

# 天壕能源 (300332)

## 2023 年中报点评: 短期气源对接进展缓慢, 期待长期稀缺跨省长输气量提升

买入 (维持)

2023 年 08 月 27 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002  
renyx@dwzq.com.cn

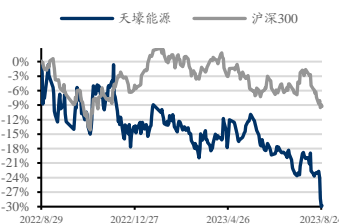
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,842	5,570	7,914	10,514
同比	87%	45%	42%	33%
归属母公司净利润 (百万元)	365	722	980	1,300
同比	79%	97%	36%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.41	0.82	1.11	1.47
P/E (现价&最新股本摊薄)	23.51	11.90	8.77	6.61

关键词: #业绩不及预期

### 投资要点

- **事件:** 公司 2023 年上半年公司实现营业收入 20.56 亿元, 同比增长 21.51%; 归母净利润 2.4 亿元, 同比增长 17.78%; 扣非归母净利润 2.29 亿元, 同比增长 12.26%; 加权平均 ROE 同比提高 0.11pct, 至 5.58%。
- **神安线稳定运行, 期待气量提升。** 2023H1 公司实现营收 20.56 亿元, 同增 21.51%; 实现毛利 4.83 亿元, 同增 17.27%; 归母净利润 2.4 亿元, 同增 17.78%; 不及预期, 主要原因为气源增长进度缓慢、二季度价差走弱, 期待下半年增量气增加。神安线山西-河北段通气后持续稳定供应, 燃气业务稳步发展, 2023H1 售气收入 19.07 亿元, 同增 24.99%, 实现售气量 6.62 亿方, 同增 12.97%, 单方售价提升同比 0.28 元/方。神安线将山西、陕西以煤层气为主的天然气运送至需求旺盛的河北市场, 已成为河北第三大气源, 期待供需错配下稀缺跨省长输未来发展。
- **燃气板块稳定增长, 膜产品业务有所下滑。** 2023H1, 公司: 1) 天然气供应及管输运营业务实现营收 19.85 亿元, 同增 24.47%, 占总收入 96.56%; 实现毛利 4.63 亿元, 同增 23.85%, 毛利率 23.34%, 同比下降 0.11pct。随合作方中联公司在山西境内沿线拥有的临兴、柳林、寿阳、古交等区块和中石油保德、三交、三交北、紫金山等区块非常规天然气气量的释放, 神安线气量将得以快速增长, 期待供需错配下稀缺跨省长输未来发展。2) 膜产品研发生产销售及水处理工程服务业务实现营收 0.45 亿元, 同减 36.74%, 占公司总收入 2.19%; 实现毛利 992 万元, 同减 66.58%。主要原因为: 因参加展会和宣传活动, 膜产品订单取得较大增长, 但销售费用较上年同期增加; 同时受客户建设项目工期的影响, 膜产品发货量有所下降。
- **稀缺跨省长输管网, 神安线构筑三大盈利模式。** ①管输费: 合资公司中联华瑞收取管输费 0.195 元/方贡献稳定收益。②门站价为基准的区域价差: 公司于陕西/山西采购低价气, 经神安线送至河北销售 (陕西/山西/河北门站价格为 1.22/1.77/1.93 元每方), 获取门站价差。③零售价差: 公司通过深度分销, 将低价气源直供给工业企业客户, 非居民零售气价较高, 预计整体单方毛差有望超过 2 元。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 7.22/9.80/13.0 亿元, 同比 97%/36%/33%, EPS 为 0.82/1.11/1.47 元, 对应 PE12/9/7 倍 (估值日 2023/08/25)。跨省长输管线具备产业链地位、资产稀缺性和盈利能力确定性, 价值凸显, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 气源释放不及预期、下游客户需求不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.71
一年最低/最高价	9.58/14.44
市净率(倍)	2.08
流通 A 股市值(百万元)	8,199.61
总市值(百万元)	8,591.04

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.67
资产负债率(% ,LF)	52.42
总股本(百万股)	884.76
流通 A 股(百万股)	844.45

