



Research and
Development Center

气价下行期关注港股城燃投资价值

——天然气行业 2026 年度策略报告

2025 年 12 月 8 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

公用事业行业

投资评级 看好

上次评级 看好

气价下行期关注港股城燃投资价值

——天然气行业 2026 年度策略报告

2025 年 12 月 8 日

本期内容提要：

- **供需格局：全球：北美产能逐步释放，需求“西强东弱”。**2025 年至今全球天然气供需在时间上呈现“前紧后松”，空间上呈“西强东弱”格局。供应端，LNG 产能稳步释放，美国出口大幅领跑，全球 LNG 供应进一步向北美和中东集中。需求端，亚洲市场基本面偏弱，LNG 进口大幅缩减，中国贡献主要缩量。欧洲市场管道气替代需求强劲，LNG 进口高增。价格方面，全年呈现“前高后低”态势，并存在“欧洲溢价”重现、出口推动下美国 HH 气价中枢系统性上移等结构性变化。展望 2026-2029 年，随着美国、卡塔尔等国新增液化产能的密集投放，全球天然气市场将进一步转为买方市场，欧亚气价中枢有望进一步下移。**国内：俄气放量挤占 LNG 进口，价格回落驱动需求逐季改善。**供应端国产气稳步增产，中俄东线爬坡带动进口管道气量同比增长，LNG 进口量受高价抑制，天然气对外依存度有所降低。需求端呈现“前低后高、逐季修复”态势，中国石化经济技术研究院预计，2025 年全年我国天然气表观消费量同比增长 1.2%。
- **城燃营收结构变化：接驳红利退潮、主业存量竞争与新增长动能。**近年来城燃公司营收结构正经历深刻变化：1) 受房地产下行影响，接驳业务收入和利润占比断崖式下降，风险逐步释放；2) 天然气消费总量增速放缓，售气主业进入存量竞争。3) 综合能源等新业务成为第二增长点。在此背景下，各家城燃公司由于自身特征，在各类风险和机遇里的暴露程度不一，应对策略既有共性也有差异。接驳方面，中国燃气风险暴露最快但也最先释放，华润燃气一二线城市核心城市以及集团地产协同带来的韧性使其风险暴露缓慢，新奥发力战略转型主动压缩接驳占比，当前接驳风险敞口适中。新业态方面，新奥在综合能源方面发力早、扩张快、业务经验丰富，中燃在增值服务方面具备较强优势。**构建自主资源池成行业共识，下游聚焦各有侧重。**在经历 2022-2023 年高气价、供需紧张的天然气市场后，为降低对传统三大油气源的依赖，并在未来气价下行周期中获取更大的成本优势和贸易套利空间，构建自主、多元的资源池，已从可选项逐渐变为行业共识。新奥能源自主资源池构建走在市场最前列，中国燃气、华润燃气加紧布局。2026-2027 年随着一批海外长协 LNG 的集中落地，各家自有资源池有望进一步巩固、成本结构和盈利弹性有望重塑。下游需求方面，高端工业用气、电厂用气或成未来几年我国天然气需求的主要驱动力。竞争优势及战略选择塑造各家下游用气结构差异，昆仑、新奥聚焦工商业，华润商业基础最好，中燃居民占比最大。
- **未来演化趋势：买方市场重塑竞争，降本红利释放弹性。**当前天然气市场环境正经历从卖方市场向买方市场的转变，在此背景下，我们推测国内城燃公司可能面临的市场变化为：1) 上游市场化气源采购成本下降；2) 下游市场竞争加剧，其中拥有议价能力的大工业及电厂用户可能会要求更低的价格，终端售价承压；3) 同时成本下降或将释放部分价格敏感性需求；4) 此外，气价下行期也为居民顺价创造了窗口期，居民顺价及气价市场化改革有望推进。我们认为，受益于其前瞻性布局的上游资源池，新奥能源有望成为本轮市场转变中，准备相对充分、受益较为直接的公司；中国燃气是未来 2-3 年基本面反转逻辑较强、具备向上弹性的公司，核心机遇在于其较高的居民用气占比及较大规模的长协；相较之下，华润燃气有望延续其稳健、防御的特色，确定性高但弹性不足，而昆仑能源的商业模式在新的买方市场环境下或将面临挑战。此外，我们认为，随着居民顺价进度过半，

李春驰 电力公用联席首席分析师
执业编号：S1500522070001
联系电话：010-83326723
邮箱：lichunchi@cindasc.com

唐婵玉 电力公用行业分析师
执业编号：S1500525050001
邮箱：tangchanyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编：100031



未来 1-2 年内城燃公司更多享受到的将是成本下降带来的利润空间。在新业务方面，城燃公司在“综合能源+虚拟电厂”及“氢能系统”方面具备优势，存在较大想象空间。

- **估值：长期配置价值突出，气价下行期关注城燃投资机遇。**随着高接驳红利时代的结束，城燃行业估值逻辑已从成长性向类债型资产转变，行业 PE 中枢已从成长期的 15-20 倍下移至稳健期的 8-12 倍。当前 H 股城燃公司股息率呈上升趋势（2024 年平均约 4.9%），且资本开支下降、经营性现金流趋稳。我们认为，在盈利修复和分红提升的双重驱动下，城燃资产具备长期配置价值。
- **投资建议：**在全球天然气供需格局逐步转向买方市场的背景下，我们预计 2026 年起气价中枢有望下移，为国内城燃公司带来成本红利，并释放价格敏感性需求。同时，居民顺价及气价市场化改革也有望进入窗口期，共同推动行业盈利修复。我们认为，城燃公司已进入类债估值时代，具备长期配置价值，建议关注气价下行周期的城燃板块机遇。**相关标的：H 股：新奥能源**（自主资源池布局领先，成本弹性较强）、**中国燃气**（困境反转，居民顺价及低价长协落地带来高弹性）、**华润燃气**（经营稳健，接驳拖累边际减弱）、**昆仑能源**。**A 股：新奥股份、佛燃能源、深圳燃气。**
- **风险因素：**经济增速不及预期等因素导致下游天然气消费需求疲弱；上游 LNG 液化产能投产进展不及预期；地缘政治风险导致 LNG 供应受阻；全球油气价格大幅上涨；居民顺价政策不及预期等。

目录

一、2025 年天然气行业供需复盘与展望.....	6
1.1 全球：北美产能释放重塑供应，需求格局“西强东弱”.....	6
1.2 国内：俄气放量挤占 LNG 进口，价格回落驱动需求逐季改善.....	8
二、城燃收入结构多元化，新业务快速增长.....	10
1.1 城燃主业售气业务：总量增速放缓、存量竞争加剧，价差进入修复通道.....	11
1.2 贸易气：强大的气源优势以及优质的服务能力成为贸易气的重要竞争力.....	15
1.3 接驳：地产下行带动接驳业务结构性萎缩，各家风险敞口不一.....	17
1.4 其他业务：发力综合能源、增值服务，聚焦城燃新业态.....	19
三、构建自主资源池成行业共识，下游聚焦各有侧重.....	21
3.1 气源结构：构建自主多元的资源池已从可选经营策略变为行业共识.....	21
3.2 下游需求：竞争优势及战略选择塑造各家下游用气结构差异.....	22
四、四大城燃在行业环境转变下的演化趋势.....	24
4.1 新奥有望受益于气源价格下降，中燃有望困境反转，昆仑核心优势面临削弱.....	24
4.2 城燃公司在“综合能源+虚拟电厂”及“氢能系统”方面存在较大想象空间.....	27
五、投资策略：长期配置价值突出，气价下行期关注城燃投资机遇.....	27
5.1 稳定回报的基础——分红与自由现金流.....	27
5.2 高增长到稳健阶段的 PE 中枢.....	28
5.3 气价下行周期关注城燃投资机遇.....	29
风险因素.....	29

表目录

表 1：三大城燃长协气源表.....	17
表 2：四大城燃市场化气源占比及分析.....	21
表 3：四大城燃战略定位与区域布局.....	24
表 4：三家城燃新增长协毛利空间测算.....	26
表 5：可比公司估值表.....	29

图目录

图 1：2010-2024 年全球天然气产量及增速（亿方）.....	6
图 2：2024H1-2025H1 全球主要天然气出口国天然气产量及增速（亿方）.....	6
图 3：2010-2024 年全球 LNG 出口量及增速（亿方）.....	6
图 4：2024H1-2025H1 全球主要 LNG 出口国 LNG 出口量及增速（亿方）.....	6
图 5：2024-2025 年中国 LNG 进口量占天然气总进口量的比重.....	7
图 6：2024-2025 年欧盟 LNG 进口量占天然气总进口量的比重.....	7
图 7：2020-2026E 全球分区域天然气需求增长（bcm）.....	8
图 8：2020-2026E 亚洲各国天然气需求增长（bcm）.....	8
图 9：2025-2030 年全球新增 LNG 液化产能（万吨/年）.....	8
图 10：2024-2025 年全球三大天然气市场价格（美元/百万英热）.....	8
图 11：2011-2025M1-9 我国天然气表观消费量（亿方）.....	9
图 12：2015-2025M1-9 我国天然气供应结构及对外依存度（亿方）.....	9
图 13：中国 LNG 到岸价（美元/百万英热）.....	10
图 14：中国 LNG 出厂价格全国指数（元/吨）.....	10
图 15：2013-2024 年昆仑能源营收结构.....	11
图 16：2013-2024 年华润燃气营收结构.....	11
图 17：2013-2024 年新奥股份营收结构.....	11
图 18：2013-2024 年中国燃气营收结构.....	11
图 19：2013-2024 年四大城燃售气业务营收（亿元）.....	12
图 20：2013-2024 年四大城燃售气业务营收占比.....	12
图 21：2010-2025H1 全国天然气表观消费量（亿方）.....	13
图 22：2014-2024 年四大城燃售气量增速.....	13
图 23：2022-2024 年全国天然气表观消费量增速 vs 四大城燃售气量增速.....	13
图 24：四大城燃购销价差（元/方）.....	14
图 25：2013-2024 年四大城燃采购成本（元/方）.....	15
图 26：2013-2024 年四大城燃销售价格（元/方）.....	15
图 27：2013-2024 年四大城燃购销价差（元/方）.....	15
图 28：2019-2024 年四大城燃销气业务营收及增速（亿元）.....	15

图 29: 2013-2024 年三家城燃贸易气量 (亿方)	16
图 30: 2018-2024 年三家城燃贸易气量增速	16
图 31: 2011-2024 年全国新开工房屋面积及四大城燃接驳业务收入平均增速	18
图 32: 2013-2024 年四大城燃接驳收入占比	19
图 33: 2013-2024 年四大城燃接驳利润占比	19
图 34: 昆仑、新奥、中燃城燃项目地区分布 (截至 2023 年底)	19
图 35: 2024 年四家城燃收入结构对比	20
图 36: 2024 年四家城燃毛利/业绩结构对比	20
图 37: 2013-2024 年新奥、华润综合能源营收及占比 (亿元)	20
图 38: 2013-2024 年新奥、中燃增值业务营收及占比 (亿元)	20
图 39: 新奥、中燃、华润 2024、2027E 海外 LNG 长协变化预计 (万吨)	22
图 40: 2022-2024 年我国天然气下游消费结构	23
图 41: 2022-2024 年我国发电用电量 (亿方) 及增速	23
图 42: 2024 年四大城燃下游需求结构	24
图 43: 2013-2024 年四大城燃居民用气占比	24
图 44: 2013-2024 年城燃商业用气占比	24
图 45: 2013-2024 年城燃工业用气占比	24
图 46: 2016-2024 年三家城燃采购成本对比 (元/方)	26
图 47: 2016-2024 年三家城燃价差对比 (元/方)	26
图 48: 2013-2024 年四家城燃股息率对比	28
图 49: 2013-2024 年四家城燃分红比例对比	28
图 50: 2013-2024 年四家城燃自由现金流对比 (亿元)	28
图 51: 2015-2025 年三家城燃 PE 趋势 (截至 2025/12/2)	28

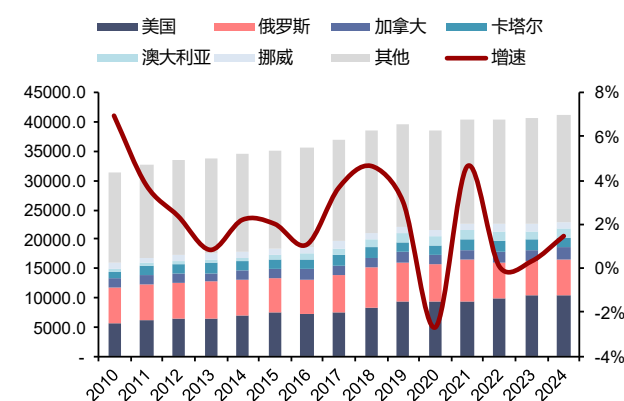
一、2025 年天然气行业供需复盘与展望

1.1 全球：北美产能释放重塑供应，需求格局“西强东弱”

全球天然气产量主要出口国增减不一。2025 年上半年，主要出口国天然气产量增减不一，其中美国在 LNG 出口增长的带动下，实现天然气产量 5465.51 亿方，同比增长 2.7%，加拿大和卡塔尔产量同比实现 2.4%、3.5% 的增长，受气田品位下降、检修维护等因素的影响，澳大利亚、挪威产量有所下滑。

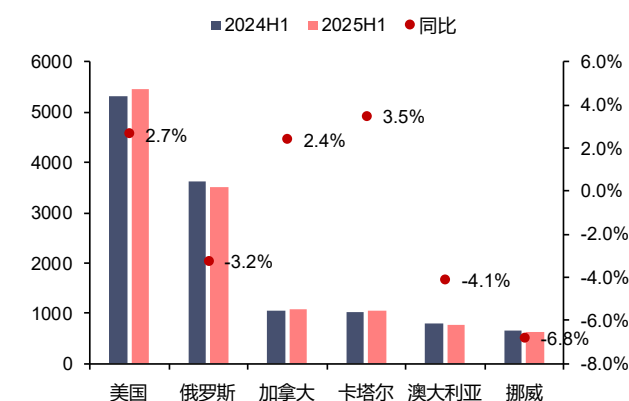
液化产能稳步释放，美国 LNG 出口大幅领跑，全球 LNG 供应进一步向北美和中东集中。2025 年前三季度，美国 Plaquemines LNG Phase 1、Corpus Christi Stage 3 以及加拿大 LNG Canada 等全球多个大型 LNG 液化设施陆续投产或试运行，为出口量的增长提供了坚实支撑。2025 年前三季度，全球 LNG 累计出口量 3.2 亿吨，同比增加 4%。其中，上半年美国在 LNG 出口设施投产的推动下，出口量实现 19.4% 的大幅增长，累计出口量达 728.2 亿方，稳居全球 LNG 供应首位；卡塔尔既有装置维持高负荷运行，出口量稳健增长 7.6%，达到 719.7 亿方；澳大利亚、马来西亚等国受原料气供应受限及设备检修影响，LNG 出口量出现不同程度下滑。

