

# 天壕环境 (300332)

## 2022 年年报&2023 年一季报点评: 神安线全线贯通, 上下游开拓稳步进行

买入 (维持)

2023 年 04 月 26 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,842	5,570	7,914	10,514
同比	87%	45%	42%	33%
归属母公司净利润 (百万元)	365	722	980	1,300
同比	79%	97%	36%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.41	0.82	1.11	1.47
P/E (现价&最新股本摊薄)	27.63	13.99	10.31	7.77

关键词: #业绩不及预期

### 投资要点

- **事件:** 2022 年公司实现营收 38.42 亿元, 同比增长 87.23%; 归母净利润 3.65 亿元, 同比增长 79.22%; 扣非归母净利润 3.56 亿元, 同比增长 139.67%; 加权平均 ROE 同比提高 3.86pct, 至 9.56%; 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.85 元 (含税)。2023 年一季度公司实现收入 12.98 亿元, 同增 52.73%; 归母净利润 2.04 亿元, 同增 53.86%
- **收入&利润高增, 天然气业务稳健发展。** 2022 年公司实现收入 38.42 亿元, 同增 87.23%; 归母净利润 3.65 亿元, 同增 79.22%, 不及我们预期。收入大幅增加的主要原因为燃气板块神安线全线贯通, 售气量大幅增长; 归母净利润不及预期的主要原因为赛诺水务超预期亏损 0.55 亿元并计提减值。分业务来看, 1) **天然气供应及管输运营业务: 气量快速增长。** 天然气供应及管输运营业务营收 35.82 亿元, 同增 111.88%, 占总收入 93.24%; 毛利率 24.68%, 同减 2.78pct。2022 年燃气售气量 11.71 亿方, 同增 77.42%; 售气收入 34.02 亿元, 同增 136.49%。2) **膜产品研发生产销售及水处理工程服务: 材料价格上涨, 盈利能力略降。** 膜产品及水处理工程服务 2022 年实现收入 2.10 亿元, 同减 30.89%, 毛利率 18.49%, 同减 12.8pct, 系膜产品主要材料价格上涨所致。
- **神安线全线贯通, 助力上游气源&下游用户开拓。** 2022 年 12 月, 神安线陕西-山西段建成投产, 神安线全线贯通。神安线设计输气能力 50 亿方/年, 可将陕东、晋西的煤层气等非常规天然气输送至需求旺盛的华北市场。1) **气源: ①神安线沿线气源丰富,** 沿线气田总可开采资源量达 4667 亿方, 而目前的年产量仅有 520 亿方, 具备可持续的生产能力以及较高的增产潜力, 神安线气量增长值得期待。②**公司拟收购中国油气控股, 延伸上游气源。** 2023 年 3 月, 公司与中国油气控股 (0702.HK) 签署重组意向条款清单。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。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。2) **用户: 国网互联互通, 开拓终端市场。** 神安线与国家管网互联互通后, 可将销售半径扩至供需更紧张的山东、江苏等地。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2023-2024 年归母净利润 7.22/9.80 亿元, 预计 2025 年归母净利润 13.00 亿元, 对应 EPS 0.82/1.11/1.47 元。对应 PE 14.0/ 10.3/ 7.8 倍 (估值日期 2023/4/25)。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)	11.45
一年最低/最高价	7.19/15.60
市净率(倍)	2.43
流通 A 股市值(百万元)	9,660.82
总市值(百万元)	10,097.74

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.70
资产负债率(% ,LF)	52.74
总股本(百万股)	881.90
流通 A 股(百万股)	843.74

### 相关研究

《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》

2023-03-25

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

2023-01-13

### 事件:

公司发布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现收入 38.42 亿元, 同比增长 87.23%; 归母净利润 3.65 亿元, 同比增长 79.22%; 扣非归母净利润 3.56 亿元, 同比增长 139.67%; 加权平均 ROE 同比提高 3.86pct, 至 9.56%。向全体股东每 10 股派发现金红利 0.85 元 (含税)。2023 年一季度公司实现收入 12.98 亿元, 同比增加 52.73%; 归母净利润 2.04 亿元, 同比增加 53.86%; 扣非归母净利润 1.98 亿元, 同比增加 48.22%。

