

# 陕天然气 (002267)

证券研究报告

2025年03月21日

## 高分红省级管网公司，管输+城燃塑造盈利稳定性

### 公司是陕西省大型天然气供应商

陕天然气是由陕西燃气集团控股，以天然气长输管网建设运营为核心，集下游分销业务于一体的国有上市企业，主要负责陕西全省天然气管网的规划、建设、运营管理和下游燃气输配、销售。实控人为陕西国资委，延长石油集团间接控股。公司目前分为长输管道和城市燃气两大主业。公司近年来营收较为稳定，24年前三季度同比+20%。公司整体盈利质量明显提升，2023年毛利率、净利率分别为13.46%、7.47%（2019年为8.91%、4.79%），2020-2023年逐渐提升。公司分红持续性强，积极回馈股东。2019-2023年公司平均分红率达到72%，在2022年、2024年公司分别开展了中期分红。

### 天然气消费持续增长，陕西省资源禀赋优越

2024年我国天然气表观消费量超过4200亿方，增长约8.6%，产量超过2400亿方，同比+7.3%，进口量超过1800亿方，继续保持较高水平增速（约9.8%）。城市燃气需求持续增长，车用LNG是最大亮点。由于LNG与柴油比价关系大部分时段在经济临界点之下，LNG加气量比2023年增加超100亿立方米。2024年城市燃气用气量约1413亿立方米，比上年增长8.4%。发电用气量、工业用气量、化工用气量分别同比+5.8%、+9.9%、-0.6%。陕西省是我国重要的能源基地，油气煤资源丰富。2024年陕西省天然气长输管道总里程突破7600公里，居全国第2位，输气能力从2020年170亿方增加到200亿方，增幅18%，日供气能力超5375万方，创历史新高。

### 管输模式打造稳定盈利，城燃业务扩张迅速

管输行业位于产业链中游，盈利能力较为稳定。省级物价主管部门按照“准许成本加合理收益”核定管输价格，中游管输业务主要由拥有省内长输管道的省级天然气管输企业经营。管输费监审周期为3年，不受上游价格影响。城燃经营具备排他性，陕西省整体顺价工作进展顺利。公司城燃业务发展迅速。2023年城燃业务收入达到26.4亿元，较2019年增长80%+；城燃售气量达到11.12亿方，较2019年增长76%。公司背靠延长稳定气源，资产注入有望提振业绩，股东天然气管输资产注入预计带来输气量超20亿方，预计可增加收入超过3亿元。

### 盈利预测与估值

我们预测24/25/26年归母净利润7.24/8.99/9.76亿，EPS分别0.65/0.81/0.88元/股。我们选取同样拥有管输业务、城燃业务的皖天然气、蓝天燃气、天壕能源作为可比公司，我们给予公司2025年12倍PE，对应2025年目标价9.7元人民币，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**天然气价格大幅波动的风险；依赖主供气源供应商的风险；天然气管输价格调整的风险；市场竞争加剧的风险；经营区域集中风险；公司经营计划不能完全实现风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,505.67	7,554.99	9,247.22	10,869.02	11,128.61
增长率(%)	12.47	(11.18)	22.40	17.54	2.39
EBITDA(百万元)	1,410.74	1,339.89	1,513.24	1,699.93	1,779.87
归属母公司净利润(百万元)	616.36	544.29	723.69	899.06	975.64
增长率(%)	46.31	(11.69)	32.96	24.23	8.52
EPS(元/股)	0.55	0.49	0.65	0.81	0.88
市盈率(P/E)	14.06	15.92	11.97	9.64	8.88
市净率(P/B)	1.37	1.32	1.29	1.24	1.19
市销率(P/S)	1.02	1.15	0.94	0.80	0.78
EV/EBITDA	6.60	7.56	5.99	5.25	4.36

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/燃气 II
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.79元
目标价格	9.7元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,112.08
流通A股股本(百万股)	1,112.08
A股总市值(百万元)	8,663.07
流通A股市值(百万元)	8,663.07
每股净资产(元)	6.13
资产负债率(%)	45.06
一年内最高/最低(元)	8.75/6.27

### 作者

张樨樨 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

郭丽丽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

厉泽昭 联系人  
lizezhao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 陕西省属管网公司，管输+城燃协同发展.....	4
1.1. 延长石油旗下省属大型天然气供应商.....	4
1.2. 稳定经营支撑高分红.....	6
2. 天然气消费持续增长，陕西省资源禀赋优越.....	8
2.1. 气价回落下天然气消费积极向好，下游需求亮点显现.....	8
2.2. 陕西省：天然气资源丰富，管道建设推进迅速.....	10
3. 管输模式打造稳定盈利，城燃业务扩张迅速.....	12
3.1. 管输行业位于产业链中游，盈利能力较为稳定.....	12
3.2. 陕西省顺价推进顺利，城燃业务有望量价齐升.....	14
3.3. 背靠延长稳定气源，资产注入有望提振业绩.....	16
4. 盈利预测与估值.....	17
4.1. 盈利预测.....	17
4.2. 估值.....	18
5. 风险提示.....	18

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截至 24Q3）.....	4
图 3：公司 2019- 2024Q1-Q3 营收及增速.....	6
图 4：公司 2019- 2024Q1-Q3 归母净利润及增速.....	6
图 5：公司 2019- 2024Q1-Q3 毛利率、净利率变化.....	6
图 6：公司 2019-2024H1 分板块营收情况（单位：亿元）.....	7
图 7：2019-2024H1 分板块毛利情况（单位：亿元）.....	7
图 8：公司 2019-2024Q1-Q3 三费情况.....	7
图 9：公司 2019- 2024Q1-Q3 研发费用率情况.....	7
图 10：公司 2019-2023 股利支付率.....	7
图 11：国际天然气价格走势（\$/mmbtu）.....	8
图 12：国内 LNG 价格走势（元/吨）.....	8
图 13：2019-2024 年我国天然气表观消费情况.....	8
图 14：2019-2024 年我国天然气产量情况.....	8
图 15：2019-2024 年我国天然气进口总量情况.....	9
图 16：2019-2024 年我国液态天然气进口情况.....	9
图 17：2021-2024 中国天然气重卡渗透率情况（销量：辆）.....	10
图 18：2021-2024 年陕西省天然气产量.....	11
图 19：2011-2022 年陕西省天然气消费情况.....	11
图 20：2011-2023 陕西省城市用气人口情况.....	11

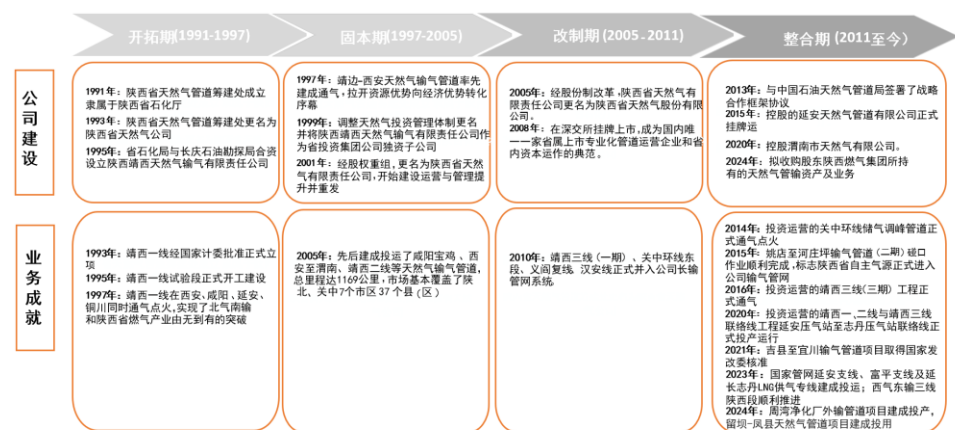
图 21: 2011-2023 年陕西省天然气城市管道长度 .....	11
图 22: 我国天然气产业链 .....	13
图 23: 2019-2024H1 公司长输管道收入 .....	14
图 24: 2019-2024H1 公司长输管道毛利及毛利率 .....	14
图 25: 2019-2023 公司长输管道销气量 .....	14
图 26: 2014-2022 年西安市天然气消费情况 .....	15
图 27: 2019-2024H1 公司城燃业务收入及增速 .....	16
图 28: 2019-2023 公司城燃售气量及增速 .....	16
图 29: 2019-2023 延长石油营收及增速情况 .....	17
图 30: 2019-2023 延长石油交售天然气及增速情况 .....	17
表 1: 公司主要业务情况 .....	5
表 2: 2024 年天然气相关政策 .....	9
表 3: 2024 年陕西省天然气管道建设情况 .....	12
表 4: 陕西省各地区管道运输价格 .....	13
表 5: 陕西省部分城市天然气价格调整政策 .....	15
表 6: 分部盈利预测 .....	17
表 7: 可比公司估值 .....	18

# 1. 陕西省属管网公司，管输+城燃协同发展

## 1.1. 延长石油旗下省属大型天然气供应商

陕西省天然气股份有限公司（以下简称“陕天然气”、“公司”）是由陕西燃气集团控股，以天然气长输管网建设运营为核心，集下游分销业务于一体的国有上市企业，主要负责陕西全省天然气管网的规划、建设、运营管理和下游燃气输配、销售。公司前身为 1991 年 12 月陕西省政府批复设立的陕西省天然气管道筹建处，2005 年 11 月，经股份制改革更名为陕西省天然气股份有限公司，2008 年 8 月 13 日，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市。

