

燃气 II 行业跟踪周报

降温将至美国气价上涨、库存提取欧洲气价下行

增持（维持）

2025 年 11 月 24 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**：降温将至美国气价上涨、库存提取欧洲气价下行。截至 2025/11/21, 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+18.9%/-1.7%/+3%/-0.1%/+6.7%至 1/2.6/2.9/2.9/2.9 元/方，海内外气价持平。

■ **供需分析**：1) 12 月天气即将转冷，美国天然气市场价格周环比+18.9%。截至 2025/11/14，储气量周环比-140 亿立方英尺至 39460 亿立方英尺，同比-0.6%。2) **提取库存**，欧洲气价周环比-1.7%。2025M1-8，欧洲天然气消费量为 2884 亿方，同比+4.6%。2025/11/13~2025/11/19，欧洲天然气供给周环比+12.3%至 82041GWh；其中，来自库存消耗 17327GWh，周环比+103.6%；来自 LNG 接收站 29748GWh，周环比+1.8%；来自挪威北海管道气 18755GWh，周环比-0.9%。2025/11/15~2025/11/21，欧洲燃气发电出力上升，欧洲日平均燃气发电量周环比+12.9%、同比+29.9%至 1435GWh。截至 2025/11/19，欧洲天然气库存 922TWh（891 亿方），同比-109.7TWh；库容率 80.71%，同比-9.2pct，周环比-1.5pct。3) **整体供应充足**，国内气价周环比-0.1%。2025M1-10，我国天然气表观消费量同比+0.7%至 3541 亿方，原因或为 2024 年冬季偏暖，影响了 2025M1-3 采暖用气需求。2025M1-10，产量同比+6.5%至 2171 亿方，进口量同比-6.3%至 1444 亿方。2025 年 10 月，国内液态天然气进口均价 3409 元/吨，环比-4.3%，同比-19.1%；国内气态天然气进口均价 2453 元/吨，环比-1.5%，同比-9%；天然气整体进口均价 3013 元/吨，环比-1.1%，同比-17.2%。截至 2025/11/21，国内进口接收站库存 384.38 万吨，同比-13.79%，周环比-0.21%；国内 LNG 厂内库存 55.52 万吨，同比-8.86%，周环比+0.16%。

■ **顺价进展**：2022~2025M10，全国 65%(189 个)地级及以上城市进行了居民顺价，提价幅度为 0.21 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方，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。

■ **投资建议**：展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等消除关税影响；以及涉及省内管输业务的公司管输费下调风险。1) **城燃降本促量、顺价持续推进**。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 4.7%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.8%) 【中国燃气】(25 股息率 5.9%) 【蓝天燃气】(25 股息率 5.3%) 【佛燃能源】(25 股息率 3.6%)；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。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】(25 股息率 3.7%) 【新奥股份】(25 股息率 5.6%) 【佛燃能源】；建议关注：【深圳燃气】。3) **美气进口不确定性提升**，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/11/21)

■ **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

《降温预期消化，美国气价回落、欧洲&中国气价微降》

2025-11-17

《天气转冷美国&欧洲气价上涨，中国供应充足气价微降》

2025-11-10

内容目录

1. 价格跟踪：降温将至美国气价上涨、库存提取欧洲气价下行	4
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	8
3. 重要公告	9
4. 重要事件	10
4.1. 美气进口关税税率由 140%降至 25%，美气回国经济性提升	10
4.2. 欧洲议会和欧盟成员国的谈判代表已暂时同意放宽欧盟的天然气储存目标	11
4.3. 《关于完善省内天然气管道运输价格机制促进行业高质量发展的指导意见》印发，助力形成“全国一张网”	11
5. 投资建议	12
6. 风险提示	13

图表目录

图 1:	2021/4-2025/11 海内外天然气价格指数	4
图 2:	国内外 LNG 价格对比	4
图 3:	美国周度供需 (十亿立方英尺/日)	5
图 4:	美国周度库存 (十亿立方英尺)	5
图 5:	2021-2025 年欧洲天然气消费量 (亿方)	5
图 6:	欧洲天然气供应结构(GWh)	5
图 7:	最近一年欧洲发电结构 (GWh/日, 周度数据, 截至 2025/11/21)	6
图 8:	2021/1-2025/11 欧盟周度天然气库存 (百万方)	6
图 9:	2021/4-2025/11 欧洲天然气库存量 (TWh)	6
图 10:	2021/4-2025/11 欧洲天然气库容率 (%)	6
图 11:	2021~2025 中国天然气表观消费量 (亿方)	7
图 12:	2021~2025 中国天然气产量 (亿方)	7
图 13:	2021~2025 中国天然气进口 (亿方)	7
图 14:	2020-2025 中国月度进口天然气均价 (元/吨)	7
图 15:	2020-2025 中国月度进口 LNG 均价 (元/吨)	8
图 16:	2020-2025 中国月度进口管道气均价 (元/吨)	8
图 17:	国内 LNG 库存 (万吨)	8
图 18:	2022-2025M10 居民调价情况	9
图 19:	盈利预测表 (估值日期 2025/11/21)	12
表 1:	2025/11/21 各地天然气价格及变动情况	4
表 2:	2025/11/17~2025/11/21 燃气公司重要公告	9
表 3:	美国 LNG 长协价格测算 (不含关税)	10
表 4:	美国 LNG 长协价格测算 (含 25%关税)	10

