

燃气II行业跟踪周报

俄乌天然气运输协议到期，欧洲气价短期上涨，长期气价将回归 增持（维持）

2025年01月06日

证券分析师 袁理

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

证券分析师 谷玥

执业证书：S0600524090002
guy@dwzq.com.cn

投资要点

- **价格跟踪：俄乌管道气过境协议到期，欧洲气价上涨；美国对寒冷天气影响担忧减轻&中国需求缩减，气价回落；国内外价格倒挂局面持续。**截至2025/1/3，美国HH/欧洲TTF/东亚JKM/中国LNG出厂/中国LNG到岸价周环比变动-7.6%/+2.4%/+0.5%/-0.9%/+3.4%至0.9/3.8/3.7/3/3.9元/方；国内外价格仍在倒挂，LNG到岸价比国内出厂价高0.9元/方。
- **俄乌天然气运输协议到期，欧洲气价短期上涨，长期气价将回归。**①协议到期影响有限。2025/1/1起，俄乌天然气运输协议到期，欧盟失去其天然气进口总量的5%左右（140亿方，占2023年全球贸易量1.5%，占欧盟23年消费量的3.9%）。②欧盟有削减消费量的计划。2030年欧盟预计将天然气消费量削减至2200亿方，即2023-2030年年均下降7.3%（年均下降201亿方）可完成目标。③俄罗斯公开表示会考虑通过波兰等其他途径输送，判断俄罗斯仍有外送意愿。
- **供需分析：1）美国对寒冷天气影响担忧减轻，气价周环比-7.6%。**截至2024/12/18，天然气的平均总供应量周环比-0.3%至1102亿立方英尺/日，同比-0.6%；总需求周环比-1.3%至1270亿立方英尺/日，同比+0.6%，发电部门消费量周环比-3.8%，住宅和商业部门的消费量-0.2%，工业部门的消费量-0.5%。2024/12/27储气量周环比-1160至34130亿立方英尺，同比-1.8%。2）**欧洲库存消落保障供给，俄乌管道气过境协议到期，气价周环比+2.4%。**2024M1-9，欧洲天然气消费量为3008亿方，同比-3.3%，俄乌冲突后通过寻找替代能源等方式持续削减消费量。2024/12/26-2025/1/1，欧洲天然气供给周环比+11.5%至91499GWh；其中，来自库存消耗33745GWh，周环比+46.6%；来自LNG接收站22390GWh，周环比-3.3%；来自挪威北海管道气19187GWh，周环比-0.4%。2024/12/28-2025/1/3，欧洲水电、风光出力下降，气电出力上升，欧洲日平均燃气发电量周环比+13.6%，同比增加25.5%至958吉瓦时。截至2025/1/2欧洲天然气库存819TWh（791亿方），同比-16.21亿方，库容率71.33%，同比-14.7pct。3）**春节临近，工业领域陆续进入假期，下游需求缩减；供应充足，局部储气库开始出货，市场整体供大于求，国内出厂价周环比-0.9%。**2024M1-11我国天然气消费量同比增长9.3%至3862亿方，2024M11天然气消费量348亿方，同比增长1.0%，增速较前十月放缓，原因或为2024年冬季偏暖；2024M1-11产量+7.2%至2246亿方，进口量+12.0%至1683亿方。2024年11月，国内液态天然气进口均价4143元/吨，环比-1.7%，同比-6.6%；国内气态天然气进口均价2702元/吨，环比+0.2%，同比+0.1%；天然气整体进口均价3522元/吨，环比-3.3%，同比-6.8%。截至2025/1/3，国内进口接收站库存391.25万吨，同比+16.58%，周环比+4.3%；国内LNG厂内库存61.15万吨，同比+50.69%，周环比-4.15%。
- **顺价进展：2022-2024，全国共有58%的地级以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为0.21元/每方。**2024年龙头城燃公司价差在0.53-0.54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10%修复空间，顺价仍将继续落地。2024年12月，省会城市昆明开展了听证会，新一轮居民用气终端销售价格预计每立方米上调0.03元；在省会城市的带动下，省内其他城市也将积极推动居民顺价进程。
- **投资建议：美国大选落地预计供给宽松，燃气公司成本压力进一步下行；价格机制继续理顺、需求放量。**1）**城燃降本促量、顺价持续推进。**重点推荐：【昆仑能源】【华润燃气】【中国燃气】【蓝天燃气】；建议关注：【新奥能源】【港华智慧能源】【深圳燃气】【佛燃能源】。2）**海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。**重点推荐：【九丰能源】【新奥股份】；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】。3）**十年期国债收益率下行，关注高股息标的。**重点推荐：【昆仑能源】假设2024年分红比例44%，对应股息率4.1%；【九丰能源】清洁能源稳健，能服特气驱动成长，公司承诺24-26年绝对分红金额7.5/8.5/10亿元，24年股息率4.2%；【蓝天燃气】假设2024年维持分红金额5.9亿元，对应股息率7.2%；【中国燃气】假设2024年维持分红0.5港元/股，对应股息率7.6%。建议关注：【新奥能源】假设2024年分红比例43%，对应股息率5.1%。（估值日期2025/1/3）
- **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**

