

# “煤改气”助力碳达峰，城燃低碳转型已然起航

## 2021下半年港股油气行业投资策略

证券分析师：范承杰 A0230520080008

2021.6.22



放眼十四五 共话新征程  
Eyeing the 14<sup>th</sup> Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源 · 2021资本市场夏季高峰会  
SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

- **碳达峰下，天然气需求有望超预期。**天然气既可以满足增量供热需求，也可以替代存量煤锅炉，与可再生能源替代路径相比的话，可再生能源发电无法实现存量发电用煤消费替代。我们通过模型分析得，如果加大“煤改气”替代力度，供热领域可以做到同比减排，抵消其它领域带来的碳排放增长，提前实现碳达峰。在基准情景下，我们预测得2030年天然气消费量达6,017亿方，对应约8.1亿吨标准煤。在加快“煤改气”的乐观情景下，我们预计2030年天然气消费量可达7,268亿方，较2020年年化增长8.4%。考虑到当下提前达峰的主观能动性，我们认为需求存在超预期的可能。
- **中国天然气供应潜力被低估，助力需求扩张。**“两碳”目标下，中国油公司大力发展天然气业务作为转型抓手成为一致选择。当下中国天然气资源探明率和探明储量采收率均较低，增储上产潜力大。2016-2019年期间，每年新增探明地质储量持续高增，尤其是非常规页岩气资源。根据国家统计局披露，2020年全国天然气实际产量达1,925亿方，已经超过中石油勘探开发研究院的高峰产量预测区间（1,750-1,850亿方）。**市场低估了“两碳”目标下中国油公司的增产动力和非常规天然气的上产潜力，忽视了进口管道和接收站投产带来的产能跨越式扩张，这是当下市场对天然气行业重大预期差。**
- **投资建议：**加速“煤改气”是全行业的潜在贝塔，它为城燃在“碳达峰”十年的增长插上翅膀。龙头城燃们已在悄然转型，在更长的时间维度为持续增长做好准备，即使在碳中和时代，天然气行业增速放缓，我们相信龙头城燃仍能通过多元业务给投资者带来稳健回报，这就是龙头城燃的长期阿尔法。我们推荐三条投资主线，一是工商业客户价值链拓展，推荐**新奥能源 & 新奥股份**；二是居民客户价值链深挖，推荐**华润燃气、港华燃气**，三是LNG供应宽松带来的增长机遇，推荐**深圳燃气**。
- **风险提示：**天然气消费增速不及预期，龙头城燃转型慢于预期。

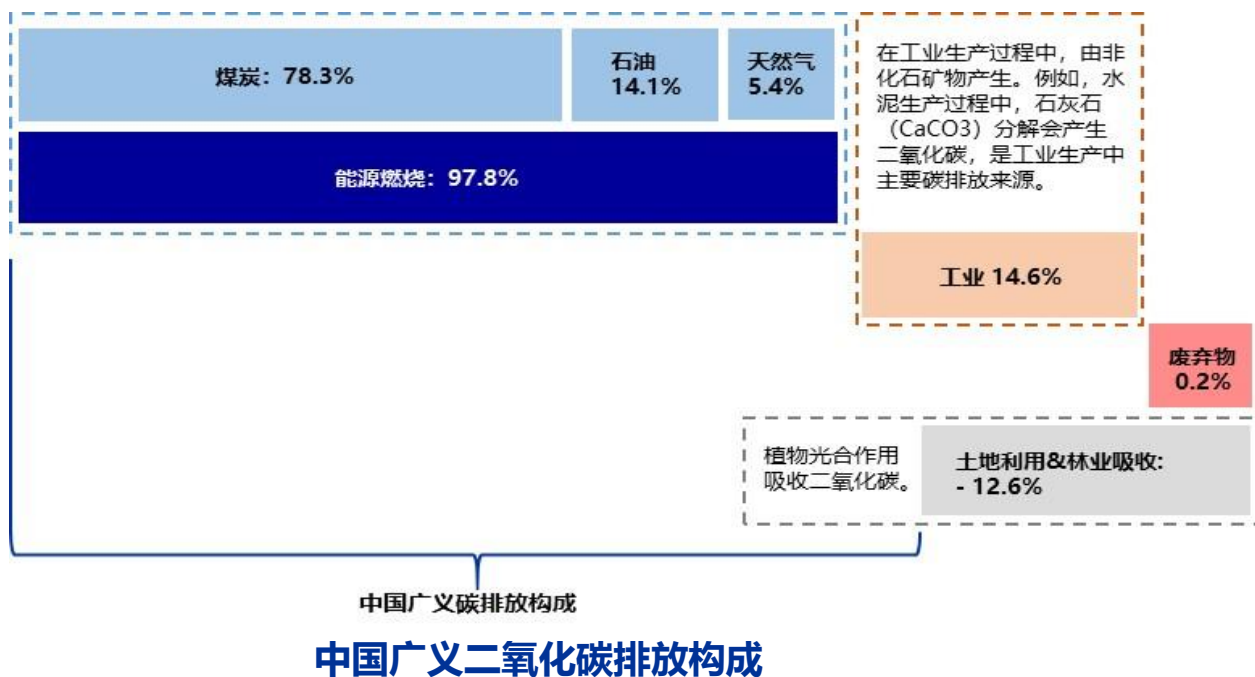
# 主要内容

---

1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为
2. 助力提前碳达峰，天然气需求存在超预期可能
3. 供给超预期宽松，是需求超预期的重要基础
4. 中国龙头城燃，低碳转型已然启航

# 1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为

- 习近平总书记在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话，中国将力争二氧化碳排放量于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。
- 从当下中国广义碳排放的结构来看，工业排碳量与林业吸碳量大致相抵，化石能源燃烧是中国碳排放的主要来源，占比高达97.8%，中国控减碳排放的命题，关键在于控减化石能源燃烧碳排放。



资料来源：生态环境部，IEA，申万宏源研究

注释：二氧化碳排放权威数据截至2014年，来自2018年发布《中华人民共和国气候变化第二次两年更新报告》

# 1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为

- 进一步拆分来看，煤炭是能源燃烧碳排放的主要来源，占比高达78.3%。如果拟合国际能源署披露的中国碳排放数据与国家统计局披露的原煤消费量数据，两者变化高度相关。因此，无论第一阶段碳达峰，还是第二阶段碳中和，我们认为替代煤炭都是控减能源燃烧排碳量的核心议题。

