集团，发改委，Wind，各公司公告，东吴证券研究所



目录

1. 价格改革动因

- 资源价值回归
 - 存在交叉补贴问题
-

2. 价格改革影响

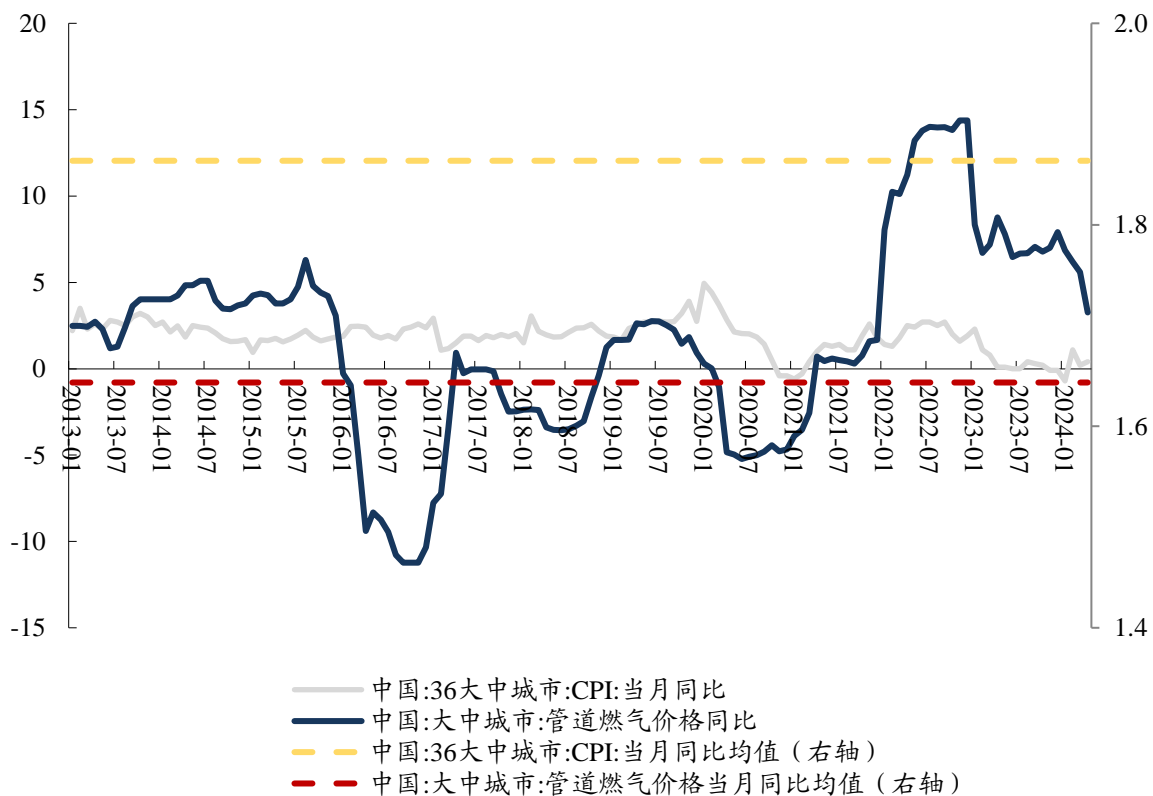
- 稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放
 - 驱动现金流价值重估，估值存提升空间
-

3. 投资建议与风险提示

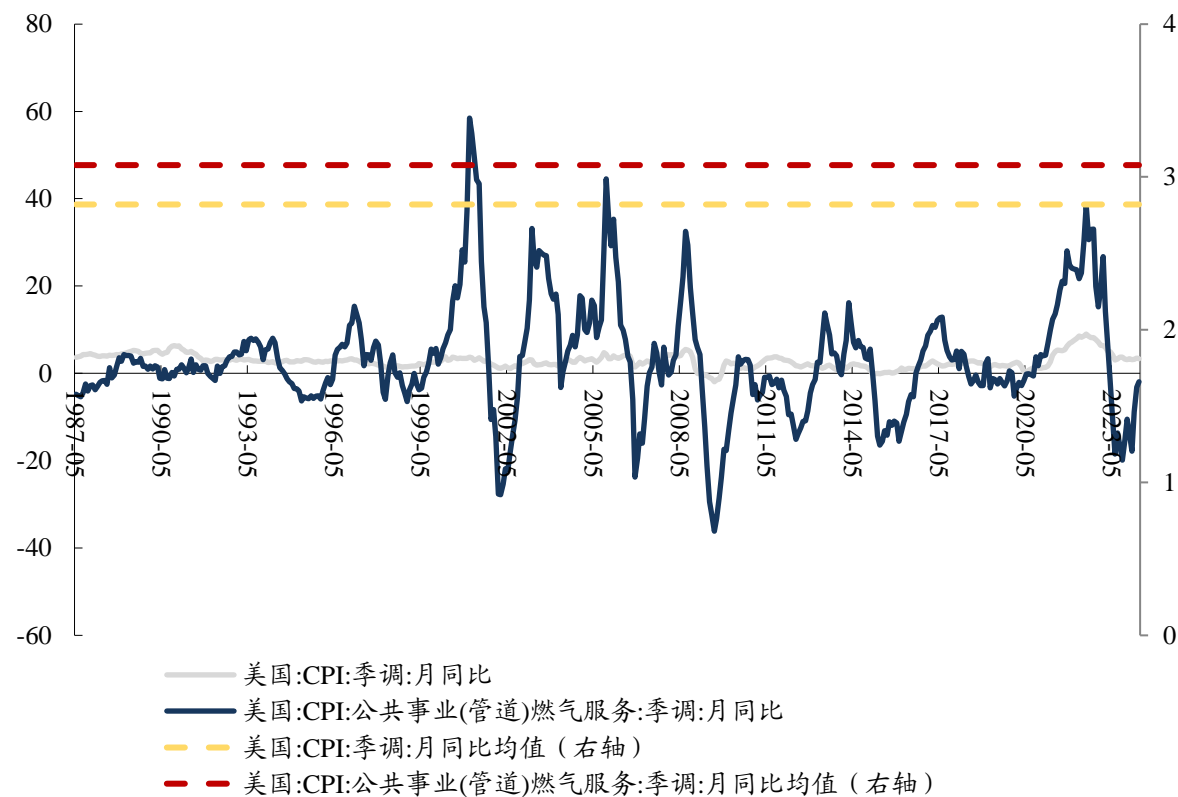
价格改革动因1：资源价值回归

长期维度美国民用气价显著跑赢CPI 0.26pct，中国2013年以来气价显著跑输CPI 0.22pct，期待“均值回归”。

图：中国36城市CPI& 用气价格变动 (%)



图：美国CPI& 居民用气价格变动 (%)



价格改革动因1：资源价值回归

2021-2022年海外气价上涨，传导至国内，国内气源成本上升

- ✓ 2021年四季度以来，国外气价在疫情带来的供需错配、俄乌冲突等影响下剧烈波动，欧洲的能源制裁举措带来气价高涨局面，欧洲成为全球天然气贸易价格的“引擎”。
- ✓ 2023年，随欧洲主动削减消费量、储气接近尾声、加大其他地区的进口，欧洲天然气价受俄乌冲突的影响基本消化，气价回落。

图：2021/4-2024/5各地天然气价格指数



价格改革动因1：资源价值回归

2021-2022年海外气价上涨，传导至国内，国内气源成本上升；2023国内气源价格提升，上游盈利理顺

➢ **中石油天然气平均成本可以代表国内整体天然气成本水平，2020-2022年成本持续上行。**

2018-2023年，中石油的产量和消费量均占到国内整体天然气产量和消费量的50-60%，中石油天然气经营情况一定程度上代表了中国天然气市场状态。2020-2022年中石油天然气售价持续提升，平均销售价格由2020年的1.49元/方提升至2022年的1.99元/方，而成本以更大的幅度上涨，导致平均经营利润缩窄，平均经营利润由2020年的0.29元/方降低83%至2022年的0.05元/方。

➢ **中石油2023年新签合同气价上涨，呈现压量+涨价趋势，2023年中石油单方经营利润修复。**

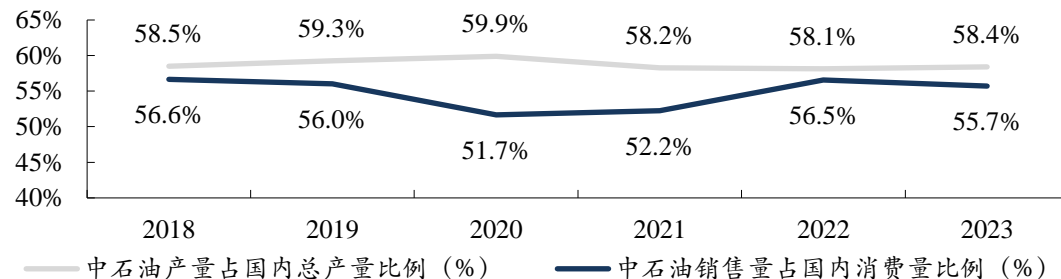
2023年初以来，各地天然气价格普遍下行，进口价格回落，气源端成本压力缓解。中石油售气价格通过合同方案自2023年4月起开始提升，2023售气平均价格与2022年全年相比增加0.06元/方；2023售气平均经营利润0.16元/方，同比+0.11元/方，盈利能力修复。

2024年1~4月气油比（JKM与布伦特的单位热值价格比）均值0.67，较21-23均值1.29回落48%，气价回落有望催生需求长期增长。

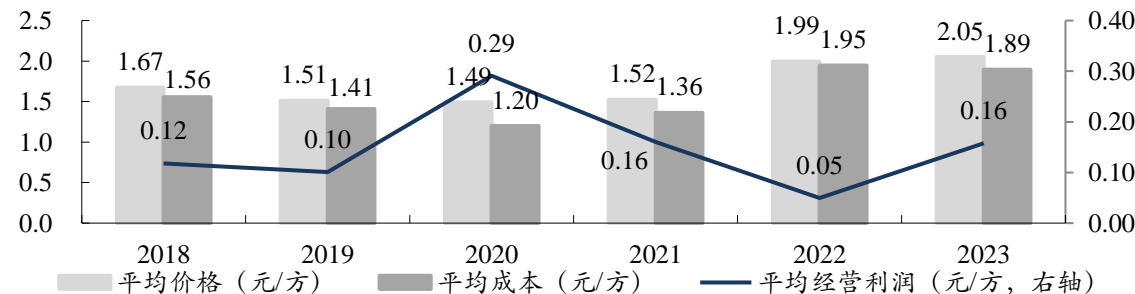
表：中石油2022-2023、2023-2024年管道气合同方案

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%	挂钩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%	挂钩JKM现货
资源配置占比	55%	42%	3%	120%以上
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%	
资源配置占比	55%	45%		70%

图：2018-2023年中石油产量/销售量占国内比例



图：2018-2023年中石油天然气板块售价&成本

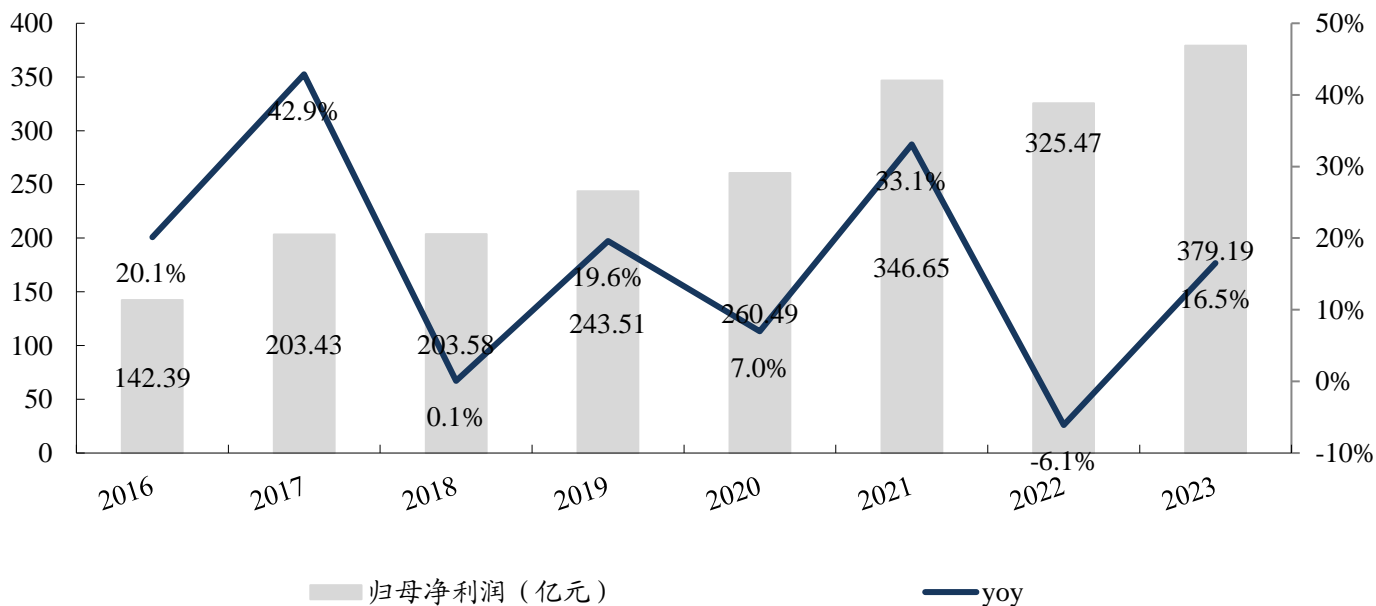


价格改革动因1：资源价值回归

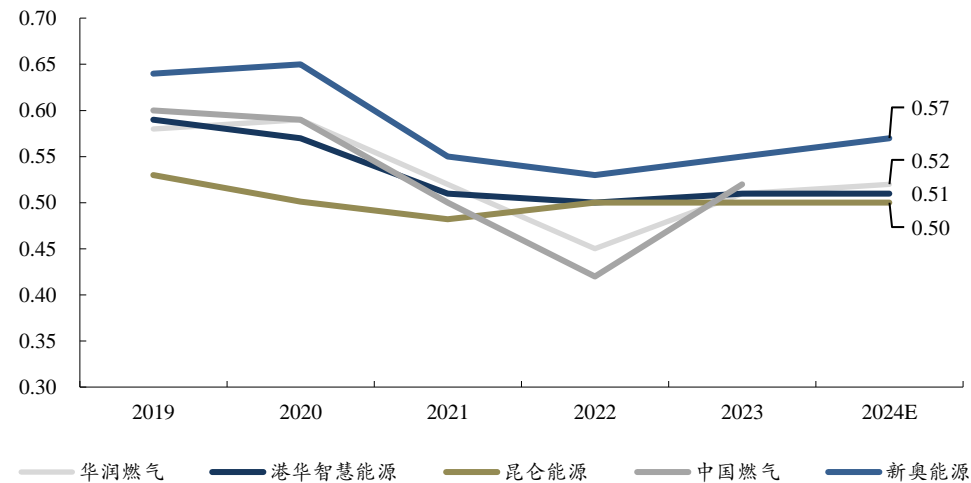
下游销售价格受到政府管控，顺价不畅、盈利下滑

- 国内气源涨价，下游城市燃气板块采购价格上涨，成本承压；
- 城市燃气销售端价格受到政府管控，居民用气顺价不畅；
- 2022年燃气板块利润下滑6.1%，五大龙头公司价差缩窄，2022年均值为0.48元/方，与2020年相比下滑20%。