图 1：2010-2024 年全球天然气产量及增速（亿方）



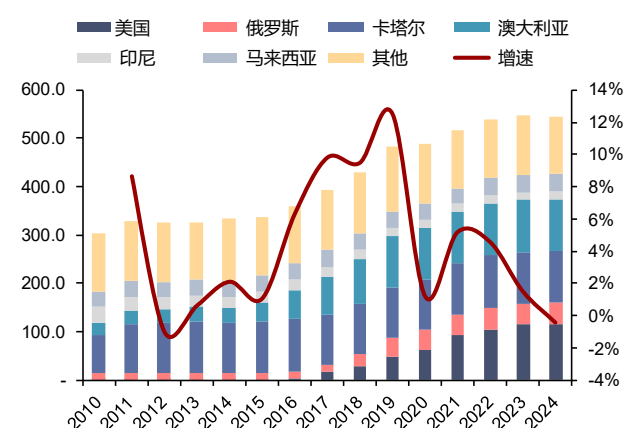
资料来源：EI，信达证券研发中心

图 2：2024H1-2025H1 全球主要天然气出口国天然气产量及增速（亿方）



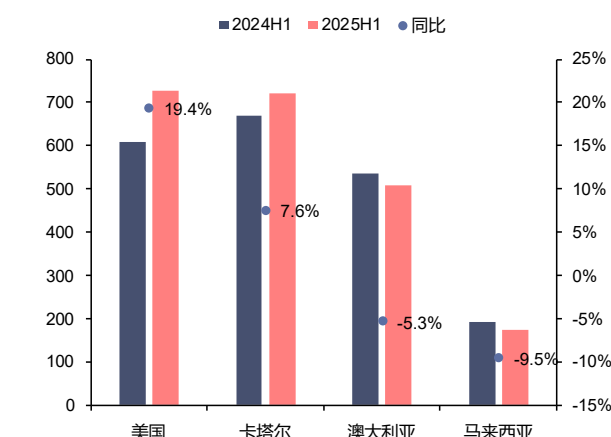
资料来源：Jodi-Gas，信达证券研发中心

图 3：2010-2024 年全球 LNG 出口量及增速（亿方）



资料来源：EI，信达证券研发中心

图 4：2024H1-2025H1 全球主要 LNG 出口国 LNG 出口量及增速（亿方）



资料来源：Jodi-Gas，信达证券研发中心

2025 年至今全球天然气供需在时间上整体呈现“前紧后松”的态势，空间上呈现“西强东

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

弱”的格局。

2025 年至今供需格局具备两大结构性变量：

1) 俄罗斯管道气“西退东进”带来 LNG 的流向变化。2025 年年初，俄乌过境管线合同到期及潜在的中断风险，迫使欧洲加大 LNG 进口以弥补管道气缺口；同时中俄东线管输量同比大幅增长，这一结构性增量部分抵消了中国对现货 LNG 的进口需求。

2) 亚欧市场价格敏感度差异带来价格机制的挤出效应。受欧洲补库，美国寒冬等因素影响，上半年欧美市场需求强劲，将全球 LNG 价格支撑在相对高位。亚洲作为价格敏感型市场（尤其是工业和发电部门），价格承受能力弱，导致中国、印度、泰国等国的需求被抑制。

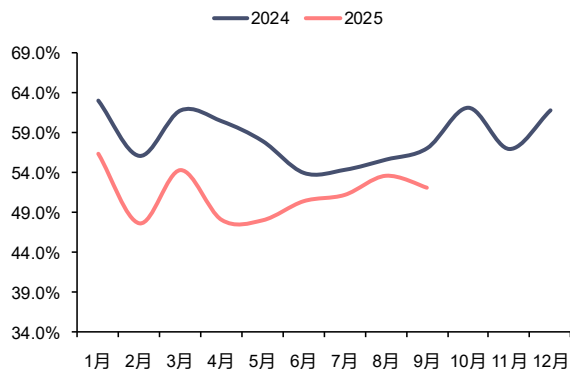
分区域来看，2025 年前三季度，欧洲刚性补库，亚洲需求受高价抑制。

亚洲市场：基本面偏弱，LNG 进口大幅缩减，中国贡献主要缩量。继 2024 年强劲增长 5.5% 后，IEA 预计 2025 年前三季度亚洲天然气需求增长下降 0.5%。需求下滑主要集中在上半年，受宏观经济状况疲软、LNG 现货价格相对较高、中国暖冬、以及发电用气量的下降的影响。2025 年前三季度，亚洲地区累计进口 LNG 2.0 亿吨，同比减少 5%。其中，中国国产气与中俄东线进口气增量替代作用明显，LNG 进口大幅下降 17%，LNG 进口量占总进口量中的比重从 57.8% 降至 51.3%，同比下降 6.5pct；日本重启核电及节能措施持续压制气电需求，前三季度累计进口 4881 万吨，同比减少 3%；韩国累计进口 3586 万吨，同比增加 6%，表现相对坚挺。与此同时，印度等亚洲新兴市场价格敏感性凸显，受高气价及夏季气温偏低等影响，印度前 8 个月天然气消费总量下降 6%，前三季度 LNG 进口量同比减少 7%。

欧洲市场：替代需求强劲，LNG 进口高增。2025 年 1-44 周（截至 2025 年 11 月 2 日），欧盟天然气消费量 2542.5 亿方，同比增长 6.2%。其中，由于年初起俄罗斯经乌克兰的管道气停运，欧盟加大 LNG 进口以弥补管道气缺口，2025 年 1-44 周欧盟进口 LNG 合计 1209.8 亿方，同比增长 29.5%，同时进口管道气 1436.4 亿方，同比下降 7.7%。欧盟天然气进口结构中，LNG 占比从 2024 年的 60% 大幅提升至 2025 年的 84.2%，提升 24.2pct。

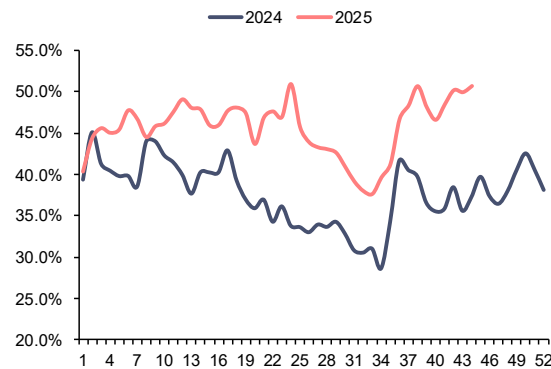
展望 2026 年，IEA 预计全球液化天然气供应预计将强劲增长 7%，主要受美国、加拿大和卡塔尔的推动，在供给端放量的背景下，预计 2026 年全球天然气消费量增长将由 2025 年的约 1% 提升至 2%。其中，受益于 LNG 价格中枢下移带来的弹性，亚太地区的天然气需求有望增长近 5%，约占全球天然气需求增长的一半，恢复其全球天然气增量的主力拉动作用。

图 5：2024-2025 年中国 LNG 进口量占天然气总进口量的比重

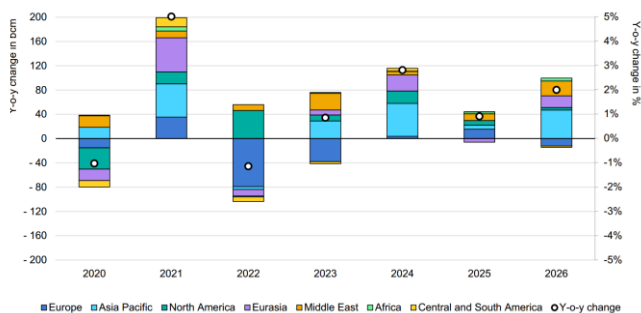


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

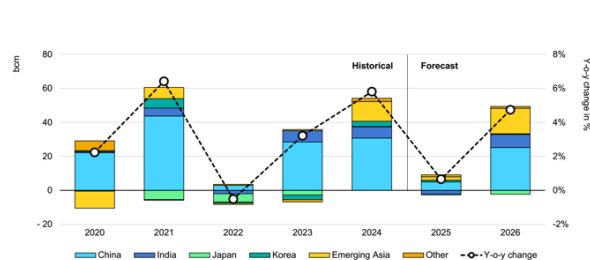
图 6：2024-2025 年欧盟 LNG 进口量占天然气总进口量的比重



资料来源：Bruegel，信达证券研发中心

图 7：2020-2026E 全球分区域天然气需求增长（bcm）


资料来源：IEA，信达证券研发中心

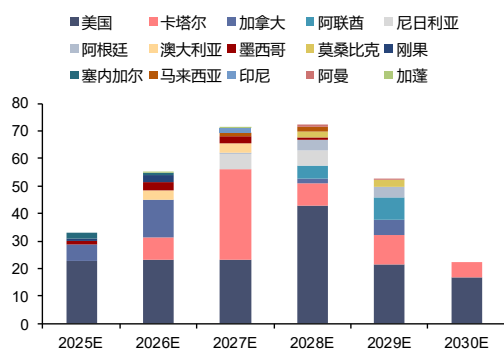
图 8：2020-2026E 亚洲各国天然气需求增长（bcm）


资料来源：IEA，信达证券研发中心

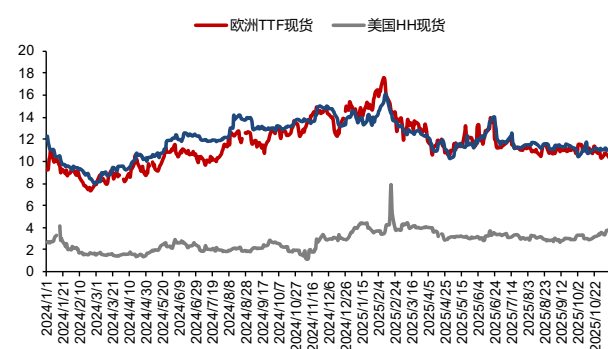
受冬季极端天气及地缘政治扰动，2025 年至今全球天然气价格呈现“前高后低”的走势。2025Q1 欧洲遭遇极寒天气，取暖需求大增导致库存快速消耗，引发恐慌性补库抢气，叠加乌克兰过境管线到期加剧欧洲对供应问题的担忧，TTF 均价冲高至 14.41 美元/百万英热，同比大幅上涨 65.3%。与此同时，北美寒潮导致居民取暖及燃气发电需求高增，Plaquemines 等新 LNG 出口终端的投产进一步推高国内气价，Q1 美国 HH 均价达 4.17 美元/百万英热，同比大涨 93.1%。进入二、三季度，随着供暖及补库需求退坡，全球气价开始回落。Q2 欧洲 TTF 价格回落至 11.78 美元/百万英热，Q3 进一步降至 11.13 美元/百万英热，同比转负增长，HH 价格则回落至 3 美元/百万英热的区间。

分区域来看，2025 年至今全球气价存在两个显著的结构化变化：1）“欧洲溢价”重现。2025 年上半年欧洲重新成为全球 LNG 购买主力，Q1 欧洲 TTF 均价 14.41 美元，反超中国 LNG 到岸价 14.12 美元，重现“欧洲溢价”。2）出口推动下美国 HH 气价中枢系统性上移。随着美国 LNG 出口产能的持续释放，其本土低气价红利正在逐渐被国际市场需求摊薄，截至 2025 年 11 月 20 日，美国 HH 均价约为 3.4 美元/百万英热，同比涨幅达到 56.6%。

2026-2029 年为全球 LNG 液化产能密集投放期，气价中枢有望进一步下移。IEA 预计 2026-2029 年全球有望新增 LNG 供应 2.52 亿吨，较 2025 年增长约 50%，其中 2027-2028 年为新增供给高峰，新增产能 1.44 亿吨。新增液化产能主要来自美国、卡塔尔，2026-2029 年分别新增液化产能 1.11 亿吨、0.6 亿吨，分别占全球总增量的 44%、23.8%。我们预计伴随全球 LNG 液化产能的投放，市场将从紧平衡加速转向宽松，我们预计 2026 年起欧亚气价中枢有望进一步下移，逐步向长期边际成本靠拢，美国气价中枢抬升，区域价差收窄。

图 9：2025-2030 年全球新增 LNG 液化产能（万吨/年）


资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 10：2024-2025 年全球三大天然气市场价格（美元/百万英热）


资料来源：隆众资讯，信达证券研发中心

1.2 国内：俄气放量挤占 LNG 进口，价格回落驱动需求逐季改善

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

供应端：国产气稳步增产，中俄东线爬坡带动进口管道气量同比增长，LNG 进口量受高价抑制，天然气对外依存度有所降低。

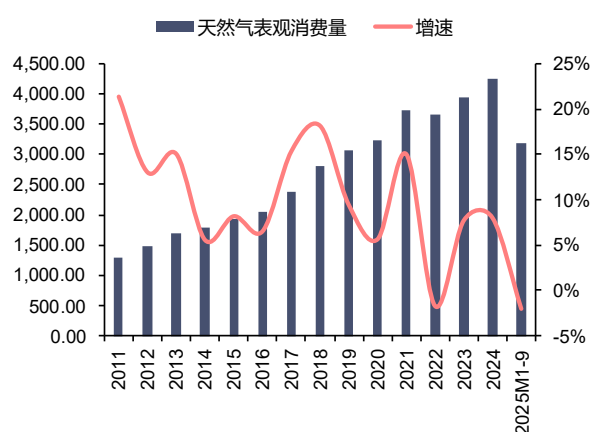
国产气方面，在国内保供政策推动下，上游增储上产成效显著，2025 年前三季度我国天然气产量实现 1949.2 亿方，同比稳步上升 6.5%。进口气方面，管道气增势强劲，受一季度国际现货气价高企的影响，LNG 进口量大幅下降。2025 年前三季度，受益于中俄东线输气量增长，我国进口管道气 4542 万吨，同比上升 8.2%，成为进口气的重要增量；由于上半年国际现货气价维持高位及管道气替代效应，LNG 进口量出现较大幅度下滑，前三季度累计进口 4744 万吨，同比下降 16.9%。在天然气供应结构的调整下，我国天然气对外依存度由 2024 年的 42.8%降至 40.0%，下降 2.8pct。分季度看，LNG 进口量与到岸价格呈现显著负相关关系，高价抑制进口、降价带来修复的特征明显。2025Q1，我国 LNG 进口到岸价高达 14.1 美元/百万英热，同比增长 51.8%，当季 LNG 进口量同比大幅下滑 21.6%；Q2 到岸价回落至 12.3 美元/百万英热，进口量同比下降 19.9%；Q3 到岸价进一步降至 11.7 美元/百万英热，同比下降 9.7%，随着价格压力缓解，进口商采购意愿回升，当季进口量降幅显著缩窄至 9.2%。

