

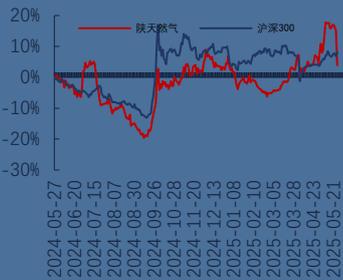


Research and
Development Center

陕天然气：高股息长输管网龙头，资产注入+管网扩建驱动长期成长

公用事业行业

2025年6月5日

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
陕天然气(002267.SZ)
投资评级 **增持**
上次评级


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司主要数据

 收盘价(元) 8.08
 52周内股价
 波动区间(元) 6.36-9.32
 最近一月涨跌幅(%) -2.61%
 总股本(亿股) 11.12
 流通A股比例(%) 100%
 总市值(亿元) 89.85

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

唐婵玉 电力公用行业分析师

执业编号: S1500525050001

邮箱: tangchanyu@cindasc.com

 信达证券股份有限公司
 CINDASECURITIESCO.,LTD

 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
 邮编: 100031

陕天然气: 高股息长输管网龙头, 资产注入+管网扩建驱动长期成长

2025年6月5日

本期内容提要:

- **坐拥陕西省优质长输管网资产, 现金流及分红情况可观。**陕西省天然气股份有限公司由陕西燃气集团控股, 是陕西省大型天然气长输管道运营商。主要业务是长输管网及城市燃气业务, 长输管网盈利模式为收取稳定管输费, 城市燃气盈利模式为赚取购销价差, 二者分别占2024年公司营收的62.2%、37.8%, 毛利的81.7%、18.3%。公司营收随气量爬升稳健增长, 2020年以来受管道业务经营模式变化的影响, 营收有所下滑, 近年来公司代输占比较快提升, 我们预计随着业务模式调整的逐步落地, 公司盈利有望恢复稳健增长轨迹。公司利润随售气量增长呈现波动上升态势, 同时受管输费调整的周期性影响。公司的主要业务模式决定了其拥有较为稳健的经营性现金流, 能够支撑其新建长输管网的资本开支及较高比例的分红。公司十分重视股东回报, 2019-2024年分红比例维持在60%以上, 其中2022、2024年度均有中期分红, 2024年公司现金分红比例合计69.12%, 以2025/6/4收盘价计算, 股息率约5.6%。
- **区域垄断性稳定运营资产, 集团资产注入+在建管线带来成长空间。****稳定性方面,**省内长输管网业务具有区域垄断特性特征, 高准入、高资本投入、长审批周期及严苛的安全标准构筑了极高的护城河, 商业模式方面, 长输管网采用“准许成本+合理收益”的政府定价机制, 通过管输费获取与输气量挂钩的现金流, 使其成为经营稳健的优质资产。省内长输管线3年一调整, 最近一次成本监审已于2025年5月落地, 公司预计对2025年业绩造成短期冲击, 未来随着长输管网输气量的增长, 公司盈利有望恢复稳健增长轨迹。陕西省内天然气资源禀赋优异, 产量快速增长, 下游需求稳定增长。公司长输管网售气量持续稳健增长, 2014-2024年输气量CAGR为11.5%。2024年公司收购集团长输管线资产, 售气量大幅增长, 实现输售气量115.44亿方, 同比增幅70%。2021年以来公司统购统销气量逐渐下降, 代输气量快速提升, 在总输气量中的占比显著扩大, 占比由2021年的44.8%提升至2023年的63.6%, 长输管网业务中代输气量占比快速提升, 有利于增强公司长输管线业务盈利的稳健性。**成长性方面,**集团资产注入+在建重点管线带来长期成长空间。2024年9月, 公司发布公告称, 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, 包括榆林地区“青靖线”、“席靖线”、“杨靖线”及延安“临长线”、“临富线”, 管道设计全年输气量共计134亿方, 2024年输气量约30亿方。2024年1-4月, 标的资产实现营业收入1.27亿元, 净利润0.33亿元, 年化加权平均净资产收益率为9.0%。此外, 截至2024年末, 公司共有20余项在建工程, 其中有两项重点在建管线, 分别为铜川-白水-潼关天然气输气管道以及榆林至西安输气管道工程。设计输气能力分别为9.6亿方/年、116亿方/年, 以上两条管线完工后, 公司的输气能力有望得到大幅提升, 随着新建管线产能爬坡, 公司长输管网业务有望稳步增长。
- **依托省内气源及管输优势, 公司城燃项目快速扩张。**近年来公司大力发展城燃业务, 通过集团注入、市场化并购等途径获取城燃项目, 公司城燃售气量快速增长, 营收及毛利迅速提升。2014-2024年公司城燃售气量CAGR约22.39%。截至2024年, 公司所属控股城市燃气企业8家, 主要经营区域为汉中市、渭南市、商洛市、延安市宜川县、西安市蓝田县、宝鸡市眉县等。公司气源结构以省内气田为主, 气源结构比较稳定, 主要来自中石油长庆油田、延长集团气田, 采购价格波动幅度相对较小。公司下游销售结构中居民用气占比大, 近年来陕西省内顺价持续推进, 非居民方面, 西安、铜川、汉中等城市陆续已陆续启动上下游联动机制, 居民方面进度稍慢, 仅西安于2023年7月进行居民用气调价, 我们认为居民顺价有望持续

推进，公司城燃购销价差有望得到进一步修复。

- **盈利预测与投资评级：**公司为陕西燃气集团控股的陕西省大型天然气长输管道运营商，坐拥省内优质长输管网资产。长输管网业务的商业模式决定其盈利相对稳健、现金流情况良好，分红能力较强。公司现有长输管线产能爬坡，在建重点管线有望于2026-2027年投产，共同为公司业绩创造中长期成长性。此外，近年来公司持续开拓下游市场，发展城市燃气业务，集团城燃项目也有望陆续注入，带动公司业绩增长。综上，我们认为公司属于盈利稳健增长的高分红优质标的。我们预测陕天然气2025-2027年的归母净利润分别为5.50亿元、6.18亿元、6.78亿元，EPS分别为0.49元、0.56元、0.61元；对应6月4日收盘价的PE分别为16.34X、14.55X、13.25X，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险因素：**管输费调价风险；陕西省天然气消费量增速不及预期；公司长输管网建设进展不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,813	9,033	9,267	9,877	10,324
增长率 YoY%	-8.2%	15.6%	2.6%	6.6%	4.5%
归属母公司净利润(百万元)	544	724	550	618	678
增长率 YoY%	-11.6%	33.0%	-24.0%	12.3%	9.8%
毛利率%	13.5%	15.1%	11.3%	11.5%	11.8%
净资产收益率 ROE%	7.1%	11.3%	8.4%	9.2%	9.8%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.65	0.49	0.56	0.61
市盈率 P/E(倍)	16.51	12.41	16.34	14.55	13.25
市净率 P/B(倍)	1.18	1.40	1.37	1.34	1.30

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2025年6月4日收盘价

目录

投资聚焦.....	5
一、陕西省天然气长输管道运营商，经营业绩稳健增长.....	6
1.1 省属管网龙头地位稳固，长输管网业务贡献主要盈利.....	6
1.2 气量爬坡带动业绩稳健增长，代输模式下盈利稳定性有望进一步提升.....	7
二、陕西省天然气资源禀赋优越，需求稳健增长.....	10
三、长输管网：区域垄断性稳定运营资产，集团资产注入+在建管线带来成长空间.....	12
3.1 区域垄断性稳定运营资产，输气量稳步增长.....	12
3.2 集团资产注入+在建重点管线带来长期成长空间.....	15
四、城市燃气：依托省内气源及管输优势，城燃项目快速扩张.....	17
4.1 集团资产注入+市场化并购布局省内城燃项目，售气量快速增长.....	17
4.2 城燃气源以省内气田为主，气源成本改善及顺价推进下价差有望迎来修复.....	18
五、投资建议.....	19
风险因素.....	19

