

天然气行业2026年年度策略

供给宽松促需求放量，降本+顺价盈利能力修复；关注双综业务潜力

证券分析师：袁理

执业证书编号：S0600511080001

联系邮箱：yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师：谷玥

执业证书编号：S0600524090002

日期：2025年12月12日

➤ 2025年国内供需复盘：需求偏弱，国内自给率提升

暖冬、关税、反内卷政策影响下，我国2025年天然气消费量微增。据中国石化经济技术研究院预测，2025年实际消费量4302亿立方米，同比增长2.4%。
供给侧海外偏紧叠加对美LNG施加关税，国内自给率提升。2025M1-10自给率提升3pct至60%。2025M1-10，产量同比+6.5%至2171亿方，进口量同比-6.3%至1444亿方，其中进口管道气同比+7.5%，进口LNG同比-16.3%；自给率60%，同比提升3pct。进口量下降源于对美LNG施加关税、国内气价不振国际市场存在转口套利空间。对美LNG加征25%关税导致2025M1-11美气回国平均价差从0.47元/方降至-0.09元/方，削弱美气回国动力。

➤ LNG释放流动性，促天然气经济性提升，需求放量

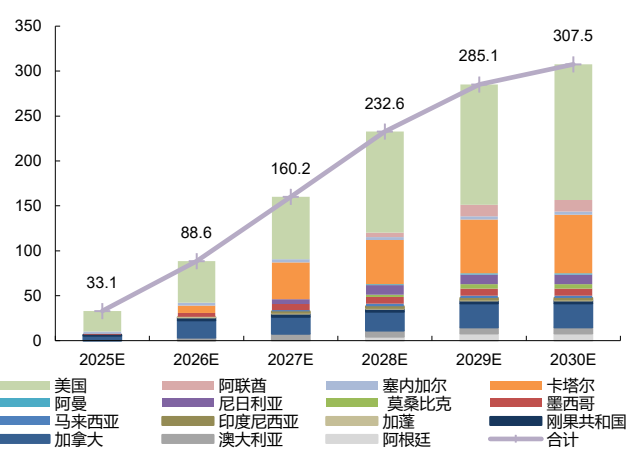
LNG供给转向宽松，有望降低国内用气成本。根据IEA预测数据，全球天然气需求2024-2030年维持年均1.5%的复合增速，至2030年全球预计累计新增LNG供给3075亿方，LNG贸易能力增长6成；全球LNG需求增长无法完全消化新增LNG供应，可能导致约650亿方的供应过剩，供需格局转向宽松。我们预计各区域气价向中间收敛，欧洲&东亚气价回落、美国气价提升，国内用气成本下行。

考虑清洁价值天然气经济性提升，推动1.7倍需求空间释放。对标同样依赖天然气进口的东亚国家（日、韩），我国天然气渗透率仍有进一步提升空间。考虑政策目标下2030年天然气能源结构占比提至15.0%，国内1.7倍气量空间释放。2025M1-11气煤比（国内LNG出厂价与动力煤的单位热值价格比）均值2.63、气油比（国内LNG出厂价与布伦特单位热值价格比）均值0.98；天然气已经比油具备经济性。同等热值下天然气碳排放仅为煤炭的33%，为石油的63%；考虑清洁价值，分别按照中国碳价100元/吨、欧洲碳价500元/吨计算，天然气的用能成本分别为煤/油的1.95/0.95、1.08/0.88，天然气利用经济性进一步提升。

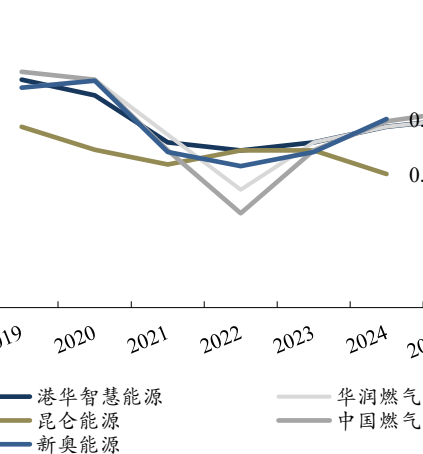
➤ 降本趋势+顺价机制持续落地，盈利能力修复

降本促顺价；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10%+提升空间。2022~2025年11月，全国共有195个（占比67%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为0.22元/方。25H1龙头城燃价差普遍同比修复1分/方。参考ROA7%的标准，合理价差为0.6元/方+，价差存10%+提升空间。

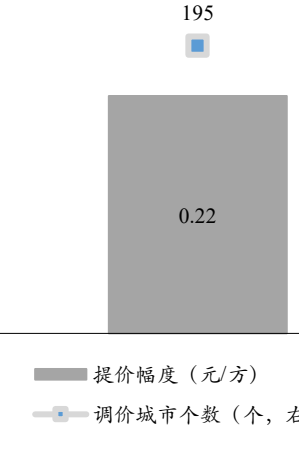
2025E-2030E全球累计新增LNG液化能力（已FID项目） 单位：十亿方



2019-2025E五大龙头公司城燃价差（元/方）



2022-2025M11居民调价情况



剔除加气站出瓶影响，昆仑能源2024年价差0.485元/方。
资料来源：IEA、IEEFA、BP、各公司公告、各地政府网站、东吴证券研究所

接驳结构性影响减弱，双综业务成为新增长点

我们预计2025年接驳利润占比进一步下降0-5pct，地产周期对利润影响持续回落。2024龙头城燃公司接驳量下滑明显，新增居民户数下滑幅度在5%~20%区间，2024接驳利润占比普遍下滑到15%~25%（与23年相比降低5~10pct）。根据各龙头公司对于25年接驳户数的预测，2025年接驳量将普遍下滑20%左右，利润占比进一步下降0-5pct至10-20%。

燃气销售衍生业务（综合能源管理和入户设备/商品销售）低基数下高速发展，2025我们预计实现个位数增长，成为新增长点。

投资建议：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（中美日内瓦经贸会谈联合声明指出，中国5月14日前修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税，修改后关税税率从140%降至25%）后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等方式消除关税影响。

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4.4%）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4.7%）【中国燃气】（25股息率6.2%）【蓝天燃气】（25股息率6.3%）；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】（25股息率3.6%）【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3.2%）【新奥股份】（25股息率5.2%）；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】

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2025/12/12）

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

表：盈利预测表（估值日期2025/12/12）

股票代码/简称	企业性质	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			2024年分红能力评估					分红比例/金额预测					股息率预测	
					2024	2025E	2026E	24-26两年 CAGR		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/ 归母净利润	2025E	2026E	预测依据	2025E	2026E		
0135.HK	昆仑能源	中央国有企业	7.41	642	港元	59.60	60.61	63.41	3%	人民币	9.77	9.61	9.19	44.8%	63%		4.6%	4%	108%	45%	46%	2025年承诺核心利润分红比例提升至45%	4.7%	5.0%
					4.9%	1.7%	4.6%																	
2688.HK	新奥能源	民营企业	73.25	829	港元	59.87	70.90	74.16	11%	人民币	12.57	10.61	10.15	52.0%	7%		4.1%	7%	59%	47%	50%	2024年核心利润分红比例44%，假设每年提升3-4pct至50%	4.4%	4.9%
					-12.2%	18.4%	4.6%																	
0384.HK	中国燃气	公众企业	7.99	435	港元	32.52	29.76	31.82	-1%	港元	13.39	14.63	13.68	85.3%	80%		6.3%	4%	166%	27.20	27.20	东兴假设保证每股0.5港元的分红	6.2%	6.2%
					2.1%	-8.5%	6.9%																	
1193.HK	华润燃气	中央国有企业	23.04	533	港元	40.88	37.28	39.73	-1%	港元	13.04	14.30	13.42	53.8%	12%		4.1%	3%	65%	21.98	21.98	公司指引2025年分红金额不下滑	4.1%	4.1%
					-21.7%	-8.8%	6.6%																	
1083.HK	港华智慧能源	外资企业	3.98	146	港元	16.06	16.80	17.29	4%	港元	9.10	8.70	8.45	41.2%	-134%		4.8%	7%	-93%	/	/	无明确指引	/	/
					2.0%	4.6%	2.9%																	
605368.SH	蓝天燃气	民营企业	7.97	57	人民币	5.03	3.01	3.03	-22%	人民币	11.31	18.92	18.80	126.9%	55%		11.3%	3%	72%	3.61	3.64	公司承诺2023-2025年分红比例不低于70%，鉴于公司中报超分东兴假设分红金额比例不低于120%	6.3%	6.4%
					-17.0%	-40.2%	0.7%																	
605090.SH	九丰能源	民营企业	37.86	263	人民币	16.84	15.57	18.01	3%	人民币	15.63	16.91	14.62	46.3%	-88%		3.2%	18%	-41%	8.50	10.00	2024-2027年分红金额承诺	3.2%	3.8%
					28.9%	-7.5%	15.7%																	
600803.SH	新奥股份	民营企业	21.85	677	人民币	44.93	51.47	55.22	11%	人民币	15.06	13.15	12.25	70.9%	24%		4.7%	6%	95%	35.31	50%	25年每股分红1.14元，26不低于50%	5.2%	4.1%
					-36.6%	14.6%	7.3%																	
002911.SZ	佛燃能源	地方国有企业	12.15	158	人民币	8.53	8.72	9.22	4%	人民币	18.49	18.09	17.12	73.0%	48%		4.0%	3%	121%	65%	65%	25-27分红比例65%	3.6%	3.8%
					1.0%	2.2%	5.7%																	
601139.SH	深圳燃气	地方国有企业	6.53	188	人民币	14.57	14.44	16.03	5%	人民币	12.89	13.01	11.72	31.6%	-30%		2.5%	7%	2%	/	/	无明确指引	/	/
					1.2%	-0.9%	11.0%																	

注：昆仑能源、新奥能源、华润燃气、中国燃气、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
数据来源：Wind，各公司公告，东吴证券研究所



目录

1. 2025年国内供需复盘：需求偏弱，国内自给率提升

- 需求侧受多重因素影响，消费量微增
- 供给侧海外偏紧叠加对美LNG施加关税，国内自给率提升

2. LNG释放流动性，促天然气经济性提升，需求放量、顺价推进

- LNG供给转向宽松，有望降低国内用气成本
- 考虑清洁价值天然气经济性提升，推动1.7倍需求空间释放
- 降本趋势+顺价机制持续落地，盈利能力修复

3. 接驳结构性影响减弱，双综业务成为城燃公司新增长点

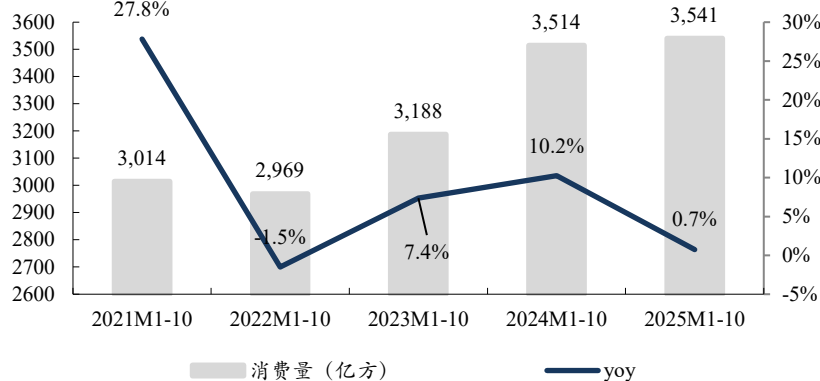
- 2024接驳承压、利润占比进一步下滑，2025年接驳结构性影响减弱
- 燃气销售衍生业务低基数下高速发展，成为新增长点

4. 投资建议与风险提示

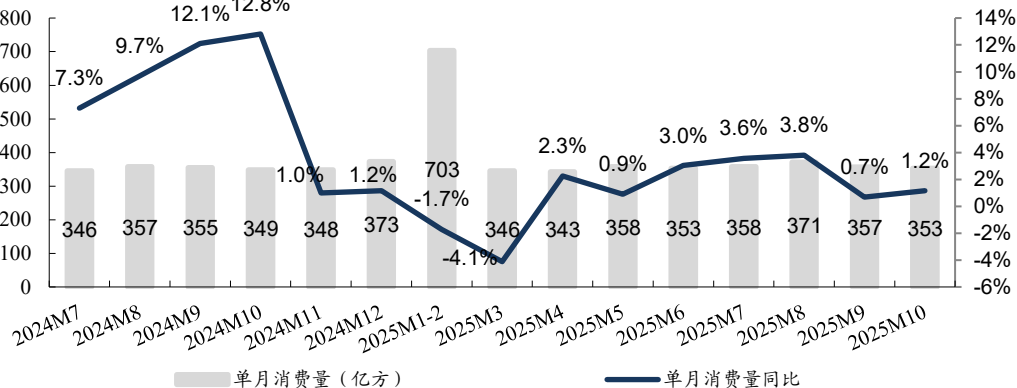
2025年国内供需复盘：需求侧受多重因素影响，消费量微增

- ✓ **暖冬、关税、反内卷政策影响下，我国2025年天然气消费量微增。** 2025M1-10，我国天然气表观消费量同比+0.7%至3541亿方，增长偏弱。1) 2024年冬季偏暖，影响了2025M1-3采暖用气需求；2) 25M2起关税扰动下，部分工厂选择停产/抢出口进而影响气量；3) 25M7起局部制造业开展“反内卷”行动，光伏、钢铁等行业减产影响气量。
- ✓ **据中国石化经济技术研究院预测，2025年实际消费量4302亿立方米，同比增长2.4%。** 其中城市燃气、燃气发电、工业燃料用气分别同比+2.4%/+12.3%/持平，占比34%/17%/41%。2025年新增燃气发电装机容量约3000万千瓦（截至2024年底1.44亿千瓦），带动发电用气增长。

