

乌克兰停止俄罗斯过境天然气，影响几何？

2025年01月15日

➤ **欧盟边境国家对乌克兰过境俄气的依赖度为 92%。**2025 年 1 月 1 日，由于过境供气协议到期，俄气终止通过乌克兰向欧洲输送天然气。目前斯洛伐克是该管道天然气的主要接收国家，此外，这部分气量的使用国家还有奥地利和匈牙利。2024 年前 10 月三个国家的天然气消费量为 145 亿立方米，同期欧盟通过该管道的进口量为 134 亿立方米，可见三个国家对俄罗斯气的依赖度达 92.34%。

➤ **假设 1-Turkstream/TANAP 管道进行替代：短期受运输瓶颈限制，长期管道扩建工程不确定性较高。**Turkstream 管道的运输能力为 158 亿立方米，而 2024 年通过该管道运往欧盟的供气量已达 166 亿立方米，达到能力上限；TANAP 管道的运能为 160 亿立方米，其中约 60 亿立方米供应给土耳其，100 亿立方米供应给欧洲，俄乌冲突后该管道向欧盟的出口量增长了 38%至 120 亿立方米以上，且 22~24 年连续三年维持稳定，也达到了运输瓶颈。目前，欧盟仍未对土耳其溪管道的扩建进行表态；TANAP 管道扩建的合作协议也未达成，尽管土耳其和阿塞拜疆对管道扩建态度积极，但投资费用高昂，假设一条管道的投资全部由土耳其承担，则其财政赤字负担将增加 22%，因此，若欧盟方面没有明确的长期天然气需求和投资支持，两国未必能顺利投资巨额的管道基建费用。

➤ **假设 2-国际 LNG 进行替代：国际 LNG 短期不具备增加弹性，短期天然气供需紧张。**俄罗斯的 LNG 出口已达到能力上限，原计划于 2023~2024 年启动的项目均在俄乌冲突后受到制裁而搁置。美国 2024 年前 10 月 LNG 出口同比增长 1.32%，存量产能需求较强、无空闲产能替代乌克兰过境天然气；新增产能 2024 年仅增加 20 亿立方米，无法弥补该管道 164 亿立方米的过气量；若仅考虑短期寒潮季的需求——即年初 2 个月该管道输气量为 25 亿立方米，依然高于新产能贡献的 LNG 增量 12 亿立方米。因此，**2025 上半年在 LNG 新项目替代不足的背景下，天然气供需整体依然紧张；下半年 LNG 新项目逐步投产并释放产量，但考虑到欧盟面临着库存低位、需大幅补库的压力，气价中枢难以下滑。**

➤ **我们预计：2026 年国际气价存在下滑压力、但底部中枢或高于疫前低位，国内外气价倒挂现象有望缓解、国内气价降幅有限。**2024~2025 年北美洲 LNG 年出口能力可增加 20、602 亿立方米，2026~2028 年将再增加 717 亿立方米，中长期可承接欧盟的天然气供给缺口，从而造成气价中枢下滑。然而，考虑到欧盟采购美气的中间成本比俄气贵 2 美元/百万英热，TTF 未来的长期中枢或高于历史，约在 6.5~10 美元/百万英热，同时，国内外气价倒挂现象预计有望缓解，国内气价高于 TTF 的差价均值约 2.4 美元/百万英热。

➤ **投资建议：**1) 推荐天然气资源优势强的中国海油、中国石油、中国石化；2) 推荐产量处于成长期的新天然气；3) TTF 价格短期上涨，建议关注广汇能源；4) 建议关注拥有丰富的海气资源池的新奥股份、九丰能源。

➤ **风险提示：**地缘政治风险，LNG 投产进度不及预期，经济增速不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600938.SH	中国海油	28.91	2.60	3.09	3.29	11	9	9	推荐
601857.SH	中国石油	8.90	0.88	0.94	0.95	10	9	9	推荐
600028.SH	中国石化	6.26	0.51	0.44	0.46	12	14	14	推荐
603393.SH	新天然气	28.26	2.47	3.10	3.74	11	9	8	推荐
600256.SH	广汇能源	6.22	0.80	0.63	0.55	8	10	11	谨慎推荐
605090.SH	九丰能源	26.95	2.11	2.82	2.89	13	10	9	推荐
600803.SH	新奥股份	19.97	2.30	1.91	2.18	9	10	9	—

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2025 年 1 月 14 日收盘价，未覆盖公司采用 wind 一致预期)

推荐

维持评级



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiq@mszq.com

相关研究

- 石化周报：欧美寒潮+美国制裁，油价大幅上涨-2025/01/11
- 原油板块事件点评：美国制裁俄罗斯石油行业，油价表现坚挺-2025/01/11
- 石化周报：气价上涨和美国政策推动石油市场升温-2025/01/04
- 石化周报：过乌俄气运输即将关闭，关注后续气价走势-2024/12/28
- 石化周报：美国 12 月降息落地，谨慎态度引发油价回调-2024/12/21

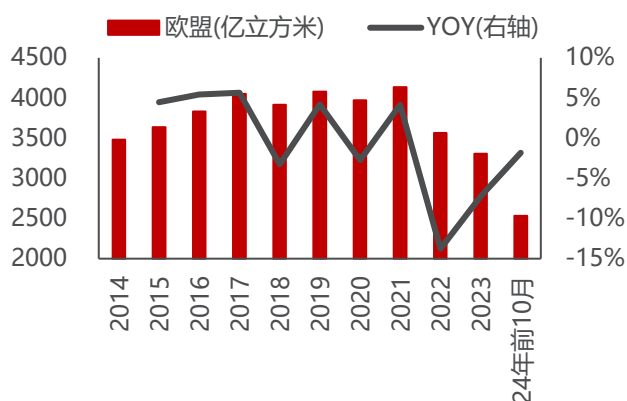
目录

1 2024 年欧盟自俄罗斯的管道进口同比略增	3
2 乌克兰停止俄气过境后欧盟的替代来源分析	5
2.1 假设 1: Turkstream/TANAP 管道替代	5
2.2 假设 2: 国际 LNG 替代	6
3 短期天然气供应紧张, 26 年后有所缓解.....	10
4 投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