1. 价格跟踪：降温将至美国气价上涨、库存提取欧洲气价下行

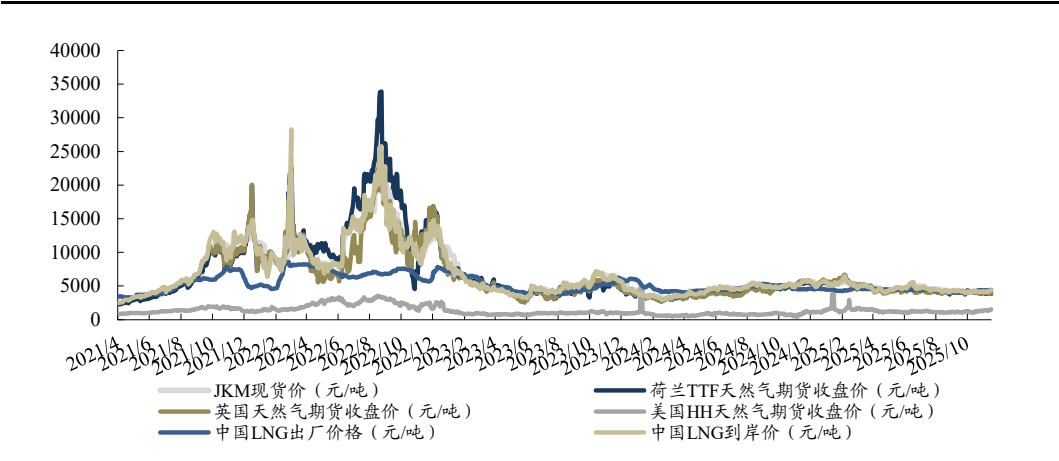
截至 2025/11/21,美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动+18.9%/-1.7%/+3%/-0.1%/+6.7%至 1/2.6/2.9/2.9/2.9 元/方，海内外气价持平。

表1：2025/11/21 各地天然气价格及变动情况

2025/11/21	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）	4351	4351	2.9	-0.1%	5.6%	-3.8%	-4.1%
中国LNG到岸价（美元/百万英热）	11.7	4350	2.9	6.7%	6.2%	-25.0%	-25.1%
布伦特原油期货结算价（美元/桶）	62.6	3292	/	-2.8%	2.0%	-17.6%	-43.3%
JKM现货价（美元/百万英热）	11.5	4330	2.9	3.0%	2.2%	-20.3%	-23.9%
欧洲现货价TTF（美元/百万英热）	10.3	3834	2.6	-1.7%	-6.7%	-32.3%	-32.1%
美国天然气期货收盘价（便士/撇姆）	78.8	3847	2.6	-4.0%	-5.6%	-34.8%	-34.2%
美国HH天然气现货价（美元/百万英热）	4.15	1545	1.0	18.9%	26.5%	11.8%	44.3%