### 相关研究

《天壕能源(300332): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 神安线全线贯通, 上下游开拓稳步进行》

2023-04-26

《天壕能源(300332): 拟收购中国油气控股, 延伸上游气源稀缺跨省长输资产价值提升》

2023-03-25

**事件:** 2023 年上半年公司实现营业收入 20.56 亿元, 同比增长 21.51%; 归母净利润 2.4 亿元, 同比增长 17.78%; 扣非归母净利润 2.29 亿元, 同比增长 12.26%; 加权平均 ROE 同比提高 0.11pct, 至 5.58%。

## 1. 燃气板块稳定增长, 期待神安线气量稳步提升

**燃气板块稳定增长, 期待神安线气量稳步提升。** 神安线山西-河北段通气后持续稳定供应, 燃气业务稳步发展, 2023H1 售气收入 19.07 亿元, 同增 24.99%, 实现售气量 6.62 亿方, 同增 12.97%, 单方售价同比提升 0.28 元/方。

**神安线稳定运行, 燃气板块稳定增长。** 2023H1 公司天然气供应及管输运营业务实现营业收入 19.85 亿元, 同增 24.47%, 占总收入 96.56%; 实现毛利 4.63 亿元, 同增 23.85%, 毛利率 23.34%, 同比下降 0.11pct。公司与中联公司投资建设跨越陕晋冀的神安线管道, 可将陕东、晋西的煤层气为主天然气输送至需求旺盛的华北市场, 神安线在 2023 年安全稳定运行, 向河北省稳定供气, 目前已成为河北省第三大气源, 保障河北省天然气稳定供应。

**膜产品研发生产销售及水处理工程服务业务下滑。** 公司膜产品研发生产销售及水处理工程服务业务业绩有所下滑, 实现营业收入 0.45 亿元, 同比减少 36.74%, 占公司总收入 2.19%; 实现毛利 992.14 万元, 同比减少 66.58%。主要原因为: 因参加展会和宣传活动, 膜产品订单取得较大增长, 但销售费用较上年同期增加; 同时受客户建设项目工期的影响, 膜产品发货量有所下降。

**期间费用控制良好, 费用率下降。** 2023 年上半年公司期间费用同比增长 3.2% 至 1.38 亿元, 期间费用率下降 1.19pct 至 6.7%。其中, 销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 26.95%、增加 2.76%、增加 18.14%、减少 4.46% 至 0.1 亿元、0.77 亿元、0.12 亿元、0.38 亿元; 销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.02pct、下降 0.7pct、下降 0.02pct、下降 0.51pct 至 0.48%、4.36%、0.6%、1.86%。

## 2. 资产负债率下降营运效率提升, 加权 ROE 提升盈利能力增强

**2023 年上半年公司资产负债率为 52.42%, 同比下降 0.7pct, 较年初下降 2.67pct。** 2023 年上半年公司应收账款同比增长 0.47% 至 5.85 亿元, 应收账款周转天数同比减少 18.39 天至 48.34 天; 存货同比增长 20.18% 至 1.64 亿元, 存货周转天数同比减少 19.83 天至 50.58 天; 应付账款同比减少 52.85% 至 5.38 亿元, 应付账款周转天数同比减少 104.98 天至 74.35 天, 使净营业周期同比增加 66.76 天至 24.57 天。

**2023 年上半年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.11pct 至 5.58%。** 对 ROE 采

用杜邦分析可得，2023年上半年公司销售净利率为11.9%，同比上升0.06pct，总资产周转率为0.22（次），同比上升0.02（次），权益乘数从2021年上半年的2.24上升至2023年上半年的2.25。

### 3. 资产购建增加，现金流表现尚可

**资产购建增加，现金流表现良好。**1) 2023年上半年公司经营活动现金流净额-0.14亿元，同比减少12.97%；2) 投资活动现金流净额-2.86亿元，同比减少94.38%，主要系购建资产支出的现金流增加所致；3) 筹资活动现金流净额0.66亿元，同比增加332.26%，主要系收到股票激励行权款以及上期分红所致。