需求端：表观消费量前低后高，增速逐季修复。

2025 年前三季度，受暖冬及一季度国际高气价等因素影响，我国天然气表观消费量增长相对乏力，累计为 3177.50 亿方，同比微降 0.2%。分季度看，需求端呈现明显的“前低后高，逐季修复”的态势。Q1 受暖冬及气价同比过高因素影响，高价对下游需求产生明显抑制，当季表观消费量同比下降 2.3%。Q2 及 Q3 随着气价下降，消费量同比修复，分别增长 0.7%、2.3%。总体来看，二、三季度消费量已同比回升，前三季度增速基本追平 2024 年同期水平。展望全年，我们预计 2025 年全年我国天然气表观消费量有望实现小幅正增长。

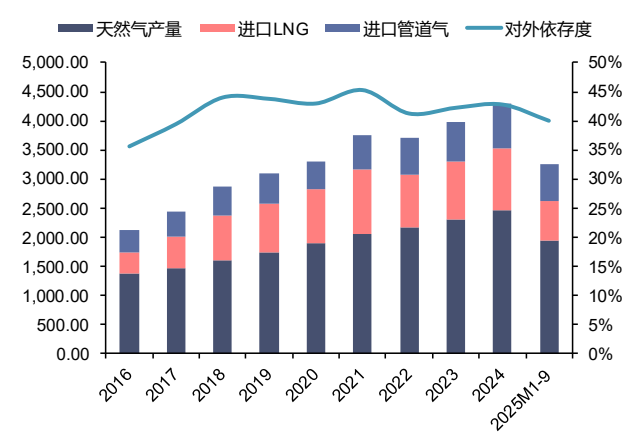
中国石化经济技术研究院预计，2025 年全年我国天然气表观消费量 4346 亿立方米，同比增长 1.2%；实际消费量 4302 亿立方米，同比增长 2.4%。

图 11：2011-2025M1-9 我国天然气表观消费量（亿方）

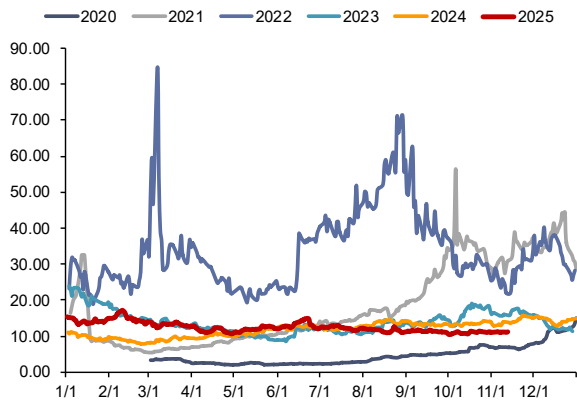


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

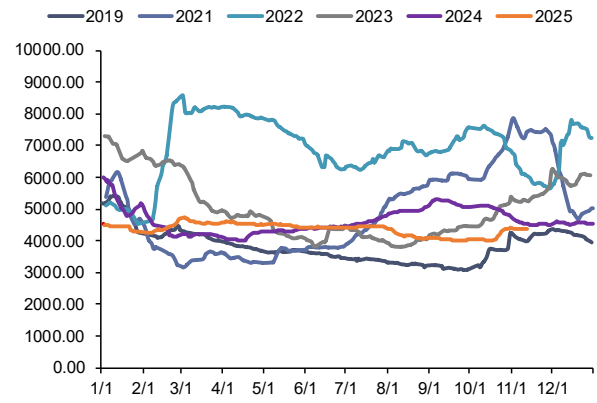
图 12：2015-2025M1-9 我国天然气供应结构及对外依存度（亿方）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 13: 中国 LNG 到岸价 (美元/百万英热)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 14: 中国 LNG 出厂价格全国指数 (元/吨)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

在上述背景下,处于天然气产业链中游的城市燃气分销商面临着日益复杂的外部环境。城燃企业营收结构的深刻变化即是宏观层面的供需再平衡在微观层面的反映。接下来,我们将以港股四大全国性城市燃气公司为样本,剖析其在过去十年间的营收结构演变,以此透视中国燃气行业的发展历程以及未来趋势。

二、城燃收入结构多元化,新业务快速增长

过去十年,中国城市燃气行业上市公司的营收结构发生了三大结构性变化:

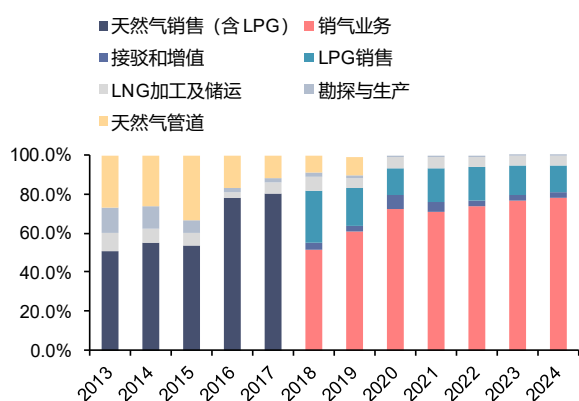
- 1) 接驳业务系统性萎缩。**2021 年以前,在国内房地产市场上行、气化率提升及“煤改气”政策的推进下,燃气接驳业务曾是城燃公司收入和利润的重要来源,驱动了行业的高增长。自 2021 年起,受房地产市场下行影响,城燃公司的接驳业务营收持续下降,营收占比出现断崖式、持续性的下滑。华润燃气接驳收入占比从 2021 年的 15% 降至 2024 年的 9%,新奥能源则从 25% 降至 2.2%。
- 2) 燃气销售主业地位逐渐巩固,但近年增速放缓。**随着接驳的退潮,燃气销售业务作为城燃公司最基础、最核心的业务,其收入支柱的地位得到了巩固。这一特征表现最明显的为华润燃气及中国燃气。华润燃气销气业务占比从 2016 年的 63.1% 提升至 2024 年的 83.3%,中国燃气的销气业务收入占比从 2016 年的 43.1% 提升至 2024 年的 61.9%,两公司近 9 年销气业务占比提升幅度均在 20pct 左右。然而,近年来销气业务占比提升速度已显著放缓,主要由于过去的城燃售气总量普涨的阶段已经结束,市场进入了增量有限且偏结构性增长(如电厂、高端制造与新能源等产业)且存量竞争日益加剧的新阶段。
- 3) 综合能源、增值等新业务快速增长。**面对接驳下滑以及销气增长瓶颈的挑战,各家公司都在积极开辟第二增长曲线。综合能源、增值服务等新业务板块,从过去的补充角色,成为决定未来增长的关键变量,其收入和利润贡献占比显著提升。如新奥股份的综合能源业务营收占比从 2018 年的 1.7% 提升至 2024 年的 13.9%,华润燃气的综合服务也从 2020 年的 0.7% 提升至 2024 年的 4.1%。

分公司来看,四家城燃公司的营收结构变化也表现出其在面对行业未来发展趋势时不同的选择及发展路径:

华润燃气、昆仑能源城燃售气主业占比高且呈上升趋势。其中华润燃气为较纯粹、较典型的城市燃气运营商，而昆仑能源经营模式则类似依托资源优势的能源批发商。华润燃气最接近以输配售气为核心的城市公用事业公司，其战略是深耕核心城市的燃气主业。一直以来，华润燃气的燃气销售业务营收占比均保持在同业较高水平，随着接驳业务的下滑，2024年公司燃气销售业务占比达到83.3%。昆仑能源主营业务以销气、LNG加工储运及LPG销售为主，其核心是利用中石油的资源优势，进行大规模的工业供气、LNG和LPG贸易，业务结构高度契合其资源优势。近年来昆仑能源销气业务占比逐渐提升，2024年占比达到78.4%。

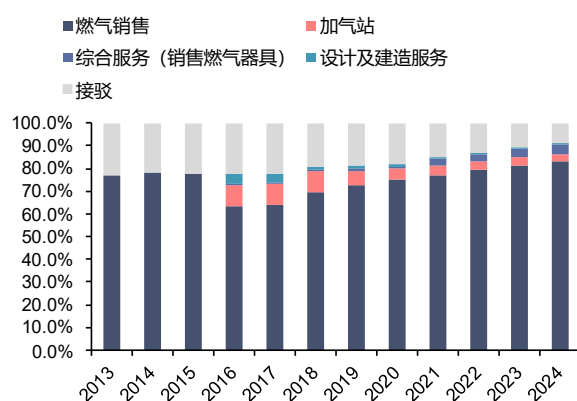
新奥能源、中国燃气城燃售气主业占比偏低。其中新奥转型步伐较快，综合能源及增值服务占比显著提升，中燃则倾向于业务多元化发展。新奥通过前瞻性布局，成功将综合能源打造为了第二增长引擎，2024年新奥能源销气业务营收占比55.3%，综合能源及增值服务合计占比18.1%。中国燃气的营收结构呈现多元化特征，兼具多种传统与新兴业务，2024年中燃销气业务营收占比61.9%，LPG销售业务占比24.7%，增值业务占比4.7%。

图 15: 2013-2024 年昆仑能源营收结构



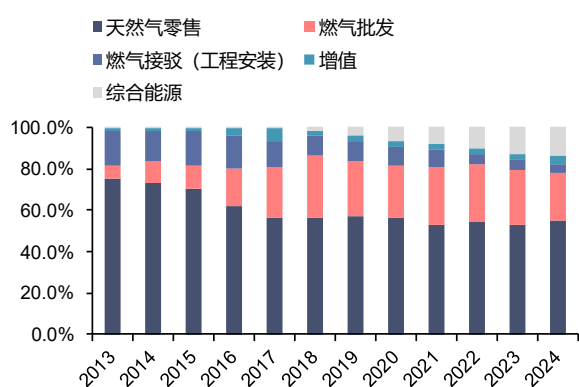
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 2013-2024 年华润燃气营收结构



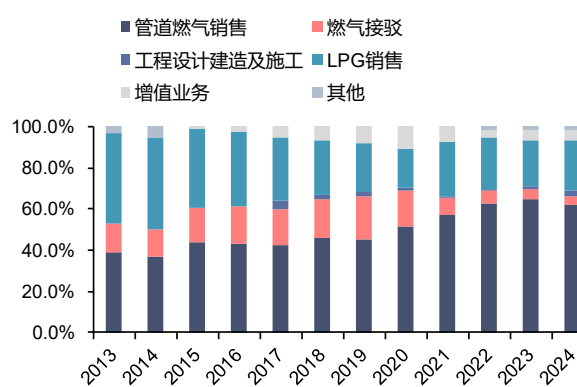
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 2013-2024 年新奥股份营收结构



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 2013-2024 年中国燃气营收结构



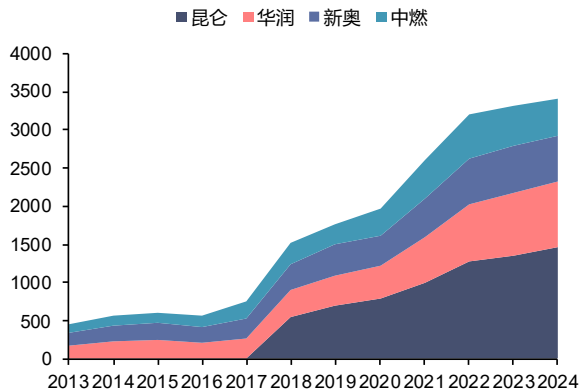
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

2.1 城燃主业售气业务：总量增速放缓、存量竞争加剧，价差进入修复通道

各家城燃售气业务的营收规模及占比总体呈上升趋势，其中新奥受拓展批发气影响，传统销气业务占比有所下滑。2024年四家城燃售气营收占比排序为：华润（86.5%）> 昆仑（78.4%）> 中燃（61.9%）> 新奥（55.3%）。其中，华润、昆仑传统城燃售气业务营收占比大，其战略重心高度聚焦于燃气主业，中燃和新奥业务则相对分散多元，其中新奥主要

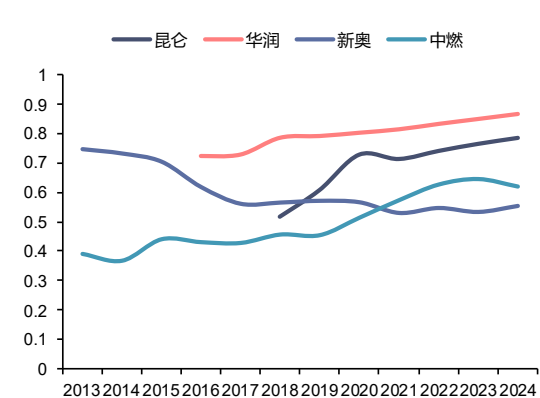
发力综合能源等新业务，中燃则在巩固传统 LPG 业务的同时拓展增值业务。

图 19: 2013-2024 年四大城燃售气业务营收 (亿元)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 2013-2024 年四大城燃售气业务营收占比



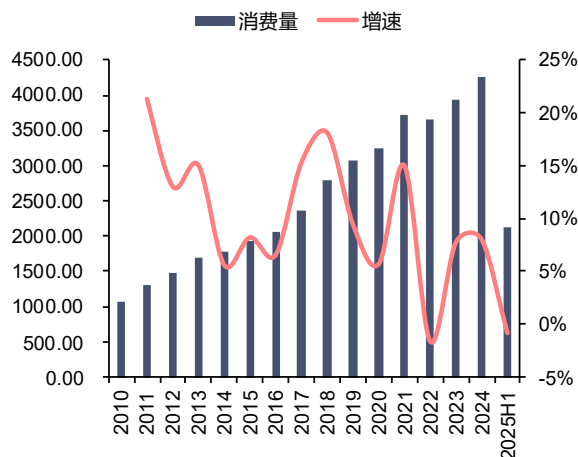
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

2017 年“煤改气”政策推动下，各城燃售气量、售气业务营收规模快速增长，2022 年以来增速趋缓。历史上四大城燃零售气量增速与全国天然气表观消费量走势高度一致，并表现出头部公司超越均值的增长弹性与一定的抗风险能力。过去十年我国天然气消费量增长，主要归因于政策驱动下的能源结构性替代以及经济增长两大动力，同时受阶段性气价波动带来的弹性影响。分阶段来看：