1 2024 年欧盟自俄罗斯的管道进口同比略增

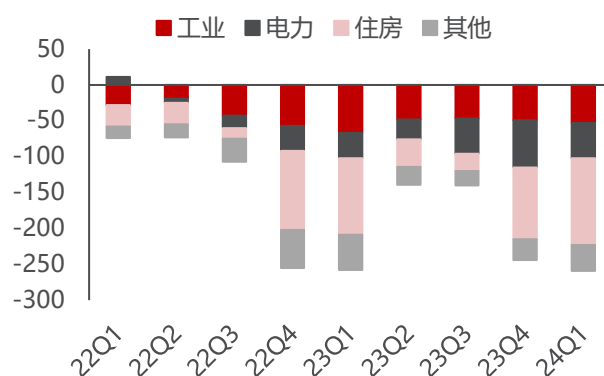
2024 年前 10 月欧盟的天然气消费量同比下滑 1.8%，高气价抑制了下游需求。俄乌冲突以来，欧盟的天然气消费量不断下滑，2023 年消费量为 3305 亿立方米，同比下滑 7.27%；2024 年前 10 月消费量 2533 亿立方米，同比下滑 1.83%。一方面，由于水电和太阳能发电占比提升，2024 年前 10 月欧盟天然气发电量同比下滑 16.58%；另一方面，2024 年 TTF 均价为 10.60 美元/百万英热，同比虽下滑 16.10%，但依然高于 19~21 年均值 7.75 美元/百万英热，从而抑制了住房和工业领域的天然气需求，据 Bruegel 数据，24Q1 工业/电力/住房对于天然气的需求量相比 19~21 年均值分别下滑 53/49/121 亿立方米。

图1：24 年前 10 月欧盟天然气消费量同比下滑 1.8%



资料来源：Eurostat，民生证券研究院

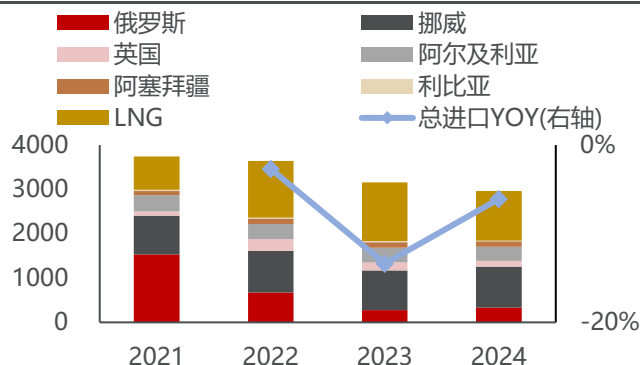
图2：欧盟天然气消费量相比 19~21 年均值下滑最严重的下游为住房需求 (亿立方米)



资料来源：Bruegel，民生证券研究院

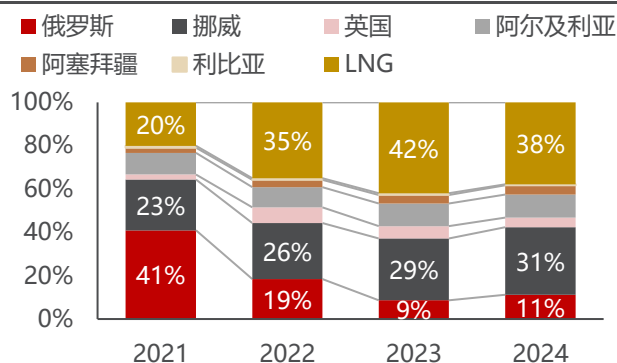
2024 年欧盟进口量下滑，自俄罗斯的管道气进口同比提升。2024 年，欧盟的天然气进口量为 2963 亿立方米，同比下滑 6.11%。其中，从俄罗斯进口的管道气量同比增长 21.12%，即增长 58 亿立方米至 330 亿立方米，包含乌克兰过境管道的 164 亿立方米和土耳其溪管道的 166 亿立方米。两管道分别增长 28 和 30 亿立方米。欧盟从俄罗斯进口的管道气份额相比 2023 全年上升 2.51pct 至 11.15%，此外，从挪威的进口份额上升 2.76pct、LNG 进口份额下降 4.16pct。

图3：24 年欧盟天然气进口同比下滑 6.1% (亿立方米)



资料来源：Bruegel，民生证券研究院

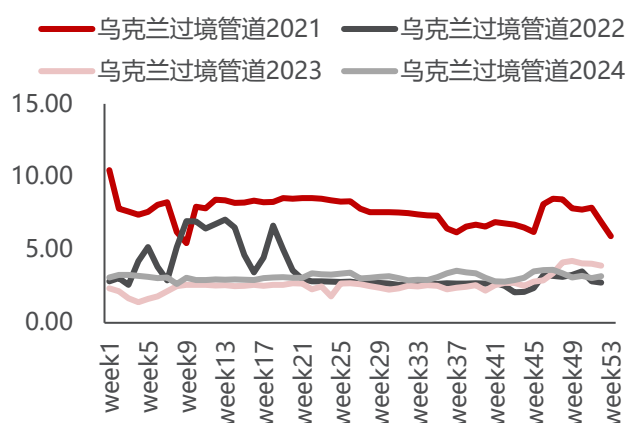
图4：24 年欧盟自俄罗斯的进口比重同比提升



资料来源：Bruegel，民生证券研究院

斯洛伐克、奥地利、匈牙利对乌克兰过境俄气的依赖度为 92%。乌克兰过境管道连接着俄罗斯和欧盟的波兰、斯洛伐克、匈牙利、罗马尼亚和摩尔多瓦，2023 年开始，经过乌克兰管道通往波兰、匈牙利、罗马尼亚的天然气流量已经停止，目前斯洛伐克是该管道天然气的主要接收国家，这部分气量的主要使用国家除了斯洛伐克以外还有奥地利和匈牙利。据 Eurostat 数据，该三个国家 2024 年前 10 个月的天然气消费量为 145 亿立方米，而 Bruegel 数据显示，同期欧盟通过乌克兰管道进口的天然气为 134 亿立方米，可见三个国家对俄罗斯气的依赖度达 92.34%。