表目录

表 1: 公司主要业务模式介绍.....	7
表 2: 天然气管道运输价格管理政策内容.....	12
表 3: 公司自有主要长输管线情况（不含集团注入）.....	13
表 4: 集团注入管道资产情况.....	16
表 5: 公司主要在建管线项目（截至 2024 年末）.....	16
表 6: 公司控股城燃子公司持股比例及盈利情况（2024 年）.....	17
表 7: 可比公司估值表（百万元）.....	19

图目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构（截至 2025Q1）.....	6
图 3: 2016-2024 公司营收结构（亿元）.....	8
图 4: 2016-2024 公司毛利结构（亿元）.....	8
图 5: 2016-2024 公司归母净利润及增速（亿元）.....	8
图 6: 2016-2024 公司毛利率及净利率情况.....	8
图 7: 2016-2024 公司现金流情况（亿元）.....	9
图 8: 2016-2024 年公司分红比例及每股股利（元/股）.....	9
图 9: 2016-2024 公司资产负债率.....	9
图 10: 2016-2024 公司期间费用情况.....	9
图 11: 陕西省天然气消费量及增速（亿方）.....	10
图 12: 我国前十大天然气储量省份（亿方）.....	10
图 13: 2020-2024 年陕西省天然气产量（亿方）.....	10
图 14: 陕甘宁地区含油气盆地地图.....	10
图 15: 陕西省天然气管网长度（公里）.....	11
图 16: 公司输售气量及管网年均产能利用率（亿方，%）.....	13
图 17: 2021-2023 年公司代输及统购统销气量（亿方）.....	14
图 18: 2021-2023 年公司统购统销价差及代输均价（计算，元/方）.....	14
图 19: 长输管网业务收入构成（亿元）.....	14
图 20: 长输管网业务毛利构成（亿元）.....	14
图 21: 2024 年公司气源结构.....	15
图 22: 资产注入前后公司长输管道设计输气能力及输气量变化（亿方）.....	16
图 23: 公司城市燃气售气量及增速（亿方）.....	17
图 24: 城市燃气业务收入构成（亿元）.....	17
图 25: 城市燃气业务毛利构成（亿元）.....	17
图 26: 公司城市燃气采购单价（计算，元/方）.....	18
图 27: 公司城市燃气购销价差（计算，元/方）.....	18

投资聚焦

- 1) 公司为陕西燃气集团控股的陕西省大型天然气长输管道运营商，坐拥省内优质长输管网资产。长输管网业务的盈利模式为收取固定管输费，商业模式决定其盈利相对稳健、现金流情况良好，分红能力较强。
- 2) 公司现有长输管线产能爬坡，在建重点管线投产有望于 2026-2027 年投产，共同为公司业绩创造中长期成长性。公司共有 20 余项在建工程，其中有两项重点在建管线，分别为铜川-白水-潼关天然气输气管道以及榆林至西安输气管道工程。设计输气能力分别为 9.6 亿方/年、116 亿方/年，以上两条管线完工后，公司的输气能力有望得到大幅提升，随着现有管线产能爬坡以及新建管线投产，公司长输管网业务有望稳步增长。
- 3) 近年来公司持续开拓下游市场，发展城市燃气业务，集团城燃项目也有望陆续注入，带动公司业绩增长。近年来公司大力发展城燃业务，通过集团注入、市场化并购等途径获取城燃项目，公司城燃售气量快速增长，营收及毛利迅速提升。公司气源结构以省内气田为主，采购价格波动幅度相对较小，下游销售结构中居民用气占比大，此前顺价不畅，我们认为居民顺价有望持续推进，公司城燃购销价差有望得到进一步修复。

一、陕西省天然气长输管道运营商，经营业绩稳健增长

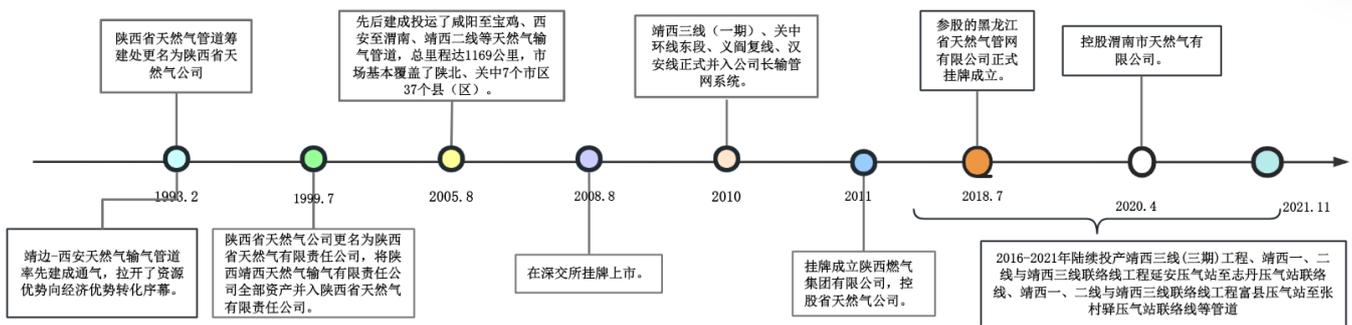
1.1 省属管网龙头地位稳固，长输管网业务贡献主要盈利

陕西省天然气股份有限公司由陕西燃气集团控股，是陕西省大型天然气长输管道运营商。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，在深圳证券交易所挂牌上市。

公司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，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。公司依托陕西丰富的天然气资源，实现全省绝大部分地区双管道供给、关中区域环网运行，形成了全省“一张网”的绿色资源输配网络，是国内优质的省属大型综合天然气供应商。截至2024年末，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4569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。

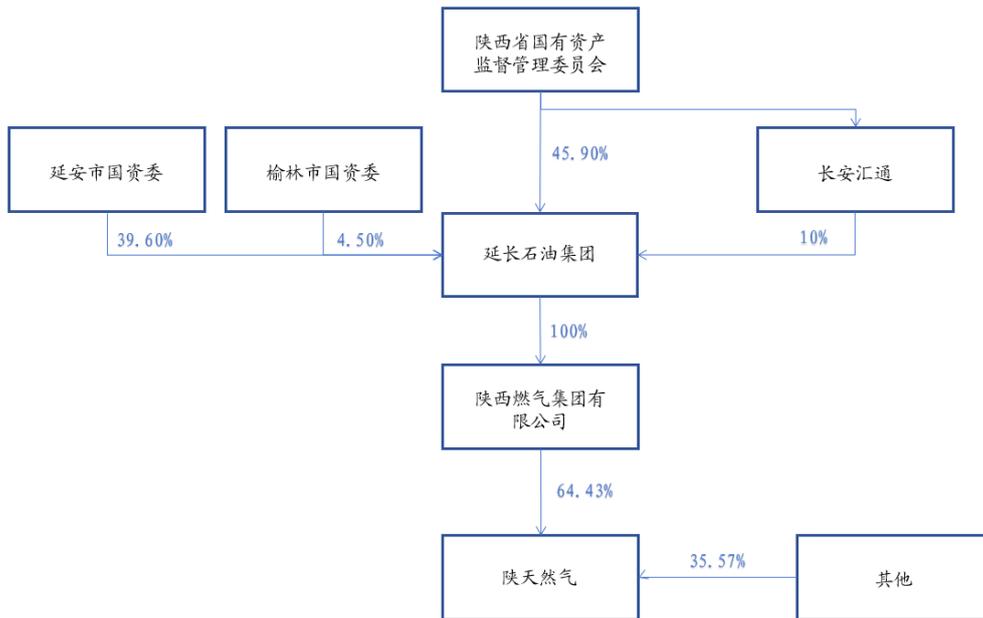
公司股权结构稳定，实控人为陕西省国资委。公司第一大股东为陕西燃气集团有限公司，持股比例64.43%，延长石油集团持有陕西燃气集团100%的股权，间接控股公司，实际控制人为陕西省国资委。

图 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 2: 公司股权结构（截至 2025Q1）



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

公司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 and 用户提供天然气运输服务和销售服务。公司的主要业务是长输管网及城市燃气业务，二者分别占 2024 年公司营收的 62.2%、37.8%，毛利的 81.7%、18.3%。

