

天壕环境 (300332)

2022 年三季报点评：业绩持续高增验证盈利模式，期待供需错配下稀缺跨省长输发展 买入（维持）

2022 年 10 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

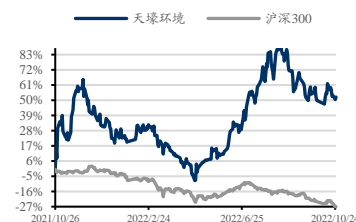
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,052	3,363	5,213	6,933
同比	21%	64%	55%	33%
归属母公司净利润（百万元）	204	407	722	980
同比	265%	100%	77%	36%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.23	0.46	0.82	1.11
P/E（现价&最新股本摊薄）	53.62	26.85	15.15	11.16

#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年第三季度报告，前三季度营业收入为 25.53 亿元，同比增长 125.68%。归母净利润 2.64 亿元，同比增长 415.90%，扣非归母净利润 2.62 亿元，同比增长 890.98%。
- **神安线通气业绩持续高增，盈利模式验证。**2022 年前三季度公司实现营业收入 25.53 亿元，同比增长 125.7%；归母净利润 2.64 亿元，同比增长 415.9%。2022 年单三季度实现营业收入 8.61 亿元，同比+123.0%；归母净利润 0.60 亿元，同比+414.4%；扣非归母净利润 0.58 亿元，同比+481.2%，符合我们预期。神安线山西-河北段通气显著增厚业绩。
- **神安线全线贯通在即，期待供需错配下稀缺跨省长输未来发展。**陕西-山西段投运在即，全线贯通后输气能力 50 亿方/年。合作方中海油在陕西拥有神府气田（煤层气），年产 5.7 亿方；中石油在陕西拥有长庆气田（常规气源），年产 450 亿方。随沿线中石油和合作方中海油气田气量释放，神安线气量将得以快速增长。
- **公司与河北华电签订天然气供应战略合作协议，验证需求空间&稀缺资产优势。**公司与华电河北公司先期以石热九期项目开展合作，力争 3 年内达到 4-8 亿方/年的规模，后期参照石热九期项目合作模式，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，总需求达 24 亿方/年，在天然气供应方面进行全面合作。神安线输气能力 50 亿方/年，加压达 80 亿方/年，合作开展将快速提升管线利用率。
- **神安线突破管输瓶颈，三大壁垒造就稀缺资产，气量空间打开。**区域不平衡背后本质：跨省管输不足。陕京一~三线 2022 年 10-12 月管道剩余能力均为 0，河北管线负荷率采暖季 116%。神安线具备三大壁垒，为稀缺资产：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。我们判断十三五&十四五能源规划中提到的长输管线由于建设长度为神安线两倍以上，建设时间远超神安线（5 年），神安线中期无有力竞争对手。公司具备神安线稀缺资产，可将上游陕西&山西富余天然气输送至下游华北缺气地区，气量空间打开，盈利模式稳定。
- **盈利预测与投资评级：**神安线将上游陕西&山西富余天然气输送至下游华北缺气地区，气量空间打开，盈利模式稳定；通气后业绩持续高增，盈利模式验证。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 PE27/15/11 倍（估值日 2022/10/25）。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)	12.40
一年最低/最高价	7.18/15.60
市净率(倍)	2.86
流通 A 股市值(百万元)	10,449.74
总市值(百万元)	10,935.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.34
资产负债率(% ,LF)	54.52
总股本(百万股)	881.90
流通 A 股(百万股)	842.72

相关研究

《天壕环境(300332)：与河北华电签订天然气供应战略合作协议，验证需求空间&稀缺资产优势》

2022-09-23

《天壕环境(300332)：2022 年中报点评：高增长验证盈利模式，供需错配下稀缺跨省长输价值凸显》

2022-08-24

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	3,184	4,620	6,467	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	947	1,646	2,637	营业成本(含金融类)	1,476	2,436	3,547	4,649
经营性应收款项	848	1,248	1,782	2,432	税金及附加	18	28	46	61
存货	114	200	258	342	销售费用	21	35	120	222
合同资产	380	437	469	485	管理费用	166	168	334	520
其他流动资产	228	351	465	570	研发费用	27	24	47	62
非流动资产	5,783	5,689	5,554	5,406	财务费用	77	70	96	103
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	1,820	1,820	1,809	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	-70	-165	-205
商誉	1,048	1,028	978	908	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	724	1,209	1,531
长期借款	30	90	180	330	EBITDA	470	913	1,405	1,738
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	434	967	1,125	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	11.91	18.09	19.91
现金净增加额	-463	22	699	991	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)	53.62	26.85	15.15	11.16
营运资本变动	-240	-335	-146	-235	P/B(现价)	3.07	2.78	2.35	1.94

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>