## 1. 收入&利润高增, 天然气业务稳健发展

**天然气板块收入维持高增, 毛利率略降。**2022 年公司实现收入 38.42 亿元, 同比增长 87.23%; 归母净利润 3.65 亿元, 同比增长 79.22%, 不及我们预期; 扣非归母净利润 3.56 亿元, 同比增长 139.67%。收入大幅增加的主要原因为燃气板块神安线全线贯通, 燃气售气量较上年同期大幅增加; 归母净利润不及预期的主要原因为赛诺水务亏损幅度超过我们预期, 2022 年亏损 0.55 亿元并计提减值。2023 年一季度公司实现收入 12.98 亿元, 同比增加 52.73%; 归母净利润 2.04 亿元, 同比增加 53.86%; 扣非归母净利润 1.98 亿元, 同比增加 48.22%, 符合我们预期。2022 年公司毛利率/销售净利率 24.35%/9.44%, 毛利率/销售净利率分别同比-3.71pct/+0.04pct。分业务来看:

**1) 天然气供应及管输运营业务: 气量快速增长。**天然气供应及管输运营业务实现收入 35.82 亿元, 同比 111.88%, 占公司收入的 93.24%; 实现毛利 8.84 亿元, 同比增加 90.42%, 毛利率为 24.68%, 比上年减少 2.78pct。2022 年, 燃气板块实现售气量 11.71 亿立方米, 同比增长 77.42%; 燃气板块实现售气收入 34.02 亿元, 同比增长 136.49%。2022 年, 公司加强与上游气源和下游大工业客户的沟通调度, 保障气源稳定供应。

**2) 膜产品研发生产销售及水处理工程服务: 材料价格上涨, 盈利能力略降。**公司膜产品销售及水处理工程服务业务实现收入 2.10 亿元, 同比减少 30.89%, 占公司收入 5.46%; 实现毛利 0.39 亿元, 比上年同期减少 59.15%, 毛利率为 18.49%, 比上年减少 12.8pct, 系膜产品主要材料价格上涨所致。其中, 膜产品销售实现收入 1.01 亿元, 同比减少 36.25%, 实现毛利 0.25 亿元, 同比减少 62.62%; 水处理工程实现收入 1.09 亿元, 同比减少 32.38%, 实现毛利 0.14 亿元, 同比减少 65.85%。

**费用管控较好, 期间费用率下降。**2022 年公司期间费用同比增长 5.64%至 3.08 亿元, 期间费用率下降 6.2pct 至 8.02%。其中, 销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 1.37%、增加 8.49%、减少 6.45%、增加 4.97%至 0.22 亿元、1.8 亿元、0.25 亿元、0.81 亿元; 销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.48pct、下降 3.4pct、下降 0.66pct、下降 1.66pct 至 0.56%、4.69%、0.66%、2.11%。

## 2. 盈利能力向好，加权平均 ROE 提升 3.86pct

**资产负债率略增，营运效率提升。**2022 年公司资产负债率为 55.1%，同比上升 0.62pct。2022 年公司应收账款同比减少 22.76%至 5.19 亿元，应收账款周转天数同比减少 53.56 天至 55.8 天；存货同比增长 0.67%至 1.15 亿元，存货周转天数同比减少 63.45 天至 56.61 天；应付账款同比减少 45.99%至 7.62 亿元，应付账款周转天数同比减少 223.68 天至 134.53 天，使净营业周期同比增加 106.66 天至-22.12 天。

**净利率&周转率齐升，加权平均 ROE 提升 3.86pct。**2022 年公司加权平均净资产收益率同比上升 3.86pct 至 9.56%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2022 年公司销售净利率为 9.44%，同比上升 0.04pct，总资产周转率为 0.44（次），同比上升 0.19（次），权益乘数从 21 年的 2.34 下降至 22 年的 2.3。