1) 长输管网业务: 目前公司长输管网业务经营模式为统购统销+代输混合模式，代输的盈利模式为收取稳定的管输费，而统购统销的盈利模式除收入管输费外，还包含获取部分资源调配价差。公司长输管网业务下游客户主要是城市燃气公司及大型工业客户。随着燃气行业改革的推进，公司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。

2) 城市燃气业务: 公司通过控股子公司从事陕西省内城市燃气业务，通过城市燃气输配系统将天然气供给居民生活、商业、工业企业等下游客户，盈利模式为收取下游终端售价与上游采购资源成本之间的购销价差。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。此外，公司还推出燃气器具、生活日用品等多项特色增值服务。

表 1: 公司主要业务模式介绍

业务模式	细分	盈利模式	上游资源	下游客户
长输管网	代输	管输费	大部分为中石油及延长石油的天然气资源	城市燃气公司、大型工业用户等
	统购统销	管输费+资源价差		
城市燃气	城市燃气	购销价差		居民、工商业终端用户

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.2 气量爬坡带动业绩稳健增长，代输模式下盈利稳定性有望进一步提升

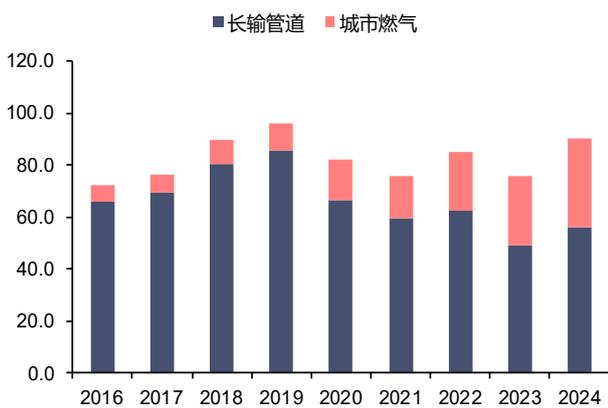
公司营收随气量爬升稳健增长，2020 年以来受管道业务经营模式变化的影响，营收有所下滑。2020 年以前，公司长输管网业务的经营模式为统购统销，即管网运营商同时负责区域内上游气源采购及下游市场销售，公司营业收入随售气量爬升稳健增长，2016-2019 年 CAGR 为 10%。2019 年底国家按照“管住中间，放开两边”的思路加快推进天然气管网改革，2020 年 7 月，陕西省发改委加快推进燃气行业体制改革，鼓励上下游直签合同，公司长输管网经营模式由统购统销转为统购统销+代输混合模式。由于代输模式下管网公司只收取中游固定的管输费，不负责气源采购及销售，资源购销价格均不计入收入和成本中。长

输管网业务模式结构性调整下公司盈利规模显著下降，并随着代输模式占比的扩大而呈现逐年下滑趋势。2019-2023年，公司营业收入由95.8亿元降至75.6亿元。2024年集团管道资产注入，公司营收显著增长至90.33亿元，较调整前同比增长19.6%，较调整后同比增长15.62%。截至2023年，公司长输管网业务中代输模式气量占比已达到63.6%，我们预计随着业务模式调整的逐步落地，未来几年公司盈利有望恢复稳健增长轨迹。

公司利润随售气量增长呈现波动上升态势，同时受管输费调整的周期性影响。在新管道投运年份公司利润有较为明显的增长，并随管道产能爬坡逐渐提升。同时，按照《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》规定，管输费每三年进行一次监审调整，对调整当年及第二年长输管网业务利润有一定程度的影响。2018-2024年公司归母净利润总体呈现稳步增长态势，CAGR为10.4%。2024年受益于集团管道资产注入，公司实现归母净利润7.2亿元，同比上升33%。近年来公司毛利率及净利率呈显著增长态势，主要原因为2021年起公司长输管线业务调整经营模式对公司盈利带来的结构性变化。

从营收及毛利结构方面看，长输管道业务占主导，城市燃气占比逐渐提升。公司在长输管网领域深耕多年，长输管网业务一直为公司的主要盈利来源，2024年公司长输管网业务实现营收56.2亿元，占比62.2%，实现毛利11.1亿元，占比81.7%。近年来，随着公司下游城燃客户的拓展，城市燃气业务营收及毛利占比显著扩大，在公司整体盈利中的贡献越来越突出，营收占比由2016年的8.4%提升至2024年的37.8%，毛利占比由2016年的5.6%提升至2024年的18.3%。

图 3：2016-2024 公司营收结构（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 4：2016-2024 公司毛利结构（亿元）



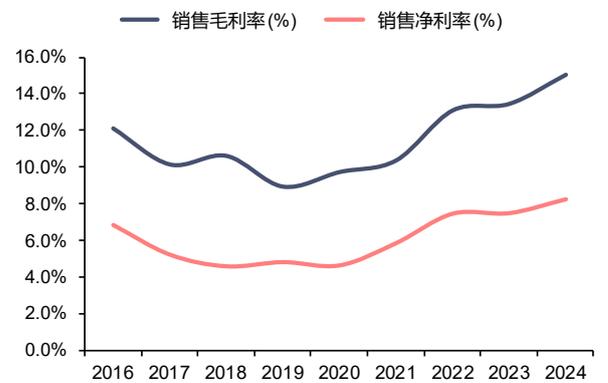
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 5：2016-2024 公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 6：2016-2024 公司毛利率及净利率情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

公司的主要业务模式决定了其拥有较为稳健的经营性现金流。公司的长输管网及城市燃气业务模式现金流良好，2016年至2023年，公司年均经营活动现金流在10亿元左右，年均投资活动现金流在6亿元左右，经营现金流基本能够支撑其新建长输管网的资本开支。2024年公司收购集团管输资产支付的现金额较大，实现经营活动现金流14亿元，投资活动现金流-16.26亿元。

公司重视股东回报，近年来分红比例维持在60%以上。2019-2024年公司的分红比例维持在60%以上，其中2022、2024年度均有中期分红，体现了公司对股东回报的重视。2024年向全体股东以每10股派发现金红利3.50元（含税），叠加中期每10股发放现金红利1.00元（含税），2024年公司现金分红总额约5亿元（含税），占本年度归属于母公司所有者的净利润69.12%，以2025/6/4收盘价计算，公司股息率约5.6%。

图 7：2016-2024 公司现金流情况（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：2016-2024 年公司分红比例及每股股利（元/股）

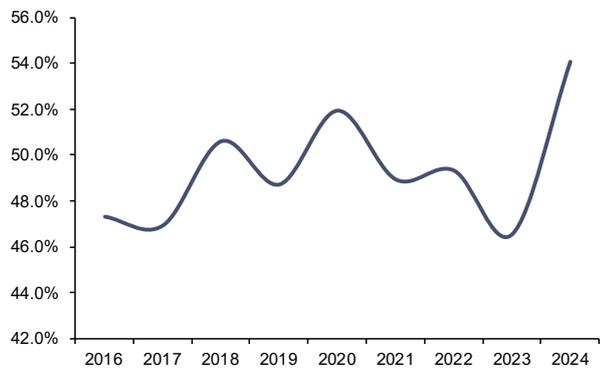


资料来源：iFinD，信达证券研发中心注：计算股息率所用股价为当年年末收盘价

近年来公司资产负债率在50%左右上下波动，债务情况较为健康。公司建设长输管线需要大额资本开支，2016-2024年公司的资产负债率维持在46%-55%之间，2020年后公司资产负债率呈现波动下降趋势，2024年公司为支付集团管线资产对价进行资金筹资，负债率短期回升至54.1%，我们预计随着公司业务的稳健经营，负债率有望平稳下降。

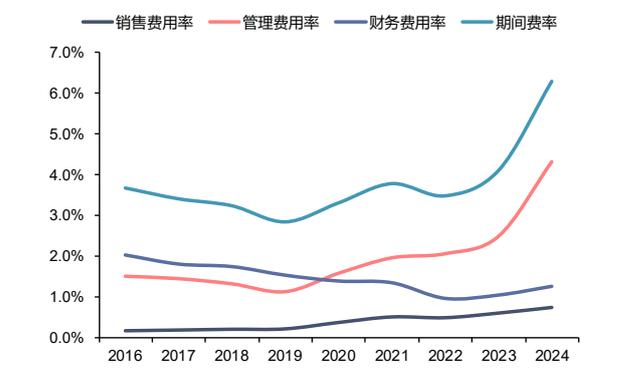
公司管理费及销售费率有所提升。公司期间费率总体呈温和上升趋势，主要受管理费率上升驱动。2024年公司管理费率显著上升，达到4.3%，同比提升1.8pct，主要系职工薪酬上升所致。销售、财务费用率小幅抬升，分别为0.7%、1.3%。

