

天壕环境 (300332)

神安线全线贯通，期待供需错配下稀缺跨省长输发展

买入 (维持)

2022 年 12 月 01 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)	59.85	29.96	16.91	12.46

关键词: #稀缺资产

投资要点

- **事件:** 2022 年 12 月 1 日, 公司公告神安线管道项目陕西-山西段完成物理连接, 取得机械完工证书及国家法律法规要求的相关证照, 截至目前已进入试运行阶段。该段管道的完工也标志着**神安线管道的全线贯通**。
- **神安线全线贯通, 期待公司气量释放&毛差提高:** 2018 年公司全资子公司华盛燃气与中海油全资子公司中联公司合资成立“中联华瑞”(公司持股 49%) 进行神木-安平煤层气管道工程项目(神安线)建设运营。1) 2021.7.29 山西-河北段通气, 公司燃气销量同增 48.5%至 2021 年 6.6 亿方, 毛利率+4.1pct 至 27.5%, 盈利能力初现。2) 2022.12.1 陕西-山西段完成物理连接并已进入试运行阶段, 神安线管道全线贯通, 符合我们预期。**全线贯通年输气能力 50 亿方, 加压后可达 80 亿方; 陕西/山西/河北天然气门站价格分别为 1.22/1.77/1.93 元/方, 陕西气源的获取可进一步降低公司天然气采购价、提高公司整体毛差, 气量释放&毛差提高潜力值得期待。**
- **神安线贯通有利于公司拓展上游气源&开拓下游市场:** 1) **上游气源:** 神安线陕西-山西段投产后, ① 中联公司神府区块、陕西省神木市附近的长庆、延长等气田; ② 神安线管道沿线分布的中石油保德、三交、三交北、紫金山等区块, 均可为神安线提供气源, **神安线进入管道气多气源时代**。2) **下游市场:** 神安线管道未来会与国家管网互联互通, 销售范围可覆盖陕西、山西、京津冀及山东、江苏等地, 稳定充足的气源有利于满足公司在上述区域的用气需求, **销售半径大幅拓宽**。
- **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 PE30/17/12 倍(估值日 2022/11/30)。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:** 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)	13.84
一年最低/最高价	7.18/15.60
市净率(倍)	3.19
流通 A 股市值(百万元)	11,663.26
总市值(百万元)	12,205.44

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): 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》

2022-10-26

《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

天壕环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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)	59.85	29.96	16.91	12.46
营运资本变动	-240	-335	-146	-235	P/B (现价)	3.43	3.11	2.63	2.17

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>