行业走势



相关研究

《俄乌管道气过境协议将到期，欧洲气价继续上涨，中、美需求缩减气价回落》

2024-12-30

《欧洲气价因俄乌领导人排除续签管道气过境协议可能而上涨，中、美或迎寒潮气价上涨》

2024-12-23

1. 价格跟踪：俄乌管道气过境协议到期，欧洲气价上涨；美国对寒冷天气影响担忧减轻&中国需求缩减，气价回落

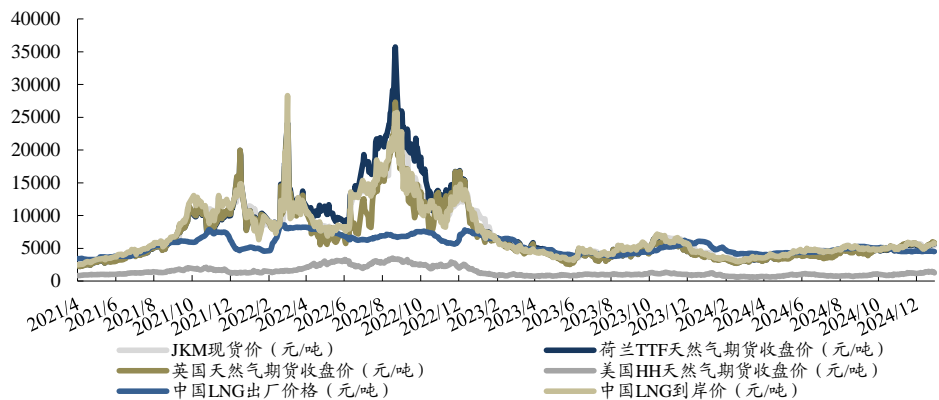
截至 2025/1/3，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动-7.6%/+2.4%/+0.5%/-0.9%/+3.4%至 0.9/3.8/3.7/3.9 元/方；国内外价格仍在倒挂，LNG 到岸价比国内出厂价高 0.9 元/方。

表1：2025/1/3 各地天然气价格及变动情况

2025/1/3	价格(原始单位)	价格(元/吨)	价格(元/方)	周环比变动	月环比变动	年初至今	年同比变动
中国LNG出厂价格(元/吨)	4501	4501	3.0	-0.9%	-2.1%	-0.5%	-24.3%
中国LNG到岸价(美元/百万英热)	15.1	5715	3.9	3.4%	-1.5%	-1.5%	42.9%
布伦特原油期货结算价(美元/桶)	76.5	4027	/	3.2%	3.9%	0.8%	0.7%
JKM现货价(美元/百万英热)	14.4	5423	3.7	0.5%	-5.1%	-0.1%	24.9%
荷兰TTF天然气期货收盘价(欧元/兆瓦时)	49.6	5676	3.8	2.4%	0.3%	-1.1%	43.2%
美国天然气期货收盘价(便士/撇姆)	124.1	5847	4.0	2.5%	0.4%	-1.0%	50.4%
NYMEX天然气期货收盘价(美元/百万英热)	3.37	1273	0.9	-7.6%	10.2%	-8.0%	26.9%