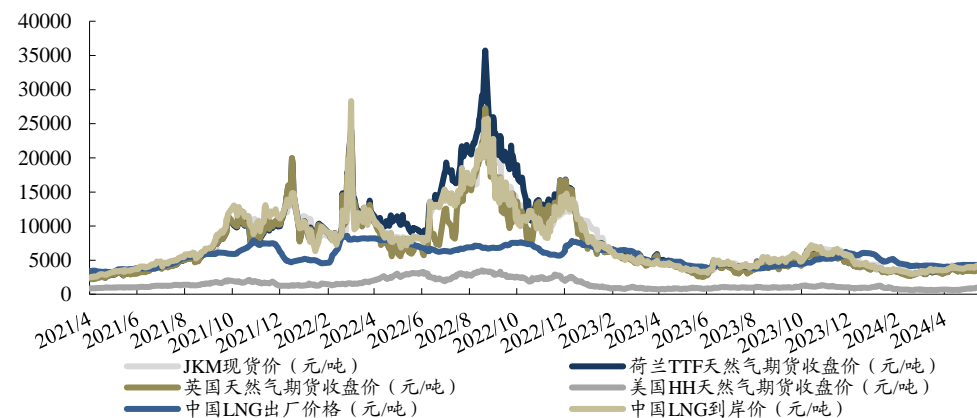
图：2022燃气板块利润下滑6.1%



图：2019-2024E五大龙头公司城燃价差 (元/方)



图：2021/4-2024/5各地天然气价格指数 (元/方)



注：选取申万燃气板块涉及下游的公司，剔除了财年以3/31为截至日的中国天然气和中国燃气。

数据来源：ICE, Platts, NYMEX, 各公司公告, 东吴证券研究所



目录

1. 价格改革动因

- 资源价值回归
 - 存在交叉补贴问题
-

2. 价格改革影响

- 稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放
 - 驱动现金流价值重估，估值存提升空间
-

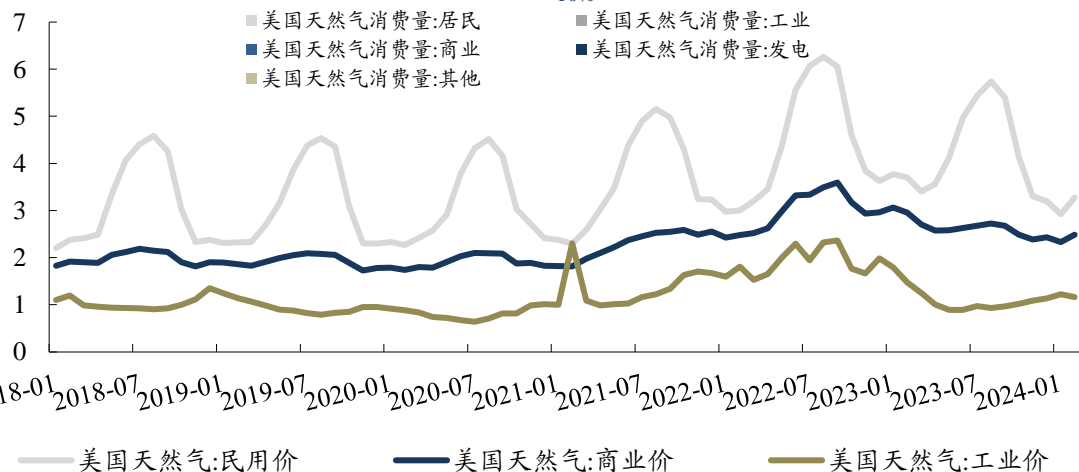
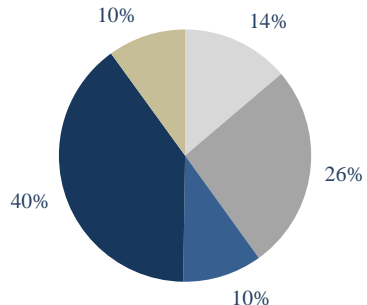
3. 投资建议与风险提示

价格改革动因2：存在交叉补贴问题

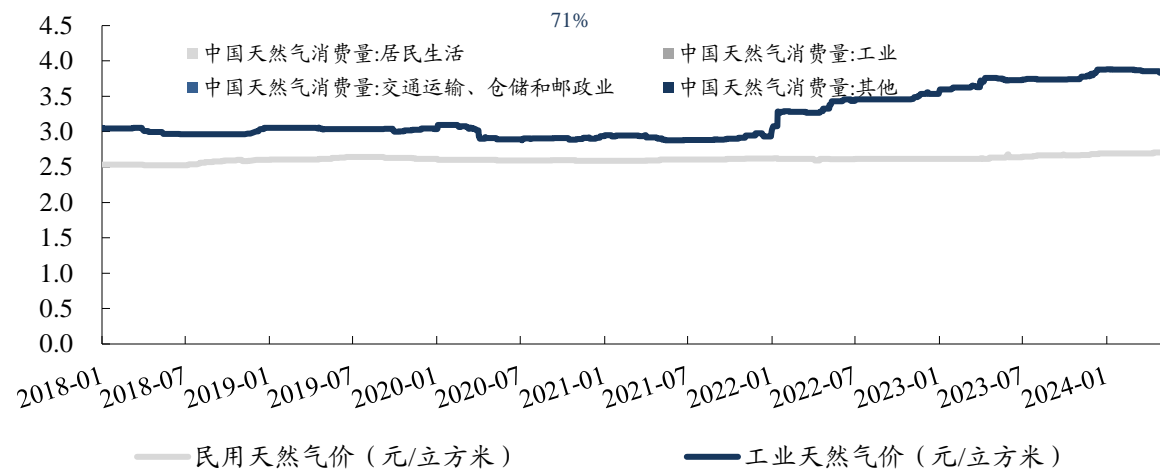
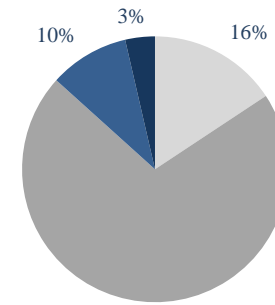
美国实现民用价更高，国内交叉补贴待解决

- ✓ 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，从价格承受能力以及气量占比来看，居民用气较少，理应售价更高。美国的气价顺序为民用>商业>工业；按规模效应，美国居民气价为工业气价的2.8倍。
- ✓ **我国民用价偏低，交叉补贴问题待解决。**居民用气占到我国整体消费量的20%以下，但用气价格却显著低于用气占比71%的工业用气。出于民生保障考虑，当前民用气价偏低，交叉补贴问题待解决，本次民用气顺价政策对于交叉补贴的消除有推动作用。

图：美国天然气2023年消费结构&分类别气价（元/方）



图：中国天然气2021年消费结构&分类别气价（元/方）





目录

1. 价格改革动因

- 资源价值回归
 - 存在交叉补贴问题
-

2. 价格改革影响

- 稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放
 - 驱动现金流价值重估，估值存提升空间
-

3. 投资建议与风险提示

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

采购成本：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

➢ 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。

表：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%	挂靠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%	挂靠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%		

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

采购成本：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

➢ 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。

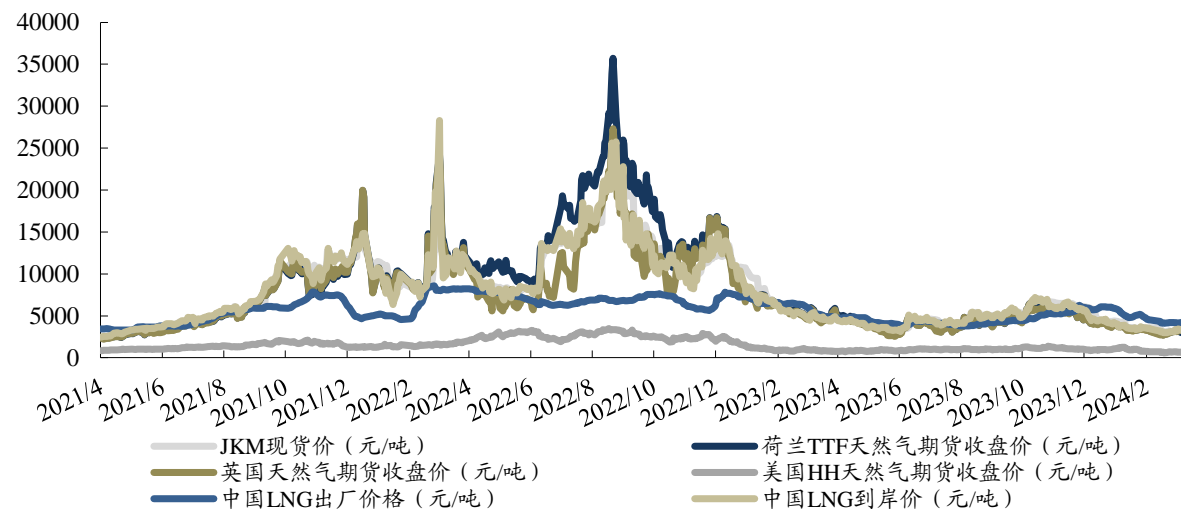
1) 不考虑3%的市场化挂钩比例，淡季涨价、旺季降价、内陆降价、沿海涨价，2024年城燃整体采购成本与2023年相当，均为2.42元/方。按照居民用气占比20%（参考五大龙头城燃居民用气占比）、加权平均门站价格1.746元/方（计算各省门站价平均值，使用2021年各省用气量进行加权）、淡季用气占比56%（2022.4-2022.10用气量占2022.4-2023.3用气量比例）、沿海省份用气占比51%（各省2021年的用气量中沿海11个省份的用气量占比）进行测算，2024年淡季由2023年的2.35元/方涨价0.03元/方至2.38元/方，旺季由2023年的2.51元/方降价0.04元/方至2.47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。

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	

2021/4-2024/5海内外天然气价格指数



注：未考虑和市场价挂钩的3%气量

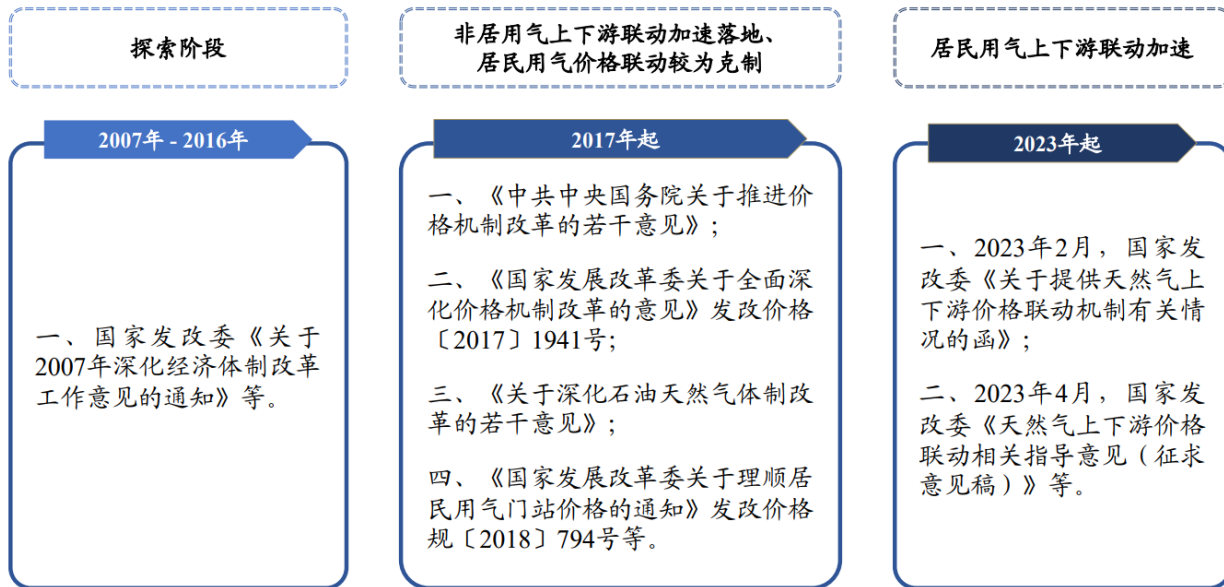
数据来源：ICE, Platts, NYMEX, 中国石油公司公告, 东吴证券研究所

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

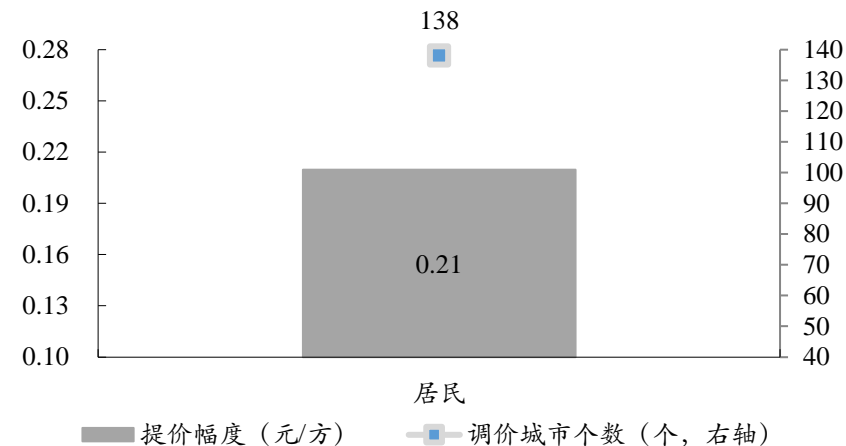
销售价格：顺价逐步落地价差修复

✓ 顺价政策逐步落地，2022~2024年4月，全国共有138个（占比48%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为0.21元/方。我国始终在推动天然气市场的改革，2007-2016年处于探索阶段；2017年起非居民用气的上下游联动机制加速落地，居民用气的价格联动较为克制；2023年起，我国加大力度推动居民端上下游联动机制的落地，联动机制更加完善。我们梳理了全国地级及以上城市的气价政策，2022~2024年4月，全国共有138个（占比48%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为0.21元/方。