图5：2024 年乌克兰过境管道运气量为 164 亿立方米



资料来源：Bruegel，民生证券研究院

图6：乌克兰过境管道直接影响国家



资料来源：Bruegel，民生证券研究院

表1：乌克兰过境管道进入欧盟国家的天然气量（亿立方米）

国家	2021	2022	2023	2024 年前 8 个月
斯洛伐克	297	176	135	106
波兰	44	11	6	6
匈牙利	65	3	0	0
罗马尼亚	4	4	-	-
乌克兰过境合计	410	194	141	112

资料来源：Bruegel，民生证券研究院

注：波兰已停止接收俄罗斯天然气，上表的数字为存储再出口量

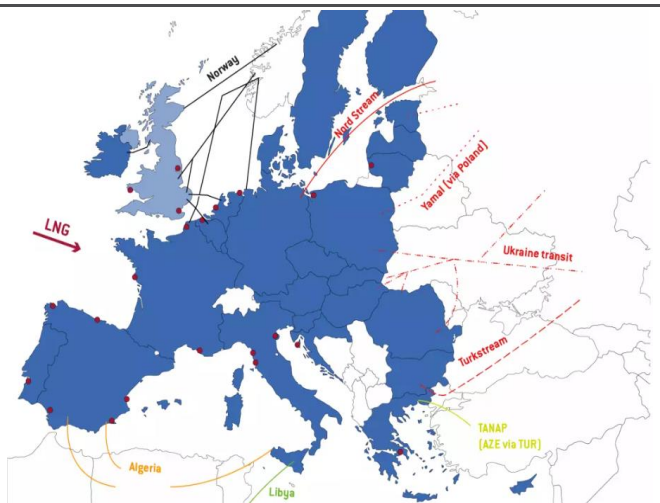
2 乌克兰停止俄气过境后欧盟的替代来源分析

2.1 假设 1: Turkstream/TANAP 管道替代

2025 年 1 月 1 日，俄罗斯天然气工业股份公司称，由于过境供气协议到期，自莫斯科时间 1 月 1 日起终止通过乌克兰向欧洲输送天然气。从欧盟周边的管道分布来看，替代乌克兰管道的可选天然气管道包括 Turkstream、TANAP 管道。

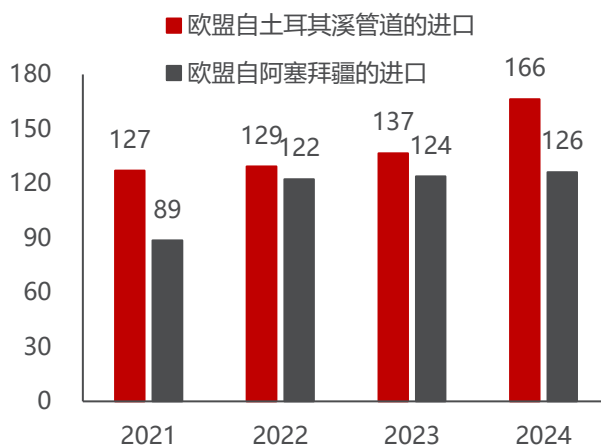
Turkstream (土耳其溪) 管道：输气负荷量已满，扩建计划需欧洲的“政治意愿和承诺”。俄罗斯向欧洲运输天然气的管道中，唯一还在通气的是土耳其溪管道，其包含两条支线管道，一条供土耳其本国使用，另一条主要供应匈牙利和塞尔维亚，每条支线每年可输送 157.5 亿立方米的俄天然气。2024 年，经土耳其溪管道运往欧盟的气量已达到 166 亿立方米，因此，该管道的运输已达到瓶颈。据《日经新闻》1 月 3 日报道，土耳其能源和自然资源部长表示，如果欧洲有“政治意愿和承诺”，并愿意进行额外的互联投资，土耳其将来可以使用其巴尔干地区的管道路线，每年向中欧和东欧出口 100 亿立方米的天然气。

图7：欧盟周边的管道布局



资料来源：Bruegel，民生证券研究院

图8：欧盟自 Turkstream/TANAP 管道的进口气量达到瓶颈（亿立方米）



资料来源：Bruegel，民生证券研究院

TANAP (塔纳普) 管道：运量达到上限，扩建工程至少需要 6.5 年。TANAP 管道目前的年输气量为 160 亿立方米，在俄乌冲突以前，其中约有 100 亿立方米天然气从该线路输送到欧洲、60 亿立方米输送到土耳其；俄乌冲突后，阿塞拜疆通过该管道向欧盟的出口量增长了 38%，2024 年达到 126 亿立方米。虽然阿塞拜疆的天然气产量在不断增长，然而，一方面，该国的天然气消费也在快速提升，2023 年同比增长 11.43%至 156 亿立方米；另一方面，TANAP 管道输气量达到瓶颈，使得阿塞拜疆对欧盟的出口量连续三年保持稳定、未能进一步增长。阿塞拜疆和土耳其两方均支持该管道的扩建工作，2022 年 7 月，阿塞拜疆政府曾宣布，到 2027 年底输送至欧盟的天然气总量将翻番至每年 200 亿立方米；2022 年 10

月，土耳其能源和自然资源部长表示，该管道的年输气量将提高 1 倍至 320 亿立方米。然而，管道的扩建仍需要时间，若参考 TANAP 管道的建设周期，则从动工到投运至少需要 3 年，从签署合作备忘录到投运花了 6.5 年。