图 9：2016-2024 公司资产负债率



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 10：2016-2024 公司期间费用情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

二、陕西省天然气资源禀赋优越，需求稳健增长

陕西省天然气需求稳定增长，结构上以居民用气为主。近年陕西省天然气消费稳步增长，2018-2023年陕西省天然气消费量 CAGR 为 5%，我们预计未来几年内陕西省天然气消费需求仍将保持稳步增长。从消费结构上来看，陕西省居民用气比例偏高，工业及加气站用气比例偏低。2020年陕西省城镇天然气用气量为 74.5 亿立方米，其中居民用气占 32.1 亿立方米，占比约 43%。

图 11：陕西省天然气消费量及增速（亿方）

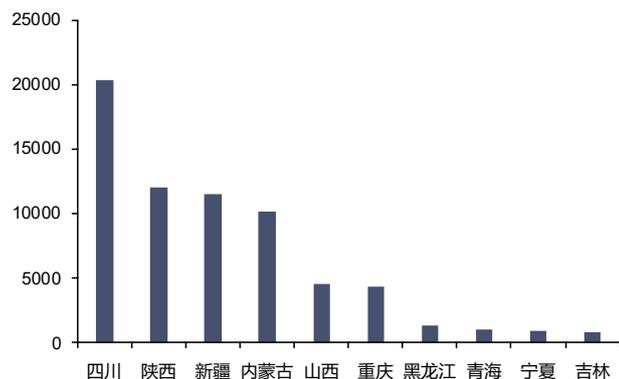


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

陕西省为我国天然气主产区，省内天然气资源丰富。陕西省天然气资源主要分布在陕北地区的榆林、延安两市，区域面积 8 万平方公里，坐拥长庆气田、延长气田等大型油气田。截至 2022 年，陕西省天然气探明地质储量约 1.2 万亿方，居全国第三位。

近年来在国家增储上产政策的推动下，陕西省内天然气产量稳步增长。陕西省内主要气田生产的天然气类型主要为致密气及煤层气，属非常规天然气，开发前景广阔。近年来在国家增储上产政策的推动下，陕西省天然气产量稳步增长，2020-2024 年 CAGR 为 5.5%。2024 年陕西省天然气产量 359.21 亿方，同比增长 9.4%，比全国天然气产量增速高 3.2pct，增量占全国增量的 18.4%。

图 12：我国前十大天然气储量省份（亿方）



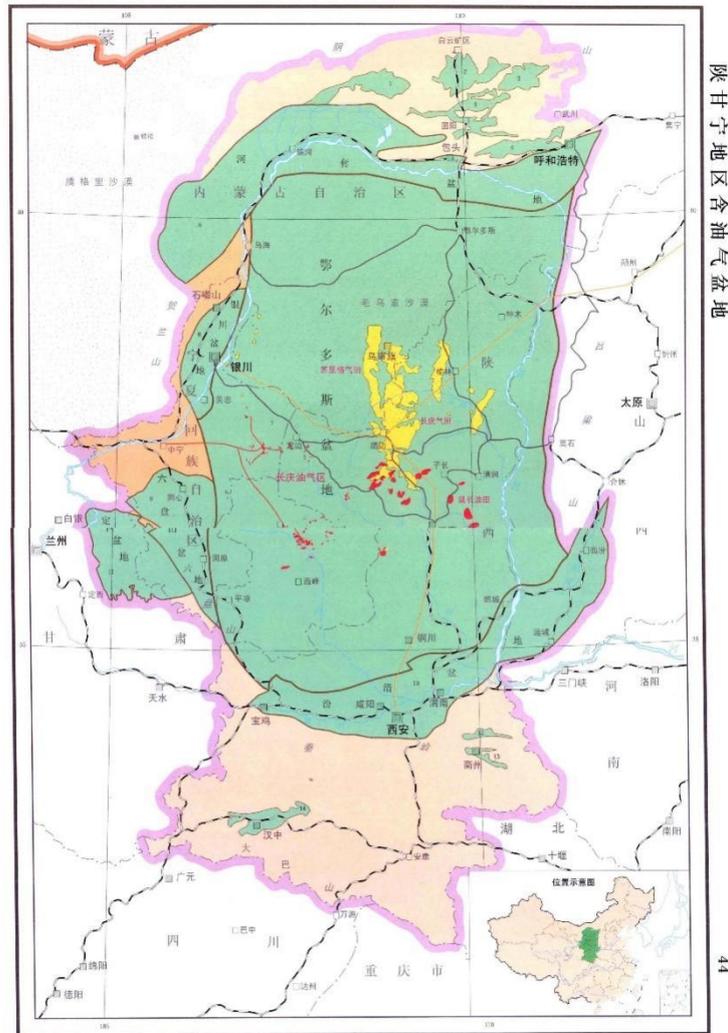
资料来源：探矿工程技术信息公众号，信达证券研发中心

图 13：2020-2024 年陕西省天然气产量（亿方）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：2020 年前统计口径不一致，产量差距大，因此未列出

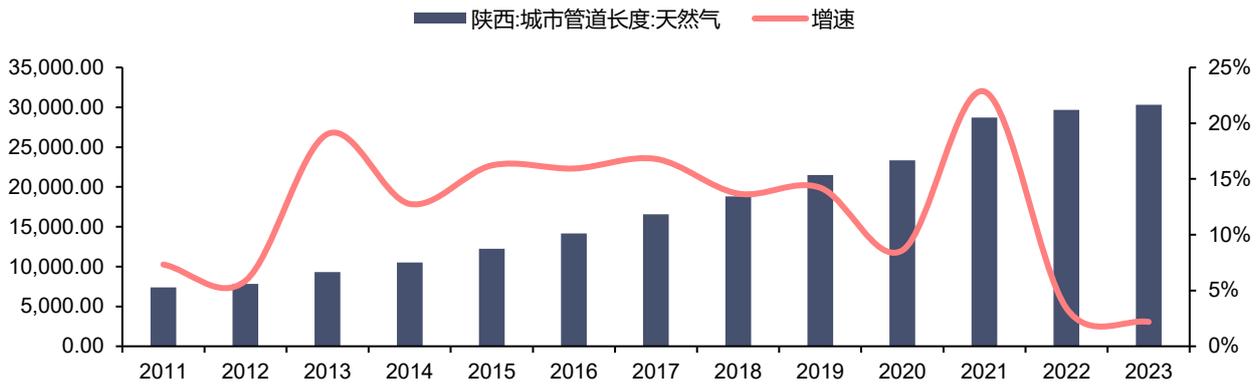
图 14：陕甘宁地区含油气盆地图



资料来源：长江大学官网，信达证券研发中心

陕西省持续推进省内天然气管网建设，致力于打造横跨东西、纵贯南北的“三环四纵五横”天然气骨干网。2011-2021年陕西省内城市天然气管道长度CAGR达到14.5%，近几年随着管网布局的逐步完善，建设速度有所放缓。2024年陕西省天然气长输管道总里程突破7600公里，居全国第二位，日供气能力超5375万立方米。展望未来几年，省发改委将围绕全省能源产业发展布局，规划建设榆林至西安、西安至安康、榆阳至靖边、关中南北联络线等一批天然气长输管道项目，力争新增天然气长输管道里程2000余公里，新增供气能力120亿立方米/年。此外，国家管网西气东输一至三线均经过陕西省，将西部地区丰富的天然气资源输送至省内作为补充。陕西作为天然气净输出大省，也利用西气东输及陕京线，将省内丰富的天然气资源输送至华北、华东地区。