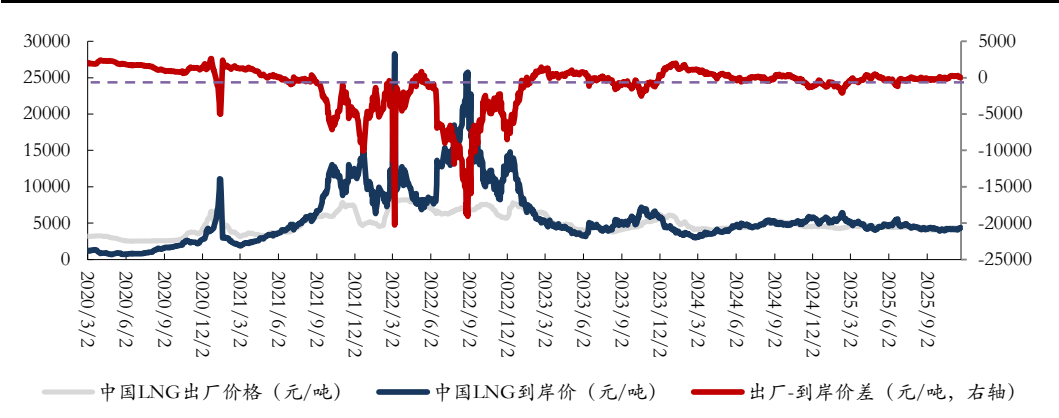
数据来源：ICE，Platts，NYMEX，东吴证券研究所

图1：2021/4-2025/11 海内外天然气价格指数



数据来源：ICE，Platts，NYMEX，东吴证券研究所

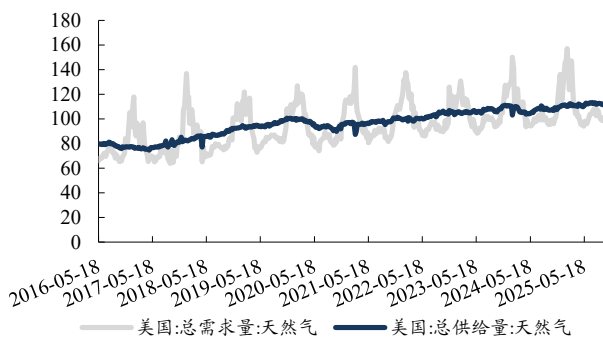
图2：国内外 LNG 价格对比



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

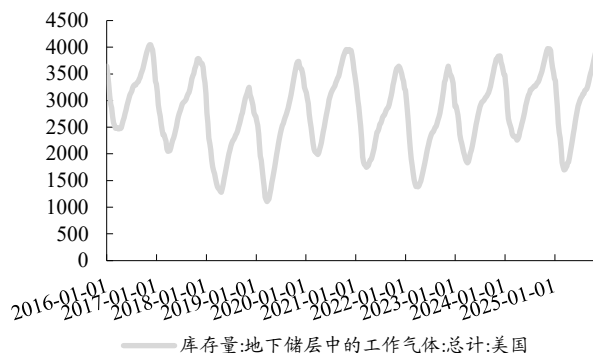
12月天气即将转冷，美国天然气市场价格周环比+18.9%。截至2025/11/14，储气量周环比-140亿立方英尺至39460亿立方英尺，同比-0.6%。

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

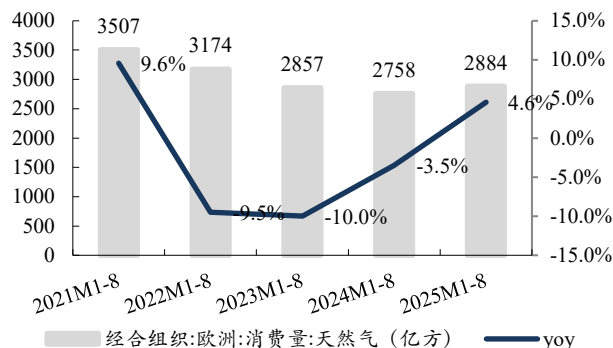
图4: 美国周度库存 (十亿立方英尺)



数据来源: EIA, 东吴证券研究所

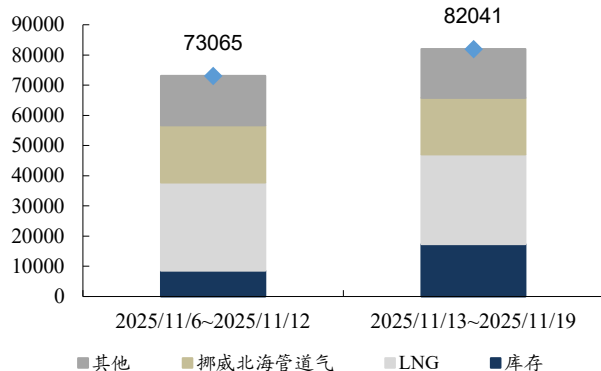
提取库存，欧洲气价周环比-1.7%。2025M1-8，欧洲天然气消费量为2884亿方，同比+4.6%。2025/11/13~2025/11/19，欧洲天然气供给周环比+12.3%至82041GWh；其中，来自库存消耗17327GWh，周环比+103.6%；来自LNG接收站29748GWh，周环比+1.8%；来自挪威北海管道气18755GWh，周环比-0.9%。2025/11/15~2025/11/21，欧洲燃气发电出力上升，欧洲日平均燃气发电量周环比+12.9%、同比+29.9%至1435GWh。截至2025/11/19，欧洲天然气库存922TWh（891亿方），同比-109.7TWh；库容率80.71%，同比-9.2pct，周环比-1.5pct。

图5: 2021-2025年欧洲天然气消费量 (亿方)



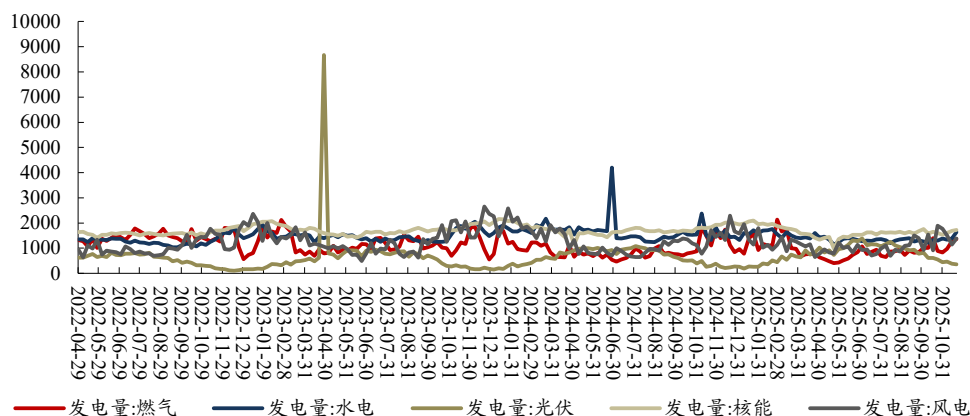
数据来源: IEA, 东吴证券研究所

图6: 欧洲天然气供应结构(GWh)



