

天壕环境 (300332.SZ)

燃气业务持续放量，期待神安线全面贯通

核心观点：

- **燃气业务持续放量，前三季度业绩同比增长 415.9%**。公司发布 2022 年三季报：实现营收 25.53 亿元（同比+125.7%）、归母净利 2.64 亿元（同比+415.9%）、扣非归母净利 2.62 亿元（同比+891%）。公司费用管控能力优秀，2022 年前三季度期间费率同比下降 8pct 至 8.1%，其中管理费、财务费率同比下降 3.3、2.9pct。前三季度毛利率同比增长 1.8pct 至 22.3%，归母净利率同比增长 5.8pct 至 10.3%，摊薄 ROE 同比增长 5.5pct 至 7%，伴随燃气业务放量公司盈利水平大幅提升。
- **与华电河北签订长期天然气供应协议，力争 3 年内达到 4-8 亿立方米的合作规模**。公司积极拓张下游销售，与华电签订天然气供应战略合作协议，先期以石热九期项目开展合作，未来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。气源端，国内持续强化燃气供应，财政部及山西省均推动非常规天然气增储上产。后续伴随神安线陕西段逐步投运，公司获取气源优势将有望进一步加强。
- **上半年年实现售气量 5.86 亿方（同比+108%），期待神安线陕西段投运**。公司燃气业务包括传统城燃及神安线投运后河北分销等，神安线投产后，公司 2022H1 售气量达 5.86 亿方，同比增长 107.8%。此外，公司 2022H1 燃气单位售价提升至 2.6 元，量价提升共同带动燃气业务收入大幅增长。公司凭借气源优势，预计未来将积极开拓河北下游终端市场，有望带动市场份额提升。公司 2021 年限制性股票激励计划考核目标为 2021-23 年归母净利润 2.0、3.5、5.0 亿元，彰显发展动能。
- **盈利预测与投资建议**。预计 2022-24 年归母净利润分别为 4.0/6.0/7.8 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 27.3/18.2/14.1 倍。神安线陕西段预计于明年进入业绩快速释放期，带动公司业绩增速高于同业，给予 2023 年 30 倍 PE，对应合理价值 20.54 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示**。下游销量增长缓慢，气量释放不达预期，购气成本增加。

盈利预测：

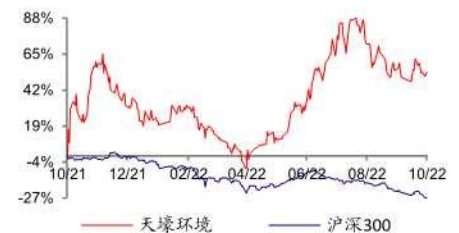
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,694	2,052	4,206	6,042	7,924
增长率（%）	-6.3	21.2	104.9	43.7	31.1
EBITDA（百万元）	496	470	745	958	1,153
归母净利润（百万元）	56	204	403	604	782
增长率（%）	18.3	265.4	97.9	49.6	29.5
EPS（元/股）	0.06	0.23	0.46	0.68	0.89
市盈率（x）	76.17	48.41	27.28	18.23	14.07
ROE（%）	1.6	5.6	9.8	12.7	13.9
EV/EBITDA（x）	8.89	21.40	15.02	11.49	9.15

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	12.48 元
合理价值	20.54 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-27

相对市场表现



分析师：



郭鹏
SAC 执证号：S0260514030003
SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：



许洁
SAC 执证号：S0260518080004
SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

分析师：



姜涛
SAC 执证号：S0260521070002
021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

天壕环境 (300332.SZ) : 燃气量价齐升，期待陕西段投运	2022-08-23
天壕环境 (300332.SZ) : 神安线投运带动燃气销量同比 +48%，期待陕西段投运	2022-05-04
天壕环境 (300332.SZ) : 预告全年业绩同比 +267%~348%，被低估的燃气分销商	2022-01-17