中国碳排放和煤炭消费量高度相关



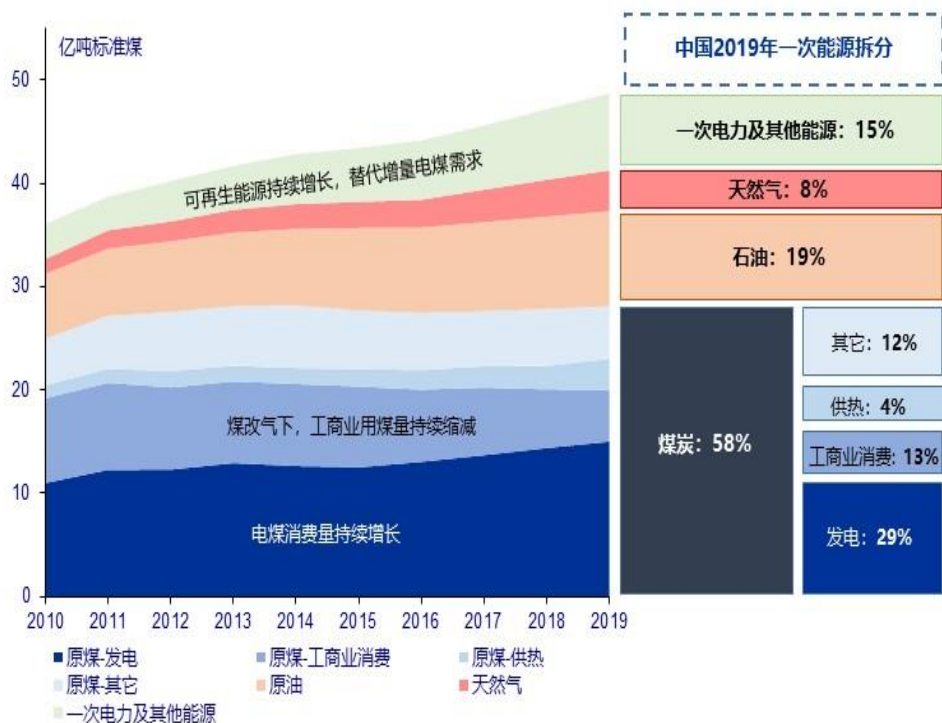
资料来源：IEA，国家统计局，申万宏源研究



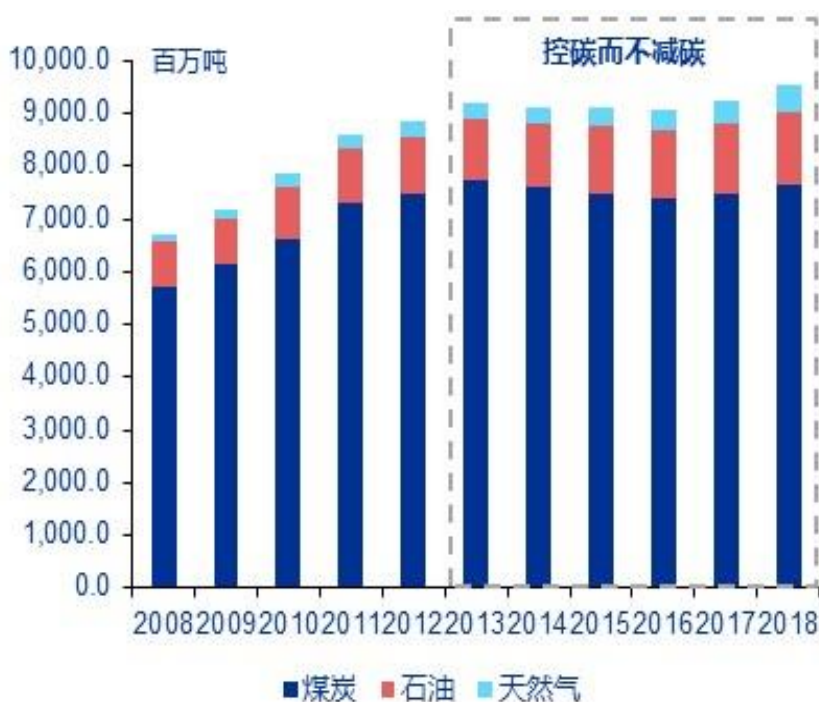
# 1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为

- 回顾过往替代煤炭效果来看，煤炭消费增速受控，我国初步“控碳”，但未实现“减碳”。

中国一次能源消费拆分



中国能源燃烧碳排放趋势变化



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

资料来源：IEA，申万宏源研究

# 1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为

- 通过替代煤炭，我国“控碳”而未“减碳”，是技术、国情、环保条件下的综合结果。展望未来中国雄心勃勃的控减碳排放规划，我们依然要面对三大客观现实：

1. 随着经济发展，中国一次能源消费在未来10年间仍将持续增长，这是控减碳排放的客观挑战。综合工程院与国家电网预测，量级上2030年一次能源消费量预计在55-60亿吨标煤区间内，较当下仍有约5-10亿吨标煤的增长空间。

### 全球主要经济体一次能源消费



资料来源：BP，申万宏源研究

### 全球主要经济体人均一次能源消费



资料来源：BP，申万宏源研究

# 1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为

2. 作为主体能源，煤炭是中国经济发展的压舱石，未来10年间，占比最大的发电端煤炭消费量很难降低，这是控减碳排放的客观中国国情。根据申万电力组观点，在“两碳”目标下，存量大型煤电机组被强制关停概率很低，长期自然替代是大势所趋，我国煤电装机投产高峰主要位于2005-2010年，按照煤电机组使用寿命25年测算，综合考虑煤电调峰要求，2020-2030年期间，发电端煤炭消费量很难降低。

中国发电量构成



资料来源：中电联，申万宏源研究

中国新增发电装机构成

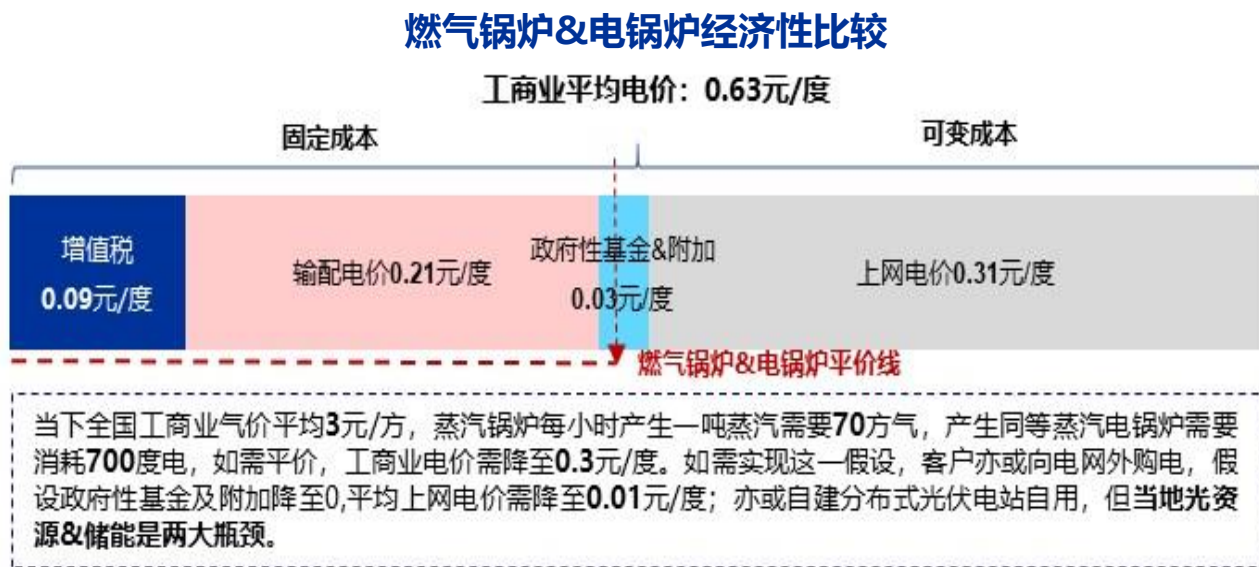


资料来源：中电联，申万宏源研究



# 1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为

3. 当下可再生能源和碳捕捉技术存在各自无法规避的缺点，热能端化石能源仍无可替代，这是控减碳排放的技术现实。



资料来源：国家电网，申万宏源研究

除化石能源完全替代外，碳捕捉是另一条路径。碳捕捉从应用上主要分为两类，第一类与化石能源配套，即通常所说的，另一类与生物质能配套，缩写BECCS。当前碳捕捉技术极不成熟，根据IPCC测算，单吨二氧化碳捕捉成本高达40-50美元，每吨标煤燃烧生成2.66吨二氧化碳，因此每吨标煤碳捕捉成本超过100美元，接近我国当前标煤单价。