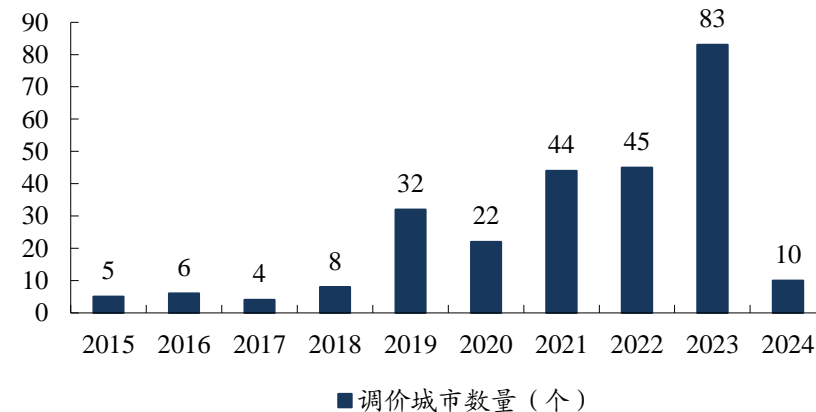
图：上下游联动机制三阶段



图：2022-2024M4居民调价情况



图：地级市及以上城市居民天然气价最近一次调整时间（个，数据截至2024年4月底）



稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

销售价格：顺价逐步落地价差修复

✓ **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。**

湖北省新旧联动政策对比

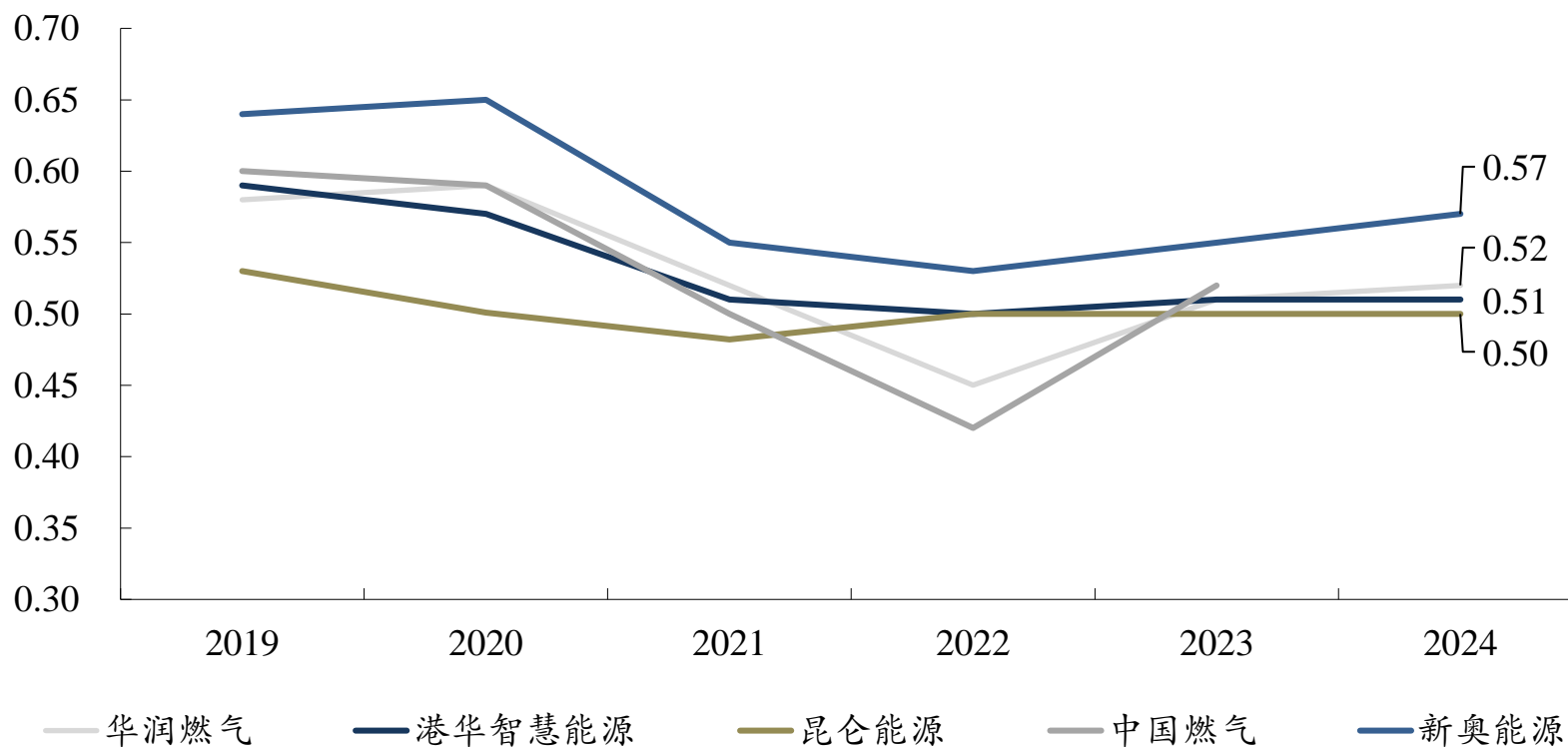
	2023年新联动机制	旧联动机制
联动范围	各地终端销售价格与 燃气企业采购价格 (含运输费用) 实行联动。采购价格按照同一区域内燃气企业采购的 全部气源加权平均价格 确定，包括管道、液化、压缩天然气等。 当合同外气源采购价格对本地区终端销售价格影响较大时，可按照用户自愿委托的原则，对合同外购气量实行代购代销价格政策，其购销价差不得高于配气价格。	国家放开居民用天然气销售价格前，非居民用天然气销售价格先行与门站价格实行联动。天然气门站价格由国务院价格主管部门管理，居民、非居民用天然气门站价格逐步并轨。
联动周期	非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动；居民用气终端销售价格联动周期原则上不超过一年 ，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	价格联动调整额度 = (本期 加权平均采购价格 -上期加权平均采购价格) / (1-供销差率) ± 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。	价格联动额 = [计算期 平均单位门站价格 (含税) - 基期平均单位门站价格 (含税)] / (1-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，纳入下一联动周期统筹考虑。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。
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。	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。

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

销售价格：顺价逐步落地价差修复

- ✓ 地方政府出台并实施上下游价格联动政策需要几个月时间，因此价差修复主要集中在下半财年，2023年龙头城燃公司价差修复至0.5-0.52元/方，2024年价差将得到进一步提升。

图：2019-2024E五大龙头公司城燃价差（元/方）

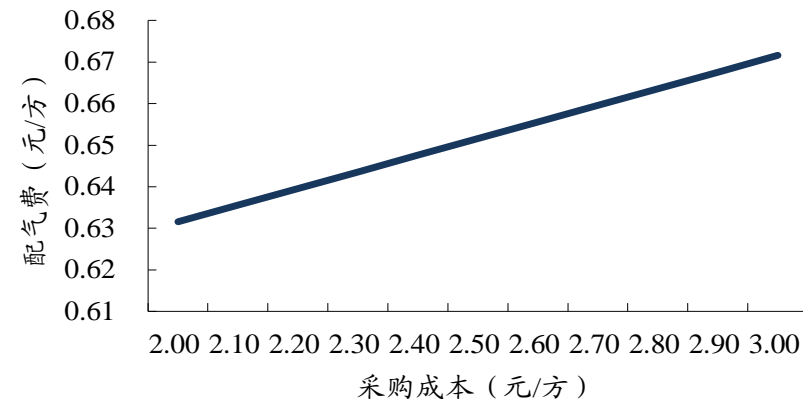


稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

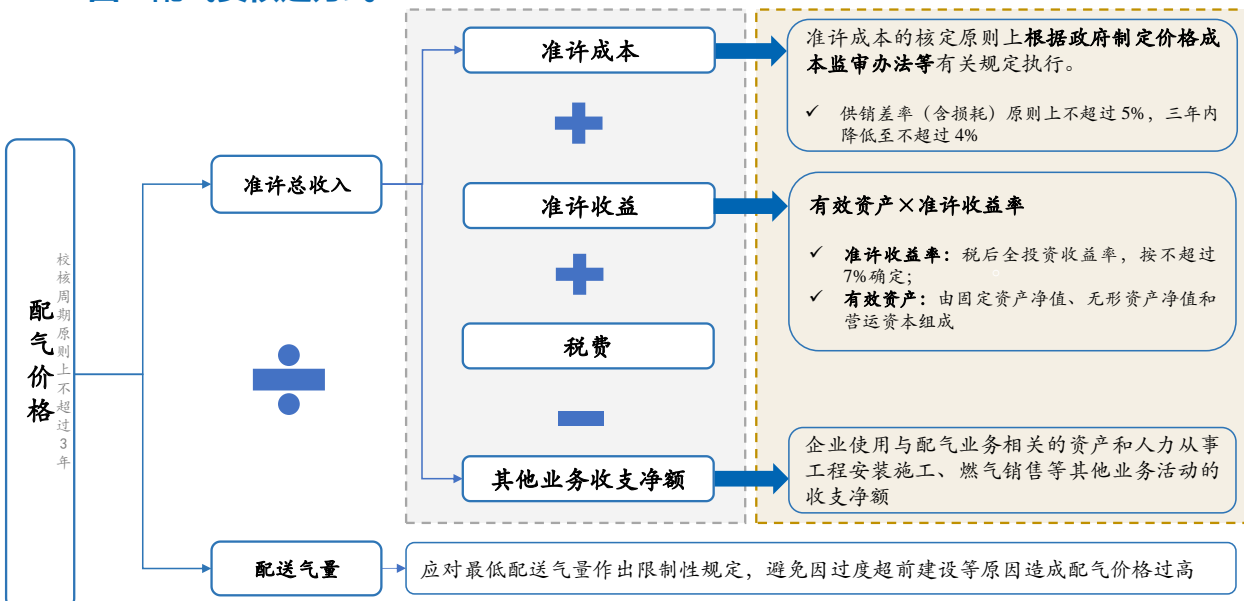
龙头城燃普遍未达政策规定的7%收益率，配气费存在提升空间，估算合理值在0.6元/方以上，价差存20%提升空间

- ✓ 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，按照全投资税后内部收益率不超过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，各城燃公司的价差将有所提升，对应ROA进一步提升。
- ✓ 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。

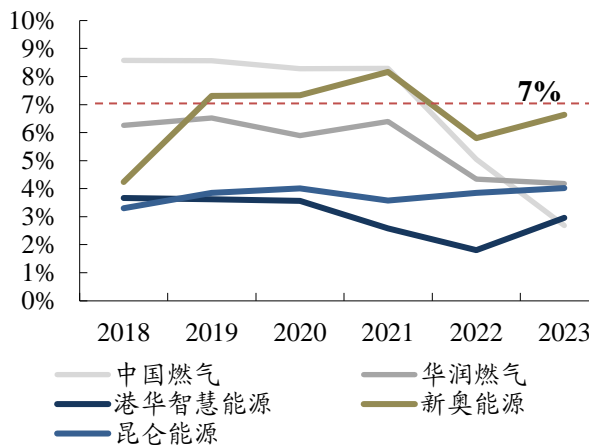
图：合理配气费随采购成本变动



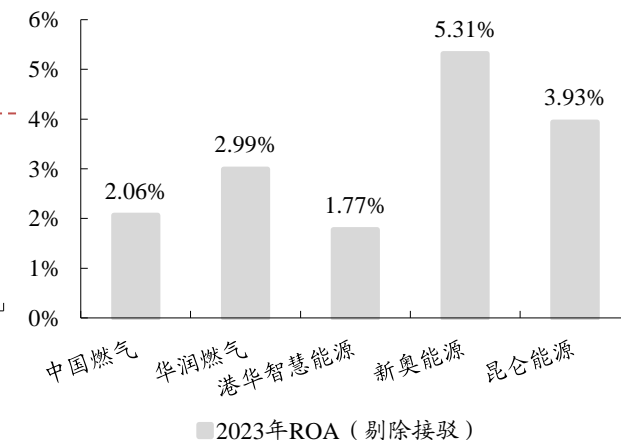
图：配气费核定方式



图：龙头城燃ROA普遍未达7%



图：剔除接驳后与ROA7%的差距更大



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。漏损率假设为4%。

数据来源：发改委，wind，公司公告，东吴证券研究所

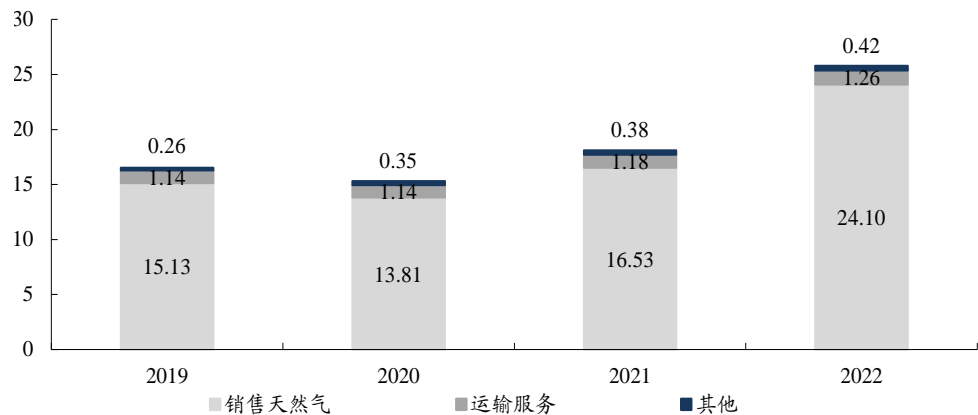
稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

对比国外案例：顺价政策在美国获得良好实践，通过将ROE控制在一定范围实现价差稳定

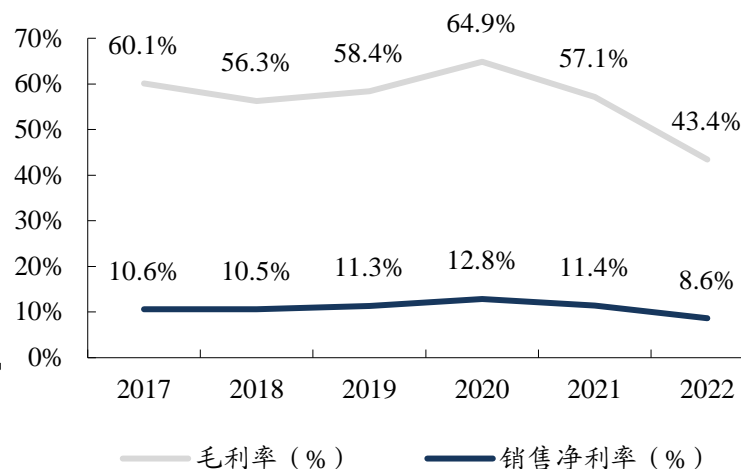
✓ 美国作为全球最大的天然气消费国和生产国，天然气自给率高，市场机制建设最为完善，成为效仿的范例。我们以美国的ONE Gas公司为例进行分析，其顺价机制完善，单方价差受采购成本的波动始终保持稳定。

