

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

陕天然气(002267.SZ)

投资评级 增持

上次评级 增持

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 电力公用分析师
执业编号: S1500525050001
邮箱: tangchanyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., 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

引入战略投资者增强产业协同，调价落地公司业绩有望稳健增长

2025年8月26日

事件: 8月25日晚,公司发布2025年半年报,2025年上半年,公司实现营业收入48.5亿元,同比减少1.47%;归母净利润5.09亿元,同比下降12.62%;扣非净利润4.97亿元,同比减少4.12%。经营活动产生的现金流量为5.27亿元,同比增长17.91%,基本每股收益0.458元。其中,2025Q2公司实现营业收入13.00亿元,同比下降7.33%,环比减少63.40%;实现归母净利润0.50亿元,同比增长65.91%,环比下降89.01%。

2025H1 公司长输管网业务经营稳健,归母净利润同比下降主要由于城市燃气业务盈利下滑。分板块来看,2025年上半年公司长输管网业务贡献营收32.31亿元,同比增长0.04%,占比66.62%;贡献毛利7.40亿元,同比增长1.04%,占比87.26%,毛利率22.89%。城市燃气贡献营收16.19亿元,同比下降4.35%,占比33.38%;贡献毛利1.09亿元,同比下降35.22%,占比12.84%。

点评:

- **引入中长期战略投资者,促进产业协同。**陕西燃气集团与中交资本控股有限公司、陕西长安汇通资本管理有限公司于2025年8月18日分别签署了《股权转让协议》,拟通过协议转让方式分别向中交资本及汇通资本转让其持有的公司77,845,281股、66,724,527股无限售流通普通股股份(合计144,569,808股,占公司总股本的13%)以及由此所衍生的所有股东权益,每股转让价格为人民币7.97元。本次协议转让后,陕西燃气集团持有公司51.43%股份,中交资本持有公司股份7%,汇通资本持有公司股份6%。本次引入积极股东有利于提升公司治理水平、助力企业进一步实现业务拓展和产业协同发展,达成战略转型或规模扩张等长远目标。
- **展望未来,陕天然气为陕西省内核心燃气运营商,其长输管网作为区域垄断性稳定运营资产,有望为其构筑稳健的盈利基本盘。**此外,公司的管输及城燃业务均具备一定的成长性,管输方面两条在建重大管线正在稳步推进,管输业务有望稳步增长;城燃方面,集团城燃资产有望陆续注入,为公司提供增长动能。公司为高分红标的,2020-2024年分红比例保持60%以上,未来有望维持较高分红比例。
- **长输管网: 两条重大在建管线有望注入气量增长动能; 2025 年成本监审已落地, 未来 3 年盈利有望恢复稳健增长。**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,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,调价落地后,未来三年随着管道气量爬坡,公司盈利有望回归稳健增长轨道。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。

- **城市燃气: 依托省内气源及管输优势快速扩张, 集团城燃资产有望稳步注入。**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。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,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,当前仅西安进行居民用气调价,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。
- **公司重视股东回报, 高股息率彰显投资价值。**在2020-2024年期间,公司分红比例维持在60%以上,其中2022年、2024年均实施了中期分红。2024年,公司向全体股东每10股派发现金红利3.50元(含税),加上中期每10股发放现金红利1.00元(含税),全年现金分红总额约5亿元(含税),占2024年归属于母公司所有者净利润的69.12%,以2024/12/31收盘价计算,股息率为5.6%。结合2025年上半年市场表现,假设公司分红比例仍维持60%,以2025年8月25日收盘价计算,公司股息率有望达4.6%。
- **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,集团城燃项目也有望陆续注入,带动公司业绩增长。我们认为公司属于盈利稳健增长的高分红优质标的,调整陕天然气2025-2027年的归母净利润分别为7.07亿元、7.52亿元、7.81亿元, EPS分别为0.64元、0.68元、0.70元;对应8月25日收盘价的PE分别为13.98X、13.14X、12.65X,维持“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	9,322	9,877	10,667
增长率 YoY %	-8.2%	15.6%	3.2%	6.0%	8.0%
归属母公司净利润(百万元)	544	724	707	752	781
增长率 YoY%	-11.6%	33.0%	-2.3%	6.4%	3.9%
毛利率%	13.5%	15.1%	13.3%	13.2%	12.7%
净资产收益率 ROE%	7.1%	11.3%	10.5%	10.7%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.65	0.64	0.68	0.70
市盈率 P/E(倍)	18.16	13.66	13.98	13.14	12.65
市净率 P/B(倍)	1.29	1.54	1.47	1.41	1.35

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2025年8月25日收盘价

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	1,727	1,551	1,771	
货币资金	820	1,097	969	744	886	
应收票据	2	2	2	2	3	
应收账款	156	110	145	107	168	
预付账款	298	302	318	337	366	
存货	284	308	262	330	315	
其他	25	29	31	31	34	
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	14,909	15,079	15,562	
流动负债	5,008	5,489	5,744	5,888	6,369	
短期借款	615	1,017	1,017	1,017	1,017	
应付票据	60	101	78	65	91	
应付账款	1,177	1,155	1,303	1,304	1,526	
其他	3,156	3,216	3,346	3,502	3,735	
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	7,875	7,719	7,901	
少数股东权益	294	302	320	339	359	
归属母公司股东权益	7,644	6,427	6,713	7,021	7,302	
负债和股东权益	14,061	14,649	14,909	15,079	15,562	

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	9,322	9,877	10,667
同比(%)	-8.2%	15.6%	3.2%	6.0%	8.0%
归属母公司净利润	544	724	707	752	781
同比(%)	-11.6%	33.0%	-2.3%	6.4%	3.9%
毛利率(%)	13.5%	15.1%	13.3%	13.2%	12.7%
ROE(%)	7.1%	11.3%	10.5%	10.7%	10.7%
EPS（摊薄）（元）	0.49	0.65	0.64	0.68	0.70
P/E	18.16	13.66	13.98	13.14	12.65
P/B	1.29	1.54	1.47	1.41	1.35
EV/EBITDA	7.49	7.66	6.24	5.83	5.36

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	9,322	9,877	10,667
营业成本	6,755	7,673	8,087	8,578	9,315
营业税金及附加	36	54	55	59	63
销售费用	44	44	46	48	52
管理费用	226	264	186	198	213
研发费用	40	41	42	45	48
财务费用	80	77	75	68	63
减值损失合计	-21	-14	-15	-15	-15
投资净收益	50	40	47	49	53
其他	-3	-20	-3	-2	-1
营业利润	658	886	859	914	949
营业外收支	-5	-5	0	0	0
利润总额	653	881	859	914	950
所得税	89	137	134	142	148
净利润	564	744	725	771	801
少数股东损益	20	20	18	19	20
归属母公司净利润	544	724	707	752	781
EBITDA	1,345	1,620	2,038	2,169	2,278
EPS（当年）	0.49	0.65	0.64	0.68	0.70

现金流量表			单位: 百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	870	1,401	2,116	2,082	2,490
净利润	564	744	725	771	801
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	-47	-49	-53
营运资金变动	-405	-121	214	60	369
其它	33	48	35	35	35
投资活动现金流	-789	-1,626	-1,431	-1,479	-1,475
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	53
筹资活动现金流	-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	-128	-225	141

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，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，现任信达证券研发中心负责人。

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、下属煤矿副矿长，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等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

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。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

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。