

天壕能源 (300332.SZ) / 公用事业

买入 (维持评级)

23Q2 短期业绩承压，静待燃气主业能力释放

当前价格: 9.71 元
 目标价格: 15.36 元

事件: 公司发布2023年半年报, 2023H1公司实现营业收入20.56亿元, 同比+21.51%; 归母净利润2.4亿元, 同比+17.78%。单二季度公司实现营业收入7.8亿元, 同比-10%; 归母净利润0.36亿元, 同比-49.14%。

投资要点:

➤ **23Q2业绩同比下降, 燃气销售不及预期。** 23H1公司主营业务天然气供应及管输运营业务实现营收19.85亿元, 同比+24.47%, 占公司总营收96.56%; 其中, 售气业务销量6.62亿立方米, 同比+12.97%; 售气收入19.08亿元, 同比+24.99%。23Q2公司售气业务短期承压, 原因系淡季下游市场需求不足, LNG价格低位对公司燃气销量和售价形成冲击。预计后续公司与上游气源中联煤建立价格联动机制, 形成价格变化和波动的正常机制, 公司业绩将稳定增长。

➤ **神安线全线通气初期, 上游资源协同仍需提升。** 2022年底, 公司神安线管道全线贯通, 22Q4和23Q1燃气业绩快速增长。2023年作为神安线全线通气第一年, Q2神安线河北段气量低于预期, 年复工复产增速较缓, 总燃气需求量同比去年变化幅度小。公司与上游资源方协同不够充分, 4月份错失一些市场机会。目前上游资源方面, 中石油和中联煤23年都明确提出年底明确增储上产目标, 分别为1000万方/天和1400万方/天, 预计随着内陆资源开发和提产, 公司输气量将稳步提升。

➤ **上下游一体化加速推进, 产业链整合升级进行时。** 23年8月15日, 公司发布公告, 更新拟参与中国油气中国油气控股重组交易的进展, 离正式重组协议进一步达成共识, 上游气源总量提升稳定推进。下游终端客户拓展方面, 除了山西省和河北省本地市场的加速扩张, 公司在全国各级积极拓展终端市场, 其中内蒙项目进展较快, 预计年内可实现供气, 未来将为公司全面贡献利润。

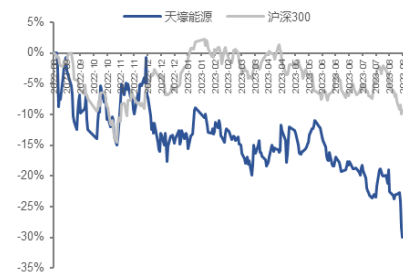
➤ **盈利预测:** 我们预测2023-2025年公司的营业收入分别为 62.64、89.94、107.62 亿元, 2023-2025年归母净利润分别为6.79、11.06、14.56亿元, 对应PE分别为12.65、7.77、5.90倍, 结合可比公司情况, 给予2023年20倍PE估值, 目标价15.36元/股, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示:** 行业周期性波动; 安全生产的风险; 重组交易进度不及预期的风险, 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

总股本/流通股(百万股)	885/844
流通A股市值(百万元)	8591/8200
每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	52.74
一年内最高/最低(元)	13.84/9.68

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊
 执业证书编号: S0210523030001
 邮箱: wl30040@hfzq.com.cn

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20.52	38.42	62.64	89.94	107.62
增长率(%)	21%	87%	63%	44%	20%
净利润(百万元)	2.04	3.65	6.79	11.06	14.56
增长率(%)	265%	79%	86%	63%	32%
EPS(元/股)	0.23	0.41	0.77	1.25	1.65
市盈率(P/E)	42.1	23.51	12.65	7.77	5.90
市净率(P/B)	2.4	2.1	1.9	1.5	1.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