图9：阿塞拜疆的天然气产销情况（亿立方米）

	2021	2022	2023
产量	328	351	367
YOY		7.01%	4.56%
本国消费	132	140	156
YOY		6.06%	11.43%
出口至欧盟	91	126	127
出口至欧盟的比例	46.43%	59.72%	60.19%

资料来源：Bruegel，民生证券研究院

图10：TANAP 管道的建设周期为 6.5 年

2011年12月	阿塞拜疆和土耳其签署TANAP管道合作备忘录
2015年3月	管道开始动工修建
2018年6月	举行开通仪式，第一批天然气进入土耳其
2021年	阿塞拜疆开始通过与TANAP连接的TAP管道向欧洲供应天然气，可到达意大利南部

资料来源：中国青年报，民生证券研究院

短期运输瓶颈限制了对乌克兰过境管道的替代，长期管道能否扩建不确定性仍较高，需等待欧盟表态。目前，欧盟方面仍未对土耳其溪管道的扩建进行表态；同时，TANAP 管道扩建的合作协议也尚未达成，以 TANAP 管道为例，当初的投资计划为 70 亿美元，而 2024 年前三季度土耳其的财政赤字为 323 亿美元，相当于若一条管道的投资全部由土耳其承担，则其财政赤字负担将增加 22%，因此，若欧盟方面没有明确的长期天然气需求和投资支持，则土耳其和阿塞拜疆未必能顺利投资巨额的管道基建费用。

2.2 假设 2：国际 LNG 替代

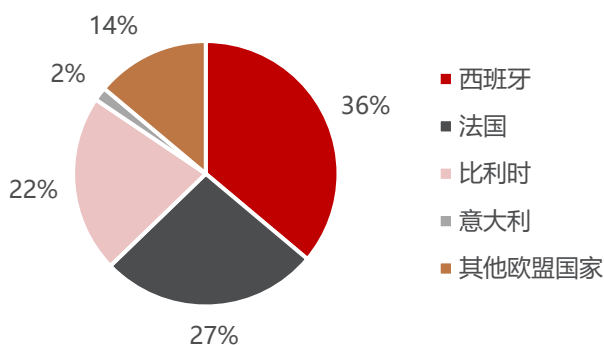
俄气和部分东欧国家合同未到期，若俄罗斯以 LNG 形式替代乌克兰管道出口，短期未必能满足其需求。根据俄气签署的供应合同来看，斯洛伐克的 SPP 公司、奥地利的 OMV 公司、匈牙利的 MVM 公司和俄气的合同分别于 2028、2040、2036 年到期，若俄罗斯继续保障该部分合同供应，则可以考虑以 LNG 形式进行出口。据 BP 数据显示，2023 年俄罗斯出口 LNG 合计 427 亿立方米，其中，出口至亚太地区的量达到 231 亿立方米、出口至欧盟的量达到 180 亿立方米，然而，目前俄罗斯在产 LNG 项目产能规模为 2866 万吨/年（折合 396 亿立方米/年），实际 LNG 出口已达到能力上限；在建 LNG 设施方面，原计划于 2023~2024 年启动的项目均在俄乌冲突后受到制裁而搁置。因此，**我们预计俄罗斯的 LNG 出口短期不具备增加弹性。**

图11: 乌克兰过境管道相关国家的天然气需求量 (亿立方米)

国家	天然气消费量-2023	库容能力	和俄气签订的年度天然气合同量	俄气合同到期时间/签署公司	合同量与实际消费量的比重
斯洛伐克	42.74		67	2028/SPP	157%
奥地利	70.16		62	2040/OMV	88%
匈牙利	84.99		10	2036/MVM	12%

资料来源: Bruegel, 民生证券研究院

图13: 2023年俄罗斯向欧盟出口的 LNG 情况



资料来源: Bruegel, 民生证券研究院

表2: 俄罗斯在产 LNG 项目

项目名称	规模 (万吨/年)	持有人	备注
Sakhalin-2 LNG 项目	1000	俄气 50%, 俄罗斯公司 27.5% (俄乌冲突前壳牌持有), 三井、三菱 12.5%、10%	生产的大部分 LNG 通过长协销往日本, 2009 年初建成投产
Yamal LNG 项目	1650	诺瓦泰克公司 50.1%, 道达尔 20%, 中国石油 20%, 丝路基金 9.9%	2017 年底投产
Cryogas-Vysotsk LNG 项目	66	诺瓦泰克公司	2019 年投产
Portovaya LNG 项目	150	俄气	2021 年投产
合计	2866	—	—

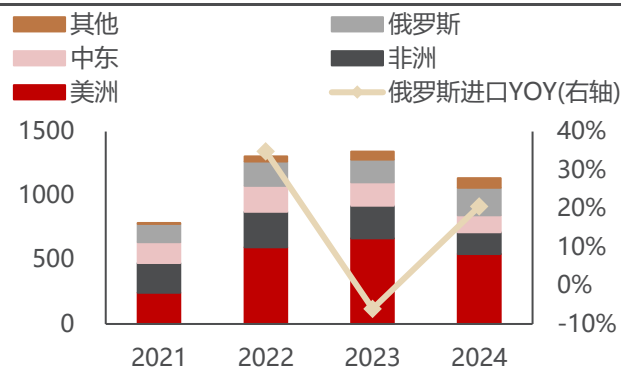
资料来源: 国际石油经济, 中国石化新闻网, 民生证券研究院

表3: 俄罗斯在建 LNG 项目

项目名称	规模 (万吨/年)	持有人	备注
Arctic LNG2 项目	1980	诺瓦泰克公司担当作业者	2019 年完成投资决策。原计划于 2024 年初开始运营, 2023 年 11 月美国对 Arctic LNG2 项目实施了制裁, 该项目于 2023 年 12 月宣布遇不可抗力
Ust-Luga LNG 项目	1300	俄气、林德、RusGazDobycha、土耳其复兴重工	项目原计划于 2024~2025 年投产, 俄乌冲突后德国林德拒绝为该项目提供核心液化技术和关键设备, 项目启动时间延后; 且 2023 年 12 月美国将参与该项目开发的三家公司列入制裁名单
Murmansk LNG 项目	2000	诺瓦泰克公司主导	原计划 2024 年完成投资决策并启动建造, 并于 2027 年实现首条生产线投产。2024 年 2 月, 美国将该项目列入了制裁清单, 预计项目建造计划将受到影响
Ob LNG 项目	600	诺瓦泰克公司主导	最初计划在 2020 年做出投资决策, 已多次推迟, 目前尚未做出最终投资决定
合计	5880	—	—