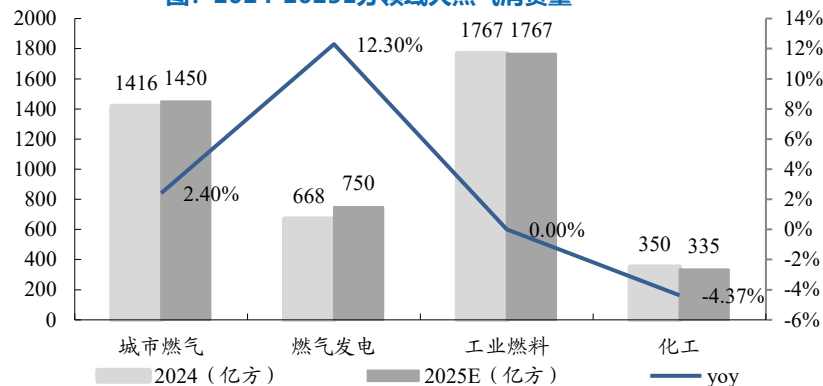
图：2021-2025M1-10我国天然气消费量



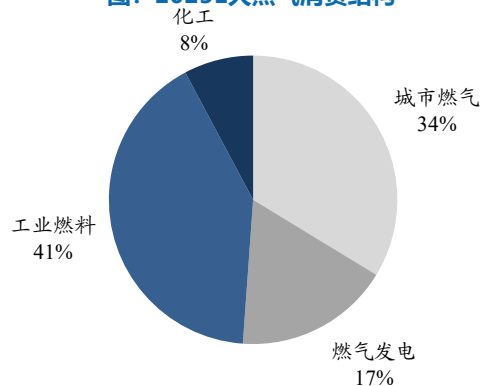
图：单月天然气消费量及同比



图：2024-2025E分领域天然气消费量



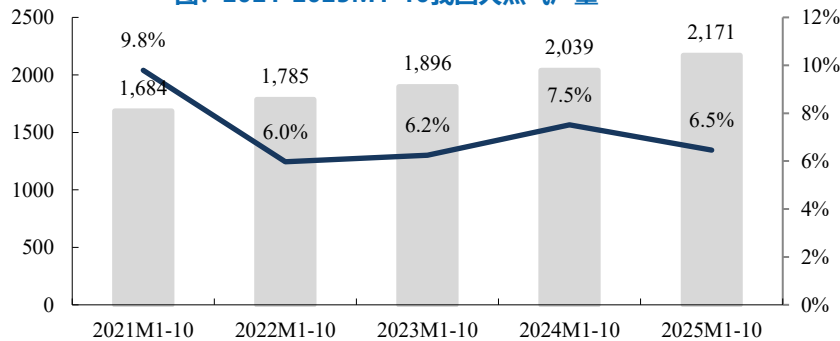
图：2025E天然气消费结构



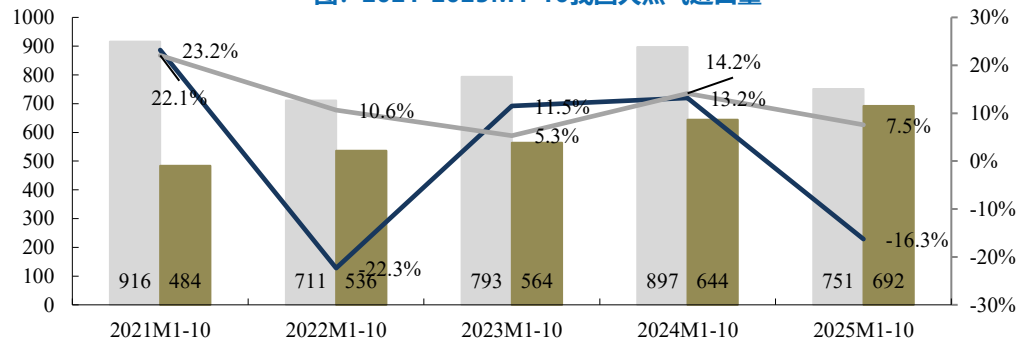
2025年国内供需复盘：供给侧海外偏紧叠加对美LNG施加关税，国内自给率提升

- ✓ **2025M1-10自给率提升3pct至60%**。2025M1-10，产量同比+6.5%至2171亿方，进口量同比-6.3%至1444亿方，其中进口管道气同比+7.5%，进口LNG同比-16.3%；自给率60%，同比提升3pct。
- ✓ **进口量下降源于对美LNG施加关税、国内气价不振国际市场存在转口套利空间**。2025M1-10，我国LNG进口同比减少1043万吨，其中澳大利亚进口同比-474吨（-21.8%）、美国进口-356万吨（-93.2%）是主要下降来源，下降原因为：1）对美LNG施加关税，美国资源进口量大幅下降；2）2025年国内市场供需宽松、国际市场供需偏紧，国内外价格倒挂，存在国际转售套利空间。

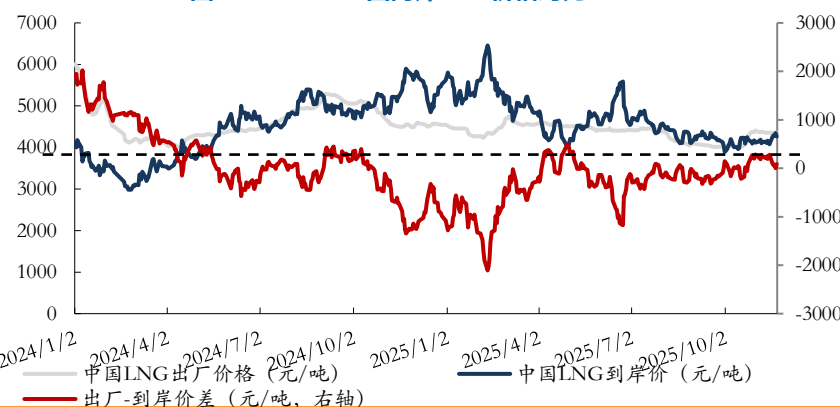
图：2021-2025M1-10我国天然气产量



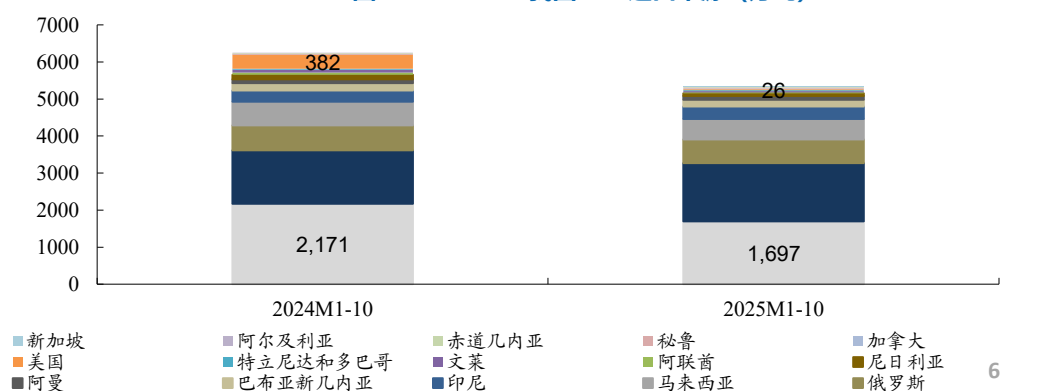
图：2021-2025M1-10我国天然气进口量



图：2024-2025国内外LNG价格对比



图：2024-2025我国LNG进口来源 (万吨)



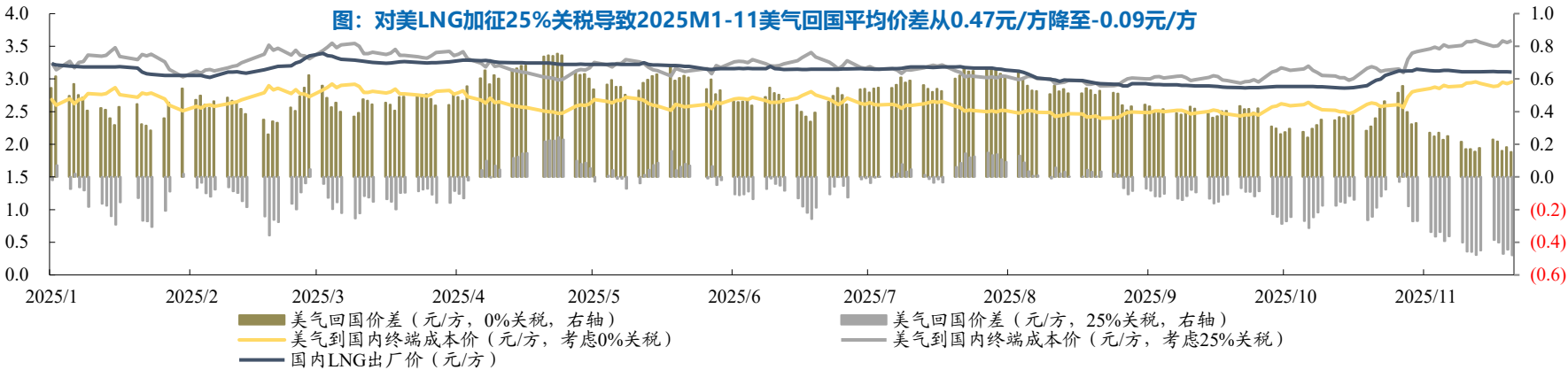
2025年国内供需复盘：供给侧海外偏紧叠加对美LNG施加关税，国内自给率提升



- ✓ 2025年2月起，我国对美进口LNG关税税率频繁变动，从最高140%回落至当前25%。
- 自2025/2/10日起，我国对原产于美国的液化天然气加征15%关税；2025年4月发布税委会公告2025年第4/5/6号宣布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%/84%/125%，**关税税率最高达到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，**关税税率回落至25%**。8/12、11/10提出维持现有关税90天、一年。
- ✓ 对美LNG加征25%关税导致2025M1-11美气回国平均价差从0.47元/方降至-0.09元/方，削弱美气回国动力。

图：2025年燃气关税变动汇总

发布时间	文件/会议	具体内容
2025/2/4	税委会公告2025年第1号	自2025/2/10日起，对原产于美国的液化天然气加征 15%关税 。
2025/4/4	税委会公告2025年第4号	自2025/4/1012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 。
2025/4/9	税委会公告2025年第5号	自2025/4/1012时01分起，调整4号文的加征关税税率， 由34%提高至84% 。
2025/4/11	税委会公告2025年第6号	自2025/4/12起，调整5号文加征关税税率， 由84%提高至125% 。
2025/5/12	中美日内瓦经贸会谈	中国5月14日前修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税，其中， 24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余10%的关税，并取消根据税委会公告2025年第5号和第6号对这些商品的加征关税 。



注：美国LNG到岸价格=1.15*HH+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，2022-2024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。



目录

1. 2025年国内供需复盘：需求偏弱，国内自给率提升

- 需求侧受多重因素影响，消费量微增
- 供给侧海外偏紧叠加对美LNG施加关税，国内自给率提升

2. LNG释放流动性，促天然气经济性提升，需求放量、顺价推进

- LNG供给转向宽松，有望降低国内用气成本
- 考虑清洁价值天然气经济性提升，推动1.7倍需求空间释放
- 降本趋势+顺价机制持续落地，盈利能力修复

3. 接驳结构性影响减弱，双综业务成为城燃公司新增长点

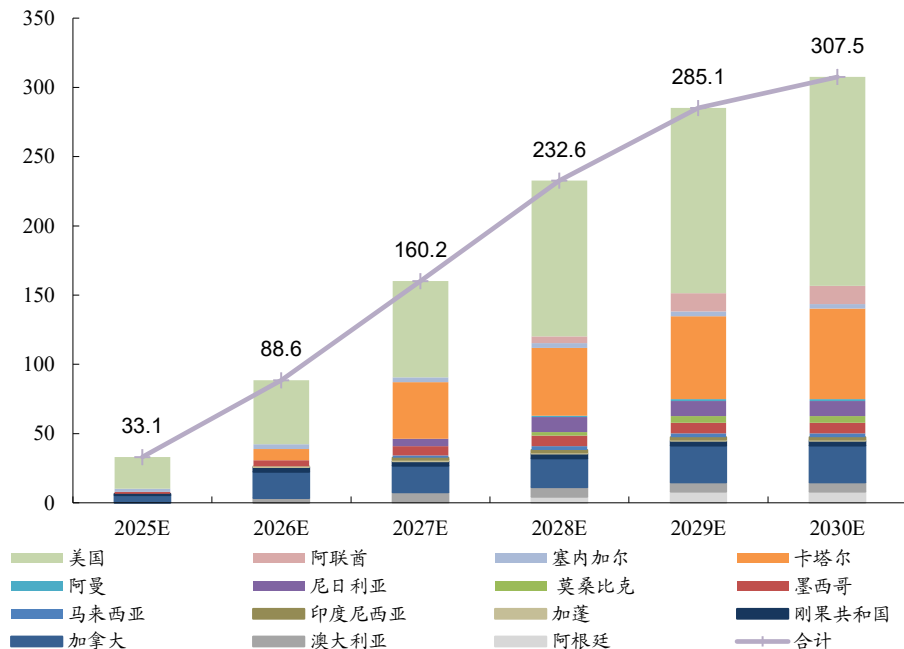
- 2024接驳承压、利润占比进一步下滑，2025年接驳结构性影响减弱
- 燃气销售衍生业务低基数下高速发展，成为新增长点

4. 投资建议与风险提示

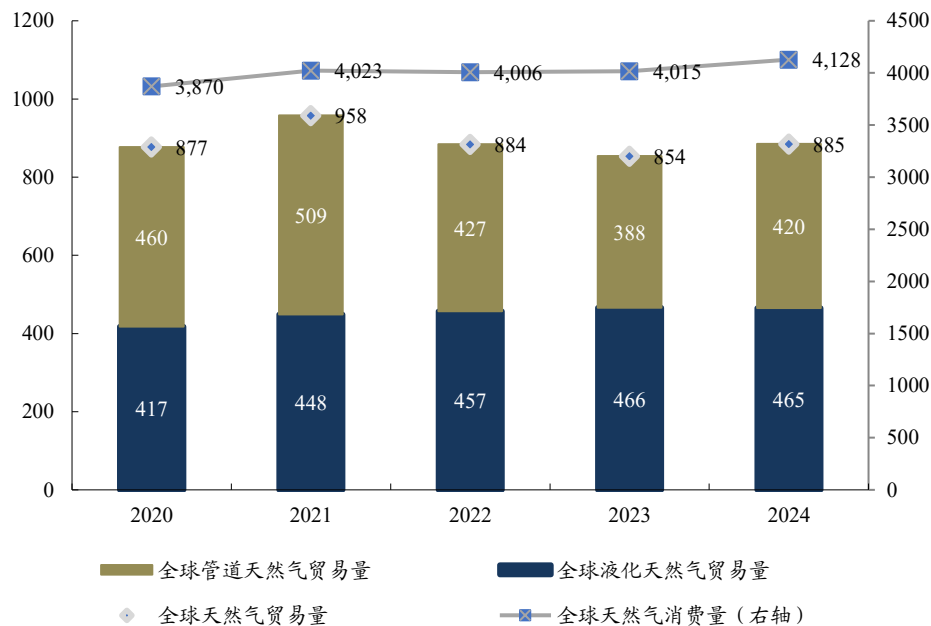
全球LNG 贸易能力至2030年增长6成，增量主要源于美国、卡塔尔

- ✓ 2025-2030年IEA预计全球累计新增LNG供给3075亿方，占到2024年全球消费量的7.4%，占到2024年全球天然气贸易量的35%，占到全球液化天然气（LNG）贸易量的66%。
- ✓ 美国和卡塔尔是LNG供应的主要来源，分别占全球2025-2030年投入运行的新增天然气液化能力的49%、21%。LNG供应的扩大有利于全球天然气市场再平衡、增强供应流动性。