图 15：陕西省天然气管网长度（公里）



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 城市管道场地包含省内长输管线及城燃管线。

三、长输管网：区域垄断性稳定运营资产，集团资产注入+在建管线带来成长空间

3.1 区域垄断性稳定运营资产，输气量稳步增长

省内长输管网业务具有区域垄断特性特征，高准入、高资本投入、长审批周期及严苛的安全标准构筑了极高的护城河，商业模式方面，长输管网采用“准许成本+合理收益”的政府定价机制，通过管输费获取与输气量挂钩的现金流，使其成为经营稳健的优质资产。

我国天然气管道运输价格实行政府定价，按照“准许成本+合理收益”的方法制定，即通过核定准许成本、监管准许收益确定准许收入，核定管道运价率。监管周期为3年，即每3年进行一次管道运费调价。在准许收益率方面，国家发改委要求长输管线准许收益率不超过8%（按最低负荷率75%的水平），由于陕西省内供暖占比大、工业用户占比小等原因，用气季节性差异明显，因此陕西省按最低负荷率60%的水平，要求核定价格时，准许收益率不超过7%。

最新管输调价政策已于2025年5月落地，公司预计对本年度盈利产生一定冲击，未来两年随着管道气量爬坡，公司盈利有望回归稳健增长轨道。由于管道建成后前期负荷率较低，因此按照准许收益率核定的管输费往往较高，后续随着气量增长、负荷爬升，下一监管周期核定的管输费有下调趋势。下调管输费或短暂影响公司盈利水平，调整落地后的三年内，盈利有望随气量爬升继续增长。公司于2025年5月22日收到陕西省发改委的调价通知，管道运输价格每立方米降低3.86分（实际按取整后3.9分/立方米调整），自2025年6月1日起执行。公司预计此次价格调整将综合导致公司2025年营业收入减少约2.62亿元，净利润减少约2.23亿元。本次价格下调幅度较大，主要因为调价延后近1年的时间，成本监审计算准许收益时将2024年（未调整管输费）的收益一并计入。我们预计后续随新建管线投产及管道气量爬坡，公司盈利有望恢复稳健增长。

表 2: 天然气管道运输价格管理政策内容

发布时间	政策文件	主要内容
2021年6月	《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》	<ul style="list-style-type: none"> 管道运输价格实行政府定价，按照“准许成本+合理收益”的方法制定。 准许收入=准许成本+准许收益+税金；其中，准许成本包括折旧及摊销费、运行维护费等，由国务院价格主管部门通过成本监审核定；准许收益=有效资产×准许收益率。 本办法出台后首次核定价格，准许收益率按8%确定，后续统筹考虑国家战略要求、行业发展需要、用户承受能力等因素动态调整。

2022年2月

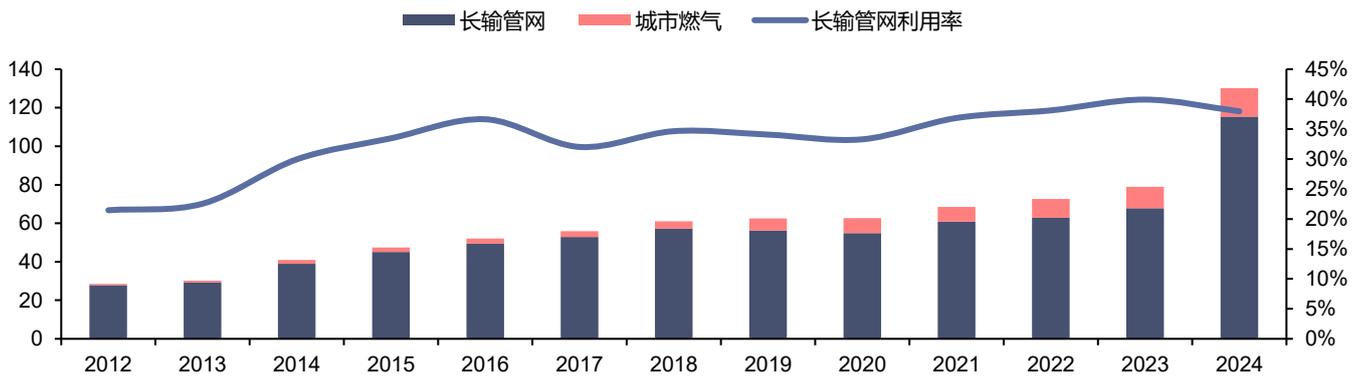
《陕西省天然气管道运输和配气价格管理办法》

- 国家管网集团各价区管道负荷率（总结算气量除以总设计输气能力）低于75%时，按75%负荷率对应的气量确定周转量。
- 与《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》的差异：
 - 固定资产净值和无形资产净值通过成本监审确定，营运资本按运行维护费的20%确定，准许收益率按7%确定。
 - 管输企业年度管道运输气量或总周转量为企业管道运输气量（含代输气量），管道负荷率（实际输气量除以设计输气能力）达到或超过60%的，按实际管道运输气量确定，管道负荷率低于60%的，按60%负荷率对应的气量计算确定管输价格。

资料来源：中国政府网，陕西省人民政府，信达证券研发中心

公司长输管网售气量持续稳健增长，2014-2024年输气量CAGR为11.5%。截至2024年末，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4569公里，具备170亿立方米的年输气能力。公司长输管线输售气量随新建管道投产及已有管道气量爬坡呈上升趋势，2013-2023年公司长输管线输售气量CAGR为8.8%，2018-2023年CAGR为3.5%，2023年公司长输管网业务实现输售气量67.9亿方，管道年平均负荷率约40%，负荷率偏低主要系陕西省用气冬夏峰谷差较大所致。2024年公司收购集团长输管线资产，售气量大幅增长，实现输售气量115.44亿方，同比增长47.6亿方，增幅70%。

图 16：公司输售气量及管网年均产能利用率（亿方，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：公司自有主要长输管线情况（不含集团注入）

管线名称	设计输送能力 (亿方/年)	建成年份	管输费
靖西一线	10	1997	
咸阳-宝鸡	5	1999	
西安-渭南	0.8	2000	铜川地区 0.273 元/方； 关中地区 0.289 元/方；
靖西二线	30	2008	陕北地区甘泉县以北（含 甘泉县）0.14 元/方；
宝鸡-汉中	1.855	2010	甘泉县以南 0.229 元/方； 陕南地区 0.471 元/方。
西安-商洛	1.7	2011	
汉中-安康	6	2011	
眉县-陇县	4.32	2018	
靖西三线	90	2018	

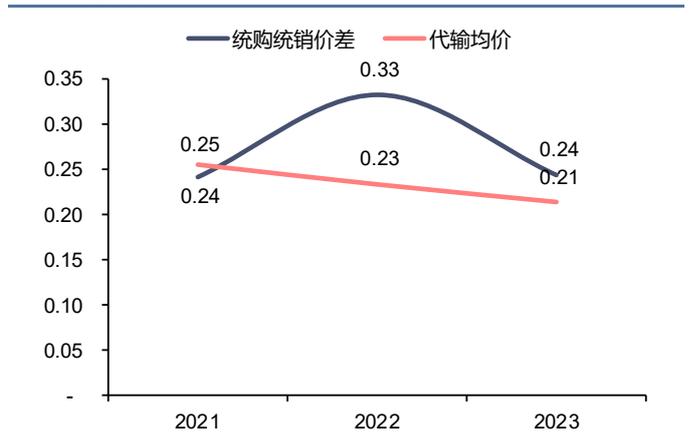
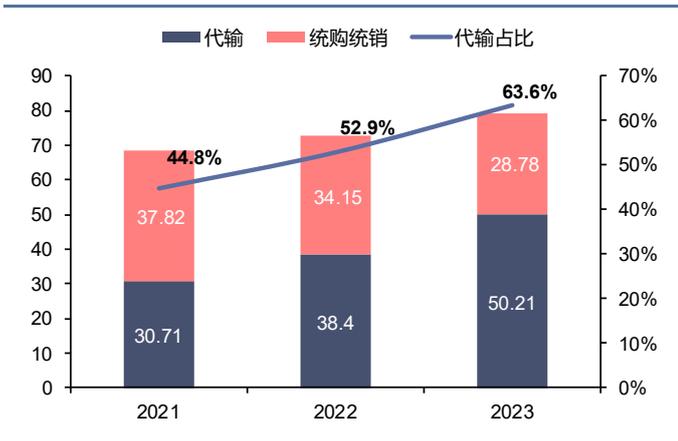
资料来源：公司公告，公司官网，陕西省发改委，中国石油石化工程信息网，信达证券研发中心