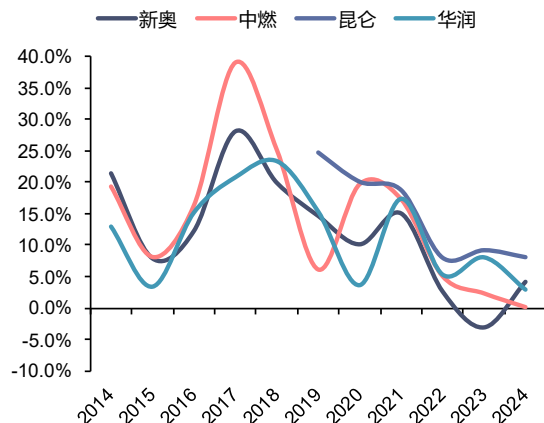
1) 2010-2016 年在经济高速发展、城镇化快速提升以及能源结构优化政策的推进下，我国天然气行业进入起步扩张阶段。这一阶段城燃公司大规模跑马圈地，布局特许经营权，但侧重各有不同。新奥和华润主要布局沿海及经济发达的一二线城市，中燃则迅速占据二三线下沉市场，昆仑依托中石油气源优势，围绕主干管道沿线稳步扩张，中西部项目布局较多。2014-2016 年受宏观经济增速放缓及油气比价劣势影响，全国天然气消费增速从高位回落，天然气消费增速由 15% 左右降至 6%-8%。

2) 2017-2018 年“煤改气”政策大力推行，刺激用气需求高速增长，我国天然气表观消费增速反弹至 20%。这一阶段中国燃气参与程度最深，在北方大力铺开煤改气项目，售气量增速一度接近 40%，新奥、华润适度参与，售气量增速均超过全国均值。

3) 2020-2024 年我国天然气市场进入总量增长向结构性增长转变、气价扰动频繁的高波动时期。2020 年以来，天然气消费量增长的内在驱动因素发生显著改变，以往经济增长、能源结构性替代等主要因素暂缓，叠加高气价的扰动，我国天然气表观消费量增速在剧烈波动中系统性下移。具体来看，天然气消费量增速在 2020 年经历疫情冲击大幅下滑后，2021 年复苏反弹至 15%。2022 年地缘冲突下高气价严重抑制用气需求，表观消费量出现负增长，在这一阶段昆仑能源背靠中石油强大的资源优势凸显，实现销售量、价双稳；中国燃气由于前期积累大量价格承受能力低的煤改气用户且缺少自主气源，销气量、价差均出现大幅下滑；工业用气占比高的新奥受高气价冲击，工业售气量承压，但与此同时利用国际低价长协优势进行国际转售赚取丰厚利润。2023-2024 年气价回归基本面，消费需求恢复至 8% 左右，在成本下行以及居民顺价开启的背景下四家城燃均有不同程度的受益，其中中燃、新奥、华润售气量及价差显著修复，昆仑受益于工业气量复苏，但因成本相对稳定且居民用气量占比低，未能享受价差利好。

图 21：2010-2025H1 全国天然气表观消费量（亿方）


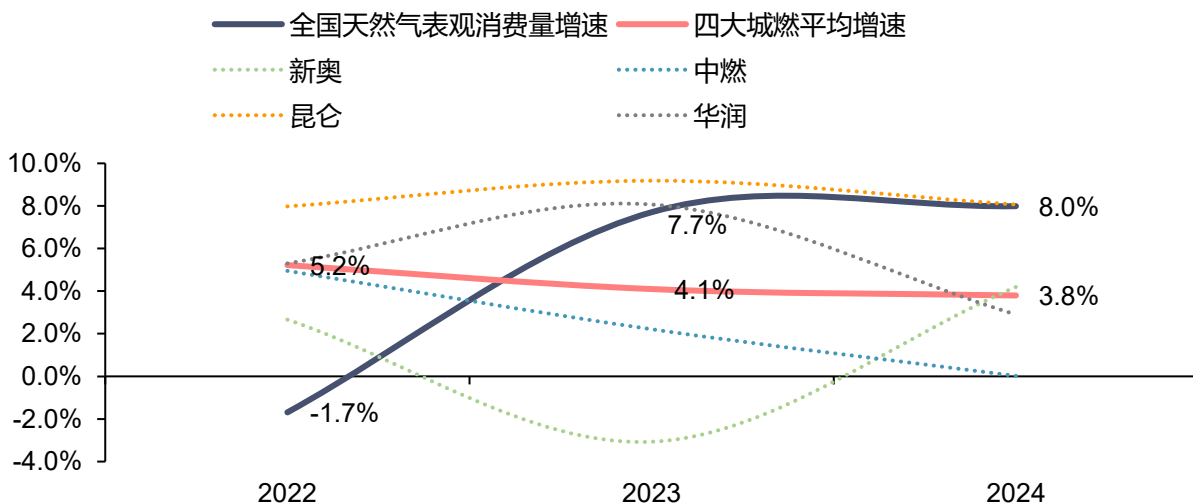
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 22：2014-2024 年四大城燃售气量增速


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

我国天然气下游市场正在发生结构性转变，传统城燃售气业务越来越多地面临直供气冲击。2022 年后，全国天然气表观消费量的复苏力度显著强于四大城燃公司零售气量的复苏力度，四大城燃公司的售气增速与全国天然气表观消费量增速出现明显偏离，原因主要在于气量增长的结构性转变。2022 年气价大涨后，成本敏感型的大工业客户更有动力寻找便宜的直供气代替城市燃气，叠加双碳及电力系统转型要求下气电的大规模投产，因此驱动天然气需求反弹和增长的动力更多来自直供领域，尤其是大工业用户和气电，而非传统城燃分销售气，偏离由此出现。

分公司来看，新奥能源在2023年高气价下工业、电厂用户流失，气量增速下滑3.1%，后转变销售策略，售气量回升至4%。华润燃气近年来依托集团协同以及大量并购维持较快增速，2024 年售气量增速下滑至 2.9%，增长动能匮乏。昆仑能源背靠中石油，强大的气源优势使其售气量能够保持较高增速，近三年在市场动荡、气价大幅波动下气量增速维持8%以上。中国燃气在高气价下煤改气用户拖累显现，增速下滑显著，24 年零增长，其大量历史包袱及管理方式需优化处理。

图 23：2022-2024 年全国天然气表观消费量增速 vs 四大城燃售气量增速


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

城燃价差在 2022-2023 年经历成本大幅上升的剧烈冲击后，逐渐进入修复通道。

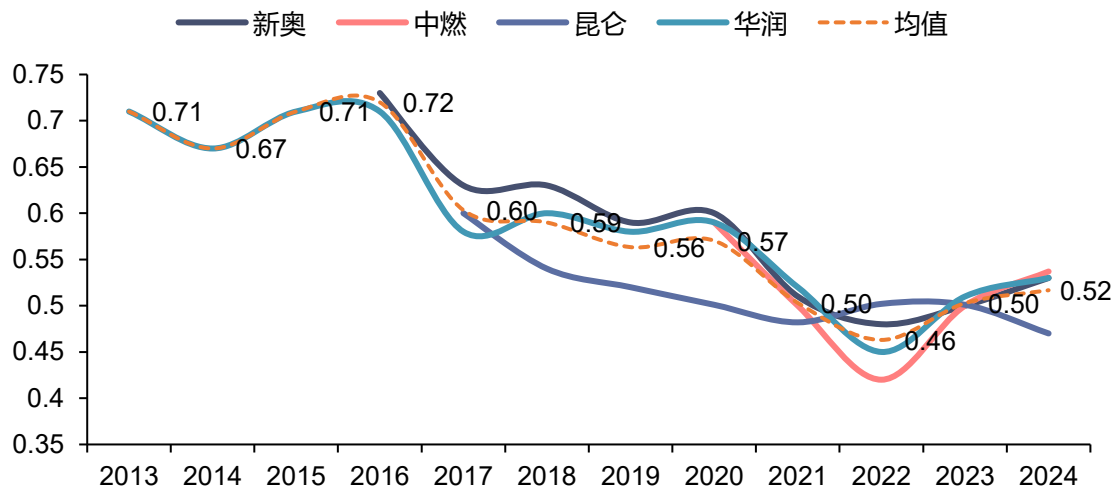
1) 2013-2017 年行业高毛差：行业监管相对宽松，气价相对平稳，各家公司普遍享受着 0.6-0.7 元/方的高毛差。在此期间，华润燃气和新奥能源凭借其在优质城市的布局，价差长期稳定在 0.70 元/方左右。

2) 2017-2020 年政策挤压：2017 年国家将城燃准许收益率上限设置为 7%，并核定配气价格，各家城燃公司的价差在此期间趋于收敛，普遍被压缩至 0.5-0.6 元/方的政策指导区间。

3) 2021-2023 年高气价成本冲击：2021 年四季度起国际气价飙升，气价大幅上行，叠加下游价格传导机制不畅，城燃公司价差在 2022 年被压缩至 0.4-0.5 元/方的历史低位，各家公司因其不同的气源和客户结构，抗压能力出现显著分化。昆仑能源凭借其与母公司锁定的低成本管道气，价差几乎不受影响，稳定在 0.50 元/方，新奥能源和华润燃气则受到较大冲击，价差分别被压缩至 0.48 元/方和 0.45 元/方，中国燃气因其高居民气占比，价差被压缩至 0.42 元/方的低点。

4) 2024 年至今气价下降&居民顺价：2023 年下半年起国际气价中枢显著下降，且各地陆续开启居民顺价政策，城燃价差压力有所缓解，2023-2024 年各家价差逐渐修复至 0.5 元/方以上。其中，中国燃气为居民顺价政策的最大受益者，价差从最低点强劲反弹至 0.54 元/方，修复弹性最大，新奥能源和华润燃气也稳步修复至 0.53 元/方的水平，而昆仑能源则因享受顺价红利较少，且在买方市场下需向工业用户让利，其价差反而有所承压，回落至 0.47 元/方。

图 24：四大城燃购销价差（元/方）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

昆仑能源的价差走势显著区别于其他几家城燃公司，主要由于其背靠中石油获取稳定低价上游资源，销售策略上聚焦大工业用户以价换量，整体上造就了其价差虽低但波动小、气量增速快的特征，也带来其稳健的营收及利润增长。

昆仑能源售气价差有三个显著特征：**1) 购销价差稳定：**昆仑能源依托中石油资源优势，采购成本始终低于、且涨幅小于其他公司，购销价差最稳定，2022-2023 年气价大涨期间价差依旧稳定在 0.5 元/方（对比其他公司纷纷跌至 0.5 元/方之下）。**2) 平均售价及价差偏低：**昆仑中西部项目较多，售气价相对低，下游聚焦大工业用户，且采取薄利多销的销售策略，凭借独家成本优势，以低价获取价格敏感的大工业用户，实现市占率的迅速提升及利润最

大化。3) 缺乏弹性，买方市场下价差易受挤压：2024 年价差下降 0.03 元/方，2025H1 价差下降 0.01 元/方。买方市场下工业降价+居民占比低，导致比起其他几家缺少居民顺价和成本下跌出来的价差弹性，买方市场下价差易受系统性压缩。

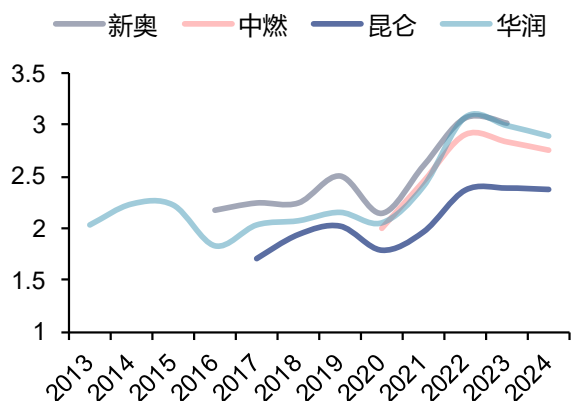
其余三家城燃购销价差受市场气价波动影响大，价差曲线高度相似，波动/弹性依次为：中国燃气>华润燃气>新奥能源。

中燃：盈利受上下游双向挤压，波动最明显。由于缺少自主气源，上游采购成本波动较大，下游居民气量（尤其煤改气用户）占比大，顺价不畅，在气价上行周期价差严重受挤压，2022 年价差下降 0.08 元/方，在四大城燃中降幅最大。开启居民顺价及进入气价下行周期后，弹性也最为明显，2023/2024 年价差分别提升 0.08/0.04 元/方。

华润：下游工商业为主的售气结构平缓价差压力，波动略低于中燃。华润与中燃面临类似的采购成本问题，但其工商业占比较高的客户结构使其成本传导能力更强，价差波动略小于中燃，2022 年价差下滑 0.07 元/方，2023/2024 年价差分别修复 0.06/0.02 元/方。

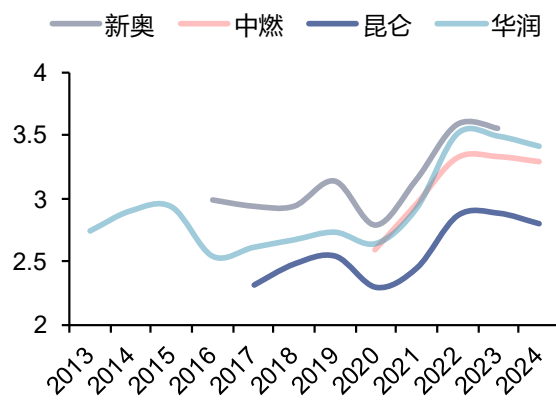
新奥：上游自主气源占比较大、下游工商业用户占比大，波动居中。新奥上游拥有较为成熟的自主资源池，且下游经营区域经济发达、工商业用户占比较大，价格传导能力较强，价差波动居中，2022 年价差下降 0.03 元/方，2023/2024 年价差分别修复 0.02/0.03 元/方。

图 25：2013-2024 年四大城燃采购成本（元/方）



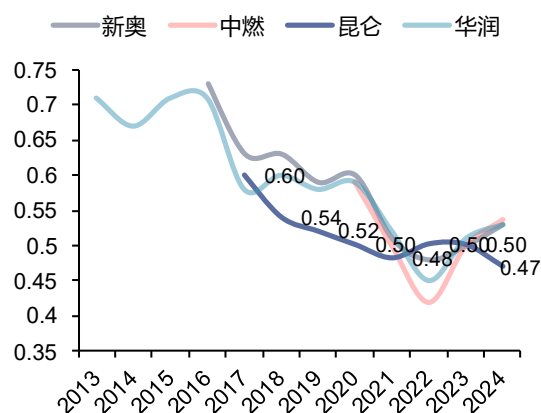
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 26：2013-2024 年四大城燃销售价格（元/方）