图：2025E-2030E全球累计新增LNG液化能力（已FID项目） 单位：十亿方



图：2000-2024年全球天然气消费量、贸易量 单位：十亿方

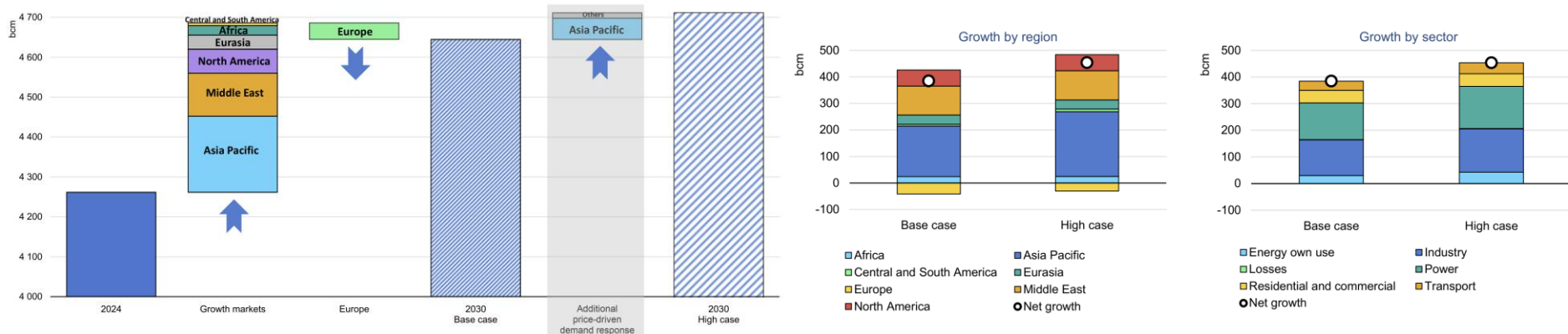


注：数据来源IEA，统计截至2025年10月22日。产能按每个液化单元预计启动日期及预计年度增产计划按比例计算。FID=最终投资决策。

全球天然气需求到2030年维持年均1.5%的复合增速，增量主要源于亚太地区

- ✓ 根据IEA预测，在基础情形下，到2030年全球天然气需求增长约9%，主要由亚洲和中东推动。全球天然气需求在2024年至2030年间将增加3840亿立方米，年均复合增速1.5%。
- **亚太地区**成为全球天然气需求增长的主要驱动力，占2024-2030年总增长的50%；其中，得益于充足的供应、较低的LNG现货价格以及扩建的进口基础设施，中国有望贡献全球需求增长的1/4。
- 中东、欧亚和北美也在此期间实现显著的需求增长；非洲和拉丁美洲的需求将温和增长；欧洲天然气需求将下降8%，抵消上述部分地区的需求增长。
- ✓ 从行业来看，工业、能源、电力是需求增长的主要来源。
- **工业和能源（含炼油）行业**合计将贡献全球天然气需求增长的45%；
- **电力行业**约占净增长的33%以上，其中，亚太地区占电力行业需求增长的1/2以上，中东地区电力需求也将增长，主要得益于沙特阿拉伯主导的大规模石油转天然气转换计划；
- 亚洲、欧亚和中东地区推动的**住宅和商业部门**天然气需求增长接近13%。

图：2025E-2030E全球天然气分区域、分部门需求预测 单位：十亿方

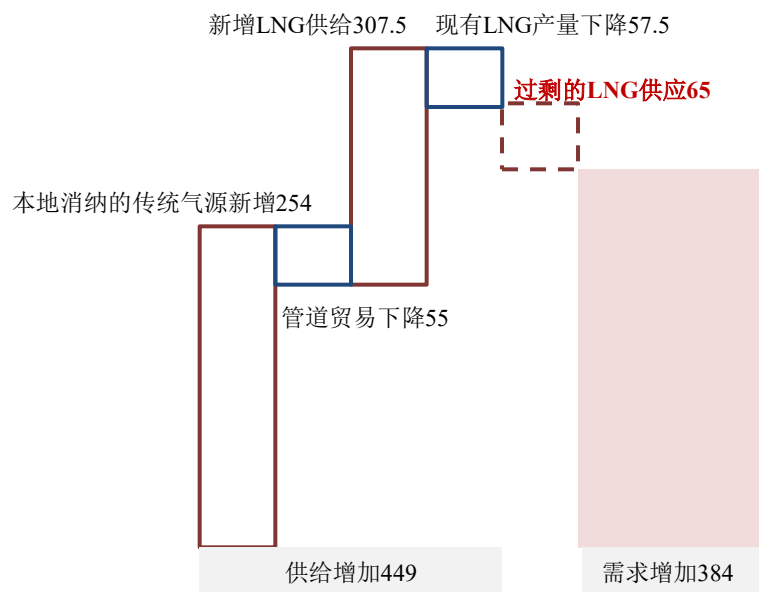
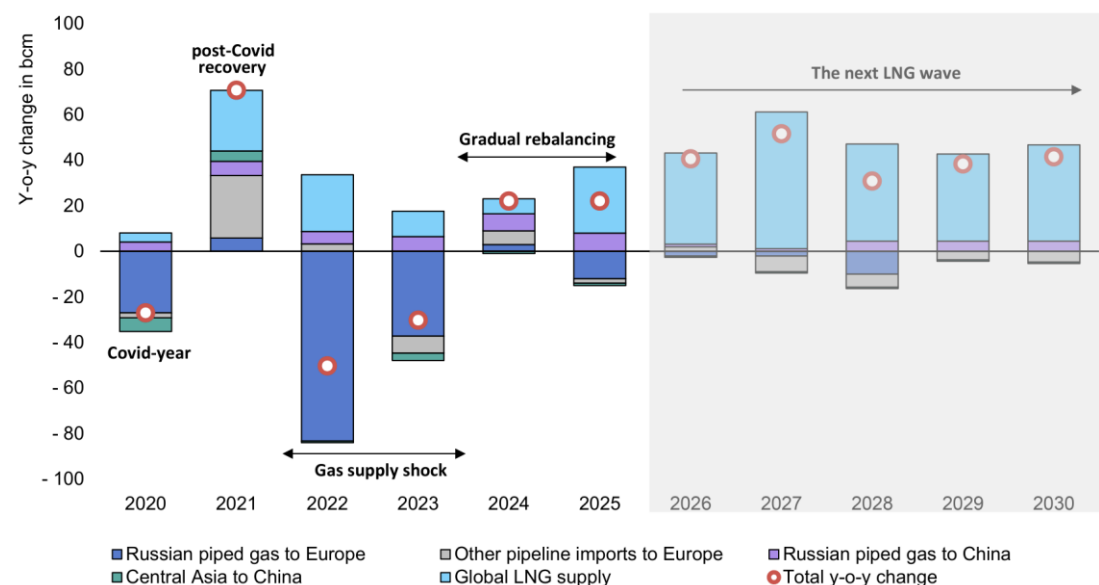


全球LNG需求增长无法完全消化新增LNG供应，供需格局转向宽松

- ✓ 根据IEA预测推算，2024-2030年期间，全球天然气总供给增加约4490亿方，全球液化天然气（LNG）需求增长预计无法完全消化所有新增LNG供应，这可能导致约650亿立方米的供应过剩（若欧洲TTF与亚洲JKM价格开始逐步向美国LNG供应的短期边际成本靠拢，可能刺激额外的天然气需求，有望消化LNG供应过剩）。
- LNG产能扩张导致到2030年全球液化天然气供应比2024年净增2500亿立方米。其中，累计新增LNG供给3075亿方，同时考虑现有LNG项目产量的下降。
- 管道天然气贸易将在2024年至2030年间下降近550亿立方米，主要原因是对欧洲的管道天然气供应减少。

图：2025E-2030E主要管道天然气贸易及全球液化天然气潜在供应的年度变化 单位：十亿方

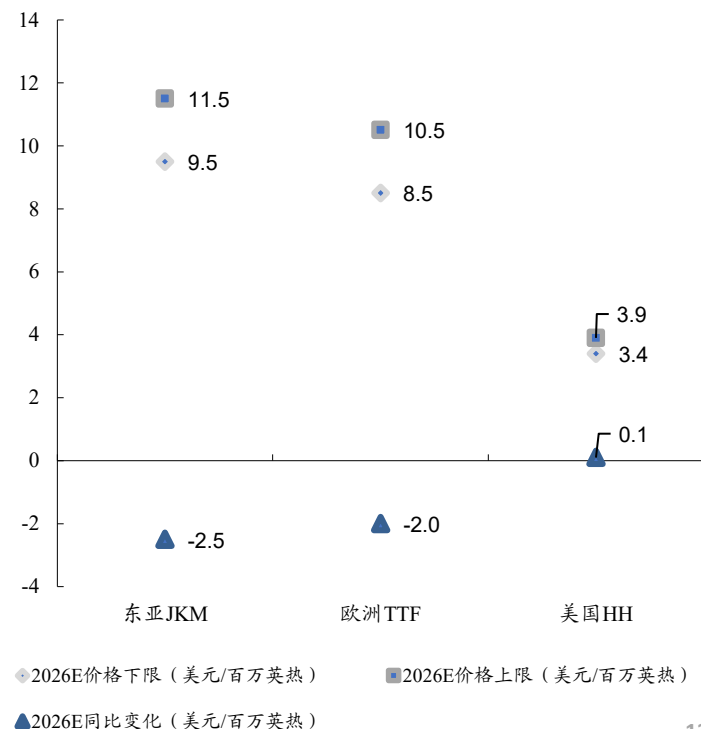
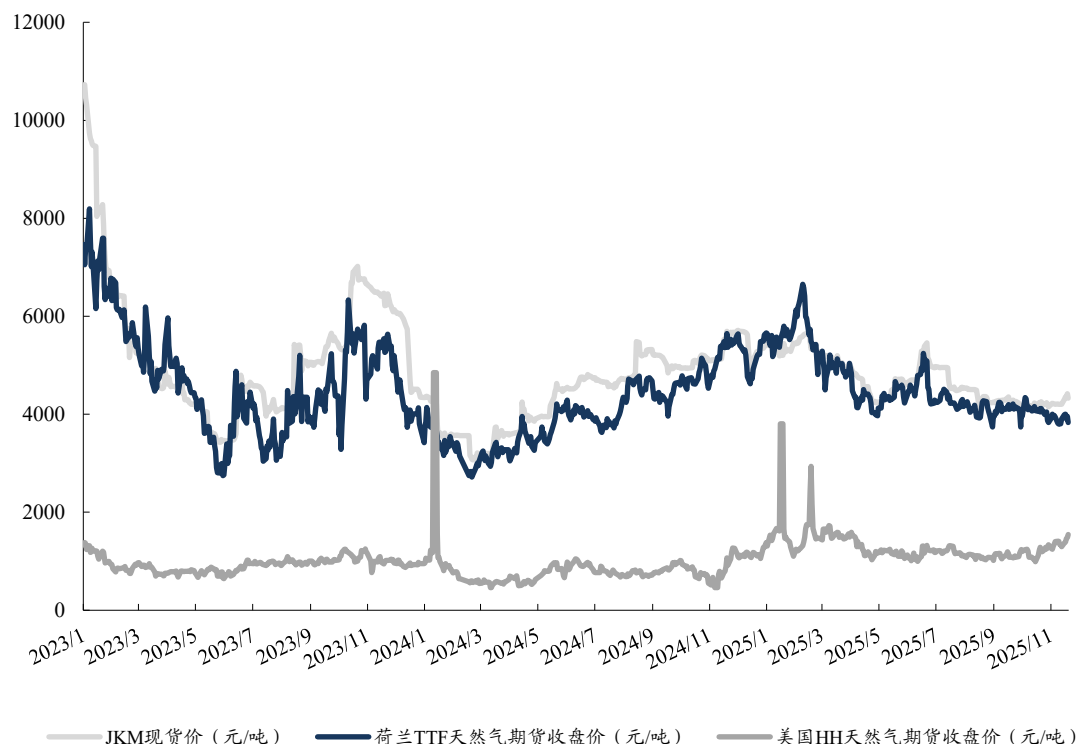
图：2024-2030E全球天然气供需变动预测 单位：十亿方



全球LNG供需格局转向宽松，我们预计各区域气价向中间收敛，欧洲&东亚气价回落、美国气价提升

- ✓ 据中国石化经济技术研究院预测，2026年东亚JKM现货均价在9.5~11.5美元/百万英热单位（同比-2.5美元/百万英热单位），欧洲TTF均价在8.5~10.5美元/百万英热单位（同比-2美元/百万英热单位），美国HH均价在3.4~3.9美元/百万英热单位（同比+0.1美元/百万英热单位）。
- 随着以美国为主的低气价新建LNG项目陆续投产，市场由紧平衡逐步转向宽松，我们预计带动2026年欧洲、东亚气价明显回调；
- 而美国凭借出口能力提升强化其市场地位，其国内供需趋紧推升美国天然气市场价格。

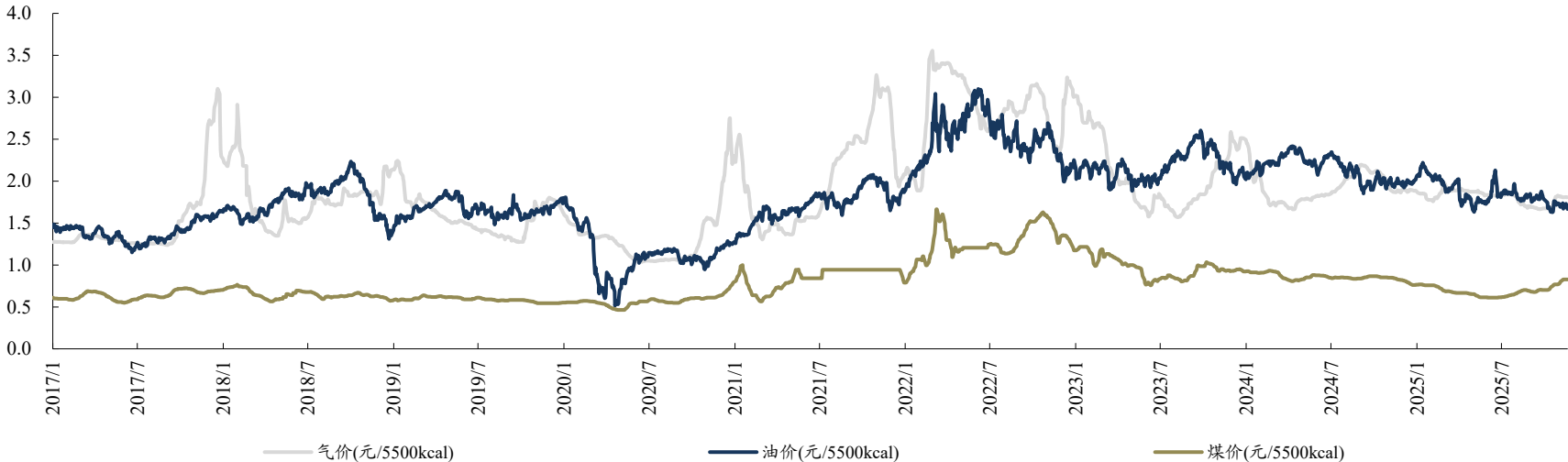
图：欧洲TTF、东亚JKM、美国HH气价指数



考虑清洁价值，国内天然气经济性提升，推动需求增加

✓ 考虑清洁价值，天然气经济性显著提升。2025M1-11气煤比（国内LNG出厂价与动力煤的单位热值价格比）均值2.63、气油比（国内LNG出厂价与布伦特单位热值价格比）均值0.98；天然气已经比油具备经济性，降价62%可与煤经济性相当；随供给宽松，气价回落有望催生需求长期增长。同等热值下天然气碳排放仅为煤炭的33%，为石油的63%；考虑清洁价值，分别按照中国碳价100元/吨、欧洲碳价500元/吨计算，天然气的用能成本分别为煤/油的1.95/0.95、1.08/0.88，天然气利用经济性进一步提升。