# 1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为

- 综上，在各类客观约束下，中国碳排放先达峰后中和，是必然的路径选择。考虑到煤炭燃烧单位碳排放高、总排放占比大，无论第一阶段碳达峰，还是第二阶段碳中和，我们认为替代煤炭都是核心议题。在碳达峰第一阶段，在发电端可再生能源替代增量发电用煤消费，在供热端推进“煤改气”存量替代，都是当下能源行业现实可行、行之有效的减煤减碳措施。市场对发电端新能源增量替代有一定认知和预期，但可能忽视了“煤改气”对实现第一阶段“碳达峰”目标的重要意义。

# 主要内容

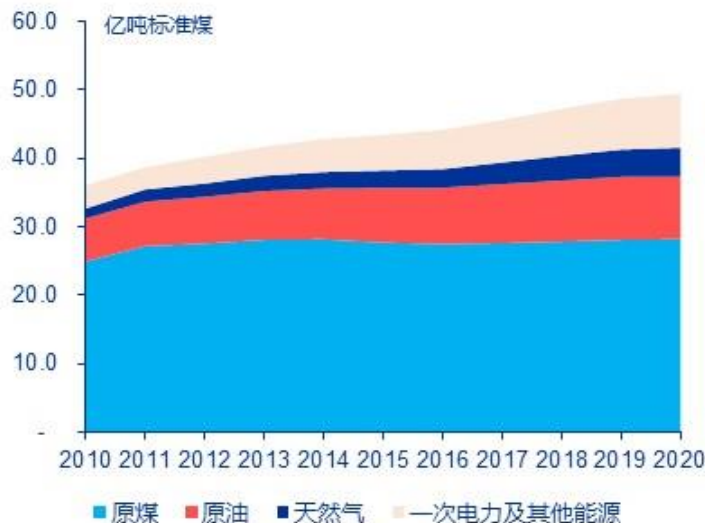
---

1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为
2. 助力提前碳达峰，天然气需求存在超预期可能
3. 供给超预期宽松，是需求超预期的重要基础
4. 中国龙头城燃，低碳转型已然启航

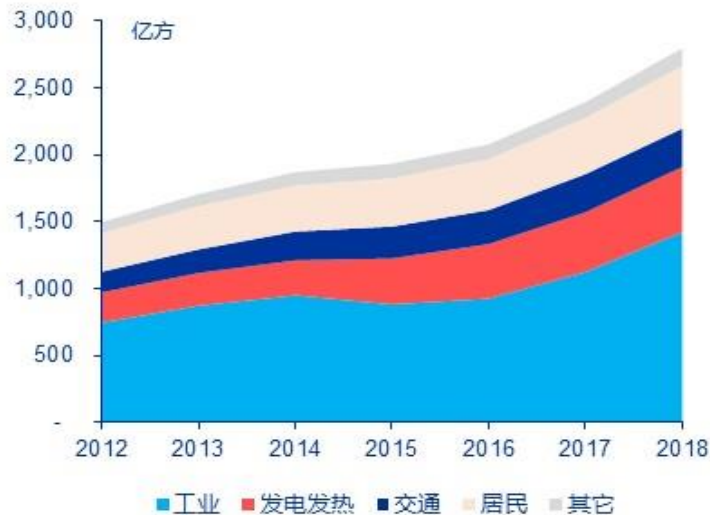
## 2.1 中国天然气消费概览

- 天然气主要由甲烷组成，是一种相对清洁的气态化石燃料，以单位能源所产生的碳排放数量（碳排放系数）来算，煤炭是天然气的1.41倍，石油是天然气的1.31倍。横向比较来看，天然气是中国过往十年间增长最快的一次能源。
- 拆分天然气需求来看，工业端贡献了大部分天然气终端消费。天然气的核心价值在于燃烧产生的热能，可用作蒸汽涡轮发电制热的燃料，也可用于家庭烹饪和取暖。

中国一次能源消费拆分



中国天然气需求拆分



资料来源：国家统计局, 申万宏源研究

注释：2020年一次能源消费数据采用清华大学气候变化与可持续发展研究院预测。

资料来源：国家统计局, 申万宏源研究

## 2.2 “煤改气”与“碳达峰”的关系

- 继习近平总书记提出“两碳”目标后，2020年底召开的中央经济工作会议首次将做好碳达峰、碳中和作为2021年重点任务；部委层面，生态环境部、能源部、工信部、央行等多部委多领域均表示，为实现“碳达峰、碳中和”目标正加紧制定行动方案；在召开的2021年地方两会上，各省市区政府的工作报告中均涉及了碳达峰、碳中和的相关内容，其中北京、上海、广东、江苏等省份已经提出，实现二氧化碳排放率先达峰。在中国碳减排大旗下，当下加快实现“碳达峰”目标的主观能动性不容忽视。

代表省份碳达峰时间表

代表省份	政策来源	碳达峰实现时间
北京	《2021年政府工作报告》	“十四五”期间，碳排放稳中有降，碳中和迈出坚实步伐，为应对气候变化做出北京示范。
上海	“十四五”规划	着力推动电力、钢铁、化工等重点领域和重点用能单位节能降碳， <b>确保在2025年前实现碳排放达峰</b> ，单位生产总值能源消耗和二氧化碳排放降低确保完成国家下达目标。
广东	“十四五”规划	要推动绿色低碳发展，制定实施碳排放达峰行动方案， <b>推动碳排放率先达峰</b> 。
江苏	“十四五”规划	大力发展绿色产业，加快推动能源革命，促进生产生活方式低碳转型， <b>力争提前实现碳达峰</b> 。
福建	《2021年政府工作报告》	制定实施二氧化碳碳排放达峰行动方案， <b>支持厦门、南平等地率先达峰</b> ，推进低碳城市、低碳园区、低碳社区试点。