相关报告

1.《天然气上下游一体加速推进, 神安线潜力释放可期》2023.08.19

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,742	1,253	2,544	4,341	营业收入	3,842	6,264	8,994	10,762
应收票据及账款	545	860	1,165	1,356	营业成本	2,906	4,747	6,670	7,813
预付账款	101	301	411	416	税金及附加	17	45	64	74
存货	115	177	186	218	销售费用	22	56	108	161
合同资产	305	1,063	1,302	1,413	管理费用	180	294	423	506
其他流动资产	592	1,897	2,296	2,555	研发费用	25	42	60	71
流动资产合计	3,095	4,488	6,602	8,886	财务费用	81	-3	-27	-54
长期股权投资	781	781	781	781	信用减值损失	2	-25	-27	-17
固定资产	1,921	1,968	2,013	2,055	资产减值损失	-52	-50	-50	-50
在建工程	484	534	584	634	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	1,421	1,460	1,553	1,546	投资收益	-31	-40	-45	-50
商誉	1,144	1,090	1,090	1,090	其他收益	16	16	16	16
其他非流动资产	448	435	424	425	营业利润	543	982	1,591	2,089
非流动资产合计	6,199	6,266	6,444	6,530	营业外收入	2	2	2	2
资产合计	9,294	10,754	13,045	15,416	营业外支出	15	15	15	15
短期借款	691	281	0	0	利润总额	530	969	1,577	2,076
应付票据及账款	2,069	3,149	4,618	5,454	所得税	167	306	498	656
预收款项	0	0	0	1	净利润	362	663	1,079	1,420
合同负债	183	301	432	517	少数股东损益	-3	-17	-27	-36
其他应付款	458	458	458	458	归属母公司净利润	365	679	1,106	1,456
其他流动负债	435	471	510	533	EPS (摊薄)	0.41	0.77	1.25	1.65
流动负债合计	3,836	4,660	6,017	6,963					
长期借款	93	143	73	153	主要财务比率				
应付债券	365	365	365	365		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	827	827	827	827	成长能力				
非流动负债合计	1,285	1,335	1,265	1,345	营业收入增长率	87.2%	63.1%	43.6%	19.7%
负债合计	5,121	5,995	7,282	8,308	EBIT 增长率	95.5%	58.1%	60.5%	30.5%
归属母公司所有者权益	4,012	4,615	5,646	7,026	归母净利润增长率	79.2%	85.9%	62.8%	31.6%
少数股东权益	161	145	118	82	获利能力				
所有者权益合计	4,173	4,759	5,763	7,108	毛利率	24.4%	24.2%	25.8%	27.4%
负债和股东权益	9,294	10,754	13,045	15,416	净利率	9.4%	10.6%	12.0%	13.2%
					ROE	8.8%	14.3%	19.2%	20.5%
					ROIC	15.5%	22.8%	31.6%	31.9%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	55.1%	55.7%	55.8%	53.9%
经营活动现金流	469	304	2,172	2,143	流动比率	0.8	1.0	1.1	1.3
现金收益	621	914	1,310	1,634	速动比率	0.8	0.9	1.1	1.2
存货影响	-1	-62	-9	-32	营运能力				
经营性应收影响	249	-465	-364	-147	总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.7
经营性应付影响	241	1,080	1,469	837	应收账款周转天数	56	40	41	42
其他影响	-641	-1,163	-233	-149	存货周转天数	14	11	10	9
投资活动现金流	-463	-363	-481	-405	每股指标 (元)				
资本支出	-393	-390	-446	-353	每股收益	0.41	0.77	1.25	1.65
股权投资	-138	0	0	0	每股经营现金流	0.53	0.34	2.45	2.42
其他长期资产变化	68	27	-35	-52	每股净资产	4.53	5.22	6.38	7.94
融资活动现金流	141	-430	-399	59	估值比率				
借款增加	288	-359	-351	80	P/E	24	13	8	6
股利及利息支付	-81	-107	-93	-87	P/B	2	2	2	1
股东融资	20	2	0	0	EV/EBITDA	134	86	58	46
其他影响	-87	35	45	66					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn