

【东吴环保公用】价格改革系列深度七：

燃气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

证券分析师：袁理

执业证书编号：S0600511080001

联系邮箱：yuanl@dwzq.com.cn

研究助理：谷玥

执业证书编号：S0600122090068

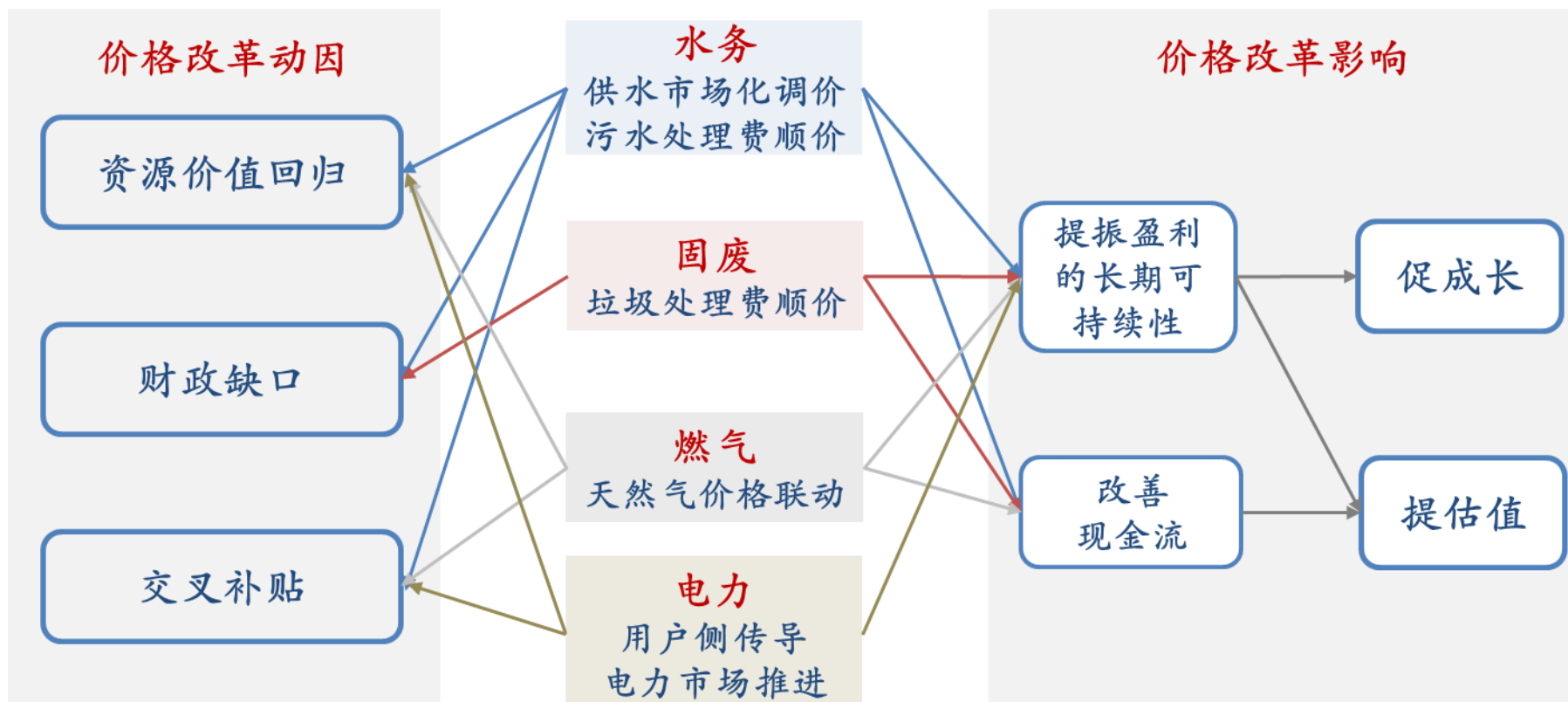
日期：2024年6月5日

要素价格改革中，滞后30年的公用价格改革启航！

痛点：行业发展与价格机制现状的深刻矛盾，市场化机制亟待建立！

结论：促进可持续成长+估值天花板大幅打开

- **水务**：供水提价增厚盈利，污水顺价改善现金流模式理顺，价格改革驱动长期成长&价值重估
- **固废**：C端付费理顺改善现金流，企业经营存超额收益长期有 α ，驱动价值重估
- **燃气**：价格改革推进盈利机制理顺，1.8倍气量空间释放，估值存提升空间
- **电力**：电改深化理顺电力系统各环节的投资回报模式，激发活力驱动长期成长&盈利恢复稳定估值提升



天然气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

➤ 价格改革动因：

资源价值亟待回归！气价跑输通胀、城燃盈利承压发展受制约

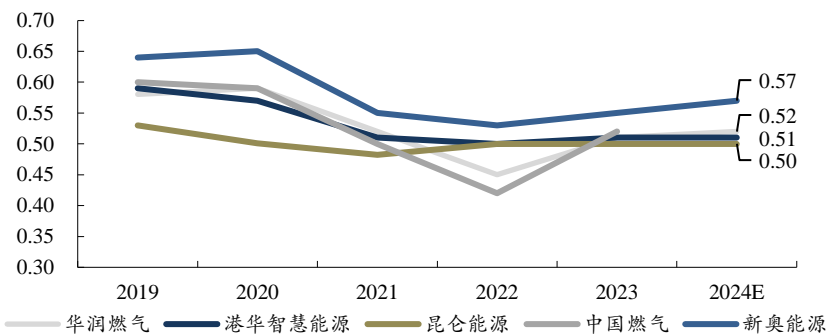
气价跑输CPI：长期维度美国民用气价显著跑赢CPI 0.26pct，中国2013年以来气价跑输CPI 0.22pct，期待“均值回归”。

城燃未达政策准许7%收益率：2021-2022年海内外气源成本上升，城市燃气销售端价格受到政府管控居民用气顺价不畅；2022年五大龙头公司价差均值为0.48元/方，与2020年相比下滑20%；收益率未达政策规定的7%收益率。

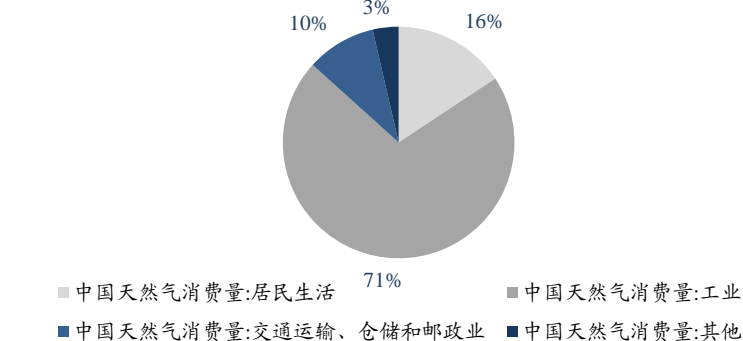
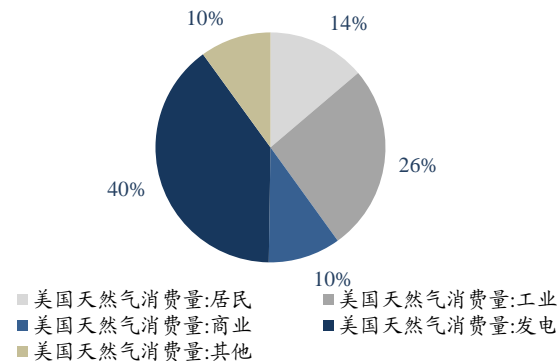
存在交叉补贴问题，价格建立机制待理顺

居民用气占到我国整体消费量的20%以下，但用气价格（2.7元/方）却显著低于用气占比71%的工业用气（3.8元/方）。当前民用气价偏低，交叉补贴问题待解决。美国已实现居民气价为工业气价的2.8倍，2024年中石油气源定价合同已并轨。

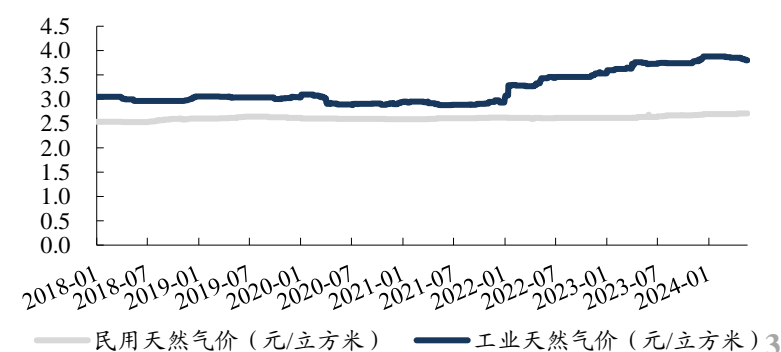
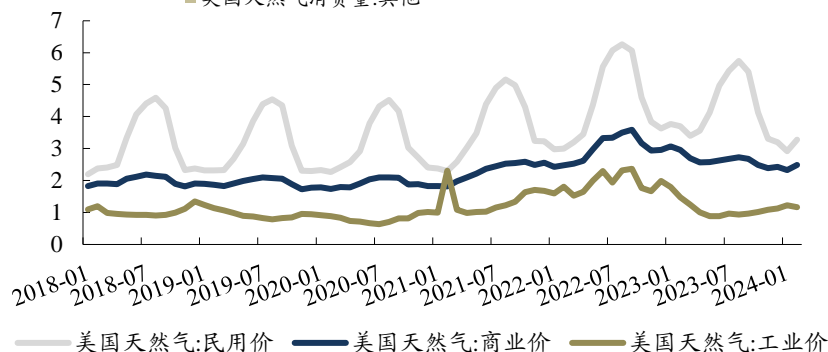
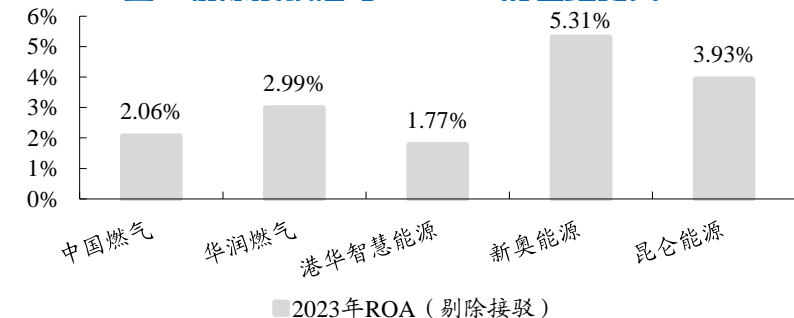
图：2019-2024E五大龙头公司城燃价差（元/方）