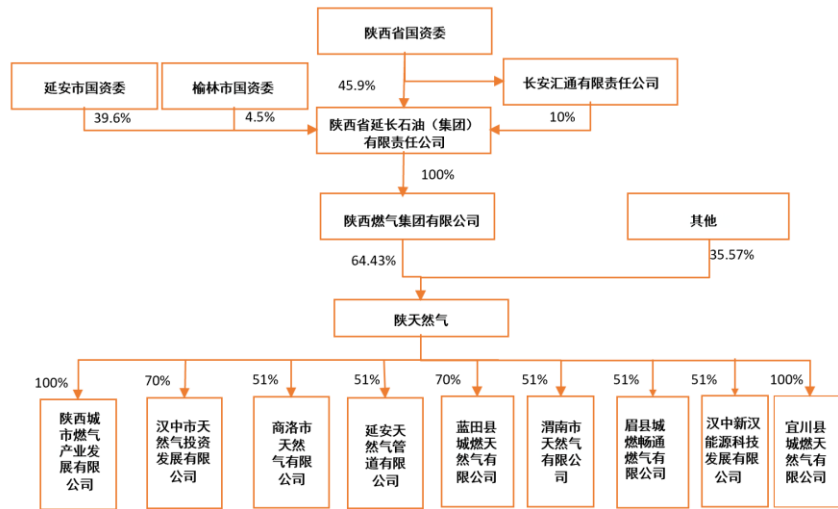
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、凤凰网、网易、公司公告、天风证券研究所

**实控人为陕西国资委，延长石油集团间接控股。**公司作为国有控股上市公司，第一大股东为陕西燃气集团有限公司，持股比例 64.43%，延长石油持有陕西燃气 100% 的股权，间接控股，公司实际控制人为陕西省国资委。公司依托管网优势，为下游自营燃气公司及其他城市燃气企业提供稳定的气源保障，有利于下游市场的培育和拓展，中下游业务之间相关促进，增强和巩固公司行业地位和整体竞争优势。公司主要子公司包括渭南市天然气有限公司、陕西城市燃气产业发展有限公司、汉中市天然气投资发展有限公司、商洛市天然气有限公司等。2024 年前三季度，公司利润总额前三的子公司分别为城燃公司、渭南公司、商洛公司。

图 2：公司股权结构（截至 24Q3）



资料来源：公司公告、爱企查、天风证券研究所

**母公司天然气管输资产注入，进一步夯实公司管网布局优势。**2024年9月，公司发布收购资产暨关联交易公告，拟采用现金方式收购陕西燃气集团所持有的天然气管输资产及业务。交易价格确定为153,024.03万元。主要资产分布于陕西省延安、榆林地区，主要包括临镇-子长天然气管道及其配套设施、临镇-富县天然气管道、青阳岔-靖边工业园区天然气管道及席麻湾-靖边工业园区天然气管道等天然气管道运输相关业务资产。本次交易完成后，将进一步夯实公司的管网布局优势、资源配置优势。根据评估测算，该资产组年输气量超20亿方，预计可增加收入超过3亿元。

表 1：公司主要业务情况

**业务分类 业务模式**

长输管道	通过已建成的输气管道为上游天然气供应商（如中石油、延长石油集团）与省内管道沿线各城市和用户天然气管输服务和销售服务。
城市燃气	向下游终端各居民用户和工商业企业提供天然气销售、运输、燃气设施安装等配套服务。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**公司目前分为长输管道和城市燃气两大主业：**

作为陕西省内大型天然气长输管道运营商，公司管输业务主要经营模式是通过已建成的输气管道为上游天然气供应商与省内管道沿线各城市和用户天然气管输服务和销售服务。截至2024H1，公司已建成投运靖西一、二、三线，关中环线、西安-商洛、咸阳-宝鸡、宝鸡-汉中、汉中-安康等天然气长输管道，总里程达4,055公里，具备170亿立方米的年输气能力，形成覆盖全陕西省10个地市的天然气管网。公司长输管网经营模式为统购统销+代输混合模式，随着燃气行业改革的推进，正在逐步从资源调配责任向提供高品质管输服务责任转变。

城市燃气业务是公司第二大业务。截至2024年H1，公司所属8家城市燃气企业累计发展用户超过76万户。为满足管道气未通达的偏远区县用气需求，公司积极通过销售CNG、LNG等方式满足其用气需求。截至2024年H1，公司在省内已建成投运8座CNG加气母

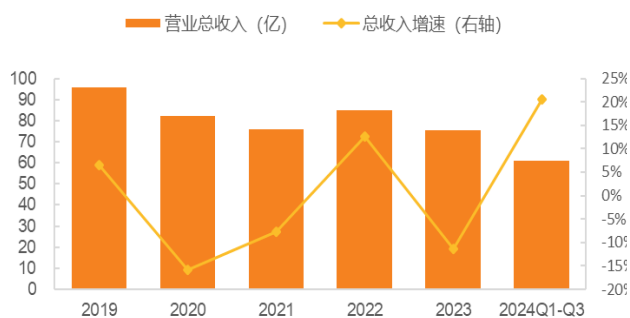
站，公司参股设立的陕西液化公司，负责液化天然气的生产、储存、运输和应急调峰保障，有效提升公司 LNG 应急储备能力，对冬季用气紧张局面起到了缓解作用。同时，依托管网布局优势，为下游燃气分销提供稳定的气源保障，有利于下游市场的培育和拓展，中下游业务之间相互促进，增强和巩固公司行业地位和整体竞争优势。

### 1.2. 稳定经营支撑高分红

公司近年来营收较为稳定，24 年前三季度同比+20%。2020-2023 年在 75-85 亿区间波动，2020 年营收下降主要为自 2020 年 8 月起部分下游客户公司经营交易模式由原有的销售天然气转化为提供管道输送服务所致，代输模式下，公司不直接购入上游天然气资源，只负责受上（下）游供应商（客户）委托进行天然气的运输服务，该模式会降低公司的营业收入。2024 年前三季度公司营业收入约 61.09 亿元，同比增长 20.44%，主要由于上游天然气产量稳步提升及阶段性低温影响，资源供应及下游销售均有所提升，同时积极开展可中断用户、陕京线上载及市场化销售业务，提升淡季管道负荷率、输气量综合所致。

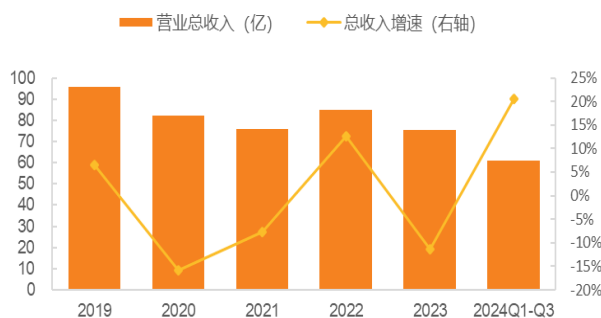
公司盈利能力逐步提升。2019-2023 年公司整体利润有所波动，2023 年归母净利润为 5.44 亿，与 2019 年相比+21.7%。2024 年前三季度利润总额 6.28 亿元，其中母公司实现利润总额 5.23 亿元，下属 9 家子公司，全部实现盈利。公司整体盈利质量明显提升，2023 年毛利率、净利率分别为 13.46%、7.47%（2019 年为 8.91%、4.79%），2020-2023 年逐渐提升。

图 3：公司 2019-2024Q1-Q3 营收及增速



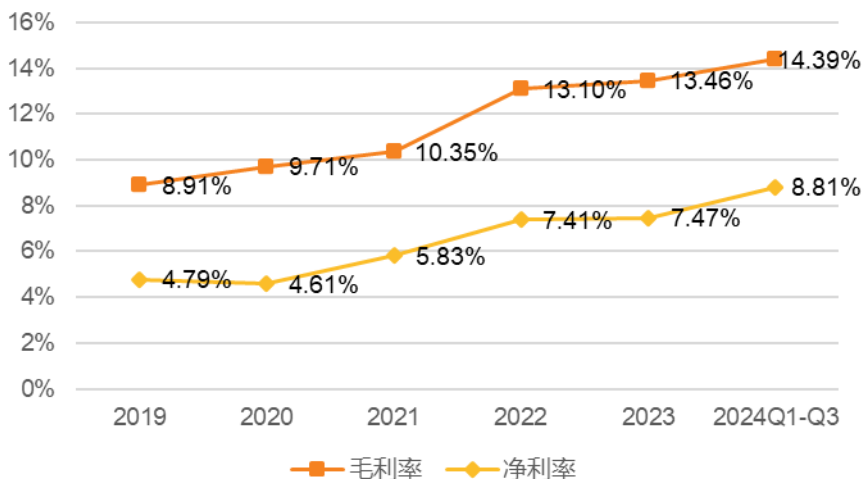
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司 2019-2024Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