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。

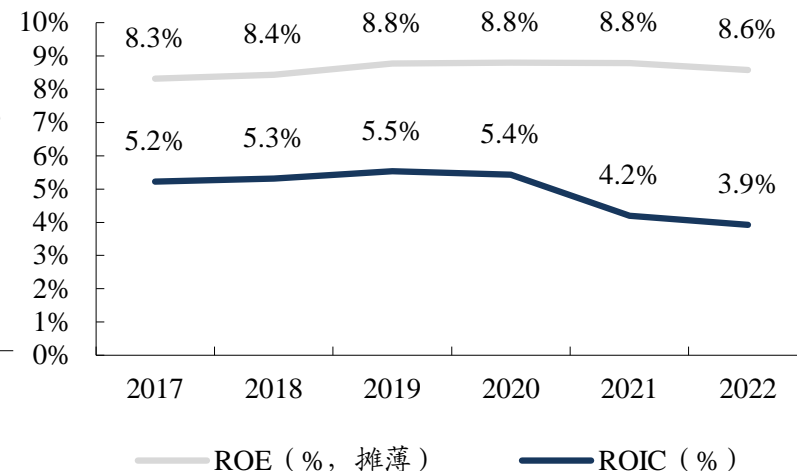
图：2019-2022年ONE Gas公司收入结构（亿元）



图：2017-2022年ONE Gas利润率略有波动



图：2017-2022年ONE Gas ROE（摊薄）约8.5%



稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

对比国外案例：顺价政策在美国获得良好实践，通过将ROE控制在一定范围实现价差稳定

✓ 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；PEttm在16X水平（2024/5/16），显著高于国内城燃龙头，国内城燃顺价逐步落地、估值有望提升。

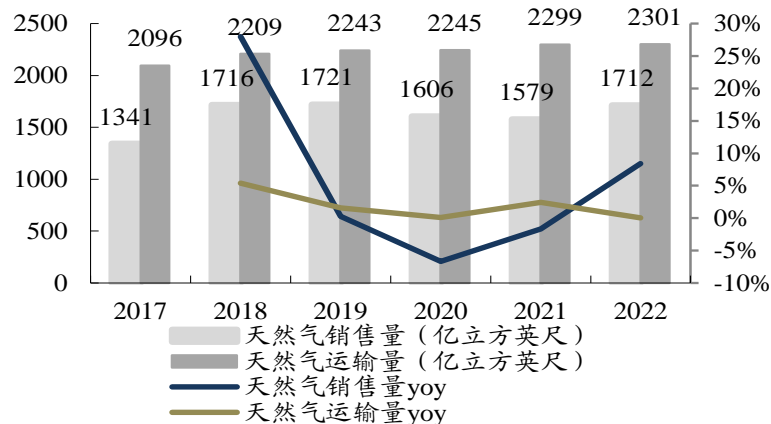
2) 以ONE Gas下属的俄克拉荷马天然气公司为例进行分析，其政策授权ROE为9.4%。如果其实现的ROE：①低于8.9%，在经过批准后，天然气销售标准将提高至ROE恢复为9.4%所需的单价。②超过9.9%，超过9.9%的收益部分公司将与用户共享，用户将从中受益75%，公司保留剩余25%的收益。

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。

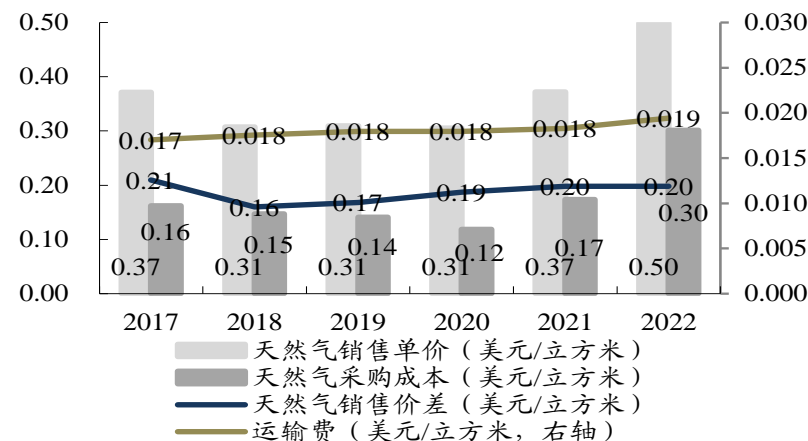
表：ONE Gas公司各经营区域规定收益率

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%

图：ONE Gas公司销气量&输气量稳中有增



图：ONE Gas公司运输费&价差保持稳定



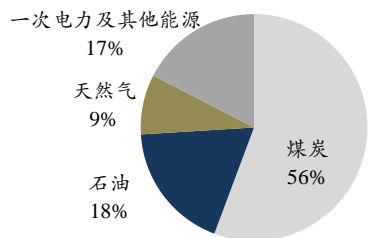
稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

能源结构改善天然气需求稳增

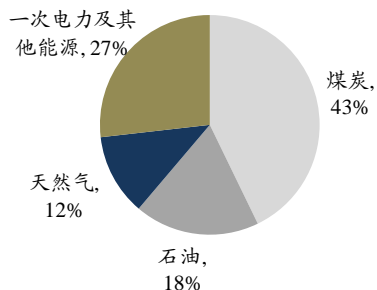
✓ **12月，国务院印发《空气质量持续改善行动计划》，强调保障天然气生产供应，行业持续发展。**2016年12月，国家发改委、能源局发布的《能源生产和消费革命战略（2016—2030）》中提到，2030年天然气占能源消费总量达到15%左右。2023年12月，国务院印发《空气质量持续改善行动计划》提到持续增加天然气生产供应，新增天然气优先保障居民生活和清洁取暖需求，积极稳妥推进以气代煤；进一步强调天然气在能源结构中的地位，政策利好下天然气具有良好的发展前景。根据《碳达峰碳中和愿景下中国能源需求预测与转型发展趋势》的预测，我国一次能源消费量2030年前后达峰，峰值约为60.1×108t标准煤；碳排放量2025年前后达峰，峰值约为107×108t；2030年天然气能源结构占比为15.0%。按照1亿吨标准煤对应799亿方天然气进行换算，2030年天然气消费量为7203亿方，**2023-2030年天然气消费量复合增速为9.0%，行业持续增长。**

✓ **《计划》强调理顺价格机制，保障行业有序发展。**《计划》提到，减少城镇燃气输配气层级，合理制定并严格监管输配气价格，建立健全终端销售价格与采购价格联动机制，落实好清洁取暖气价政策。

图：2023年我国能源消费结构



图：2030E我国能源消费结构



图：2023-2030年天然气消费量复合增速为9.0%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
能源消费总量 (亿吨标准煤)	44.1	45.6	47.2	48.7	49.8	52.4	54.1	57.6	58.2	58.8	59.4	59.6	59.8	60.0	60.1
能源消费总量yoy		3.2%	3.5%	3.3%	2.2%	5.2%	3.2%	6.6%	1.0%	1.0%	1.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%
天然气占能源消费总量比例 (%)	6.1%	6.9%	7.6%	8.0%	8.4%	8.9%	8.5%	8.6%	9.4%	10.2%	11.0%	11.8%	12.9%	14.0%	15.0%
天然气消费量 (亿吨标准煤)	2.7	3.1	3.6	3.9	4.2	4.7	4.6	4.9	5.4	6.0	6.5	7.0	7.7	8.4	9.0
天然气消费量 (亿方)	2078	2394	2817	3060	3340	3726	3663	3939	4352	4773	5201	5600	6145	6693	7203
天然气消费量yoy		15.2%	17.7%	8.6%	9.2%	11.6%	-1.7%	7.5%	10.5%	9.7%	9.0%	7.7%	9.7%	8.9%	7.6%

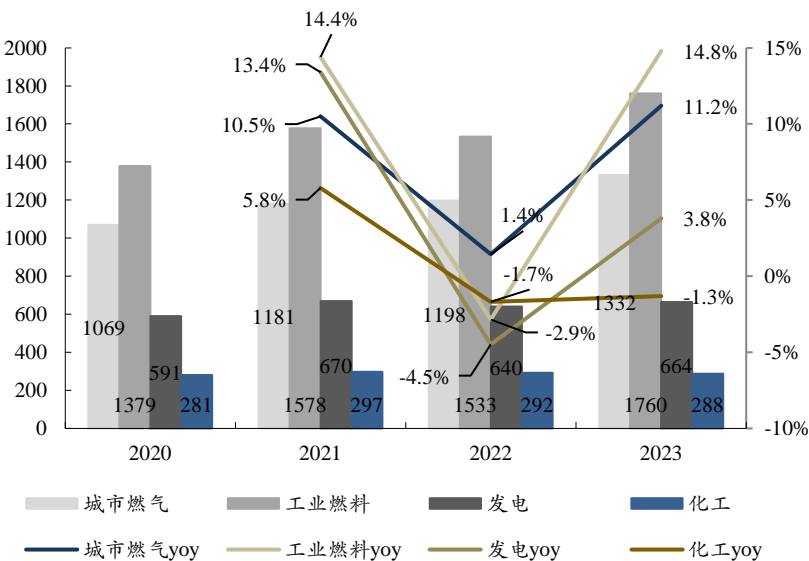
注：假设能源消费总量，2024-2026年每年增加0.6亿吨标准煤，2026-2029年每年增加0.2亿吨标准煤；天然气占能源消费总量比例，2024-2027年每年增加0.8pct，2027-2030年每年增加1.1pct

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

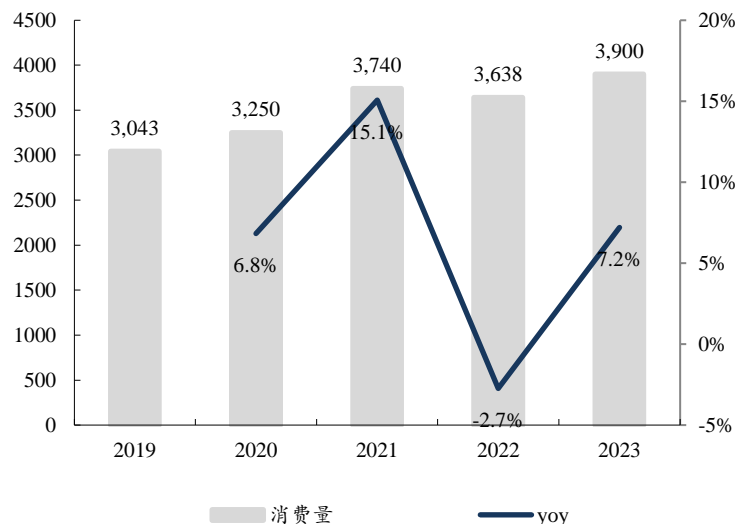
气量：2023年天然气消费量回暖，降费促终端需求释放

- ✓ **2022年我国天然气消费量同比下降1.7%**。2022年我国天然气消费量下滑主要原因：1) 价格高涨导致需求萎缩；2) 疫情影响工商业需求，封控下部分企业停工停产，整体用气量下降。分下游结构来看，2022年，城市燃气在居民用气和采暖刚性需求下保持了同比1.44%的增长；在经济增速下滑、供给成本飙升、能源竞争加剧三重压力之下工业燃料、天然气发电、化工行业用气量均下降。
- ✓ **2023年我国天然气表观消费量达3900亿方，同增7.2%**，增速同比+9.9pct。2023年，随我国经济复苏，天然气消费量回归增长。
- ✓ 从2023年龙头城燃公司各领域的消费量来看，工业/商业/居民修复幅度分别达到10.4%/9.4%/6.8%；

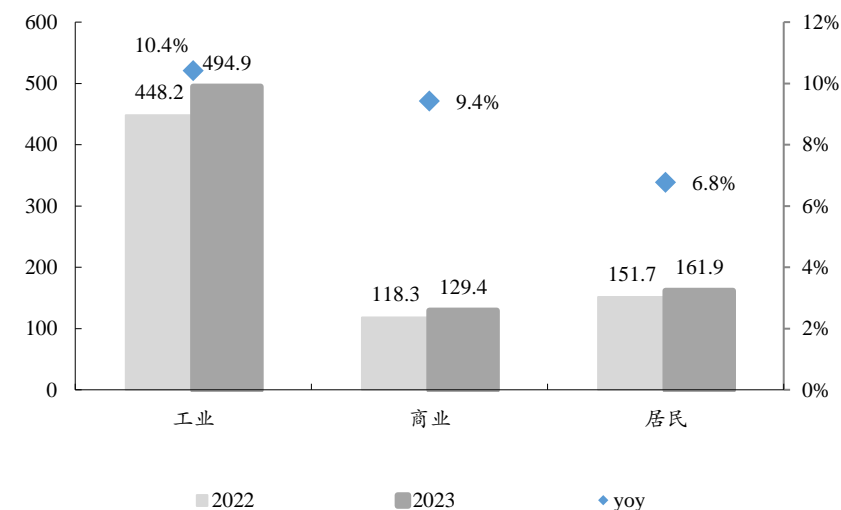
图：2020-2023年各领域消费量（亿方）



图：2023年我国天然气消费量同增7.2%（亿方）



图：2023年城燃各领域天然气消费量修复情况（亿方）



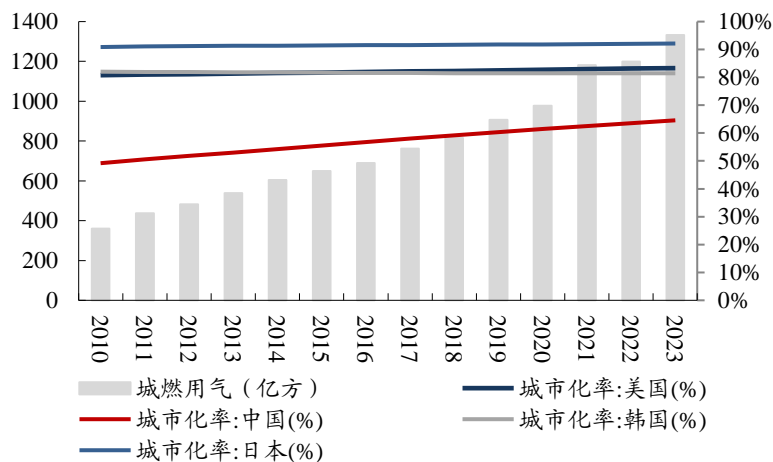
注：数据为华润燃气、港华智慧能源、昆仑能源的2023各领域用气量之和。

数据来源：国家管网集团，发改委，各公司公告，东吴证券研究所

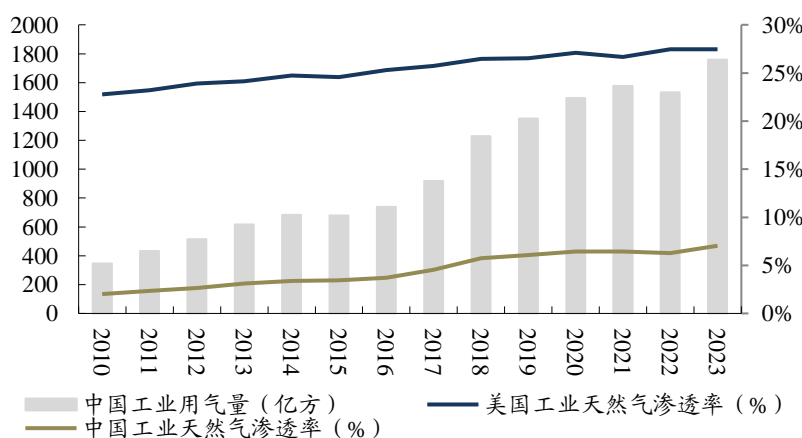
稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