图：美国天然气2023年消费结构&分类别气价（元/方） 图：中国天然气2021年消费结构&分类别气价（元/方）



图：剔除接驳后与ROA7%的差距更大



天然气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

价格改革影响

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放。

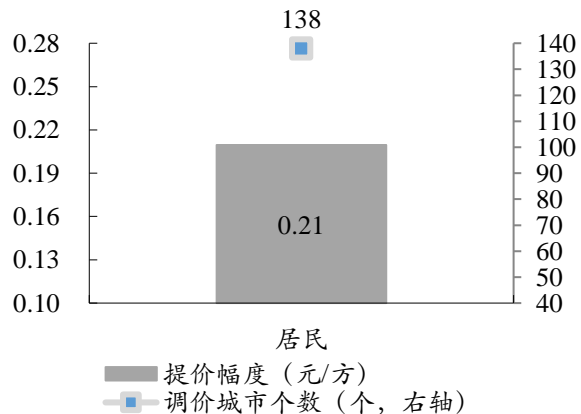
价差：顺价落地&气源成本压力缓解，价差修复。 2023年气源端（2023售气平均经营利润0.16元/方，同比+0.11元/方）、城燃端（2023价差同比+0.02-0.04元/方至0.50-0.52元/方）盈利能力均有修复迹象，天然气产业链各环节盈利理顺；2022~2024年4月，全国共有138个（占比48%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为0.21元/方。2024年预计气源成本压力缓解，毛差顺利恢复。**参考ROA7%的标准，合理价差为0.6元/方+，价差存20%提升空间。**对比国外案例，顺价政策在美国获得良好实践，通过将ROE控制在一定范围实现价差稳定。**顺价对龙头城燃利润弹性为20~30%。**

气量：回报稳定回升促企业成长，同时气价回落有望催生需求。 海外气价回落成本压力缓解+经济复苏，2023我国天然气表观消费量3900亿方，同增7.2%（+9.9pct）。2024年1~4月气油比（JKM与布伦特的单位热值价格比）均值0.67，较21-23均值1.29回落48%，气价回落有望催生需求长期增长；**预计天然气一次能源占比由2023年8.6%逐步提升至2030年的15%，需求复增9.0%。**

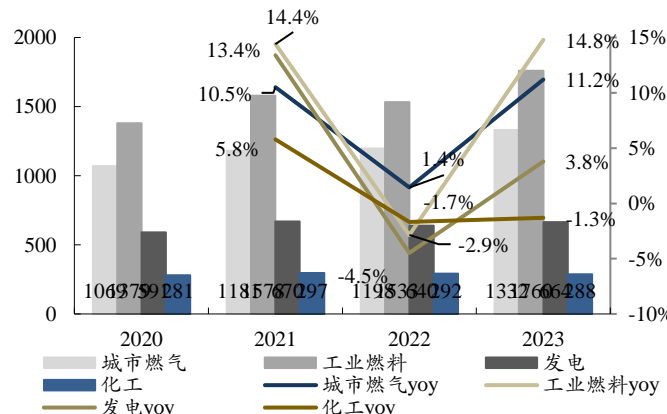
驱动现金流价值重估，估值存提升空间。

2021-2023年燃气板块自由现金流占归母净利润55.8%、板块分红率42.6%，在稳健发展的基础上分红率尚有13.2pct提升空间，随顺价推进现金流进一步好转。**对标长江电力，燃气龙头PB-ROE比值偏低，估值存提升空间；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，ROA存翻倍空间。**美国天然气已进入低速发展时期，2013-2023年消费量复增2.2%，行业内公司十年平均估值22X；**对标海外，国内燃气板块估值存提升空间。**

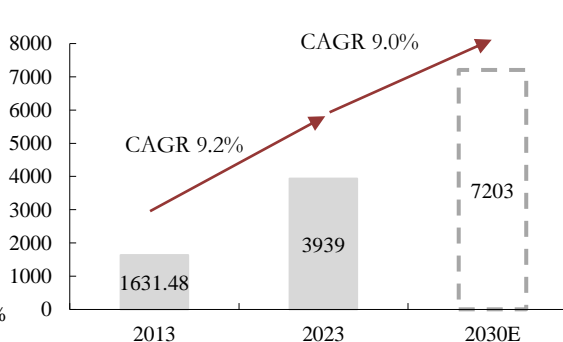
图：2022-2024M4居民调价情况



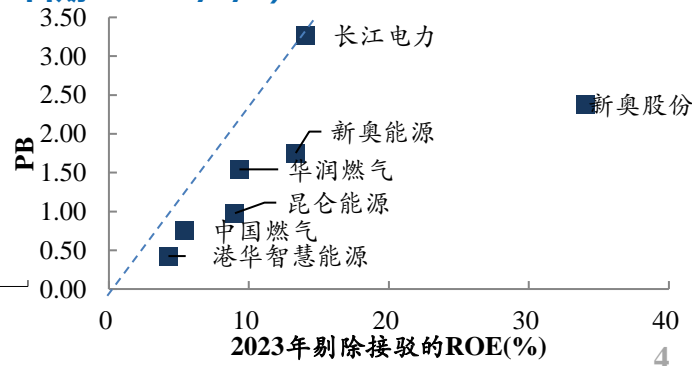
图：2020-2023年各领域消费量 (亿方)



图：天然气行业消费量空间 (亿方)



图：对标长江电力，城燃龙头估值普遍偏低 (估值日期：2024/6/4)



天然气：成本回落+顺价推进，促空间提估值

- **投资建议：**我们认为国内的顺价政策合理，即通过将收益率指标控制在一定范围调节终端定价，从而稳定城燃公司价差，且这一方法在美国 ONE Gas公司进行了良好实践。国外气价回落，国内成本压力缓解促进需求提升；城燃板块价差将继续修复，顺价推进提估值。
- 1) **受益顺价政策，价差提升。**建议关注：【昆仑能源】【新奥能源】【中国燃气】【华润燃气】【港华智慧能源】【深圳燃气】。
- 2) **高股息现金流资产。**重点推荐：股息率ttm6.3%【蓝天燃气】，2024年股息率5.4%【新奥股份】（估值日期2024/6/4）。
- 3) **拥有海气资源，具备成本优势。**重点推荐：【九丰能源】【新奥股份】。
- **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

表：盈利预测表（估值日期2024/6/4）

股票代码/简称		股价 (元/股、港元/股)	市值 (亿元、亿港元)	股价&市值 货币单位	归母净利润（亿元、亿港元）/yoy					归母净利润 货币单位	PE					
					2022	2023	2024E	2025E	2026E		三年 CAGR	2022	2023	2024E	2025E	2026E
0135.HK	昆仑能源	7.9	684	港元	52.28	56.82	61.06	65.60	70.60	8%	人民币	12.04	11.08	10.31	9.59	8.91
					-77.3%	8.7%	7.5%	7.4%	7.6%							
2688.HK	新奥能源	73	826	港元	58.65	68.16	71.08	77.71	84.77	8%	人民币	12.95	11.15	10.69	9.78	8.96
					-24.4%	16.2%	4.3%	9.3%	9.1%							
0384.HK	中国燃气	7.57	411	港元	76.62	42.93					港元	5.37	9.58			
					-26.9%	-44.0%										
1193.HK	华润燃气	27.2	629	港元	47.33	52.24	56.45	61.94	68.21	9%	港元	13.30	12.05	11.15	10.16	9.23
					-26.0%	10.4%	8.1%	9.7%	10.1%							
1083.HK	港华智慧能源	2.9	97	港元	9.65	15.75	15.31	17.09	18.55	6%	港元	10.08	6.18	6.35	5.69	5.24
					-23.0%	63.2%	-2.8%	11.6%	8.6%							
601139.SH	深圳燃气	7.3	210	人民币	12.22	14.40	17.48	19.70	22.17	15%	人民币	17.18	14.58	12.01	10.66	9.47
					-9.7%	17.8%	21.4%	12.7%	12.5%							
605368.SH	蓝天燃气	13.53	94	人民币	5.92	6.06	6.54	6.89	7.08	5%	人民币	15.83	15.46	14.33	13.60	13.25
					40.7%	2.4%	7.9%	5.4%	2.6%							
600803.SH	新奥股份	18.96	587	人民币	58.44	70.91	60.43	73.00	82.70	5%	人民币	10.05	8.28	9.72	8.05	7.10
					42.5%	21.3%	-14.8%	20.8%	13.3%							
605090.SH	九丰能源	26.45	167	人民币	10.90	13.06	15.18	17.43	20.35	16%	人民币	15.36	12.82	11.03	9.61	8.23
					75.9%	19.8%	16.2%	14.8%	16.8%							