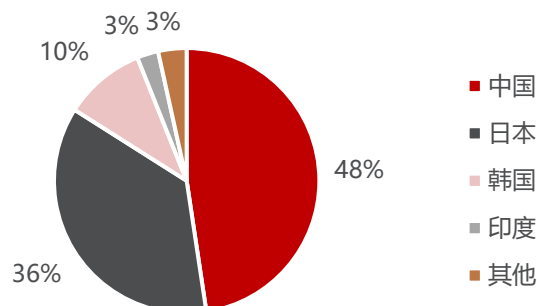
资料来源: 国际石油经济, 中国石化新闻网, 民生证券研究院

图12: 欧盟进口的 LNG 情况 (亿立方米)



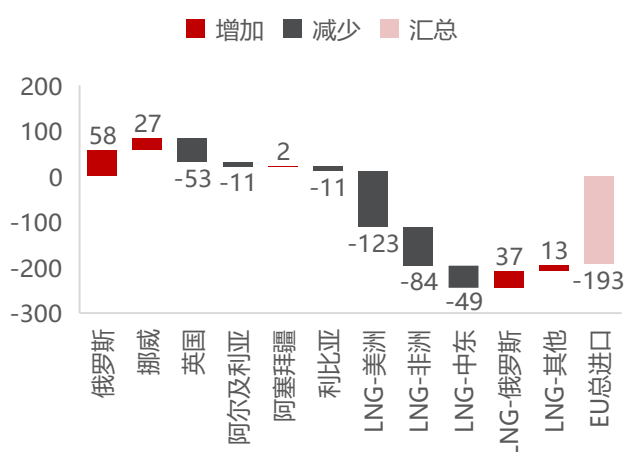
资料来源: BP, 民生证券研究院

图14: 2023年俄罗斯向亚太出口的 LNG 情况

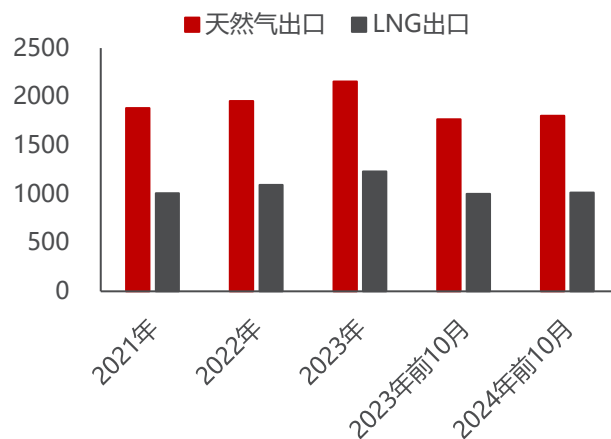


资料来源: Bruegel, 民生证券研究院

2024 年欧盟自美洲的 LNG 进口下滑 123 亿立方米，回到峰值进口水平仍无法满足欧盟 164 亿立方米的缺口，且会加剧国际 LNG 供应紧张的局面。2024 年欧盟自美洲的 LNG 进口同比下滑 123 亿立方米至 546 亿立方米，我们判断，这部分减量主要是转向了相对便宜的管道气和俄罗斯 LNG，同期，欧盟进口的挪威管道气、俄罗斯管道气、俄罗斯 LNG 同比增加了 27、58、37 亿立方米。一方面，即使美洲向欧盟的出口回升至 2023 年的高位水平，即增长 123 亿立方米，但依然无法满足乌克兰过境管道 164 亿立方米的缺口；另一方面，美国的 LNG 出口在 2023 年同比提高 12.35% 至 1230 亿立方米，2024 年前 10 月同比依然小幅增长 1.32%、而非下滑，因此，美国对欧盟减少的出口量实际在国际市场上得到了消化，即使美国短期增加对欧盟的出口，也会加剧国际 LNG 供应紧张的局面。

图15：欧盟 2024 年天然气进口结构变化


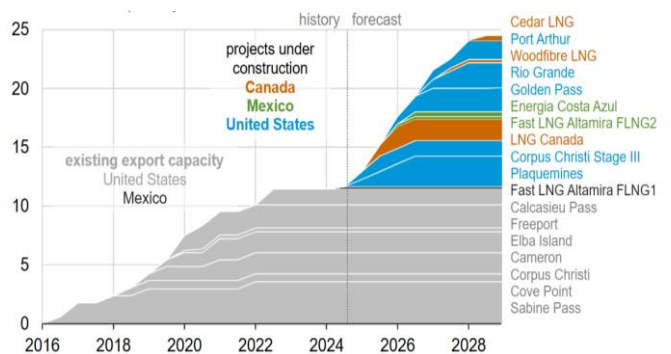
资料来源：Bruegel，民生证券研究院

图16：24 年前 10 月美国天然气出口稳定 (亿立方米)