### 4. 神安线稳定运行，期待稀缺跨省长输未来发展

**神安线稳定运行，助力上游气源&下游用户开拓。**公司与中联公司投资建设跨越陕晋冀的神安线管道，设计输气能力50亿方/年，可将陕东、晋西的煤层气等非常规天然气输送至需求旺盛的华北市场。2022年12月神安线陕西-山西段建成投产，2023年上半年神安线持续安全稳定地运行，公司依托神安线在拓展上游气源的同时开拓下游市场。

**沿线气田资源量丰富，管输/储气库瓶颈解决后产能有望放量。**神安线沿线气源丰富，包括中联煤的五大气田/区块、中石油的四大气田/区块以及陕西政府的延长气田。沿线气田总可开采资源量达4667亿方，而目前的年产量仅有520亿方，沿线气田具备可持续的生产能力以及较高的增产潜力，神安线气量增长值得期待。

表1: 沿线气田具备可持续的生产能力以及较高的增产潜力，气源丰富

气源名称	项目所有方	所在地	气源类型	探明可采储量 (亿立方米)	年产量 (亿立方米)
中联煤: 临兴区块	中海油	山西	煤层气	1010	18
中联煤: 古交区块		山西	煤层气	81	5
中联煤: 寿阳区块		山西	煤层气	200	1
中联煤: 柳林区块		山西	煤层气	107	3
中联煤: 神府气田		陕西	煤层气	465	6
中石油: 紫金山区块	中石油	山西	煤层气	350	尚未形成商品气量
中石油: 三交区块		山西	煤层气	217	5
中石油: 保德区块		山西	煤层气	360	5
中石油: 长庆气田		陕西、山西、甘肃、宁夏、内蒙古	常规气源	2330	445
陕西延长气田	陕西省政府	陕西	常规气源	557	50
<b>合计</b>				<b>4667</b>	<b>520</b>
其中: 中海油山西煤层气产量约 <b>27亿方/年</b> , 陕西煤层气产量约 <b>6亿方/年</b> 中石油山西煤层气产量约 <b>10亿方/年</b> , 长庆气田产量约 <b>445亿方/年</b> 陕西省政府延长气田产量约 <b>50亿方/年</b>					

数据来源: 中国石油新闻中心, 东吴证券研究所

**拟收购中国油气控股,延伸上游气源。**2023年3月,公司与中国油气控股(0702.HK)签署重组意向条款清单,就公司拟参与中国油气控股重组的相关事项达成初步意向。煤层气资源禀赋优异,已形成稳定规模产气,可直接进入神安线外输。中国油气控股通过全资子公司奥瑞安能源与中石油合作在三交区块进行煤层气勘探、开采及生产,通过订立生产分成合约享有70%权益。三交区块是中国最优质的整装煤层气田之一,项目合作区覆盖面积合计383平方公里。其中具有商业开采价值的探明储量面积282平方公里,探明煤层气地质储量为435亿立方米,可开采储量217亿立方米,具有较大的开发潜力。截至2021年末,项目已建成煤层气开发规模2亿方/年(2021年产气1.28亿方,2022M1-6产气0.78亿方),规模未来可进一步提升至5亿方/年。公司在项目稳定产气阶段介入,规避了长周期、高资本开支、高风险的勘探阶段。项目稳定生产规模煤层气,可直接经过支线连接进入神安线实现外输,在产规模与设计规模分别可占神安线输气能力50亿方/年的4%/10%。公司延伸上游气源,增强气源供应能力,降低气源采购成本。上游资源协同,中游长输管线稀缺资产价值提升。

**国网互联互通,开拓终端市场。**神安线下游终端市场覆盖华北地区“煤改气”的重点区域,尤其是河北市场,“煤改气”政策成为驱动河北省天然气消费规模快速增长的主要原因,根据《中国“十四五”天然气消费趋势分析》,预计2025年前河北省仍有130万户居民实施“气代煤”改造,同时随着减煤政策的进一步落实,工业燃料用气量仍有较大增长空间。神安线与国家管网互联互通后,可通过管道代输进一步拓展神安线管道周边的天然气市场,将销售半径南扩至供需更加紧张的山东、江苏等地。

