

# 天壕能源 (300332.SZ)

## 积极应对业绩挑战，回购+强化分红稳固战略合作

### 买入 (维持评级)

当前价格: 6.30 元

#### 投资要点:

➤ **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年, 公司实现营业收入 45.22 亿元, 同比+17.70%; 归母净利润 2.40 亿元, 同比-34.38%。2024Q1, 公司实现营业收入 11.55 亿元, 同比-11.06%; 归母净利润 0.69 亿元, 同比-66.29%。

➤ **海气量大影响陆气销售, 价差缩小整体业绩承压。** 2023 年, 公司天然气供应及管输运营业务实现营业收入 42.83 亿元, 同比+19.58%; 燃气销售量达 15.47 亿立方米, 同比+32.06%, 主要系神安线管道通气后持续稳定供应, 燃气板块售气量较上年同期有所增加; 公司实现营业毛利 8.12 亿元, 同比减少 1.24 亿元, 其中主要系海气量大对公司管道气销售造成影响, 全年售气价差缩小, 营业毛利下降, 整体经营业绩不及预期。

➤ **回购+分红同步进行, 稳固客户长期合作。** 根据公司公告, 应对股票下行, 公司选择进行回购并已将回购的股票予以注销; 此外公司明确了分红方案, 依然按照利润的 20% 进行分红以此稳固和长期战略伙伴共同发展, 保持上游资源开采+中游长输管道+下游终端市场的全产业链布局, 力争将更多工业客户纳入公司直供服务的范围, 提升直接销售气量。

➤ **积极建设气源对接, 实现预期增量&收益。** 2023 年, 公司拟参与中国油气控股重组交易, 并与相关方就重组交易方案签署了附生效条件的重组文件。此外在国家环保政策的指导下, 公司积极抓住业务区域内氧化铝、煤矿、石英砂、玻璃、陶瓷、发电、水泥等用气行业产业升级的契机, 成功吸引了更多客户, 有望带来业绩增量。根据公司公告, 目前淡季公司输气量为 650 多万方/天, 其中直接销售 300 多万方/天, 代输 350 多万方/天; 公司目标淡季直接销售量达 500 万方/天, 冬季达到目前气量的 2 倍以上, 因此今年有望销售气量超过 20 亿方。在价差修复方面, 公司已与中海油的气电集团签署相关保量保利协议, 确保淡季基本收益和中海油在陕西和山西全面提产目标, 助力公司在旺季拉开一定供销差价, 盈利能力有望修复。

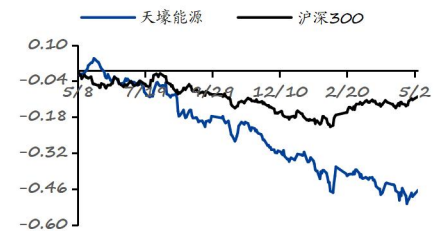
➤ **盈利预测与投资建议。** 24-25 年营收和归母净利润预测前值分别为 89.94/107.62 亿元和 11.06/14.56 亿元, 根据公司 23 年年报财务数据, 我们调整了业绩核心变量 (燃气业务的毛差), 并新增 26 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 59.25/70.52/81.35 亿元, 归母净利润分别为 3.67/4.78/6.38 亿元, EPS 分别为 0.42、0.55、0.73 元/股, 对应 PE 分别为 14.2、11.4、8.6 倍, 维持公司“买入”评级。

➤ **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/流通股本(百万股)	868.98/833.07
流通 A 股市值(百万元)	5,248.35
每股净资产(元)	4.79
资产负债率(%)	49.57
一年内最高/最低价(元)	12.52/5.33

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师: 汪磊(S0210523030001)  
 WL30040@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 23Q3 业绩稳中向好, 持续注入神安线新气源——2023.10.27
- 天壕能源 (300332.SZ): 23Q2 短期业绩承压, 静待燃气主业能力释放——2023.08.27
- 天壕能源 (300332.SZ): 天然气上下游一体加速推进, 神安线潜力释放可期——2023.08.19