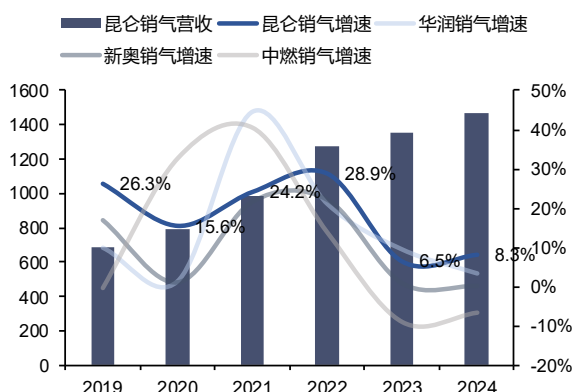
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 27：2013-2024 年四大城燃购销价差（元/方）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 28：2019-2024 年四大城燃销气业务营收及增速（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2.2 贸易气：强大的气源优势以及优质的服务能力成为贸易气的重要竞争力

贸易气的定位和竞争策略已发生改变，拥有强大气源优势、优质服务能力的城燃公司更容易做大贸易气业务规模，将其转变为优质增长点。

过去城燃主业增长快、利润高，贸易气更多是薄利多销做大总营收的工具，其利润受供需关系、气价波动影响剧烈。近年来传统的城燃供气和接驳业务进入存量时代，增速显著放缓。与此同时，直销气政策放开，电力、工业大用户为降低用气成本，绕开城燃，直接向上游/贸易商采购低价气。在此背景下，直销、贸易业务快速发展，各家积极寻求对接优势气源、扩大销售规模，贸易气逐渐从副业逐渐转变为新的增长点。

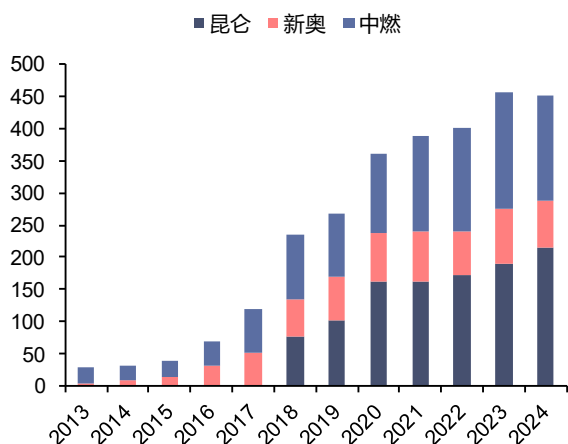
从下游客户的角度来看，对直销气的需求包括低价、供应稳定、可满足个性化需求等。不同的客户类型对以上几种需求的侧重也有所不同。对于城燃公司来说，相对低价的气源是“硬实力”，是参与直销气竞争的基础；而个性化服务属于“软实力”，有利于构建差异化优势。我们认为，当前贸易气领域竞争优势的核心已变为利用自身独特的资源与服务优势，去获取有稳定利润的贸易量。因此，拥有强大气源优势以及优质服务能力的城燃公司更容易做大贸易气业务规模，将其转变为优质增长点。

昆仑能源：主要优势在于低价、稳定，服务方面相对欠缺。依靠中石油强大气源优势，为下游提供长期、稳定、可预期的气价和气量。对部分价格敏感、追求稳定用气的大工业用户来说独具竞争力。近年来昆仑贸易气量保持了稳健增长，区别于其他几家贸易气跟随市场的大幅波动；在服务方面，昆仑的模式更偏向于标准化的大宗商品批发供应，服务方面相对缺乏。

新奥能源：优势在于服务能力以及自主长协气源。新奥在贸易业务上区别于其他几家城燃公司的优势在于服务方面，公司可为客户提供调峰与保供、风险管理服务等多种用能服务，满足客户的定制化需求。此外，气源方面，公司依托海外 LNG 长协为核心的自主资源池，丰富的国际贸易经验和渠道，在国内、国外市场寻找最优的销售方案，与城燃主业也有明显的协同作用。

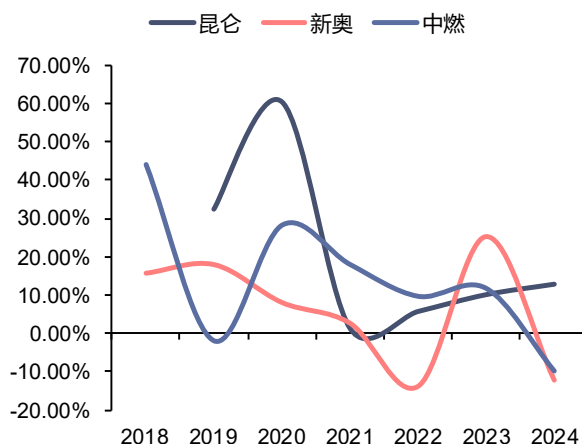
中国燃气：优势在于广阔的分销网络，缺少低价气源。缺少优势自主气源，更多利用已构建起的下游销售网络进行气源的批发、贸易，作为进一步的补充，气量、利润波动大。

图 29：2013-2024 年三家城燃贸易气量（亿方）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 30：2018-2024 年三家城燃贸易气量增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

贸易气竞争优势的核心为稳定、低成本且可灵活调配的资源池。

新奥能源：国内外长协布局最早、规模最大、挂钩指数多元化。国内方面，公司与中石油

签订 10 年大长协，供应量约 30 亿方/年。国外方面，新奥与海外多家 LNG 供应商签订 10 份长协，合同量合计 1076 万吨/年。其中目前在执行合同量 206 万吨/年，主要与油价挂钩；待执行合同量 870 万吨/年，2025-2029 年分别有 60/180/200/160/270 万吨的增量长协将开始执行。待执行合同中油价挂钩长协量 220 万吨/年，HH 挂钩长协量 650 万吨/年，这种“油气双锚”的多元化组合，使其能够有效对冲单一能源价格波动的风险，无论未来油气价格的走势如何，都能保持相对稳定的低成本。长协释放后新奥的自主资源池将大幅扩张，根据市场情况灵活调配资源，实现与城燃主业的协同。

中国燃气：待执行海外长协规模可观、集中挂钩美国 HH 价格。中燃海外长协签订时间较早，但执行时间较晚，2022-2023 年中燃与美国 LNG 供应商签订 3 单长协，总量合计 370 万吨，均挂钩 HH 价格指数，有望集中于 26-27 年执行。相较新奥，中燃签订的长协量低，且均暴露在美国天然气市场的价格波动之下，缺乏分散风险的能力。

华润燃气：长协国内为主，国际为辅，气源策略相对保守。华润的核心长协是与中石油签订的 10 年 400 亿方管道气，保障了基础供应的稳定。其在海外长协方面步伐较慢，2025 年签订 60 万吨/年油价挂钩的长协，预计将于 2027 年释放。相较新奥和中燃，华润对充满不确定性的国际天然气市场仍持观望和谨慎的态度。华润的资源池确定性最高，但代价是若未来 LNG 进入供应宽松周期，其弹性也较小。

表 1：三大城燃长协气源表

公司名称	供应商	合同年限	合同量（万吨/年）	交付方式	气源	起供时间	挂钩指数
新奥能源/股份	Chevron	10 年	66	DES	全球资源	2018	JCC
	Total	10 年	50	DES	全球资源	2018	JCC/HH
					美国 CorpusChristi 液化厂 SabinePass		
	Cheniere	13 年	90	FOB	液化厂	2022	HH
	Novatek	11 年	60	DES	全球资源	2025	Brent
	Cheniere	20 年	180	FOB	美国 Sabine Pass 液化厂	2026	HH
	NextDecade	20 年	200	FOB	美国 Rio Grande LNG 项目	2027	HH
	ADNOC	15 年	100	DES	阿联酋 Ruwais LNG 项目	2028	Brent
	Chevron	10 年	60	DES	全球资源	2028	Brent
	EnergyTransfer	20 年	90	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2029	HH
	EnergyTransfer	20 年	180	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2029	HH
	中石油	10 年	共 392 亿方	-	-	2023	Brent
中国燃气	Energy Transfer	25 年	70	FOB	-	2026	HH
	Next Decade	20 年	100	FOB	-	2027	HH
	Venture Global	20 年	200	-	-	2027	HH
华润燃气	中石油	10 年	共约 400 亿方	-	-	2023	Brent
	Woodside	15 年	60	-	-	2027	-

资料来源：各公司公告，新浪财经，证券时报网，信达证券研发中心

2.3 接驳：地产下行带动接驳业务结构性萎缩，各家风险敞口不一

城燃公司的接驳业务增长与房地产新开工面积增速高度正相关，2022 年以来政策驱动房地产深度调整的周期下，城燃接驳业务正在进入结构性萎缩。

1) 2016-2018 年：房地产上行周期，新开工面积高速增长，城燃公司的接驳业务也迎来了年均 10%-20% 高增长的黄金时期。

2) 2022-2024 年: 政策推动下房地产行业进入深度调整周期, 新开工面积连续三年出现 20% 以上的剧烈下滑。城燃接驳业务收入也同步转为负增长, 近三年平均收入增速分别为 -17.9%/-10.5%/-10.5%。

华润燃气: 一二线核心城市以及集团地产协同带来的韧性使其风险暴露缓慢, 23 年起加速下滑, 当前接驳利润占比仍较大。一二线城市的房地产市场基本面更好, 在下行周期中表现出更强的韧性。此外, 兄弟公司华润置地提供的存量和增量地产项目也提供了较强的缓冲, 但最终难逃系统性下滑, 我们认为其接驳风险于 23 年开始显现并于 24 年完全暴露。我们预计, 其接驳业务的大幅下滑在未来 1-2 年之内仍将持续, 叠加高利润占比拖累, 整体面临的风险最大。历史上接驳收入、利润占比一直位于前列, 2013 年收入占比 23%, 利润占比高达 52.6%, 2024 年营收占比 9%, 利润占比 23.3%, 虽较之前已有显著下降, 但当前风险敞口依旧是四家城燃中最大的。

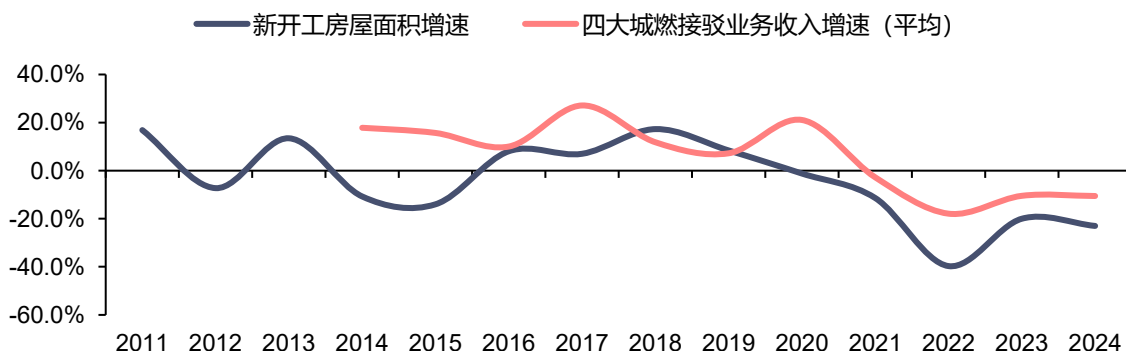
新奥能源: 发力战略转型主动压缩接驳占比, 当前接驳风险敞口适中。新奥较早开启了战略转型, 过去十年主动持续地将资源投入到综合能源、增值等新兴业务上。2024 年新奥能源接驳收入占比为 3.7%, 利润占比为 14.1%, 风险敞口适中。

中国燃气: 业务基础为三四线城市及农村煤改气, 风险暴露最快但也最先释放, 当前接驳利润占比已显著压缩至较低水平。此前中燃接驳业绩增长严重依赖政策推动(17 年接驳营收增速 55%), 煤改气浪潮褪去后, 新增接驳需求大幅下降。此外, 我国房地产行业下行率先影响下沉市场, 21 年中燃营收降幅超过 40%, 利润占比也由 21.5% 降至 12.6%。2024 年中燃接驳营收占比已压缩至 4.6%, 利润占比压缩至 7.6%, 达到较为健康的水平。我们预计本轮房产下行周期中, 三四线市场将继续面临冲击, 公司面临的接驳营收下滑问题依然严峻, 但由于敞口已显著缩窄, 当前业务基数低, 整体风险不大。

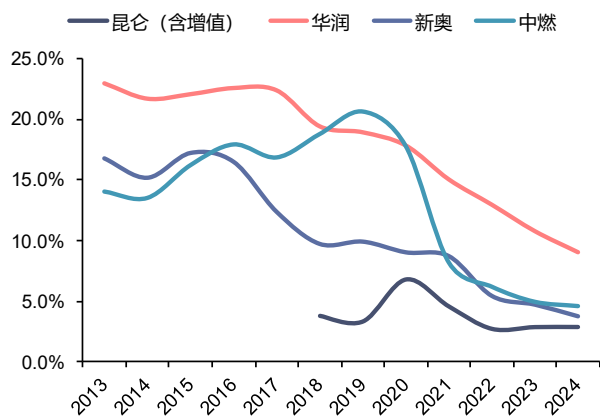
昆仑能源: 接驳依赖度低, 风险敞口最小。昆仑能源的增长模式对房地产挂钩的居民接驳业务依赖度低, 其接驳收入占比(含增值)不到 3%, 我们预计接驳利润占比不到 5%, 接驳下降对昆仑能源整体业绩的影响较小。

经我们计算, 若各家接驳业务的利润在 2024 年的基础上, 再同等分别下滑 20%, 对总利润的冲击情况如下: 华润燃气(冲击约 4.6%) >> 新奥能源(冲击约 2.8%) > 中国燃气(冲击约 1.5%) > 昆仑能源(冲击<1.0%)。

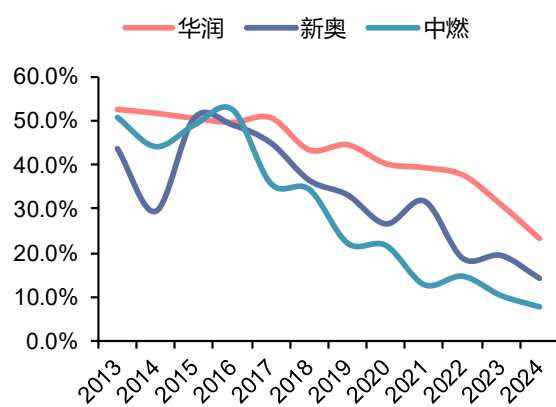
图 31: 2011-2024 年全国新开工房屋面积及四大城燃接驳业务收入平均增速