资料来源：EIA，民生证券研究院

2024~2025 年北美洲 LNG 年出口能力分别增加 20、602 亿立方米，2026~2028 年合计将再增加 717 亿立方米，中长期可承接欧盟的天然气供给缺口。截至 2023 年末，北美洲的 LNG 出口能力为 114 亿立方英尺/日 (年约 1163 亿立方米)。2024 年仅墨西哥的 Fast Altamira LNG 项目的 FLNG1 投产，投产产能 2 亿立方英尺/日 (年约 20 亿立方米)；截至 2025 年末，北美洲的 LNG 出口能力将增加 602 亿立方，考虑到项目大多从 25Q2 陆续投产，即使假设产能利用率仅有一半，贡献的增量产量预计也将达到 300 亿立方米以上，高于过境乌克兰管道的天然气流量 164 亿立方米。因此，预计随着美国、加拿大等国的 LNG 项目陆续投产，欧盟的天然气供给紧张局面将有所缓解。

图17: 北美洲的 LNG 投产时间



资料来源: EIA, 民生证券研究院

表4: 北美洲的在建 LNG 项目

国家	项目名称	产能 (亿立方英尺/日)	投产时间
墨西哥	Fast Altamira LNG	4	有 2 个 Floating LNG production units, 每个产能 0.199bcf/d, 其中 FLNG1 于 2024 年 8 月发货, FLNG2 在建设、预计 2025 年投产
美国	Plaquemines (Phase I and Phase II)	26	2024 年 12 月实现首次 LNG 生产
美国	Corpus Christi Stage III	13	2024 年 12 月第一条生产线开始生产 LNG, 项目计划 25Q1 末基本完工
加拿大	LNG Canada from Train 1	18	预计 2025 年夏天投产
美国	Golden Pass	21	完工时间预计推迟到 2025 年 12 月
墨西哥	Energía Costa Azul LNG 出口站	4	预计 2026 年投产
加拿大	Woodfibre LNG	3	预计 2027 年投产
美国	Rio Grande (Phase I)	22	预计 2027 年投产
美国	Port Arthur (Phase I)	16	预计 2027 年投产
加拿大	Cedar LNG	4	计划 2028 年投产
合计	—	130	—

资料来源: EIA, 金联创, 国际能源网, 中国石化新闻网, 美通社, 民生证券研究院

图18: 北美洲的 LNG 项目地理分布



资料来源: EIA, 民生证券研究院

欧盟采购美气的中间成本比俄气贵 80%、约 2 美元/百万英热。经测算, 若不考虑 LNG 运输环节的利润, 欧盟采购过境乌克兰俄气的接收价格约 4.77 美元/百万英热, 而采购美国 LNG 的接收价格约 6.95 美元/百万英热, 比俄气贵 46%; 若仅考虑中间环节成本, 采用美国 LNG 运输形式的中间成本可达到 4.73 美元/百万英热, 比过境乌克兰的俄气运输费用高出 2.11 美元/百万英热, 即中间成本增长了 80%。因此, 我们预计, 即使美国 LNG 出口项目投产, 承接了欧盟的天然气需求缺口, 中长期国际气价中枢也将比历史水平高出约 2 美元/百万英热。

表5: 欧洲采购美气和俄气的最低成本比较

采购美国 LNG 的最低价格计算 (美元/百万英热)		采购俄罗斯管道气的最低价格计算 (美元/百万英热)	
HH 价格	2.22	俄罗斯天然气价格	2.15
损耗及管输	0.33	乌克兰管道运输费	2.63
液化成本	3.00		
LNG 运输成本	1.40		
欧盟接收价格	6.95	欧盟接收价格	4.77

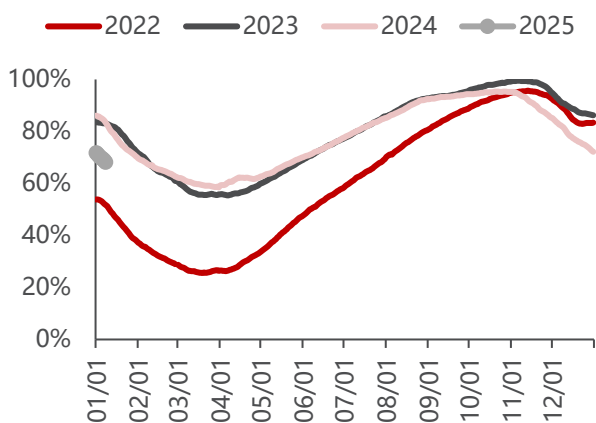
资料来源: wind, 国际燃气网, 俄罗斯卫星通讯社, 民生证券研究院

3 短期天然气供应紧张，26年后有所缓解

新投产 LNG 项目无法完全替代过境乌克兰天然气。据 Bruegel 数据，2024 年前 8 周，乌克兰过境管道输气量为 25 亿立方米，而 2024 年投产的 LNG 出口项目仅有 Fast Altamira LNG 项目的 FLNG1 和美国 Plaquemines 项目，且考虑到美国 Plaquemines 项目于 2024 年 12 月首次实现 LNG 生产，我们假设该项目 2025 年初的负荷率为 50%，因此合计新增产能为 15 亿立方英尺/日，为 2025 年前 2 个月带来的 LNG 增量为 12 亿立方米。因此，新 LNG 项目无法满足乌克兰过境管道关闭带来的供给缺口。

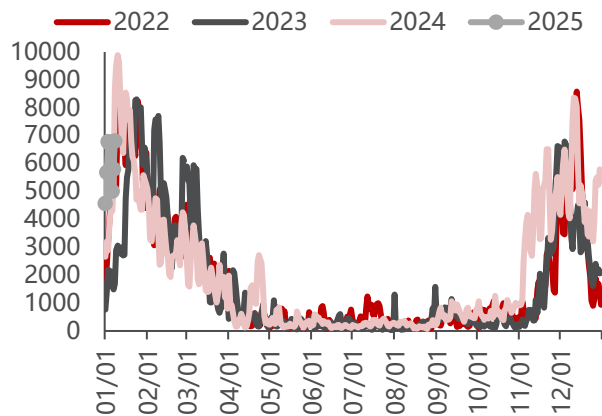
欧美寒潮仍未结束，气价短期或仍存上涨空间。从欧洲国家的内部供应来看，尽管欧盟国家包括捷克在内表示已确保替代供应，但截至 2025 年 1 月 8 日，欧盟的库存率仅为 68.24%，同比 23/24 年下滑 14.84%/15.11pct；此外，2025 年年初，欧盟的天然气提取速度迅速上升，1 月 1 日~1 月 8 日的抽气速度可达到 5905GWh/d（约 5.9 亿立方米/日），是前三年同期速度的 1.3~3.6 倍，因此，快速消耗的库存依然将导致欧盟后续补库需求提升。据中国国际问题研究院欧洲研究所学者陈晓径预计，2025 年 3 月供暖季结束时欧盟天然气储量盈余约为 48.5%，远低于 2023 年的 56%和 2024 年的 59%。截至 2025 年 1 月 13 日，HH 价格同比上涨 18.73%至 3.93 美元/百万英热，TTF 价格同比上涨 52.81%至 48.25 欧元/兆瓦时（折合 14.05 美元/百万英热），考虑到欧美的寒潮季还未结束，我们预计，气价短期或仍有上涨空间。