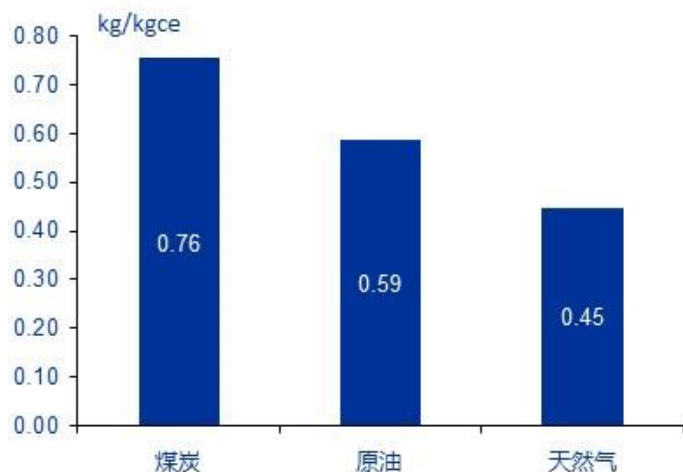
资料来源：政府官网，申万宏源研究。



## 2.2 “煤改气”与“碳达峰”的关系

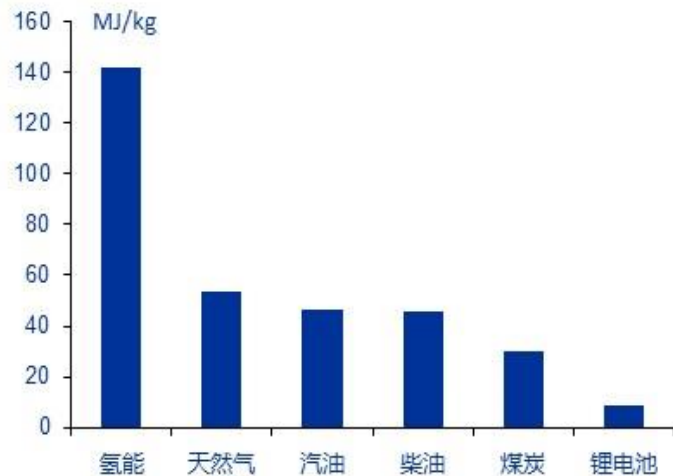
- 横向对比来看，通过替代煤炭，天然气对加快实现碳达峰这一目标大有可为。从单位燃料热值来看，天然气与煤炭相近。以单位能源所产生的碳排放数量（碳排放系数）来算，煤炭碳排放是石油的1.29倍，是天然气的1.69倍。推行“煤改气”，相当于减少碳排放约41%。与可再生能源替代路径相比，天然气既可以满足增量供热需求，也可以替代存量煤锅炉，是当下供热端替代煤炭的最好选择，理论上供热领域可以做到同比减排，抵消其它领域带来的碳排放增长，在未来十年一次能源持续增长的背景下，实现边际碳排放增长和边际碳减排平衡，提前实现碳达峰。

化石能源碳排放系数（千克/千克标准煤）



资料来源：中国能源统计年鉴，申万宏源研究

各燃料热值（兆焦/千克）



资料来源：中国能源统计年鉴，申万宏源研究

## 2.2 “煤改气”与“碳达峰”的关系

- 我们对中国通过“煤改气”提前碳达峰的不同情景进行量化分析。站在边际角度，我们将能源燃烧碳排放来源划分为以下三类：

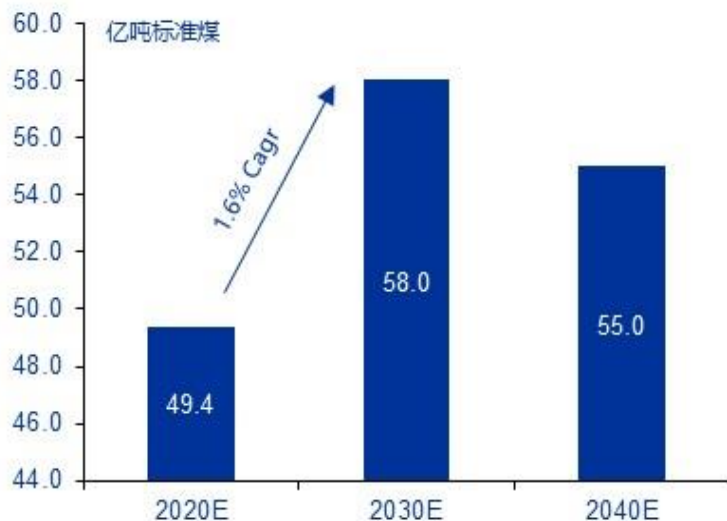
1. 边际刚性碳排放增长：我们将煤炭发电、石油和天然气碳排放归类于刚性碳排放，主要因为当下很难找到这三类能源消费的存量。在基准情况下，我们预计2020-2030年期间一次能源消费年化增速达1.6%，峰值大概率出现在2030-2035年之间，基于过往走势拟合，我们认为这是同期刚性碳排放边际增长的基准增速。

刚性碳排放与一次能源消费走势基本一致



资料来源：IEA, 国家统计局，申万宏源研究  
注释：刚性碳排放包括煤炭发电、石油和天然气。

申万一次能源消费总量预测



资料来源：申万宏源研究测算，综合国家电网、清华大学课题组预测

## 2.2 “煤改气”与“碳达峰”的关系

2. 边际“煤改气”减排：煤炭工商业消费很大部分来自煤锅炉供热消耗，我们将煤炭供热和煤炭工商业消费归类于可减排对象
3. 其它边际增加/减少：主要包含其它煤炭消费变化，涵盖炼焦、煤化工等。我们假设这部分煤炭化工需求无法被替代，边际变化恒定为零。

■ 我们假设三种情景，即高刚性碳排放增长情景、中刚性碳排放增长情景和低刚性碳排放增长。刚性碳排放增速假设，反映了产业升级进程快慢和可再生能源对煤炭发电增量的替代力度，产业升级越快，可再生能源增量替代力度越大，刚性碳排放增速越低。随着一次能源逐渐达峰，我们模型中假设每年刚性边际碳排放增长逐渐放慢至低值常数。

### 中国提前碳达峰情景性分析前提假设

2020E-2030E消费年化增速%		2020E-2030E边际煤改气减排量
申万基础一次能源消费：		1.6%
高刚性碳排放增长：	1.6%（基础）+1.5%	以2020年煤炭供热和煤炭工商业消费预测排碳量为基准，假设未来十年间煤炭供热全部被天然气替代，50%的煤炭工商业消费被天然气替代，减排总量为（6.1+14.2*50%）*41%=5.4亿吨
中刚性碳排放增长：	1.6%（基础）+0.5%	
低刚性碳排放增长：	1.6%（基础）	

资料来源：申万宏源研究

## 2.2 “煤改气”与“碳达峰”的关系

- 无论在何种情景下，加快“煤改气”都有助于中国2030年前实现碳达峰。

### 煤改气助力中国提前碳达峰情景性分析



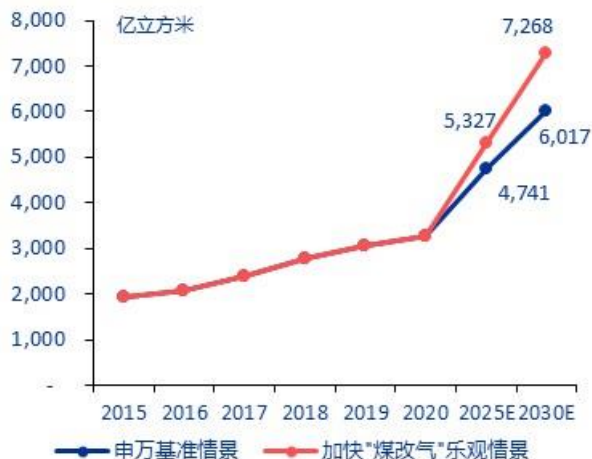
资料来源：申万宏源研究测算，我们将煤炭发电、石油和天然气碳排放归类为刚性碳排放，三类能源消费与整体需求高度相关，相应碳排放具有增长刚性，随着一次能源增速放缓，刚性碳排放预计同步放缓。假设“煤改气”相应加速，当边际刚性碳排放等于边际“煤改气”减排时，即中国实现碳达峰。