长输管网业务中代输气量占比快速提升，有利于增强公司长输管线业务盈利的稳健性。2020年7月，省发改委加快推进燃气行业体制改革，上下游直签合同，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。2021年以来公司统购统销气量逐渐下降，

代输气量快速提升，在总输气量中的占比显著扩大，占比由2021年的44.8%提升至2023年的63.6%，已经成为公司长输管网业务的主要经营模式。统购统销模式在收取固定管输费的基础上还可赚取部分资源购销价差，而代输模式只收取单方固定管输费，不参与上下游资源购销。2022年上游气源价格大涨、天然气供需关系紧张，统购统销业务价差较代输均价高0.1元/方，2023年气价回落后，公司统购统销业务平均价差降至0.24元/方，已与代输业务均价0.21元/方接近。长期来看，代输模式比例扩大，有利于提升公司长输管线业务盈利的稳健性。

图 17: 2021-2023 年公司代输及统购统销气量 (亿方)

图 18: 2021-2023 年公司统购统销价差及代输均价 (计算, 元/方)



资料来源: 公司评级报告, 信达证券研发中心

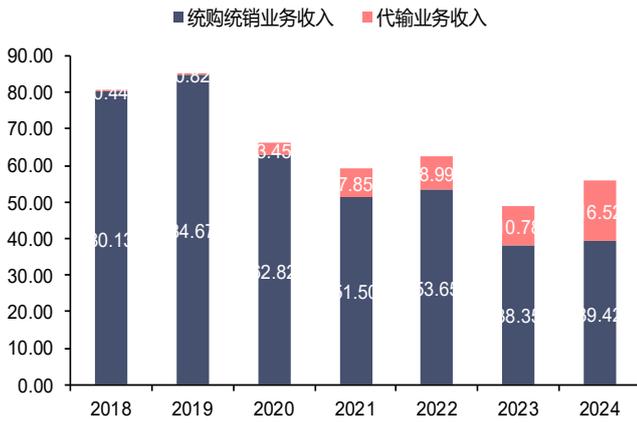
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 统购统销价差计算方式为统购统销销售均价-天然气采购成本; 代输均价即公司长输管线的管输费均价

公司长输管网业务模式由统购统销向代输转变带来结算方式的转变，导致公司长输管网业务营收有所下滑。在代输模式中，资源购销价格均不计入收入和成本，业务模式结构性调整下公司长输管网盈利规模显著下降，对公司长输管网业务的营收造成一定程度的冲击。2018-2024 年公司长输管网业务营收 CAGR 为-11%。与此同时代输业务营收规模随代输比例提升快速增长，2018-2024 年 CAGR 达到 83%。

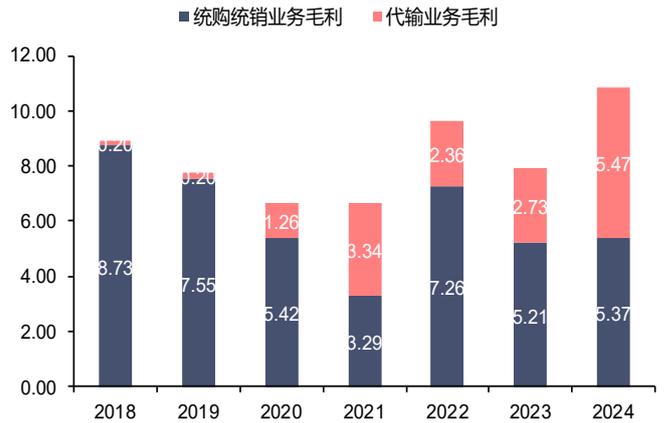
毛利方面，统购统销业务的盈利一定程度上受到天然气供需形势的影响，波动性相对较大，2020/2021 年受疫情等因素影响，气源宽松、气价较低，叠加代输模式开始执行，公司统购统销业务毛利明显下滑，2022 年气价大涨，统购统销业务毛利有明显增厚，随着供需紧张局势缓解，下游气价回落，2023-2024 年该业务毛利有所下降。相比之下，代输业务只收取稳定管输费，盈利稳定性较强，随代输比例提升，公司代输业务毛利快速增长，2018-2024 年 CAGR 达到 73.9%。2024 年受益于集团管道资产注入，公司代输业务毛利提升至 5.47 亿元，同比实现翻倍，已经超过统购统销业务的毛利。

图 19: 长输管网业务收入构成 (亿元)

图 20: 长输管网业务毛利构成 (亿元)



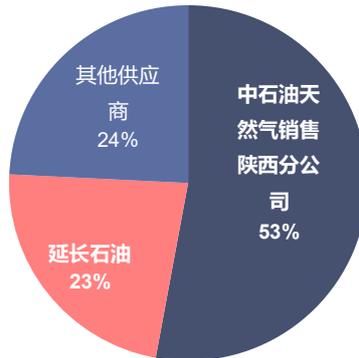
资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

上游气源主要来自省内中石油及延长石油集团的气田，省内丰富气源保障管道产能利用率。公司气源以本省资源为主、过境资源为辅，主要以中石油长庆油田以及延长集团气田为主供气源，2024 年公司从中石油天然气销售陕西分公司采购的气源金额占比约 53%，从陕西延长石油及其控股公司采购的气源金额占比约 23%。供公司上游气量供应稳定，管道利用率相对有保障。

图 21：2024 年公司气源结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 集团资产注入+在建重点管线带来长期成长空间

2024 年 9 月 30 日公司发布公告，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，交易对价 15.3 亿元（相对净资产增值率 26.82%），我们测算其收购 PE 约为 15.5 倍，PB 约为 1.27 倍。标的资产主要分布于榆林、延安地区，主要输气管道包括榆林地区“青靖线”、“席靖线”、“杨靖线”及延安“临长线”、“临富线”，管道设计全年输气量共计 134 亿方，2024 年输气量约 30 亿方。收购的几条管线中，“杨靖线”于 2024 年 1 月投入运行，产能有望陆续释放，其他管线年度输气规模有望维持稳定。

标的资产 2023 年无营业收入，原因是其作为延长石油集团内部管线进行管理，未单独收取管输费。2024 年 1 月，标的资产与客户已签署天然气代输协议，自 2024 年 1 月起，天然气管道运输按照陕西省发改委核定的管输收费执行政府定价，为 0.14 元/立方米（含税）。

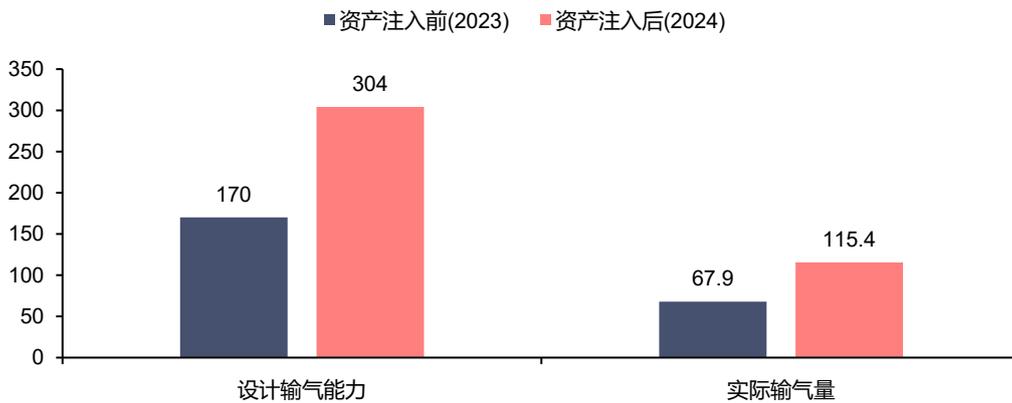
2024年1-4月，标的资产实现营业收入1.27亿元，净利润0.33亿元，年化加权平均净资产收益率为9.0%。公司预计收购完成后每年有望新增营业收入3.8亿元左右，净利润1亿左右。

