

## 售气量提升拉动利润高增长，增量气源将打开成长空间

天壕环境(300332.SZ)

推荐(维持)

### 核心观点:

#### ● 事件:

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 年实现营业收入 38.42 亿元，同比增长 87.23%；实现归母净利润 3.65 亿元(扣非 3.56 亿元)，同比增长 79.22% (扣非增长 139.67%)。利润分配方案为每 10 股派发现金红利 0.85 元(含税)。2023 年第一季度实现营业收入 12.98 亿元，同比增长 52.73%；实现归母净利润 2.03 亿元(扣非 1.98 亿元)，同比增长 53.86% (扣非增长 48.22%)。

#### ● 成本控制能力增强，净利率同比提升

2022 年整体毛利率 24.35% (同比-3.71pct)，净利率 9.44% (同比+0.04pct)；期间费用率 8.02% (同比-6.2pct)，其中管理费用率和财务费用率分别下降 3.4pct、1.66pct，成本控制能力增强；经营性净现金流 4.69 亿元 (同比+113.9%)。计提资产减值准备 4970 万元 (同比-55.9%)。2023 年一季度整体毛利率 27.85% (同比-0.84pct)，净利率 16.00% (同比+0.59pct)；期间费用率 5.30% (同比-2.72pct)，其中管理费用率和财务费用率分别下降 0.67pct、1.04pct。

#### ● 售气量提升拉动利润高增长

2021 年 7 月，神安线山西-河北正式通气，带动 2022 年全年及 2023 年一季度售气量同比大幅增加以及利润高增长。其中，2022 年售气量 11.71 亿立方米，同比 77.42%；售气收入 34.02 亿元，同比增长 136.49%；毛差约为 0.72 元/立方米。

#### ● 神安线全线贯通，增量气源将打开成长空间

2022 年 12 月 1 日公司公告，神安线陕西-山西段完成物理连接并已进入试运行阶段，标志着神安线管道全线贯通。神安线设计输气能力 50 亿方/年 (加压后可达到 80 亿方/年)，长期来看输气量有较大增长空间。全线贯通后，中联公司在陕东区域神府区块，神木市附近长庆气田、延长气田，以及中石油保德区块、紫金山区块、三交北区块和三交区块，均可为神安线管道项目提供气源保障。公司预计 2023 年 4 月 1 日后，山西段增加中石油气源供给，陕西段零散气源引入，预计 2023 年夏季售气总量将大幅提升。预计 2023 年售气量达到 20-25 亿方，2024 年达到 30-35 亿方。

#### ● 享有城市燃气特许经营权，终端市场开拓优势明显

全资子公司在山西省原平市、兴县和保德县、河北省霸州市津港工业园区等行政区域内享有城市燃气特许经营权，具备规模化经营的优势，终端开拓市场优势明显。后期随着神安线与国家管网联通，销售范围将扩大至山东、江苏等省份。公司持续拓展下游客户，于 2022 年 9 月与华电河北公司签订战略合作协议，先期以石热九期项目开展合作，力争 3 年内达到 4-8 亿立方米的合作规模。后期进一步开展鹿华热电、裕华热电以及分布式能源项目的供气合作，总需求达 24 亿立方米/年。

#### 分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

#### 分析师

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

#### 研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

#### 市场数据

2023-4-24

A 股收盘价(元)	11.94
股票代码	300332
A 股一年内最高价(元)	15.60
A 股一年内最低价(元)	7.13
沪深 300	3982.64
市盈率 (TTM)	25.3
总股本 (万股)	88,190
实际流通 A 股 (万股)	84,272
流通 A 股市值(亿元)	101

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

● **重组交易获取煤层气上游资源，上中下游一体化协同发展**

3月24日公司发布公告，与中国油气控股有限公司（702.HK）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。

中国油气控股的核心主业为国内煤层气的勘探与开发，其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，相关区块已完成勘探阶段工作，全面进入开采阶段，具有较大的开发潜力。三交项目生产规模5亿立方米/年。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。

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。重组交易完成后公司将打通上中下游全产业链，实现业务协同发展，提升公司盈利水平。

● **估值分析与评级说明**

预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.15亿元、9.88亿元、13.77亿元，对应PE分别为14.7倍、10.7倍、7.7倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**