数据来源：ICE, Platts, NYMEX, 东吴证券研究所

图1：2021/4-2024/12 海内外天然气价格指数



数据来源：ICE, Platts, NYMEX, 东吴证券研究所

图2：国内外 LNG 价格对比

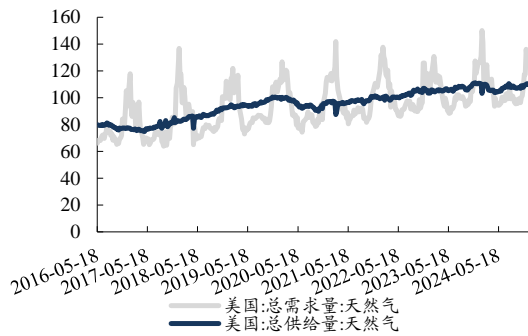


数据来源：上海石油天然气交易中心, 金联创, 东吴证券研究所

美国对寒冷天气影响担忧减轻，气价周环比-7.6%。截至 2024/12/18，天然气的平均总供应量周环比-0.3%至 1102 亿立方英尺/日，同比-0.6%；总需求周环比-1.3%至 1270 亿

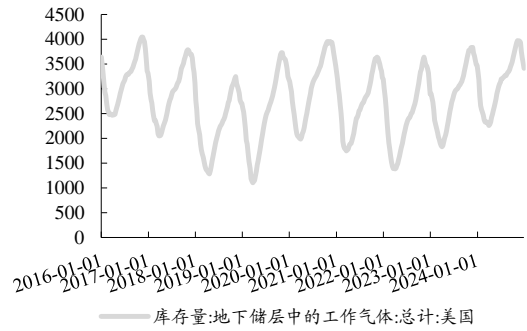
立方英尺/日,同比+0.6%,发电部门消费量周环比-3.8%,住宅和商业部门的消费量-0.2%,工业部门的消费量-0.5%。2024/12/27 储气量周环比-1160 至 34130 亿立方英尺,同比-1.8%。

图3: 美国周度供需 (十亿立方英尺/日)



数据来源: EIA, 东吴证券研究所

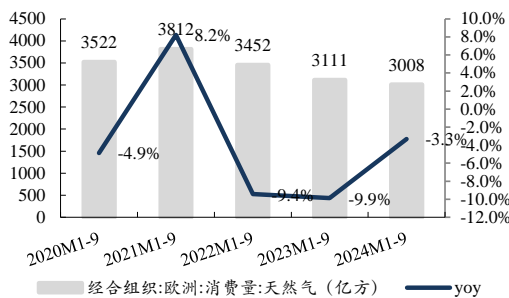
图4: 美国周度库存 (十亿立方英尺)



