

天壕环境 (300332)

2022 中报业绩预告点评: 业绩高增模式验证, 期待稀缺跨省长输未来发展

买入 (维持)

2022 年 07 月 16 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)	56.13	28.10	15.86	11.69

投资要点

- **事件:** 公司公告 2022H1 业绩预告, 实现归母净利润 1.9 亿元~2.1 亿元, 同增 381%~432%, 扣非归母净利润 1.902 亿元~2.102 亿元, 同增 1056%~1178%。
- **神安线通气业绩高增, 业务模式验证。** 2022H1 公司实现归母净利润 1.9 亿元~2.1 亿元, 同增 381%~432%, 符合预期。2021 年 7 月神安线山西-河北段通气, 业绩增长主要来自上游气源产出增加, 燃气业务稳步增长。神安线山西-河北段通气显著增厚业绩, 2022 年陕西-山西段有望投运, 全线贯通后年输气能力 50 亿方, 期待稀缺跨省长输未来发展。
- **跨省长输能力不足, 陕冀区域不平衡凸显。** 神安线 1) 上游气源来自陕西&山西, 供给有保障。陕西&山西属天然气六大外输省之二, 2021 年外输规模达 122/21 亿方。神安线沿线煤层气充足, 合作方中联公司拥有煤层气矿权面积占全国 35%, 主要分布在陕东晋西; 沿线分布中石油保德、三交、三交北、紫金山等区块; 陕西省长庆气田及延长气田均可供气。2) 下游用气紧张, 管输能力成为资源跨省消费痛点。2021 年河北天然气省外输入 223 亿方, 用气紧张。历史上, 河北天然气消费量与管容同频增长, 管输能力是资源跨省消费的痛点。
- **神安线突破管输瓶颈, 三大壁垒造就稀缺资产。** 区域不平衡背后的本质: 跨省管输不足。与神安线同向的陕京一~三线 2022 年 10-12 月管道剩余能力均为 0, 我们测算河北管线负荷率采暖季达 116%。神安线可突破管输瓶颈, 且可连通其他长输将气源送至华北, 进一步释放华北真实需求! 神安线三大壁垒: 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。我们判断神安线中期无有力竞争对手。
- **稀缺跨省长输管网, 神安线构筑三大盈利模式。** ①管输费: 合资公司中联华瑞收取管输费 0.195 元/方贡献稳定收益。②门站价为基准的区域价差: 公司于陕西/山西采购低价气, 经神安线送至河北销售 (陕西/山西/河北门站价格为 1.22/1.77/1.93 元每方), 获取门站价差。③零售价差: 公司通过深度分销, 将低价气源直供给工业企业客户, 非居民零售气价较高, 预计整体单方毛差有望超过 2 元。
- **盈利预测与投资评级:** 公司具备稀缺跨省天然气长输管道资源, 将上游陕西&山西富余天然气输送至下游华北地区, 气量&毛差齐升。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 PE28/16/12 倍 (估值日 2022/07/15)。跨省长输管线具备产业链地位、资产稀缺性和盈利能力确定性, 价值凸显, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 神安线建设进度不及预期, 中联煤层气气量释放不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.98
一年最低/最高价	5.60/13.51
市净率(倍)	3.09
流通 A 股市值(百万元)	10,954.32
总市值(百万元)	11,447.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.20
资产负债率(% ,LF)	54.02
总股本(百万股)	881.90
流通 A 股(百万股)	843.94

相关研究

《天壕环境(300332): 稀缺跨省长输贯通在即, 解决资源痛点空间大开》

2022-07-01

天壕环境三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,495	3,179	4,645	6,532	营业总收入	2,052	3,363	5,213	6,933
货币资金及交易性金融资产	924	942	1,661	2,672	营业成本(含金融类)	1,476	2,436	3,547	4,649
经营性应收款项	848	1,243	1,787	2,452	税金及附加	18	29	46	61
存货	114	200	258	342	销售费用	21	39	105	219
合同资产	380	437	454	470	管理费用	166	168	334	520
其他流动资产	228	356	485	595	研发费用	27	24	42	55
非流动资产	5,783	5,694	5,529	5,341	财务费用	77	70	96	102
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	1,835	1,875	1,904	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	-65	-185	-215
商誉	1,048	1,018	898	748	资产处置收益	74	0	0	0
长期待摊费用	62	62	62	62	营业利润	213	476	863	1,184
其他非流动资产	371	371	371	371	营业外净收支	22	2	2	2
资产总计	8,277	8,873	10,174	11,872	利润总额	235	478	865	1,186
流动负债	3,330	3,510	3,990	4,519	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	净利润	193	392	701	960
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	归属母公司净利润	204	407	722	980
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	719	1,220	1,511
长期借款	30	90	180	330	EBITDA	470	908	1,415	1,718
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
负债合计	4,509	4,754	5,354	6,093	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					
所有者权益合计	3,768	4,118	4,819	5,780					
负债和股东权益	8,277	8,873	10,174	11,872					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	219	429	987	1,145	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	11.83	18.24	19.65
现金净增加额	-463	17	719	1,011	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)	56.13	28.10	15.86	11.69
营运资本变动	-240	-335	-146	-225	P/B(现价)	3.21	2.91	2.46	2.03

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>