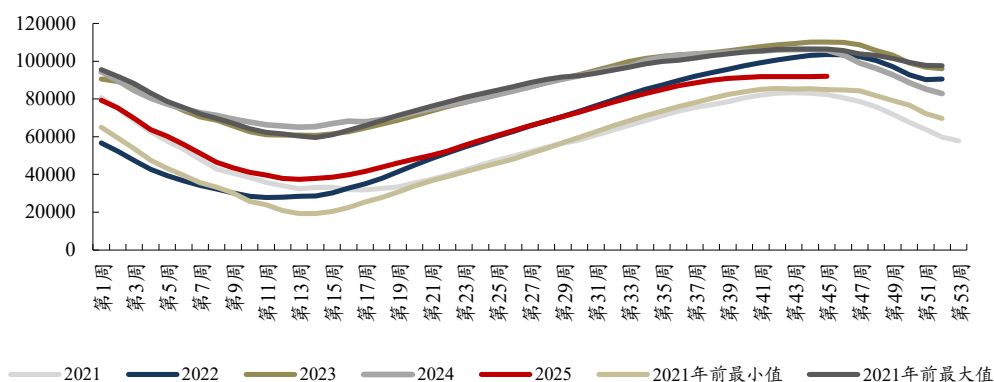
数据来源: ENTSOG, 东吴证券研究所

图7: 最近一年欧洲发电结构 (GWh/日, 周度数据, 截至 2025/11/21)



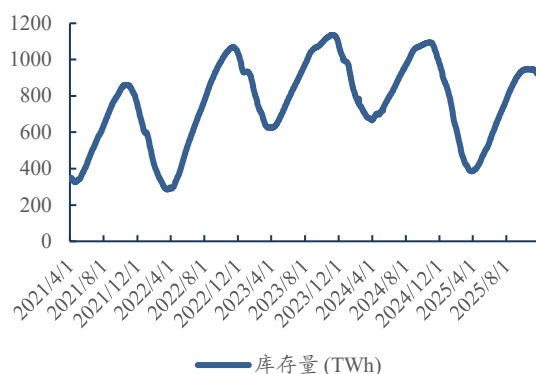
数据来源: 欧洲风能协会, 东吴证券研究所

图8: 2021/1-2025/11 欧盟周度天然气库存 (百万方)



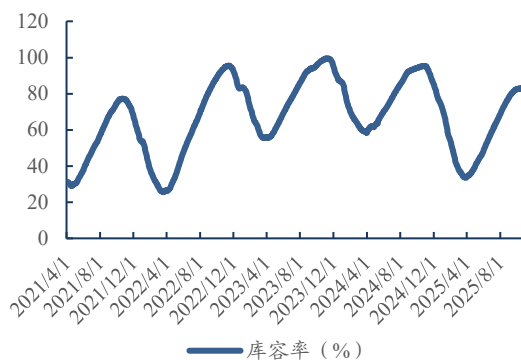
数据来源: Brugel, 东吴证券研究所

图9: 2021/4-2025/11 欧洲天然气库存量 (TWh)



数据来源: GIE, 东吴证券研究所

图10: 2021/4-2025/11 欧洲天然气库容率 (%)

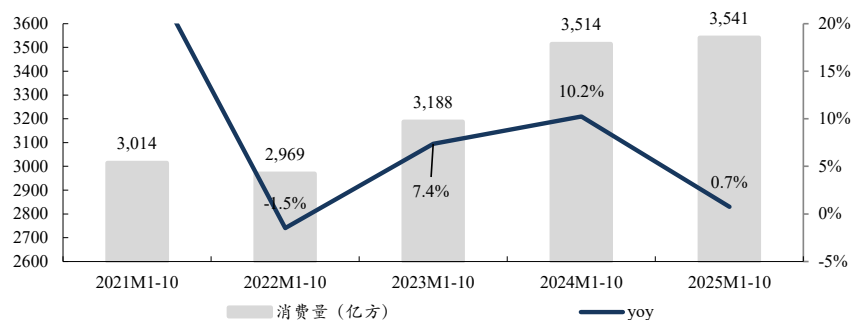


数据来源: GIE, 东吴证券研究所

整体供应充足, 国内气价周环比-0.1%。2025M1-10, 我国天然气表观消费量同比+0.7%至 3541 亿方, 原因或为 2024 年冬季偏暖, 影响了 2025M1-3 采暖用气需求。

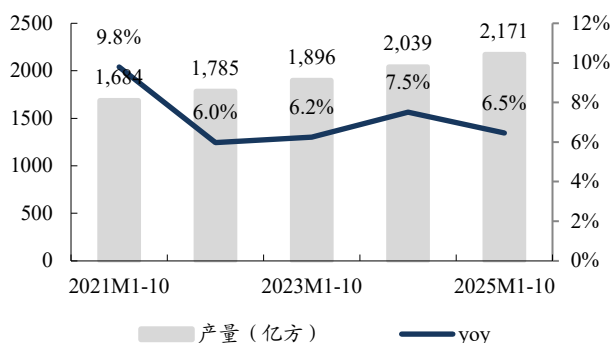
2025M1-10, 产量同比+6.5%至 2171 亿方, 进口量同比-6.3%至 1444 亿方。2025 年 10 月, 国内液态天然气进口均价 3409 元/吨, 环比-4.3%, 同比-19.1%; 国内气态天然气进口均价 2453 元/吨, 环比-1.5%, 同比-9%; 天然气整体进口均价 3013 元/吨, 环比-1.1%, 同比-17.2%。截至 2025/11/21, 国内进口接收站库存 384.38 万吨, 同比-13.79%, 周环比-0.21%; 国内 LNG 厂内库存 55.52 万吨, 同比-8.86%, 周环比+0.16%。