图：不同能源单位热值价格比



图：不同能源经济性对比

能源名称	总成本（元/GJ）		能源成本 （元/GJ）	清洁成本（元/GJ）							
	按照中国碳价100元/吨	按照欧洲碳价500元/吨		按照中国碳价100元/吨	按照欧洲碳价500元/吨	二氧化碳排放 （千克/GJ）	一氧化碳	氮氧化物	二氧化硫	颗粒物	水银
天然气	83.05	99.70	78.88	4.16	20.82	41.64	0.0093	0.67	0.011	0.025	0
石油	87.35	113.88	80.72	6.63	33.17	66.33	0.0167	1.24	9.45	0.039	0.0032
煤	42.48	92.55	29.97	12.52	62.58	125.16	0.0478	1.44	10.96	14.64	0.0072

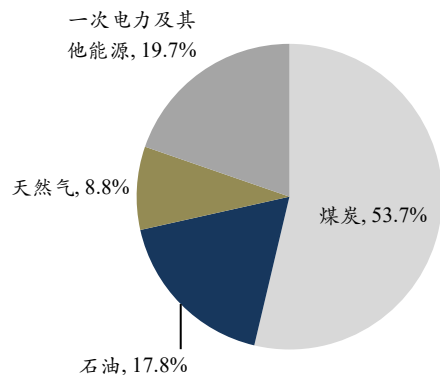
注：5500 kcal = 0.023GJ，能源价格使用2025M1-11均值，天然气4373元/吨、石油68.9美元/桶、煤炭689.2元/吨（5500kcal）。中国碳价CEA100元/吨、欧洲碳价500元/吨。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

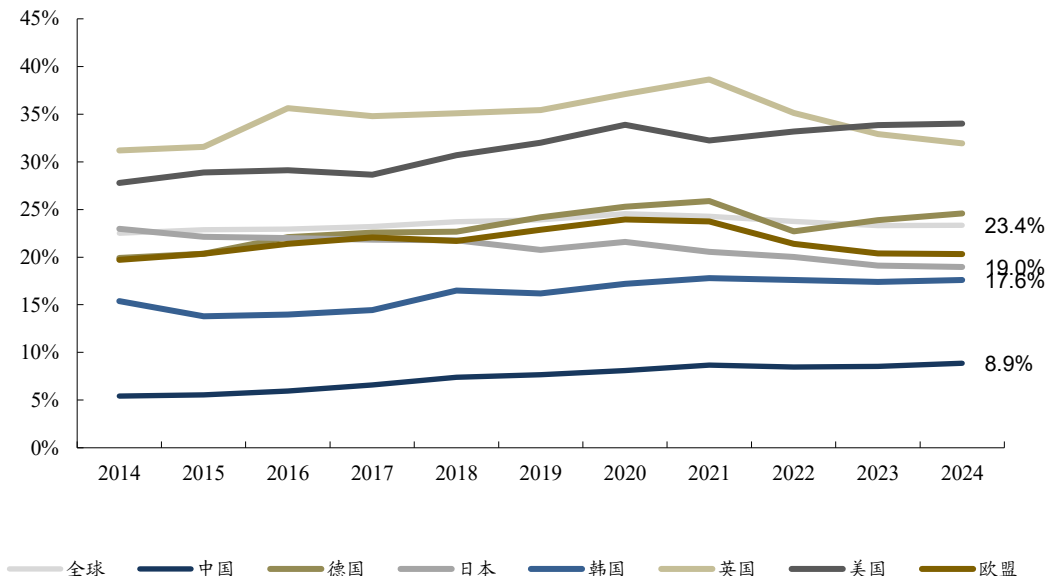
考虑政策目标下2030年天然气能源结构占比提至15.0%，国内1.7倍气量空间释放

✓ **至2030年，我国天然气消费量政策空间1.7倍。**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 60.1×10^8 t标准煤；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，与2024年4200亿方的消费量相比，1.7倍空间释放；2024-2030年天然气消费量复合增速为9%，行业持续增长。**对标同样依赖天然气进口的东亚国家（日、韩），我国天然气渗透率仍有进一步提升空间。

图：2024年我国能源消费结构



图：天然气在一次能源中的占比



2026年国内城燃&工业领域有望实现中低单位数增长、发电用气有望实现中高单位数增长

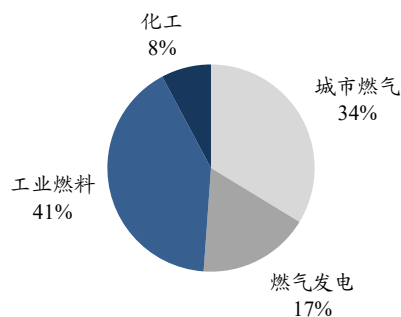
下游以工商业为主，具备顺周期属性。展望2026年，城燃&工业领域有望实现中低单位数增长、发电用气有望实现中高单位数增长。

。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。据中国石化经济技术研究院预测推算，2025年天然气下游结构中城市燃气占34%、工业燃料用气占41%、发电用气占17%、化工用气占8%。

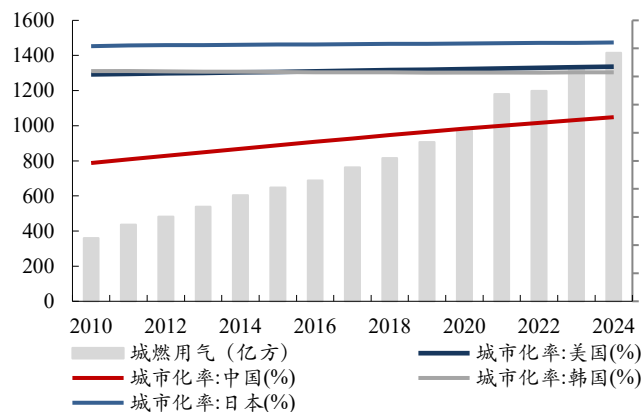
✓ **城市燃气**用气量随城镇化率提升，2014-2024年城镇用气复增9%。2024年我国城镇化率65.5%，与发达国家相比仍存20pct提升空间，我们预计城市燃气用气量将随城镇化率提升而稳步增加。据中国石化经济技术研究院预测，2026年城市燃气用气1500亿立方米，增长3.4%。

✓ **工业燃料**用气量随天然气能源渗透率提升而增加，2014-2024年工业用气复增10%。2023年我国工业天然气渗透率不及7%，与发达国家相比仍存20pct提升空间。在节能趋势下，主要工业行业规模持续扩大的同时，将加速绿色转型和落后产能淘汰，企业利润改善叠加气价下降有利于工业企业扩大用气。与房地产、传统基建强相关的行业用气需求可能恢复较慢，与出口美国产品相关的行业需求或仍处于疲弱态势。据中国石化经济技术研究院预测，2026年工业用气需求1828亿立方米，增长3.5%。

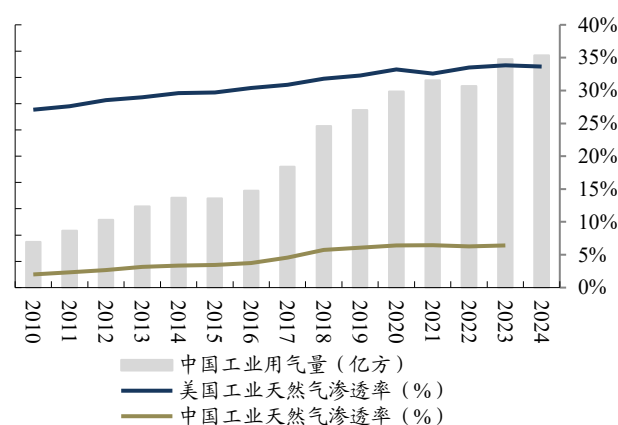
图：2025E各领域消费量占比



图：2010-2024年城镇化率及我国城燃用气量



图：2010-2024年工业用气及天然气渗透率



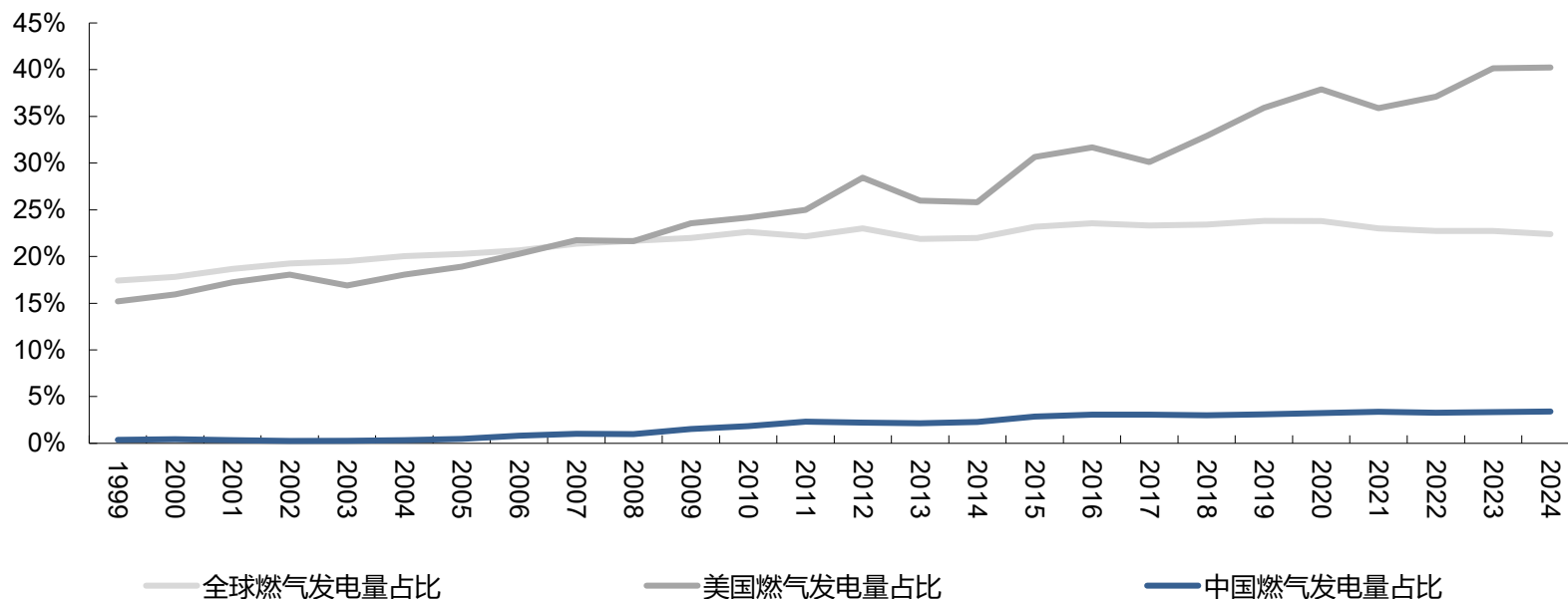
2026年国内城燃&工业领域有望实现中低单位数增长、发电用气有望实现中高单位数增长

下游以工商业为主，具备顺周期属性。展望2026年，城燃&工业领域有望实现中低单位数增长、发电用气有望实现中高单位数增长。

。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。据中国石化经济技术研究院预测推算，2025年天然气下游结构中城市燃气占34%、工业燃料用气占41%、发电用气占17%、化工用气占8%。

✓ **发电用气需求增量主要来自新增燃气机组投产。**气电装机平稳增长，2014-2024年天然气发电量复增9.2%。据中国石化经济技术研究院预测，2026年我国燃气发电总装机有望接近1.9亿千瓦，但发电利用小时受新能源发电快速发展、新型储能技术发展、广东容量电价政策调整等因素影响而降为2200~2300小时区间；2026年发电用气需求820亿立方米，增长9.3%。

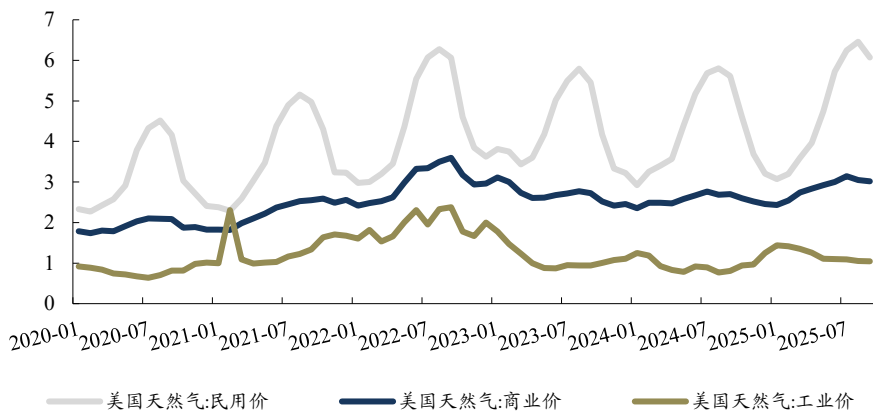
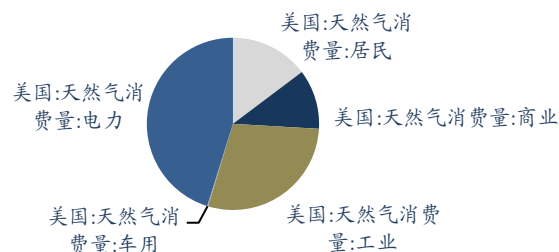
图：1999-2024年世界&美国&我国气电发电量占比



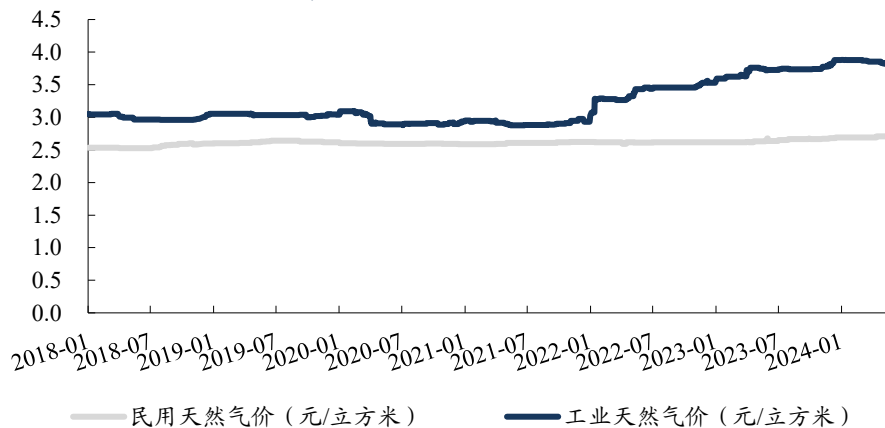
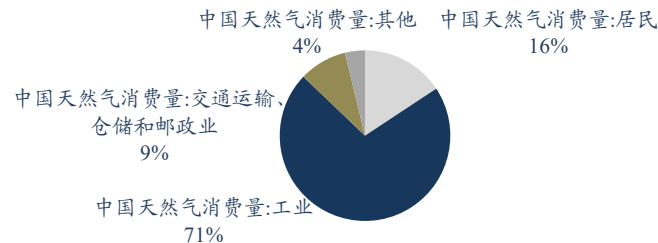
国内工商业、居民用气价格交叉补贴待解决

