

# 天壕环境 (300332)

## 拟收购中国油气控股，延伸上游气源稀缺跨省长输资产价值提升

买入 (维持)

2023年03月25日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002  
renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,052	3,363	5,213	6,933
同比	21%	64%	55%	33%
归属母公司净利润 (百万元)	204	407	722	980
同比	265%	100%	77%	36%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.23	0.46	0.82	1.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	50.42	25.24	14.25	10.50

关键词: #稀缺资产

### 投资要点

- **事件:** 公司与中国油气控股 (0702.HK) 签署重组意向条款清单, 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。
- **控制中国油气控股, 布局上游气源。** 初步意向包括: 1) 公司购买华融海外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。重组交易顺利完成后, 公司将通过持有可转债和股份间接控制中国油气控股。中国油气控股的核心主业为国内煤层气的勘探与开发, 此次运作后, 公司将掌握核心上游气源。
- **煤层气资源禀赋优异, 已形成稳定规模产气, 可直接进入神安线外输。** 中国油气控股通过全资子公司奥瑞安能源与中石油合作在三交区块进行煤层气勘探、开采及生产, 通过订立生产分成合约享有 70% 权益。三交区块是中国最优质的整装煤层气田之一。可开采储量/探明储量分别 217/435 亿方。截至 2021 年末, 项目已建成煤层气开发规模 2 亿方/年 (2021 年产气 1.28 亿方, 2022M1-6 产气 0.78 亿方), 规模未来可进一步提升至 5 亿方/年。公司在项目稳定产气阶段介入, 规避了长周期、高资本开支、高风险的勘探阶段。项目稳定生产规模煤层气, 可直接经分支线连接进入神安线实现外输, 在产规模与设计规模分别可占神安线输气能力 50 亿方/年的 4%/10%。**公司延伸上游气源, 增强气源供应能力, 降低气源采购成本。上游资源协同, 中游长输管线稀缺资产价值提升。**
- **神安线突破管输瓶颈, 三大壁垒造就稀缺资产。** 区域不平衡背后本质: 跨省管输不足。陕京一~三线 2022 年 10-12 月管道剩余能力均为 0, 河北管线负荷率采暖季 116%。神安线具备三大壁垒, 为稀缺资产: 投资金额超 50 亿元、建设周期超 5 年、立项开工需发改委审定。我们判断十三五&十四五能源规划中提到的长输管线由于建设长度为神安线两倍以上, 建设时间远超神安线 (5 年), 神安线中期无有力竞争对手。公司具备神安线稀缺资产, 可将上游陕西&山西富余天然气输送至下游华北缺气地区, 气量空间打开, 盈利模式稳定。
- **盈利预测与投资评级:** 2022 年 12 月 1 日, 神安线全线贯通, 公司业绩持续高增, 盈利模式验证。我们维持 2022~2024 年公司归母净利润 4.07/7.22/9.80 亿元, 同比 100%/77%/36%, EPS 为 0.46/0.82/1.11 元, 对应 PE25/14/11 倍 (估值日 2023/3/24)。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 气源获取不及预期, 天然气价格波动, 气田产量不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.66
一年最低/最高价	7.14/15.60
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	9,826.15
总市值(百万元)	10,282.93

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.34
资产负债率(% ,LF)	54.52
总股本(百万股)	881.90
流通 A 股(百万股)	842.72

### 相关研究

《天壕环境(300332): 2022 年业绩业绩预告点评: 利润同比翻倍, 期待全线贯通后稀缺跨省长输发展》

2023-01-13

《天壕环境(300332): 神安线全线贯通, 期待供需错配下稀缺跨省长输发展》

2022-12-01

天壕环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,495</b>	<b>3,184</b>	<b>4,620</b>	<b>6,467</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,052</b>	<b>3,363</b>	<b>5,213</b>	<b>6,933</b>
货币资金及交易性金融资产	924	947	1,646	2,637	营业成本(含金融类)	1,476	2,436	3,547	4,649
经营性应收款项	848	1,248	1,782	2,432	税金及附加	18	28	46	61
存货	114	200	258	342	销售费用	21	35	120	222
合同资产	380	437	469	485	管理费用	166	168	334	520
其他流动资产	228	351	465	570	研发费用	27	24	47	62
<b>非流动资产</b>	<b>5,783</b>	<b>5,689</b>	<b>5,554</b>	<b>5,406</b>	财务费用	77	70	96	103
长期股权投资	642	642	642	642	加:其他收益	14	17	16	17
固定资产及使用权资产	1,778	1,820	1,820	1,809	投资净收益	-28	-74	-10	55
在建工程	418	358	327	317	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,463	1,407	1,353	1,296	减值损失	-113	-70	-165	-205
商誉	1,048	1,028	978	908	资产处置收益	74	0	0	0
长期待摊费用	62	62	62	62	<b>营业利润</b>	<b>213</b>	<b>476</b>	<b>863</b>	<b>1,184</b>
其他非流动资产	371	371	371	371	营业外净收支	22	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>8,277</b>	<b>8,873</b>	<b>10,174</b>	<b>11,872</b>	<b>利润总额</b>	<b>235</b>	<b>478</b>	<b>865</b>	<b>1,186</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,330</b>	<b>3,510</b>	<b>3,990</b>	<b>4,519</b>	减:所得税	42	86	164	225
短期借款及一年内到期的非流动负债	710	523	337	150	<b>净利润</b>	<b>193</b>	<b>392</b>	<b>701</b>	<b>960</b>
经营性应付款项	1,951	2,111	2,522	3,034	减:少数股东损益	-11	-16	-21	-19
合同负债	121	171	177	186	<b>归属母公司净利润</b>	<b>204</b>	<b>407</b>	<b>722</b>	<b>980</b>
其他流动负债	548	705	954	1,148	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.23	0.46	0.82	1.11
非流动负债	1,179	1,244	1,364	1,574	EBIT	301	724	1,209	1,531
长期借款	30	90	180	330	EBITDA	470	913	1,405	1,738
应付债券	350	350	350	350	毛利率(%)	28.06	27.55	31.95	32.94
租赁负债	13	18	48	108	归母净利率(%)	9.94	12.11	13.85	14.13
其他非流动负债	786	786	786	786	收入增长率(%)	21.16	63.89	55.01	33.00
<b>负债合计</b>	<b>4,509</b>	<b>4,754</b>	<b>5,354</b>	<b>6,093</b>	归母净利润增长率(%)	265.38	99.75	77.20	35.71
归属母公司股东权益	3,633	3,999	4,721	5,701					
少数股东权益	135	119	98	79					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,768</b>	<b>4,118</b>	<b>4,819</b>	<b>5,780</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,277</b>	<b>8,873</b>	<b>10,174</b>	<b>11,872</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	219	434	967	1,125	每股净资产(元)	4.04	4.45	5.27	6.38
投资活动现金流	-135	-202	-158	-113	最新发行在外股份(百万股)	882	882	882	882
筹资活动现金流	-546	-210	-110	-21	ROIC(%)	4.93	11.91	18.09	19.91
现金净增加额	-463	22	699	991	ROE-摊薄(%)	5.61	10.19	15.29	17.18
折旧和摊销	169	189	195	208	资产负债率(%)	54.48	53.58	52.63	51.32
资本开支	292	-128	-148	-168	P/E (现价&最新股本摊薄)	50.42	25.24	14.25	10.50
营运资本变动	-240	-335	-146	-235	P/B (现价)	2.89	2.62	2.21	1.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