图11: 2021~2025 中国天然气表观消费量 (亿方)



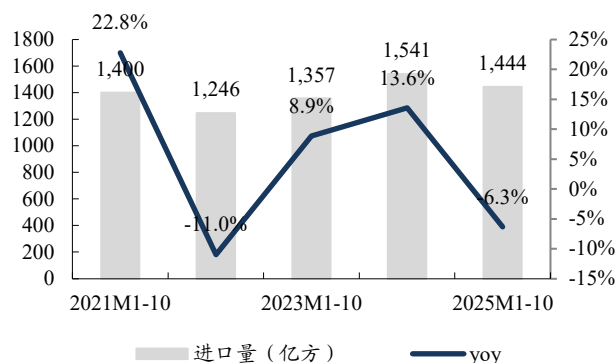
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2021~2025 中国天然气产量 (亿方)



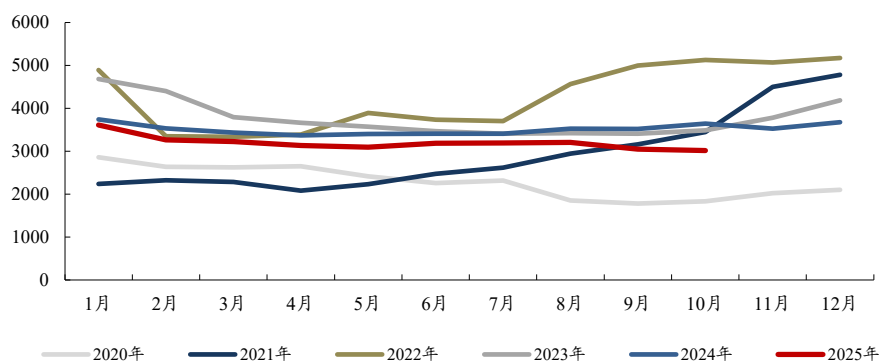
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2021~2025 中国天然气进口 (亿方)



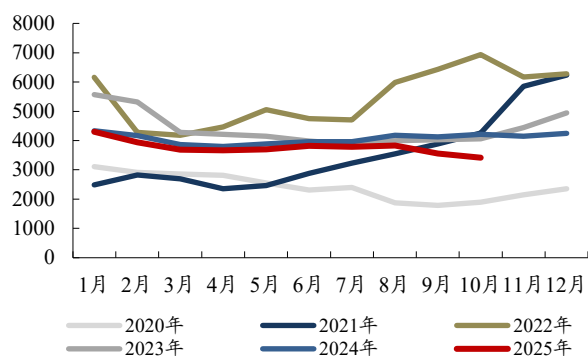
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2020-2025 中国月度进口天然气均价 (元/吨)



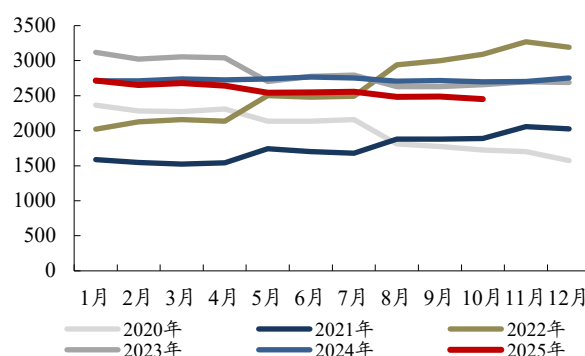
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图15: 2020-2025 中国月度进口 LNG 均价 (元/吨)



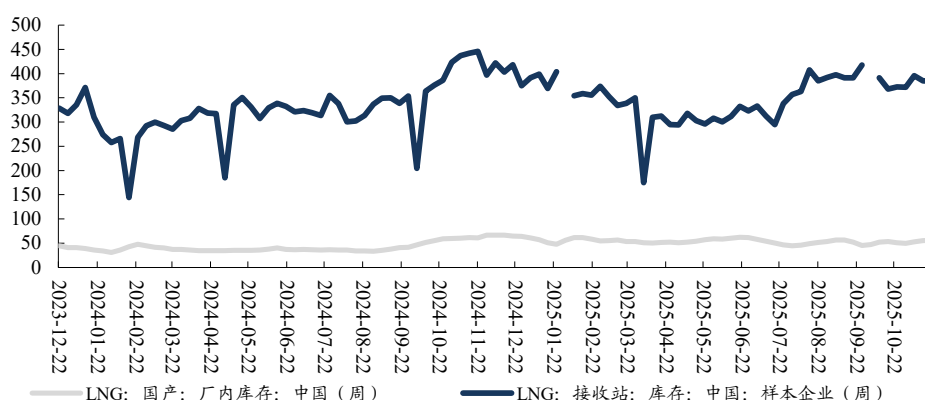
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图16: 2020-2025 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)