数据来源: EIA, 东吴证券研究所

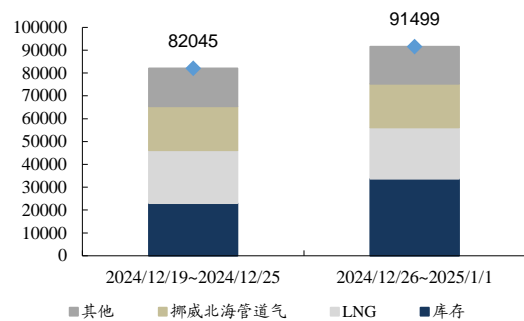
欧洲库存消落保障供给, 俄乌管道气过境协议到期, 气价周环比+2.4%。2024M1-9, 欧洲天然气消费量为 3008 亿方, 同比-3.3%, 俄乌冲突后通过寻找替代能源等方式持续削减消费量。2024/12/26~2025/1/1, 欧洲天然气供给周环比+11.5%至 91499GWh; 其中, 来自库存消耗 33745GWh, 周环比+46.6%; 来自 LNG 接收站 22390GWh, 周环比-3.3%; 来自挪威北海管道气 19187GWh, 周环比-0.4%。2024/12/28~2025/1/3, 欧洲水电、风光出力下降, 气电出力上升, 欧洲日平均燃气发电量周环比+13.6%、同比增加 25.5%至 958 吉瓦时。截至 2025/1/2 欧洲天然气库存 819TWh (791 亿方), 同比-162.1 亿方, 库容率 71.33%, 同比-14.7pct。**2025/1/1 起, 俄乌天然气运输协议到期, 欧洲气价短期上涨, 我们预计长期气价仍将回归:** 1) 预计欧盟失去其天然气进口总量的 5%左右 (140 亿方, 占 2023 年全球贸易量 1.5%, 占欧盟 23 年消费量的 3.9%); 2) 欧盟有削减消费量的计划, 2030 年欧盟预计将天然气消费量削减至 2200 亿方, 即 2023-2030 年年均下降 7.3% (年均下降 201 亿方) 可完成目标; 3) 俄罗斯公开表示会考虑通过波兰等其他途径输送, 判断俄罗斯仍有外送意愿。

图5: 2020-2024 年欧洲天然气消费量 (亿方)



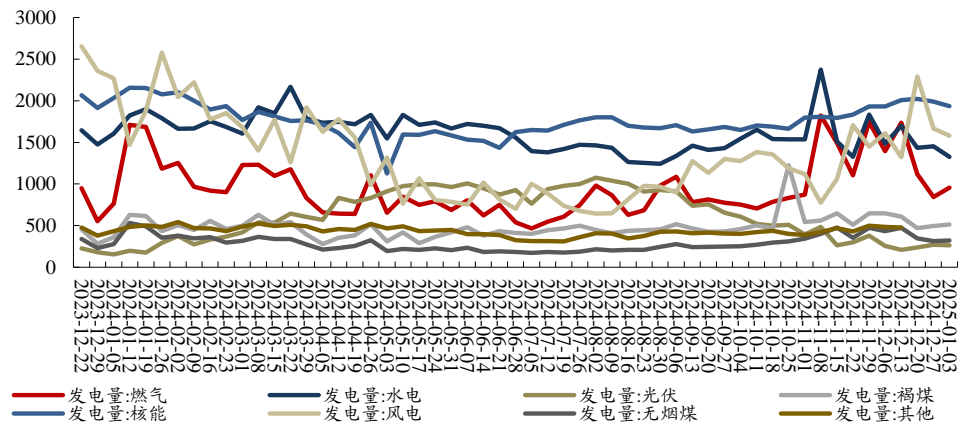
数据来源: IEA, 东吴证券研究所

图6: 欧洲天然气供应结构(GWh)



