

2024年09月01日

买入 (维持)

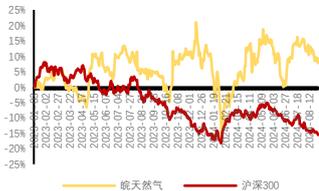
## 证券分析师

查浩  
S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com邹佩轩  
S1350524070004  
zoupeixuan01@huayuanstock.com

## 研究支持

## 联系人

## 市场表现:



## 相关研究

## 股票数据: 2024年8月30日

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 收盘价(港元)          | 8.56      |
| 一年内最高/最低(港元)     | 9.63/6.31 |
| 总市值(亿元)          | 40.92     |
| 基础数据: 2024年6月30日 |           |
| 总股本(亿股)          | 4.78      |
| 总资产(亿元)          | 71.41     |
| 净资产(亿元)          | 35.92     |
| 每股净资产(元)         | 6.30      |

资料来源:公司公告, ifind

## 皖天然气 (603689.SH)

——输售气规模稳增 业绩短期承压但中长期逻辑依旧稳健

## 投资要点:

- 事件: 公司发布2024年中期业绩, 上半年实现营收29.23亿元, 同比下滑9.65%; 归母净利润1.90亿元, 同比上升5.21%。毛利总额3.57亿元, 同比上升6.52%。其中核心主营长输管线业务毛利2.55亿元, 同比小幅下滑2.69%; 城燃业务毛利0.93亿元, 同比上升115.74%。
- 营收下滑主要受上游气价同比下降和下游售价联动所致, 与长输管线盈利模式及收入确认有关, 营收波动不能完全反映业绩情况。公司2024H1营收同比下滑3.12亿元, 根据公司公告主因上游气价同比下降和下游销售价格联动导致。分业务来看, 营收下滑主要源于长输管线同比下滑4.4亿元。我们分析其根本原因在于长输管线业务主要赚取稳定的管输费, 其售气价格约等于气源价格+管输费, 即售气价格会联动上游价格一起变化。因此, 尽管长输管线盈利能力几乎不受气源价格波动影响, 但由于以售气价格来确认收入, 在上游气价同比下降情况下, 长输管线营收同步有所下降。
- 长输管线业务: 管输价格下调致短期业绩承压, 符合此前预期。同时公司输售气规模达23.17亿立方米, 同比增长25.86%, 长输管线业务毛利率同比回升。公司于2023年底公告: 自2024年1月1日起, 公司所属部分省内短输价格下调0.01-0.02元/立方米, 将对全年业绩具有一定影响。在上半年输售气量同比增长25.86%的情况下, 长输管线毛利受管输价格下调影响短期承压, 带动公司总体业绩增速放缓。尽管如此, 长输管线毛利率达9.04%, 同比提升1个百分点, 我们分析输售气规模的提升导致单方售气的折旧成本有所下降, 输售气规模提升在一定程度上弥补了管输价格下调带来的影响。在管输价格三年核定一次的定价机制下, 随着输售气规模的扩大, 长输管线盈利规模有望进一步提升。
- 安徽省天然气消费量增速领先全国平均水平, 公司中长期业绩增长逻辑依然稳健。2024年1-6月, 安徽省天然气消费量创历史最高水平, 达56.5亿立方米, 同比增长24.7%, 增速位居长三角首位, 高于全国平均水平14个百分点。符合我们此前的判断: 即安徽省过去天然气消费量主要受供给瓶颈限制, 随着安徽省“十四五”气源保障工程的陆续投产, 安徽省天然气消费量增速预计将在一定时期内继续领先全国。我们认为, 在长输管线业务以售气规模增长为核心的逻辑下, 公司中长期业绩增长逻辑依然稳健。
- 城市燃气业务: 毛利率同比大幅回升, 释放正向弹性。2024年上半年, 公司城燃业务毛利率达11.80%, 较去年同期上升6.19个百分点。在输售气规模基本盘扩大的前提下, 毛利率大幅回升激发业绩弹性, 城市燃气业务毛利同比高增115.74%。我们认为在当前全球天然气供需相对宽松的环境下, 城燃有望保持较高毛利率。随着安徽省天然气消费量增长, 城燃业务有望支撑总体业绩规模稳健增长。
- 盈利预测与估值: 我们维持公司2024-2026年归母净利润分别为3.70、4.37、5.01亿元的预测。当前股价对应2024-2026年PE分别为11、9、8倍。假设公司未来3年分红率45%, 则当前股价对应2024-2026股息率分别为4.04%/4.77%/5.47%, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 安徽省天然气消费量不及预期; 管线工程投产不及预期; 长输管线政策调整。

## 盈利预测与估值

| 单位: 人民币    | 2022  | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 5,927 | 6,104  | 6,944  | 7,914  | 8,661  |
| 同比增长率(%)   | 20.1% | 3.0%   | 13.8%  | 14.0%  | 9.4%   |
| 毛利率(%)     | 8.52% | 11.17% | 10.52% | 10.32% | 10.23% |
| 归母净利润(百万元) | 258   | 344    | 370    | 437    | 501    |
| 同比增长率(%)   | 25.2% | 33.2%  | 7.4%   | 18.2%  | 14.7%  |
| 每股收益(元/股)  | 0.55  | 0.72   | 0.77   | 0.91   | 1.05   |
| ROE(%)     | 9.3%  | 11.3%  | 11.4%  | 12.5%  | 13.3%  |
| 市盈率        |       |        | 11.1   | 9.4    | 8.2    |

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | : 相对强于市场表现 20%以上;          |
| 增持 (Outperform)   | : 相对强于市场表现 5% ~ 20%;       |
| 中性 (Neutral)      | : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动; |
| 减持 (Underperform) | : 相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                  |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight)  | : 行业超越整体市场表现;    |
| 中性 (Neutral)     | : 行业与整体市场表现基本持平; |
| 看淡 (Underweight) | : 行业弱于整体市场表现。    |

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数