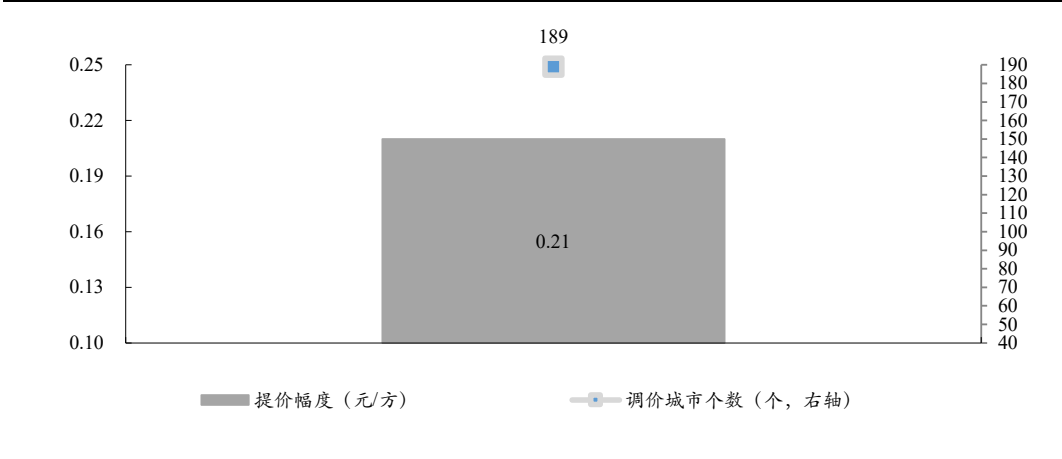


数据来源: 隆众石化, 东吴证券研究所

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

2022~2025M10, 全国 65%(189 个)地级及以上城市进行了居民顺价, 提价幅度为 0.21 元/方。2024 年龙头城燃公司价差在 0.53~0.54 元/方, 2025H1 普遍修复 0.01 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。

图18: 2022-2025M10 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: 2025/11/17~2025/11/21 燃气公司重要公告

日期	公司简称	公告类型	公告内容
11月18日	首华燃气	股权质押	<ul style="list-style-type: none">控股股东海德投资于 2025 年 11 月 14 日解除质押 23,000,000 股股份，占其持有股份的 84.51%，占公司总股本的 8.46%。截至公告日，公司控股股东及其一致行动人合计持股 47,310,150 股，占总股本 17.41%，累计质押 14,728,950 股，占总股本 5.42%。其中，吴海林、吴君亮分别质押其全部及 56.99%持股，其余股东（含海德投资）均无质押。本次解除后，海德投资质押清零，其余一致行动人质押情况未变。
11月19日	水发燃气	担保	<ul style="list-style-type: none">公司与中国光大银行鄂尔多斯分行签订《最高额保证合同》，为全资子公司鄂尔多斯市水发燃气有限公司提供 3,000 万元连带责任保证担保，用于其短期流动资金贷款。担保期限为债务履行届满之日起三年，本次担保无需反担保。
11月20日	天壕能源	股权质押	<ul style="list-style-type: none">天壕投资集团于 2025 年 11 月 19 日完成合计 15,670,000 股股份的解除质押，并同步质押 16,600,000 股，质押数量净增 930,000 股。本次操作后，其持股总数 130,951,823 股中，累计质押股份数量由 62,670,000 股增至 63,600,000 股，占其所持股份比例由 47.85%升至 48.57%，占公司总股本比例由 7.23%升至 7.35%。质押用途明确为“业务需要”，非补充质押，亦无限售股参与。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 重要事件

4.1. 美气进口关税税率由 140%降至 25%，美气回国经济性提升

2025/2/4，国务院关税税则委员会发布关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告。《公告》提到自 2025 年 2 月 10 日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中，对液化天然气加征 15%关税。2025/4/2，经国务院批准，自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34%关税，随后进一步宣布增加到 140%。2025/5/12 商务部发布中美日内瓦经贸会谈联合声明指出修改税委会公告 2025 年第 4 号规定，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施、10%关税保留，并取消第 5、6 号对这些商品的加征关税。美气进口关税税率由 140%降至 25%。2025/8/12 宣布继续维持 25%关税税率 90 天。2025/11/10 起继续维持 25%关税税率一年。

参考入库报告《自 2/10 起对美 LNG 加征 15%关税，美 LNG 进口占比有限，加关税后仍具成本优势》，2024 年美国 LNG 长协到达沿海地区终端用户的成本叠加 25%关税将达 2.80 元/方，在沿海地区仍具 0.08~0.55 元/方的价格优势，价格优势显现。2024 年中国自美国进口 LNG 约 416 万吨，占 LNG 进口总量约 5.4%，占全国表观消费量约 1.4%；占比较小，对整体供给影响有限。