- ✓ **分下游来看，预计工业、发电用气保持双位数增长。** 1) 国内经济将保持稳定增长态势，推升用气需求；2) 国际气价下降，天然气经济性持续恢复。**2023年下游结构中城市燃气占33%、工业燃料用气占42%、发电用气占17%、化工用气占8%。**
- **城市燃气用气量随城镇化率提升，预计保持9%年均增速。** 城镇化建设持续推进，2013-2023年城镇用气复增9%。2023年我国城镇化率65%，与发达国家相比仍存20pct提升空间，预计城市燃气用气量将随城镇化率提升而稳步增加。
- **工业燃料用气量随天然气能源渗透提升为增加，预计保持11%年均增速。** 煤改气持续推进，2013-2023年工业用气复增11%。2023年我国工业天然气渗透率7%，与发达国家相比仍存20pct提升空间。房地产投资降幅收窄，出口稳步恢复&能源替代，总体利好工业用气较快增长。
- **发电用气快速增长，预计保持11%年均增速。** 气电装机平稳增长，2013-2023年发电用气复增11%。2022年我国燃气发电占总发电量不及4%，美国达40%，燃气发电仍有较大发展空间。
- **化工用气量预计保持稳定。** 2013-2023年化工用气复增-1%，传统化肥、甲醇行业用气量保持稳定。

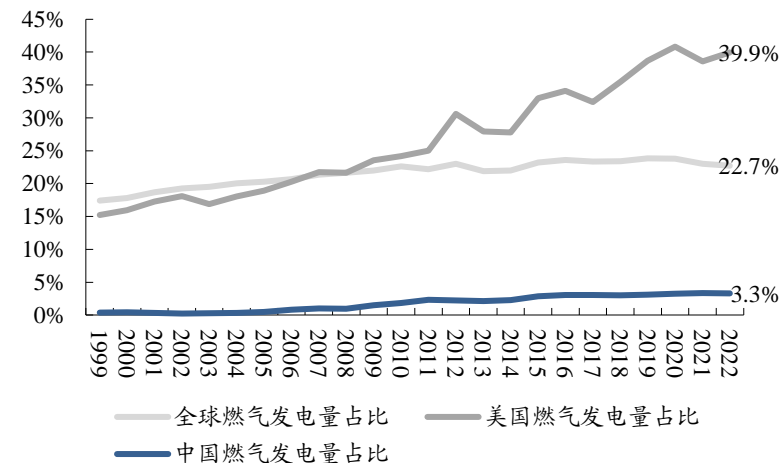
图：2010-2023年城镇化率及我国城燃用气量



图：2010-2023年工业用气及天然气渗透率



图：1999-2022年世界&美国&我国气电发电量占比



稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

图：主要管线核价前后对比（含税价，单位：元/千方·公里）

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年12月5日，国家发改委印发《关于核定跨省天然气管道运输价格的通知》，对国家管网集团经营的跨省（自治区、直辖市）天然气管道进行了定价成本监审，据此核定了西北、东北、中东部及西南四个价区管道运输价格，该价格标准自2024年1月1日起开始执行。
- ✓ **国家管网集团经营的跨省天然气管道运价率由10个大幅减少至4个，天然气资源流动性增强助力行业高质量发展。**《通知》根据我国天然气市场结构和管道分布情况，以宁夏中卫、河北永清、贵州贵阳等管道关键节点为主要界限，将国家管网集团经营管道划入西北、东北、中东部及西南4个定价区，实现“一区一价”。“一区一价”改变了传统“一线一价”的定价方式，价区的减少构建了相对统一的运价结构，打破了运价率过多对管网运行的条线分割，有望加快管输系统的优化整合，推动“全国一张网”的形成。
- ✓ **分区核价后加权平均运输价格整体下调13.7%，有望降低下游用户用气成本促进天然气消费量释放。**发改委核定西北价区运价率为0.1262元/千方·公里（含9%增值税，下同）、东北价区运价率为0.1828元/千方·公里、中东部价区运价率为0.2783元/千方·公里、西南价区运价率为0.3411元/千方·公里。核价后，主要管线的运输价格平均值（按照管线设计能力加权）从0.2765元/千方·公里下调0.0380元/千方·公里至0.2385元/千方·公里，下调幅度13.7%。

区域	管线名称	核价前运价	核价后运价	设计能力(亿方/年)	变动幅度
中东部	西一线东段(中卫以东)	0.2386	0.2783	170	16.6%
	西二线东段(中卫以东)	0.2386	0.2783	280	16.6%
	西三线东段(中卫以东)	0.1202	0.2783	300	131.5%
	陕京一线	0.2805	0.2783	10	-0.8%
	陕京二线	0.2805	0.2783	170	-0.8%
	陕京三线	0.2805	0.2783	150	-0.8%
	陕京四线	0.2805	0.2783	250	-0.8%
	川气东送	0.3824	0.2783	180	-27.2%
	榆济线	0.4363	0.2783	40	-36.2%
	忠武线	0.2386	0.2783	30	16.6%
	中贵线	0.389	0.2783	150	-28.5%
	长宁线	0.2386	0.2783	10.8	16.6%
	中缅线(贵阳-贵港段)	0.4035	0.2783	127	-31.0%
	唐山LNG管线	0.2805	0.2783	147	-0.8%
	江苏LNG管线	0.2805	0.2783	135	-0.8%
	广西LNG管线	0.2386	0.2783	80	16.6%
	天津LNG管线	0.2805	0.2783	103	-0.8%
	安济线	0.2805	0.2783	30	-0.8%
	青宁线	0.2805	0.2783	72	-0.8%
	港清线	0.2805	0.2783	31	-0.8%
冀宁联络线	0.2805	0.2783	220	-0.8%	
新粤浙线	0.2386	0.2783	60	16.6%	
兰银线东段	0.2386	0.2783	35	16.6%	
鄂安沧线	0.2805	0.2783	70	-0.8%	
中开线	0.2386	0.2783	30	16.6%	
中俄东线南段	0.2805	0.2783	189	-0.8%	
蒙西管道	0.2805	0.2783	66	-0.8%	
苏皖管道	0.2805	0.2783	127	-0.8%	
西北	西一线西段(中卫以西)	0.1416	0.1262	170	-10.9%
	西二线西段(中卫以西)	0.1416	0.1262	300	-10.9%
	西三线西段(中卫以西)	0.1202	0.1262	300	5.0%
	涩宁兰线	0.1416	0.1262	68	-10.9%
	兰银线西段	0.1416	0.1262	35.2	-10.9%
	鄯乌线	0.1416	0.1262	6	-10.9%
东北	秦沈线	0.4594	0.1828	90	-60.2%
	哈沈线	0.4594	0.1828	100	-60.2%
	大沈线	0.4594	0.1828	84	-60.2%
	永唐秦线	0.2805	0.1828	90	-34.8%
	中俄东线(黑河-永清段)	0.4594	0.1828	380	-60.2%
西南	中缅线(瑞丽-贵阳段)	0.4035	0.3411	100	-15.5%
平均运价(按照设计能力加权)		0.2765	0.2385		-13.7%

注：部分管道并未公布核价前的所属区域及运价，核价前运价按照管线起点、终点所在位置进行推算。

数据来源：国家管网集团，发改委，东吴证券研究所



目录

1. 价格改革动因

- 资源价值回归
 - 存在交叉补贴问题
-

2. 价格改革影响

- 稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放
 - **驱动现金流价值重估，估值存提升空间**
-

3. 投资建议与风险提示

驱动现金流价值重估，估值存提升空间

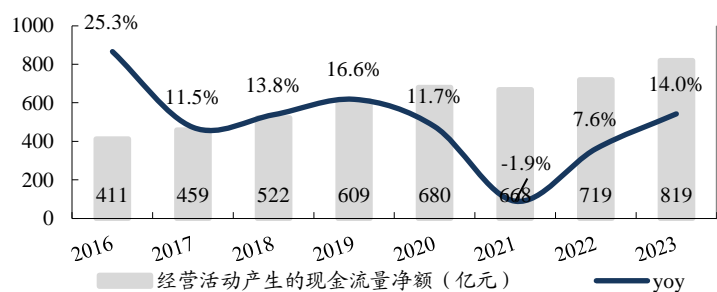
现金流持续良好且2023改善，分红存在提升空间

- ✓ **现金流表现良好，自由现金流持续为正。**2023，燃气板块经营活动净现金流819亿元，同比增加14.0%；净现比1.60，同比-0.01；现金表现良好；资本开支576亿元，同比提升9.8%。2016-2023板块自由现金流持续为正。
- ✓ **分红存在提升空间。**2021-2023年燃气板块自由现金流占归母净利润55.8%；2021-2023年板块分红率42.7%，在稳健发展的基础上分红率尚有13.1pct的提升空间。**未来顺价推进利润提升、资本开支下降（仅进行管道维护性支出），分红能力将进一步提升。**

图：燃气板块企业分红比例

证券代码	证券简称	公司性质	2021分红比例	2022分红比例	2023分红比例	分红率均值
600617.SH	国新能源	地方国有企业	60.8%	0.0%	256.2%	105.66%
600681.SH	百川能源	民营企业	108.7%	102.8%	101.9%	104.49%
603706.SH	东方环宇	民营企业	97.2%	96.7%	86.3%	93.43%
002267.SZ	陕天然气	地方国有企业	79.2%	108.3%	61.3%	82.92%
605368.SH	蓝天燃气	民营企业	55.0%	83.6%	97.1%	78.55%
002911.SZ	佛燃能源	地方国有企业	71.5%	65.6%	70.2%	69.09%
603053.SH	成都燃气	地方国有企业	54.6%	54.3%	50.7%	53.16%
1193.HK	华润燃气	中央国有企业	46.0%	51.3%	51.2%	49.51%
600917.SH	重庆燃气	中央国有企业	51.0%	50.5%	30.9%	44.10%
0384.HK	中国燃气	公众企业	28.9%	39.2%	63.4%	43.82%
603080.SH	新疆火炬	民营企业	50.0%	30.9%	49.6%	43.50%
2688.HK	新奥能源	民营企业	33.5%	50.9%	44.6%	43.02%
605169.SH	洪通燃气	民营企业	52.0%	35.2%	36.7%	41.29%
1083.HK	港华智慧能源	外资企业	37.8%	50.7%	34.1%	40.86%
603689.SH	皖天然气	地方国有企业	30.9%	37.0%	48.6%	38.87%
831010.BJ	凯添燃气	民营企业	0.0%	82.6%	27.3%	36.62%
600956.SH	新天绿能	地方国有企业	32.4%	35.2%	40.8%	36.12%
1600.HK	天伦燃气	民营企业	28.2%	40.9%	36.1%	35.10%
600979.SH	广安爱众	地方国有企业	32.4%	36.5%	30.1%	32.99%
601139.SH	深圳燃气	地方国有企业	34.0%	30.6%	32.0%	32.19%
0135.HK	昆仑能源	中央国有企业	8.1%	43.1%	42.3%	31.17%
603318.SH	水发燃气	地方国有企业	22.6%	30.9%	37.4%	30.29%
000421.SZ	南京公用	地方国有企业	58.6%	95.5%	-64.0%	30.04%
600803.SH	新奥股份	民营企业	21.3%	27.0%	39.7%	29.32%
603393.SH	新天然气	民营企业	22.6%	27.5%	36.3%	28.78%
834014.BJ	特瑞斯	民营企业	20.1%	27.2%	37.3%	28.21%
600903.SH	贵州燃气	地方国有企业	30.3%	0.0%	53.0%	27.79%
605090.SH	九丰能源	民营企业	30.7%	17.0%	33.3%	26.99%
000407.SZ	胜利股份	外资企业	28.0%	11.6%	31.6%	23.72%
600635.SH	大众公用	其他企业	48.7%	-26.6%	48.6%	23.55%
001299.SZ	美能能源	民营企业	0.0%	0.0%	68.5%	22.82%
002700.SZ	ST涪源	民营企业	0.0%	31.8%	30.0%	20.63%
300332.SZ	天壕能源	民营企业	20.3%	20.1%	20.3%	20.21%
002053.SZ	云南能投	地方国有企业	6.0%	15.8%	30.5%	17.46%
600509.SH	天富能源	地方国有企业	0.0%	0.0%	50.6%	16.86%
600333.SH	长春燃气	地方国有企业	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%
0603.HK	中油燃气	公众企业	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%
300483.SZ	首华燃气	民营企业	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%
002259.SZ	ST升达	公众企业	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%
0931.HK	中国天然气	外资企业	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%
000669.SZ	ST金鸿	民营企业	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%
000593.SZ	德龙汇能	民营企业	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%
6828.HK	北京燃气蓝天	地方国有企业	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%

