



增持（维持）

所属行业：公用事业/燃气II
当前价格(元)：6.47

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

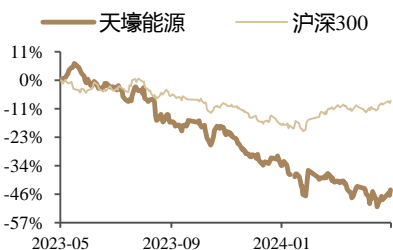
研究助理

卢璇

资格编号：S0120122050051

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.22	-5.27	-12.21
相对涨幅(%)	-4.93	-8.65	-21.12

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《天壕能源（300332.SZ）：23Q3 稳定增长，供暖季来临期待神安线放量》，2023.10.27
- 《天壕能源（300332.SZ）：23Q2 业绩承压，业务转型全面落地，看好长期增长》，2023.8.24

天壕能源（300332.SZ）：海气占比提升致价差缩小，加深中海油合作气源再获保障

投资要点

- 事件：**公司发布 2023 年和 2024 年一季度业绩公告，2023 年公司实现营业收入 45.22 亿元，同比增长 17.7%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比减少 34.38%；扣非后归母净利润 1.54 亿元，同比减少 56.96%。单 Q4 实现收入 13.37 亿元，同比增长 3.73%，归母净利润-0.67 亿元，同比减少 165.94%。24Q1 实现收入 11.55 亿元，同比减少 11.06%，实现归母净利润 0.69 亿元，同比减少 66.29%。
- 分业务看，燃气业务占比进一步提升至 94.7%。**23 年公司燃气/水务/节能环保行业分别实现收入 42.83、1.9、0.49 亿元，同比+19.58%、-9.65%、-1.61%。2023 年公司实现销气量 15.47 亿方，同比增长 32.1%。燃气业务同比增速较 2022 年下滑幅度较大，但我们认为，神安线作为连接陕晋和华北地区的稀缺跨省长输管线，管输量仍具有较广阔提升空间。2024 年 1-2 月，全国天然气表观消费量 725.1 亿立方米，同比增长 14.8%，增速同比提升 14.7pct，较 2023 年全年 7.6%的同比增速提升 7.2pct，显示我国天然气消费呈强劲复苏态势，下游需求复苏有望带动燃气业务持续放量。
- 燃气价差减少致整体毛利率下滑，子公司计提减值影响归母净利润。**公司 2023 年综合毛利率为 17.95%，同比下降 6.4pct，其中燃气业务实现毛利率 17.78%，同比-6.9pct。综合毛利率下降主要原因为：1) 气量来源由于海气占比提升导致价差缩小；2) 水务板块由于外部市场影响，项目施工进度和膜产品的发货较上年同期有所滞后和减少，以及膜产品的主要材料价格上涨。营业利润同比减少 1.19 亿，主要由于赛诺水务应收账款回款滞后和昆威燃气未完成业绩承诺计提了商誉减值。公司后续计划剥离赛诺水务，且昆威燃气价格有望在政府调控下回归正轨完成业绩承诺，商誉计提风险有望减小。
- 与中海油气电集团签署协议，气源再获保障。**公司已与中海油气电集团签署协议，协议内确定了稳定的量价，协议外价格按市场价调整。若销售发生价格倒挂或是利润空间缩小，中海油可让渡部分利益，保障公司淡季收益。此外，公司正积极准备长庆气田支线的建设和对接工作，有望实现陕西地区 200 万方/天的增量气源，且陕西气源较山西地区价格更低，成本端或将实现进一步优化。
- 投资建议与估值：**根据公司 2023 年及 2024Q1 业绩情况，我们调整盈利预测，并新增 2026 年预测，预计公司 2024-2026 年分别实现销售收入为 57.68 亿元、64.3 亿元、72.3 亿元，增速分别为 27.5%、11.5%、12.5%。归母净利润分别为 3.75 亿元、4.96 亿元、5.88 亿元，增速分别为 56.1%、32.3%、18.7%。对应 PE 分别为 15X、11X、10X。维持“增持”投资评级。
- 风险提示：**行业周期性波动风险，下游市场需求不稳定风险，市场竞争风险，项目建设不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	868.98		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	833.07	营业收入(百万元)	3,842	4,522	5,768	6,430	7,232
52 周内股价区间(元):	5.68-12.32	(+/-)YOY(%)	87.2%	17.7%	27.5%	11.5%	12.5%
总市值(百万元):	5,622.29	净利润(百万元)	366	240	375	496	588
总资产(百万元):	8,812.58	(+/-)YOY(%)	79.4%	-34.4%	56.1%	32.3%	18.7%
每股净资产(元):	4.79	全面摊薄 EPS(元)	0.42	0.28	0.43	0.57	0.68
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	24.4%	18.0%	17.9%	18.7%	18.8%
		净资产收益率(%)	9.1%	5.7%	8.2%	9.8%	10.5%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.43	0.57	0.68
每股净资产	4.84	5.27	5.80	6.42
每股经营现金流	0.62	1.28	1.49	1.42
每股股利	0.05	0.04	0.05	0.05
价值评估(倍)				
P/E	137.17	15.00	11.34	9.56
P/B	1.64	1.23	1.12	1.01
P/S	1.27	0.97	0.87	0.78
EV/EBITDA	9.13	5.39	3.64	2.52
股息率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.0%	17.9%	18.7%	18.8%
净利润率	5.3%	6.5%	7.7%	8.1%
净资产收益率	5.7%	8.2%	9.8%	10.5%
资产回报率	2.6%	3.5%	4.4%	4.9%
投资回报率	6.5%	6.1%	7.8%	8.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.7%	27.5%	11.5%	12.5%
EBIT 增长率	-20.8%	-4.0%	32.4%	18.8%
净利润增长率	-34.4%	56.1%	32.3%	18.7%
偿债能力指标				
资产负债率	51.6%	55.6%	52.9%	51.7%
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.8	0.9	1.0
现金比率	0.4	0.4	0.6	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	35.7	68.2	51.1	51.1
存货周转天数	15.1	14.8	14.8	14.9
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	2.1	2.8	3.1	3.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	240	375	496	588
少数股东损益	48	0	0	0
非现金支出	381	430	409	431
非经营收益	-10	111	105	107
营运资金变动	-119	198	285	109
经营活动现金流	540	1,115	1,295	1,235
资产	-303	-364	-315	-231
投资	-38	0	0	0
其他	-12	-57	-56	-64
投资活动现金流	-353	-422	-371	-295
债权募资	-95	6	-200	-100
股权募资	40	-16	0	0
其他	-300	-86	-84	-85
融资活动现金流	-355	-97	-284	-185
现金净流量	-168	596	639	755