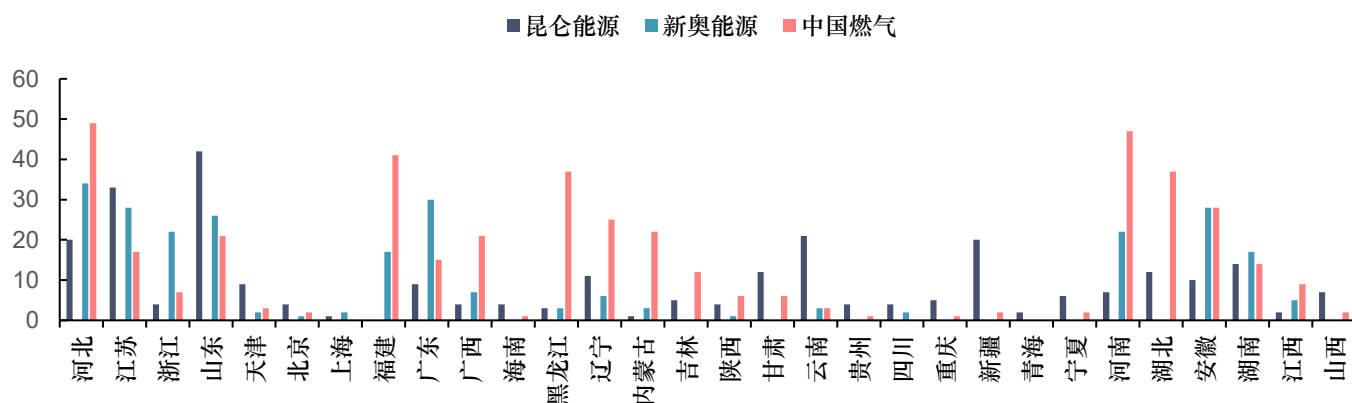
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 32：2013-2024 年四大城燃接驳收入占比


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 33：2013-2024 年四大城燃接驳利润占比


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 34：昆仑、新奥、中燃城燃项目地区分布（截至 2023 年底）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2.4 其他业务：发力综合能源、增值服务，聚焦城燃新业态

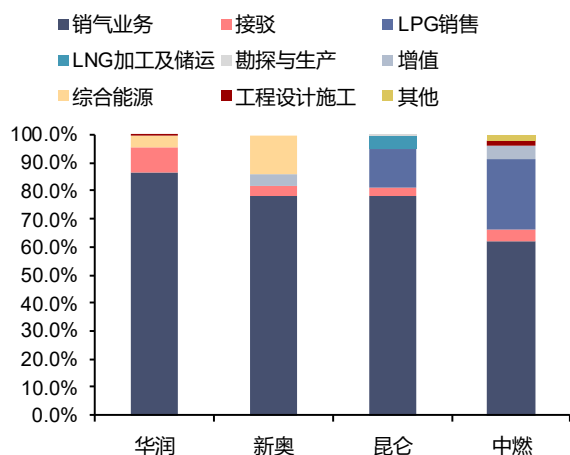
当前城燃售气主业已进入稳定期，其他业务或将较大程度影响各家公司未来的增长弹性和盈利质量。其他业务分为两大类：**1) 新增长点**：主要有综合能源（新奥、华润）及增值服务（中燃、新奥、华润）；**2) 传统业务**：包括 LPG 销售（昆仑、中燃），工程设计施工（中燃、华润），此外昆仑还有勘探生产及 LNG 加工储运业务。

综合能源业务主要是为客户提供天然气之外的电、热、冷、节能管理等一揽子能源解决方案，是行业公认的较有潜力的转型方向。新奥最早布局综合能源，将其在上游多元化资源池的成本优势与下游庞大的高质量工商业客户基础相结合，营收从 2017 年的不足 30 亿元，飙升至 2024 年的 152.7 亿元，2024 年综合能源已占收入的 13.9%、毛利的 16.6%。华润发力较晚，且增长较平稳，侧重于与其核心城市业务协同性强的领域，如区域供暖、供冷等，营收从 2016 年的 2.7 亿元稳步增长至 2024 年的 42.1 亿元，2024 年综合能源业务占收入的 4.1%，利润占比 11.1%。

增值服务业务主要是销售燃气具（如灶具、热水器、壁挂炉）、保险、智能家居、厨房用品等。中国燃气在增值服务方面发力最早、影响力较高、利润占比较大。中燃依托前期积累的庞大居民用户以及地销队伍，将其庞大的、同质化的居民用户基础，转化为一个可以重复开发、持续变现的私域流量池，成为增值领域的领先者。其增值业务由旗下品牌“壹品汇”负责，受益于煤改气下居民用户的快速拓展，公司增值业务营收在 2017-2020 年间

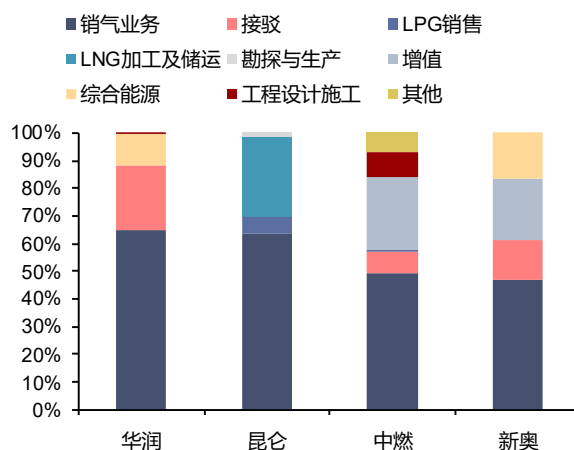
快速增长，于 2020 年达到 77.2 亿元、占比 11.0% 的历史顶峰。2024 年中燃增值业务恢复至营收占比 4.7%、毛利占比 26.2% 的水平。新奥在数值化方面较为领先，增值服务近年来拓展速度较快，近 5 年 CAGR 为 18.2%，2024 年收入占比 4.2%，利润占比达到 22.2%。华润同样有增值服务业务，但当前占比较小，计入综合服务。

图 35：2024 年四家城燃收入结构对比



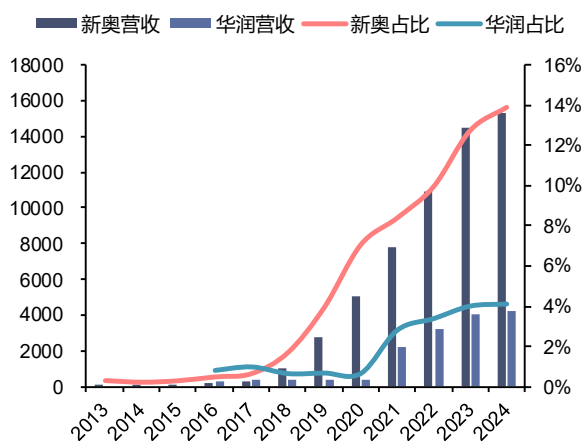
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 36：2024 年四家城燃毛利/业绩结构对比



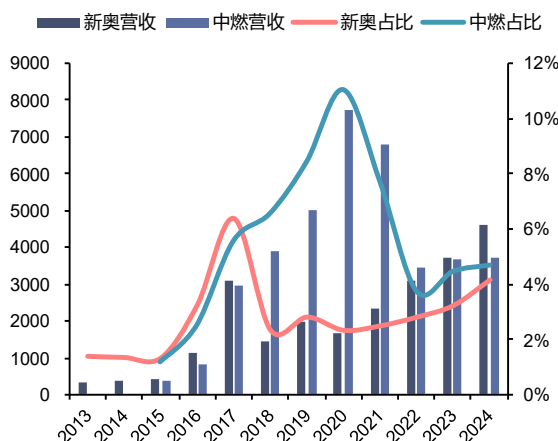
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 37：2013-2024 年新奥、华润综合能源营收及占比（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 38：2013-2024 年新奥、中燃增值业务营收及占比（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

城燃公司其他传统业务的代表有 LPG 贸易、工程设计施工等。

LPG 贸易业务的业务模式主要有：1) 大宗贸易：进行 LPG 的国际、国内贸易，客户为大型工业用户和分销商，特点为量大、利薄；2) 零售：为管网未能覆盖的区域提供瓶装 LPG。分公司来看，中燃及昆仑的 LPG 贸易业务规模都较大，但业务模式侧重存在差异。中燃的优势在于零售端，拥有庞大的线下瓶装气分销网络；昆仑则更强在资源和贸易端，依托中石油的炼厂资源和港口设施进行大宗贸易。2024 年中燃 LPG 贸易业务占营收 24.7%，占溢利的 0.8%，昆仑的 LPG 贸易业务占营收的 13.7%，占毛利的 6%。

工程设计施工业务模式为为城市新区、工业园区或者其他规模较小的燃气公司，进行燃气管网的整体布局规划；接受委托，负责整个城市主干管网、储气站等大型燃气基础设施的建设施工等。属于技术输出和工程总包业务，与城燃主业相辅相成，营收及利润占比较小。2024 年中燃工程业务收入占比 2.2%，溢利占比 8.7%，华润收入占比 0.4%，利润占比 0.6%。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

三、构建自主资源池成行业共识，下游聚焦各有侧重

3.1 气源结构：构建自主多元的资源池已从可选经营策略变为行业共识

在经历 2022-2023 年高气价、供需紧张的天然气市场后，城燃行业已经深刻认识到，单纯依赖三大油的采购模式存在较大的风险，包括价格方面缺乏话语权（定价偏高、调整慢等），在供应紧张时也可能面临供气不足的局面。因此构建自主、多元的资源池，已从可选项逐渐变为行业共识。

新奥能源自主资源池构建走在市场最前列，中国燃气、华润燃气加紧布局。新奥能源受益于其在执行的 206 万吨/年海外 LNG 长协以及舟山 LNG 接收站，自主资源池的构建走在市场最前列，市场化气源占比最高，另外 2025-2029 年 870 万吨的长协有望释放，市场化气源比例有望进一步提升。华润燃气正在加紧构建自主化资源池，其市场化气源主要来自中石油 10 年期 40 亿方/年大长协以及国内 LNG 液场，随着 2026 年华润如东 LNG 接收站的投产、2027 年 60 万吨 LNG 长协的释放，市场化气源占比有望提升。中国燃气当前市场化气源占比低，2026-2027 年约 370 万吨的 HH 挂钩长协有望释放，市场化气源占比有望大幅提升。昆仑能源市场化气源占比最低，但其优势在于背靠中石油，自带稳定低成本气源。经我们估计，当前四大城燃市场化气源占比大致情况为：新奥能源（30%以上）> 华润燃气（20%左右）> 中国燃气（10%-15%）> 昆仑能源（5%-10%）。

表 2：四大城燃市场化气源占比及分析

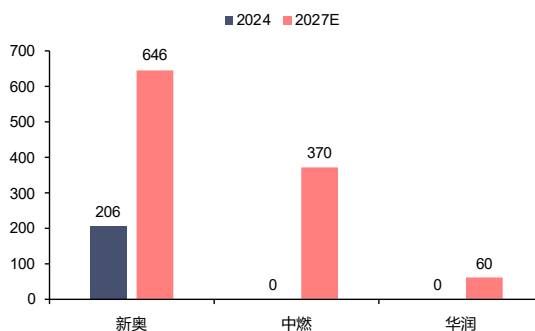
公司名称	市场化气源分析
新奥能源	自主资源池构建走在市场最前列，市场化气源占比最高，未来有望进一步提升。 主要受益于其在执行的 206 万吨/年海外 LNG 长协，以及舟山 LNG 接收站（可灵活进口现货），具备风险分散和资源调配的灵活性。25-29 年 870 万吨的长协（油价挂钩 220 万吨，HH 挂钩 650 万吨）待释放，进一步提升市场化气源占比。
华润燃气	加紧构建自主化资源池，市场化气源稳步提升中。 当前主要依赖国内市场化气源（中石油 10 年期 40 亿方/年大长协、LNG 液场等）、少量 LNG 现货进口参与市场化采购。随着 2026 年华润如东 LNG 接收站的投产、2027 年 60 万吨 LNG 长协的释放，市场化气源占比有望提升。
中国燃气	当前市场化气源占比低，未来大长协释放后有望大幅提升。 当前市场化部分更多依赖国内 LNG 槽车贸易，虽然参与市场，但成本优势不明显。2026-2027 年约 370 万吨的 LNG 长协（HH 挂钩）放量后市场化气源占比有望大幅提升。
昆仑能源	市场化气源占比最低，优势在于背靠中石油。 其气源绝大部分来自中石油体系内的转供，其优势不在于市场化采购，在于背靠中石油带来的成本和气量优势。

资料来源：各公司公告，中国日报网，新浪财经，证券时报网，信达证券研发中心

2026-2027 年随着一批海外长协 LNG 的集中落地，各家自有资源池有望进一步巩固、成本结构和盈利弹性有望重塑。根据 2025-2027 年各家已签订 LNG 长协的放量情况，暂不考虑现货进口，设定 2025-2027E 零售气量增速 CAGR5%，我们计算得出 2027E 各家市场化气源占比如下：新奥（由 30%提升至 45%左右）>> 中燃（由 10%-15%提升至 25%-30%）> 华润（保持 20%左右）>> 昆仑（保持 5%-10%）。

新奥能源：我们预计到 2027 年，新奥的市场化气源占比将提升 10pct 至 45%，市场竞争力及抗风险能力将进一步提升。有望从自有资源池构建的领先者成为一个拥有强大上游资源的能源供应商。**中国燃气：**我们预计 2026-2027 年 370 万吨长协落地后，其市场化气源占比也将提升约 15pct 至 25%-30% 的区间，在占比上超越华润燃气。**华润燃气：**新增的 60 万吨长协体量较小，预计 2027E 市场化气源占比基本持平，但随着 2026 年华润如东 LNG 接收站的落地，其有望抓住窗口期提升进口 LNG 规模从而提升市场化气源占比。