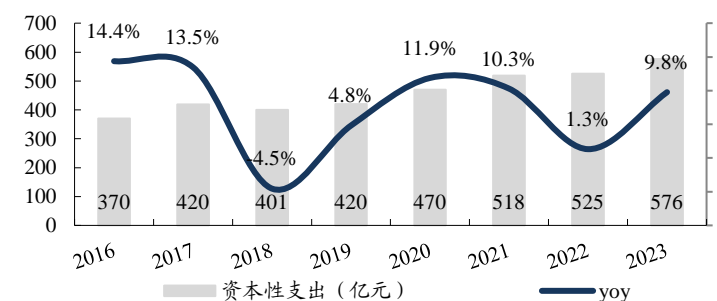
图：2016-2023天然气板块经营性净现金流



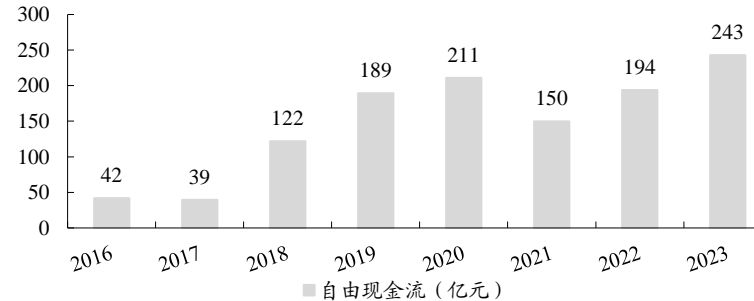
图：2016-2023天然气板块净现比情况



图：2016-2023天然气板块资本开支情况



图：2016-2023天然气板块公司自由现金流



注：选取申万燃气板块涉及下游的公司。中油燃气未披露2023资本性支出，在计算时已剔除。此外，剔除了财年以3/31为截至日的中国天然气和中国燃气。

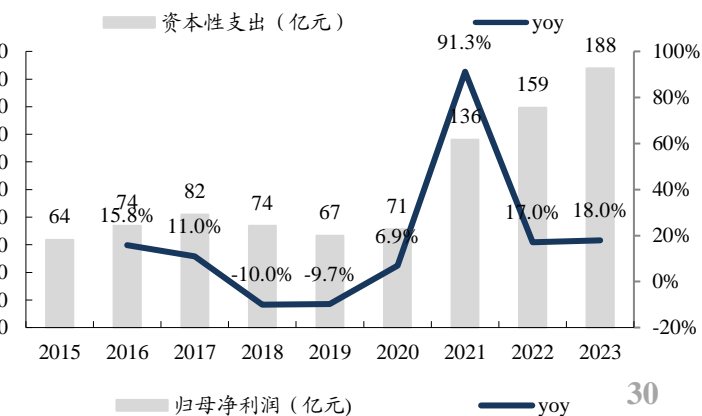
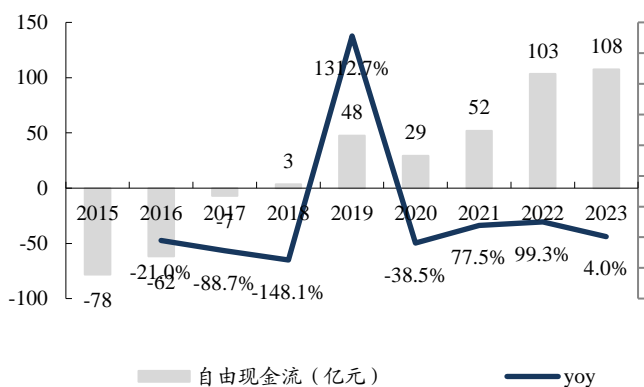
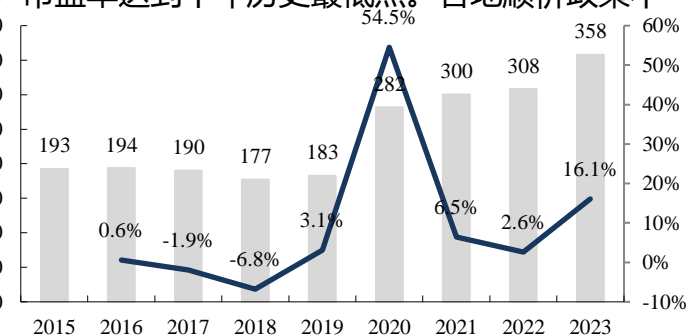
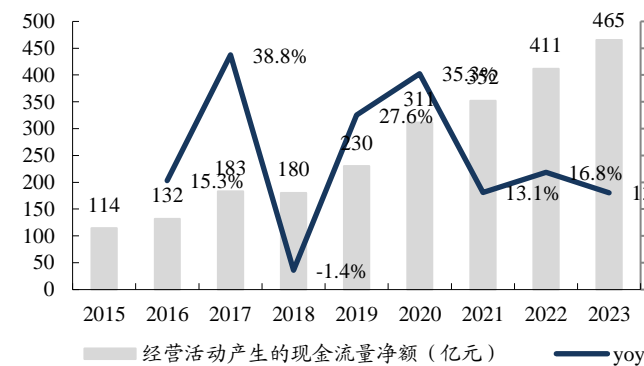
昆仑能源2021年出售管道资产获得非持续经营净利润，净现比已剔除该因素影响。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

估值复盘：城燃板块估值处于十年历史低点

A股：上中下游公司均在板块内，影响估值的因素更多

- ✓ **2013-2015板块走势与大盘基本一致。**天然气市场平稳有序发展，天然气价格形成机制改革由广东、广西试点向全国推广，板块估值达到十年高位。
- ✓ **2016-2021板块走势跑输大盘。**2015年天然气价格两次进行调整，4月增量气最高门站价格下调、存量气上调实现价格并轨，同年11月非居民用天然气价格下调，板块估值一路回落。
- ✓ **2022年板块走势整体跑赢大盘。**俄乌冲突下，能源资源紧缺意识突显，板块估值略有回升；随后，下半年国际天然气价格大幅高升，成本随之上涨，下游城燃顺价不畅，盈利能力受损；叠加接驳户数受房地产周期影响而下行，估值开始下滑。
- ✓ **2023年估值低位运行，2024回升。**主要由于2022年天然气消费量受到气价高位及疫情因素扰动出现负增长，市场信心疲软，市盈率达到十年历史最低点。各地顺价政策不断出台，行业整体盈利能力修复，2024年板块估值回升。



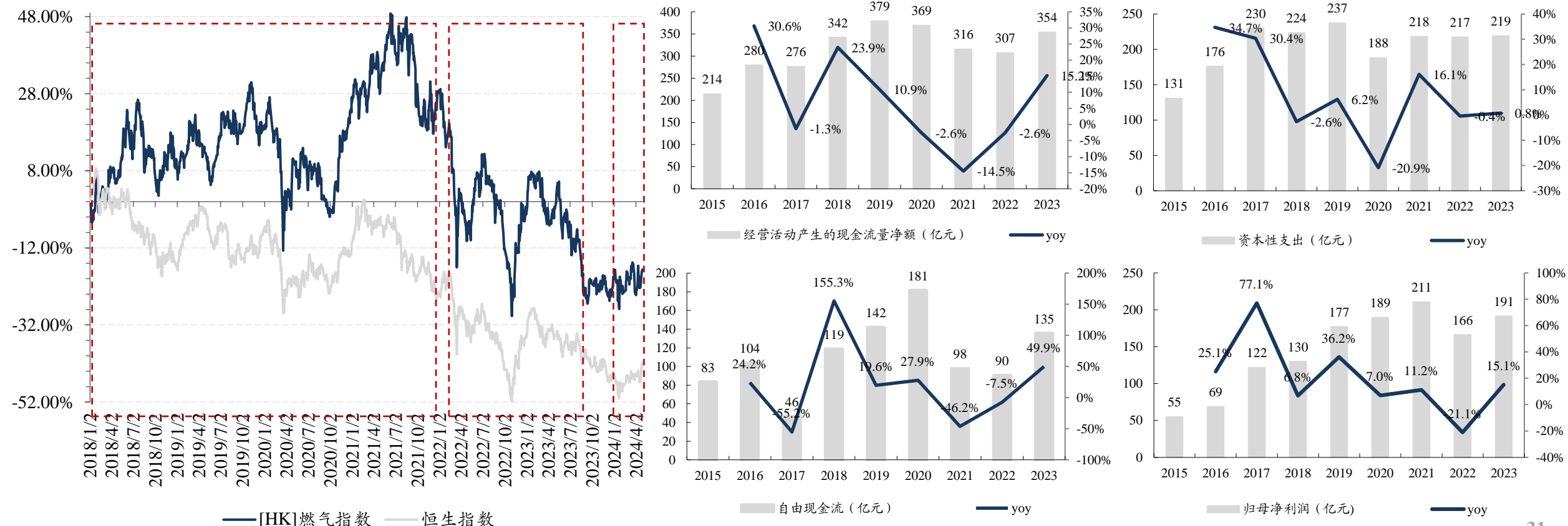
注：选取申万燃气板块涉及下游的公司。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

估值复盘：城燃板块估值处于十年历史低点

港股：龙头城燃均为港股，板块多为产业链下游公司

- ✓ **2018-2021年板块估值跑赢大盘。**龙头城燃积极进行收并购，接驳业务扩张，利润高速增长。
- ✓ **2022-2023年板块估值与大盘基本一致。**2021-2022年价差回落，2022年利润下降尤为明显，资本开支维持稳定的情况下自由现金流下滑；叠加接驳户数受房地产周期影响而下行，估值开始下滑。
- ✓ **2024年板块估值与大盘基本一致。**顺价落地、效果逐步显现，2023年利润、现金流有所回升，2024年将进一步体现，股价回升。



注：选取申万燃气板块涉及下游的公司。剔除了财年以3/31为截至日的中国天然气和中国燃气。

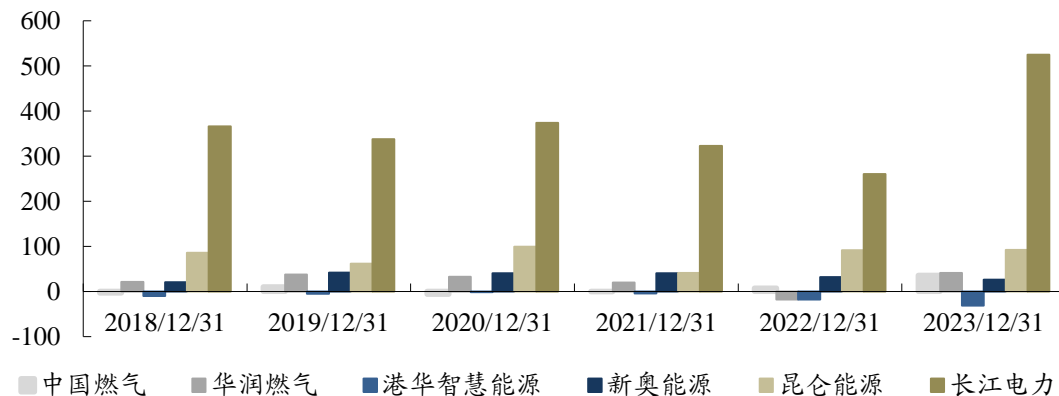
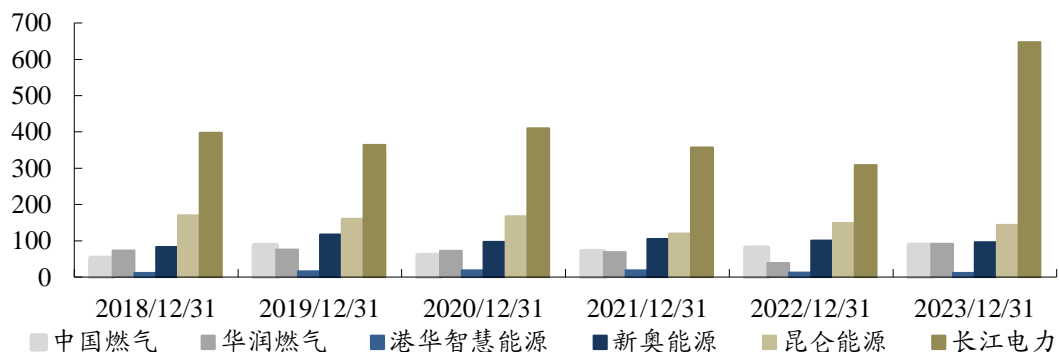
数据来源：Wind，东吴证券研究所

驱动现金流价值重估，估值存提升空间

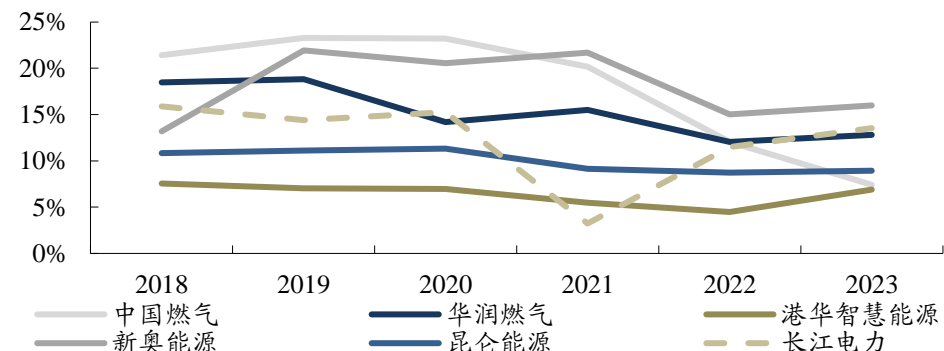
对标水电龙头长江电力，燃气龙头PB-ROE比值偏低，估值存在提升空间

- ✓ 长江电力和燃气龙头的现金流普遍较好，2021-2022年由于价差受到挤压，燃气龙头现金流出现下滑；随顺价进行、成本回落，现金流有望好转。
- ✓ 将五大龙头城燃公司的ROIC、ROE和长江电力作对比，华润燃气、中国燃气、新奥能源的ROIC&ROE一般在长江电力之上；昆仑能源、港华智慧能源略低于长江电力。