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 9 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,522	5,768	6,430	7,232
营业成本	3,710	4,735	5,230	5,875
毛利率%	18.0%	17.9%	18.7%	18.8%
营业税金及附加	16	32	35	43
营业税金率%	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%
营业费用	23	40	38	47
营业费用率%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%
管理费用	161	283	338	331
管理费用率%	3.6%	4.9%	5.3%	4.6%
研发费用	23	48	51	64
研发费用率%	0.5%	0.8%	0.8%	0.9%
EBIT	555	532	705	837
财务费用	71	-3	-3	-3
财务费用率%	1.6%	-0.1%	-0.0%	-0.0%
资产减值损失	-122	-54	0	0
投资收益	-36	-57	-56	-64
营业利润	424	540	712	845
营业外收支	2	-5	-4	-5
利润总额	426	535	708	840
EBITDA	755	909	1,114	1,268
所得税	138	161	212	252
有效所得税率%	32.4%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东损益	48	0	0	0
归属母公司所有者净利润	240	375	496	588

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,448	2,044	2,684	3,438
应收账款及应收票据	472	1,144	953	1,072
存货	154	192	212	240
其它流动资产	840	1,217	1,213	1,340
流动资产合计	2,914	4,597	5,061	6,089
长期股权投资	749	749	749	749
固定资产	2,172	2,077	2,050	1,902
在建工程	482	497	512	527
无形资产	1,350	1,463	1,407	1,336
非流动资产合计	6,213	6,196	6,098	5,893
资产总计	9,127	10,793	11,159	11,983
短期借款	494	500	300	200
应付票据及应付账款	1,929	2,456	2,486	2,965
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,087	1,845	1,925	1,829
流动负债合计	3,510	4,801	4,711	4,993
长期借款	202	202	202	202
其它长期负债	994	994	994	994
非流动负债合计	1,196	1,196	1,196	1,196
负债总计	4,707	5,997	5,907	6,190
实收资本	885	869	869	869
普通股股东权益	4,206	4,581	5,037	5,578
少数股东权益	215	215	215	215
负债和所有者权益合计	9,127	10,793	11,159	11,983

信息披露

分析师与研究助理简介

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，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。