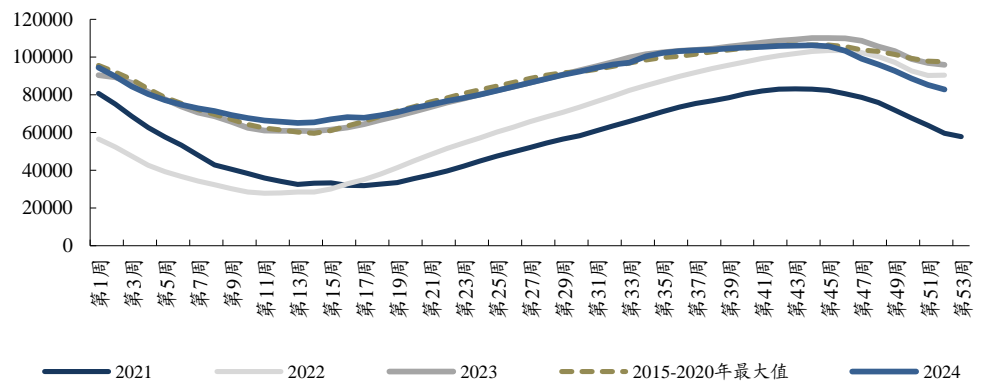
数据来源: ENTSOG, 东吴证券研究所

图7：最近一年欧洲发电结构（吉瓦时/日，周度数据，截至 2025/1/3）



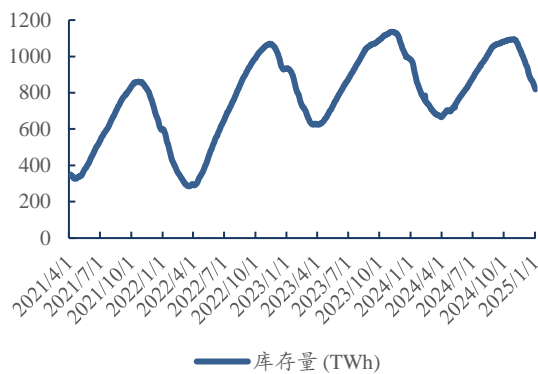
数据来源：欧洲风能协会，东吴证券研究所

图8：2021/1-2024/12 欧盟周度天然气库存（百万方）



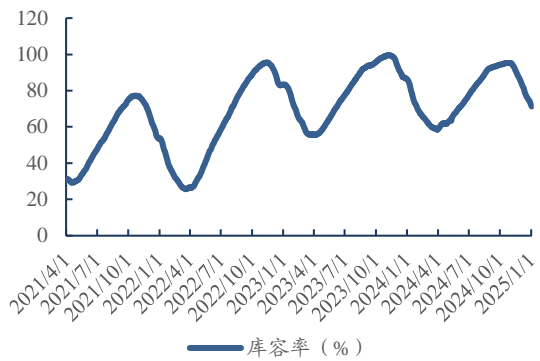
数据来源：Brugel，东吴证券研究所

图9：2021/4-2025/1 欧洲天然气库存量（TWh）



数据来源：GIE，东吴证券研究所

图10：2021/4-2025/1 欧洲天然气库容率（%）

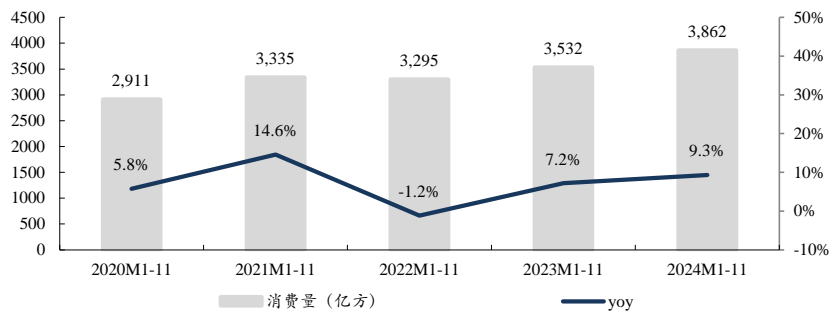


数据来源：GIE，东吴证券研究所

春节临近，工业领域陆续进入假期，下游需求缩减；供应充足，局部储气库开始出货，市场整体供大于求，国内出厂价周环比-0.9%。2024M1-11 我国天然气消费量同比

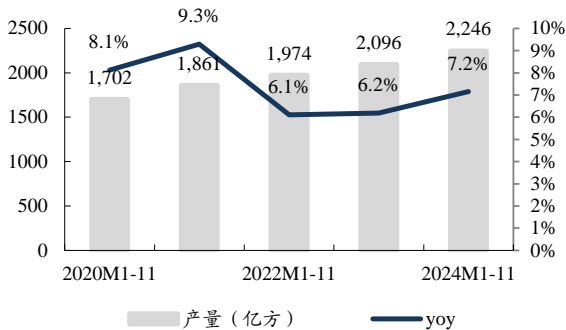
增长 9.3% 至 3862 亿方，2024M11 天然气消费量 348 亿方，同比增长 1.0%，增速较前十月放缓，原因或为 2024 年冬季偏暖；2024M1-11 产量+7.2% 至 2246 亿方，进口量+12.0% 至 1683 亿方。2024 年 11 月，国内液态天然气进口均价 4143 元/吨，环比-1.7%，同比-6.6%；国内气态天然气进口均价 2702 元/吨，环比+0.2%，同比+0.1%；天然气整体进口均价 3522 元/吨，环比-3.3%，同比-6.8%。截至 2025/1/3，国内进口接收站库存 391.25 万吨，同比+16.58%，周环比+4.3%；国内 LNG 厂内库存 61.15 万吨，同比+50.69%，周环比-4.15%。