## 3. 经营活动现金流大幅增加

**经营活动现金流增加 114%。**2022 年公司：**1）经营活动现金流净额** 4.69 亿元，同比增加 113.9%；主要系燃气销售业务增加所致。**2）投资活动现金流净额**-4.63 亿元，同比减少 242.05%；主要系上年同期收到处置管道及配套资产的款项、对中联华瑞增资减少所致。**3）筹资活动现金流净额** 1.41 亿元，同比增加 125.72%；主要系上年同期缩减有息债务，偿还借款所致。

## 4. 神安线全线贯通，期待稀缺跨省长输未来发展

**神安线全线贯通，助力上游气源&下游用户开拓。**公司与中联公司投资建设跨越陕晋冀的神安线管道，设计输气能力 50 亿方/年，可将陕东、晋西的煤层气等非常规天然气输送至需求旺盛的华北市场。2022 年 12 月，神安线陕西-山西段建成投产，标志着神安线管道全线贯通，将有利于公司进一步拓展上游气源，推进气源供应多元化，并助力开拓下游市场，提升公司市场地位。

**沿线气田资源量丰富，管输/储气库瓶颈解决后产能有望放量。**神安线沿线气源丰富，包括中联煤的五大气田/区块、中石油的四大气田/区块以及陕西政府的延长气田。沿线气田总可开采资源量达 4667 亿方，而目前的年产量仅有 520 亿方，沿线气田具备可持续的生产能力以及较高的增产潜力，神安线气量增长值得期待。

**表1: 沿线气田具备可持续的生产能力以及较高的增产潜力, 气源丰富**

气源名称	项目所有者	所在地	气源类型	探明可采储量 (亿立方米)	年产量 (亿立方米)
中联煤: 临兴区块	中海油	山西	煤层气	1010	18
中联煤: 古交区块		山西	煤层气	81	5
中联煤: 寿阳区块		山西	煤层气	200	1
中联煤: 柳林区块		山西	煤层气	107	3
中联煤: 神府气田		陕西	煤层气	465	6
中石油: 紫金山区块	中石油	山西	煤层气	350	尚未形成商品气量
中石油: 三交区块		山西	煤层气	217	5
中石油: 保德区块		山西	煤层气	360	5
中石油: 长庆气田		陕西、山西、甘肃、宁夏、内蒙古	常规气源	2330	445
陕西延长气田	陕西省政府	陕西	常规气源	557	50
<b>合计</b>				<b>4667</b>	<b>520</b>
其中: 中海油山西煤层气产量约 <b>27亿方/年</b> , 陕西煤层气产量约 <b>6亿方/年</b> 中石油山西煤层气产量约 <b>10亿方/年</b> , 长庆气田产量约 <b>445亿方/年</b> 陕西省政府延长气田产量约 <b>50亿方/年</b>					

数据来源: 中国石油新闻中心, 东吴证券研究所

**拟收购中国油气控股, 延伸上游气源。**2023年3月, 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。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, 可直接经过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。

**国网互联互通, 开拓终端市场。**神安线下游终端市场覆盖华北地区“煤改气”的重点区域, 尤其是河北市场, “煤改气”政策成为驱动河北省天然气消费规模快速增长的主要原因, 根据《中国“十四五”天然气消费趋势分析》, 预计2025年前河北省仍有130万户居民实施“气代煤”改造, 同时随着减煤政策的进一步落实, 工业燃料用气量仍有较大增长空间。神安线与国家管网互联互通后, 可通过管道代输进一步拓展神安线管道周边的天然气市场, 将销售半径南扩至供需更加紧张的山东、江苏等地。

## 5. 盈利预测

我们维持 2023-2024 年归母净利润 7.22/9.80 亿元，预计 2025 年归母净利润 13.00 亿元，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.82/1.11/1.47 元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 14.0/ 10.3/ 7.8 倍（估值日期 2023/4/25）。维持“买入”评级。