图 39：新奥、中燃、华润 2024、2027E 海外 LNG 长协变化预计（万吨）



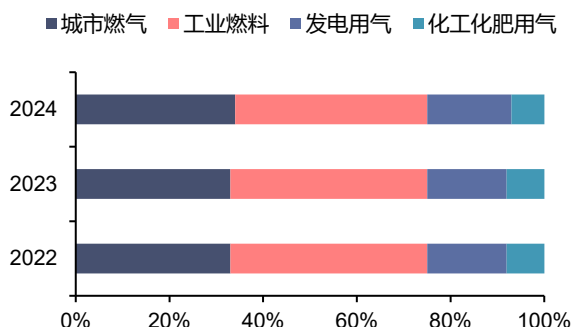
资料来源：各公司公告，新浪财经，信达证券研发中心

3.2 下游需求：竞争优势及战略选择塑造各家下游用气结构差异

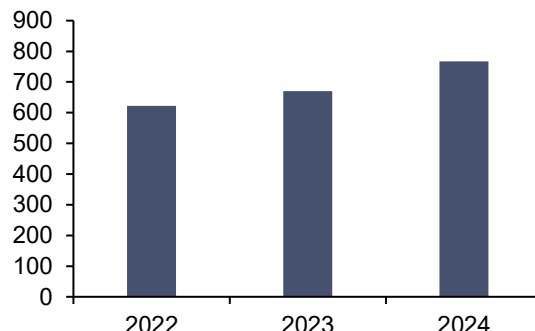
高端工业用气、电厂用气或成未来几年我国天然气需求的主要驱动力。

工业燃料和城市燃气依然是中国天然气消费的两大压舱石，2024 年合计占比约 76%。两大板块过去都受到“煤改气”政策的强力驱动，当前政策红利基本结束，增长逻辑发生变化。**工业用气方面**，当前的基本盘仍以传统工业为主，因成本敏感性较高，呈现显著的周期弹性，与宏观经济增长以及气价等变量相关性较强。当前增长的主要驱动因素在于高新技术产业，如半导体、新材料等，该类客户气价敏感度相对较低，且增值服务的空间较大，城燃公司获取该类客户性价比较高。**商业用气方面**，受经济转型、三产占比提升的结构性驱动，商业用气稳健增长，同时也呈现出较为明显的周期波动，与消费、服务业景气度直接相关。相较工业用户，城燃对商业用户的议价能力强，利润率最高。**城燃用气方面**，当前城燃用气已从接驳驱动变为自然稳定增长（偏刚需、防御），但受冬季天气影响，采暖需求波动较大，如 2024-2025 年暖冬气候下城燃采暖用气下滑明显。主要驱动因素转为依靠温和的人口自然增长，以及存量市场的内生增长，如采暖领域燃气壁挂炉等。

发电用气或为未来几年的气量蓝海，但对城燃利润贡献有限。气电作为新型电力系统配套的调峰电源，其需求将在“十四五”、“十五五”期间维持较快增长。这是未来几年我国天然气需求增长中确定性较高、增量较大的板块。然而，对于城燃来说，气电厂虽增量较大，但其核定配气费极低，如 2025 年 5 月广东佛山电厂配气最高限价仅为 0.1 元/方，且通常多气源竞争激烈，此外，供气需建设专用管线，获取该类客户往往性价比较低，但若有集团协同，盈利会相对较好。

图 40： 2022-2024 年我国天然气下游消费结构


资料来源：国家能源局，信达证券研发中心

图 41： 2022-2024 年我国发电用电量（亿方）及增速


资料来源：iFinD，国家能源局，信达证券研发中心

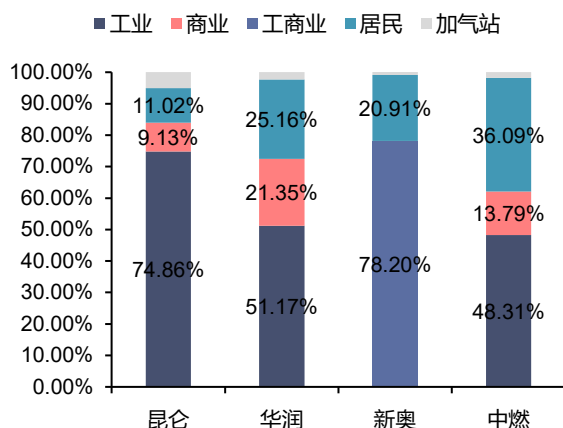
分公司来看，竞争优势及战略选择塑造各家下游用气结构差异，昆仑、新奥聚焦工商业，华润商业基础最好，中燃居民占比最大。

昆仑能源的工业用气占比大且持续提升，地域布局方面主攻中西部工业基地。2018-2024 年昆仑工业用气占比提升约 29pct，2024 年昆仑工业用气占比达 74.86%，较华润、中燃高 25pct 左右。昆仑的下游销售结构反映出其最大的优势及清晰的战略定位，即将其母公司中石油的上游资源优势最大化地转化为自身的下游市场优势，依托上游资源优势主攻用气量大、气价敏感的大工业用户。从地域布局来看，昆仑主攻中西部重工业基地，在西部地区的项目分部显著多于其他公司。在当前产业西移的趋势下，东部沿海地区的能源密集型、资源加工型乃至部分高端制造业，因成本、环保和政策引导，加速向中西部地区转移，布局西部便于昆仑承接产业西部转移带来的新增用气需求。

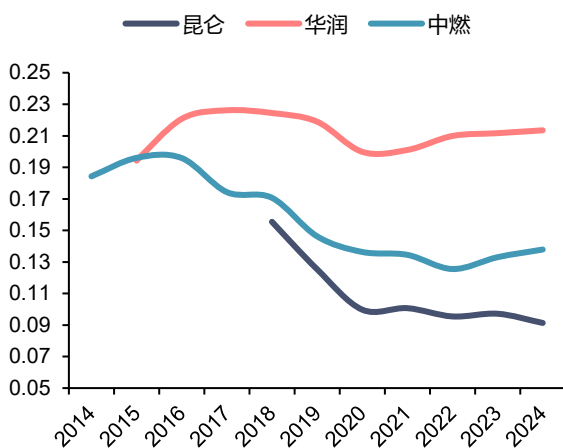
新奥能源工商业用气占比较高，深耕沿海及一二线制造业核心地带，服务价值量高的工商业客户，并以此为基础推广综合能源服务。2024 年新奥工商业用气占比合计 78.2%（未单独拆分工业、商业）。新奥依托舟山 LNG 接收站深耕东部沿海制造业核心区，更多布局服务附加值更高、技术需求更复杂的工商业客户，并以此为基础推广其综合能源服务。

华润燃气商业基础好，与集团协同，项目多布局于核心省会城市。华润下游客户结构最为平衡，2024 年工业、商业、居民用气占比分别为 51.2%/21.4%/25.2%。华润的突出特征为商业用气占比较高，主要系其依托集团商业地产资源，大力发展高质量、高利润率的商业用户，2024 年华润商业供气量占比达 21.4%，较其他几家高 10pct 左右。在地域方面，华润燃气项目多分布于核心省会城市。华润燃气重点布局全国各地的省会和核心二线城市（如成都、武汉、郑州等），这些城市具备包含高端商业、先进制造业和高购买力居民的优质客户。

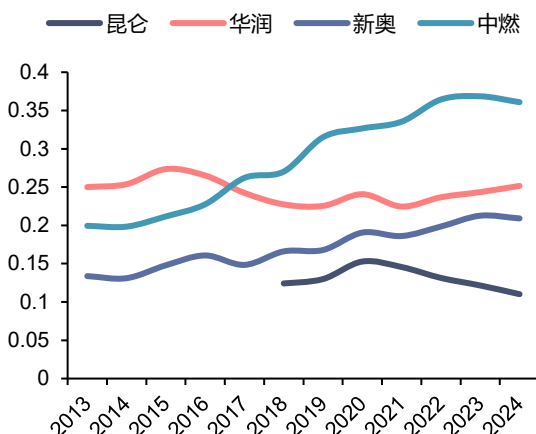
中国燃气居民用气占比大，主攻三四线城市级乡镇市场，风险与弹性并存。中燃居民用气占比大，且呈提升趋势。24 年居民用气占比达 36.1%，较华润、中燃高 10pct 左右，较昆仑高 25pct。原因在于其前些年聚焦三四线下沉市场及大力参与煤改气。这样的特征导致其在高气价时期顺价最难、价差压缩最严重，但同时气价下行周期价差修复降弹性也最大。在项目布局方面，中燃主攻北方及三四线下沉市场，这些区域是推行“煤改气”的主战场，为其带来了海量的居民采暖用户基数。

图 42： 2024 年四大城燃下游需求结构


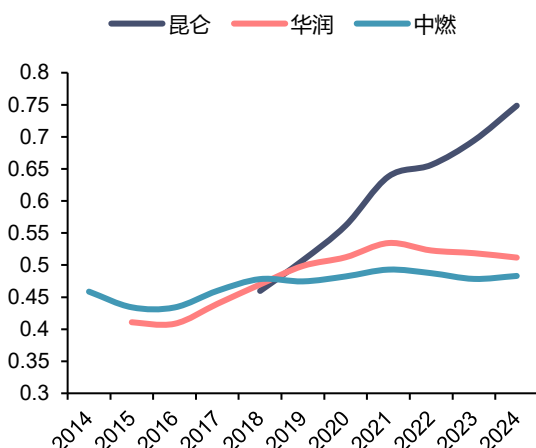
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 44： 2013-2024 年城燃商业用气占比


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 43： 2013-2024 年四大城燃居民用气占比


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 45： 2013-2024 年城燃工业用气占比


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

表 3： 四大城燃战略定位与区域布局

公司名称	核心客户战略	核心地理布局
昆仑能源	价格敏感型重工业	中西部、北方（能源与重工业基地）
新奥能源	高价值工商业、综合能源	东部、南部沿海（高端制造业密集区）
华润燃气	高质量商业	全国核心省会（经济发达的中心城市）
中国燃气	基础民生型居民	北方及三四线城市（煤改气、下沉市场）

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

四、四大城燃在行业环境转变下的演化趋势

4.1 新奥有望受益于气源价格下降，中燃有望困境反转，昆仑核心优势面临削弱
当前天然气市场环境正经历从卖方市场向买方市场的转变，新奥有望最大化受益于气源价格的下降，中燃有望困境反转，昆仑核心优势则面临削弱。

我们认为，随着 26-29 年国际 LNG 液化出口产能的大规模释放，全球 LNG 供给有望由紧平衡转至相对宽松，气价将进入一轮下行周期（详见我们的两篇专题报告《美国天然气成本

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

及气价展望》、《卡塔尔 LNG 研究专题：成本优势下的产能扩张》），天然气市场整体将由卖方市场转为买方市场。在此背景下，我们推测国内城燃公司可能面临的市场变化为：1) 上游市场化气源采购成本下降；2) 下游市场竞争加剧，其中拥有议价能力的大工业及电厂用户可能会要求更低的价格，终端售价承压；3) 同时成本下降或将释放部分价格敏感性需求；4) 此外，气价下行期也为居民顺价创造了窗口期，居民顺价及气价市场化改革有望推进。

新奥能源是本轮市场转变中，准备相对充分、受益较为直接的公司。公司的核心机遇在于其前瞻性布局的上游资源池，将在成本下行期迎来价值的释放，其高达 45% 的市场化气源占比（2027E），以及组合优质（油气双锚、大量 FOB）、规模较大的海外 LNG 长协，使其能较大程度享受采购成本下降的红利，同时有利于抢占下游市场，用以获取新增工业需求。其挑战在于：1) 在未来全球 LNG 供应宽松的背景下，现货价格中枢预计将下移，大量长协贸易空间或大幅缩窄；2) 工业用气占比大，或直面下游价格战。

中国燃气是未来 2-3 年基本面反转逻辑较强、较具向上弹性的公司。公司的核心机遇首先在于其高达 36% 的居民气占比，使其有望成为居民顺价政策的最大受益者，盈利有望逐步修复。其次，370 万吨/年的大规模低价长协将集中落地，市场化气源占比有望跃升至 25%，采购成本有望显著优化。其核心挑战主要在于历史遗留问题，部分“煤改气”的资产质量和用户效益仍需谨慎考量。

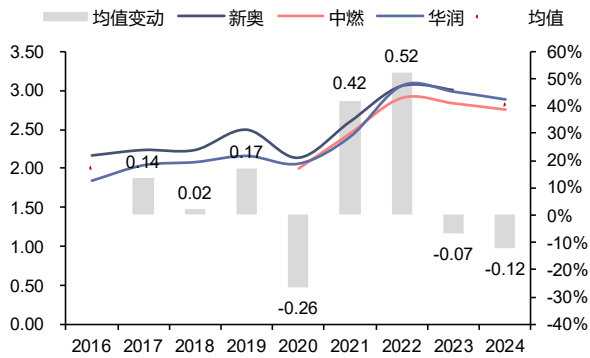
华润燃气有望延续其稳健、防御的特色，确定性高但弹性不足。公司的核心机遇在于高居民占比带来的顺价修复空间。其挑战在于相对的成本劣势和增长弹性的缺失。由于市场化气源占比较低，其未来享受到的国际气价下行红利相对较少；同时，在下游竞争加剧时，还将面临来自低成本对手的强大价格压力，盈利增长的弹性或因此受限。

昆仑能源的商业模式在新的买方市场环境下或将面临挑战。其机遇在于下游工业用户占比高，市场整体气价的下降，或刺激部分价格敏感的工业需求释放，昆仑能源有望从中获取一定的售气量增量。其核心挑战在于买方市场下，其独特的核心优势正在被稀释，价差面临一定的压力。昆仑最大的优势在于其背靠中石油强大的气源优势，而当市场整体成本因 LNG 价格下降而普遍降低时，其相对成本优势不再突出。同时，买方市场下下游工业客户的议价能力增强，或将直接压缩其过去相对稳定的价差，而极低的居民气量占比，又使其几乎无法享受居民顺价的红利。

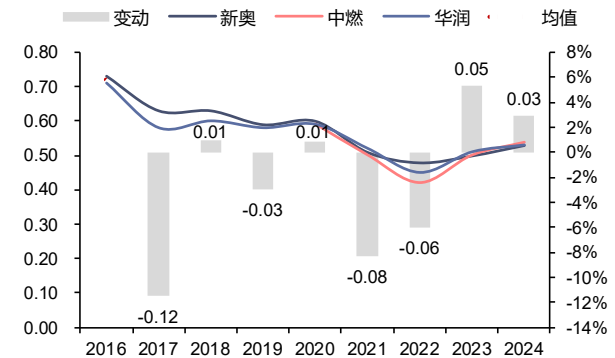
城燃公司价差修复的两大驱动力分别来自下游的终端提价以及上游的采购成本下降。

1) 终端提价：主要是居民用气修复存量亏损。2023-2024 年各家价差从 2022 年的历史低位（均值约 0.45 元/方）回升至 0.5 元/方以上，很大程度上归功于居民顺价的逐渐执行。**2) 成本降价：**采购成本下降（主要是市场化气源）带来的增量利润空间。2026 年以后全球 LNG 供应有望进入宽松周期，市场化气源的采购成本系统性下降，将创造一个成本下行的幅度和速度均大于售价下降的窗口期。我们认为，随着居民顺价进度过半，未来 1-2 年内城燃公司更多享受到的将是成本下降带来的利润空间。

