



增持 (维持)

所属行业: 公用事业  
当前价格(元): 12.40

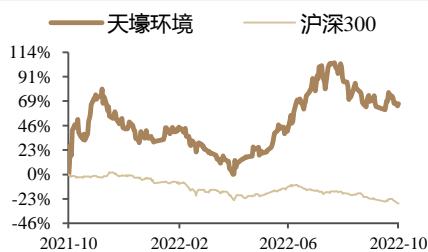
证券分析师

李骥  
资格编号: S0120521020005  
邮箱: lij3@tebon.com.cn

联系人

郭雪  
邮箱: guoxue@tebon.com.cn  
卢璇  
邮箱: luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.35	-12.92	-12.55
相对涨幅(%)	4.58	-1.78	1.86

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《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): 2022Q3 营收同比高增 123%, 验证神安价值

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年三季度业绩公告, 前三季度实现营收 25.53 亿元, 同比增长 125.68%, 实现归母净利润 2.64 亿元, 同比增长 415.90%; 其中单三季度实现营收 8.61 亿元, 同比增长 123.03%, 实现归母净利润 6009.14 万元, 同比增长 414.35%。业绩符合我们此前的预期。
- 业绩同比高增, 神安线价值获得验证。** 2021 年 7 月神安线山西—河北鹿泉段实现正式通气后, 公司燃气业务保持较高增速, 2021 年实现燃气销售 6.6 亿 m<sup>3</sup>, 2022H1 实现售气 5.86 亿 m<sup>3</sup>, 2022Q3 总营收实现同比 123.03% 增长, 公司售气业务稳定步入正轨。环比归母净利润有所下滑, 单三季度营收环比增长 2.21%, 归母净利润环比下降 15.82%。我们认为随着神安线陕西-山西段预计于 10 月底通气, 公司有 Q4 有望实现每天 400 万方售气量 (目前约为 300 万方/天), 叠加四季度为采暖季 (华北地区采暖季一般为本年 11 月-次年 3 月), 天然气售价上浮, 四季度环比有望修复。
- 神安线长期盈利逻辑明确, 深度分销带来广阔增量空间。** 神安线盈利模式有二: 1) 收取管输费: 按照投资产出比, 神安线年输气量 ≤70% 时, 按照 0.195 元/方收取管输费; 满产后管输费约为 0.16 元/方, 能够为合资公司提供较稳定收入; 2) 深度分销赚取零售价和门站价价差: 公司可通过管道于气源地按照当地门站价拿气, 分销至河北省赚取价差, 目前河北省天然气基准门站价为 1.84 元/方, 山西省为 1.77 元/方, 陕西省为 1.22 元/方, 石家庄非居民用管道天然气销售价格最高为 3.95 元/m<sup>3</sup>, 价差最高达 2.7 元/方。神安线全线贯通后短期售气量有望达 15 亿 m<sup>3</sup>/年, 满产情况下输气量可达 50 亿 m<sup>3</sup>, 具有较强分销潜力。此外, 随着神安线管输能力提升, 公司有望与国家管网实现互联互通, 将部分天然气深度分销至江浙沪地区, 实现进口 LNG 替代。
- 河北省战略合作协议落地, 深度分销再添保障。** 2022 年 9 月 22 日, 公司与中国华电集团有限公司河北分公司 (以下简称“华电河北公司”) 签订了《天然气供应战略合作协议》。双方将建立天然气供应方面的长期战略合作伙伴关系。华电河北公司的九期燃机项目目前每年天然气需求为 8 亿 m<sup>3</sup>, 双方计划 3 年内达到 4-8 亿 m<sup>3</sup> 的合作规模, 随着华电河北未来规划的多个天然气项目投产, 华电河北公司天然气总需求将达 24 亿 m<sup>3</sup>/年。公司深度分销能力有望得到突破。
- 投资建议与估值:** 我们预计公司 2022-2024 年分别实现销售收入为 35.31 亿元、51.09 亿元、66.75 亿元, 增速分别为 72.08%、44.69%、30.65%。归母净利润分别为 4.08 亿元、6.80 亿元、9.90 亿元, 增速分别为 99.9%、66.7%、45.7%。对应 PE 分别为 26.82X、16.09X、11.04X。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		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	842.72	营业收入(百万元)	1,694	2,052	3,531	5,109	6,675
52 周内股价区间(元):	7.47-15.28	(+/-)YOY(%)	-6.3%	21.2%	72.1%	44.7%	30.6%
总市值(百万元):	10,935.51	净利润(百万元)	56	204	408	680	990
总资产(百万元):	8,829.07	(+/-)YOY(%)	18.3%	265.4%	99.9%	66.7%	45.7%
每股净资产(元):	4.34	全面摊薄 EPS(元)	0.06	0.24	0.46	0.77	1.12
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	26.7%	28.1%	25.3%	28.8%	31.1%
		净资产收益率(%)	1.6%	5.6%	10.1%	14.4%	17.3%
		资料来源: 公司年报 (2020-2021), 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	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.24	0.46	0.77	1.12
每股净资产	4.12	4.58	5.35	6.48
每股经营现金流	0.25	0.56	1.28	1.66
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	137.17	26.82	16.09	11.04
P/B	2.72	2.71	2.32	1.91
P/S	5.33	3.10	2.14	1.64
EV/EBITDA	21.40	14.45	9.70	6.82
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.1%	25.3%	28.8%	31.1%
净利润率	9.9%	11.5%	13.3%	14.8%
净资产收益率	5.6%	10.1%	14.4%	17.3%
资产回报率	2.5%	4.4%	6.0%	7.3%
投资回报率	5.1%	7.7%	11.0%	13.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	21.2%	72.1%	44.7%	30.6%
EBIT 增长率	19.5%	54.8%	67.1%	45.9%
净利润增长率	265.4%	99.9%	66.7%	45.7%
偿债能力指标				
资产负债率	54.5%	55.3%	57.2%	56.7%
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
现金比率	0.3	0.2	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	119.5	116.0	119.8	119.8
存货周转天数	28.2	25.3	25.3	26.3
总资产周转率	0.2	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	1.2	2.1	2.9	4.1