注：昆仑能源、蓝天燃气、新奥股份、九丰能源盈利预测来自东吴证券研究所，其他公司盈利预测来自Wind一致预期。汇率按照1港元=0.92元人民币

数据来源：Wind，东吴证券研究所

龙头城燃公司利润弹性测算

预计2024年9月底100%的城市发布顺价政策，2025年五大龙头城燃公司恢复到疫情前的价差，顺价利润弹性（与2023年相比）为中国燃气24%、华润燃气35%、港华智慧能源28%、新奥能源22%、昆仑能源4%。

从风险角度考虑，2023年五大龙头城燃公司接驳利润占比分别为中国燃气25%、华润燃气31%、港华智慧能源40%、新奥能源19%、昆仑能源约10%。

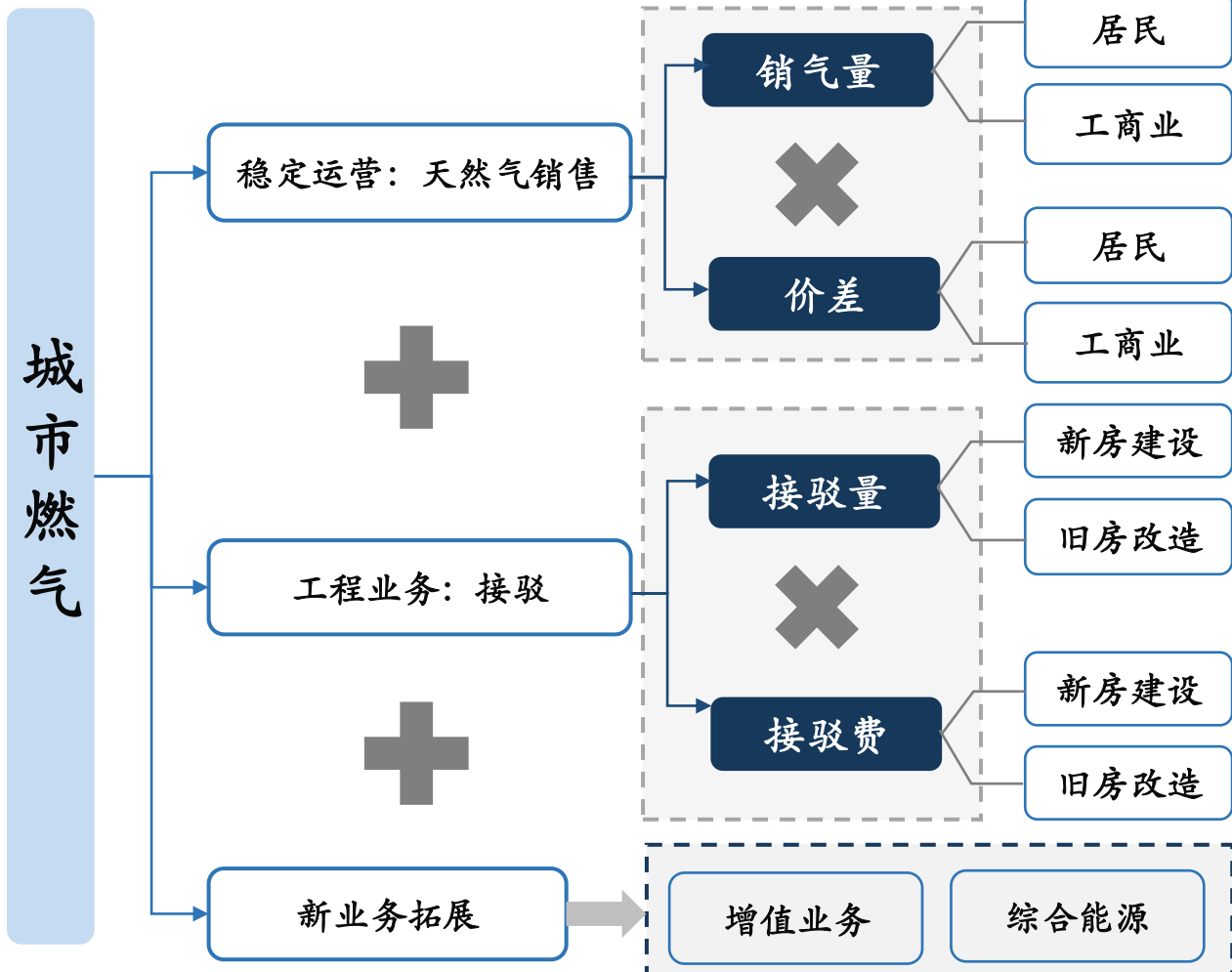
表：顺价利润弹性测算表

公司简称	2023年（预测）归母净利润（亿元、亿港元）	2022年零售气量（亿方）	2023年零售气量（亿方）	2023年居民用气结构	2022年价差（元/方）	2023年价差（元/方）	疫情前价差（元/方）	恢复到疫情前价差的利润弹性（亿元、亿港元）	恢复到疫情前价差的利润弹性	2023年接驳利润占比
中国燃气	45.48	230	230	36%	0.42	0.51	0.60	10.8	24%	25%
华润燃气	52.24	359	388	24%	0.45	0.50	0.59	18.3	35%	31%
港华智慧能源	15.75	122	132	19%	0.50	0.52	0.58	4.4	28%	40%
新奥能源	68.16	259	251	21%	0.48	0.51	0.63	14.9	22%	19%
昆仑能源	56.82	278	303	12%	0.50	0.50	0.52	2.5	4%	10%

注：中国燃气、华润燃气、港华智慧能源以港元做披露；新奥能源、昆仑能源以人民币做披露。汇率按照1港元=0.92人民币

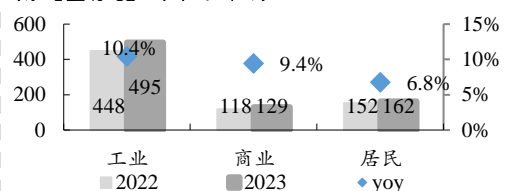
注：增加的价差直接体现在利润层面，按照增值税9%，所得税25%进行计算，权益气量按照70%计算。

城燃三要素：气量、价差、接驳趋势

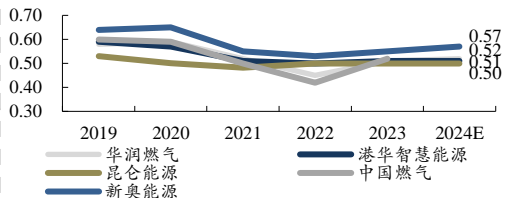


2023边际变化

用气量修复 单位：亿方

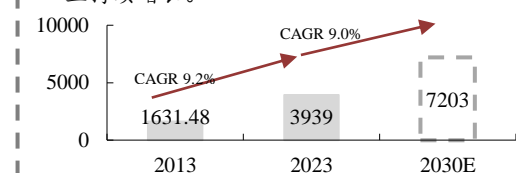


顺价政策下居民价差修复 单位：元/方



展望

- ✓ 降费使得终端价格可控量增复苏可持续。
- ✓ 双碳目标指引下，2030年天然气占能源消费总量达到15%。测算2030年天然气消费量为7203亿方，2023-2030年复合增速9.0%，行业持续增长。

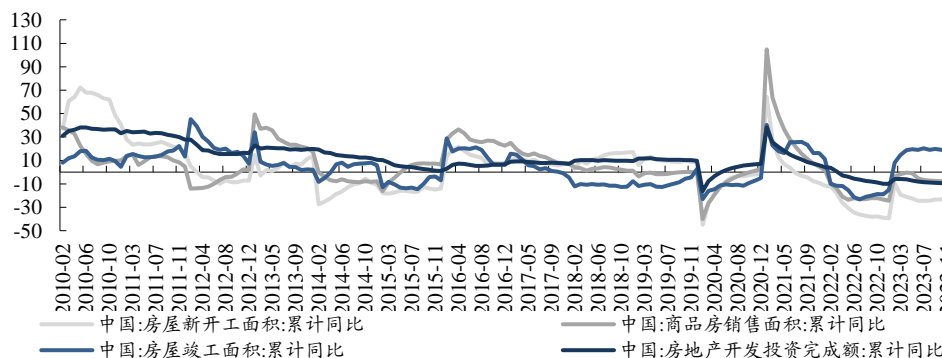


- ✓ 2023年顺价政策逐步落地，2024年全年顺价&气源成本压力缓解，价差进一步提升。
- ✓ 在城燃项目7%的全投资收益率标准下，期待远期城燃价差提升至0.6-0.7元/方。

- ✓ 受地产周期影响，新房接驳（与竣工面积高度相关）下滑，2023年龙头公司接驳量平均下滑15.3%，城燃公司转向发力旧房改造。
- ✓ 关注有区域增量或者下沉增量、可以对冲地产周期的公司。