此外，根据历史城燃价差来看，自 2017 年调整城燃配气准许收益率后，城燃合理价差稳定在 0.55~0.6 元/方的区间内。2024 年三家城燃的平均价差已修复至 0.53 元/方。我们认为 2021-2022 年城燃采购成本上升带来的毛差压缩仍未完全修复，城燃毛差仍有 5 分左右的修复空间。

图 46: 2016-2024 年三家城燃采购成本对比 (元/方)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 47: 2016-2024 年三家城燃价差对比 (元/方)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

我们对未来几年国际油气价格下降下几家燃气公司的受益程度进行了测算, 假设如下:

- 1) 油价:** 油价均值假设: 2024 年 80 美元/桶, 假设 26-29 年均价 65 美元/桶。油价长协公式: $P = 12\% * \text{Brent}$ 。
- 2) 中/欧-美气价差:** 气价均值假设: 2024 年 HH 3 美元/百万英热, 中国 DES/欧洲 TTF 11-12 美元/百万英热, 假设 26-29 年 HH 中枢上升至 3.5 美元/百万英热左右, 中国/欧洲到岸价降至 9-10 美元/百万英热左右, 贸易价差大概 1-2 美元左右 (0.3-0.5 元/方)。HH 长协公式: $P = 1.15 * \text{HH} + 2.5 + 2$ 。

现执行长协方面, 当前仅有新奥一家有油价、HH 长协, 若按照我们的油气价格假设, 2025 年以后油价部分长协价差扩大 1.8 美元/百万英热 (约合 0.48 元/方), 存在 8 亿元左右毛利空间。同时中美价差缩窄带来 2 美元/百万英热 (约合 0.5 元/方) 的价差缩水, 存在 6 亿元左右的毛利下降可能。综合来看存量长协毛利空间在 2 亿元左右。增量长协方面, 新奥的长协将在 26-29 年逐渐增长, 经测算每年带来的毛利增长在 10 亿元左右。中国燃气 27 年大批长协执行有望累计带来 13 亿元左右的增量, 华润燃气长协量相对较小, 27 年释放后利润空间在 4 亿元左右。

表 4: 三家城燃新增长协毛利空间测算

公司名称	项目	2026E	2027E	2028E	2029E
新奥能源	油价长协单位毛利 (美元/百万英热)	1.7	1.7	1.7	1.7
	油价长协单位毛利 (元/方)	0.4	0.4	0.4	0.4
	HH 长协单位毛利 (美元/百万英热)	1.0	1.0	1.0	1.0
	HH 长协单位毛利 (元/方)	0.3	0.3	0.3	0.3
	油价长协累计气量 (万吨) —— (剔除 25 年之前)	60	60	220	220
	油价长协毛利累计增量 (亿元)	3.8	3.8	13.8	13.8
	HH 长协气量 (万吨)	270	470	470	740
	HH 长协毛利累计增量 (亿元)	9.7	16.9	16.9	26.6
中国燃气	累计毛利提升空间 (亿元)	13.5	20.6	30.7	40.4
	HH 长协累计气量 (万吨)	70	370	370	370
华润燃气	HH 长协毛利累计增量 (亿元)	2.5	13.3	13.3	13.3
	油价长协累计气量 (万吨)	-	60	60	60
	油价长协毛利累计增量 (亿元)	-	3.8	3.8	3.8

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心



4.2 城燃公司在“综合能源+虚拟电厂”及“氢能系统”方面存在较大想象空间

方向一：综合能源与虚拟电厂。虚拟电厂是将一个区域内成千上万个分散的、小型的能源单元（如分布式发电机、屋顶光伏、储能电池等）聚合起来，通过云端智能调控，形成一个虚拟的、可统一调度的大型发电资源，参与电网的运行和交易。城燃公司做虚拟电厂具备一定的优势：**1）拥有广泛的综合能源用户基础：**新奥、华润等公司通过多年的综合能源业务，已经掌握了数千个工商业客户的分布式能源资产，构建了虚拟电厂的基础单元。**2）天然气分布式能源站作为调节电源：**城燃公司掌握的天然气分布式能源站，是虚拟电厂中优质的调节性电源。“天然气分布式能源+虚拟电厂”也是数据中心供电的方案之一，其推广受困于经济性不足。在国外已有成功实践案例，如微软在都柏林等地数据中心部署天然气发电机组，以构建独立运行、并与主电网高效互动的“微电网”。

方向二：氢能系统。在上游，城燃公司可参与天然气制氢。城燃公司拥有大量的天然气资源，天然具备制“蓝氢”的优势。在中游，可进行燃气管道掺氢，即在现有天然气管道中混入一定比例的氢气（例如 5%-20%），无需新建管道，即可低成本、大规模地实现氢气输送，例如，新奥已在江苏建立了 10%掺氢示范站，并在内蒙古进行纯氢管道前沿探索。

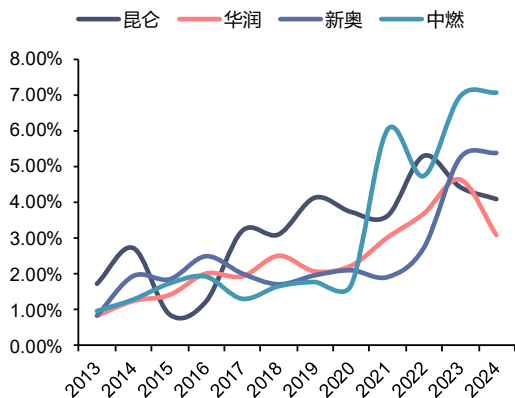
五、投资策略：长期配置价值突出，气价下行期关注城燃投资机遇

5.1 稳定回报的基础——分红与自由现金流

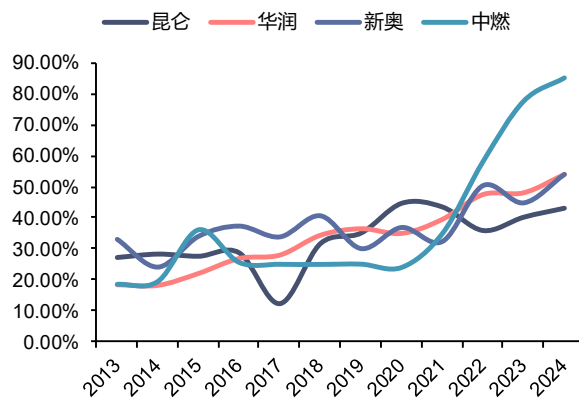
随着接驳业务高速增长时代的结束，市场对城燃的估值基本逻辑已发生转变，不再聚焦于其成长性，而是更多用自由现金流及股息回报来衡量其作为类债型权益资产的长期配置价值。城燃行业当前面临的资本开支下降、主业盈利能力修复下经营现金流趋于稳定等转变，都将进一步强化其作为类债资产的价值。

H 股城燃公司股息率呈显著上升趋势，2024 年平均股息率达到 4.9%，较 2013 年提升 3.8pct。其中，华润燃气、新奥能源及昆仑能源倾向于维持稳定增长的派息率。2013-2024 年新奥的分红比例从 32.9%提升至 53.7%，华润的派息率从 18.1%提升至 53.8%，昆仑的分红比例从 27.1%提升至 43%，展现了其回报股东意愿的持续增强。中国燃气倾向于通过根据当年业绩动态调整分红比例，以维持每股分红额的稳定。2023-2024 财年中燃业绩下滑，但将分红比例由 22 年 50%左右大幅提升至 77.8%、85.3%，维持住了 0.45-0.46 元/股的绝对分红额，显示出较强的股东回报诚意。

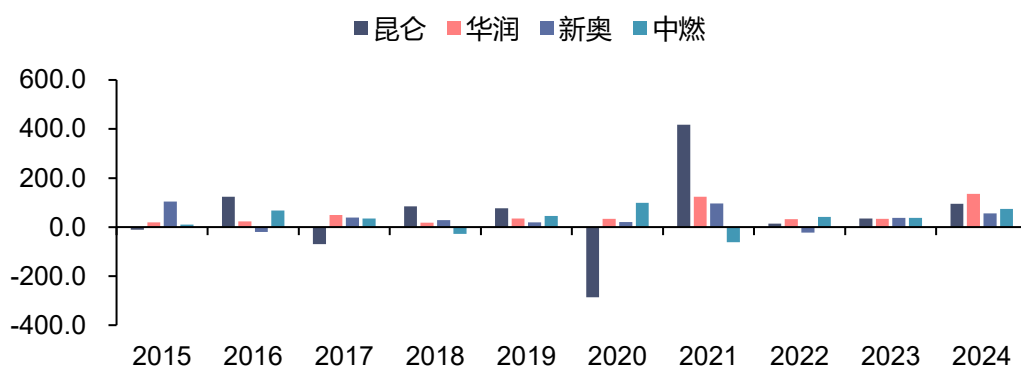
综合来看，城燃资产的长期配置价值突出。综合考虑 4%-5%的股息收益，以及未来盈利修复带来的温和业绩增长，城燃资产具备成为 5%-10%长期年化回报率的优质资产。横向对比其他公用事业资产，城燃的股息率高于水电且具备更强的盈利弹性，而业绩稳定性、现金流的可预测性以及 ESG 属性又优于火电，是追求长期、稳定、可预期回报的长线资金的较为理想的配置方向。

图 48： 2013-2024 年四家城燃股息率对比


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 49： 2013-2024 年四家城燃分红比例对比


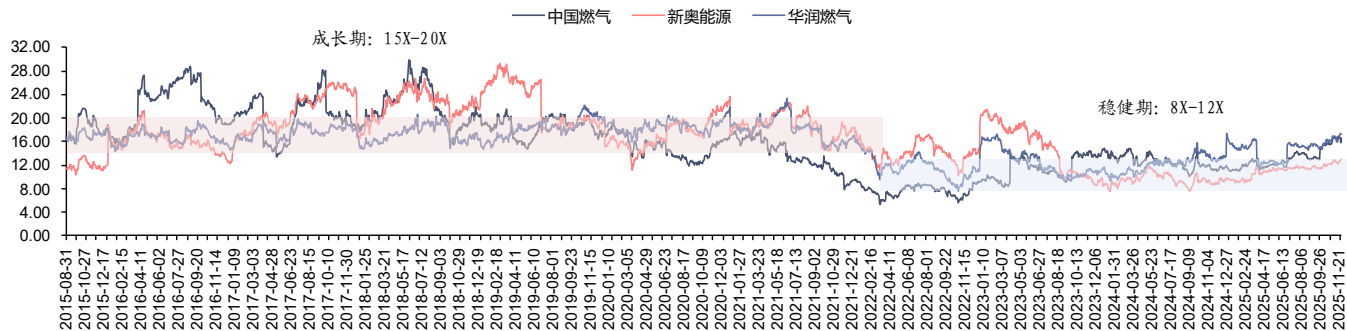
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 50： 2013-2024 年四家城燃自由现金流对比（亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

5.2 高增长到稳健阶段的 PE 中枢

2015-2021 年，城燃行业享受了三大时代红利：1) 房地产高速发展带来的接驳红利；2) 城镇化带来的燃气渗透率快速提升；3) 以“煤改气”为代表的环保政策强力驱动。在此背景下，行业呈现出典型的成长期特征，头部城燃 EPS 增速约 10-15%，资本市场也给予了其相应的成长溢价，行业历史 P/E 估值中枢稳定在 15-20X 的区间。2021 年开始，随着接驳红利退潮、宏观环境的变化，行业逻辑发生转变，城燃企业估值从高增长长期向稳健期切换，行业的 P/E 中枢出现系统性下降。稳健期头部城燃的 EPS 增速降至 3-5%，PE 区间降至 8-12X 左右。

图 51： 2015-2025 年三家城燃 PE 趋势（截至 2025/12/2）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

5.3 气价下行周期关注城燃投资机遇

在全球天然气供需格局逐步转向买方市场的背景下，我们预计 2026 年起气价中枢有望下移，为国内城燃公司带来成本红利，并释放价格敏感性需求。同时，居民顺价及气价市场化改革也有望进入窗口期，共同推动行业盈利修复。我们认为，城燃公司已进入类债估值时代，具备长期配置价值，建议关注气价下行周期的城燃板块机遇。**相关标的：H 股：新奥能源**（自主资源池布局领先，成本弹性较强）、**中国燃气**（困境反转，居民顺价及低价长协落地带来高弹性）、**华润燃气**（经营稳健，接驳拖累边际减弱）、**昆仑能源**。**A 股：新奥股份、佛燃能源、深圳燃气。**

表 5：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (港元)	归母净利润 (百万元)				PE				
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	PB
02688.HK	新奥能源	72.7	5987	7202	7640	8132	9.92	10.79	10.20	9.66	1.68
00384.HK	中国燃气	8.39	3,033	2,983	3,185	3,416	11.88	13.92	13.03	12.15	0.81
00135.HK	昆仑能源	7.45	5960	6557	7031	7485	11.47	9.44	8.94	8.57	0.88
01193.HK	华润燃气	23.04	4088	4084	4526	5036	17.41	13.67	12.51	11.52	1.22
600803.SH	*新奥股份	21.7	4493	5685	6341	7043	14.86	11.79	10.59	9.56	2.80
002911.SZ	佛燃能源	12.1	853	931	984	1047	20.51	16.92	15.96	15.00	3.29
601139.SH	深圳燃气	6.66	1457	1456	1615	1862	14.80	13.19	11.84	10.29	1.21

数据来源：iFinD，信达证券研发中心 注：标*为信达能源团队预测，其余为 iFinD 一致预期，收盘价为 2025/12/4 价格。

风险因素

- 1、**经济增速不及预期等因素导致下游天然气消费需求疲弱。**若宏观经济复苏乏力，导致工业、发电等主要用气领域的消费需求增长停滞或低于预期，将影响城燃公司的售气量增长。
- 2、**上游 LNG 液化产能投产进展不及预期。**若卡塔尔、美国等主要出口国的 LNG 液化出口设施建设进度滞后，可能导致全球天然气供应释放不及预期。
- 3、**地缘政治风险导致 LNG 供应受阻。**中东等区域的地缘政治冲突可能导致 LNG 运输受阻，影响 LNG 供应链的稳定性。
- 4、**全球油气价格大幅上涨。**若全球油气价格超预期上涨，或将侵蚀城燃公司预期的成本下降红利，并抑制下游需求。
- 5、**居民顺价政策不及预期。**若居民气价顺价机制落地受阻或进度缓慢，或将制约城燃公司修复利润空间的能力。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。