图11: 2020M1-11~2024M1-11 中国天然气表观消费量 (亿方)



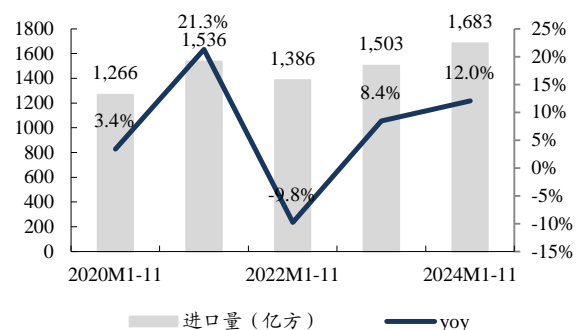
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2020M1-11~2024M1-11 中国天然气产量 (亿方)



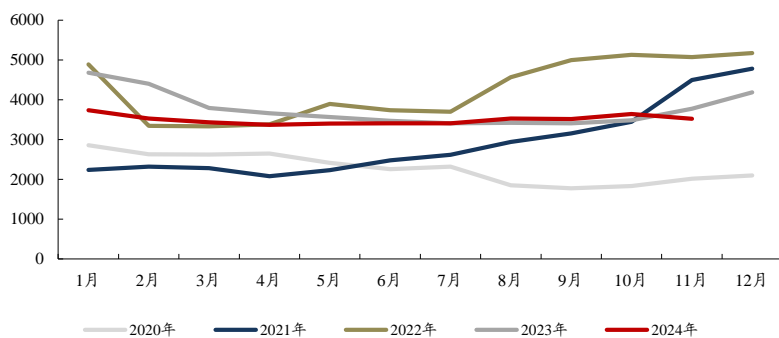
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2020M1-11~2024M1-11 中国天然气进口 (亿方)



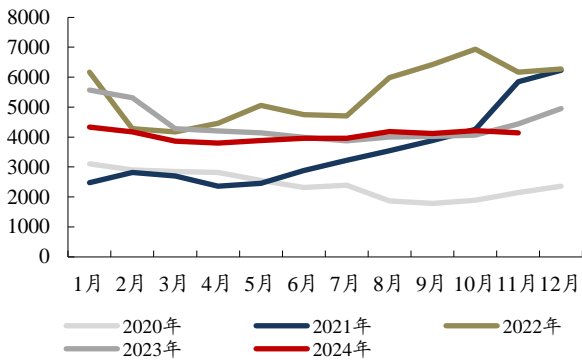
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2020-2024 中国月度进口天然气均价 (元/吨)



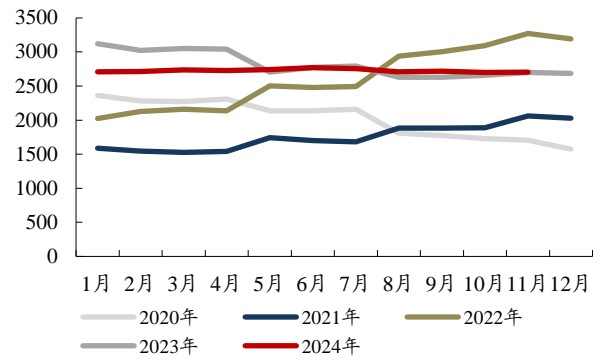
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图15: 2020-2024 中国月度进口 LNG 均价 (元/吨)



