



增持（维持）

所属行业：公用事业
当前价格(元)：11.64

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

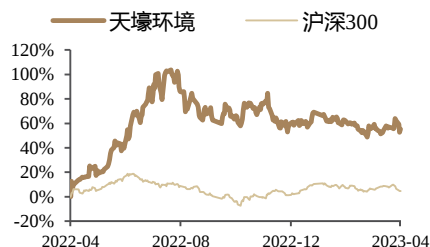
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

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(%)	-0.17	-4.20	-8.27
相对涨幅(%)	1.51	-1.69	-2.96

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《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》，2023.3.25
- 《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）： 22&23Q1 业绩持续高增，天然气 产业链布局进一步完善

投资要点

- 事件：**公司发布 2022 年及 2023 一季度业绩公告，2022 年实现营业收入 38.42 亿元，同比提升 87.23%。实现归母净利润为 3.65 亿元，同比提升 79.22%。经营活动产生的现金流量净额 4.69 亿元，同比提升 113.9%。单四季度看，实现收入 12.89 亿元，同比上升 39.98%，实现归母净利润 1.02 亿元，同比下降 33.49%。2023Q1 实现营业收入 12.98 亿元，同比上升 52.73%，实现归母净利润 2.04 亿元，同比上升 53.86%。
- 燃气业务高增，验证神安价值。**2022 年公司天然气业务实现营业收入 35.82 亿元，比上年同期增加 111.88%，占营业收入比重为 93.24%；毛利率为 24.68%，yoy-2.78 pct，其中售气收入 34.02 亿元，yoy+136.49%，实现售气量 11.71 亿 m³，yoy+77.42%。2022 年 12 月，公司发布公告宣布神安线管道陕西-山西段完成物理连接，进入试运行阶段，该段管道完工标志着神安线管道全线贯通。神安线将陕晋两省充足的天然气运送到需求旺盛的河北市场，目前已成为河北省第三大气源，为河北省天然气稳定供应提供了有力保障。
- 深耕天然气分销市场，持续扩张销售半径。**2022 年 9 月，公司与华电河北分公司建立长期天然气供应战略合作伙伴关系，双方先期以石热九期开展合作，计划 3 年内达到 4-8 亿 m³的合作规模，后期参照石热九期项目的合作模式，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，华电河北公司天然气总需求有望达 24 亿 m³/年。此外，3060 背景下，氧化铝、玻璃、陶瓷等高耗能企业有望在环保要求下进行产能升级，公司正积极扩展神安线业务区域内相关企业的用气需求，重点开发神安线管道沿线的直供大客户、工业园区客户，以及自营或合营燃气终端公司、大型燃气集团等，并在安平站推进与国家管网互联互通，拓宽公司的销售半径。
- 原料价格上涨叠加施工周期延后致使水务毛利率降低，聚焦膜产品技术研发有望实现业绩修复。**2022 年膜产品销售及水处理工程服务业务实现营收 2.1 亿元，yoy-30.89%，占公司营收比重为 5.46%，毛利率 18.49%，yoy-12.79pct，主要原因系水务工程项目受到外部影响，施工进度滞后，叠加膜产品原材料价格上涨所致。分业务看，膜产品销售 1.01 亿元，yoy-36.25%，水处理工程收入 1.09 亿元，yoy-32.38%。2022 年，赛诺水务签订了新疆石河子、榆林科创供水、神木自来水、湖北三宁二期等项目，未来水务板块公司将持续聚焦产品研发和膜系统集成，有望实现业绩修复。
- 投资建议与估值：**我们调整 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年分别实现销售收入为 52.49 亿元、77.39 亿元、102.8 亿元，增速分别为 36.6%、47.4%、32.8%。归母净利润分别为 6.38 亿元、9.3 亿元、12.14 亿元，增速分别为 74.5%、45.8%、30.5%。对应 PE 分别为 16.1X、11.0X、8.5X。维持增持投资评级。
- 风险提示：**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		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	843.74	营业收入(百万元)	2,052	3,842	5,249	7,739	10,280
52 周内股价区间(元):	7.50-15.28	(+/-)YOY(%)	21.2%	87.2%	36.6%	47.4%	32.8%
总市值(百万元):	10,265.30	净利润(百万元)	204	365	638	930	1,214
总资产(百万元):	9,270.39	(+/-)YOY(%)	265.4%	79.2%	74.5%	45.8%	30.5%
每股净资产(元):	4.78	全面摊薄 EPS(元)	0.24	0.42	0.72	1.05	1.38
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	28.1%	24.4%	25.2%	25.2%	25.6%
		净资产收益率(%)	5.6%	9.1%	13.7%	16.7%	17.9%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.72	1.05	1.38
每股净资产	4.55	5.27	6.33	7.70
每股经营现金流	0.53	1.16	2.62	2.90
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	137.17	16.09	11.04	8.46
P/B	2.64	2.21	1.84	1.51
P/S	2.67	1.96	1.33	1.00
EV/EBITDA	11.53	8.92	5.53	3.28
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	24.4%	25.2%	25.2%	25.6%
净利润率	9.5%	12.2%	12.0%	11.8%
净资产收益率	9.1%	13.7%	16.7%	17.9%
资产回报率	3.9%	5.4%	6.2%	6.6%
投资回报率	8.6%	10.6%	13.0%	14.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	87.2%	36.6%	47.4%	32.8%
EBIT 增长率	132.7%	4.3%	46.0%	30.6%
净利润增长率	79.2%	74.5%	45.8%	30.5%
偿债能力指标				
资产负债率	55.1%	59.2%	61.6%	62.2%
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9
现金比率	0.5	0.3	0.5	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	49.3	97.6	88.8	88.8
存货周转天数	14.4	21.3	21.3	19.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
固定资产周转率	2.0	2.8	4.1	5.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	365	638	930	1,214
少数股东损益	-3	0	0	0
非现金支出	237	334	372	397
非经营收益	120	181	170	223
营运资金变动	-250	-134	840	721
经营活动现金流	469	1,019	2,312	2,555
资产	-175	-411	-600	-256
投资	-285	0	0	0
其他	-3	-133	-122	-168
投资活动现金流	-463	-543	-722	-424
债权募资	191	-191	200	100
股权募资	20	0	0	0
其他	-70	-48	-48	-55
融资活动现金流	141	-239	152	45
现金净流量	148	236	1,741	2,176