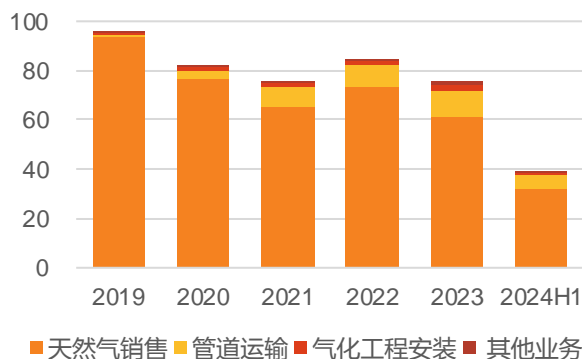
图 5：公司 2019-2024Q1-Q3 毛利率、净利率变化



资料来源：wind，天风证券研究所

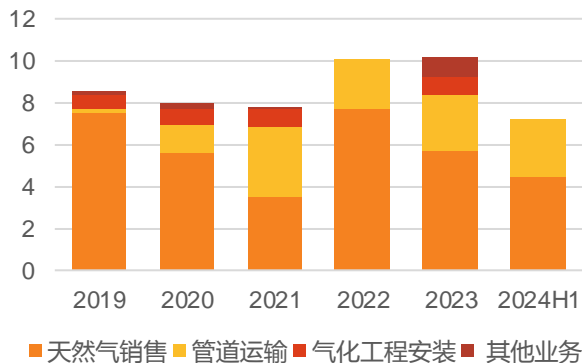
从产品划分，公司营收主要来自天然气销售板块，近年来占比达到80%以上。2020年之前，公司主要经营模式为统购统销。自2020年7月起，省发改委加快推进燃气行业改革，公司长输管网经营模式由统购统销转为统购统销代输混合模式。陕西省内天然气行业运销模式改革，鼓励上下游直签合同，公司将逐步从资源调配责任向提供高品质管输服务责任转变，公司统购统销业务的占比逐渐下降，管输服务业务占比快速上升。毛利贡献上看，天然气销售及管道运输占比较高。

图 6：公司 2019-2024H1 分板块营收情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

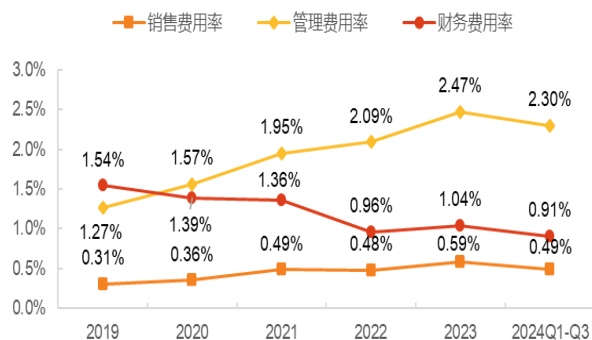
图 7：2019-2024H1 分板块毛利情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

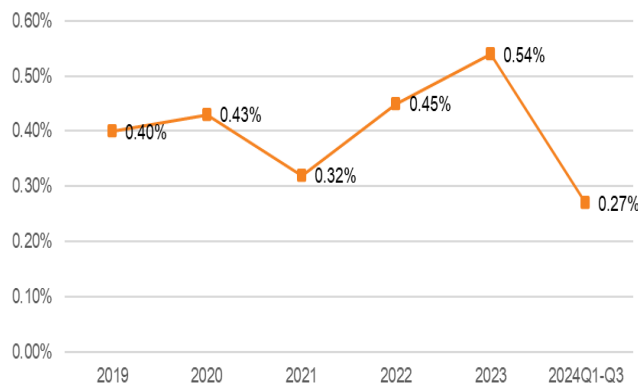
**公司分红持续性强，积极回馈股东。**公司各项费用率整体较为稳定，2019-2023 三费费率平均为 3.57%，研发费用率 0.43%。近几年，随着公司输销气量稳步提升、降本增效，公司保持了较好的利润水平，并积极回馈股东，2019-2023 年公司平均分红率达到 72%。在 2022 年、2024 年公司分别开展了中期分红，较以往年度分红金额有所提升，体现了公司长期稳定现金分红、回馈投资者的分红政策。

图 8：公司 2019-2024Q1-Q3 三费情况



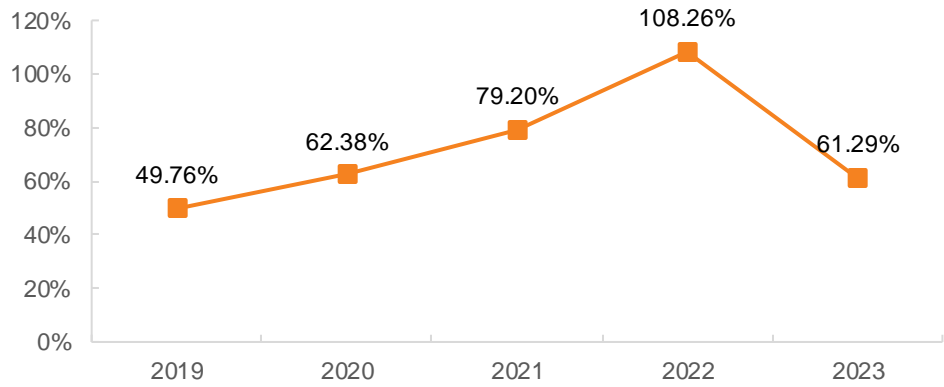
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：公司 2019-2024Q1-Q3 研发费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：公司 2019-2023 股利支付率



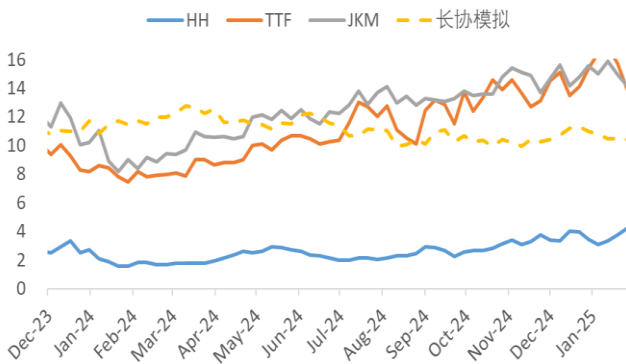
资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 天然气消费持续增长, 陕西省资源禀赋优越

### 2.1. 气价回落下天然气消费积极向好, 下游需求亮点显现

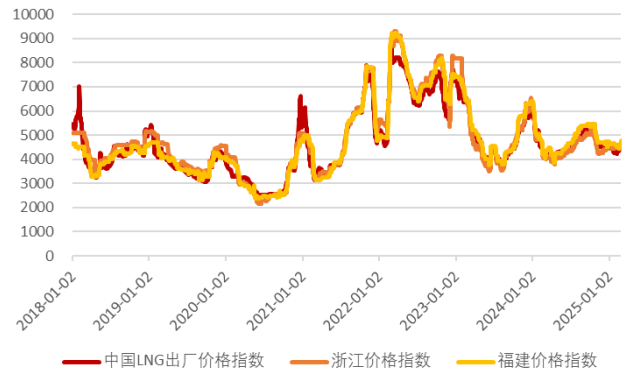
天然气作为相对清洁的化石能源, 是能源转型重要过渡化石能源。2024 年, 全球天然气市场供应稍显宽松, 枢纽价格较 2023 年回落。等量单位热值下, 全年气均价相较于石油更为优惠, 推动了消费复苏。2024 年, 年初暖冬, 欧洲天然气需求整体疲软, 储气库库存水平维持近 5 年高位, 一季度亚洲和欧洲天然气价格降至俄乌冲突前水平以下, 二季度市场平衡收紧, 所有主要市场的天然气价格均较上一季度上涨。下半年以来国际油价低迷反映的需求低迷同样压制气价, 天然气价格总体上仍处于疲软的状态。

图 11: 国际天然气价格走势 (\$/mmbtu)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 12: 国内 LNG 价格走势 (元/吨)



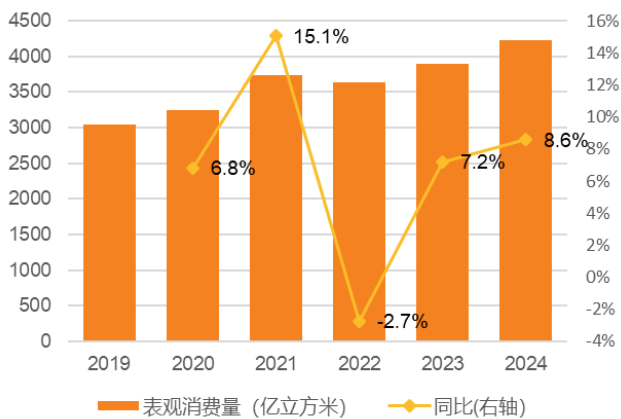
资料来源: wind, 天风证券研究所

随着稳经济政策及接续措施加快推进并落地生效, 国内经济持续呈现复苏向好态势。各个领域的用气需求皆展现出积极向好趋势, 有力带动了天然气需求稳定增长。外部扰动因素减少, 天然气供应保持稳定上升态势。2024 年我国天然气表观消费量超过 4200 亿方, 增长约 8.6%, 产量超过 2400 亿方, 同比+7.3%, 进口量超过 1800 亿方, 继续保持较高水平增速 (约 9.8%)。国内天然气供需总体宽松, 天然气价格同比有所下降。