上游气源增量不及预期；下游市场开拓不及预期；天然气价格波动的风险。

**主要财务指标**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3841.84	5410.00	6650.00	8950.00
收入增长率%	87.23	40.82	22.92	34.59
归母净利润（百万元）	365.50	714.81	988.35	1376.83
利润增速%	79.22	95.57	38.27	39.31
毛利率%	24.35	22.26	23.37	23.13
摊薄 EPS(元)	0.42	0.81	1.12	1.56
PE	28.55	14.73	10.65	7.65
PB	2.64	2.23	1.84	1.48

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### (一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产	3094.80	4026.32	5655.57	8518.26	营业收入	3841.84	5410.00	6650.00	8950.00
现金	1741.69	1723.43	3211.68	5158.82	营业成本	2906.19	4206.00	5095.92	6879.80
应收账款	519.03	592.88	728.77	858.22	营业税金及附加	17.19	32.46	39.90	53.70
其它应收款	127.88	313.45	303.33	463.40	营业费用	8.92	27.05	33.25	44.75
预付账款	101.28	254.84	243.18	372.58	管理费用	180.07	243.45	266.00	313.25
存货	115.00	245.96	249.83	369.80	财务费用	81.19	5.54	-6.12	-23.88
其他	489.92	895.76	918.79	1295.45	资产减值损失	-51.96	-5.06	-2.82	-3.10
非流动资产	6198.77	6344.49	6510.92	6670.14	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	780.69	880.69	980.69	1080.69	投资净收益	-31.38	-54.10	-33.25	0.00
固定资产	1920.85	1903.99	1882.94	1857.69	营业利润	543.14	836.33	1171.67	1652.43
无形资产	1421.38	1419.96	1435.98	1448.87	营业外收入	1.51	20.00	20.00	20.00
其他	2075.85	2139.85	2211.31	2282.90	营业外支出	14.79	10.00	10.00	10.00
资产总计	9293.58	10370.81	12166.49	15188.41	利润总额	529.86	846.33	1181.67	1662.43
流动负债	3835.89	4019.14	4645.84	6104.56	所得税	167.38	152.34	212.70	299.24
短期借款	690.81	0.00	0.00	0.00	净利润	362.48	693.99	968.97	1363.19
应付账款	761.69	1152.33	1396.14	1884.88	少数股东损益	-3.02	-20.82	-19.38	-13.63
其他	2383.39	2866.81	3249.70	4219.69	归属母公司净利润	365.50	714.81	988.35	1376.83
非流动负债	1284.67	1484.67	1684.67	1884.67	EBITDA	887.12	1078.91	1371.60	1799.42
长期借款	93.22	293.22	493.22	693.22	EPS (元)	0.42	0.81	1.12	1.56
其他	1191.45	1191.45	1191.45	1191.45					
负债合计	5120.57	5503.81	6330.51	7989.24	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	161.39	140.57	121.20	107.56	营业收入	87.23%	40.82%	22.92%	34.59%
归属母公司股东权益	4011.62	4726.43	5714.78	7091.61	营业利润	155.07%	53.98%	40.10%	41.03%
负债和股东权益	9293.58	10370.81	12166.49	15188.41	归属母公司净利润	79.22%	95.57%	38.27%	39.31%
					毛利率	24.35%	22.26%	23.37%	23.13%
					净利率	9.51%	13.21%	14.86%	15.38%
					ROE	9.11%	15.12%	17.29%	19.41%
					ROIC	8.60%	12.04%	13.57%	15.13%
					资产负债率	55.10%	53.07%	52.03%	52.60%
					净负债比率	122.71%	113.08%	108.47%	110.97%
					流动比率	0.81	1.00	1.22	1.40
					速动比率	0.67	0.70	0.96	1.10
					总资产周转率	0.41	0.52	0.55	0.59
					应收帐款周转率	7.40	9.13	9.13	10.43
					应付帐款周转率	5.04	4.69	4.76	4.75
					每股收益	0.42	0.81	1.12	1.56
					每股经营现金	0.53	1.06	1.97	2.46
					每股净资产	4.55	5.36	6.48	8.04
					P/E	28.55	14.73	10.65	7.65
					P/B	2.64	2.23	1.84	1.48
					EV/EBITDA	11.53	9.00	6.14	3.71
					PS	2.74	1.95	1.58	1.18

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### 分析师简介及承诺

**陶贻功**，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

**严明**，北京化工大学硕士，2018 年加入银河证券研究院，从事环保公用行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系方式

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)