- ✓ 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，2024年美国居民气均价为工业气均价的4.5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2024年消费结构&分类别气价（元/方）



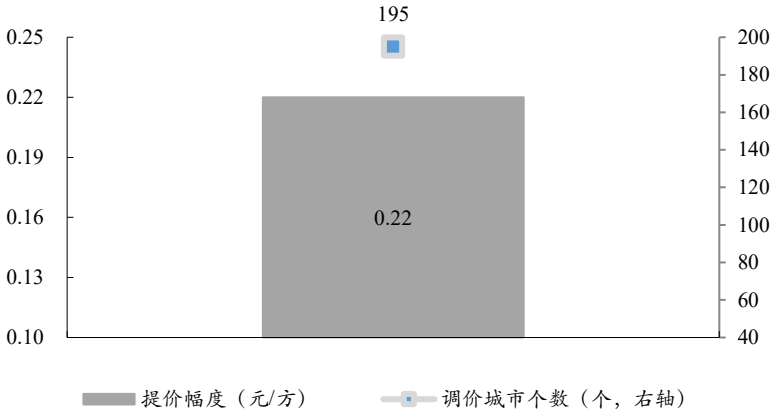
图：中国天然气2022年消费结构&分类别气价（元/方）



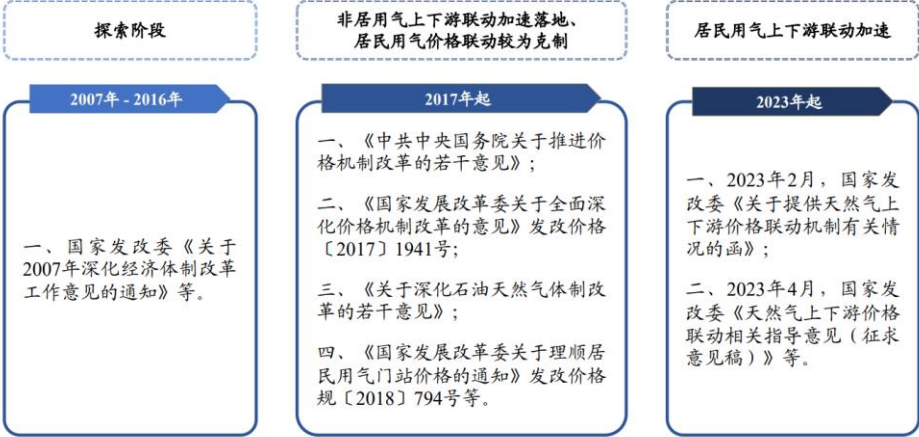
居民顺价逐步落地，城燃公司价差修复

✓ 顺价政策逐步落地，2022~2025年11月，全国共有195个（占比67%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为0.22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。

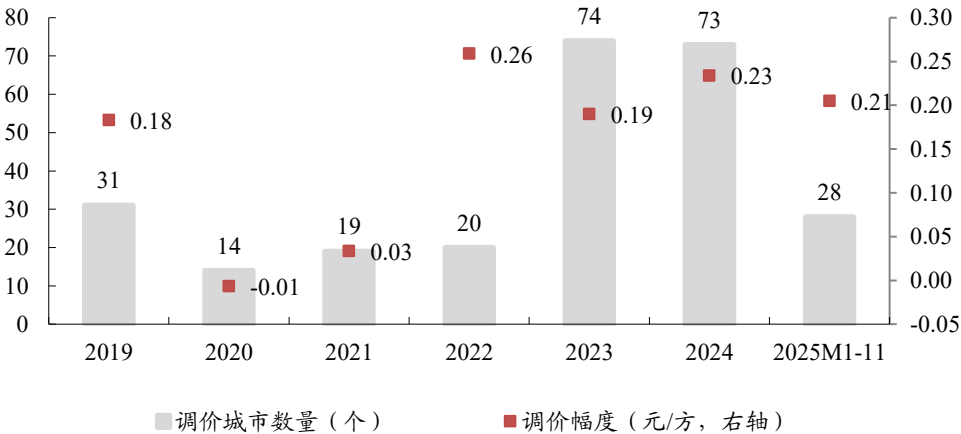
图：2022-2025M11居民调价情况



图：上下游联动机制三阶段



图：地级市及以上城市居民天然气价最近一次调整时间&幅度（数据截至2025年11月底）



居民顺价逐步落地，城燃公司价差修复

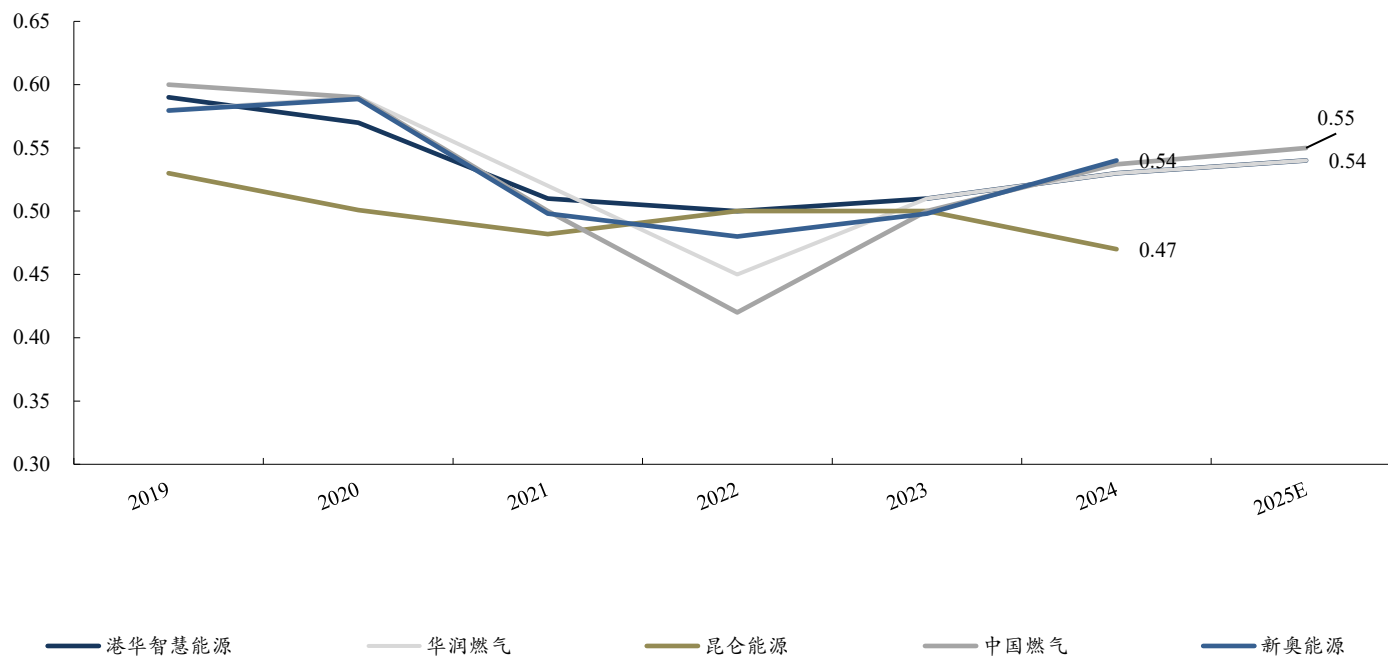
- ✓ 联动机制的改进主要体现在联动范围扩大、联动周期缩短、联动公式挂钩价格由门站价改为综合采购价、联动程序简化等方面。
- 2023年6月，湖北省发布了完整的天然气价格联动政策文件《发改委关于建立健全天然气上下游价格联动机制的通知》，我们以湖北省为例，通过对比新旧政策发现新政策主要调整了以下四点：
- 联动范围：**2023年新机制将居民用气新增纳入联动范围
- 联动周期：**非居民用气按照季度/月度联动（旧政策一年调三次，分别在旺季、淡季和平季）；居民用气联动周期原则上不超过一年
- 联动公式：**联动挂钩价格从门站价变为采购价，仍然允许追溯调整
- 联动程序：**简化听证程序，依据已经生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 ，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，应明确调整目标，分周期逐步调整到位。 居民用气价格下调及非居民用气价格调整幅度不限。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。分配的具體办法由市、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。

居民顺价逐步落地，城燃公司价差修复

- ✓ 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年价差进一步提升至0.53-0.54元/方，2025年将进一步提升，**25H1龙头城燃价差普遍同比修复1分/方。**

图：2019-2025E五大龙头公司城燃价差（元/方）



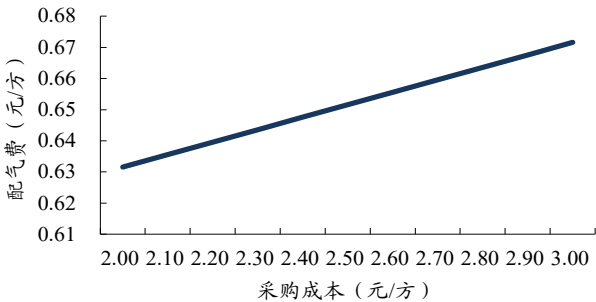
注：2025E年价差参考公司指引，剔除加气站出租影响，昆仑能源2024年价差0.485元/方。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

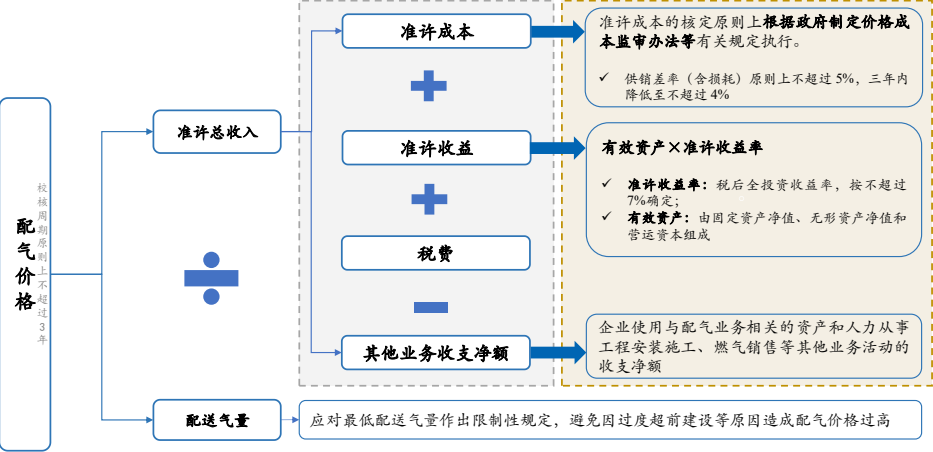
龙头城燃普遍未达政策规定的7%收益率，配气费存在提升空间，估算合理值在0.6元/方以上，价差存10%+提升空间

- ✓ 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。

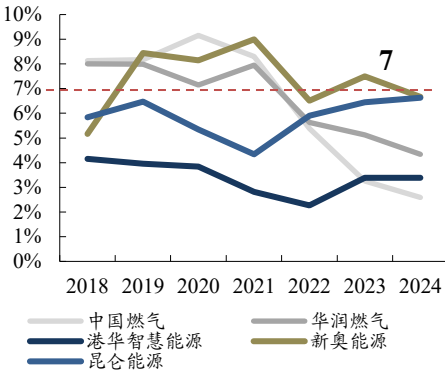
图：合理配气费随采购成本变动



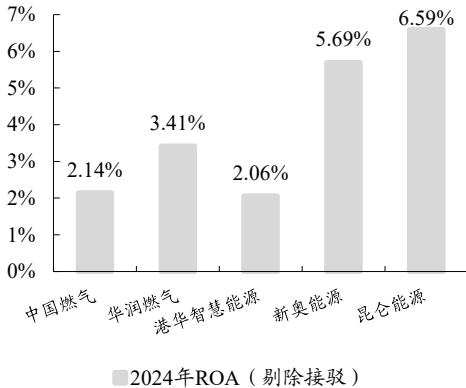
图：配气费核定方式



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%。ROA计算方式为净利润/总资产。

数据来源：发改委，wind，公司公告，东吴证券研究所



目录

1. 2025年国内供需复盘：需求偏弱，国内自给率提升

- 需求侧受多重因素影响，消费量微增
- 供给侧海外偏紧叠加对美LNG施加关税，国内自给率提升

2. LNG释放流动性，促天然气经济性提升，需求放量、顺价推进

- LNG供给转向宽松，有望降低国内用气成本
- 考虑清洁价值天然气经济性提升，推动1.7倍需求空间释放
- 降本趋势+顺价机制持续落地，盈利能力修复

3. 接驳结构性影响减弱，双综业务成为城燃公司新增长点

- 2024接驳承压、利润占比进一步下滑，2025年接驳结构性影响减弱
- 燃气销售衍生业务低基数下高速发展，成为新增长点

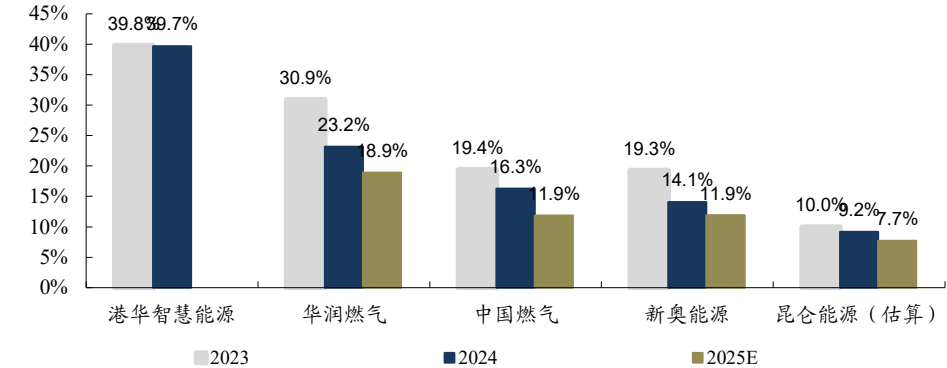
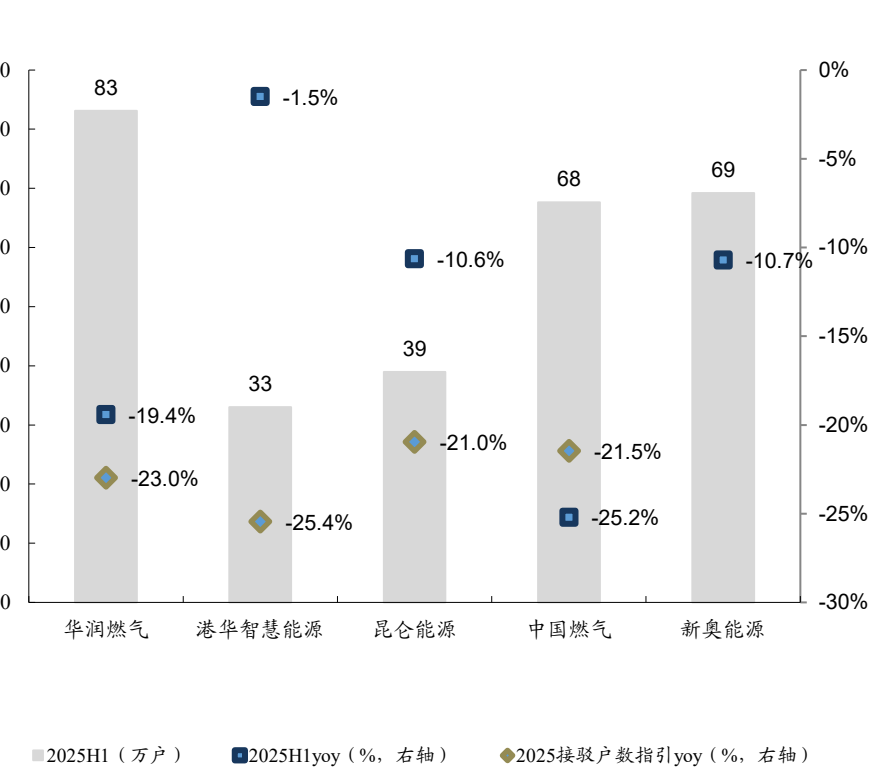
4. 投资建议与风险提示