房地产新开工、销售、竣工、投资变动情况

单位：%



- ✓ 城市燃气项目接驳费约2500元/户
- ✓ 乡镇气代煤接驳费约3000元/户

注：数据为华润燃气、港华智慧能源、昆仑能源的2023各领域用气量之和。

数据来源：国家管网集团，发改委，Wind，各公司公告，东吴证券研究所



目录

1. 价格改革动因

- 资源价值回归
 - 存在交叉补贴问题
-

2. 价格改革影响

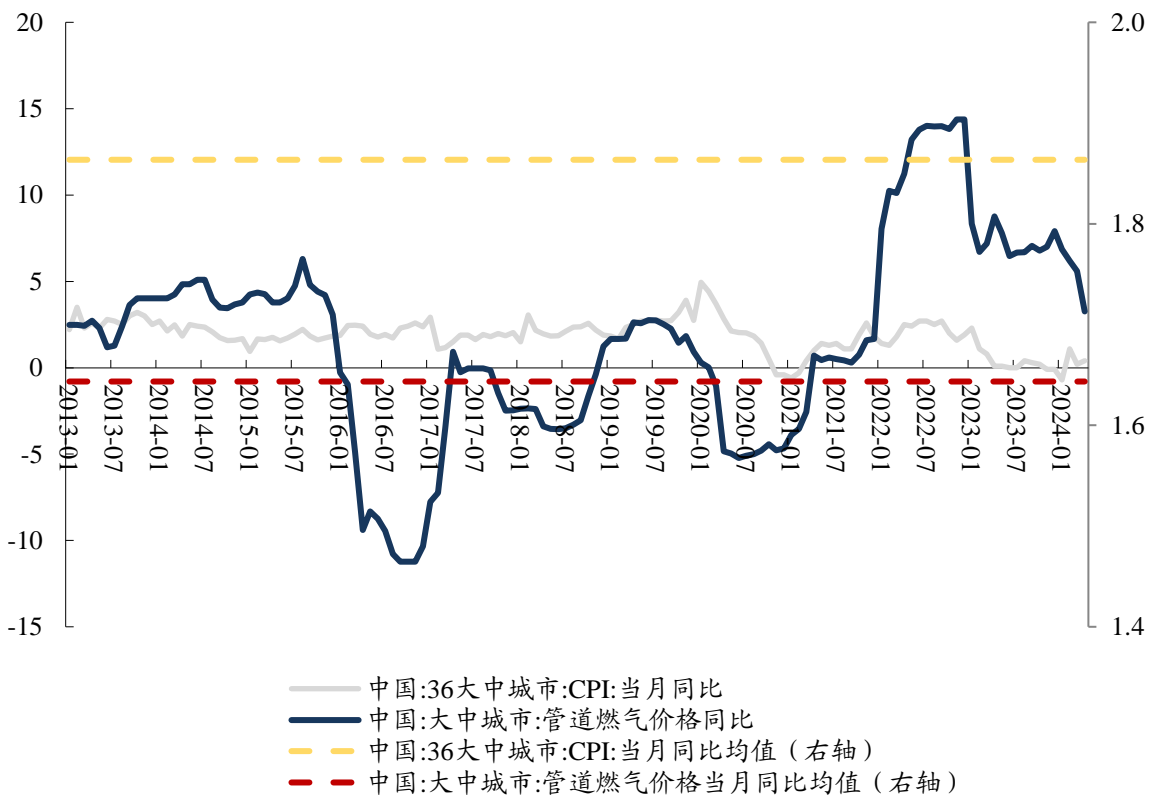
- 稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放
 - 驱动现金流价值重估，估值存提升空间
-

3. 投资建议与风险提示

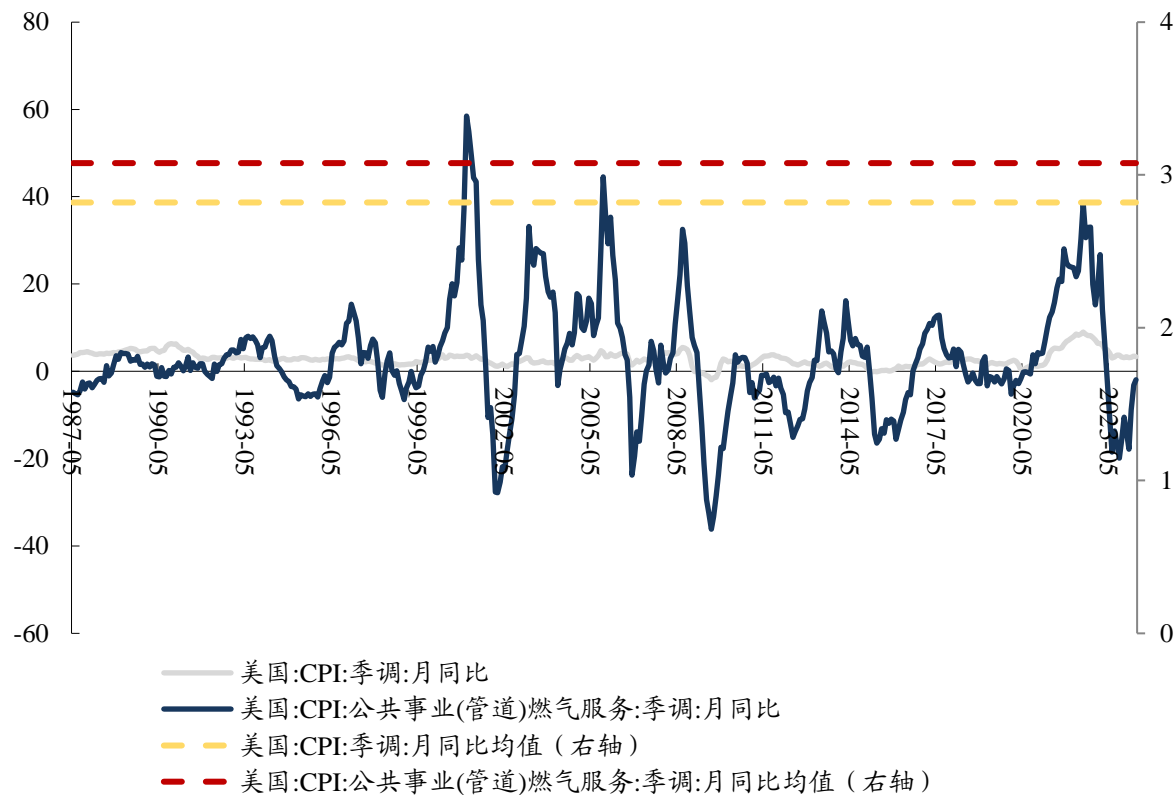
价格改革动因1：资源价值回归

长期维度美国民用气价显著跑赢CPI 0.26pct，中国2013年以来气价显著跑输CPI 0.22pct，期待“均值回归”。

图：中国36城市CPI& 用气价格变动 (%)



图：美国CPI& 居民用气价格变动 (%)



价格改革动因1：资源价值回归

2021-2022年海外气价上涨，传导至国内，国内气源成本上升

- ✓ 2021年四季度以来，国外气价在疫情带来的供需错配、俄乌冲突等影响下剧烈波动，欧洲的能源制裁举措带来气价高涨局面，欧洲成为全球天然气贸易价格的“引擎”。
- ✓ 2023年，随欧洲主动削减消费量、储气接近尾声、加大其他地区的进口，欧洲天然气价受俄乌冲突的影响基本消化，气价回落。

图：2021/4-2024/5各地天然气价格指数



价格改革动因1：资源价值回归

2021-2022年海外气价上涨，传导至国内，国内气源成本上升；2023国内气源价格提升，上游盈利理顺

➢ **中石油天然气平均成本可以代表国内整体天然气成本水平，2020-2022年成本持续上行。**

2018-2023年，中石油的产量和消费量均占到国内整体天然气产量和消费量的50-60%，中石油天然气经营情况一定程度上代表了中国天然气市场状态。2020-2022年中石油天然气售价持续提升，平均销售价格由2020年的1.49元/方提升至2022年的1.99元/方，而成本以更大的幅度上涨，导致平均经营利润缩窄，平均经营利润由2020年的0.29元/方降低83%至2022年的0.05元/方。

➢ **中石油2023年新签合同气价上涨，呈现压量+涨价趋势，2023年中石油单方经营利润修复。**

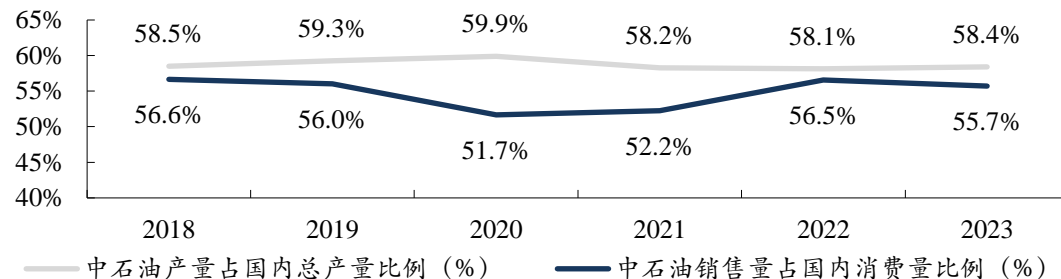
2023年初以来，各地天然气价格普遍下行，进口价格回落，气源端成本压力缓解。中石油售气价格通过合同方案自2023年4月起开始提升，2023售气平均价格与2022年全年相比增加0.06元/方；2023售气平均经营利润0.16元/方，同比+0.11元/方，盈利能力修复。