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,823	2,495	2,888	4,097	4,782	经营活动现金流	244	219	438	585	819
货币资金	1,322	924	893	1,404	1,592	净利润	54	193	384	575	745
应收及预付	726	843	1,190	1,719	2,041	折旧摊销	244	169	206	223	241
存货	76	114	132	154	170	营运资金变动	-215	-240	-230	-250	-175
其他流动资产	1,699	613	673	821	979	其它	160	97	78	36	8
非流动资产	4,663	5,783	6,047	6,294	6,523	投资活动现金流	758	-135	-402	-344	-307
长期股权投资	260	642	842	1,042	1,242	资本支出	852	292	-139	-54	12
固定资产	1,668	1,757	1,962	2,127	2,261	投资变动	-96	-345	-200	-200	-200
在建工程	360	418	328	264	220	其他	2	-83	-63	-91	-119
无形资产	1,013	1,463	1,443	1,418	1,388	筹资活动现金流	-114	-546	-68	270	-324
其他长期资产	1,362	1,502	1,472	1,442	1,412	银行借款	1,302	537	-21	325	-267
资产总计	8,486	8,277	8,935	10,391	11,305	股权融资	0	5	0	0	0
流动负债	3,999	3,330	3,444	4,213	4,287	其他	-1,416	-1,088	-47	-55	-57
短期借款	706	520	399	674	377	现金净增加额	888	-463	-31	511	188
应付及预收	1,998	1,951	1,845	2,060	2,156	期初现金余额	50	938	924	893	1,404
其他流动负债	1,294	860	1,200	1,479	1,755	期末现金余额	938	476	893	1,404	1,592
非流动负债	840	1,179	1,279	1,329	1,359						
长期借款	127	30	130	180	210						
应付债券	339	350	350	350	350						
其他非流动负债	375	799	799	799	799						
负债合计	4,839	4,509	4,724	5,542	5,647						
股本	880	881	882	882	882						
资本公积	1,834	1,856	1,856	1,856	1,856						
留存收益	723	904	1,367	2,032	2,879						
归属母公司股东权益	3,535	3,633	4,096	4,762	5,609						
少数股东权益	112	135	116	87	50						
负债和股东权益	8,486	8,277	8,935	10,391	11,305						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,694	2,052	4,206	6,042	7,924
营业成本	1,241	1,476	3,207	4,670	6,195
营业税金及附加	14	18	36	51	67
销售费用	14	21	46	60	79
管理费用	147	166	332	465	594
研发费用	39	27	44	60	75
财务费用	135	77	43	50	49
资产减值损失	-62	-56	-59	-62	-65
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-91	-28	-63	-91	-119
营业利润	51	213	469	705	914
营业外收支	-2	22	5	5	5
利润总额	49	235	474	710	919
所得税	-4	42	90	135	175
净利润	54	193	384	575	745
少数股东损益	-2	-11	-19	-29	-37
归属母公司净利润	56	204	403	604	782
EBITDA	496	470	745	958	1,153
EPS (元)	0.06	0.23	0.46	0.68	0.89

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-6.3%	21.2%	104.9%	43.7%	31.1%
营业利润增长	58.9%	314.9%	120.4%	50.2%	29.7%
归母净利润增长	18.3%	265.4%	97.9%	49.6%	29.5%
获利能力					
毛利率	26.7%	28.1%	23.7%	22.7%	21.8%
净利率	3.2%	9.4%	9.1%	9.5%	9.4%
ROE	1.6%	5.6%	9.8%	12.7%	13.9%
ROIC	5.3%	5.1%	8.3%	9.5%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	57.0%	54.5%	52.9%	53.3%	49.9%
净负债比率	132.7%	119.7%	112.1%	114.3%	99.8%
流动比率	0.96	0.75	0.84	0.97	1.12
速动比率	0.59	0.56	0.60	0.73	0.83
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.25	0.47	0.58	0.70
应收账款周转率	2.95	3.05	4.77	4.72	5.39
存货周转率	22.23	17.96	31.91	39.35	46.68
每股指标 (元)					
每股收益	0.06	0.23	0.46	0.68	0.89
每股经营现金流	0	0	0	1	1
每股净资产	4.02	4.12	4.64	5.40	6.36
估值比率					
P/E	76.17	48.41	27.28	18.23	14.07
P/B	1.20	2.72	2.69	2.31	1.96
EV/EBITDA	8.89	21.40	15.02	11.49	9.15

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。