接驳承压，2024年接驳量下降5-20%，2025年结构性影响减弱

受地产周期影响，全国竣工面积2024M1-12累计同比下滑27.7%，2025M1-10累计同比下滑16.9%；2024龙头城燃公司接驳量下滑明显，新增居民户数下滑幅度在5%~20%区间，2024接驳利润占比普遍下滑到15%~25%（与23年相比降低5~10pct）。根据各龙头公司对于全年接驳户数的预测，2025全年接驳量将普遍下滑20%左右，利润占比进一步下降0-5pct。

图：龙头城燃2025H1居民接驳量&同比、2025E居民接驳量指引同比

图：五大龙头城燃接驳利润占比



图：全国竣工面积2024M1-12累计同比下滑27.7%，2025M1-10累计同比下滑16.9%



注：华润燃气、昆仑能源、中国燃气2025接驳量指引为范围值，图中按照中值计算。
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

燃气销售衍生出两大业务，分别为综合能源管理和入户设备/商品销售。

综合能源管理在上市公司报表内名称为综合能源/泛能/再生能源业务，2024年增速较高，新奥能源该业务毛利增速达16.4%，华润燃气该业务毛利增速达33.3%，港华智慧能源受去年同期低基数影响（刚刚扭亏为盈）该业务经营利润高增，为去年同期的3倍。2025年华润燃气、港华智慧能源原指引收入/经营数据继续保持双位数增长，半年度情况基本符合预期。

入户设备/商品销售在上市公司报表内名称为综合服务/智家业务/增值服务，该业务以庞大的燃气用户群体为基础，开展多样化的商品销售，领域可涉及厨电燃热。25H1新奥能源该业务毛利增速4.9%、中国燃气分部利润增速1.3%、华润燃气该业务分类业绩增速2.1%，增速较弱，主要受用户消费收紧及老旧改、煤改气红利消减影响。2025年华润燃气原指引收入保持20%~30%增长；实际增速不及预期，2025H1分类业绩下滑22.6%，公司下调指引至收入中低单位数增长。

图：综合能源业务情况

综合能源/泛能业务/再生能源业务	2022	2023	2024	2025H1	2025H1 同比	2025年原指引	2025年新指引
华润燃气-综合能源业务							
毛利（亿港元）	1.20	2.70	3.60	1.59	0.6%	收入增速20~30%	收入双位数增长
新奥能源-泛能业务							
毛利（亿元）	15.56	19.07	22.2	10.90	2.1%		
港华智慧能源-再生能源							
经营利润（亿港元）			2.55	1.71	4.5%	光伏发电量增加40%	光伏发电量增加40%

图：入户设备/商品销售业务情况

综合服务/智家业务/增值业务	2022	2023	2024	2025H1	2025H1 同比	2025年指引	2025年新指引
华润燃气-综合服务业务							
分类业绩（亿港元）	11.54	13.73	14.01	5.90	-22.6%	收入增速20~30%	收入中低单位数增长
新奥能源-智家业务							
毛利（亿元）	20.78	25.17	29.71	14.70	4.9%		
中国燃气-增值业务							
分部溢利（亿港元）	14.96	15.82	17.5	10.15	1.3%	毛利或税前利润+10%	毛利或税前利润+10%



目录

1. 2025年国内供需复盘：需求偏弱，国内自给率提升

- 需求侧受多重因素影响，消费量微增
- 供给侧海外偏紧叠加对美LNG施加关税，国内自给率提升

2. LNG释放流动性，促天然气经济性提升，需求放量、顺价推进

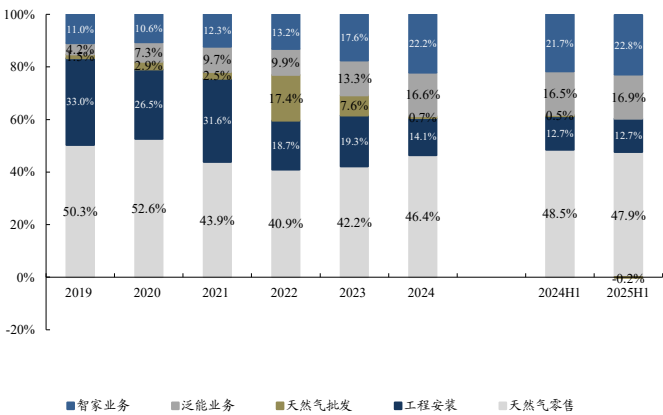
- LNG供给转向宽松，有望降低国内用气成本
- 考虑清洁价值天然气经济性提升，推动1.7倍需求空间释放
- 降本趋势+顺价机制持续落地，盈利能力修复

3. 接驳结构性影响减弱，双综业务成为城燃公司新增长点

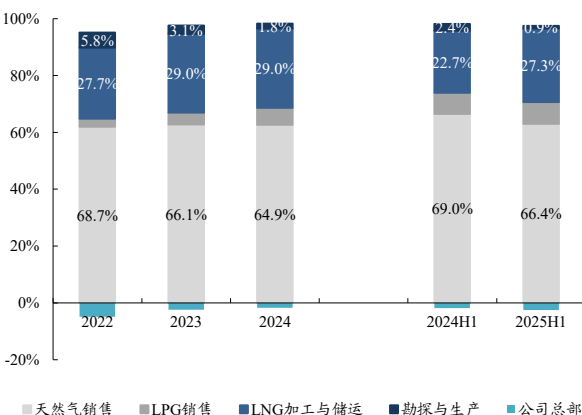
- 2024接驳承压、利润占比进一步下滑，2025年接驳结构性影响减弱
- 燃气销售衍生业务低基数下高速发展，成为新增长点

4. 投资建议与风险提示

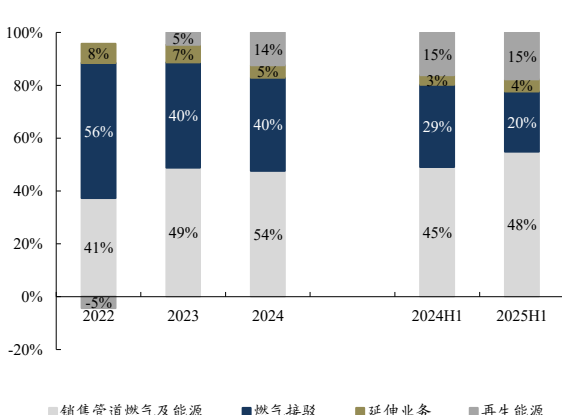
图：新奥能源毛利结构



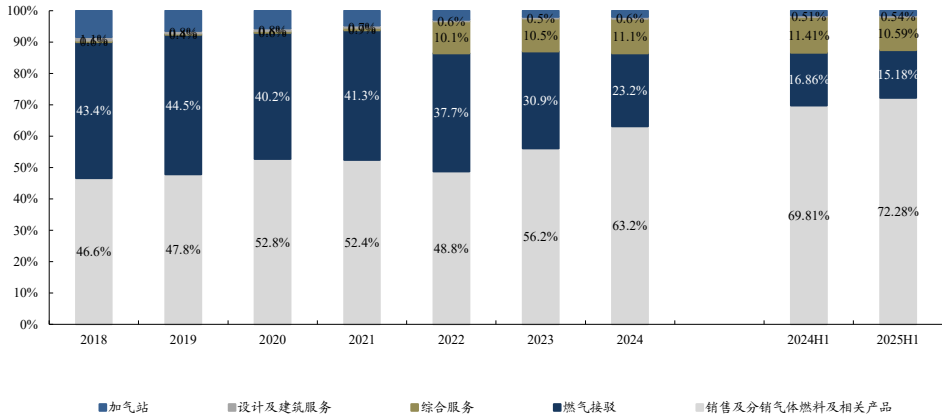
图：昆仑能源税前利润结构



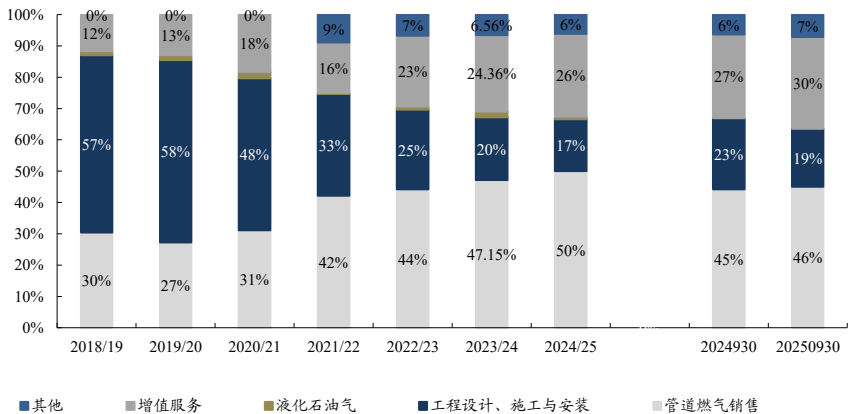
图：港华智慧能源分类业绩结构



图：华润燃气分类业绩结构



图：中国燃气分部利润结构



- ✓ 天然气销售：我们预计2026年龙头公司天然气零售量实现中低个位数增长， 价差大多同比增加0.01元/方；带动总利润中低个位数增速。
- ✓ 接驳：根据各龙头公司对于全年接驳户数的预测，2025全年接驳量将普遍下滑20%左右，利润占比进一步下降0-5pct至10%-20%，对2026总利润下滑影响保持在中低个位数。
- ✓ 综合服务/增值业务：我们预计2026年各家公司该业务整体保持单位数增速，带动总利润低个位数增速。
- ✓ 综合能源：我们预计2026年各家公司该业务整体保持单位数增速，带动总利润低个位数增速。

图：龙头城燃利润归因

公司\业务	归母净利润		天然气零售								安装业务					综合服务/增值业务				综合能源				
	金额	同比	利润额	利润同比	利润占比	对总利润影响	气量 (亿方)	同比变动	价差 (元/方)	同比变动	利润额	利润同比	利润占比	对总利润影响	居民接驳户数 (万户)	同比变动	利润额	利润同比	利润占比	对总利润影响	利润额	利润同比	利润占比	对总利润影响
昆仑能源 (亿元)			税前持续经营利润，右同								未做单独披露，合并天然气零售里					未做单独披露				未做单独披露				
2024A	59.60	4.9%	82.02	-1.4%	64.9%	-0.9%	332.7	8.1%	0.470	(0.03)					82.23	-4.25%								
2025H1	31.61	-4.4%	44.77	-10.5%	66.4%	-7.3%	166.7	2.2%	0.440	(0.01)			/		38.98	-10.64%	/						/	
2025E	60.61	1.7%	82.80	0.9%	64.6%	0.6%	343.0	3.1%	0.440	(0.03)					70	-14.9%								
2026E	63.41	4.6%	87.65	5.9%	65.4%	3.8%	366.9	7.0%	0.440	0.00					60	-14.3%								
新奥能源 (亿元)			毛利额，右同																					
2024A	59.87	-12.2%	134.05	-6.5%	46.4%	-2.7%	262.0	4.2%	0.540	0.04	18.95	-31.6%	14.1%	-6.1%	162	-12.8%	29.71	18.0%	22.2%	3.2%	22.20	16.4%	16.6%	2.2%
2025H1	24.29	-5.6%	64.57	-0.1%	47.9%	-0.1%	129.5	1.9%	0.540	0.00	8.20	-0.5%	12.7%	-0.1%	69	-10.7%	14.70	4.9%	22.8%	1.1%	10.90	2.1%	16.9%	0.3%
2025E	70.90	18.4%	138.34	3.2%	48.6%	1.5%	271.5	3.6%	0.550	0.01	16.42	-13.4%	11.9%	-1.9%	130	-19.6%	31.20	5.0%	22.5%	1.1%	23.07	3.9%	16.7%	0.6%
2026E	74.16	4.6%	144.10	4.2%	51.4%	2.0%	287.6	6.0%	0.560	0.01	13.87	-15.5%	9.6%	-1.8%	110	-15.4%	32.13	3.0%	22.3%	0.7%	23.53	2.0%	16.3%	0.3%
华润燃气 (亿港元)			分类业绩，右同																	以净值即毛利形式体现在其他收入里				
2024A	40.88	-21.7%	79.75	8.6%	63.2%	4.8%	399.1	2.9%	0.530	0.02	29.27	-27.6%	23.2%	-8.5%	279	-15.7%	14.01	2.1%	11.1%	0.2%	3.60	33.3%	2.9%	0.7%
2025H1	24.03	-30.5%	40.20	-13.6%	72.3%	-9.5%	207.6	-0.7%	0.550	0.01	8.44	-24.9%	15.2%	-4.2%	83	-19.4%	5.89	-22.6%	10.6%	-2.6%	1.59	0.6%	2.9%	0.0%
2025E	37.28	-8.8%	81.86	2.6%	68.0%	1.7%	401.6	0.6%	0.540	0.01	22.73	-22.3%	18.9%	-5.2%	215	-23.0%	12.90	-7.9%	10.7%	-0.9%	3.75	4.1%	3.1%	0.1%
2026E	39.73	6.6%	87.69	7.1%	71.0%	4.8%	421.7	5.0%	0.550	0.01	19.70	-13.3%	15.9%	-2.5%	180	-16.3%	13.42	4.1%	10.9%	0.4%	4.26	13.7%	3.4%	0.4%
中国燃气 (亿港元)			分部利润，右同								包含工程建设													
2024/25A	32.52	2.1%	33.06	7.9%	50.0%	3.7%	235.2	0.0%	0.537	0.04	10.93	-16.2%	16.5%	-3.3%	140	-15.5%	15.82	10.6%	26.5%	2.6%				
FY2026中报	13.34	-24.2%	15.70	-5.3%	46.4%	-2.4%	91.9	-1.5%	0.580	(0.00)	5.41	-37.7%	19.1%	-8.7%	68	-25.2%	10.15	1.3%	30.0%	0.4%				
2025/26E	29.76	-8.5%	30.70	-7.1%	49.4%	-3.6%	236.3	0.5%	0.550	0.01	7.37	-32.6%	11.9%	-5.4%	110	-21.5%	17.50	10.0%	31.0%	2.6%	/			
2026/27E	31.82	6.9%	32.23	5.0%	49.7%	2.5%	240.5	1.8%	0.560	0.01	6.31	-14.4%	9.7%	-1.7%	90	-18.2%	19.25	10.0%	32.7%	3.1%				
港华智慧能源 (亿港元)			分类业绩，右同													延伸业务 24年部分并入香港中华煤气				再生能源				
2024E	16.06	2.0%	9.84	10.1%	53.8%	4.9%	136.4	3.4%	0.560	0.02	7.26	-0.3%	39.7%	-0.1%	87	3.6%	0.98	-20.2%	5.4%	-1.4%	2.55	200.0%	8.7%	10.6%
2025H1	7.58	2.0%	5.27	6.3%	47.7%	2.8%	70.2	0.7%	0.570	0.01	2.19	-30.1%	19.9%	-8.6%	80	-7.0%	0.44	17.6%	3.9%	0.6%	1.71	4.5%	7.3%	0.3%
2025E							137.8	1.0%	0.570	0.01					63	-27.6%								

