

天壕环境 (300332.SZ)

拟参与中国油气控股重组，期待气源开发新动力

事件：公司与中国油气控股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。截至目前，公司尚未就重组方案与华融海外磋商。

- 气源开发能力增强，产业链向上延伸。**中国油气控股主营国内煤层气勘探与开发，与中石油合作开发鄂尔多斯盆地三交区块煤层气项目，并享有其中70%的权益。三交项目合作区覆盖面积合计383平方公里，存量丰富，其中具有商业开采价值的探明储量面积282平方公里，探明煤层气地质储量为435亿立方米，可开采储量217亿立方米。目前，三交项目已全面进入开采阶段，开发潜力较大。本次重组有利于公司快速获取上游资源，深入上游开采业务，打造公司内部从上游气源开发到管道输气、再到终端用户的生态闭环。
- 开采端与供销端协同，有望进一步提升公司盈利能力。**标的公司三交项目与神安线管道相近，神安线管道连接陕东、晋西的鄂尔多斯盆地东缘丰富的煤层气资源和包括京津冀在内的华北地区及华东地区巨大天然气需求市场，销售范围可覆盖陕西、山西、京津冀及山东、江苏等地。三交项目开采的煤层气可经支线连接后通过神安线实现外输，同时，随着上游煤层气资源开发利用，神安线管输收益也将得到稳步提升，业务协同效应明显。
- 下游分销市场空间广阔，期待终端销售市场提振。**1)量：若本次重组顺利进行，内部增量气将进一步满足下游市场用气需求。在国际能源紧张与国内双碳战略的背景下，看好公司下游气量消纳能力与深度分销潜力。2)价：上游开采业务的注入将减少公司天然气交易中间环节，缩减天然气获得成本，拓宽销售毛差增长空间。
- 维持“强烈推荐”投资评级。**公司与中国油气控股的重组方案能否落地还有待公司进一步调研论证，若顺利合作且后续业务进展符合预期，则有望为公司打开新的业绩增长空间。公司积极布局上游气源开采业务，配合神安线全线贯通附加的稀缺跨省长输能力，将有效扩展未来气量空间，挖掘管输潜力，保障气源稳定供应。预计2022-2023年业绩4.03亿、6.67亿元，对应PE25x，15x倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：**重组方案调整变更或终止；三交项目开采进度不及预期；项目贡献气量不稳定风险；市场竞争风险等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1694	2052	3878	5779	7570
同比增长	-6%	21%	89%	49%	31%
营业利润(百万元)	51	213	437	735	1003
同比增长	59%	315%	105%	68%	36%
归母净利润(百万元)	56	204	403	667	905
同比增长	18%	265%	98%	66%	36%
每股收益(元)	0.06	0.23	0.46	0.76	1.03
PE	184.2	50.4	25.4	15.4	11.4
PB	2.9	2.8	2.6	2.2	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

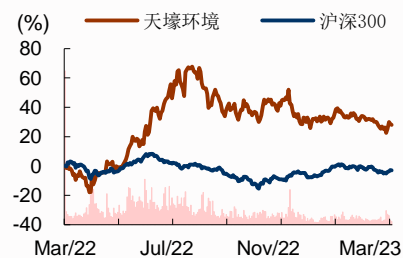
周期/环保及公用事业
 目标估值：NA
 当前股价：11.66元

基础数据

总股本(万股)	88190
已上市流通股(万股)	84272
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	98
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	10.7
资产负债率	54.5%
主要股东	天壕投资集团有限公司
主要股东持股比例	14.85%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-10	23
相对表现	-4	-15	29



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《天壕环境 (300332) 2022 年业绩预告点评：神安线全线贯通，气源分销推动业绩高增》2023-01-16
- 《天壕环境 (300332) — 神安线通气，燃气大版图展开》2021-08-05