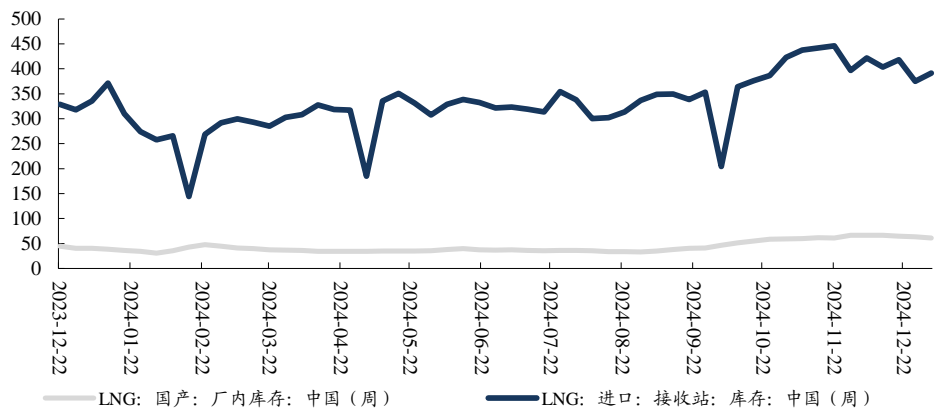
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图16: 2020-2024 中国月度进口管道气均价 (元/吨)



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图17: 国内 LNG 库存 (万吨)

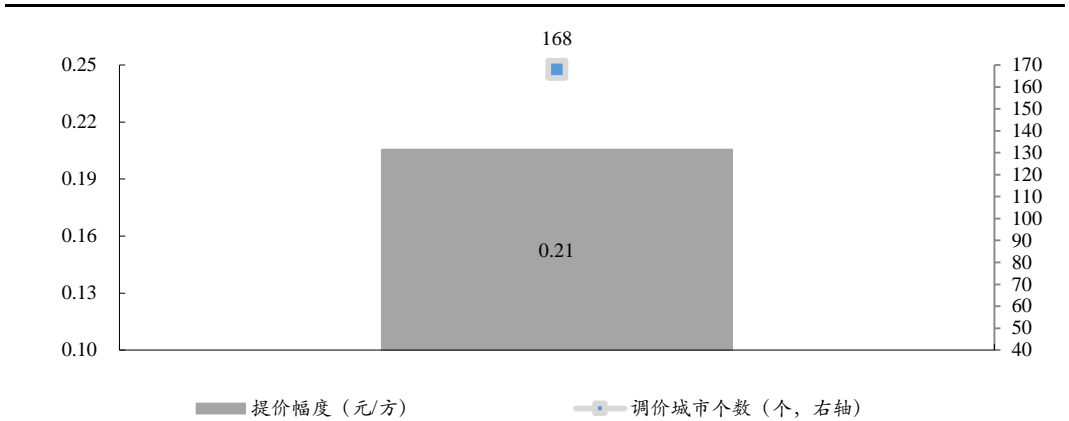


数据来源: 隆众石化, 东吴证券研究所

2. 顺价进展: 全国顺价逐步推进, 城燃公司盈利提升、估值修复

2022~2024, 全国共有 58% 的地级及以上城市进行了居民的顺价, 提价幅度为 0.21 元每方。2024 年龙头城燃公司价差在 0.53~0.54 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 10% 修复空间, 顺价仍将继续落地。2024 年 12 月, 省会城市昆明开展了天然气上下游价格联动机制制定方案和管道燃气配气价格校核方案听证会;《方案》显示, 新一轮居民用气终端销售价格预计每立方米上调 0.03 元; 在省会城市的带动下, 省内其他城市也将积极推动居民顺价进程。

图18: 2022-2024 居民调价情况



数据来源: 各地政府网站, 东吴证券研究所

3. 重要公告

表2: 2024/12/30~2025/1/3 燃气公司重要公告

日期	公司简称	公告内容
12/30	九丰能源	名山项目(川西名山 2×20 万吨液化天然气清洁能源基地项目(一期))土地尚未取得四川省自然资源厅审批。因取得项目土地审批手续是项目开发建设的重要前提,因此名山项目尚未正式开工建设,项目投建进度出现滞后。公司基于审慎性原则,结合当前名山项目的实施情况,在名山项目的实施主体、实施方式、募投项目投资金额保持不变的情况下,对名山项目预计可投入运营日期延期至 2026 年 6 月。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 投资建议