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 日
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,842	5,249	7,739	10,280
营业成本	2,906	3,926	5,793	7,650
毛利率%	24.4%	25.2%	25.2%	25.6%
营业税金及附加	17	38	53	77
营业税金率%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	22	43	62	91
营业费用率%	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%
管理费用	180	341	557	771
管理费用率%	4.7%	6.5%	7.2%	7.5%
研发费用	25	94	142	206
研发费用率%	0.7%	1.8%	1.8%	2.0%
EBIT	700	730	1,066	1,392
财务费用	81	-3	-3	-3
财务费用率%	2.1%	-0.1%	-0.0%	-0.0%
资产减值损失	-52	0	0	0
投资收益	-31	-133	-122	-168
营业利润	543	733	1,069	1,395
营业外收支	-13	0	0	0
利润总额	530	733	1,069	1,395
EBITDA	887	1,064	1,438	1,789
所得税	167	95	139	181
有效所得税率%	31.6%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	-3	0	0	0
归属母公司所有者净利润	365	638	930	1,214

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,742	1,978	3,719	5,895
应收账款及应收票据	545	1,520	2,012	2,673
存货	115	230	339	399
其它流动资产	693	1,776	2,377	3,076
流动资产合计	3,095	5,503	8,448	12,043
长期股权投资	781	781	781	781
固定资产	1,921	1,860	1,868	1,754
在建工程	528	543	558	573
无形资产	1,421	1,544	1,750	1,708
非流动资产合计	6,199	6,276	6,504	6,363
资产总计	9,294	11,779	14,951	18,406
短期借款	691	500	700	800
应付票据及应付账款	2,069	3,549	4,920	6,876
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,076	1,634	2,306	2,491
流动负债合计	3,836	5,683	7,926	10,167
长期借款	93	93	93	93
其它长期负债	1,191	1,191	1,191	1,191
非流动负债合计	1,285	1,285	1,285	1,285
负债总计	5,121	6,968	9,211	11,451
实收资本	882	882	882	882
普通股股东权益	4,012	4,650	5,579	6,793
少数股东权益	161	161	161	161
负债和所有者权益合计	9,294	11,779	14,951	18,406

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：	类 别	评 级	说 明
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；	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。
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。	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范围包括证券投资咨询业务。