



增持（维持）

所属行业：公用事业  
当前价格(元)：11.66

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.43	-8.12	-1.44
相对涨幅(%)	-2.56	-4.42	-6.63

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《天壕环境(300332.SZ)：2022业绩预计高增，看好公司燃气分销潜力》，2023.1.13
- 《天壕环境(300332.SZ)：神安管道全线贯通，稀缺资产有望持续贡献业绩增量》，2022.12.1
- 《天壕环境(300332.SZ)：2022Q3营收同比高增123%，验证神安价值》，2022.10.26
- 《天壕环境(300332.SZ)：神安渐成，稀缺管道价值获业绩验证》，2022.10.19

# 天壕环境(300332.SZ)：拟参与中国油气控股重组交易，进一步打开神安线分销空间

投资要点

- 事件：**公司3月24日发布拟参与中国油气控股有限公司(702.HK)重组交易暨签署重组意向条款清单的公告：公司与中国油气控股有限公司签署了重组意向条款清单，就公司拟参与中国油气控股重组的相关事项达成初步意向。主要包括：(1) 公司购买中国华融海外投资控股有限公司对中国油气控股的债权，并用于股票置换及可换股债券置换；(2) 公司认购中国油气控股新发行的可换股债券，认购款项将由中国油气控股用以偿还移民债债权人的债务。
- 中国油气控股进行勘探的三交区块是目前我国最优质的整装煤层气田之一。**中国油气控股通过全资子公司奥瑞安能源国际有限公司与中石油合作在鄂尔多斯盆地三交区块进行煤层气勘探、开采及生产，中国油气控股享受70%的权益。三交区块煤层厚度大、连续稳定、资源丰度好、含气量高、水文地质条件优越，甲烷含量98.65%，是我国最优质的整装煤层气田之一。矿区面积为236.78平方千米，生产规模5亿m<sup>3</sup>/年(年产量可申请调增)，开采有效期至2042年7月。三交项目合作区覆盖面积合计383平方公里，探明储量面积282平方公里，探明煤层气地质储量435亿m<sup>3</sup>，可开采储量217亿立方米，截至2021年末，三交项目已建成煤层气开发规模约为2亿立方米/年。中国油气控股2021/2022H1实际开采量分别为1.28/0.78亿m<sup>3</sup>。
- 三交区块气源可与神安线发挥良好协同作用，助力公司开拓下游市场。**三交项目位于山西省吕梁市临县境内，与神安线管道距离较近，其开采的煤层气可经支线连接后通过神安线实现外输。我们认为公司参与重组交易益处有三：(1) 三交区块生产规模最终有望达5亿+m<sup>3</sup>/年，公司上游气源保供能力进一步增强；(2) 气源保证优势下，公司下游分销能力增强的同时具备更高的话语权，有利于公司改善盈利能力；(3) 天然气上游勘探由于投资大、周期长，民营企业直接参与风险较大，此次重组有助于公司进一步进入上游天然气气源开发环节。看到2023年，神安线全线贯通后，公司正积极推进长庆气田联通线建设，有望于2023H1完成连接，预计可增加供气量12-15亿m<sup>3</sup>。下游分销方面，公司与华电河北分公司将建立长期天然气供应战略合作伙伴关系，双方计划3年内达到4-8亿m<sup>3</sup>的合作规模，随着华电河北未来规划的多个天然气项目投产，华电河北公司天然气总需求将达24亿m<sup>3</sup>/年。随着各项目逐渐落地，我们认为公司有望由燃气分销转型为集气源、管道、销售、综合利用为一体的清洁能源服务集团。
- 投资建议与估值：**我们预计公司2022-2024年分别实现销售收入为35.31亿元、51.09亿元、66.75亿元，增速分别为72.08%、44.69%、30.65%。归母净利润分别为4.08亿元、6.80亿元、9.90亿元，增速分别为99.9%、66.7%、45.7%。对应PE分别为25X、15X、10X。维持增持投资评级。
- 风险提示：**交易推进不及预期风险，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):	881.90		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	842.72	营业收入(百万元)	1,694	2,052	3,531	5,109	6,675
52 周内股价区间(元):	7.48-15.28	(+/-)YOY(%)	-6.3%	21.2%	72.1%	44.7%	30.6%
总市值(百万元):	10,282.93	净利润(百万元)	56	204	408	680	990
总资产(百万元):	8,829.07	(+/-)YOY(%)	18.3%	265.4%	99.9%	66.7%	45.7%
每股净资产(元):	4.42	全面摊薄 EPS(元)	0.06	0.24	0.46	0.77	1.12
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	26.7%	28.1%	25.3%	28.8%	31.1%
		净资产收益率(%)	1.6%	5.6%	10.1%	14.4%	17.3%
		资料来源: 公司年报 (2020-2021), 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	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.24	0.46	0.77	1.12
每股净资产	4.12	4.58	5.35	6.48
每股经营现金流	0.25	0.56	1.28	1.66
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	137.17	25.22	15.13	10.38
P/B	2.72	2.54	2.18	1.80
P/S	5.01	2.91	2.01	1.54
EV/EBITDA	21.40	13.60	9.11	6.38
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.1%	25.3%	28.8%	31.1%
净利润率	9.9%	11.5%	13.3%	14.8%
净资产收益率	5.6%	10.1%	14.4%	17.3%
资产回报率	2.5%	4.4%	6.0%	7.3%
投资回报率	5.1%	7.7%	11.0%	13.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	21.2%	72.1%	44.7%	30.6%
EBIT 增长率	19.5%	54.8%	67.1%	45.9%
净利润增长率	265.4%	99.9%	66.7%	45.7%
偿债能力指标				
资产负债率	54.5%	55.3%	57.2%	56.7%
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
现金比率	0.3	0.2	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	119.5	116.0	119.8	119.8
存货周转天数	28.2	25.3	25.3	26.3
总资产周转率	0.2	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	1.2	2.1	2.9	4.1