表3：美国 LNG 长协价格测算（不含关税）

美国HH气价（美元/百万英热）	2.45
长协提货价（美元/百万英热）	5.32
运费（美元/百万英热）	1.62
港口杂费等（美元/百万英热）	0.51
美国LNG长协到中国口岸价格（美元/百万英热）	7.45
美国LNG长协到中国口岸价格（元/方）	1.91
进口税	0.17
关税（元/方）	0.00
关税税率	0.0%
消费税（元/方）	0.00
消费税税率	0.0%
增值税（元/方）	0.17
增值税税率	9.0%
实际应征增值税（元/方）	0.09
增值税返还（元/方）	0.08
进口税后成本（元/方）	2.00
接收站处理费（元/方）	0.26
管道运费（元/方）	0.07
到终端成本价（元/方）	2.33

注：美国 LNG 到岸价格=1.15*HH+2.5+船运费，1.15*HH+2.5 为美国资源离岸价格、包括生产商合理利润以及液化费用，船运费为从美国运回国内的运输费（根据 Fearnleys 数据，2021-2024 年 16 万方的 LNG 运输船平均租金为 10 万美元/日，按照美国至亚洲的船运（往返）周期 60 天、一吨 LNG=52.6 百万英热来计算，运费为 1.62 美元/百万英热）；美元兑人民币汇率 7.2；到岸价格超过 0.99 元/方的部分可以退增值税；接收站处理费采用 2022 年底完工的 24 个接收站处理费平均值（不

表4：美国 LNG 长协价格测算（含 25%关税）

美国HH气价（美元/百万英热）	2.45
长协提货价（美元/百万英热）	5.32
运费（美元/百万英热）	1.62
港口杂费等（美元/百万英热）	0.51
美国LNG长协到中国口岸价格（美元/百万英热）	7.45
美国LNG长协到中国口岸价格（元/方）	1.91
进口税	0.69
关税（元/方）	0.48
关税税率	25.0%
消费税（元/方）	0.00
消费税税率	0.0%
增值税（元/方）	0.21
增值税税率	9.0%
实际应征增值税（元/方）	0.09
增值税返还（元/方）	0.13
进口税后成本（元/方）	2.47
接收站处理费（元/方）	0.26
管道运费（元/方）	0.07
到终端成本价（元/方）	2.80

注：关税按照 25%测算
数据来源：ICE，Platts，NYMEX，同花顺，东吴证券研究所

包含管输费) 0.26 元/方; 管输费按照国家管网集团的加权价格标准 0.024 元/方/百公里, 距离按照沿海地区 300 公里测算。

关税按照 0% 测算

数据来源: ICE, Platts, NYMEX, 同花顺, 东吴证券研究所

4.2. 欧洲议会和欧盟成员国的谈判代表已暂时同意放宽欧盟的天然气储存目标

欧洲议会能源委员会 4/24 支持欧盟成员国关于为天然气储存目标提供更大灵活性的提议。欧盟正在寻求更大的灵活性, 在每年冬天之前完成目标, 以避免供应短缺和价格飙升。欧盟寻求延长各国在冬季 (11 月 1 日) 前应达到 90% 满库的期限。

欧洲议会和欧盟成员国的谈判代表已暂时同意放宽欧盟的天然气储存目标, 允许 90% 的满储存目标偏离 10 个百分点。各国也将有更长的时间来实现 90% 的目标, 而不是目前设定的 11 月 1 日的最后期限。2025 年 6 月 24 日, 欧盟成员国达成一项协议, 在天然气储存目标方面将给予成员国更多灵活性。

数据来源: https://www.sohu.com/a/903600782_121175516

4.3. 《关于完善省内天然气管道运输价格机制促进行业高质量发展的指导意见》印发, 助力形成 “全国一张网”

2025 年 8 月 1 日, 国家发展改革委、国家能源局印发了《关于完善省内天然气管道运输价格机制促进行业高质量发展的指导意见》。该政策旨在加强自然垄断环节价格监管, 提升天然气管道运输效率, 促进行业高质量发展。

《意见》提到, 省内各级天然气管道 (不含企业内部自用管道) 运输价格由省级发展改革部门制定, 原则上不再下放定价权限; 对于已纳入国家统一定价的跨省天然气管道系统省内段及配套支线, 省级发展改革部门不再重复定价, 助力形成 “全国一张网”。有助于规范定价管理, 避免多头定价和价格混乱。《意见》统一规范定价模式, 按照 “准许成本加合理收益” 的方法核定省内天然气管道运输价格, 通过严格成本监审, 确定准许成本、准许收益和输气量等因素来核定价格。明确天然气管道资产折旧年限原则上为 40 年, 准许收益率不高于 10 年期国债收益率加 4 个百分点, 核定输气量应设置不低于 50% 的最低负荷率等定价参数。同时, 价格监管周期原则上为 3 年, 若监管周期内相关资产、成本、输气量等发生重大变化, 可提前校核, 使价格更能反映成本和市场情况, 既保障企业合理收益, 又防止价格过高。此前各省的定价原则为准许收益率不高于 7%/8%, 最低负荷率 50%/60%, 按照 2025 年 11 月 21 日的 10 年期国债收益率 (1.82%) 计算, 新标准的准许收益率上限和最低负荷率均高于各省现有水平, 体现出降管输费、放低负荷率要求的趋势。