图 13: 2019-2024 年我国天然气表观消费情况

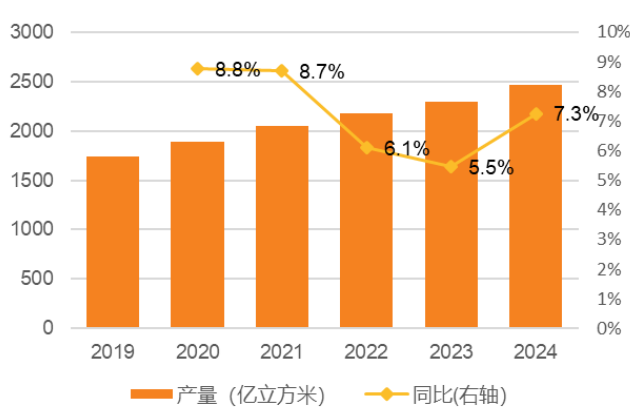
图 14: 2019-2024 年我国天然气产量情况





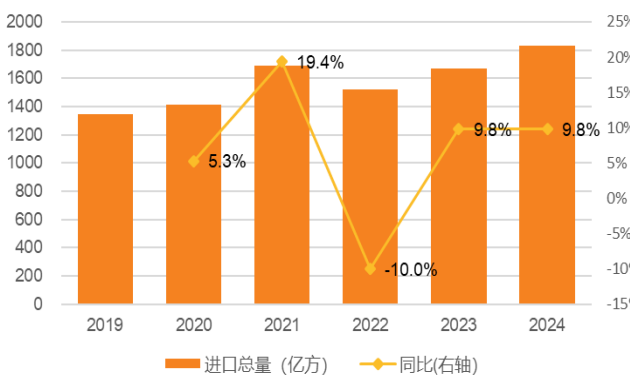
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 2019-2024 年我国天然气进口总量情况

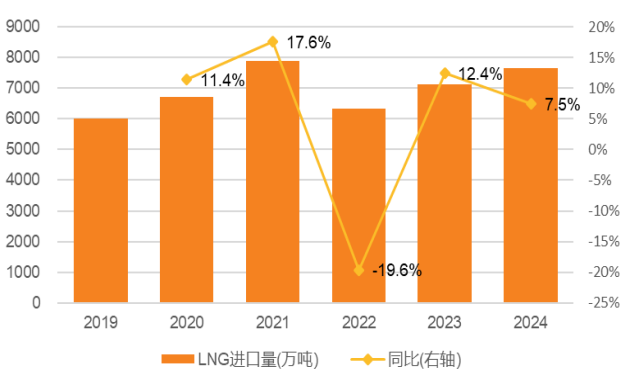


资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: 2019-2024 年我国液态天然气进口情况



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

**2024 年多部门协同出台一系列天然气重要政策文件，促进行业高质量发展。**其中国家发展改革委时隔 12 年印发《天然气利用管理办法》，是对 2012 年《天然气利用政策》的正式修订版，调整或者细化了对一些用气方向的管理要求，整体上不再突出对天然气发展“量”的意见，而是更加注重“质”，即优化天然气消费结构，提高利用效率，促进天然气与新能源的融合发展。

表 2: 2024 年天然气相关政策

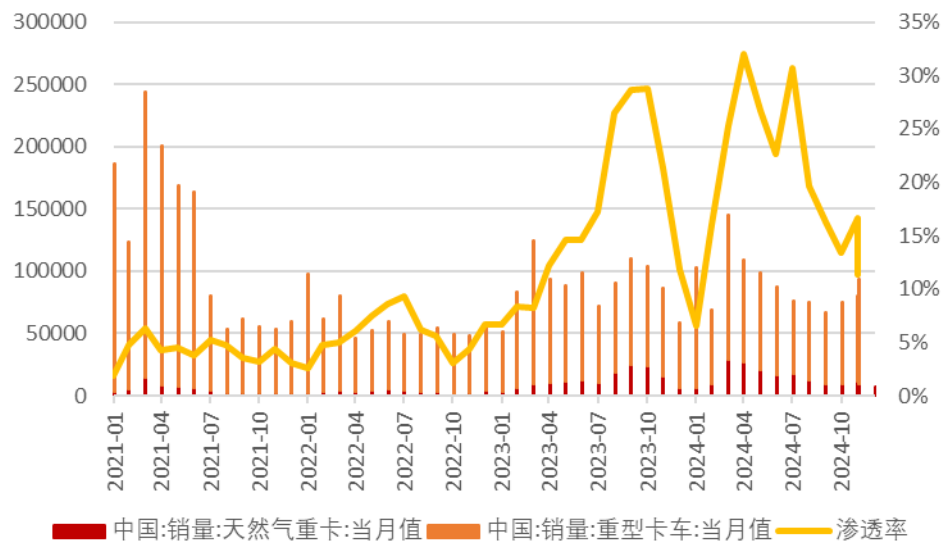
时间	政府部门	名称	相关内容
2024 年 1 月	国家能源局	《2024 年能源监管工作要点》	加强油气管网设施公平开放监管。修订出台《油气管网设施公平开放监管办法》，开展油气管网设施公平开放专项监管。促进油气市场体系建设，规范油气市场秩序
2024 年 3 月	国家能源局	《2024 年能源工作指导意见》	加大油气勘探开发力度；加快储气设施建设，推进地下储气库、沿海液化天然气接收站储罐工程
2024 年 5 月	国务院	《2024—2025 年节能降碳行动方案》	加快页岩油（气）、煤层气、致密油（气）等非常规油气资源规模化开发。有序引导天然气消费，优先保障居民生活和北方地区清洁取暖。
2024 年 6 月	国家发改委	《天然气利用管理办法》	天然气利用分优先类、限制类、禁止类和允许类。对优先类用气项目，鼓励地方各级人民政府及相关部门在规划、用地、融资、财税等方面给予政策支持。
2024 年 7 月	国务院	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	加大油气资源勘探开发和增储上产力度，加快油气勘探开发与新能源融合发展。鼓励在气源可落实、气价可承受地

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

**下游需求呈现结构性变化。**根据中国石化经济技术研究院产业发展研究所的数据，城市燃气需求持续增长，车用 LNG 是最大亮点。燃气管线铺设范围持续拓展，2024 年新增约 2000 万用气人口，带来 20 亿立方米以上的城乡居民生活用气量增长。由于 LNG 与柴油比价关系大部分时段在经济临界点之下，LNG 加气量比 2023 年增加超 100 亿立方米。但是，冬季气温偏高抑制了采暖用气消费。2024 年城市燃气用气量约 1413 亿立方米，比上年增长 8.4%。发电用气量、工业用气量、化工用气量分别同比+5.8%、+9.9%、-0.6%。

**LNG 重卡发展迅速。**LNG 重卡具有无颗粒物、无有害物质排放等优势，相比柴油车可减少 30% 以上的污染物排放。“双碳”目标下，LNG 的环保和减碳效应自带政策推广红利。《2030 年前碳达峰行动方案》明确提出支持车船以 LNG 作为燃料，国内已有 28 个省区市在规划或者政策文件中提出支持天然气的发展。在此背景下，LNG 重卡销量持续增长，且行驶活跃度显著高于柴油重卡。根据第一商用车网数据，2024 年全年天然气重卡销量约为 17.8 万辆，渗透率约为 19.8%。中交兴路数据显示：2024 年，LNG 重卡行驶里程约占重卡总里程的 20%，预计全年替代柴油 2500 万吨左右，占柴油消费的 13%。

图 17：2021-2024 中国天然气重卡渗透率情况（销量：辆）



资料来源：wind、第一商用车网、天风证券研究所

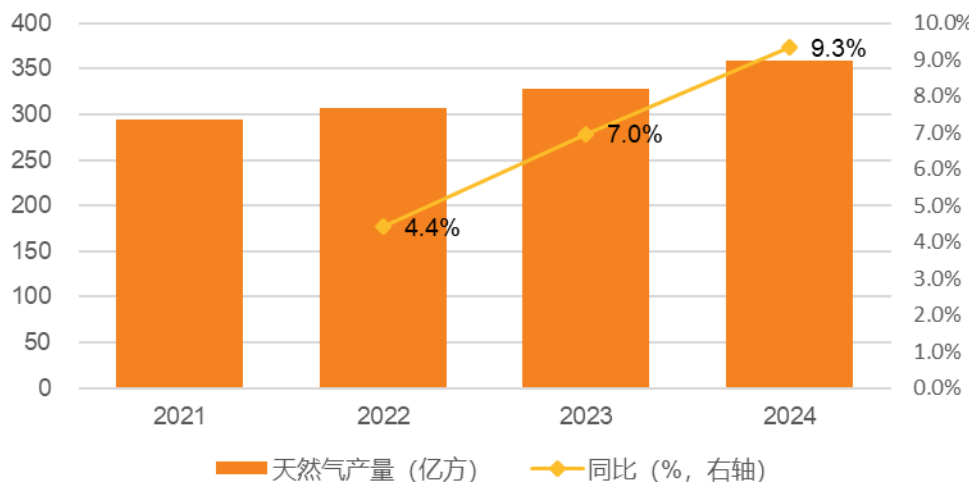
## 2.2. 陕西省：天然气资源丰富，管道建设推进迅速

**陕西省是我国重要的能源基地，油气煤资源丰富。**陕西全省天然气资源主要分布在陕北地区的榆林、延安两市，天然气预测资源量 11.7 万亿立方米，累计探明地质储量 1.2 万亿立方米，居全国第三位。全省石油资源主要分布在陕北地区的榆林、延安两市，石油预测资源总量约 40 亿吨，累计探明地质储量 19 亿吨，居全国第五位；累计探明技术可采储量 3.25 亿吨，居全国第六位。全省含煤面积 5.7 万平方公里，约占国土面积的 27.7%，主要分布在榆林、延安、铜川、咸阳、渭南、宝鸡等 6 市。全省预测煤炭资源量 3800 亿吨，居全国第四位；累计探明储量 1700 亿吨，居全国第三位。陕北地区煤炭资源储量大、品质优、品种全、易开采，现已探明储量 1470 亿吨，占全省探明储量的 80% 以上，占全国探明储量的 11% 左右。