2024年1~4月气油比（JKM与布伦特的单位热值价格比）均值0.67，较21-23均值1.29回落48%，气价回落有望催生需求长期增长。

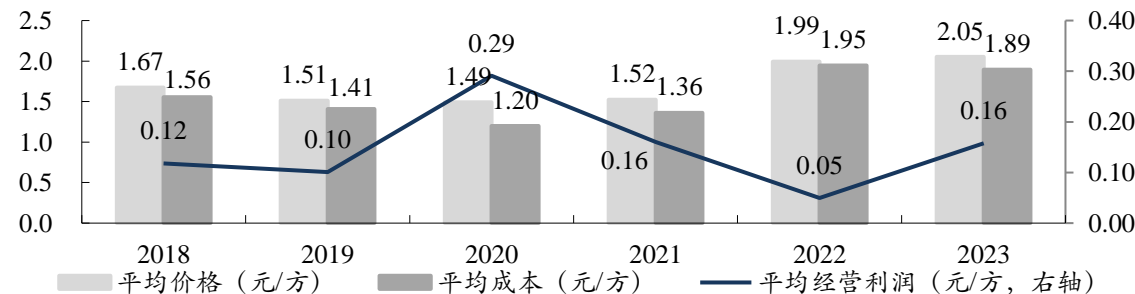
表：中石油2022-2023、2023-2024年管道气合同方案

管制气		非管制气		调峰量
2023-2024年管道气合同方案				
居民用气	均衡1	均衡2（固定价格）		
2023/4-2023/10较门站价上浮比例	15%	20%	80%	挂钩JKM现货
资源配置占比	70%	27%	3%	
2023/11-2024/3较门站价上浮比例	15%	20%	80%	挂钩JKM现货
资源配置占比	55%	42%	3%	120%以上
2022-2023年管道气合同方案				
居民用气	均衡1	均衡2（固定价格）		
2022/4-2022/10较门站价上浮比例	5%	15%	55%	
资源配置占比	75%	25%		
2022/11-2023/3较门站价上浮比例	N/A	20%	11月-次年2月基准门站价上浮70%，3月上浮45%	
资源配置占比	55%	45%		70%

图：2018-2023年中石油产量/销售量占国内比例



图：2018-2023年中石油天然气板块售价&成本

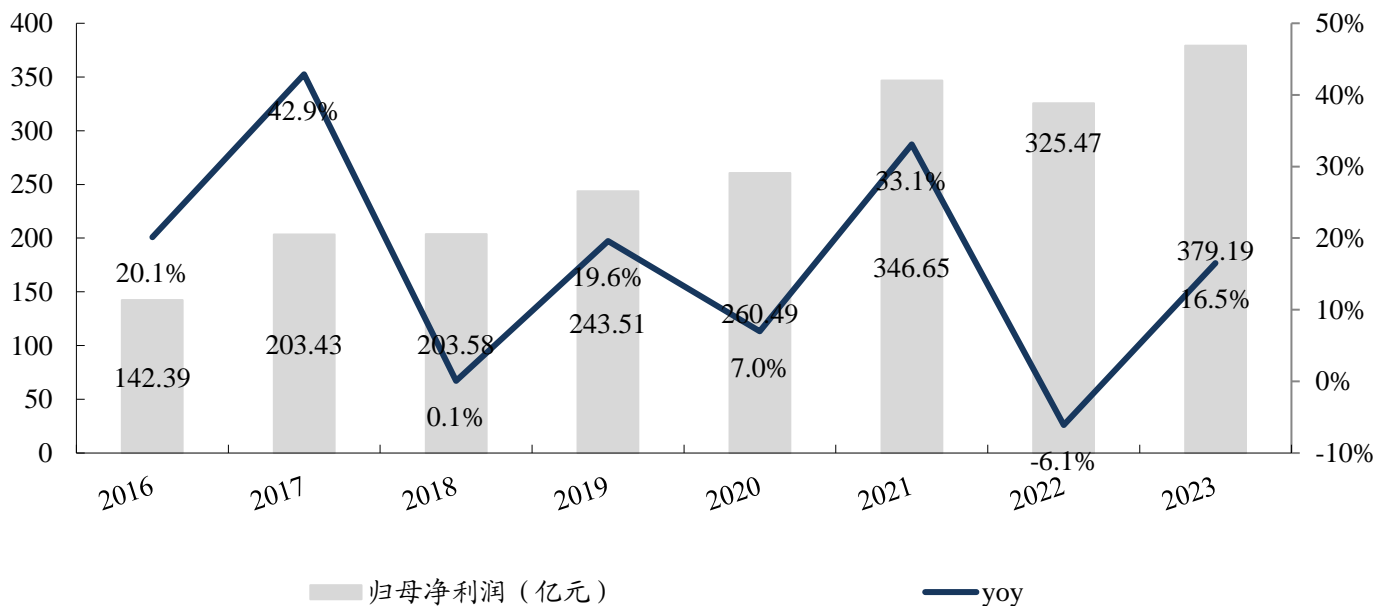


价格改革动因1：资源价值回归

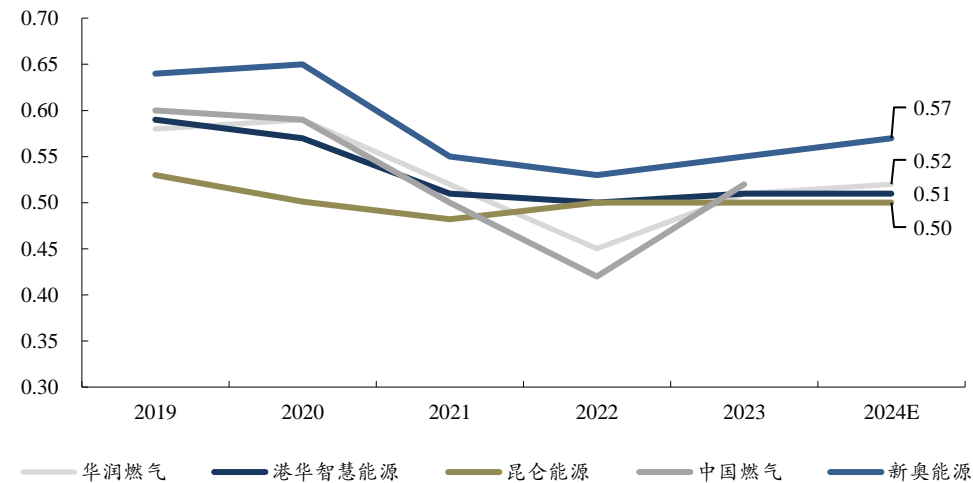
下游销售价格受到政府管控，顺价不畅、盈利下滑

- 国内气源涨价，下游城市燃气板块采购价格上涨，成本承压；
- 城市燃气销售端价格受到政府管控，居民用气顺价不畅；
- 2022年燃气板块利润下滑6.1%，五大龙头公司价差缩窄，2022年均值为0.48元/方，与2020年相比下滑20%。

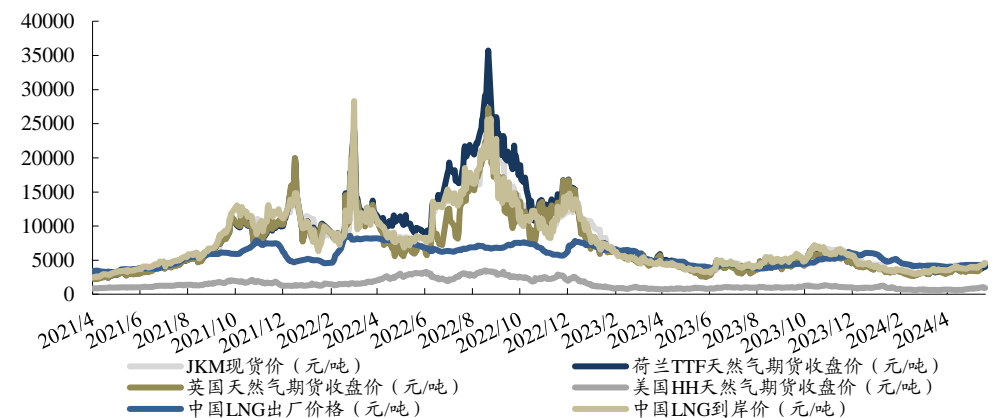
图：2022燃气板块利润下滑6.1%



图：2019-2024E五大龙头公司城燃价差 (元/方)



图：2021/4-2024/5各地天然气价格指数 (元/方)



注：选取申万燃气板块涉及下游的公司，剔除了财年以3/31为截至日的中国天然气和中国燃气。

数据来源：ICE, Platts, NYMEX, 各公司公告, 东吴证券研究所



目录

1. 价格改革动因

- 资源价值回归
 - 存在交叉补贴问题
-

2. 价格改革影响

- 稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放
 - 驱动现金流价值重估，估值存提升空间
-

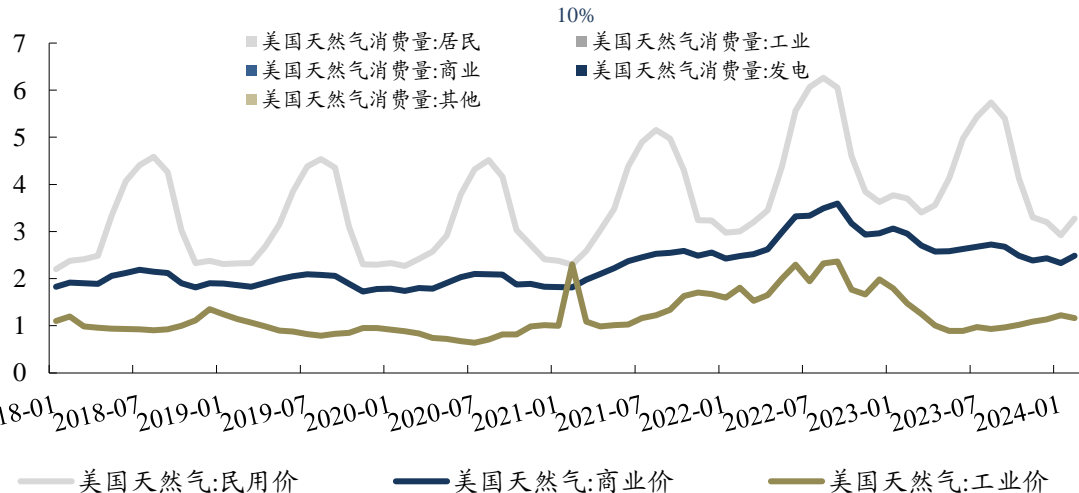
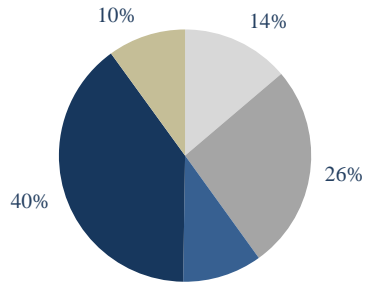
3. 投资建议与风险提示

