



## 增持(维持)

所属行业: 公用事业/燃气 II  
当前价格(元): 4.91

### 证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

邮箱: guoxue@tebon.com.cn

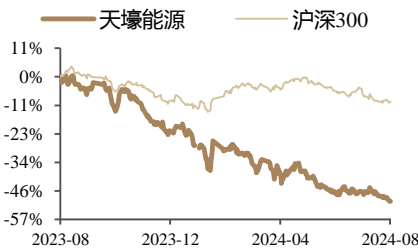
卢璇

资格编号: S0120524050004

邮箱: luxuan@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.36	-7.69	-17.92
相对涨幅(%)	-2.02	-2.87	-8.22

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《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》, 2024.5.10
- 《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) 价差缩窄业绩承压, 下游市场开拓取得新进展

## 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年度业绩公告, 24H1公司实现营业收入20.22亿元, 同比下降1.67%, 实现归母净利润1.02亿元, 同比下降57.66%, 基本每股收益0.12元。单Q2看, 实现营业收入8.67亿元, 同比增长14.42%, 实现归母净利润0.33亿元, 同比下降9.25%。Q2收入增速转正, 归母净利润降幅收窄。
- 售气量稳步增长, 售气价差缩窄致毛利率下滑, 下游市场开拓取得新进展。** 24H1天然气供应及管输运营业务实现收入19.44亿元, 同比下降2.09%, 毛利率14.27%, 同比下降9.07pct。收入和毛利率下降主要由于燃气售气价格以及购销价差下滑。售气量方面, 上半年售气量7.39亿立方米, 同比增长11.63%, 售气单价2.5元/方, 同比下降0.38元/方。上游方面, 公司积极开拓临兴区块以外的市场潜力, 加大陕西等地拓展, 已完成长庆气田连接线审批手续, 并持续加强与上游气源的沟通协调、调度, 保障了气源的稳定供应, 目前神安线已稳居河北省第三大天然气供应来源; 下游方面, 公司在巩固和服务好现有客户的基础上, 积极开拓下游终端用户市场: 积极推进与山西省属企业华新燃气合作, 在合作供气、管网互联互通方面取得进展, 在联合采购资源、联合开发市场方面达成意向; 公司控股子公司赤峰通瑞元宝山区产业园区燃气供应项目取得重大进展, 预计年内供暖季将向工业园区客户供气; 公司参股子公司漳州中联华瑞已与国家管网及终端企业完成管道连接, 四季度国家管网海西二期漳诏段通气后即可实现供气。
- 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。** 24H1膜产品销售及水处理工程服务业务实现收入5726.1万元, 同比增加27.07%, 毛利润874.85万元, 同比下降11.82%, 毛利下降的主要原因为工程市场竞争加剧、采购成本上升, 现场服务费用增加。公司正积极开发东南亚、中东和欧洲等海外市场, 并在多领域实现合作。膜研发方面24H1取得多项进展, (1)压力式超滤膜产品迭代升级和差异化产品测试工作持续推进, 取得阶段性成果; (2)两项国家重点研发计划项目分别进行项目和课题启动会; (3)工业废水深度处理应用领域的浸没式膜产品进入试制与测试评价。
- 投资建议与估值:** 根据公司24H1业绩情况, 我们调整盈利预测, 预计公司2024-2026年分别实现销售收入为47.01亿元、52.93亿元、59.06亿元, 增速分别为4%、12.6%、11.6%。归母净利润分别为2.02亿元、2.9亿元、3.65亿元, 增速分别为-15.7%、43.4%、25.8%。对应PE分别为21X、15X、12X。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):	832.92	营业收入(百万元)	3,842	4,522	4,701	5,293	5,906
52 周内股价区间(元):	4.91-9.85	(+/-)YOY(%)	87.2%	17.7%	4.0%	12.6%	11.6%
总市值(百万元):	4,266.69	净利润(百万元)	366	240	202	290	365
总资产(百万元):	8,797.20	(+/-)YOY(%)	79.4%	-34.4%	-15.7%	43.4%	25.8%
每股净资产(元):	4.85	全面摊薄 EPS(元)	0.42	0.28	0.23	0.33	0.42
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	24.4%	18.0%	15.0%	15.5%	16.0%
		净资产收益率(%)	9.1%	5.7%	4.6%	6.2%	7.3%
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	0.23	0.33	0.42
每股净资产	4.84	5.07	5.36	5.73
每股经营现金流	0.62	0.83	1.22	1.11
每股股利	0.05	0.04	0.05	0.05
价值评估(倍)				
P/E	137.17	21.09	14.71	11.69
P/B	1.64	0.97	0.92	0.86
P/S	0.96	0.91	0.81	0.72
EV/EBITDA	9.13	5.93	4.04	2.87
股息率%	0.6%	0.9%	0.9%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.0%	15.0%	15.5%	16.0%
净利润率	5.3%	4.3%	5.5%	6.2%
净资产收益率	5.7%	4.6%	6.2%	7.3%
资产回报率	2.6%	2.0%	2.9%	3.4%
投资回报率	6.5%	3.4%	4.8%	5.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.7%	4.0%	12.6%	11.6%
EBIT 增长率	-20.8%	-48.4%	43.9%	26.0%
净利润增长率	-34.4%	-15.7%	43.4%	25.8%
偿债能力指标				
资产负债率	51.6%	53.7%	52.1%	51.4%
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9
现金比率	0.4	0.4	0.5	0.6
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	0.5	0.6
固定资产周转率	2.1	2.3	2.6	3.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	240	202	290	365
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	101	95	95
营运资金变动	-119	-16	264	70
经营活动现金流	540	717	1,058	961
资产	-303	-364	-315	-231
投资	-38	0	0	0
其他	-12	-47	-46	-52
投资活动现金流	-353	-411	-361	-284
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	210	412	492

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 23 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	4,701	5,293	5,906
营业成本	3,710	3,996	4,474	4,962
毛利率%	18.0%	15.0%	15.5%	16.0%
营业税金及附加	16	26	29	35
营业税金率%	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%
营业费用	23	33	31	38
营业费用率%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%
管理费用	161	231	279	270
管理费用率%	3.6%	4.9%	5.3%	4.6%
研发费用	23	39	42	52
研发费用率%	0.5%	0.8%	0.8%	0.9%
EBIT	555	286	411	518
财务费用	71	-3	-3	-3
财务费用率%	1.6%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-122	-54	0	0
投资收益	-36	-47	-46	-52
营业利润	424	294	419	526
营业外收支	2	-5	-4	-5
利润总额	426	289	414	521
EBITDA	755	662	821	950
所得税	138	87	124	156
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	202	290	365

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,448	1,657	2,070	2,562
应收账款及应收票据	472	932	784	875
存货	154	162	181	202
其它流动资产	840	1,040	1,044	1,142
流动资产合计	2,914	3,791	4,080	4,782
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	9,987	10,177	10,675
短期借款	494	500	300	200
应付票据及应付账款	1,929	2,073	2,126	2,504
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,087	1,594	1,681	1,583
流动负债合计	3,510	4,167	4,107	4,287
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	5,364	5,304	5,483
实收资本	885	869	869	869
普通股股东权益	4,206	4,408	4,659	4,977
少数股东权益	215	215	215	215
负债和所有者权益合计	9,127	9,987	10,177	10,675

# 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。

卢璇，香港大学经济学硕士，2022年5月加入德邦证券研究所，主要覆盖天然气、科学仪器及再生资源板块。

## 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： 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； 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。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。	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。
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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经营范围包括证券投资咨询业务。