**陕西省工业投资保持两位数增长，能源类投资增速亮眼。**2024 年，陕西全省工业投资同比增长 14.5%，高于全部投资增速 9.3 个百分点，占全部投资总量的 32.8%，拉动全部投资增长 4.4 个百分点。其中，制造业投资同比增长 13.3%，拉动全部投资增长 2.1 个百分

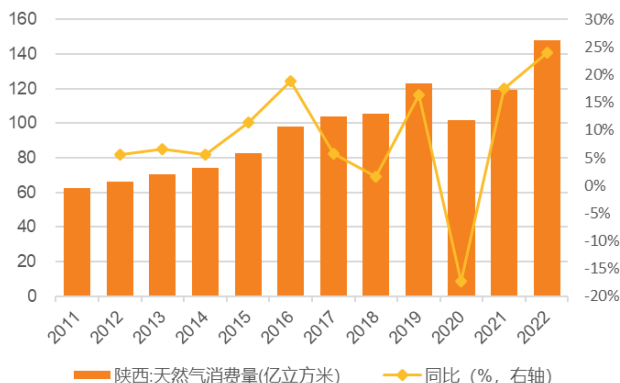
点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长 21.7%，拉动全部投资增长 1.6 个百分点；采矿业投资增长 9.8%，拉动全部投资增长 0.7 个百分点。

图 18：2021-2024 年陕西省天然气产量



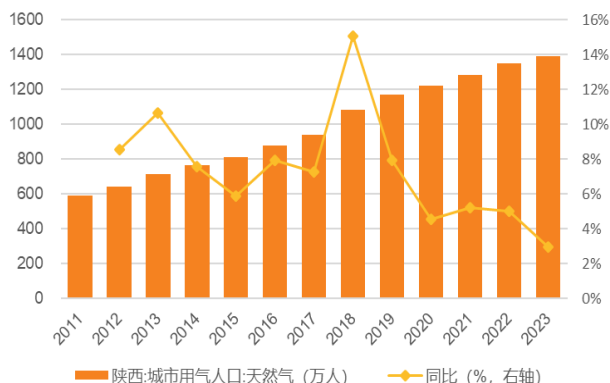
资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：2011-2022 年陕西省天然气消费情况



资料来源：wind，天风证券研究所

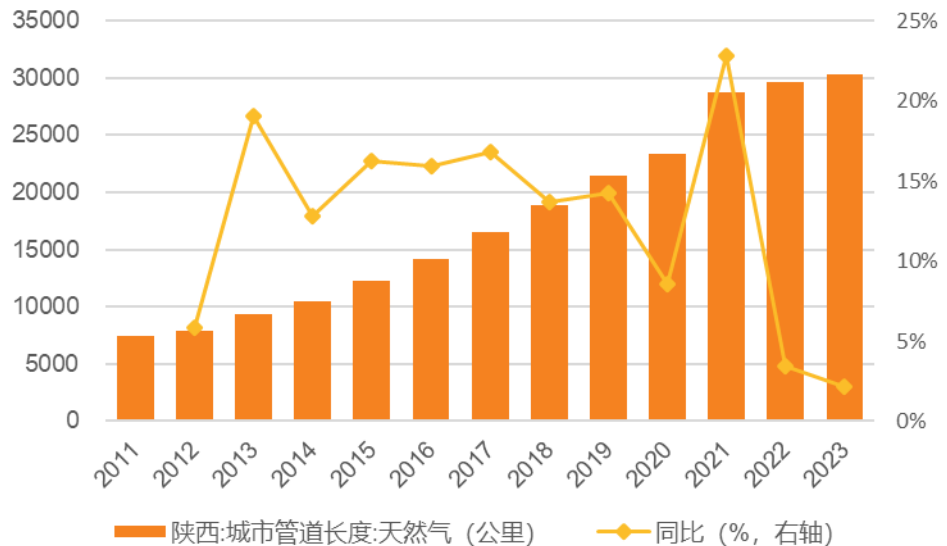
图 20：2011-2023 年陕西省城市用气人口情况



资料来源：wind，天风证券研究所

**陕西省积极推进天然气增储上产，延长石油+三桶油布局充分。**陕西省 2023 年全年天然气勘探开发投资 257 亿元，新建天然气产能 80.7 亿方，天然气产量 328 亿方，较去年增加 21 亿方，占全国增量五分之一以上。长庆油田全年在陕新建天然气产能 48.3 亿方，实现天然气产量 213 亿方，比上年增长 2.6 亿方，超年初计划 1.5 亿方。延长石油全年新建天然气产能 18.9 亿方，天然气产量突破 80 亿方，比上年增长 4.4 亿方，保持了 15 年连续增长良好势头。除此之外，在陕实施天然气勘探开发的中石化华北油气分公司、中海油中联煤公司、中石油冀东油田、中石油煤层气公司、中石油辽河油田等企业加速入陕进程，加快增储上产，及时量产入统，多点发力，整体推进，中海油中联煤公司还在神府区块发现我国首个千亿方深煤层气田，全省天然气新区块接续勘探开发形势喜人。

图 21：2011-2023 年陕西省天然气城市管道长度



资料来源: wind, 天风证券研究所

**陕西省加快油气基础设施建设，全省天然气长输管道位居全国第二。**2024 年陕西省天然气长输管道总里程突破 7600 公里，居全国第 2 位，输气能力从 2020 年 170 亿方增加到 200 亿方，增幅 18%，日供气能力超 5375 万方，创历史新高。全年天然气长输管道建设完成投资 20 亿元，新建管道 226 公里。全省已掀起天然气长输管道建设阶段性新高潮，横跨东西、纵贯南北的“三环四纵五横”天然气骨干网日趋完善，进一步夯实了省内天然气供应保障能力。城市管道建设方面，2023 年陕西省天然气城市管道长度已达到 3 万公里，较 2013 年（0.93 万公里）翻了 3 倍。

表 3：2024 年陕西省天然气管道建设情况

项目	状态	建设内容
周湾净化厂外输管道项目	建成投产	向靖西三线上载气量 25 亿方/年,有效保障了延长 150 亿方/年大气田产能释放
留坝-凤县天然气管道项目	建成投用	新增供气能力 2.5 亿方/年,结束了凤县不通管道气历史
西气东输三线陕西段天然气管道项目	顺利推进	沿线 80 条隧道全部贯通
铜川-白水-潼关输气管道项目	加快推进	超额完成年度建设目标,项目建成后将实现白水县通达管道气
榆林-西安天然气管道项目(一期)	前期工作取得重大进展	工程起于宜川压气站,止于西安临潼分输站,全长约 277.66 公里,设计年输气能力 116 亿方,投资约 37.87 亿元。

资料来源: 陕西省能源局, 公司公告, 天风证券研究所

### 3. 管输模式打造稳定盈利，城燃业务扩张迅速

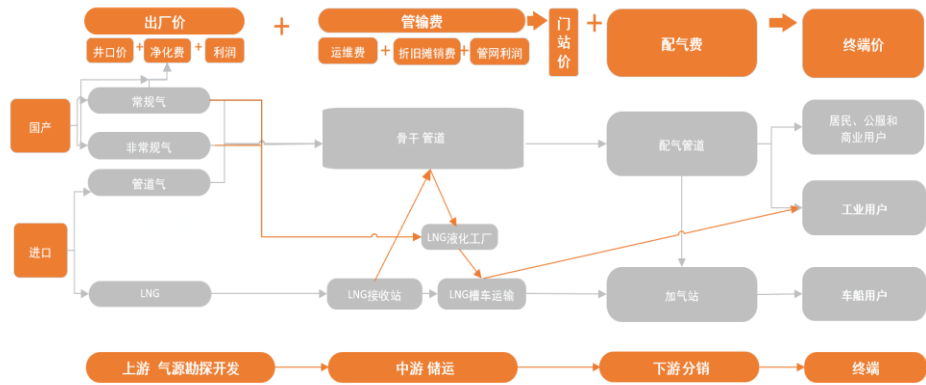
#### 3.1. 管输行业位于产业链中游，盈利能力较为稳定

**天然气管输行业位于天然气行业中游。**天然气生产过程一般分为三个环节：上游生产、中游输送及下游分销。上游生产主要包括天然气开采和净化，某些情况下，会进一步压缩或液化；中游输送指将天然气由净化厂通过长输管道输往下游分销商指定输送点；下游分销涉及向终端用户提供天然气。上游企业为油气生产企业，主要是中石油、中石化、中海油、延长石油等企业，天然气管道输送企业处于天然气行业的中游，下游企业主要为城市燃气

公司及工业用户。

我国天然气整体由政府定价或指导定价。我国天然气价格体系中主要包括出厂价（中石油等天然气供应商输气首站价格）、跨省长途管输费（西气东输等输气干线管输费）、各省（市）及自治区门站价（输气干线到达各省（市）及自治区的价格）、省内天然气管输费（各省省内天然气从门站至省内各地的天然气管输费）及城市燃气销售价格，由政府定价或指导价。长输管线建成后，省级物价主管部门按照“准许成本加合理收益”核定管输价格。

图 22：我国天然气产业链



资料来源：蓝天燃气公告、皖天然气公告、同花顺、天风证券研究所

**国家管网成立重塑天然气长输管道行业格局。**早期中国天然气跨省及进口长输管线行业在全国范围内呈现出中石油、中石化、中海油三巨头竞争的局面。根据国务院《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，2019年3月，中央全面深化改革委员会审议通过《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，提出将组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司。2019年12月，国家管网正式成立，三大石油公司全资或控股的干线管网、持有的省级管网股权、部分LNG接收站和储气库、管网调度业务等资产逐步被纳入国家管网公司主要负责油气干线管道的投资建设与互联互通，统一全国管网调配，形成“全国一张网”，构造“X+1+X”产业链模式。