## 6. 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



## 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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,095</b>	<b>6,632</b>	<b>7,039</b>	<b>12,181</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,842</b>	<b>5,570</b>	<b>7,914</b>	<b>10,514</b>
货币资金及交易性金融资产	1,742	2,403	3,771	5,735	营业成本(含金融类)	2,906	3,798	5,549	7,549
经营性应收款项	697	2,572	1,762	4,277	税金及附加	17	46	70	93
存货	115	185	253	342	销售费用	22	58	183	210
合同资产	305	724	712	736	管理费用	180	334	554	736
其他流动资产	236	749	541	1,090	研发费用	25	80	120	137
<b>非流动资产</b>	<b>6,199</b>	<b>6,088</b>	<b>5,928</b>	<b>5,759</b>	财务费用	81	77	111	124
长期股权投资	781	781	781	781	加:其他收益	16	28	24	26
固定资产及使用权资产	1,945	1,994	1,996	1,982	投资净收益	-31	-123	-16	84
在建工程	528	446	397	374	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,421	1,363	1,301	1,238	减值损失	-50	-70	-165	-205
商誉	1,144	1,124	1,074	1,004	资产处置收益	-2	0	0	0
长期待摊费用	53	53	53	53	<b>营业利润</b>	<b>543</b>	<b>1,012</b>	<b>1,172</b>	<b>1,572</b>
其他非流动资产	327	327	327	327	营业外净收支	-13	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>9,294</b>	<b>12,720</b>	<b>12,967</b>	<b>17,939</b>	<b>利润总额</b>	<b>530</b>	<b>1,014</b>	<b>1,174</b>	<b>1,574</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,836</b>	<b>6,503</b>	<b>5,680</b>	<b>9,167</b>	减:所得税	167	320	223	299
短期借款及一年内到期的非流动负债	920	1,091	1,262	1,433	<b>净利润</b>	<b>362</b>	<b>694</b>	<b>951</b>	<b>1,275</b>
经营性应付款项	2,069	4,261	2,984	6,034	减:少数股东损益	-3	-28	-29	-25
合同负债	183	266	277	302	<b>归属母公司净利润</b>	<b>365</b>	<b>722</b>	<b>980</b>	<b>1,300</b>
其他流动负债	664	886	1,156	1,398	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.82	1.11	1.47
非流动负债	1,285	1,350	1,470	1,680	EBIT	700	1,317	1,539	1,911
长期借款	93	153	243	393	EBITDA	887	1,523	1,758	2,141
应付债券	365	365	365	365	毛利率(%)	24.35	31.82	29.89	28.21
租赁负债	15	20	50	110	归母净利率(%)	9.51	12.96	12.38	12.37
其他非流动负债	812	812	812	812	收入增长率(%)	87.23	44.99	42.08	32.85
<b>负债合计</b>	<b>5,121</b>	<b>7,853</b>	<b>7,149</b>	<b>10,846</b>	归母净利润增长率(%)	79.22	97.48	35.71	32.73
归属母公司股东权益	4,012	4,733	5,713	7,013					
少数股东权益	161	134	105	80					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,173</b>	<b>4,867</b>	<b>5,818</b>	<b>7,093</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,294</b>	<b>12,720</b>	<b>12,967</b>	<b>17,939</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	469	742	1,319	1,763	每股净资产(元)	4.47	5.29	6.40	7.87
投资活动现金流	-463	-251	-164	-84	最新发行在外股份(百万股)	882	882	882	882
筹资活动现金流	141	170	213	286	ROIC(%)	9.18	14.95	17.51	18.08
现金净增加额	148	661	1,368	1,965	ROE-摊薄(%)	9.11	15.25	17.15	18.54
折旧和摊销	187	206	220	230	资产负债率(%)	55.10	61.74	55.13	60.46
资本开支	-175	-128	-148	-168	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.63	13.99	10.31	7.77
营运资本变动	-250	-415	-109	45	P/B(现价)	2.56	2.17	1.79	1.45

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>

