

天壕能源（300332）

2023 年三季报点评：业绩环比高增，期待气量释放

买入（维持）

2023 年 10 月 31 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

研究助理 谷玥

执业证书：S0600122090068

guy@dwzq.com.cn

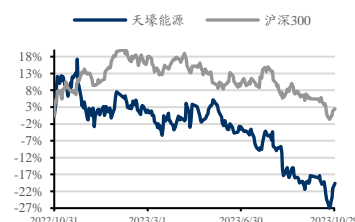
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	3,842	5,899	7,593	9,973
同比	87%	54%	29%	31%
归属母公司净利润（百万元）	365	554	877	1,269
同比	79%	52%	58%	45%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.41	0.63	0.99	1.43
P/E（现价&最新股本摊薄）	22.71	14.98	9.46	6.54

关键词：#稀缺资产

投资要点

- **事件：**2023 年前三季度公司实现营业收入 31.85 亿元，同比增长 24.76%；归母净利润 3.07 亿元，同比增长 16.43%；扣非归母净利润 2.92 亿元，同比增长 11.55%；加权平均 ROE 同比提高 0.41pct，至 7.42%。
- **业绩环比高增，期待气量释放。**2023Q1-3 公司实现营收 31.85 亿元，同增 24.76%；归母净利润 3.07 亿元，同增 16.43%；扣非归母净利润 2.92 亿元，同增 11.55%。2023Q3 公司实现营收 11.29 亿元，同增 31.15%，环增 48.94%；归母净利润 0.67 亿元，同增 11.86%，环增 85.13%；扣非归母净利润 0.63 亿元，同增 9.08%，环增 101.35%。公司三季度业绩环比大幅改善，积极与上游气源供应商以及下游用户制定顺价政策，三季度气量和价差均有提升，气源拓展有望加速。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。
- **上游气源&下游用户持续开拓。**1) **气源：**①**神安线沿线气源丰富**，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，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。②**公司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。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。三交区块可开采储量/探明储量分别 217/435 亿方；截至 2021 年末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），未来可进一步提升至 5 亿方/年。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。2) **用户：**国网互联互通，开拓终端市场。神安线与国家管网互联互通后，可将销售半径扩至供需更紧张的山东、江苏等地。
- **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**门站价为基础的价差：**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：**考虑公司气源拓展节奏，我们下调 2023-2025 年公司归母净利润至 5.54/8.77/12.69 亿元（原值 7.22/9.80/13.0 亿元），同比 52%/58%/45%，EPS 为 0.63/0.99/1.43 元，对应 PE15/9/7 倍（估值日 2023/10/31）。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)	9.41
一年最低/最高价	8.49/14.44
市净率(倍)	1.97
流通 A 股市值(百万元)	7,946.29
总市值(百万元)	8,325.63

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.78
资产负债率(%，LF)	51.47
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)：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》

2023-08-27

天壕能源三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,095	5,917	7,249	9,945	营业总收入	3,842	5,899	7,593	9,973
货币资金及交易性金融资产	1,742	2,677	3,620	5,357	营业成本(含金融类)	2,906	4,786	5,941	7,680
经营性应收款项	697	1,772	2,101	2,836	税金及附加	17	15	33	45
存货	115	189	234	303	销售费用	22	19	46	80
合同资产	305	767	683	698	管理费用	180	165	228	349
其他流动资产	236	513	610	751	研发费用	25	29	46	80
非流动资产	6,199	6,121	5,961	5,792	财务费用	81	77	107	126
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)	(118)	(15)	80
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	营业利润	543	648	1,037	1,515
其他非流动资产	327	360	360	360	营业外净收支	(13)	2	2	2
资产总计	9,294	12,039	13,210	15,736	利润总额	530	650	1,039	1,517
流动负债	3,836	6,163	6,362	7,435	减:所得税	167	117	187	273
短期借款及一年内到期的非流动负债	920	1,112	1,283	1,454	净利润	362	533	852	1,244
经营性应付款项	2,069	3,989	3,878	4,587	减:少数股东损益	(3)	(21)	(26)	(25)
合同负债	183	0	0	0	归属母公司净利润	365	554	877	1,269
其他流动负债	664	1,063	1,201	1,394	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.63	0.99	1.43
非流动负债	1,285	1,228	1,348	1,558	EBIT	700	727	1,146	1,643
长期借款	93	153	243	393	EBITDA	887	933	1,366	1,872
应付债券	365	365	365	365	毛利率(%)	24.35	18.88	21.76	22.99
租赁负债	15	20	50	110	归母净利率(%)	9.51	9.39	11.56	12.72
其他非流动负债	812	691	691	691	收入增长率(%)	87.23	53.55	28.72	31.34
负债合计	5,121	7,391	7,711	8,993	归母净利润增长率(%)	79.22	51.59	58.37	44.59
归属母公司股东权益	4,012	4,507	5,385	6,653					
少数股东权益	161	140	115	90					
所有者权益合计	4,173	4,647	5,499	6,743					
负债和股东权益	9,294	12,039	13,210	15,736					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	469	1,177	894	1,539	每股净资产(元)	4.47	5.02	6.01	7.44
投资活动现金流	(463)	(261)	(163)	(88)	最新发行在外股份(百万股)	885	885	885	885
筹资活动现金流	141	19	213	286	ROIC(%)	9.18	10.05	13.68	16.33
现金净增加额	148	935	943	1,737	ROE-摊薄(%)	9.11	12.29	16.30	19.07
折旧和摊销	187	206	220	230	资产负债率(%)	55.10	61.40	58.37	57.15
资本开支	(175)	(128)	(148)	(168)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.71	14.98	9.46	6.54
营运资本变动	(250)	213	(434)	(152)	P/B(现价)	2.10	1.87	1.56	1.26

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>