**省级管网公司负责区域运营。**由于天然气长输管线业务具有明显的区域性，中游管输业务主要由拥有省内长输管道的省级天然气管输企业经营。近年来，国家管网公司也与区域天然气公司开展市场化合作。我国主要的省域天然气长输管网公司有陕西省天然气股份有限公司（陕西）、天壕环境股份有限公司（山西）、安徽省天然气开发股份有限公司（安徽）、百川能源股份有限公司（河北）、新疆浩源天然气股份有限公司（新疆）等。

**公司负责陕西全省天然气管网的规划、建设、运营管理。**公司管网的建设主要以省内管网为主，已建成投运靖边至西安一、二、三线，咸阳至宝鸡、西安至渭南、宝鸡至汉中、关中环线等长输管道及支专线82条（其中长输管道19条，专支线63条）管网总里程4055公里。截至2024年11月，公司天然气长输管网已覆盖全省11个地市，管道气化县（区）91个，全省占比85.05%；总气化人口2500万人。公司现有合同用户百余家，直接投资气化区域37个区县。

表 4：陕西省各地区管道运输价格

省内区域	单价（元/方）
铜川地区	0.273
关中地区	0.289
陕北地区甘泉县以北（含甘泉县）	0.14
甘泉县以南	0.229

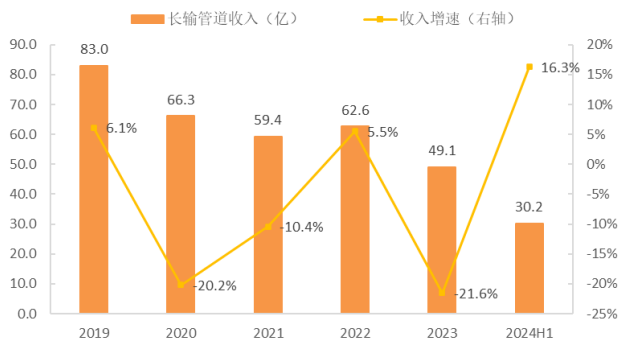
陕南地区

0.471

资料来源：公司公告，天风证券研究所

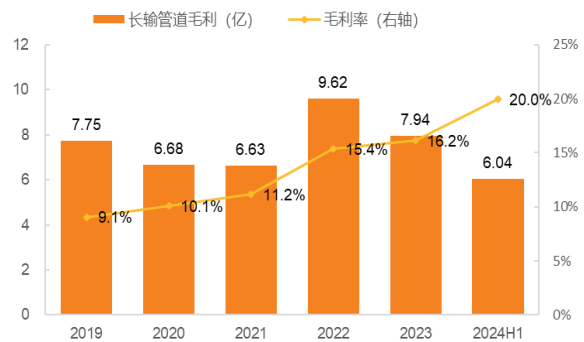
**管输费监审周期为 3 年，不受上游价格影响。**公司采购天然气价格为政府指导价，冬季高峰期间根据市场情况有一定比例上浮，公司顺加管输费后向下游企业疏导，管输费不受上游价格影响。陕西省管道运输价格主管机构为陕西省发改委成本监审局，管输费成本监审工作每 3 年一次。上一次管输费成本监审在 2021 年开展，2024 年管输费成本监审工作目前正在进行。由于陕西省内供暖及工业用户占比小等原因，季节差明显，因此陕西省管网负荷率(60%)比全国的 70%低，陕西省核定全投资准许收益率要求与全国的 8%相比为 7%。从 2019 到 2024 年上半年趋势来看，公司长输管道板块整体毛利率中枢抬升，2023 年全年达到 16.2%。

图 23：2019-2024H1 公司长输管道收入



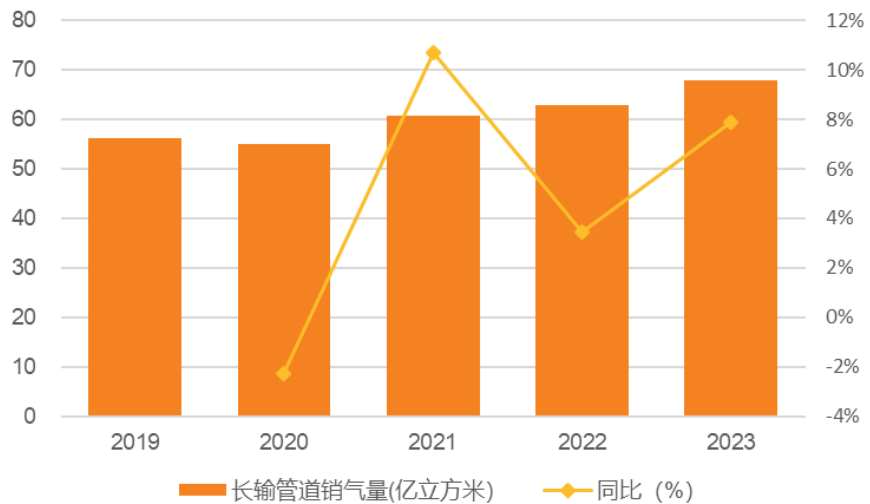
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：2019-2024H1 公司长输管道毛利及毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：2019-2023 公司长输管道销气量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 陕西省顺价推进顺利，城燃业务有望量价齐升

**城燃经营具备排他性。**我国实行城市燃气特许经营制度，城市燃气经营具有区域自然排他的特性，城市燃气公司之间的竞争主要体现在燃气特许经营权的取得。2002 年 12 月，原国家建设部下发《关于加快市政公用行业市场化改革进程的意见》，提出鼓励社会资金、外国资本采取独资、合资、合作等多种形式，参与市政公用设施的建设，形成多元化的投资结构，燃气行业市场化改革由此展开。

**宏观政策支持城燃企业健康发展。**随着《三大工程》《超长期特别国债》《老旧管网更新》《老旧小区改造》《瓶改管》等利好燃气行业的政策陆续颁布，燃气行业发展获得了新动能。同时，国家也推出了近年力度最大的化债措施，并给予强有力的财政支持，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，有助于提振地方经济，为城燃企业的回款创造有利条件。此外，天然气上下游价格联动机制在全国范围内逐步落地，更多的地区实现终端销售价格顺价，行业销气毛差逐渐修复，进一步支撑天然气行业的健康可持续发展。

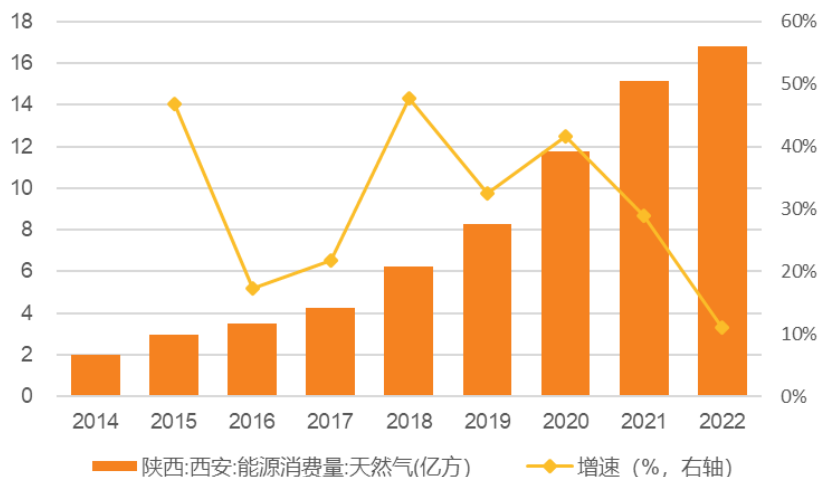
**陕西省整体顺价工作进展顺利。**针对城市燃气的居民、工商业用户，终端销售价格根据政府价格批复执行，构成为“上游气源采购价格 城燃企业配气费”，配气费由政府成本监审确定。2023 年以来，国内天然气顺价工作逐步落实，陕西省内顺价工作持续推进。2022 年，陕西省发布管道运输和配气价格管理办法，指出加快建立管道天然气上下游价格联动机制，当上游天然气价格调整时，终端用户销售价格可相应同向调整。截至 2024 年 12 月底，西安市、宝鸡市、咸阳市、汉中市、安康市等地区已发布相关文件并推进居民顺价相关举措。

表 5：陕西省部分城市天然气价格调整政策

城市	时间	价格调整措施
西安市	2023.7	按照天然气上下游价格联动机制有关规定，联动调整全市居民用管道天然气终端销售价格，自 7 月 25 日起执行。居民用管道天然气第一阶梯销售价格执行 2.18 元/立方米。
宝鸡市	2023.8	居民用气终端销售价格 in 现行价格基础上上调 0.13 元/m <sup>3</sup> ，其中，一档、二档、三档阶梯气价分别调整为 2.17 元/m <sup>3</sup> 、2.60 元/m <sup>3</sup> 、3.26 元/m <sup>3</sup> 。
汉中市	2023.8	居民用气终端销售价格 in 现行价格基础上上调 0.13 元/m <sup>3</sup> ，其中，一档、二档、三档阶梯价格分别调整为 2.36 元/m <sup>3</sup> 、2.83 元/m <sup>3</sup> 元、3.54 元/m <sup>3</sup> 。
咸阳市	2023.9	建立天然气上下游价格联动机制，当上游天然气门站价格(含季节性上下浮动)变动幅度累计达到或超过 15%时，我市城区天然气销售价格可同向调整。第一、第二、第三阶梯销售价格分别为 2.18、2.62、3.27 元/ m <sup>3</sup> 。
安康市	2024.11	居民天然气销售价格在现行 2.29 元/立方米的基础上增加 0.04 元，第一档气量用气价格按照 2.33 元/立方米执行;第二档气量用气价格按照 2.79 元/立方米执行;第三档气量用气价格按照 3.49 元/立方米执行。

资料来源：陕西省发改委、各地方发改委、天风证券研究所

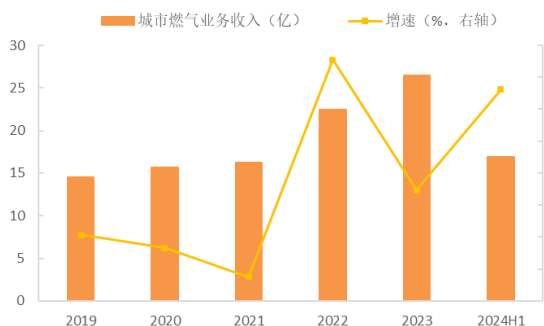
图 26：2014-2022 年西安市天然气消费情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

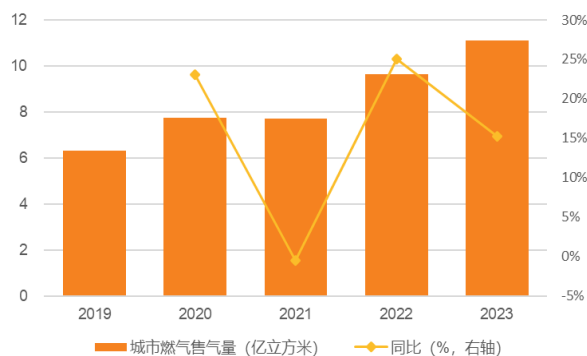
**公司城燃业务发展迅速。**得益于人口流入、工业需求增加，陕西省特别是西安地区天然气消费量常年保持较好增速，反应到公司销气量来看，也基本保持同比例增幅，预计未来仍将保持增长。近年来，公司城燃业务收入增长较快，2023 年城燃业务收入达到 26.4 亿元，较 2019 年增长 80%+；城燃售气量达到 11.12 亿方，较 2019 年增长 76%。2023 年公司城市燃气企业全部实现盈利，整体利润约为 5000 万元以上。其中渭南天然气利润最高，约 2300+ 万元，城燃公司、汉中公司利润均超过 1000 万元。截至 2024 年 11 月，公司所属城燃企业建成城市燃气管网里程超过 3800 公里，累计发展用户超过 75 万户。

图 27: 2019-2024H1 公司城燃业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 28: 2019-2023 公司城燃售气量及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 3.3. 背靠延长稳定气源，资产注入有望提振业绩

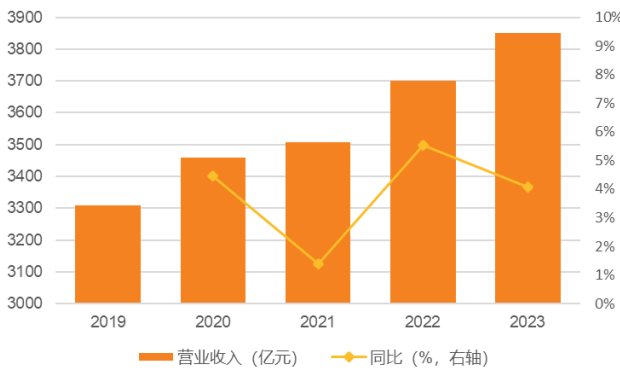
**延长石油为公司间接控股股东，管输资产注入在即。**陕天然气母公司为陕西燃气集团，2022 年 12 月，陕西燃气集团与公司签署《委托管理协议》，将管输公司天然气管道输送资产及业务委托公司代为管理。2023 年 7 月 7 日，长安汇通有限责任公司将其持有陕西燃气集团 47.55% 的股权转让给陕西延长石油（集团）有限责任公司并完成工商登记变更工作，陕西燃气集团有限公司成为陕西延长石油（集团）有限责任公司全资子公司，陕西，延长石油（集团）有限责任公司持有陕西燃气集团 100% 股权。2024 年 9 月，公司发布收购资产暨关联交易公告，拟采用现金方式收购陕西燃气集团所持有的天然气管输资产及业务。根据评估测算，该资产年输气量超 20 亿方，预计可增加收入超过 3 亿元。

**延长石油实力雄厚，与公司业务协同发展。**陕西延长石油（集团）有限责任公司（简称“延长石油”）是集石油、天然气、煤炭等多种资源高效开发、综合利用、深度转化为一体的大型能源化工企业，隶属于陕西省人民政府。产业覆盖石油和天然气产运储销、油气煤综



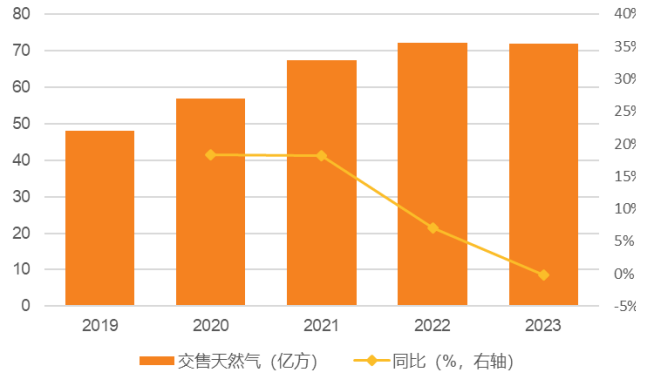
合化工、管道与燃气、煤炭与电力、新能源新材料、技术研发、金融物贸等领域。2023年，延长石油收入达到 3850 亿元，累计探明天然气储量 12800 亿方，产量超过 80 亿方。

图 29：2019-2023 延长石油营收及增速情况



资料来源：延长石油官网，天风证券研究所

图 30：2019-2023 延长石油交售天然气及增速情况



资料来源：延长石油官网，天风证券研究所

公司天然气采购主要来自中石油销售陕西分公司和延长石油集团。根据 2024 年 4 月公告，从总运销气量来看中石油占比略高于延长石油集团，为公司前两大天然气资源方，合计占比超 95%。2025 年是延长石油 150 亿方天然气产能建成之年，计划生产天然气 118 亿方，新建产能 22 亿方，圆满完成 150 亿方产能建设。1 月份延长石油气田公司累计生产天然气 10.57 亿方，完成年计划的 8.96%，同比增长 43.37%。公司作为下游控股子公司，气源得到了有效保证，有望充分受益资源配置优势。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

我们对公司进行分部盈利预测：

**长输管道板块：**随着在建管道陆续完工，气量爬坡预计将有稳定增长。2023 年受可中断用户影响，收入利润有所下滑，随着代输模式对统购统销的替代，我们预计该部分影响减弱，24 年业绩得到修复，毛利率稳步提升。资产注入预计从 2025 年开始为公司贡献增量。

**城市燃气板块：**受益陕西省天然气行业快速发展，下游天然气消费有望持续增长带来销气增量，随着规模效应逐步显现，板块毛利率维持增长势头。

表 6：分部盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入 (亿元)</b>								
总收入	97.49	81.96	75.63	85.15	75.55	92.47	108.69	111.29
yoy		-15.9%	-7.7%	12.6%	-11.3%	22.4%	17.5%	2.4%
<b>行业</b>								
长输管道	83	66.27	59.35	62.63	49.12	63.46	77.46	78.00
yoy		-20.2%	-10.4%	5.5%	-21.6%	29.2%	22.1%	0.7%
城市燃气	14.49	15.69	16.27	22.42	26.42	29.01	31.23	33.29
yoy		8.3%	3.7%	37.8%	17.8%	9.8%	7.6%	6.6%
<b>毛利 (亿元)</b>								
总毛利	8.54	7.96	7.82	11.14	10.17	12.58	15.00	15.87
yoy		-6.8%	-1.8%	42.5%	-8.7%	23.7%	19.2%	5.8%
总毛利率	8.76%	9.71%	10.34%	13.08%	13.46%	13.61%	13.80%	14.26%
<b>行业</b>								

长输管道	7.75	6.68	6.63	9.62	7.94	9.78	11.78	12.32
yoy		-13.8%	-0.7%	45.1%	-17.5%	23.2%	20.4%	4.6%
长输管道毛利率	9.3%	10.1%	11.2%	15.4%	16.2%	15.4%	15.2%	15.8%
城市燃气	0.79	1.28	1.19	1.52	2.24	2.80	3.22	3.55
yoy		62.0%	-7.0%	27.7%	47.4%	25.1%	14.9%	10.3%
城市燃气毛利率	5.5%	8.2%	7.3%	6.8%	8.5%	9.7%	10.3%	10.7%

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 4.2. 估值

我们预测 24/25/26 年归母净利润 7.24/8.99/9.76 亿, EPS 分别 0.65/0.81/0.88 元/股。我们选取同样拥有管输业务、城燃业务的皖天然气、蓝天燃气、天壕能源作为可比公司, 我们给予公司 2025 年 12 倍 PE, 对应 2025 年目标价 9.7 元人民币, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值

股票代码	公司名称	市值	收盘价	EPS				P/E			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
603689.SH	皖天然气	42.8	8.71	0.72	0.76	0.89	1.03	12.1	11.4	9.8	8.4
605368.SH	蓝天燃气	76.3	10.62	0.92	0.82	0.86	0.89	11.5	13.0	12.3	12.0
300332.SZ	天壕能源	45.0	5.27	0.66	0.25	0.33	0.44	8.0	20.7	16.0	12.1
	平均值							10.5	15.0	12.7	10.8
002267.SZ	陕天然气	86.7	7.79	0.64	0.65	0.81	0.88	12.2	12.0	9.6	8.9

资料来源: wind, 天风证券研究所 (市值单位: 亿元, 收盘价单位: 元, EPS 单位: 元/股, 截至 2025 年 3 月 20 日收盘价)

注: 皖天然气、蓝天燃气、天壕能源盈利预测来自 wind 一致预期。

## 5. 风险提示

**天然气价格大幅波动的风险:** 天然气作为进口依存度较高的一种大宗商品, 价格可能受到供需、储运、极端天气等多重因素左右, 可能会对公司城燃板块的成本采购造成一定程度的影响。

**依赖主供气源供应商的风险:** 公司天然气供应商主要为中石油销售陕西分公司和延长石油集团。在长期经营过程中, 公司与上述上游供应商建立了稳定、良好的合作关系, 同时也积极开拓了新疆煤制气等新气源, 但对于上游供应商的依赖性仍然存在。若上游供应商供应量大幅减少、价格变化或出现其他不可抗力因素, 导致天然气不能按照合同正常供应, 则可能会对公司的经营业务产生影响。

**天然气管输价格调整的风险:** 根据《天然气管道运输定价成本监审办法(试行)》, 陕西省成本调查监审局每 3 年将对公司长输管网进行成本监审, 管输价格的调整短期内对利润会造成一定影响。

**市场竞争加剧的风险:** 油气体制改革持续深化, 行业竞争加剧, 上游资源企业凭借资源优势进入终端市场, 下游用户气源选择更加多元化, 管输业务开发面临新入竞争者的挤占, 公司面临市场竞争将进一步加剧的风险。

**经营区域集中风险：**公司主要经营区域集中在陕西省内，公司的经营状况和发展空间与陕西省城市化进程、区域经济发展速度、城镇居民收入水平息息相关。

**公司经营计划不能完全实现风险：**公司年报中发布的年度经营计划不代表盈利预测，能否实现取决于政策环境变化、能源市场变化、经营管理等各种因素，存在一定的不确定性

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,045.63	819.44	1,999.85	1,906.18	3,032.69	营业收入	8,505.67	7,554.99	9,247.22	10,869.02	11,128.61
应收票据及应收账款	265.79	158.54	459.48	266.93	476.83	营业成本	7,391.56	6,537.92	7,988.82	9,369.29	9,541.88
预付账款	307.18	292.72	316.20	412.52	329.63	营业税金及附加	45.30	35.39	44.52	52.33	53.58
存货	187.86	283.77	218.20	406.42	229.70	销售费用	40.28	44.29	47.74	56.11	57.45
其他	83.43	25.33	67.31	64.56	68.55	管理费用	174.04	186.54	199.26	234.20	239.79
<b>流动资产合计</b>	<b>1,889.89</b>	<b>1,579.80</b>	<b>3,061.05</b>	<b>3,056.61</b>	<b>4,137.40</b>	研发费用	37.98	40.46	40.00	47.02	48.14
长期股权投资	479.59	556.49	606.49	646.49	676.49	财务费用	81.52	78.59	79.18	48.75	33.15
固定资产	8,176.52	8,231.60	7,830.58	7,377.06	6,902.04	资产/信用减值损失	(17.03)	(34.07)	(17.84)	(17.84)	(17.84)
在建工程	1,406.26	1,459.68	1,639.68	1,799.68	1,949.68	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	644.30	661.71	666.16	659.60	647.30	投资净收益	38.30	50.34	45.15	45.15	45.15
其他	401.43	327.15	311.50	271.97	242.97	其他	9.70	10.54	10.12	10.12	10.12
<b>非流动资产合计</b>	<b>11,108.10</b>	<b>11,236.63</b>	<b>11,054.41</b>	<b>10,754.80</b>	<b>10,418.48</b>	<b>营业利润</b>	<b>765.95</b>	<b>658.61</b>	<b>885.14</b>	<b>1,098.76</b>	<b>1,192.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,997.98</b>	<b>12,816.43</b>	<b>14,115.46</b>	<b>13,811.42</b>	<b>14,555.88</b>	营业外收入	2.16	2.13	2.81	2.81	2.81
短期借款	449.72	614.82	500.00	400.00	400.00	营业外支出	8.26	7.21	6.39	6.39	6.39
应付票据及应付账款	1,755.91	1,106.23	2,847.12	1,789.37	2,932.53	<b>利润总额</b>	<b>759.85</b>	<b>653.53</b>	<b>881.55</b>	<b>1,095.18</b>	<b>1,188.47</b>
其他	3,044.37	3,137.30	2,631.49	3,351.98	2,694.95	所得税	126.93	89.30	131.39	163.23	177.13
<b>流动负债合计</b>	<b>5,250.00</b>	<b>4,858.36</b>	<b>5,978.61</b>	<b>5,541.35</b>	<b>6,027.48</b>	<b>净利润</b>	<b>632.92</b>	<b>564.23</b>	<b>750.16</b>	<b>931.95</b>	<b>1,011.34</b>
长期借款	401.55	854.43	600.00	500.00	500.00	少数股东损益	16.57	19.94	26.48	32.89	35.70
应付债券	512.18	182.71	347.44	297.44	247.44	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>616.36</b>	<b>544.29</b>	<b>723.69</b>	<b>899.06</b>	<b>975.64</b>
其他	245.06	66.43	169.42	169.42	169.42	每股收益(元)	0.55	0.49	0.65	0.81	0.88
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,158.79</b>	<b>1,103.57</b>	<b>1,116.86</b>	<b>966.86</b>	<b>916.86</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,408.78</b>	<b>5,961.92</b>	<b>7,095.47</b>	<b>6,508.21</b>	<b>6,944.34</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	275.62	293.93	300.55	310.41	321.12	营业收入	12.47%	-11.18%	22.40%	17.54%	2.39%
股本	1,112.08	1,112.08	1,112.08	1,112.08	1,112.08	营业利润	48.96%	-14.01%	34.39%	24.14%	8.49%
资本公积	1,247.20	1,258.12	1,258.12	1,258.12	1,258.12	归属于母公司净利润	46.31%	-11.69%	32.96%	24.23%	8.52%
留存收益	3,650.63	3,853.49	4,034.42	4,304.13	4,596.83	<b>获利能力</b>					
其他	303.67	336.89	314.83	318.46	323.39	毛利率	13.10%	13.46%	13.61%	13.80%	14.26%
<b>股东权益合计</b>	<b>6,589.20</b>	<b>6,854.51</b>	<b>7,019.99</b>	<b>7,303.21</b>	<b>7,611.54</b>	净利率	7.25%	7.20%	7.83%	8.27%	8.77%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,997.98</b>	<b>12,816.43</b>	<b>14,115.46</b>	<b>13,811.42</b>	<b>14,555.88</b>	ROE	9.76%	8.30%	10.77%	12.86%	13.38%
						ROIC	8.34%	8.37%	9.61%	13.70%	14.37%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	49.31%	46.52%	50.27%	47.12%	47.71%
						净负债率	19.24%	27.59%	4.92%	2.58%	-12.98%
						流动比率	0.36	0.33	0.51	0.55	0.69
						速动比率	0.32	0.27	0.48	0.48	0.65
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	25.80	35.61	29.93	29.93	29.93
						存货周转率	42.03	32.04	36.84	34.80	34.99
						总资产周转率	0.65	0.59	0.69	0.78	0.78
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.55	0.49	0.65	0.81	0.88
						每股经营现金流	1.01	0.83	2.23	0.93	1.86
						每股净资产	5.68	5.90	6.04	6.29	6.56
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	14.06	15.92	11.97	9.64	8.88
						市净率	1.37	1.32	1.29	1.24	1.19
						EV/EBITDA	6.60	7.56	5.99	5.25	4.36
						EV/EBIT	10.34	12.33	9.19	7.63	6.22

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	632.92	564.23	723.69	899.06	975.64
折旧摊销	511.50	519.03	526.58	530.08	532.33
财务费用	100.26	90.70	79.18	48.75	33.15
投资损失	(38.30)	(50.34)	(45.15)	(45.15)	(45.15)
营运资金变动	822.12	(678.51)	1,165.39	(425.97)	531.85
其它	(903.07)	474.65	26.48	32.89	35.70
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,125.43</b>	<b>919.76</b>	<b>2,476.16</b>	<b>1,039.66</b>	<b>2,063.51</b>
资本支出	540.27	879.07	207.02	230.00	195.00
长期投资	27.44	76.91	50.00	40.00	30.00
其他	(1,011.63)	(1,700.05)	(522.86)	(455.85)	(375.85)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(443.92)</b>	<b>(744.08)</b>	<b>(265.85)</b>	<b>(185.85)</b>	<b>(150.85)</b>
债权融资	(952.30)	319.05	(445.21)	(298.75)	(83.15)
股权融资	(666.61)	(289.48)	(584.68)	(648.73)	(703.01)
其他	785.44	(477.83)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(833.46)</b>	<b>(448.26)</b>	<b>(1,029.89)</b>	<b>(947.48)</b>	<b>(786.16)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(151.95)</b>	<b>(272.58)</b>	<b>1,180.42</b>	<b>(93.67)</b>	<b>1,126.51</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com