价格改革动因2：存在交叉补贴问题

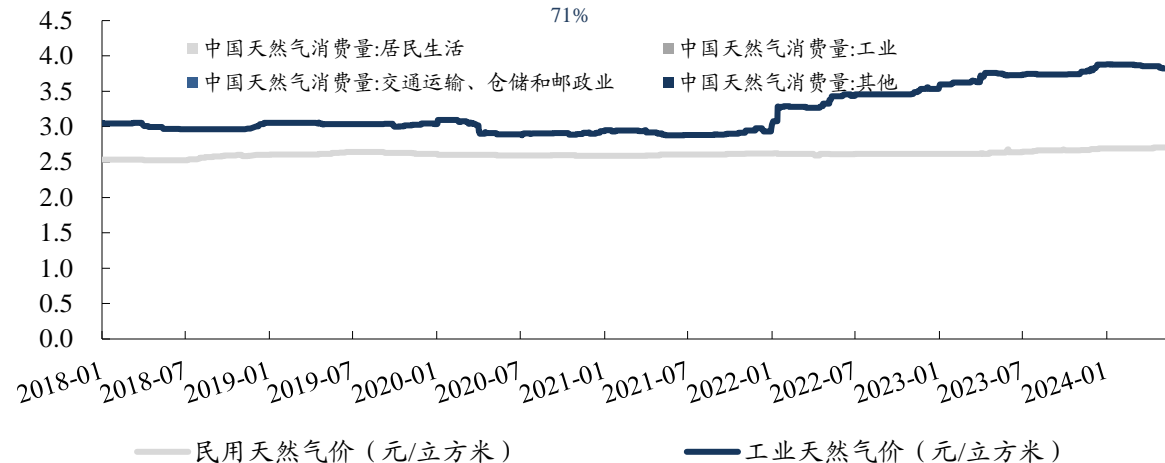
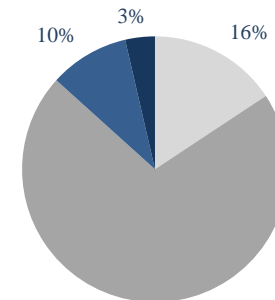
美国实现民用价更高，国内交叉补贴待解决

- ✓ 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，美国居民气价为工业气价的2.8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2023年消费结构&分类别气价（元/方）



图：中国天然气2021年消费结构&分类别气价（元/方）





目录

1. 价格改革动因

- 资源价值回归
 - 存在交叉补贴问题
-

2. 价格改革影响

- 稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放
 - 驱动现金流价值重估，估值存提升空间
-

3. 投资建议与风险提示

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

采购成本：中石油2024年管道气定价平稳，考虑市场价下行，城燃公司有望受益成本下降

➤ 居民气量与非居民并轨，管制气比例下降，非管制气比例上升。本次合同有四点重要变化：

- 1) 居民与非居民气量并轨。本次定价方案取消了居民用天然气的单独定价，管制气价格统一上浮18.5%，在2023年定价方案中，管制气居民/非居民用气上浮15%/20%。
- 2) 管制气比例下降，非管制气比例上升。淡季管制气占比合同总量由70%降至65%。非管制气占比合同总量由27%升至32%。
- 3) 内陆非管制气降价。本次非管制气区分了内陆和沿海，内陆非管制气价格在门站基础上上浮70%，较上一年度降低了10%。
- 4) 3%原与JKM挂钩现与上海石油天然气交易中心发布的月度进口现货LNG到岸均价联动。中石油对国内天然气价格指数的关注度增加。

表：2023&2024年中石油管道气定价方案

	管制气		非管制气			调峰量
2023-2024年管道气合同方案						
	居民用气	均衡1	均衡2（固定价格）			
2023/4-2023/10较门站价上浮	15%	20%	80%	挂靠JKM现货		
资源配置占比	70%		27%	3%		
2023/11-2024/3较门站价上浮	15%	20%	80%	挂靠JKM现货		120%以上
资源配置占比	55%		42%	3%		
2024-2025年管道气合同方案						
			内陆	沿海		
2024/4-2024/10较门站价上浮	18.5%		70%	80%	联动上海交易中心现货	100%
资源配置占比	65%		32%	3%		
2024/11-2025/3较门站价上浮	18.5%		70%	80%	联动上海交易中心现货	100%
资源配置占比	55%		42%	3%		

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

采购成本：中石油2024年管道气定价平稳，考虑市场价下行，城燃公司有望受益成本下降

➢ 不考虑3%的市场化挂钩比例，2024年城燃采购成本与2023年相当；考虑与市场价挂钩的3%，预计2024年市场价下行，城燃公司有望受益成本下行。

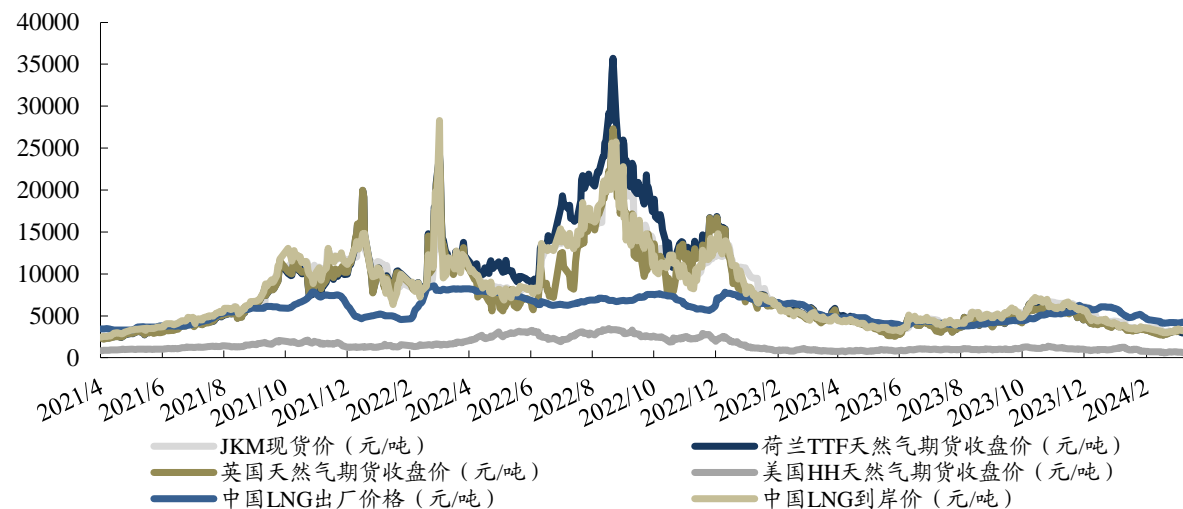
1) 不考虑3%的市场化挂钩比例，淡季涨价、旺季降价、内陆降价、沿海涨价，2024年城燃整体采购成本与2023年相当，均为2.42元/方。按照居民用气占比20%（参考五大龙头城燃居民用气占比）、加权平均门站价格1.746元/方（计算各省门站价平均值，使用2021年各省用气量进行加权）、淡季用气占比56%（2022.4-2022.10用气量占2022.4-2023.3用气量比例）、沿海省份用气占比51%（各省2021年的用气量中沿海11个省份的用气量占比）进行测算，2024年淡季由2023年的2.35元/方涨价0.03元/方至2.38元/方，旺季由2023年的2.51元/方降价0.04元/方至2.47元/方，内陆由2023年的2.42元/方降价0.03元/方至2.39元/方，沿海由2023年的2.42元/方涨价0.03元/方至2.45元/方。

2) 考虑与市场价挂钩的3%，在2024年市场价下行的现状下，城燃公司有望受益成本下行。2024/3/15，美国HH/欧洲TTF/东亚JKM/中国LNG出厂/中国LNG到岸价年同比-30.4%/-33.0%/-37.1%/-18.8%/-34.0%至0.4/2.2/2.2/2.9/2.2元/方。

2023&2024城燃综合采购价格测算

门站价上浮比例 (%)		淡季	旺季	综合
2023年		34.6%	43.6%	38.59%
2024年	内陆	34.4%	39.6%	38.56%
	沿海	37.6%	43.8%	
城燃采购价格 (元/方)		淡季	旺季	综合
2023年		2.35	2.51	2.42
2024年	内陆	2.35	2.44	2.42
	沿海	2.40	2.51	
	综合	2.38	2.47	