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	38.42	45.22	59.25	70.52	81.35
增长率	87%	18%	31%	19%	15%
净利润(亿元)	3.65	2.40	3.67	4.78	6.38
增长率	79%	-34%	53%	30%	33%
EPS(元/股)	0.42	0.28	0.42	0.55	0.73
市盈率(P/E)	15.0	22.8	14.9	11.4	8.6
市净率(P/B)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,448	1,898	2,341	3,026	营业收入	4,522	5,925	7,052	8,135
应收票据及账款	472	580	636	707	营业成本	3,710	4,917	5,843	6,608
预付账款	184	246	292	330	税金及附加	16	37	40	40
存货	154	193	230	260	销售费用	23	30	35	41
合同资产	301	385	458	529	管理费用	161	207	247	277
其他流动资产	657	811	949	1,082	研发费用	23	30	36	41
流动资产合计	2,914	3,728	4,448	5,405	财务费用	71	-10	-32	-33
长期股权投资	749	749	749	749	信用减值损失	-58	-55	-45	-45
固定资产	2,172	2,460	2,792	3,165	资产减值损失	-122	-100	-80	-70
在建工程	449	549	549	449	公允价值变动收益	85	85	85	80
无形资产	1,350	1,394	1,321	1,270	投资收益	-36	-32	-33	-34
商誉	1,024	1,024	1,024	1,024	其他收益	24	24	24	24
其他非流动资产	469	459	464	463	<b>营业利润</b>	<b>424</b>	<b>650</b>	<b>847</b>	<b>1,130</b>
非流动资产合计	6,213	6,635	6,899	7,120	营业外收入	8	7	8	8
<b>资产合计</b>	<b>9,127</b>	<b>10,363</b>	<b>11,347</b>	<b>12,525</b>	营业外支出	6	6	6	6
短期借款	494	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>426</b>	<b>651</b>	<b>849</b>	<b>1,132</b>
应付票据及账款	1,929	3,370	4,032	4,615	所得税	138	211	275	367
预收款项	0	1	1	1	<b>净利润</b>	<b>288</b>	<b>440</b>	<b>574</b>	<b>765</b>
合同负债	272	107	127	146	少数股东损益	48	73	96	128
其他应付款	448	448	448	448	<b>归属母公司净利润</b>	<b>240</b>	<b>367</b>	<b>478</b>	<b>637</b>
其他流动负债	367	384	397	407	EPS (按最新股本摊薄)	0.28	0.42	0.55	0.73
流动负债合计	3,510	4,310	5,005	5,618					
长期借款	202	252	182	262					
应付债券	366	366	366	366					
其他非流动负债	628	628	628	628					
非流动负债合计	1,196	1,246	1,176	1,256					
<b>负债合计</b>	<b>4,707</b>	<b>5,556</b>	<b>6,181</b>	<b>6,874</b>					
归属母公司所有者权益	4,206	4,518	4,782	5,139					
少数股东权益	215	288	384	512					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,420</b>	<b>4,807</b>	<b>5,166</b>	<b>5,651</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,127</b>	<b>10,363</b>	<b>11,347</b>	<b>12,525</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>540</b>	<b>1,572</b>	<b>1,197</b>	<b>1,328</b>
现金收益	549	695	824	1,026
存货影响	-39	-40	-36	-30
经营性应收影响	112	-69	-23	-39
经营性应付影响	-150	1,442	661	583
其他影响	67	-456	-230	-212
<b>投资活动现金流</b>	<b>-353</b>	<b>-639</b>	<b>-501</b>	<b>-476</b>
资本支出	-336	-696	-542	-516
股权投资	32	0	0	0
其他长期资产变化	-49	57	41	40
<b>融资活动现金流</b>	<b>-355</b>	<b>-483</b>	<b>-253</b>	<b>-167</b>
借款增加	-74	-444	-70	80
股利及利息支付	-115	-289	-357	-432
股东融资	40	0	0	0
其他影响	-206	250	174	185

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.7%	31.0%	19.0%	15.4%
EBIT 增长率	-18.7%	29.0%	27.4%	34.5%
归母公司净利润增长率	-34.3%	52.9%	30.3%	33.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.0%	17.0%	17.1%	18.8%
净利率	6.4%	7.4%	8.1%	9.4%
ROE	5.4%	7.6%	9.3%	11.3%
ROIC	12.2%	16.0%	19.1%	22.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.6%	53.6%	54.5%	54.9%
流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	38	31	31	30
存货周转天数	13	13	13	13
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.28	0.42	0.55	0.73
每股经营现金流	0.62	1.81	1.38	1.53
每股净资产	4.84	5.20	5.50	5.91
<b>估值比率</b>				
P/E	23	15	11	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	122	92	76	60

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：hfjys@hfzq.com.cn