图19：截至 2025 年 1 月 8 日欧盟库存率仅为 68.24%



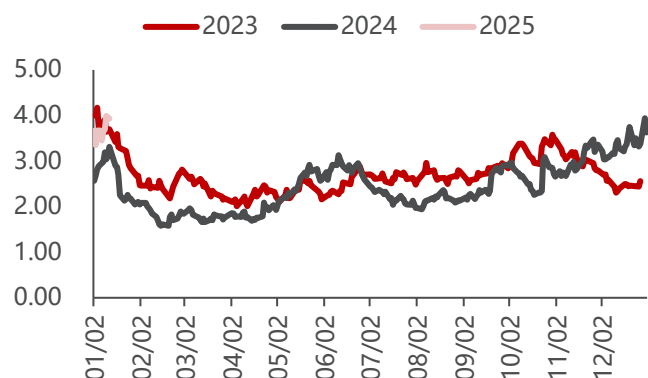
资料来源：GIE，民生证券研究院

图20：2025 年 1 月 1 日~1 月 8 日欧盟的天然气提取速度达到 5.9 亿立方米/日



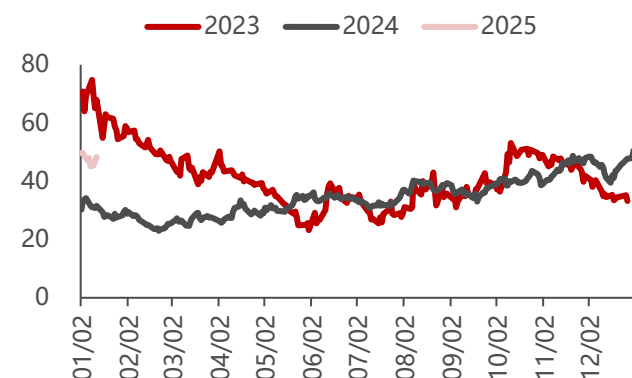
资料来源：GIE，民生证券研究院

图21: 截至 2025 年 1 月 13 日的 HH 期货价格 (美元/百万英热)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图22: 截至 2025 年 1 月 13 日的 TTF 期货收盘价 (欧元/MWh)

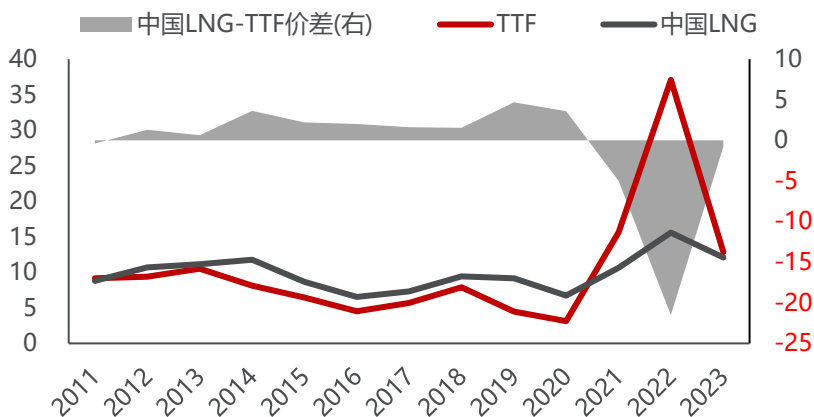


资料来源: iFind, 民生证券研究院

我们预计, 2025 年国际气价仍将维持高位, 2026 年气价存在下滑压力, 但底部中枢或高于疫前低位。若 2025 年俄乌和欧美未就过境管道替代方案达成新协议的话, 我们预计, 上半年在 LNG 新项目替代不足的背景下, 天然气供需整体依然紧张; 下半年 LNG 新项目逐步投产并释放产量, 但考虑到欧盟面临着库存低位、需大幅补库的压力, 气价中枢难以下滑。随着 2026 年新项目进一步投产以及产能利用率逐步提升, 我们预计国际气价中枢或有下滑, 但考虑中间加工和运输环节带来的额外成本, 参考历史价格, 我们预计 TTF 未来的长期中枢或比过去中枢高出约 2 美元/百万英热, 预计在 6.5~10 美元/百万英热。

国内气价短期跟随国际, 中长期降幅有限。尽管国内外气价有所联动, 但国内的 LNG 价格比国际气价波动小, 且疫情之前国内气价高于国际气价, 以疫情前的 2015~2019 年计算, 中国 LNG 价格高于 TTF 的差价均值为 2.4 美元/百万英热, 因此我们预计中国的 LNG 长期中枢价格或在 8.9~12.4 美元/百万英热, 相比 2024 年中国 LNG 的出厂均价 13.23 美元/百万英热略低。

图23: 国内外气价价差 (美元/百万英热)



资料来源: BP, 民生证券研究院

国际局势多变, 斯洛伐卡、卡塔尔等国家的态度仍需持续观察。斯洛伐克总理

表示，乌方停止俄罗斯天然气过境的决定将对斯洛伐克的公共财政造成近 5 亿欧元的损失，且该国政府将考虑对乌克兰采取停止供电等措施；1 月 6 日，该国通讯社称，目前其只能通过从捷克、波兰、匈牙利和奥地利输送天然气来供应本国市场，但进口量远远无法满足国内的需求。此外，欧盟理事会于 2024 年 5 月批准通过《企业可持续发展尽职调查指令》，而 2024 年 12 月 22 日，卡塔尔能源事务国务大臣表示，如果欧盟实施该指令让卡塔尔能源公司损失 5% 的收入，那卡方宁愿不进入欧洲市场，据 BP 数据，2023 年卡塔尔对欧盟的出口量达到 180 亿立方米，占欧盟 LNG 进口的 13.6%、占其总进口的 5.7%。

俄罗斯被动减产概率更高，俄乌局势也需持续跟踪。据 BP 数据，俄罗斯 2023 年的天然气产量为 586 亿立方米，乌克兰过境管道关闭后，对俄罗斯的外运量影响达到 27.9%。由于俄罗斯的 LNG 出口短期不具备增加弹性，在建 LNG 项目均受到制裁开工时间仍不清晰，对外运气管道也仍在建设，如 2024 年 12 月，俄罗斯副总理表示，从俄罗斯经哈萨克斯坦通往中国的输送能力为 450 亿立方米/年的天然气管道项目实施已启动，正在进行计算并制定可行性论证，因此，我们预计 2025 年来看，俄罗斯天然气被动减产的概率更高。中长期来看，俄罗斯增产 LNG 的战略相对明确，据俄罗斯总统表示，其计划 2035 年 LNG 产量达到 1 亿吨，但考虑到目前其 LNG 出口项目仍受到欧洲制裁，因此，后续俄罗斯的 LNG 能否提升还需持续跟踪其 LNG 出口站的规划情况。此外，特朗普表示，希望在半年内解决俄乌冲突，这或许也将对俄罗斯未来的天然气产量产生重大影响。

4 投资建议

标的方面，1) 推荐天然气资源优势强的中国海油、中国石油、中国石化；2) 推荐产量处于成长期的新天然气；3) TTF 价格短期上涨，建议关注广汇能源；4) 建议关注拥有丰富的海气资源池的新奥股份、九丰能源。

表6：天然气板块重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600938.SH	中国海油	28.91	2.60	3.09	3.29	11	9	9	推荐
601857.SH	中国石油	8.90	0.88	0.94	0.95	10	9	9	推荐
600028.SH	中国石化	6.26	0.51	0.44	0.46	12	14	14	推荐
603393.SH	新天然气	28.26	2.47	3.10	3.74	11	9	8	推荐
600256.SH	广汇能源	6.22	0.80	0.63	0.55	8	10	11	谨慎推荐
605090.SH	九丰能源	26.95	2.11	2.82	2.89	13	10	9	推荐
600803.SH	新奥股份	19.97	2.30	1.91	2.18	9	10	9	—

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

注：股价为 2025 年 1 月 14 日收盘价，未覆盖公司采用 wind 一致预期

5 风险提示

1) 地缘政治风险。地缘冲突的发生可能导致供应链中断等风险，从而造成气价的大幅波动。

2) LNG 投产进度不及预期。若国际 LNG 新项目投产进度放缓，可能造成供给释放不及预期，从而导致实际价格走势偏离本文判断。

3) 经济增速不及预期。天然气下游景气度和经济周期息息相关，若经济增速不及预期，工业、采暖等需求下行，可能导致天然气需求不及预期。

插图目录

图 1: 24 年前 10 月欧盟天然气消费量同比下滑 1.8%.....	3
图 2: 欧盟天然气消费量相比 19~21 年均值下滑最严重的下游为住房需求 (亿立方米)	3
图 3: 24 年欧盟天然气进口同比下滑 6.1% (亿立方米)	3
图 4: 24 年欧盟自俄罗斯的进口比重同比提升	3
图 5: 2024 年乌克兰过境管道运气量为 164 亿立方米.....	4
图 6: 乌克兰过境管道直接影响国家.....	4
图 7: 欧盟周边的管道布局	5
图 8: 欧盟自 Turkstream/TANAP 管道的进口气量达到瓶颈 (亿立方米)	5
图 9: 阿塞拜疆的天然气产销情况 (亿立方米)	6
图 10: TANAP 管道的建设周期为 6.5 年.....	6
图 11: 乌克兰过境管道相关国家的天然气需求量 (亿立方米)	7
图 12: 欧盟进口的 LNG 情况 (亿立方米)	7
图 13: 2023 年俄罗斯向欧盟出口的 LNG 情况.....	7
图 14: 2023 年俄罗斯向亚太出口的 LNG 情况.....	7
图 15: 欧盟 2024 年天然气进口结构变化.....	8
图 16: 24 年前 10 月美国天然气出口稳定 (亿立方米)	8
图 17: 北美洲的 LNG 投产时间	9
图 18: 北美洲的 LNG 项目地理分布.....	9
图 19: 截至 2025 年 1 月 8 日欧盟库容率仅为 68.24%.....	10
图 20: 2025 年 1 月 1 日~1 月 8 日欧盟的天然气提取速度达到 5.9 亿立方米/日.....	10
图 21: 截至 2025 年 1 月 13 日的 HH 期货价格 (美元/百万英热)	11
图 22: 截至 2025 年 1 月 13 日的 TTF 期货收盘价 (欧元/MWh)	11
图 23: 国内外气价价差 (美元/百万英热)	11

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 乌克兰过境管道进入欧盟国家的天然气量 (亿立方米)	4
表 2: 俄罗斯在产 LNG 项目	7
表 3: 俄罗斯在建 LNG 项目	7
表 4: 北美洲的在建 LNG 项目.....	9
表 5: 欧洲采购美气和俄气的最低成本比较	9
表 6: 天然气板块重点关注个股.....	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048