2021/4-2024/5海内外天然气价格指数



注：未考虑和市场价挂钩的3%气量

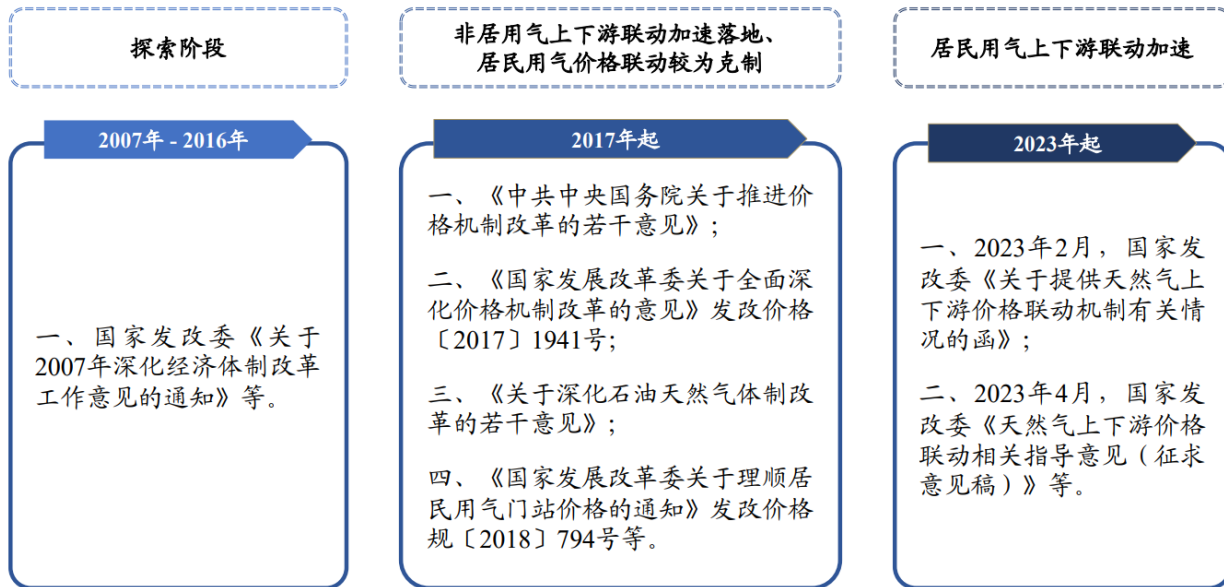
数据来源：ICE, Platts, NYMEX, 中国石油公司公告, 东吴证券研究所

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

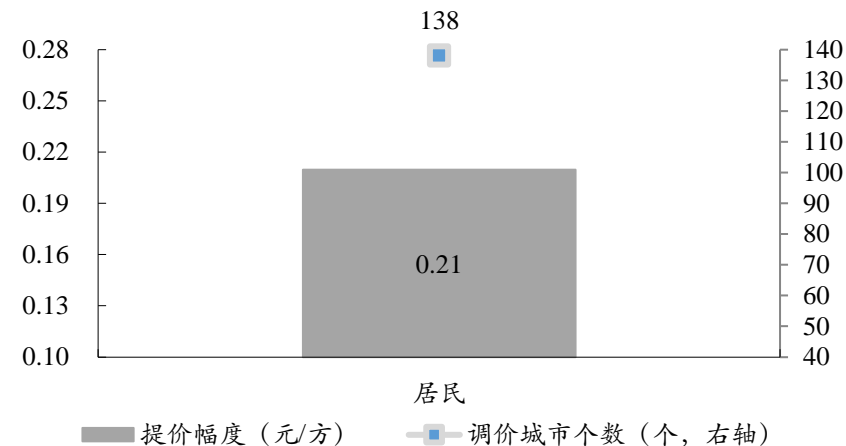
销售价格：顺价逐步落地价差修复

✓ 顺价政策逐步落地，2022~2024年4月，全国共有138个（占比48%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为0.21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。我们梳理了全国地级及以上城市的气价政策，2022~2024年4月，全国共有138个（占比48%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为0.21元/方。

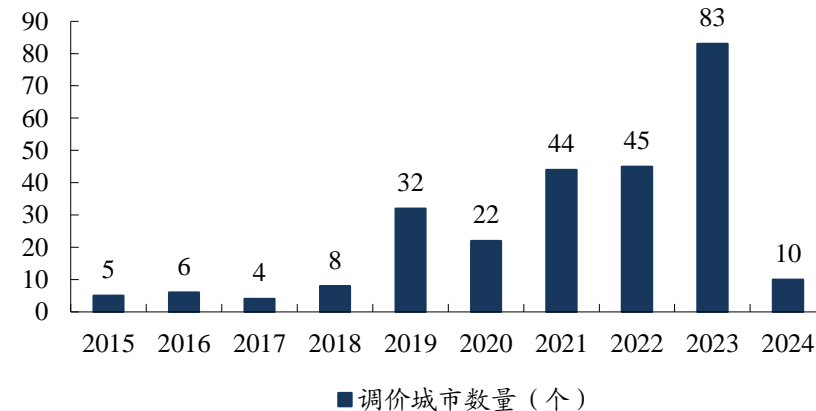
图：上下游联动机制三阶段



图：2022-2024M4居民调价情况



图：地级市及以上城市居民天然气价最近一次调整时间（个，数据截至2024年4月底）



稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

销售价格：顺价逐步落地价差修复

✓ **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）；非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

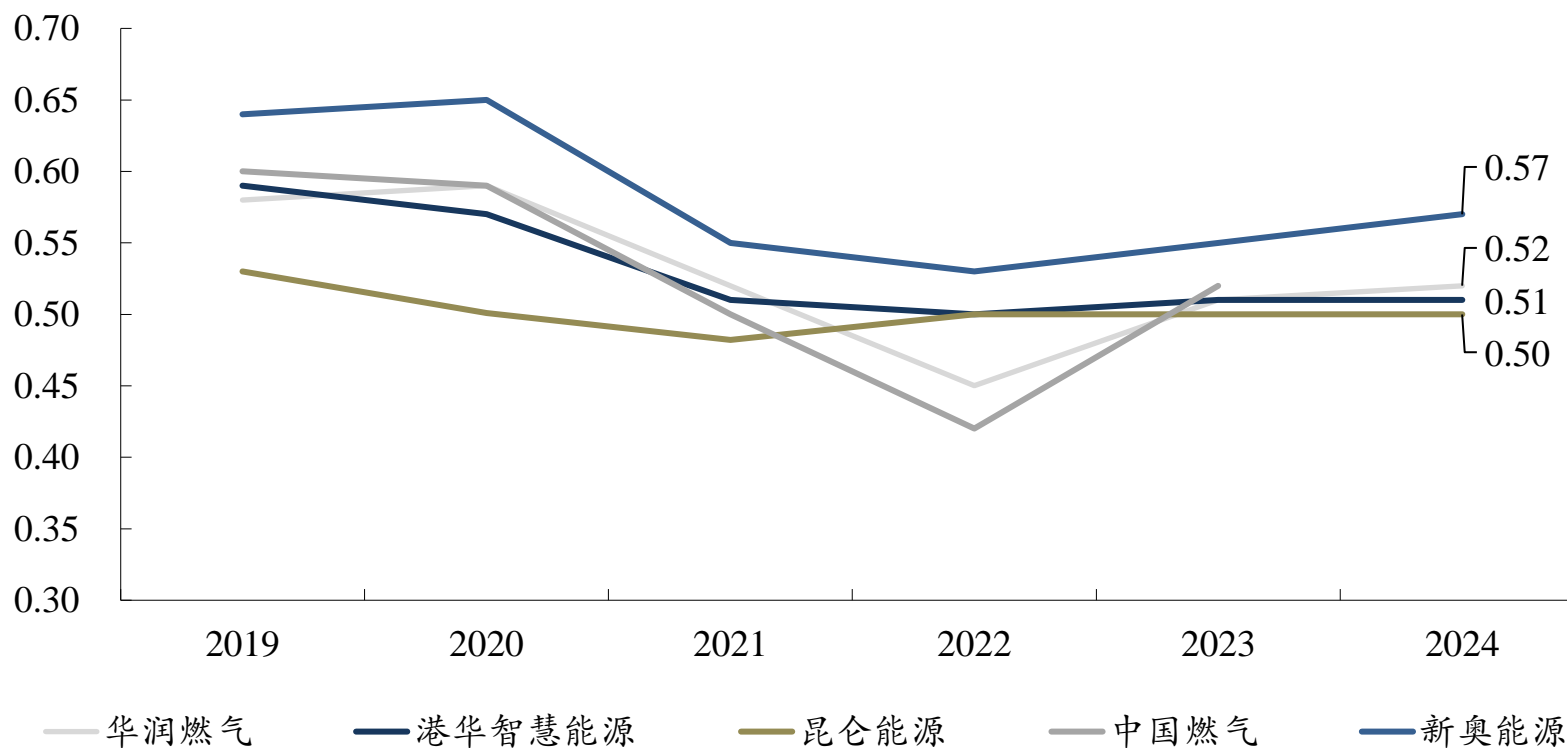
	2023年新联动机制	旧联动机制
联动范围	各地终端销售价格与 燃气企业采购价格 (含运输费用) 实行联动。采购价格按照同一区域内燃气企业采购的 全部气源加权平均价格 确定，包括管道、液化、压缩天然气等。 当合同外气源采购价格对本地区终端销售价格影响较大时，可按照用户自愿委托的原则，对合同外购气量实行代购代销价格政策，其购销价差不得高于配气价格。	国家放开居民用天然气销售价格前，非居民用天然气销售价格先行与门站价格实行联动。天然气门站价格由国务院价格主管部门管理，居民、非居民用天然气门站价格逐步并轨。
联动周期	非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动；居民用气终端销售价格联动周期原则上不超过一年 ，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。 居民用气非居民用气价格下调幅度不限。 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，纳入下一联动周期统筹考虑。应明确调整目标，分周期逐步调整到位。 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。分配的具体办法由市、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。

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

销售价格：顺价逐步落地价差修复

- ✓ 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年价差将得到进一步提升。

图：2019-2024E五大龙头公司城燃价差（元/方）



注：2024年价差参考公司指引

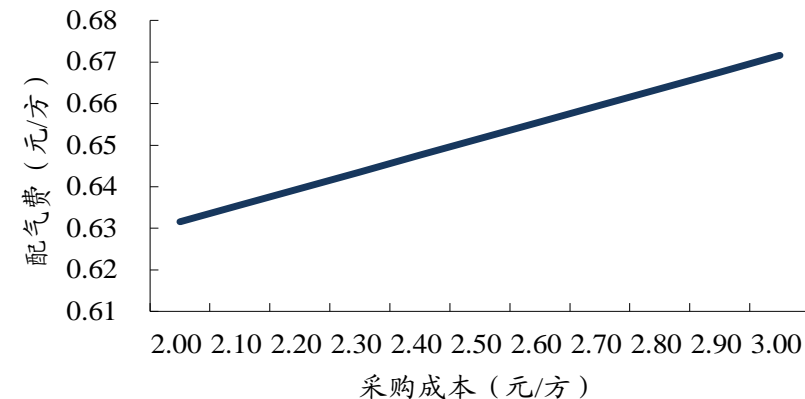
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