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	204	408	680	990
少数股东损益	-11	0	0	0
非现金支出	282	306	332	362
非经营收益	-15	115	195	194
营运资金变动	-240	-331	-76	-79
经营活动现金流	219	497	1,132	1,468
资产	292	-417	-558	-715
投资	-345	0	0	0
其他	-83	-74	-151	-143
投资活动现金流	-135	-491	-709	-857
债权募资	-352	-20	200	100
股权募资	5	0	0	0
其他	-199	-41	-45	-51
融资活动现金流	-546	-60	155	49
现金净流量	-463	-54	578	659

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 24 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,052	3,531	5,109	6,675
营业成本	1,476	2,638	3,638	4,596
毛利率%	28.1%	25.3%	28.8%	31.1%
营业税金及附加	18	29	43	61
营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%
营业费用	21	35	49	70
营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
管理费用	166	286	432	621
管理费用率%	8.1%	8.1%	8.5%	9.3%
研发费用	27	64	94	134
研发费用率%	1.3%	1.8%	1.8%	2.0%
EBIT	301	466	778	1,135
财务费用	77	-3	-3	-3
财务费用率%	3.8%	-0.1%	-0.1%	-0.0%
资产减值损失	-56	0	0	0
投资收益	-28	-74	-151	-143
营业利润	213	469	781	1,138
营业外收支	22	0	0	0
利润总额	235	469	781	1,138
EBITDA	470	772	1,111	1,497
所得税	42	61	102	148
有效所得税率%	18.0%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	-11	0	0	0
归属母公司所有者净利润	204	408	680	990

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	924	871	1,449	2,108
应收账款及应收票据	716	1,211	1,822	2,380
存货	114	183	252	331
其它流动资产	741	1,182	1,708	2,204
流动资产合计	2,495	3,447	5,231	7,023
长期股权投资	642	642	642	642
固定资产	1,757	1,722	1,743	1,643
在建工程	418	433	433	433
无形资产	1,463	1,594	1,799	2,252
非流动资产合计	5,783	5,894	6,119	6,472
资产总计	8,277	9,341	11,350	13,495
短期借款	520	500	700	800
应付票据及应付账款	1,950	2,385	3,090	4,002
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	860	1,100	1,526	1,668
流动负债合计	3,330	3,985	5,315	6,470
长期借款	30	30	30	30
其它长期负债	1,149	1,149	1,149	1,149
非流动负债合计	1,179	1,179	1,179	1,179
负债总计	4,509	5,164	6,494	7,649
实收资本	881	882	882	882
普通股股东权益	3,633	4,042	4,721	5,712
少数股东权益	135	135	135	135
负债和所有者权益合计	8,277	9,341	11,350	13,495

# 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： 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
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。
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。