数据来源: https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/tzgg/202508/t20250801_1399578.html

5. 投资建议

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。2/10起关税由0%变为15%；4/10起，继续加征34%关税，合计加征49%关税，随后进一步宣布增加到140%；2025/5/12商务部发布中美日内瓦经贸会谈联合声明，美气进口关税税率由140%降至25%；8/12宣布继续维持25%关税税率90天。加征关税主要影响具备美国气源的公司，如新奥股份，需关注后续公司的美国长协是否可通过转口等方式达到预期价差。

1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25股息率4.7%) 2024年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25股息率4.8%)【中国燃气】(25股息率5.9%)【蓝天燃气】(25股息率5.3%)【佛燃能源】(25股息率3.6%)；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。

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】(25股息率3.7%)【新奥股份】(25股息率5.6%)【佛燃能源】；建议关注：【深圳燃气】。

3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期2025/11/21)

图19：盈利预测表（估值日期2025/11/21）

股票代码/简称	企业性质	股价 (元/股、港币/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) / year				归母净利润 货币单位	PE			2024年分红能力评估				分红比例/金额预测				股息率预测		
					2024	2025E	2026E	24-26CAGR		2024	2025E	2026E	分红比例	分红提升空间	股息率	资本开支/总资产	自由现金流/净资产	2025E	2026E	预期依据	2025E	2026E	
0135.HK	昆仑能源	中央国有企业	7.26	629	港元	59.68	68.61	63.41	3%	人民币	9.60	9.44	9.02	44.8%	63%	4.7%	4%	108%	45%	46%	2025年承诺核心净利润分红比例提升且45%	4.8%	5.1%
2688.HK	新奥能源	民营企业	69.25	783	港元	59.87	70.80	74.16	11%	人民币	11.91	10.06	9.62	52.0%	7%	4.3%	7%	59%	47%	50%	2024年核心净利润分红比例44%，假设每年提升2-4ppt至50%	4.7%	5.2%
0384.HK	中国燃气	公众企业	8.46	461	港元	32.52	34.77	37.26	7%	港元	14.17	13.26	12.37	85.3%	80%	5.9%	4%	166%	27.20	27.20	东吴假设保证每股0.5港元的分红	5.9%	5.9%
1193.HK	华润燃气	中央国有企业	21.02	486	港元	40.88	37.28	39.73	-1%	港元	11.90	13.05	12.24	53.8%	12%	4.5%	3%	65%	21.98	21.98	公司指引2025年分红金额不下滑	4.5%	4.5%
1083.HK	港华智慧能源	外资企业	3.81	140	港元	16.06	16.80	17.29	4%	港元	8.71	8.33	8.09	41.2%	-13.4%	5.0%	7%	-93%	/	/	无明确指引	/	/
605368.SH	蓝天燃气	民营企业	9.5	68	人民币	5.03	3.01	3.03	-22%	人民币	13.49	22.55	22.41	126.9%	33%	9.5%	3%	72%	3.61	3.64	公司承诺2023-2025年分红比例不低于70%；若于公司申报超分派金额分红金额比例不低于120%	5.3%	5.4%
605090.SH	九丰能源	民营企业	33.25	231	人民币	-17.0%	-40.2%	0.7%		人民币	13.73	14.85	12.84	46.3%	-38%	3.7%	18%	-41%	8.50	10.00	2024-2027年分红金额承诺	3.7%	4.3%
600803.SH	新奥股份	民营企业	20.3	629	人民币	16.84	15.57	18.01	3%	人民币	13.73	14.85	12.84	46.3%	-38%	3.7%	18%	-41%	8.50	10.00	2024-2027年分红金额承诺	3.7%	4.3%
002911.SZ	佛燃能源	地方国有企业	12.08	157	人民币	49.93	51.47	55.32	11%	人民币	13.99	12.22	11.39	70.9%	24%	5.1%	6%	95%	35.31	50%	25年每股分红1.14元，26年不低于50%	5.6%	4.4%
					人民币	-36.6%	14.6%	7.3%		人民币	18.39	17.99	17.02	73.0%	48%	4.0%	3%	121%	65%	65%	25-27年分红比例65%	3.6%	3.8%
					人民币	1.0%	2.2%	5.5%	4%	人民币	18.39	17.99	17.02	73.0%	48%	4.0%	3%	121%	65%	65%	25-27年分红比例65%	3.6%	3.8%
601139.SH	深圳燃气	地方国有企业	6.57	189	人民币	14.57	14.44	16.03	3%	人民币	12.97	13.09	11.79	31.6%	-34%	2.4%	7%	2%	/	/	无明确指引	/	/
					人民币	1.2%	-0.9%	11.0%	5%	人民币													

注：昆仑能源、新奥能源、中国燃气、华润燃气、蓝天燃气、新奥股份、九丰能源、佛燃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=0.91 元人民币（2025/11/21）。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 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>