- 考虑到“两碳”目标下不断提升的可再生能源发电装机力度，以及高耗能行业的现实转型难度，我们认为真实刚性碳排放增速介于高增长情景和中增长情景之间，这意味着，在持续加大“煤改气”的前提假设下，中国有望于2026-2030年间提前实现碳达峰。

## 2.3 碳达峰阶段，天然气需求展望

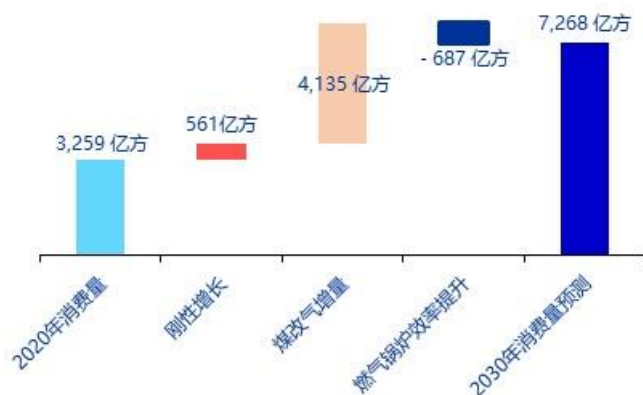
- 在基准情景下，我们预计2030年天然气消费量达6,017亿方，对应约8.1亿吨标准煤。
- 在加快“煤改气”的乐观情景下，我们预计2030年天然气消费量将达到7,268亿方，较2020年年化增长8.4%。
- 事务的发展往往是非线性的，我们已经逐渐看到天然气上中下游企业的战略转身，天然气行业在“碳达峰”的目标下，未来十年需求有可能超预期。

中国天然气需求预测



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

乐观情景下2030年天然气消费量预测拆分



资料来源：申万宏源研究测算



# 主要内容

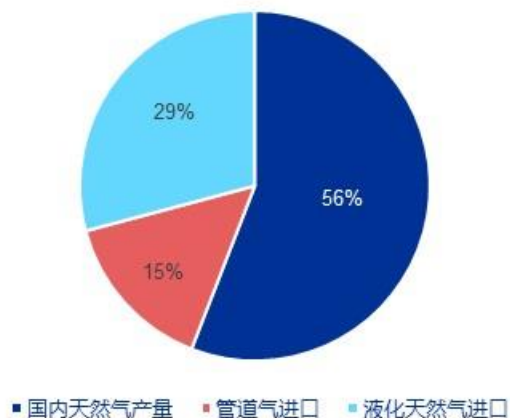
---

1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为
2. 助力提前碳达峰，天然气需求存在超预期可能
3. 供给超预期宽松，是需求超预期的重要基础
4. 中国龙头城燃，低碳转型已然启航

## 3.1 中国天然气供给展望

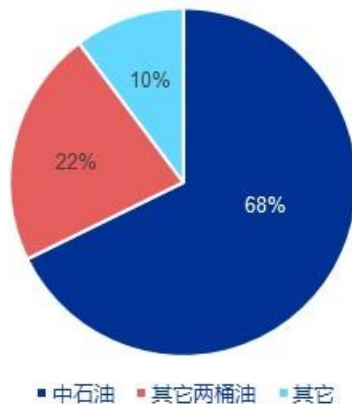
- 2020年，中国天然气供应量达3,444亿方，国内生产占总供应的56%，达1,925亿方，其中中石油贡献了国内产量约68%，达1,304亿方，陕西长庆气田、四川西南油气田和新疆塔里木气田是前三大主力气田，贡献了中石油约80%的产量。

2020年中国天然气供应构成



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2020年国内天然气产量构成



资料来源：国家统计局，公司年报，申万宏源研究

- 国内产量方面，“两碳”目标下，中国油公司绿色低碳转型压力陡增，作为相对低碳的化石能源，大力发展天然气业务作为转型抓手成为一致选择，叠加保障能源安全、降低油气对外依存度的重要政治使命，油公司提升天然气国内产量、降低石油产量占比的主观能动性不容置疑。

## 3.1 中国天然气供给展望

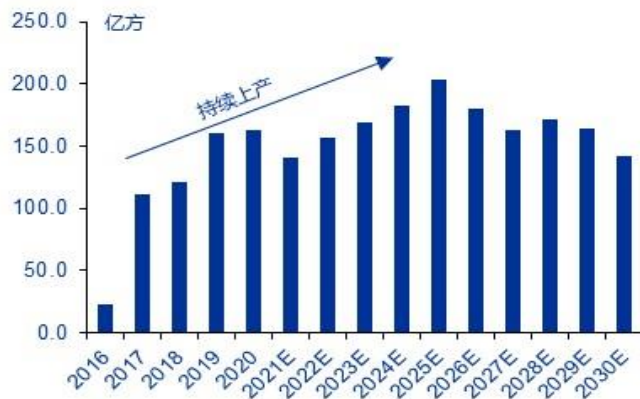
- 从增储上产潜力来看，当下中国天然气资源探明率和探明储量采收率均较低，中国油公司不断加大勘探力度。2020年全国天然气实际产量达1,925亿方，超过中石油勘探开发研究院的高峰产量预测区间。随着这几年对油气藏认知加深、油服技术进步，我们认为中国天然气增产潜力是被低估的，国内产量增长有望持续超预期，非常规和海上是重点发展领域。

新增探明地质储量



资料来源：自然资源部，申万宏源研究

国内天然气产量增量



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 3.1 中国天然气供给展望

- 在“两碳”目标下，我们相信“增储上产”力度依然会进一步加强，这为天然气上产打下重要基础。根据各油田的“十四五”规划和油公司的天然气产量长期指引，我们预计天然气产量在“十四五”期间年化增长7.6%至2,779方，“十五五”期间进一步年化增长5.3%至3,600亿方，未来十年间贡献1,775亿方供给增量。

中国国内天然气产量预测

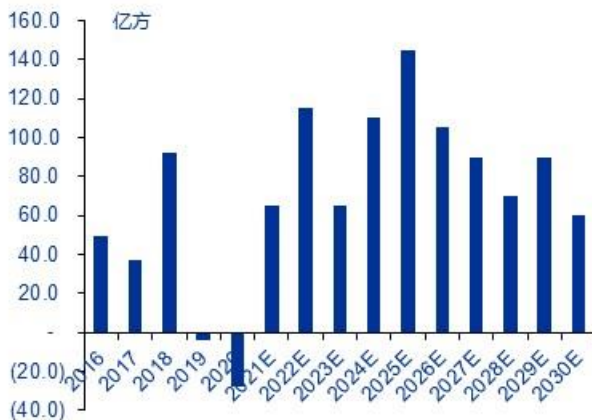
单位：亿方	2019	2020	2025E	2030E
- 中石油 天然气国内产量	1,188	1,304	1,682	2,000
5年年化增速 YoY%			5.4%	3.5%
- 长庆气田	412	448	500	500
- 塔里木气田	286	311	422	500
- 西南油气田（主要单气田增长贡献来源）	267	318	540	800
- 其它	222	227	220	200
- 其它两桶油 国内天然气产量	391	424	807	1,200
5年年化增速 YoY%			13.7%	10.0%
- 其它 天然气产量	183	197	290	400
5年年化增速 YoY%			8.0%	6.6%
合计中国天然气产量	1,762	1,925	2,779	3,600
5年年化增速 YoY%			7.6%	5.3%