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3823	2495	3353	4874	6379
现金	1322	924	419	503	652
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	66	44	82	123	161
应收款项	575	672	1233	1838	2408
其它应收款	270	169	320	477	625
存货	76	114	209	312	408
其他	1515	571	1088	1622	2124
非流动资产	4663	5783	5604	5448	5313
长期股权投资	260	642	642	642	642
固定资产	1668	1757	1843	1925	2002
无形资产商誉	2093	2526	2274	2046	1842
其他	641	857	844	834	826
资产总计	8486	8277	8957	10322	11691
流动负债	3999	3330	3670	4490	5144
短期借款	706	520	1096	897	591
应付账款	1997	1950	1737	2588	3390
预收账款	84	122	239	356	467
其他	1211	738	599	649	696
长期负债	840	1179	1179	1179	1179
长期借款	127	30	30	30	30
其他	713	1149	1149	1149	1149
负债合计	4839	4509	4849	5669	6323
股本	880	881	882	882	882
资本公积金	1834	1749	1749	1749	1749
留存收益	821	1003	1363	1946	2711
少数股东权益	112	135	113	76	27
归属于母公司所有者权益	3535	3633	3994	4577	5342
负债及权益合计	8486	8277	8957	10322	11691

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	244	219	(601)	623	835
净利润	54	193	381	631	855
折旧摊销	244	163	358	335	314
财务费用	130	79	54	61	45
投资收益	91	28	14	14	14
营运资金变动	(210)	(195)	(1433)	(444)	(419)
其它	(65)	(49)	24	26	24
投资活动现金流	758	(135)	(194)	(194)	(194)
资本支出	(246)	(342)	(180)	(180)	(180)
其他投资	1004	207	(14)	(14)	(14)
筹资活动现金流	(114)	(546)	290	(345)	(491)
借款变动	(329)	(676)	386	(199)	(306)
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	19	(85)	0	0	0
股利分配	(11)	(11)	(42)	(85)	(140)
其他	207	225	(54)	(61)	(45)
现金净增加额	888	(462)	(505)	84	149

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1694	2052	3878	5779	7570
营业成本	1241	1476	2895	4313	5650
营业税金及附加	14	18	34	51	66
营业费用	14	21	40	60	78
管理费用	147	166	314	467	612
研发费用	39	27	51	77	101
财务费用	135	77	54	61	45
资产减值损失	4	(39)	(39)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	35	14	14	14	14
投资收益	(91)	(28)	(28)	(28)	(28)
营业利润	51	213	437	735	1003
营业外收入	18	33	33	33	33
营业外支出	20	10	10	10	10
利润总额	49	235	459	757	1025
所得税	(4)	42	79	127	170
少数股东损益	(2)	(11)	(22)	(36)	(49)
归属于母公司净利润	56	204	403	667	905

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-6%	21%	89%	49%	31%
营业利润	59%	315%	105%	68%	36%
归母净利润	18%	265%	98%	66%	36%
获利能力					
毛利率	26.7%	28.1%	25.4%	25.4%	25.4%
净利率	3.3%	9.9%	10.4%	11.5%	12.0%
ROE	1.6%	5.7%	10.6%	15.6%	18.2%
ROIC	3.9%	5.2%	8.5%	12.4%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	57.0%	54.5%	54.1%	54.9%	54.1%
净负债比率	13.4%	8.9%	12.6%	9.0%	5.3%
流动比率	1.0	0.7	0.9	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.7	0.9	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.5	0.6	0.7
存货周转率	3.6	15.5	17.9	16.6	15.7
应收账款周转率	2.9	3.0	3.8	3.5	3.3
应付账款周转率	0.6	0.7	1.6	2.0	1.9
每股资料(元)					
EPS	0.06	0.23	0.46	0.76	1.03
每股经营净现金	0.28	0.25	-0.68	0.71	0.95
每股净资产	4.01	4.12	4.53	5.19	6.06
每股股利	0.01	0.05	0.10	0.16	0.22
估值比率					
PE	184.2	50.4	25.5	15.4	11.4
PB	2.9	2.8	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	40.3	38.9	17.5	13.1	10.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020-2022年任招商证券美妆时尚行业分析师，重点覆盖珠宝、医美、美妆板块，2022年团队新财富排名第四位。2023年起任招商证券环保公用事业行业首席分析师。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。