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	204	408	680	990
少数股东损益	-11	0	0	0
非现金支出	282	306	332	362
非经营收益	-15	115	195	194
营运资金变动	-240	-331	-76	-79
经营活动现金流	219	497	1,132	1,468
资产	292	-417	-558	-715
投资	-345	0	0	0
其他	-83	-74	-151	-143
投资活动现金流	-135	-491	-709	-857
债权募资	-352	-20	200	100
股权募资	5	0	0	0
其他	-199	-41	-45	-51
融资活动现金流	-546	-60	155	49
现金净流量	-463	-54	578	659

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,052	3,531	5,109	6,675
营业成本	1,476	2,638	3,638	4,596
毛利率%	28.1%	25.3%	28.8%	31.1%
营业税金及附加	18	29	43	61
营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%
营业费用	21	35	49	70
营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
管理费用	166	286	432	621
管理费用率%	8.1%	8.1%	8.5%	9.3%
研发费用	27	64	94	134
研发费用率%	1.3%	1.8%	1.8%	2.0%
EBIT	301	466	778	1,135
财务费用	77	-3	-3	-3
财务费用率%	3.8%	-0.1%	-0.1%	-0.0%
资产减值损失	-56	0	0	0
投资收益	-28	-74	-151	-143
营业利润	213	469	781	1,138
营业外收支	22	0	0	0
利润总额	235	469	781	1,138
EBITDA	470	772	1,111	1,497
所得税	42	61	102	148
有效所得税率%	18.0%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	-11	0	0	0
归属母公司所有者净利润	204	408	680	990

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	924	871	1,449	2,108
应收账款及应收票据	716	1,211	1,822	2,380
存货	114	183	252	331
其它流动资产	741	1,182	1,708	2,204
流动资产合计	2,495	3,447	5,231	7,023
长期股权投资	642	642	642	642
固定资产	1,757	1,722	1,743	1,643
在建工程	418	433	433	433
无形资产	1,463	1,594	1,799	2,252
非流动资产合计	5,783	5,894	6,119	6,472
资产总计	8,277	9,341	11,350	13,495
短期借款	520	500	700	800
应付票据及应付账款	1,950	2,385	3,090	4,002
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	860	1,100	1,526	1,668
流动负债合计	3,330	3,985	5,315	6,470
长期借款	30	30	30	30
其它长期负债	1,149	1,149	1,149	1,149
非流动负债合计	1,179	1,179	1,179	1,179
负债总计	4,509	5,164	6,494	7,649
实收资本	881	882	882	882
普通股股东权益	3,633	4,042	4,721	5,712
少数股东权益	135	135	135	135
负债和所有者权益合计	8,277	9,341	11,350	13,495

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

## 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： 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； 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。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。	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。
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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经营范围包括证券投资咨询业务。