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 3.1 中国天然气供给展望

- 在管道气进口方面，假设2030年中俄西线和中亚D线皆顺利投产，我们预计2030年管道气进口产能将达1,658亿方。综合已有进口管道产能爬坡过程来看，我们预计管道气进口量由2020年515亿方增加至2030年1,430亿方，未来十年间贡献915亿方供给增量。
- 在液化天然气进口方面，我们预测液化天然气进口量在2021年-2023年将快速增长，2025年液化天然气进口量将达1,973亿方，“十四五”期间年化增长14.3%；随着接收站产能逐渐达峰，我们预计“十五五”期间液化天然气进口量增长放缓，年化增长4.8%至2,494亿方，未来十年间贡献1,490亿方供给增量。

管道气进口增量



资料来源：国家统计局，海关总署，申万宏源研究

液化天然气进口增量



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，申万宏源研究



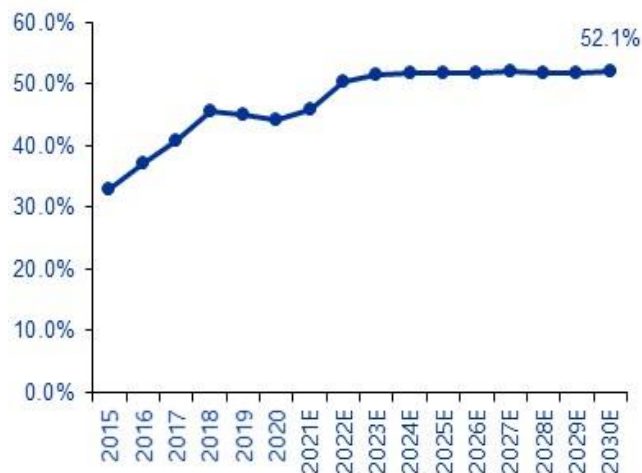
## 3.1 中国天然气供给展望

- 在国内增储上产、海外进口共同发力下，我们预计中国天然气供应由2020年3,444亿方增加至2025年5,767亿方，5年年化增长10.9%；随着国内页岩气进一步发力，2030中国天然气供应增加至7,524亿方，5年年化增长5.5%。随着大量LNG接收站投产，我们预计“十四五”期间天然气对外依存度由44%缓慢提升至52%；随着国产页岩气进一步发力、LNG接收站产能达峰，我们预计“十五五”期间天然气对外依存度稳定于52%。

中国天然气供应预测



天然气对外依存度



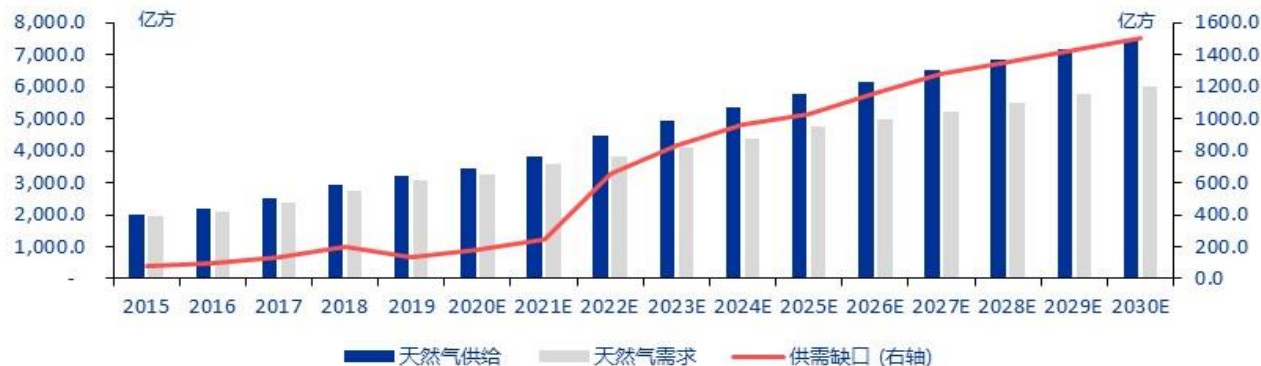
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 3.1 中国天然气供给展望

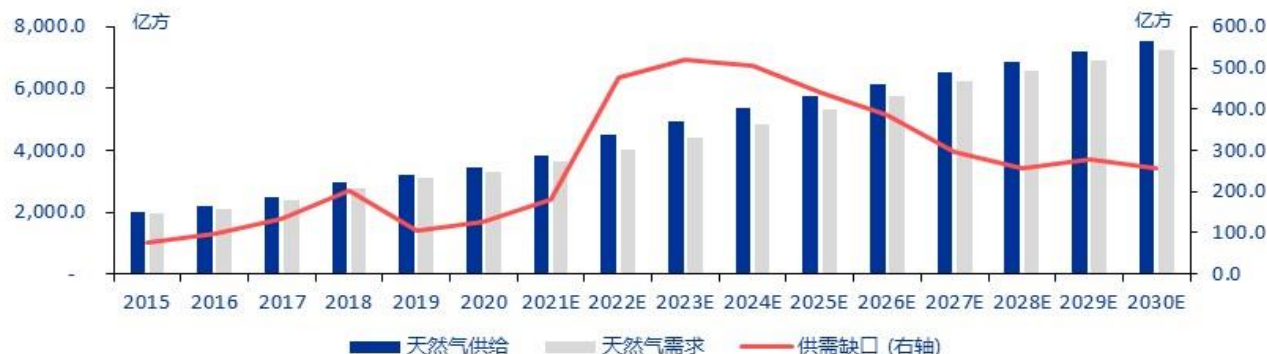
- 当下，市场低估了“两碳”目标下中国油公司的增产动力和非常规天然气的上产潜力，忽视了进口管道和接收站投产带来的产能跨越式扩张，这是市场对天然气行业重大预期差，这也是未来十年中国天然气需求增速超预期的重要物质基础。

基准情景下，中国天然气供需结构



资料来源：申万宏源研究测算

乐观情景下，中国天然气供需结构



资料来源：申万宏源研究测算

## 3.2 全球LNG供给展望

- 2019年12月，国家管网公司正式挂牌成立；2020年9月，国家管网投入运营，中游长输管网正式独立于中国油公司运营，向第三方公平开放。这意味着，中国下游城燃企业可以直接与上游海外供应商签订购气协议，通过中游代输，在当下海外天然气供应宽松的背景下，利用低价进口LNG加大下游市场开发，推动销气量增长。随着管网改革，全球LNG供需，逐渐成为影响中国天然气市场的一个重要变量。