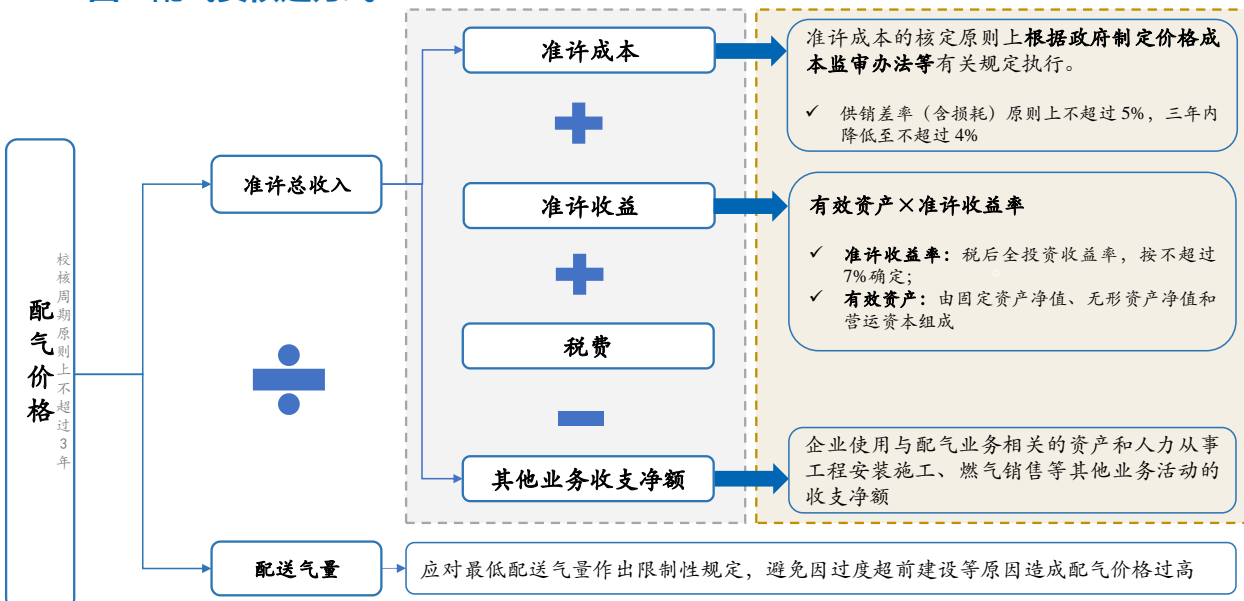
龙头城燃普遍未达政策规定的7%收益率，配气费存在提升空间，估算合理值在0.6元/方以上，价差存20%提升空间

- ✓ 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。

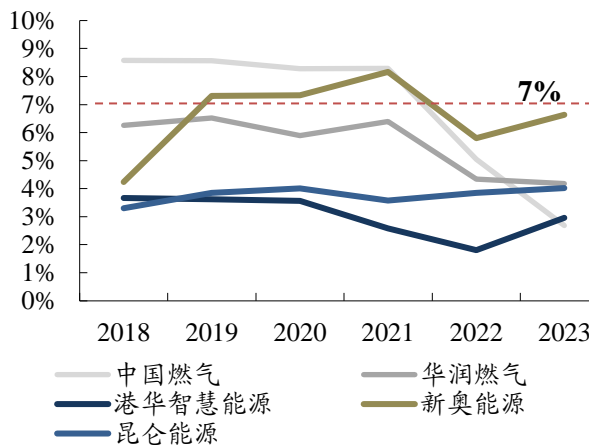
图：合理配气费随采购成本变动



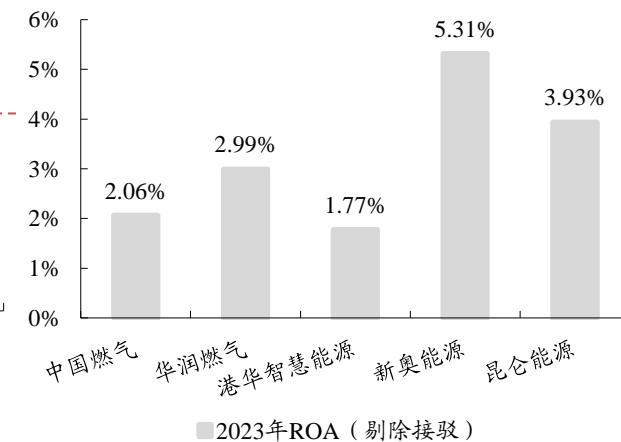
图：配气费核定方式



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%。

数据来源：发改委，wind，公司公告，东吴证券研究所

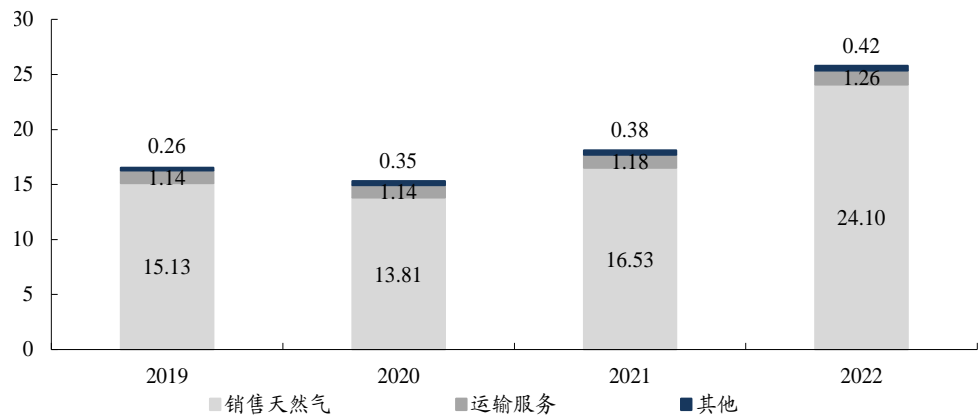
稳定盈利机制保障投资回报确定性，促1.8倍气量空间释放

对比国外案例：顺价政策在美国获得良好实践，通过将ROE控制在一定范围实现价差稳定

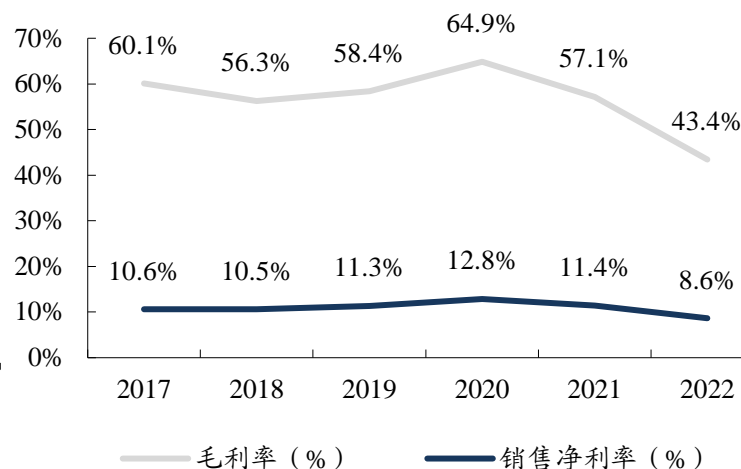
✓ 美国作为全球最大的天然气消费国和生产国，天然气自给率高，市场机制建设最为完善，成为效仿的范例。我们以美国的ONE Gas公司为例进行分析，其顺价机制完善，单方价差受采购成本的波动始终保持稳定。

1) ONE Gas公司2019-2022年天然气销售收入占比均在90%以上；2017-2022年期间毛利率在40%~60%范围内波动，销售净利率在8%~13%范围内波动；ROE（摊薄）保持稳定，2017-2022年始终在8.5%左右。

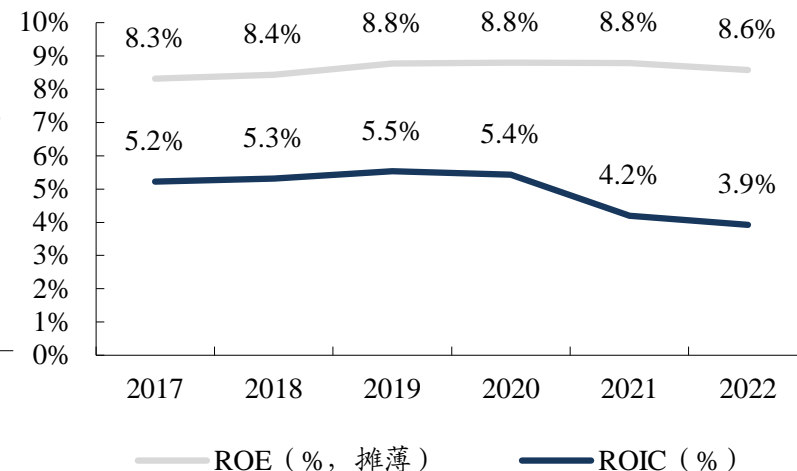
图：2019-2022年ONE Gas公司收入结构（亿元）



图：2017-2022年ONE Gas利润率略有波动



图：2017-2022年ONE Gas ROE（摊薄）约8.5%



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/046224210125010142>