## 5. 盈利预测

我们维持2023-2025年公司归母净利润7.22/9.80/13.0亿元,同比97%/36%/33%,EPS为0.82/1.11/1.47元,对应PE12/9/7倍(估值日2023/08/25)。跨省长输管线具备产业链地位、资产稀缺性和盈利能力确定性,价值凸显,维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

气源获取不及预期,天然气价格波动,气田产量不及预期

## 天壕能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,095</b>	<b>5,120</b>	<b>7,250</b>	<b>10,203</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,842</b>	<b>5,570</b>	<b>7,914</b>	<b>10,514</b>
货币资金及交易性金融资产	1,742	2,109	3,515	5,402	营业成本(含金融类)	2,906	3,798	5,549	7,549
经营性应收款项	697	1,647	2,171	2,979	税金及附加	17	46	66	89
存货	115	150	219	298	销售费用	22	58	183	210
合同资产	305	724	712	736	管理费用	180	334	554	736
其他流动资产	236	490	633	788	研发费用	25	80	120	137
<b>非流动资产</b>	<b>6,199</b>	<b>6,119</b>	<b>5,959</b>	<b>5,789</b>	财务费用	81	77	115	127
长期股权投资	781	781	781	781	加:其他收益	16	28	24	26
固定资产及使用权资产	1,945	1,994	1,996	1,982	投资净收益	(31)	(123)	(16)	84
在建工程	528	446	397	374	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,421	1,363	1,301	1,238	减值损失	(50)	(70)	(165)	(205)
商誉	1,144	1,124	1,074	1,004	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	53	53	53	53	<b>营业利润</b>	<b>543</b>	<b>1,012</b>	<b>1,172</b>	<b>1,572</b>
其他非流动资产	327	358	358	358	营业外净收支	(13)	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>9,294</b>	<b>11,238</b>	<b>13,208</b>	<b>15,992</b>	<b>利润总额</b>	<b>530</b>	<b>1,014</b>	<b>1,174</b>	<b>1,574</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,836</b>	<b>5,159</b>	<b>6,058</b>	<b>7,357</b>	减:所得税	167	320	223	299
短期借款及一年内到期的非流动负债	920	1,108	1,279	1,449	<b>净利润</b>	<b>362</b>	<b>694</b>	<b>951</b>	<b>1,275</b>
经营性应付款项	2,069	3,165	3,623	4,509	减:少数股东损益	(3)	(28)	(29)	(25)
合同负债	183	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>365</b>	<b>722</b>	<b>980</b>	<b>1,300</b>
其他流动负债	664	886	1,156	1,398	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.82	1.11	1.47
非流动负债	1,285	1,277	1,397	1,607	EBIT	700	1,092	1,289	1,701
长期借款	93	153	243	393	EBITDA	887	1,298	1,509	1,931
应付债券	365	365	365	365	毛利率(%)	24.35	31.82	29.89	28.21
租赁负债	15	20	50	110	归母净利率(%)	9.51	12.96	12.38	12.37
其他非流动负债	812	739	739	739	收入增长率(%)	87.23	44.99	42.08	32.85
<b>负债合计</b>	<b>5,121</b>	<b>6,435</b>	<b>7,454</b>	<b>8,963</b>	归母净利润增长率(%)	79.22	97.48	35.71	32.73
归属母公司股东权益	4,012	4,670	5,649	6,949					
少数股东权益	161	134	105	80					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,173</b>	<b>4,803</b>	<b>5,754</b>	<b>7,029</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,294</b>	<b>11,238</b>	<b>13,208</b>	<b>15,992</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	469	580	1,357	1,684	每股净资产(元)	4.47	5.20	6.30	7.77
投资活动现金流	(463)	(265)	(164)	(84)	最新发行在外股份(百万股)	885	885	885	885
筹资活动现金流	141	54	213	286	ROIC(%)	9.18	12.44	14.77	16.18
现金净增加额	148	368	1,406	1,887	ROE-摊薄(%)	9.11	15.46	17.34	18.71
折旧和摊销	187	206	220	230	资产负债率(%)	55.10	57.26	56.43	56.05
资本开支	(175)	(128)	(148)	(168)	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.51	11.90	8.77	6.61
营运资本变动	(250)	(557)	(71)	(33)	P/B (现价)	2.17	1.87	1.54	1.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>