进口LNG和管道气门站价经济性对比



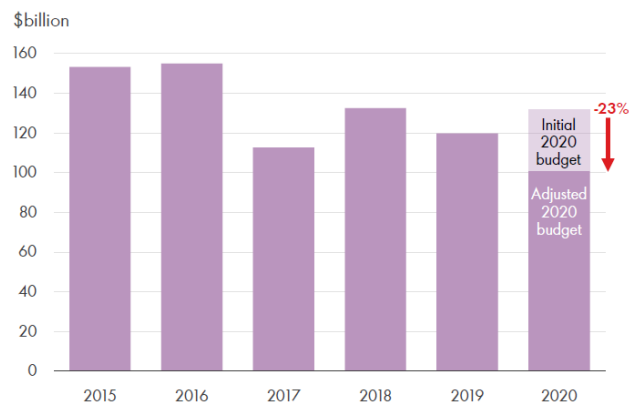
资料来源：金联创，申万宏源研究

注释：沿海省份包括上海、浙江、江苏和广东。

## 3.2 全球LNG供给展望

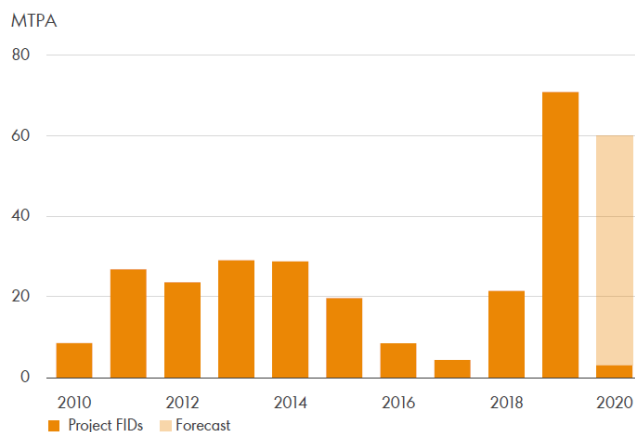
- 根据壳牌统计的全球数据来看，2020年受新冠疫情冲击，以埃克森美孚、道达尔和英国石油等为代表的龙头油公司资本开支较预算大幅下降23%。天然气液化出口产能建设投资基本停滞。综合考虑天然气液化出口站产能，壳牌预计2020-2025年期间全球天然气液化出口产能小幅由380兆吨/年增加至420兆吨/年，随着液化出口站大量于2025年之后投产，全球天然气液化出口产能预计于2030年达到峰值约500兆吨/年。

全球油公司上有资本开支



资料来源：壳牌2021年LNG展望，申万宏源研究  
注释：选取埃克森美孚、壳牌、道达尔、英国石油和挪威国油等龙头油公司为样本。

全球液化出口产能投资

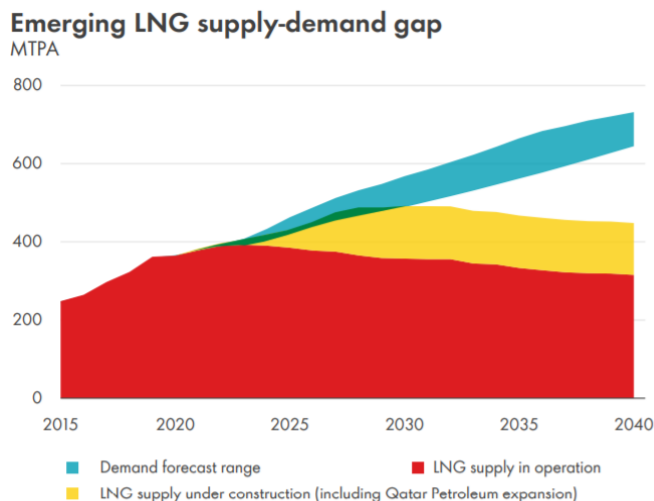


资料来源：壳牌2021年LNG展望，申万宏源研究

## 3.2 全球LNG供给展望

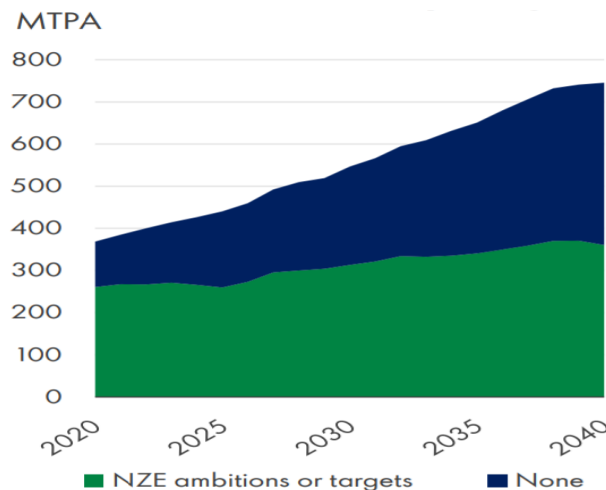
■ 当下以中国和印度为主导的亚洲国家是全球主要的LNG需求增长来源，贡献了约80%的需求增量。壳牌假设亚洲继续拉动LNG需求持续增长，得益于2017-2019年间大量天然气液化出口产能建设，2020-2025年期间全球LNG供应仍持续宽松，随着2020年后天然气液化出口产能建设放缓，2025年可能是全球LNG供需的一个拐点。但如果考虑全球碳中和这一外生变量，壳牌预计LNG需求较基准情况下降约30%。虽然2025年全球达成碳中和可能性不大，但如果推进进程加速，我们认为全球LNG供需可能仍持续宽松。

壳牌全球LNG供需测算



资料来源：壳牌2021年LNG展望，申万宏源研究

碳中和下，壳牌全球LNG需求预测



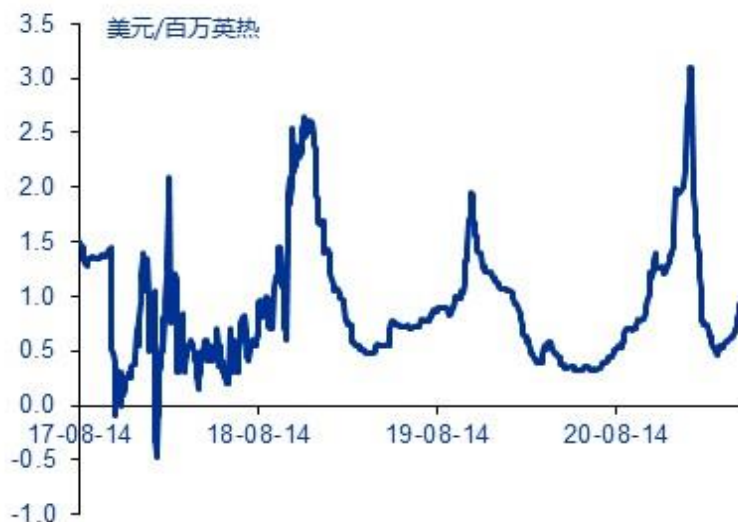
资料来源：壳牌2021年LNG展望，申万宏源研究



## 3.2 全球LNG供给展望

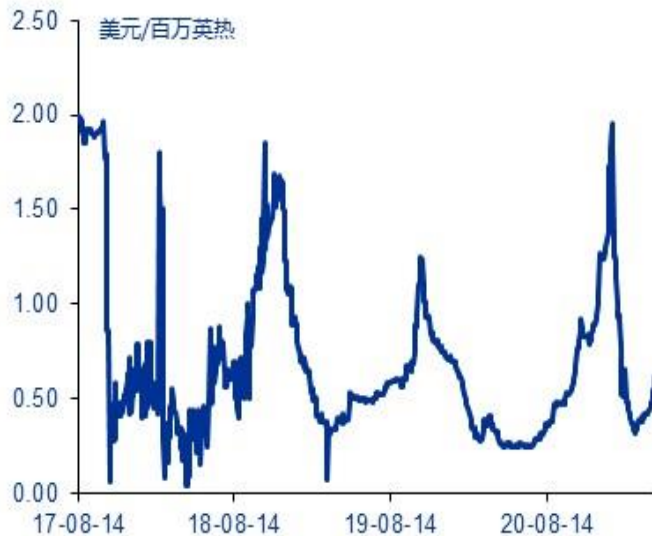
除全球天然气供需外，LNG运输能力也是一个重要的考量因素。基于金联创的数据，我们将LNG离岸价与LNG到岸价的差值作为预测运费，运费呈现一定周期性波动。在整体LNG供应宽松的情况下，LNG运费是影响中国进口LNG价格的重要变量，但影响是阶段性的，不改价格大趋势。