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2025年龙头气量稳定增长、价差修复；顺价逐步落地价差修复空间0.03-0.07元/方

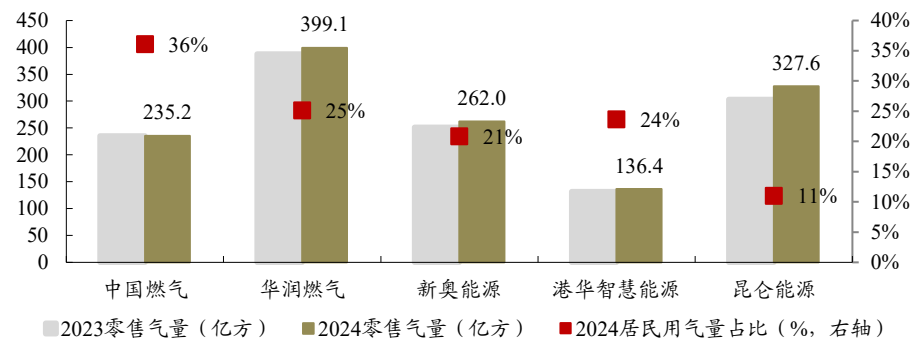
各公司气量稳定增长，2024四家龙头城燃公司合计气量增速4.7%，2025H1五家龙头城燃公司合计气量增速1.5%。

根据龙头公司预测，2025年消费量增速预期从原本的中高个位数降至中低个位数。2025年1-3月受暖冬影响气量偏弱，4月有所恢复；M1-10全国天然气表观消费量同比+0.7%，龙头公司气量普遍弱于原本预期。

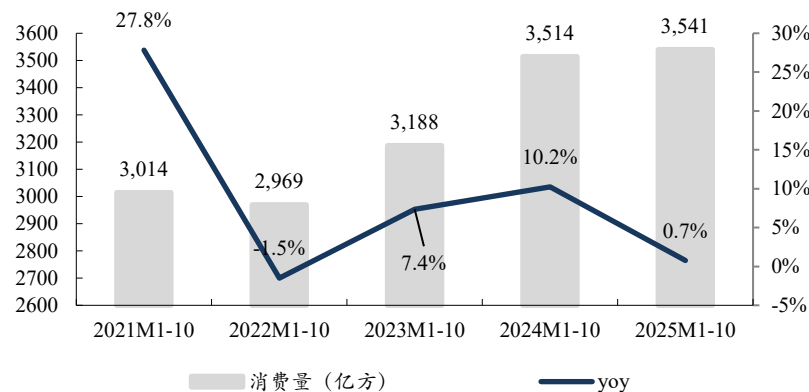
图：龙头城燃气量/增速

零售气量 (亿方)	2023	2024	2025H1	2025E (原指引)	2025E (新指引)
华润燃气	387.8	399.1	207.6		
yoy	8.05%	2.91%	-0.7%	4-5%	低单位数
港华智慧能源	131.9	136.4	70.2		
yoy	5.35%	3.41%	0.7%	4-5%	1%
昆仑能源	303.1	327.6	166.7		
yoy	9.2%	8.07%	2.2%	8%	5%
中国燃气	235.1	235.2	91.9		
yoy	2.22%	0.04%	-1.5%	2%	0-2%
新奥能源	251.4	262.0	129.5		
yoy	-3.07%	4.20%	1.9%		

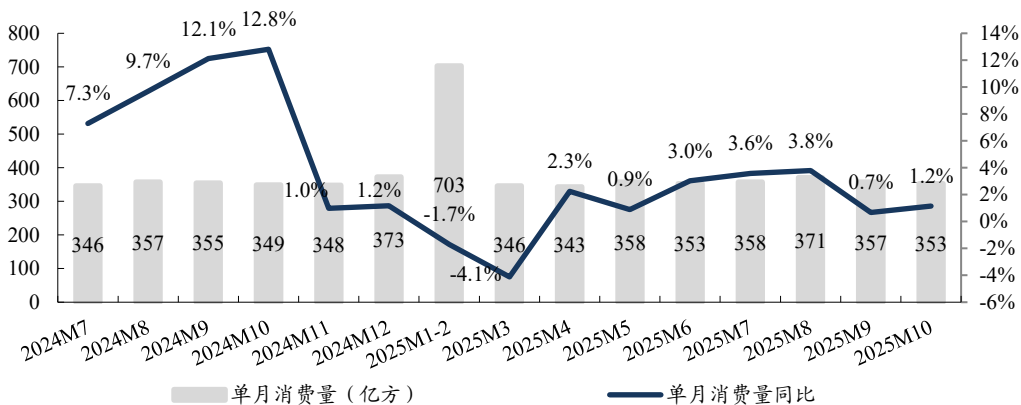
图：五大龙头城燃零售气量以及居民用气结构



图：全国天然气表观消费量



图：全国天然气单月表观消费量

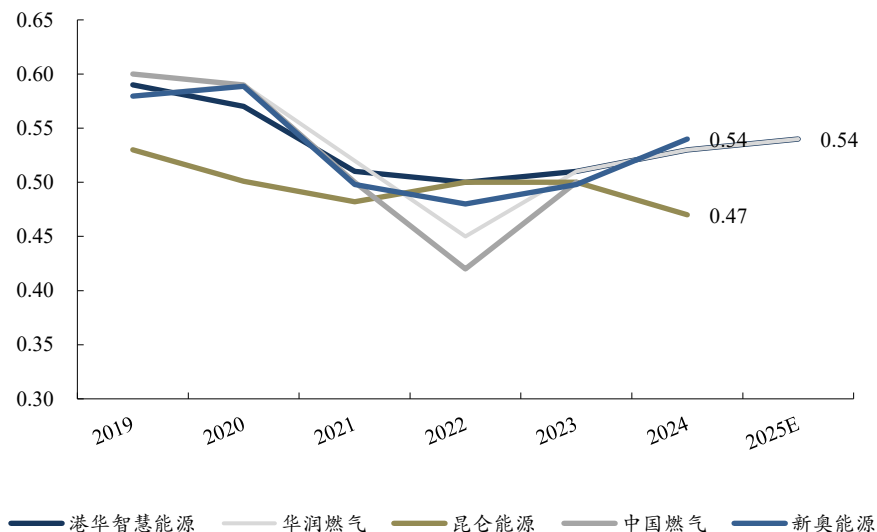


数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

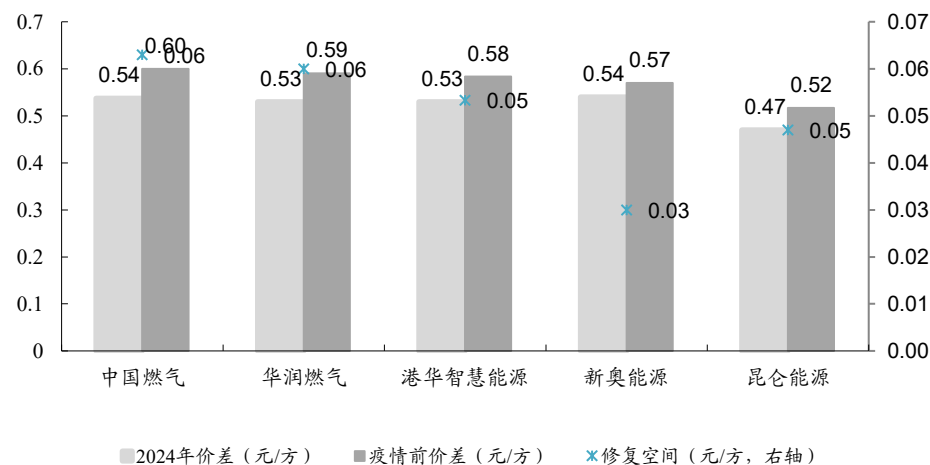
在天然气市场改革的背景下，各公司积极推动顺价。从2024价差修复结果来看，龙头公司价差修复幅度普遍在0.02-0.04元/方，昆仑能源因气量结构调整（将高价差的加气站业务出租给中石油）价差缩窄。

城燃价差将继续修复，截至2025年11月底，已有67%的城市完成顺价，与2024全年价差相比，恢复到成本上行前的价差仍有0.03~0.06元/方的空间。根据龙头公司预测，**2025年价差同比增加0.01元/方**。2025M1-6龙头价差普遍同增1分，符合预期。

图：龙头城燃价差（元/方）



图：龙头城燃价差修复空间（元/方）



剔除加气站出租影响，昆仑能源2024年价差0.485元/方。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

- **投资建议：**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**（中美日内瓦经贸会谈联合声明指出，中国5月14日前修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税，修改后关税税率从140%降至25%）后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等方式消除关税影响。
- 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4.4%）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4.7%）【中国燃气】（25股息率6.2%）【蓝天燃气】（25股息率6.3%）；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】（25股息率3.6%）【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3.2%）【新奥股份】（25股息率5.2%）；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】
- 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2025/12/12）
- **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

表：盈利预测表（估值日期2025/12/12）

股票代码/简称		企业性质	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			2024年分红能力评估					分红比例/金额预测				股息率预测	
						2024	2025E	2026E	24-26两年 CAGR		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/归 母净利润	2025E	2026E	预测依据	2025E	2026E	
0135.HK	昆仑能源	中央国有企业	7.41	642	港元	59.60	60.61	63.41	3%	人民币	9.77	9.61	9.19	44.8%	63%		4.6%	4%	108%	45%	46%	2025年承诺核心利润分红比例提升至45%	4.7%	5.0%
2688.HK	新奥能源	民营企业	73.25	829	港元	59.87	70.90	74.16	11%	人民币	12.57	10.61	10.15	52.0%	7%		4.1%	7%	59%	47%	50%	2024年核心利润分红比例44%，假设每年提升3-4pct至50%	4.4%	4.9%
0384.HK	中国燃气	公众企业	7.99	435	港元	32.52	29.76	31.82	-1%	港元	13.39	14.63	13.68	85.3%	80%		6.3%	4%	166%	27.20	27.20	东吴假设保证每股0.5港元的分红	6.2%	6.2%
1193.HK	华润燃气	中央国有企业	23.04	533	港元	40.88	37.28	39.73	-1%	港元	13.04	14.30	13.42	53.8%	12%		4.1%	3%	65%	21.98	21.98	公司指引2025年分红金额不下滑	4.1%	4.1%
1083.HK	港华智慧能源	外资企业	3.98	146	港元	16.06	16.80	17.29	4%	港元	9.10	8.70	8.45	41.2%	-134%		4.8%	7%	-93%	/	/	无明确指引	/	/
605368.SH	蓝天燃气	民营企业	7.97	57	人民币	5.03	3.01	3.03	-22%	人民币	11.31	18.92	18.80	126.9%	-55%		11.3%	3%	72%	3.61	3.64	公司承诺2023-2025年分红比例不低于70%，鉴于公司中报超分东吴假设分红金额比例不低于120%	6.3%	6.4%
605090.SH	九丰能源	民营企业	37.86	263	人民币	16.84	15.57	18.01	3%	人民币	15.63	16.91	14.62	46.3%	-88%		3.2%	18%	-41%	8.50	10.00	2024-2027年分红金额承诺	3.2%	3.8%
600803.SH	新奥股份	民营企业	21.85	677	人民币	44.93	51.47	55.22	11%	人民币	15.06	13.15	12.25	70.9%	24%		4.7%	6%	95%	35.31	50%	25年每股分红1.14元，26不低于50%	5.2%	4.1%
002911.SZ	佛燃能源	地方国有企业	12.15	158	人民币	8.53	8.72	9.22	4%	人民币	18.49	18.09	17.12	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	6.53	188	人民币	14.57	14.44	16.03	5%	人民币	12.89	13.01	11.72	31.6%	-30%		2.5%	7%	2%	/	/	无明确指引	/	/
						1.2%	-0.9%	11.0%																

注：昆仑能源、新奥能源、华润燃气、中国燃气、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
数据来源：Wind，东吴证券研究所

全国第三大燃气公司，现金流良好匹配资本开支，分红稳定提升。

- ✓ 2024年，新奥能源零售气量占全国表观消费量6.2%，为全国第三大燃气公司。2024年经营性现金流为102.9亿元，净现比达到1.5，实现现金流与资本开支的良好匹配；公司每股派息额由2013年的0.38元稳步增长至2024年的2.78元，复合增速达15.6%，为股东创造长期稳定增长的回报。公司2024年分红比例45%（以核心利润为基数），分红比例逐年提高3~4pct；假设公司25-26年分红比例分别为47%、50%，**根据盈利预测，对应股息率4.4%、4.9%（2025/12/12）。**

天然气业务：价差修复，气量稳定增长，利润结构改善估值有望提升。

- ✓ 公司天然气分销版图不断扩大，截至2024年底，公司城市燃气项目数已经达到261个，37%的项目分布在人均GDP前十的省份/直辖市。2024年工商业用户占78.2%，居民用户占20.9%，加气站用户占1.0%；截至2024年底，公司已有63%的项目进行了居民用气顺价。行业降本放量下，公司盈利持续提升。
- ✓ 公司与三家国际LNG贸易商签订采购量合计206万吨/年的LNG长协，长协挂靠低价低波动的HH指数，降低综合用气成本。22~23欧洲高气价，长协转口销售分别占当年核心利润29.3%、19.8%，可持续性较差，估值回落。2024/2025H1公司海外转售利润仅占核心利润3.5%/0.4%大幅回落，接驳毛利占比亦降至14%/13%，同比-5/-0.1pct；不可测利润消化估值应回升。**不可测利润充分消化，公司整体估值有望回升。**

私有化空间提升！按方案发布时与A股固定比价关系折算空间24%，股息率吸引力强

- ✓ 新奥股份A拟私有化新奥能源H并港股上市。能源H股私有化对价为2.9427股新奥股份H股+24.50港元现金，按方案披露时新奥股份H估价18.86港元（较当日新奥股份A折价6%）测算对应私有化对价80港元，空间11%。需要注意的是：18.86港币这一假设，对应并后总股本53亿，25eps1.85元，PE仅9.4倍。**整合对于一体化经营、平台气消纳解决和盈利稳定性有强支撑！支持新奥股份估值上行。**按12/12新奥股份A股价格，同时6%折价率不变测算，换股估值从18.86港元提升至22.34港元，**则新奥能源私有化对价提升至90.23港元，空间23%。**整合重塑估值吸引力：当前新奥能源股价对应并购完成PE8.2，估值吸引力充足！
- ✓ 若25年并购完成，公司25年可获取0.96元/股的分红，26年分红比例不低于50%，**对应股息率6.3%/6.4%具安全边际，股份A股息率5.2%/4.5%（12/12）**