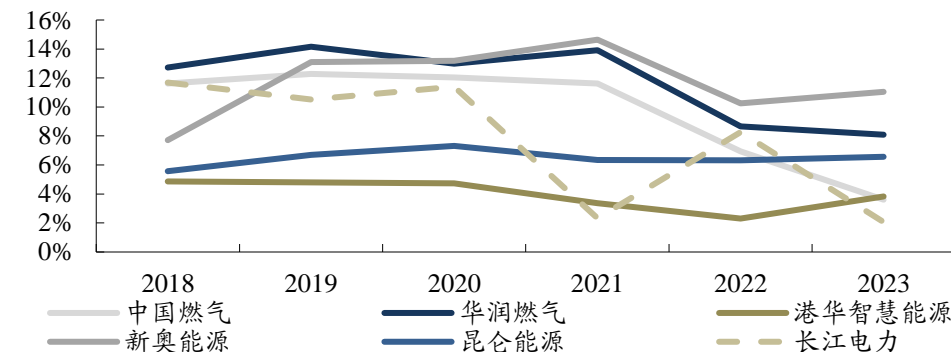
图：2018-2023年龙头城燃&长江电力经营性现金流、自由现金流对比



图：五大龙头城燃&长江电力ROE对比



图：五大龙头城燃&长江电力ROIC对比

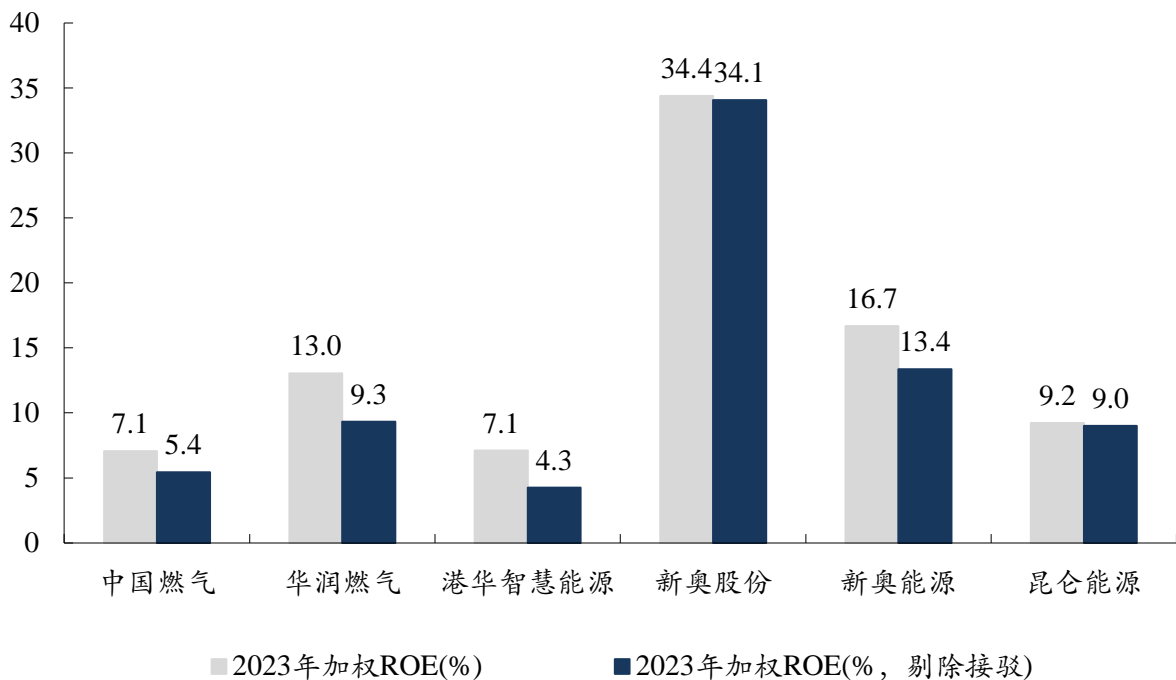


驱动现金流价值重估，估值存提升空间

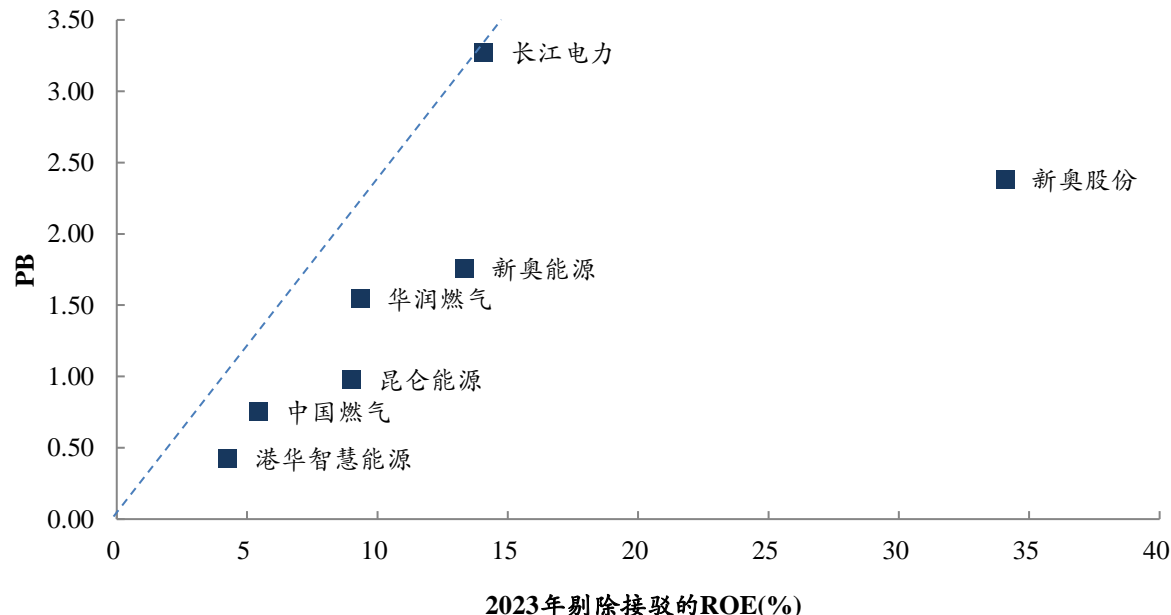
对标水电龙头长江电力，燃气龙头PB-ROE比值偏低，估值存在提升空间

✓ 考虑到燃气公司的接驳业务毛利率显著高于燃气销售，且未来接驳业务发展将放缓，对比时我们选取剔除接驳业务后的ROE；燃气龙头的PB-ROE比值大多低于水电龙头长江电力，存在2倍空间。随着顺价逐步落地，燃气公司ROA、ROE将进一步回升，ROA存2倍空间。

图：2023年五大龙头城燃加权ROE/剔除接驳业务后的加权ROE



图：对标长江电力，城燃龙头估值普遍偏低（估值日期：2024/6/4）





目录

1. 价格改革动因

- 资源价值回归
 - 存在交叉补贴问题
-

2. 价格改革影响

- 稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放
 - 驱动现金流价值重估，估值存提升空间
-

3. 投资建议与风险提示

天然气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

- **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】【深圳燃气】。
- 2) **高股息现金流资产。**重点推荐：股息率ttm6.3%【蓝天燃气】，2024年股息率5.4%【新奥股份】（估值日期2024/6/4）。
- 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：**经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险

表：盈利预测表（估值日期2024/6/4）

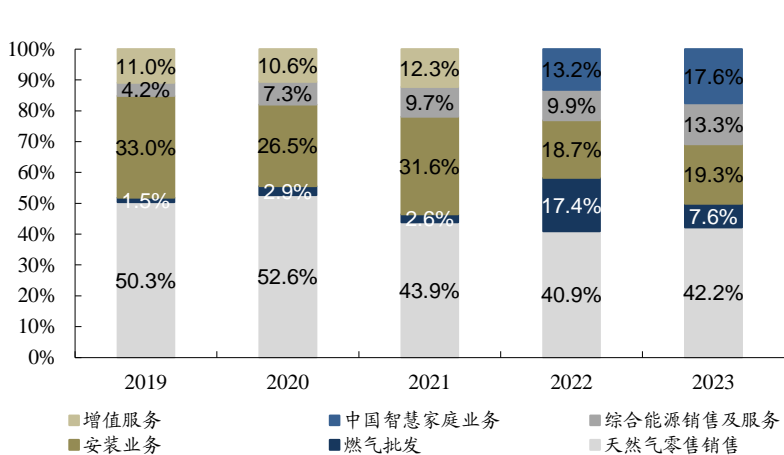
股票代码/简称	股价 (元/股、港元/股)	市值 (亿元、亿港元)	股价&市值 货币单位	归母净利润（亿元、亿港元）/yoy						归母净利润 货币单位	PE				
				2022	2023	2024E	2025E	2026E	三年 CAGR		2022	2023	2024E	2025E	2026E
0135.HK 昆仑能源	7.9	684	港元	52.28	56.82	61.06	65.60	70.60	8%	人民币	12.04	11.08	10.31	9.59	8.91
				-77.3%	8.7%	7.5%	7.4%	7.6%							
2688.HK 新奥能源	73	826	港元	58.65	68.16	71.08	77.71	84.77	8%	人民币	12.95	11.15	10.69	9.78	8.96
				-24.4%	16.2%	4.3%	9.3%	9.1%							
0384.HK 中国燃气	7.57	411	港元	76.62	42.93					港元	5.37	9.58			
				-26.9%	-44.0%										
1193.HK 华润燃气	27.2	629	港元	47.33	52.24	56.45	61.94	68.21	9%	港元	13.30	12.05	11.15	10.16	9.23
				-26.0%	10.4%	8.1%	9.7%	10.1%							
1083.HK 港华智慧能源	2.9	97	港元	9.65	15.75	15.31	17.09	18.55	6%	港元	10.08	6.18	6.35	5.69	5.24
				-23.0%	63.2%	-2.8%	11.6%	8.6%							
601139.SH 深圳燃气	7.3	210	人民币	12.22	14.40	17.48	19.70	22.17	15%	人民币	17.18	14.58	12.01	10.66	9.47
				-9.7%	17.8%	21.4%	12.7%	12.5%							
605368.SH 蓝天燃气	13.53	94	人民币	5.92	6.06	6.54	6.89	7.08	5%	人民币	15.83	15.46	14.33	13.60	13.25
				40.7%	2.4%	7.9%	5.4%	2.6%							
600803.SH 新奥股份	18.96	587	人民币	58.44	70.91	60.43	73.00	82.70	5%	人民币	10.05	8.28	9.72	8.05	7.10
				42.5%	21.3%	-14.8%	20.8%	13.3%							
605090.SH 九丰能源	26.45	167	人民币	10.90	13.06	15.18	17.43	20.35	16%	人民币	15.36	12.82	11.03	9.61	8.23
				75.9%	19.8%	16.2%	14.8%	16.8%							

注：昆仑能源、蓝天燃气、新奥股份、九丰能源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。汇率按照1港元=0.92元人民币