表4：集团注入管道资产情况

所在地区	主要注入资产	管线总长（千米）	建成年份	设计输气能力（亿方）
延安	临-长线	88.8	2014	134
	临-富线	92	2017	
	青靖线	34.4	2016	
榆林	席靖线	35.1	2019	134
	杨靖线	-	2024	

资料来源：公司公告，中国化工报，国际燃气网，陕西延长石油（集团）管道运输公司官网，西安西化氯碱化工有限责任公司官网，陕西石化新闻，信达证券研发中心

图22：资产注入前后公司长输管道设计输气能力及输气量变化（亿方）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

截至2024年末，公司共有20余项在建工程，其中有两项重点在建管线，分别为铜川-白水-潼关天然气输气管道以及榆林至西安输气管道工程。1）铜川-白水-潼关天然气输气管道，总投资15.28亿元，设计输气能力9.6亿方/年，目前投资进度37.64%，公司预计将于2026年完工；2）榆林至西安输气管道工程（宜川压气站至西安临潼分输站段），拟投资37.8亿元，设计输气能力116亿方/年，目前刚开启建设，公司预计将于2027年完工。我们预计公司未来3年资本开支主要围绕以上两条管线，预计每年需资本开支15亿元。以上两条管线完工后，公司的输气能力有望得到大幅提升，随着新建管线产能爬坡，公司长输管网业务有望稳步增长。

表5：公司主要在建管线项目（截至2024年末）

管线名称	设计输送能力（亿方/年）	管线长度（千米）	总投资额（亿元）	预计完工年份	投资进度	剩余投资额（亿元）
榆林至西安输气管道工程（宜川压气站至西安临潼分输站段）	116	277.66	46.28	2027	0.75%	46
铜川-白水-潼关输气管道工程	9.6	210	15.28	2026	37.64%	9.54
留坝至凤县天然气输气管道工程	2.5	76.1	2.18	2024	89.71%	0.22
商洛至洛南输气管道工程	2.2	40	1.22	2024	51.66%	0.59

资料来源：公司官网，陕西网，陕西省发改委，商洛市城市管理局，信达证券研发中心

四、城市燃气：依托省内气源及管输优势，城燃项目快速扩张

4.1 集团资产注入+市场化并购布局省内城燃项目，售气量快速增长

公司通过控参股子公司从事陕西省内城市燃气业务，城市燃气售气量快速增长。近年来公司大力发展城燃业务，通过集团注入、市场化并购等途径获取城燃项目，公司城燃售气量快速增长，营收及毛利迅速提升。2014-2024 年公司城燃售气量 CAGR 约 22.39%，2024 年公司实现城燃售气量 14.7 亿方，同比增长 32.2%。截至 2024 年年报，公司所属控股城市燃气企业 8 家，主要经营区域为汉中市、渭南市、商洛市、延安市宜川县、西安市蓝田县、宝鸡市眉县等。控股城燃子公司中，陕西城市燃气产业发展有限公司、渭南市天然气有限公司、汉中市天然气投资发展有限公司、商洛市天然气有限公司贡献主要盈利，分别实现营收 22.49/5.37/3.02/2.53 亿元，实现净利润 0.43/0.27/0.01/0.09 亿元。

表 6: 公司控股城燃子公司持股比例及盈利情况 (2024 年)

子公司名称	持股比例	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
陕西城市燃气产业发展有限公司	100%	22.49	0.43
宜川县城燃天然气有限公司	100%	-	-
蓝田县城燃天然气有限公司	70%	-	-
商洛市天然气有限公司	51%	2.53	0.09
渭南市天然气有限公司	51%	5.37	0.27
汉中市天然气投资发展有限公司	70%	3.02	0.01
眉县城燃畅通燃气有限公司	51%	-	-
汉中新汉能源科技发展有限公司	51%	-	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23: 公司城市燃气售气量及增速 (亿方)

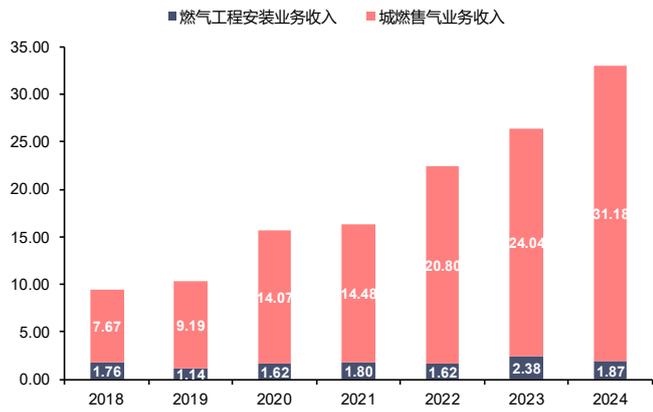


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

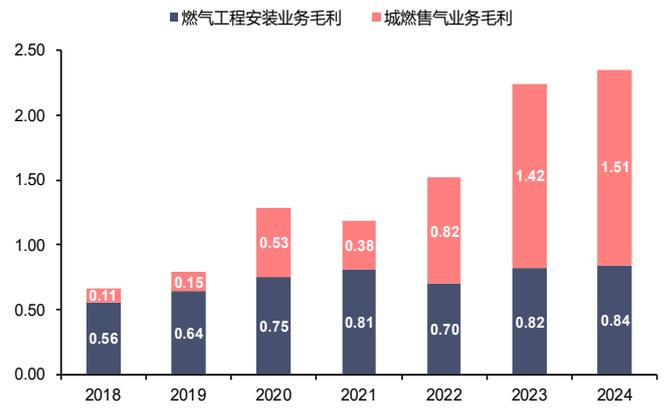
公司城市燃气板块中，燃气工程安装业务整体保持稳定，城燃售气业务营收及毛利快速增长。公司城燃业务快速拓展，伴随售气量的增长，2019-2024 年公司城燃售气业务 CAGR 达到 27.7%，毛利 CAGR 达到 59.5%，2024 年公司实现城燃售气收入 31.18 亿元，同比增长 29.7%，实现城燃售气毛利 1.51 亿元，同比增长 6.5%。2018-2022 年公司燃气工程安装业务收入维持在 1.5 亿元左右，2023 年公司新增接驳用户较多，实现燃气工程安装业务收入 2.38 亿元，同比增长 47.1%。2024 年受新增接驳用户数量减少的影响，燃气工程安装业务收入回落至 1.87 亿元，同比降低 21.5%。

图 24: 城市燃气业务收入构成 (亿元)

图 25: 城市燃气业务毛利构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.2 城燃气源以省内气田为主, 气源成本改善及顺价推进下价差有望迎来修复

公司气源结构以省内气田为主, 采购价格波动幅度相对较小。公司气源结构比较稳定, 主要来自中石油长庆油田、延长集团气田, 2024 年公司从中石油天然气销售陕西分公司及延长石油的采购金额占比超过 70%, 定价方式为年度合同定价, 采购成本相对稳定, 采购单价变动幅度在[-12%,14%]的区间内。2022 及 2023 年受地缘政治等因素影响下国际气价高企, 上游气价涨幅显著, 公司采购价格分别涨至 1.61/1.68 元/方, 同比分别上涨 13.1%/4.2%, 幅度相对可控。由于 2024 年一季度仍执行上一年的价格合同, 公司 2024 年城燃采购价格继续上涨至 1.78 元/方, 涨幅 6%。我们预计, 未来几年在供应端产能释放的背景下, 全球及国内天然气供需格局有望趋于宽松, 公司城燃采购成本有望呈现稳中有降的态势。