美国大选落地预计供给宽松,燃气公司成本压力进一步下行;价格机制继续理顺,需求放量。

1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐:【昆仑能源】【华润燃气】【中国燃气】【蓝天燃气】; 建议关注:【新奥能源】【港华智慧能源】【深圳燃气】【佛燃能源】。

2) 海外气源释放,关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐:【九丰能源】【新奥股份】; 建议关注:【深圳燃气】【佛燃能源】。

3) 十年期国债收益率下行,关注高股息标的。重点推荐:【昆仑能源】假设 2024 年分红比例 44%,对应股息率 4.1%;【九丰能源】清洁能源稳健,能服特气驱动成长,公司承诺 24-26 年绝对分红金额 7.5/8.5/10 亿元,24 年股息率 4.2%;【蓝天燃气】假设 2024

年维持分红金额 5.9 亿元，对应股息率 7.2%；【中国燃气】假设 2024 年维持分红 0.5 港元/股，对应股息率 7.6%。建议关注：【新奥能源】假设 2024 年分红比例 43%，对应股息率 5.1%。（估值日期 2025/1/3）

图19: 盈利预测表（估值日期 2025/1/3）

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					23-26三年 CAGR	归母净利润 货币单位	PE				股息率ttm
				2022	2023	2024E	2025E	2026E			2023	2024E	2025E	2026E	
0135.HK 昆仑能源	8.15	706	港元	52.28	56.82	61.06	65.60	70.60	8%	人民币	11.67	10.86	10.11	9.40	5.91
				-77.3%	8.7%	7.5%	7.4%	7.6%							
2688.HK 新奥能源	54.5	617	港元	58.65	68.16	68.55	75.49	83.08	7%	人民币	8.50	8.45	7.68	6.98	5.43
				-24.4%	16.2%	0.6%	10.1%	10.1%							
0384.HK 中国燃气	6.6	359	港元	42.93	31.85	39.55	44.37	48.66	15%	港元	11.27	9.07	8.09	7.38	7.57
				-59.0%	-25.8%	24.2%	12.2%	9.7%							
1193.HK 华润燃气	29.4	680	港元	47.33	52.24	57.22	62.71	67.88	9%	港元	13.02	11.89	10.85	10.02	4.28
				-26.0%	10.4%	9.5%	9.6%	8.2%							
1083.HK 港华智慧能源	3.08	107	港元	9.65	15.75	15.44	16.77	17.67	4%	港元	6.81	6.95	6.39	6.07	5.01
				-23.0%	63.2%	-2.0%	8.6%	5.4%							
605368.SH 蓝天燃气	11.51	82	人民币	5.92	6.06	5.86	6.09	6.20	1%	人民币	13.57	14.04	13.51	13.27	11.02
				40.7%	2.4%	-3.3%	3.9%	1.8%							
605090.SH 九丰能源	27.77	179	人民币	10.90	13.06	17.06	17.43	20.35	16%	人民币	13.71	10.49	10.27	8.80	2.78
				75.9%	19.8%	30.6%	2.2%	16.8%							
600803.SH 新奥股份	21	650	人民币	58.44	70.91	54.58	60.64	78.21	3%	人民币	9.17	11.92	10.73	8.32	4.31
				42.5%	21.3%	-23.0%	11.1%	29.0%							
601139.SH 深圳燃气	6.72	193	人民币	12.22	14.40	15.12	17.70	20.64	13%	人民币	13.43	12.78	10.92	9.36	2.38
				-9.7%	17.8%	5.0%	17.0%	16.6%							
002911.SZ 佛燃能源	11.87	154	人民币	6.55	8.44	9.41	10.65	11.92	12%	人民币	18.25	16.37	14.47	12.92	3.85
				10.2%	28.9%	11.5%	13.1%	12.0%							

注：昆仑能源、华润燃气、中国燃气、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=0.94 元人民币

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

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/国际局势变化：如遇极端天气/国际局势变动，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。

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>