中东—中国路线预计LNG运费



资料来源：金联创，申万宏源研究

澳大利亚—中国路线预计LNG运费



资料来源：金联创，申万宏源研究

# 主要内容

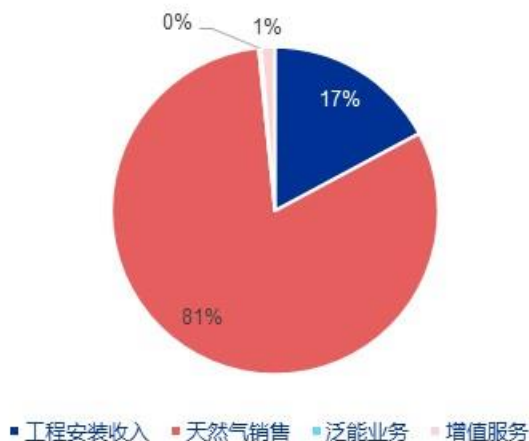
---

1. 碳达峰是碳中和的前提，天然气大有可为
2. 助力提前碳达峰，天然气需求存在超预期可能
3. 供给超预期宽松，是需求超预期的重要基础
4. 中国龙头城燃，低碳转型已然启航

## 4.1 工商业价值延伸，转型综合能源服务商

- 加速“煤改气”是全行业的潜在贝塔。从2015年以来，龙头城燃们已在悄然转型，我们相信龙头城燃能借此给投资者带来稳健回报，这就是龙头城燃的长期阿尔法。
- 城燃当下有两大转型方向，一是积极拓展工商业客户价值链，实现由一次能源销售向二次能源销售的延伸，以新奥能源的综合能源业务为代表。工商业产业链延伸意味着，新奥逐渐从一次能源销售向二次能源销售渗透，掌握了一次能源向二次能源的转化过程，无论一次能源形式如何变化，我们相信，掌握着终端客户的龙头公司，仍可能在低碳转型的背景下，持续给投资者贡献稳定的长期收益。

2015年新奥能源收入拆分



资料来源：公司年报，申万宏源研究

2020年新奥能源收入拆分

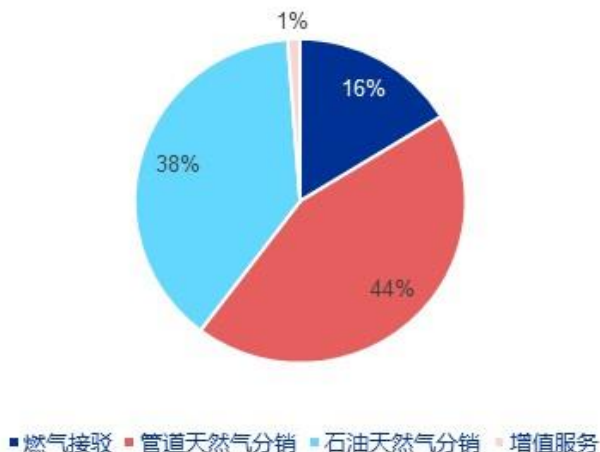


资料来源：公司年报，申万宏源研究

## 4.2. 居民价值链延伸，转型生活服务商

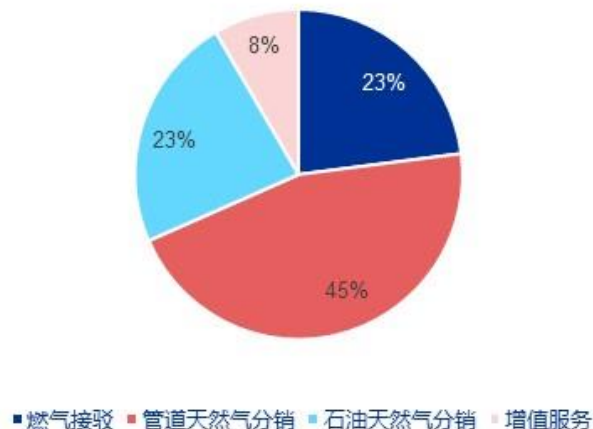
另一转型方向是积极深挖居民客户价值，向居民销售燃气具、燃气保险，辅以厨房、供暖领域等增值服务，以中国燃气、华润燃气和港华燃气为代表。我们认为城燃的核心优势在于渠道。与综合能源（平均毛利率15-20%）相比，增值服务毛利率可达30%-40%，具有一定利润弹性。当下，中国燃气、华润燃气和港华燃气都致力于布局增值业务，中国燃气的农村渠道，华润燃气和港华燃气的集团协同，都是他们在增值业务上实现快速发展的相对优势，但当下仍没有一个非常清晰的可持续商业模式诞生，我们期待城燃未来给我们带来更多的惊喜。

2015财年中国燃气收入拆分



资料来源：公司年报，申万宏源研究

2019财年中国燃气收入拆分



资料来源：公司年报，申万宏源研究

## 4.3 中国龙头城燃，低碳转型已然启航

加速“煤改气”是全行业的潜在贝塔，它为城燃在碳达峰十年的增长插上翅膀。我们注意到，龙头城燃们已在悄然转型，在更长的时间维度为持续增长做好准备，即使在碳中和时代，天然气行业增速放缓，我们相信龙头城燃仍能通过多元业务给投资者带来稳健回报，这就是龙头城燃的长期阿尔法。

我们推荐三条投资主线，一是工商业客户价值链拓展，推荐新奥能源 & 新奥股份；二是居民客户价值链深挖，推荐华润燃气、港华燃气，三是LNG供应宽松带来的增长机遇，推荐深圳燃气。

关键公司盈利预测

代码	简称	评级	EPS			PE			PB (lf)
			20E	21E	22E	20E	21E	22E	
1193.HK	华润燃气	买入	2.31	2.83	3.19	18	15	13	2.63
601139.SH	深圳燃气	买入	0.47	0.55	0.62	15	13	11	1.67
603393.SH	新天然气	买入	1.14	2.68	3.26	18	8	6	2.33
300435.SZ	中泰股份	买入	0.58	0.77	0.93	22	16	14	2.12
600681.SH	百川能源	买入	0.35	0.91	n.a.	14	6	n.a.	1.91
2688.HK	新奥能源	增持	5.57	6.31	7.42	18	16	14	3.81
0135.HK	昆仑能源	增持	0.41	0.5	0.57	17	14	12	1.18
002267.SZ	陕天然气	增持	0.32	0.47	n.a.	21	14	n.a.	1.19
600617.SH	国新能源	增持	0.16	0.21	n.a.	24	19	n.a.	1.3

资料来源：万得，申万宏源研究

注释：以上数据取自2021年6月16日，盈利预测为申万预测

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	胡双依	0755-23832423	15323808066	hushuangyi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售



## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

范承杰  
fancj@swsresearch.com