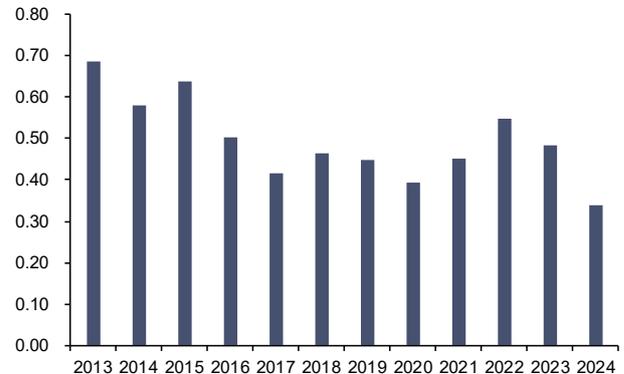
公司下游销售结构中居民用气占比大, 顺价推进下价差有望持续修复。公司下游销售结构中居民用气占比较大, 居民顺价不畅, 导致在上游气价涨幅较大的情况下, 公司购销价差受到了较大幅度挤压, 经我们测算, 2022 年公司城市燃气平均购销价差为 0.54 元/方, 2023 年压缩至 0.48 元/方, 同比下降 0.06 元/方 (-11%), 2024 年购销差进一步降至 0.34 元/方。近年来陕西省内顺价持续推进, 非居民方面, 西安、铜川、汉中等城市陆续已陆续启动上下游联动机制, 居民方面进度稍慢, 仅西安于 2023 年 7 月进行居民用气调价, 上调 0.13 元/方 (+6.3%), 其余城市有待推进。我们认为居民顺价有望持续推进, 公司城燃购销价差有望得到进一步修复。

图 26: 公司城市燃气采购单价 (计算, 元/方)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 公司城市燃气购销价差 (计算, 元/方)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

五、投资建议

公司为陕西燃气集团控股的陕西省大型天然气长输管道运营商，坐拥省内优质长输管网资产。长输管网业务的商业模式决定其盈利相对稳健、现金流情况良好，分红能力较强。公司现有长输管线产能爬坡，在建重点管线投产有望于 2026-2027 年投产，共同为公司业绩创造中长期成长性。此外，近年来公司持续开拓下游市场，发展城市燃气业务，集团城燃项目也有望陆续注入，带动公司业绩增长。综上，我们认为公司属于盈利稳健增长的高分红优质标的。我们预测陕天然气 2025-2027 年的归母净利润分别为 5.50 亿元、6.18 亿元、6.78 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.56 元、0.61 元；对应 6 月 4 日收盘价的 PE 分别为 16.34X、14.55X、13.25X，首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测核心假设：

1) 2025E-2027E 长输管网售气量随现有管网产能爬坡及新建管道落地逐渐提升，维持增速 15%；代输气量占比逐渐提升，分别达到 80%/83%/87%；2025 年下调管输费，代输均价（计算）降至 0.150 元/方，此后两年维持该水平；统购统销价差（计算）维持 0.250 元/方。

2) 2025E-2027E 伴随集团城燃项目注入以及区域内并购，公司城市燃气售气量维持较快增速 20%/15%/15%，2025 年价差（计算）小幅修复至 0.35 元/方，此后两年维持该水平。

分板块盈利预测拆分：

2025E-2027E 公司长输管道板块营业收入分别为 53.4/54.7/53.8 亿元，毛利分别为 7.5/8.1/8.6 亿元；城市燃气板块营业收入分别为 39.3/44.0/49.4 亿元，毛利分别为 2.9/3.2/3.6 亿元。

表 7：可比公司估值表（百万元）

股票代码	股票名称	收盘价 (最新)	归母净利润（百万元）				EPS（元/股）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
605368.SH	蓝天然气	8.4	333	374	435	493	0.56	0.76	0.89	1.01	15.00	11.05	9.49	8.36
603689.SH	皖天然气	9.87	503	535	551	565	0.68	0.75	0.77	0.79	14.51	13.21	12.79	12.45
平均 PE											14.76	12.13	11.14	10.40
002267.SZ	陕天然气*	8.08	724	550	618	678	0.65	0.49	0.56	0.61	12.41	16.34	14.55	13.25

资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：股价为 2025/6/4 收盘价；标*为信达能源团队的预测，其余为 iFinD 一致预期。

风险因素

- 管输费调价风险。**按照《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》规定，长输管输的管输费每三年进行一次监审调整，由于管道建成后前期负荷率较低，因此按照准许收益率核定的管输费往往较高，后续随着气量增长、负荷爬升，下一监管周期核定的管输费或有下调趋势，从而对当年盈利造成一定影响。
- 陕西省天然气消费量增速不及预期。**公司长输管网及城市燃气业务售气量与陕西省内天然气消费情况密切相关，省内天然气消费增速不及预期或对公司盈利带来不利影响。
- 公司长输管网建设进展不及预期。**公司在建多条省内长输管线，合计设计输气规模较大，若管道建设进展不及预期，或影响公司短期利润释放。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,585	1,848	1,653	1,309	1,225
货币资金	820	1,097	881	493	377
应收票据	2	2	2	2	2
应收账款	156	110	143	108	157
预付账款	298	302	323	343	358
存货	284	308	271	332	298
其他	25	29	31	32	32
非流动资产	12,476	12,800	13,182	13,528	13,790
长期股权投资	556	570	570	570	570
固定资产(合计)	9,389	10,114	10,734	11,193	11,518
无形资产	670	700	752	805	858
其他	1,861	1,416	1,126	959	844
资产总计	14,061	14,649	14,835	14,837	15,015
流动负债	5,008	5,489	5,831	5,945	6,227
短期借款	615	1,017	1,017	1,017	1,017
应付票据	60	101	81	64	87
应付账款	1,177	1,155	1,344	1,312	1,455
其他	3,156	3,216	3,388	3,552	3,668
非流动负债	1,116	2,430	2,131	1,831	1,531
长期借款	854	838	838	838	838
其他	261	1,593	1,294	994	694
负债合计	6,123	7,920	7,963	7,776	7,759
少数股东权益	294	302	316	332	349
归属母公司股东权益	7,644	6,427	6,556	6,729	6,907
负债和股东权益	14,061	14,649	14,835	14,837	15,015

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,813	9,033	9,267	9,877	10,324
同比(%)	-8.2%	15.6%	2.6%	6.6%	4.5%
归属母公司净利润	544	724	550	618	678
同比(%)	-11.6%	33.0%	-24.0%	12.3%	9.8%
毛利率(%)	13.5%	15.1%	11.3%	11.5%	11.8%
ROE(%)	7.1%	11.3%	8.4%	9.2%	9.8%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.65	0.49	0.56	0.61
P/E	16.51	12.41	16.34	14.55	13.25
P/B	1.18	1.40	1.37	1.34	1.30
EV/EBITDA	7.49	7.66	6.45	5.98	5.47

利润表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,813	9,033	9,267	9,877	10,324
营业成本	6,755	7,673	8,224	8,740	9,104
营业税金及附加	36	54	55	59	61
销售费用	44	44	45	48	51
管理费用	226	264	185	198	206
研发费用	40	41	42	45	47
财务费用	80	77	75	70	66
减值损失合计	-21	-14	-15	-15	-15
投资净收益	50	40	46	49	52
其他	-3	-20	-3	-2	-1
营业利润	658	886	668	750	824
营业外收支	-5	-5	0	0	0
利润总额	653	881	668	750	824
所得税	89	137	104	117	129
净利润	564	744	564	633	696
少数股东损益	20	20	14	16	17
归属母公司净利润	544	724	550	618	678
EBITDA	1,345	1,620	1,847	2,007	2,159
EPS(当年)(元)	0.49	0.65	0.49	0.56	0.61

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	870	1,401	2,028	1,918	2,236
净利润	564	744	564	633	696
折旧摊销	637	683	1,095	1,182	1,265
财务费用	92	86	92	83	74
投资损失	-50	-40	-46	-49	-52
营运资金变动	-405	-121	288	34	218
其它	33	48	35	35	35
投资活动现金	-789	-1,626	-1,432	-1,479	-1,476
资本支出	-783	-910	-1,463	-1,513	-1,513
长期投资	-84	-843	-15	-15	-15
其他	78	127	46	49	51
筹资活动现金	-355	523	-812	-828	-874
吸收投资	96	68	0	0	0
借款	618	386	0	0	0
支付利息或股息	-450	-540	-537	-528	-574
现金净增加额	-274	298	-216	-389	-115

研究团队简介

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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