盈利预测与投资评级

- ✓ 维持2025-2027年盈利预测 70.9/74.2/78.0 亿元，同比+18.4%/+4.6%/+5.2%，对应当前 PE10.8/10.3/9.8 倍（估值日期2025/12/12），维持“买入”评级。

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

天然气产业链一体化持续推进。

- ✓ 九丰已完成上游（煤制气+海外长协+现货+陆上LNG）+中游（船+接收站）+下游（华南终端工业+电厂）初步布局。随着省级+跨省管道衔接形成全国一张网，进一步推进天然气资源高效流转匹配。煤制气40亿方庆华二期顺利推进，资源优质产出预计气源成本有望控制在1.0-1.2元/方，20亿方权益气增厚利润14亿元接近可研翻倍。**全产业链的最终布局有望落地。业务规模扩张，盈利确定性提升。**

海外油气价格回落清洁能源受益

- ✓ 考虑国际气价长期回落，海外长协现货成本优势持续提升，新长协签订中，海外现货业绩有望量价齐升

LPG码头整合市占率提升

- ✓ 25H2公司实现广州码头50万吨收购，惠州LPG码头300万吨（可周转规模200万吨）我们预计26Q1投产，LPG接收能力从当前东莞码头150万吨跃升至400万吨，区域市占率提升驱动毛差稳步抬升。

卡位海南商业航天发射中心

- ✓ 公司服务于海南商业卫星发射场1/2号2个发射台，提供氦气、甲烷、液氧、液氮等特气。公司第三季度提供3次火箭发射配套特燃特气，积极保供q4。**公司充分受益商业航天高景气，重视发射频次提升+发射台扩建。**

固定现金分红+回购注销进行中

- ✓ 公司承诺25-26年固定分红8.5亿/10亿元，25年2-3亿回购注销进行时。公司当前市值232亿元（2025/12/10），考虑5.3亿转债全部转股，25/26年PE15/13倍，25/26股息率3.5%/4.2%。

盈利预测与投资评级

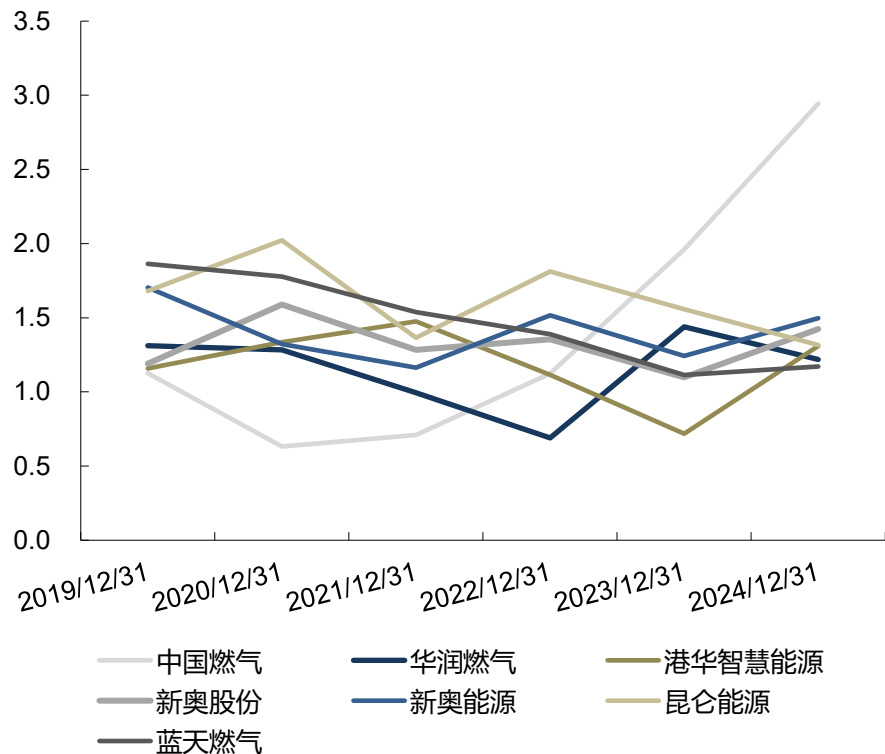
- ✓ 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润15.6/18.0/21.3 亿元，对应 2025-2027 年 PE 15/13/11x（2025/12/10），积极拓展上游优质气源，布局一体化，维持“买入”评级。

风险提示：经济增速不及预期，极端天气&国际局势变化，项目投产不及预期

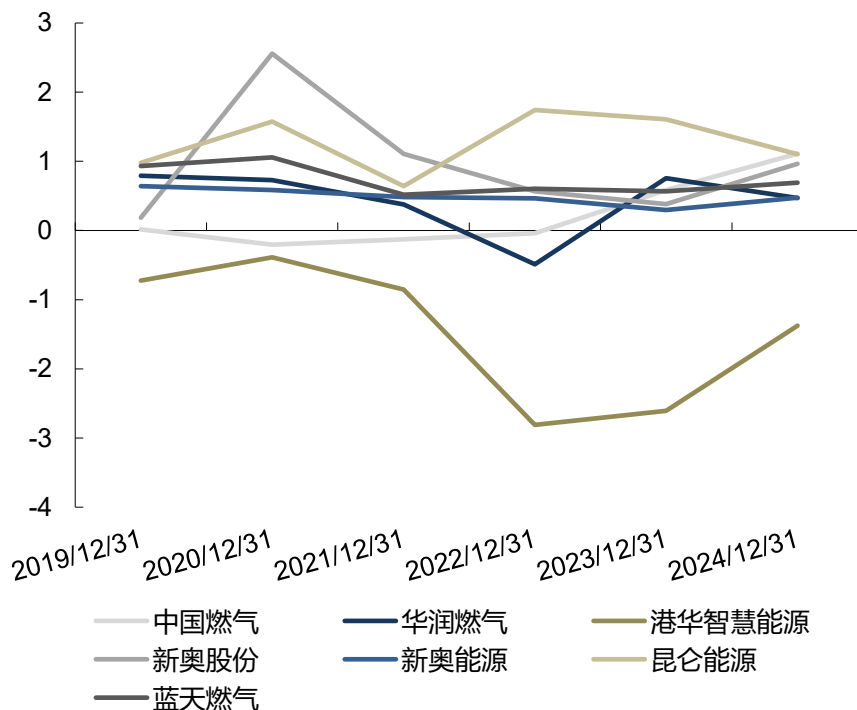
表：各公司业务结构、气源结构、用气结构

股票代码/简称		公司基本情况								
		业务结构（2024）	天然气销售占比	接驳占比	气源结构	海外气源来源及挂钩指数	海外长协占比	用气结构（2024年）	居民用气占比	电厂用气占比
0135.HK	昆仑能源	分部利润结构：天然气销售64.5%、LNG加工与储运28.7%、其余为液化石油气销售&勘探与生产	64.5%	10.0%	中石油80%+，其余为中石化/海油			工业75%，居民11%，商业9%，加气站5%	11%	
2688.HK	新奥能源	毛利结构：天然气零售46.4%、接驳19.3%、泛能14.1%、增值业务16.6%、泛能22.2%	46.4%	19.3%	三大油共75%至80%，海外长协5%，其余是国内非常规气源	全球资源，挂钩JCC/HH	5%	工商业78%，居民21%，加气站1%	21%	
0384.HK	中国燃气	分部利润结构：管道气销售47.2%、接驳20.1%、增值服务24.4%、液化石油气销售9.6%。	47.2%	20.1%	80%来自三桶油，10%省燃气公司，10%现货自采			工业48%，居民37%，商业13%，压缩天然气2%	37%	
1193.HK	华润燃气	分类业绩结构：天然气零售63.2%、接驳23.2%、综合服务11.1%	63.2%	23.2%	中石油51%，中石化24%，中海油16%，9%自主气源			工业51%，居民25%，商业21%，加气站2%	25%	
1083.HK	港华智慧能源	分类业绩结构：天然气销售53.8%、接驳39.7%、增值业务5.4%、再生能源13.9%	53.8%	39.7%	三桶油87%（中石油60%），非常规8%，现货5%			工业63%，居民24%，商业14%，分销及其他26%	24%	
605368.SH	蓝天燃气	毛利结构：天然气零售28.4%、中游销售21.7%、接驳40.9%	50.1%	40.9%	中石油超80%，还有中石化、中海油和少量的山西煤层气			居民43%，工商业57%	43%	
605090.SH	九丰能源	毛利结构：天然气销售61.1%、液化石油气销售24.2%、能源服务10.2%、特气3.3%	61.1%	0.0%	气源均来自海外，海外长协1/3，海外现货2/3	东南亚等气源，挂钩油价/JKM	33%	均为工商业		
600803.SH	新奥股份	利润结构：天然气零售21%、天然气批发2%、天然气直销35%、接驳5%、工程建造3%、泛能10%、接	58.0%	8.0%	零售气气源结构同新奥能源，直销气1/5为海外长协，1/5中石油长协，其余为现货。	美国气源，挂钩HH	8%	零售气同新奥能源，直销气用户均为工商业。	17%	
601139.SH	深圳燃气	毛利结构：管道燃气46.6%、燃气工程及材料16.4%、智慧服务21.0%、光伏胶膜4.8%、燃气资源贸易5.7%、电力5.2%	46.6%	16.4%	深圳以外地区中石油50-60%，中石化20-30%，其余10%通过华安统筹。深圳地区中石油约50%，中石化约10%，广东大鹏约20%，其余通过华安统筹。	东南亚、澳大利亚等气源，挂钩油价/JKM	23%	电厂30%，商业12%，工业36%，居民22%	22%	30%
002911.SZ	佛燃能源	毛利结构：城市燃气77.5%、供应链及延伸22.5%	77.5%		70%+三桶油，15%+海外长协	美国气源，挂钩HH	18%	工商业客户占73%，气电占15%，居民占4%，贸易加代输8%	4%	15%

图：净现比

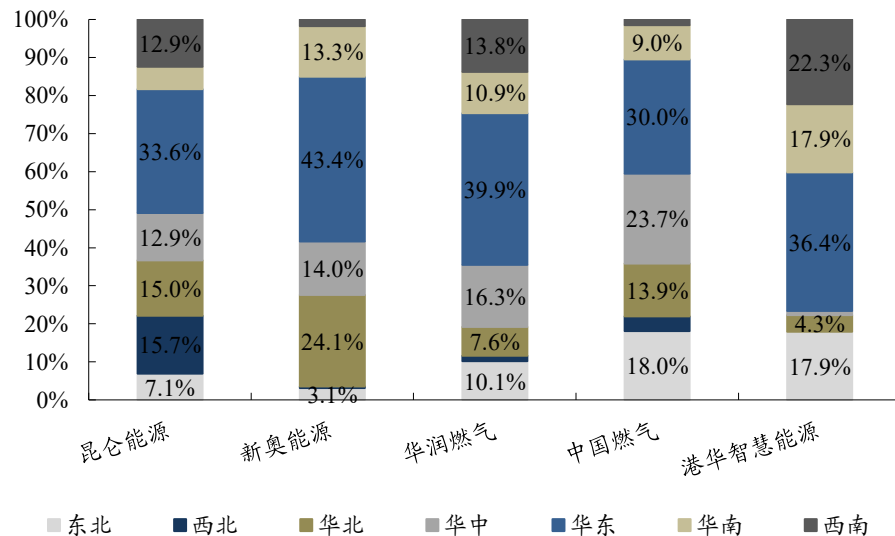
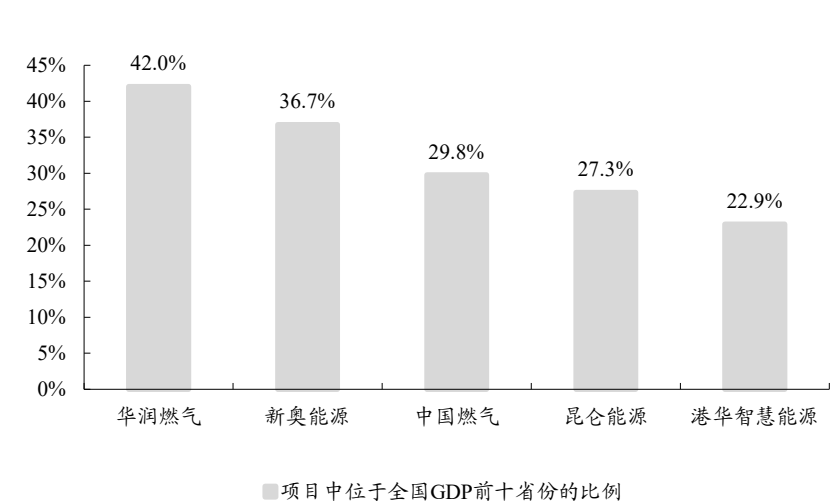
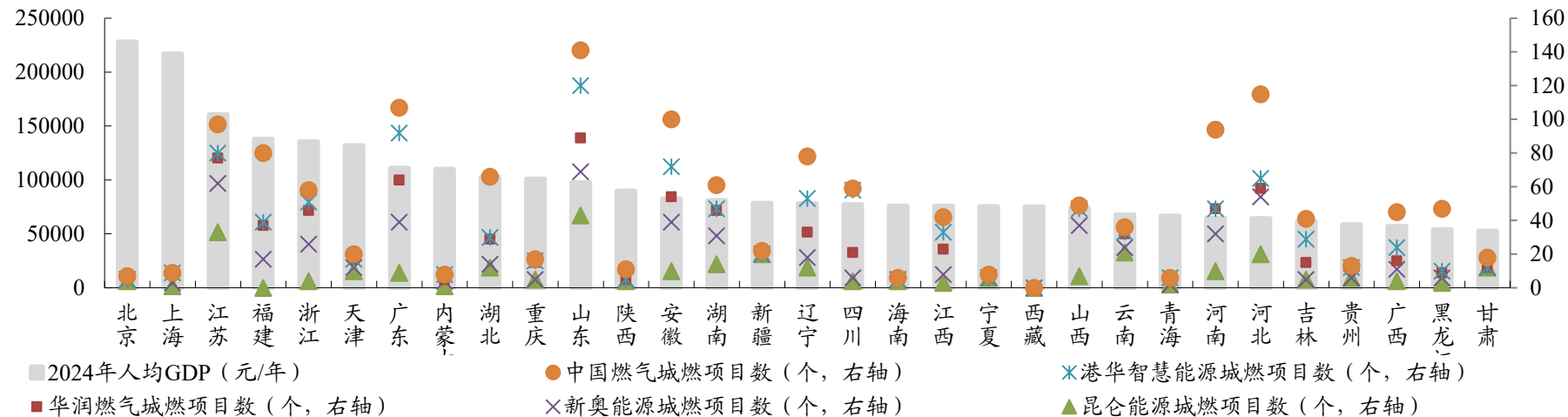


图：自由现金流/归母净利



注：昆仑能源2021年出售管道资产获得非持续经营净利润，计算时已剔除该因素影响。自由现金流=经营性净现金流-资本开支-财务费用
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：五大龙头城燃项目分布（按照2024年底数据统计）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

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。

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>

东吴证券财富家园