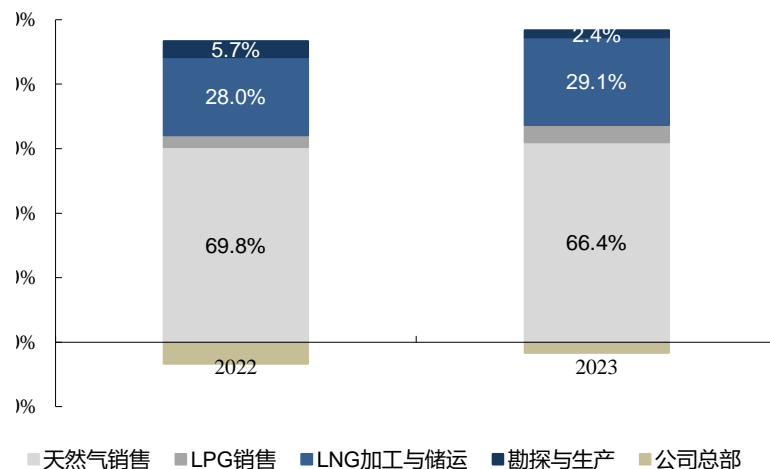
数据来源：Wind，东吴证券研究所

天然气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

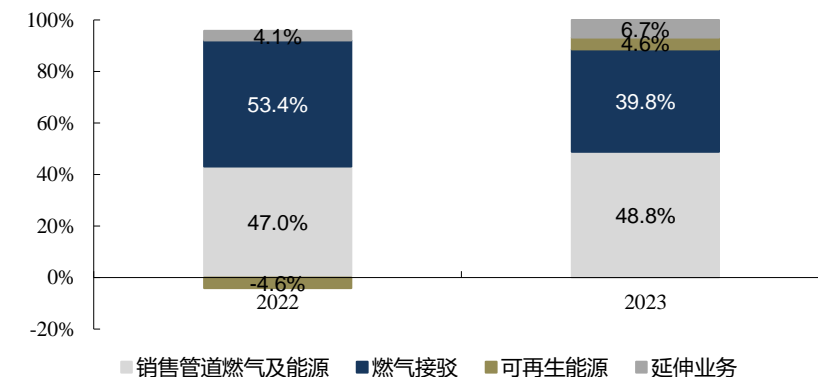
图：新奥能源毛利结构



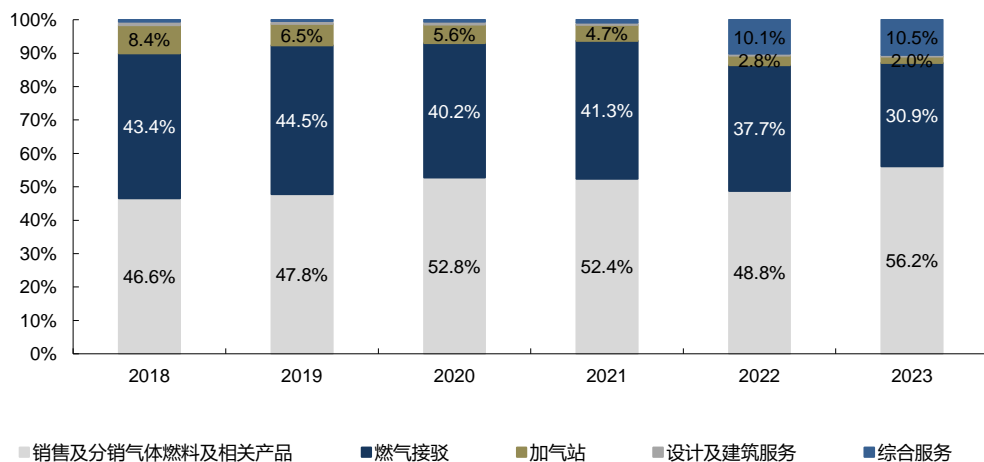
图：昆仑能源税后利润结构



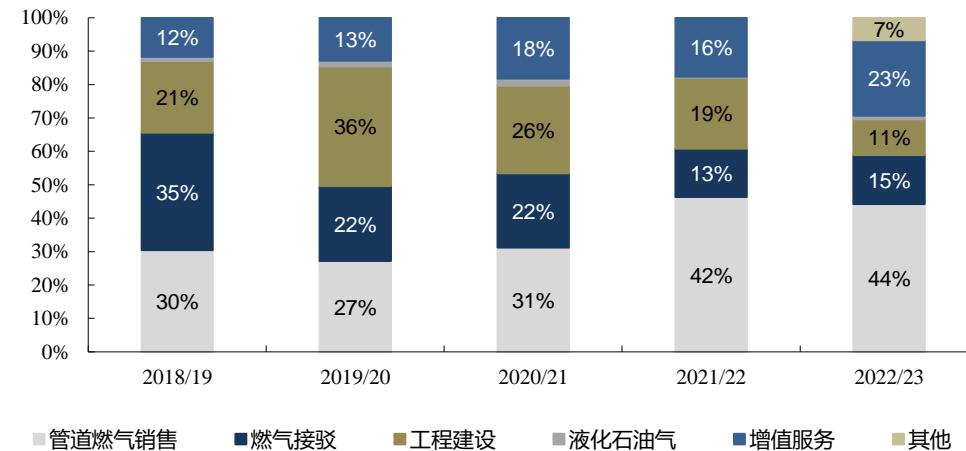
图：港华智慧能源分类业绩结构



图：华润燃气分类业绩结构



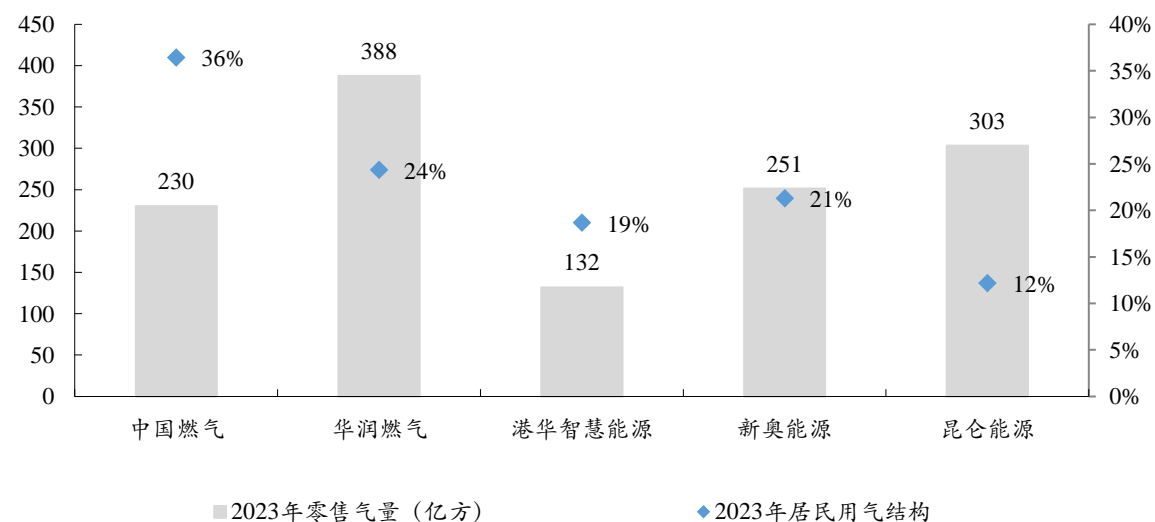
图：中国燃气分部利润结构



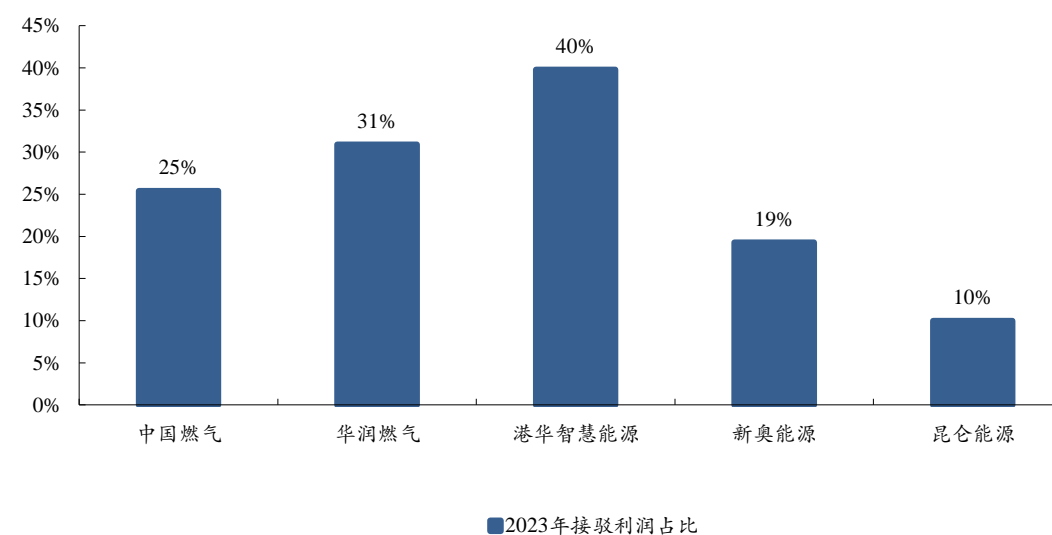
天然气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

从用气结构来看，2023年五大龙头城燃公司居民用气占比分别为中国燃气36%、华润燃气24%、港华智慧能源19%、新奥能源21%、昆仑能源约12%。
 从风险角度考虑，2023年五大龙头城燃公司接驳利润占比分别为中国燃气25%、华润燃气31%、港华智慧能源40%、新奥能源19%、昆仑能源约10%。

图：五大龙头城燃零售气量以及居民用气结构



图：五大龙头城燃接驳利润占比



昆仑能源：中石油之子风鹏正举，随战略产业转移腾飞

✓ **战略转型打造城燃龙头，中石油股东背景保障公司稳健发展**

公司在2008年前主要从事境内外油气勘探开发；2009年实施战略转型，将国内天然气终端销售与综合利用作为新发展方向；2012年起，对中国石油天然气下游业务进行持续重组；2021年出售部分中游资产，专注下游。国资委为公司实际控制人，中国石油香港有限公司（中国石油全资附属公司）持有公司54.38%股份，股东背景保障公司稳健发展，发挥资源调配优势。

✓ **期待公司流动资产投向优质资产，ROE（摊薄）有望提升5.3%**

2023年公司的流动资产主要由货币资金和定期存款构成，速动比率达到1.62，显著高于行业龙头均值（0.70）。如果公司加强资金利用效率，将速动比率回归行业均值，2023年ROE可提至14.3%，提升幅度5.3pct。

✓ **中石油控股&布局国家工业转移承接区域，燃气销售主业价稳量增**

气量：项目主要布局国家工业转移承接区域，工业用气快速增长带动公司整体气量。2018-2023年，公司零售气量五年复增16.0%，远高于全国（7.1%）。分用户类型来看，工业用户销气量五年复增25.98%，带动整体销气量快速增长；2023年工业/商业/居民用气量占比分别为69.4%/9.7%/12.2%。工业气量的快速增长得益于公司战略布局，按照公司官网的最新披露，西北、东北地区用户合计占比50.8%。2020年起国家鼓励支持中西部和东北地区更大力度承接制造业产业转移，带动公司用气量持续高增。

价差：股东给予良好气源保障，价差维持稳定。2018-2023年，昆仑能源进销价差始终保持在0.5元/方左右的水平。2022年天然气价格高位运行，公司进销价差仍保持稳定。

✓ **盈利预测与投资评级**

我们预计公司2024-2026年归母净利润为61.06/65.60/70.60亿元，同比+7.5%/+7.4%/+7.6%；分红率2023年42.2%，2025年提升至45%，股息增速约为10%。当前PE10.3/9.6/8.9倍（估值日期2024/6/4）。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

✓ **风险提示**

政策推进不及预期，油气价格大幅波动，汇率变动

新奥股份：龙头一体化城燃，零售稳增直销打开空间，特别派息强化股东回馈

✓ 国内龙头城燃，零售稳增直销打开空间

1) **天然气直销**：2023年，公司直销气核心利润+56.2%达34.14亿元；气量增加 44.0%至 50.50 亿方，系公司平台交易气业务快速开拓所致。2) **天然气零售**：公司零售气量减少 3.1%至 251.4 亿方，民生气量稳健增长，同增 3.8%至 53.48 亿方；工业气量受电厂影响下滑，工商业气量同降 4.4%至 194.86 亿方，与 2023 中报相比降幅收窄；加气站气量-25.1%至 3.11 亿方。零售气毛差 0.55 元/方，同比提高 0.02 元/方。零售气业务逐步恢复，天然气采购成本持续下降的同时为客户降本。**国家推动资源价格向终端市场传导，顺价机制越发完善，价格传导进一步理顺。**

✓ 一体化布局助公司稳健发展

能源替代趋势下，天然气行业需求稳步增长，2022-2030 年国内天然气需求复增 5.8%。公司分别在2020、2022年完成新奥能源（2011-2021 年业绩CAGR20%）、舟山LNG接收站90%资产注入，实现天然气全产业链布局。1) **气源**：国际+国内双资源池，持续优化。与中石油签署国内长协 392 亿方（十年）；与国际资源商签订长协助力直销气发展，2023 年新签海外长协 280万吨，累计签署超 1000 万吨。2) **储运**：加大运输&储气布局。公司拥有国际运力 10 艘，舟山三期项目预计在 2025 年 9 月投产，建成投用后接收站实际处理能力可超过 1000 万吨/年，直销气业务全面快速开展。3) **客户**：顺价机制继续推进，2023 年公司零售气价差+0.02 元/方，随顺价政策逐步落地，价差有望进一步修复。

✓ 特别派息强化股东回馈，回购股份助力长远发展

公司拟使用人民币3.6-6亿元回购股份用于实施股权激励或员工持股计划，助力公司长远发展。分红规划+特别派息（新能矿业100%股权出售交易取得的投资收益）强化股东回馈，公司2024-2025年每股分红将不低于1.03/1.14元，对应股息率5.4%/6.0%（估值日期2024/6/4），投资价值提升。

✓ 盈利预测与投资评级

一体化城燃，零售稳增直销打开空间，特别派息强化股东回馈。我们预计2024-2026 年公司归母净利润 60.43/73.00/82.70 亿元，同比 14.77%/+20.78%/+13.29%，EPS 1.95/2.36/2.67 元，对应 PE 9.7/8.0/7.1 倍（估值日期 2024/6/4），维持“买入”评级。

✓ 风险提示

经济复苏不及预期、安全经营风险，汇率波动

蓝天燃气：河南中下游一体化城燃盈利稳定，近三年分红率不低于70%

✓ 拥有长输管道稀缺资产，内生增长稳健

公司拥有4条高压天然气长输管道，与西气东输一线/二线主干线连通，并连接中石化、山西煤层气等气源，全长477.02公里，输气能力25.7亿方；同时公司还拥有2条地方输配支线以及3980.77公里城市燃气管网。公司年输气量稳定在17亿方左右，多年来始终居河南首位，两项主营业务“管道+城燃”双轮驱动，中下游一体化盈利稳定。

✓ 分红比例底线提升至70%，安全边际增强

2021年上市以来分红率60%，2023年11月16日，公司发布《未来三年股东分红回报规划（2023-2025年）》，2023-2025分红比例不低于70%。实际2023年拟向全体股东每股派发现金股利0.85元（含税），分红比例达97.13%，对应股息率6.2%（估值日期2024/3/26），高分红有望维持，彰显安全边际。

✓ 各地天然气顺价政策逐步推进，公司有望受益居民价差回升

据我们统计，2022~2024M2，全国共有47%的地级及以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为0.22元每方，我们认为顺价将继续推进，城燃公司价差回升。从河南省的顺价情况来看，仅许昌市落地了顺价制度，自2023年9月1日起，居民用气一档和二档标准分别上调0.19元/立方米和0.24元/立方米。河南顺价政策继续推进，期待公司所在的驻马店市、新乡市、长葛市和新郑市落地顺价政策，居民价差回升。

✓ 盈利预测与投资评级

河南省天然气顺价逐步推进，下游居民价差有望修复；公司承诺2023-2025年分红比例不低于70%，2023年分红比例达97.13%，对应股息率6.3%（估值日期2024/6/4），彰显安全边际。我们预计2024-2026年公司归母净利润6.5/6.9/7.1亿元，同比增速7.9%/5.4%/2.6%，当前市值对应2024-2026年P/E 14.3/13.6/13.2X（估值日期2024/6/4），维持“买入”评级。

✓ 风险提示

上游气源价格波动，天然气政策变化

九丰能源：能源主业稳健扩张，特气从资源到终端成长加速

✓ “一主”清洁能源，一体化布局价差稳定

1) LNG业务：2022年公司已完成华油中蓝（公司持股28%）、森泰能源（公司持股100%）两大陆气资源重组，实现陆气资源的整合，资源配置能力及顺价能力提升。海气方面，上游资源端公司与马石油和ENI签订LNG长约采购合同并且依托自有船运优势灵活获取现货资源，中游公司拥有华南区域唯一民营LNG接收站、自有LNG/LPG运输船、槽车等中游资产，下游积极拓展工商业、电厂客户实现终端销售。单吨LNG毛利稳定，在2023年中报和季报持续得到验证。**2) LPG业务：**历史销量与价差稳定，在夯实粤港澳大湾区市场的基础上，积极开拓周边及化工原料用气市场。

✓ “两翼”能源服务，获取稳定服务盈利+产能扩张

1) 能源物流服务：依托LNG船舶、接收站等核心资产，提供物流服务并结算服务费。目前公司自主控制4艘LNG船舶（3艘自有/1艘在建），4艘LPG船舶（2艘租赁/2艘在建），全部投运后年周转能力达400-500万吨；接收站可实现LNG/LPG年周转能力150/150万吨。**2) 能源作业服务：**在天然气井周边投资建设整套天然气分离、净化、液化整套装置及附属设施，并长期运营获取稳定的服务收益。2023前三季度能源服务作业量约27万吨；积极推动川西名山首期20万吨LNG能服项目。2023年8月，公司取得河南中能70%股权，河南中能及其关联企业目前在运营超过80口天然气井，能源作业服务拓展到井下能源服务。

✓ “两翼”特种气体，从资源到终端发展加速

1) 氦气：公司利用LNG生产过程中BOG气体对天然气伴生氦气的自然提浓作用，收集LNG生产过程伴生的氦气。公司已拥有LNG年产能近70万吨，截至2023H1，公司高纯度氦气设计产能为36万方/年；**2) 氢气：**公司完成对正拓气体重组并取得其70%股权，有效提升公司制氢技术实力和氢气运营管理能力。公司近期收购艾尔希项目，为公司首个零售气站项目。近期公告投资建设海南商业航天发射场特燃特气配套项目，为公司首个现场制气项目，特气领域拓展到航空、航天。

✓ 盈利预测、投资评级、风险提示

清洁能源主业稳定发展；能源服务&特种气体纳入核心主业，一主两翼格局打开成长空间。我们维持公司2024-2026年归母净利润15.2/17.4/20.4亿元，同比增长16%/15%/17%，对应2024-2026年PE11.0/9.6/8.2x（2024/6/4），维持“买入”评级。

风险提示：气价剧烈波动，天然气需求不及预期，项目投产不及预期

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。

极端天气：如遇极端天气，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。

安全经营风险：天然气易燃易爆，如在储配过程中发生爆炸等安全事故，将对业内公司生产经营产生影响。

深度报告：

对比海外案例，国内顺价政策合理、价差待提升——2024/3/10

蓝天燃气：河南“管道+城燃”龙头，高分红具安全边际——2023/7/28

消费复苏&价差修复&板块低估值，关注天然气板块投资机会——2023/7/9

新奥股份：天然气一体化龙头，波动局势中稳健发展——2022/11/30

专题报告：

南昌市发布《管道天然气上下游价格联动机制的实施办法》，顺价持续推进——2024/5/19

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——2024/3/22

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——2024/3/19

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——2024/2/5

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——2023/12/10

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——2023/10/10

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>

东吴证券 财富家园