



管道贯通如期释放业绩，产业链挖潜力度加大 天壕环境（300332.SZ）2022 年报和 2023 一季报点评

事件

2022 全年公司实现营收 38.42 亿元（同比+87.3%），归母净利润 3.65 亿元（同比+79.22%），扣非归母净利润 3.56 亿元（同比+139.67%）。2023Q1 公司实现营收 12.98 亿元（同比+52.73%），归母净利润 2.04 亿元（同比+53.86%），扣非归母净利润 1.98 亿元（同比+48.22%）。

点评

神安全线贯通后管道燃气业务量价齐升带动业绩大幅增长。2022 年燃气供应及安装业务收入为 35.81 亿元（同比+111.88%），毛利率为 24.68%（同比-2.78pct），销售量为 1171.25 百万立方米（同比+77.53%），单位售价为 3.06 元/立方米（同比+19.35%）。燃气供应及安装业务收入大幅增长主要来源于神安线管道全线贯通后燃气售气量较上年同期大幅增加，以及天然气单位售价的稳健增长，但受制于原材料成本的上涨，毛利率出现小幅下滑。2023Q1 燃气供应及安装业务的销量和收入延续增长势头，且毛利率出现改善。2022 年水处理工程及膜产品销售收入为 2.10 亿元（同比-30.89%），销售量 900866 立方米（同比-28.60%），单位售价 233.01 元/平方米（同比-3.21%），毛利率 18.49%（同比-12.80pct），主要系水务工程项目施工被外部环境影响发货进度，且原材料价格上涨。

稀缺资源神安管道运营发力，未来业绩成长潜力可期。神安管道全线联通陕西、山西、京津冀等地区，建设周期约五年，总投资额约 50 亿元，设计输气能力 50 亿立方米/年。除前期投资规模大，开工建设需经国家发改委核准批复，中期难以在同区位出现同等规模的天然气输送管道。**①需求侧**，神安管道线可辐射京津冀、江苏等地工商业发达、能源需求旺盛的消费区，而且销售为预付账款模式。**②经营侧**，管道燃气业务受到特许经营权制度的约束，在经营方面具有排他性，而公司在山西、河北、广东等地的多个县市均具有特许经营权。2022 年 9 月，公司与华电集团签署供气协议，其中九期燃机项目天然气需求在 3 年内有望达到 8 亿立方米/年，预计远期总需求有望达 24 亿立方米/年。**③供给侧**，神安管道沿线分布着神府区块、长庆、延庆等多块天然气资源存储丰富的气田。2023 年 3 月，公司拟参与中国油气控股重组交易。若交易达成，公司有望从三交煤层气项目获得气源补充，提升公司在燃气产业链的议价能力和话语权。销售市场开拓+气源获取双管齐下，为公司 2023 年和 2024 年的 20 亿方~25 亿方和 30 亿方~35 亿方供气目标铺垫基础。

投资建议

伴随公司神安线全线贯通，公司未来业绩或将持续放量。我们预期 2023/2024/2025 年的 EPS 分别为 0.81/1.09/1.55 元/股。以 2023 年 4 月 25 日收盘价 11.45 元为基准，对应 PE 分别 14.06/10.46/7.39 倍。结合行业景气度，看好公司发展，维持“推荐”评级。

风险提示

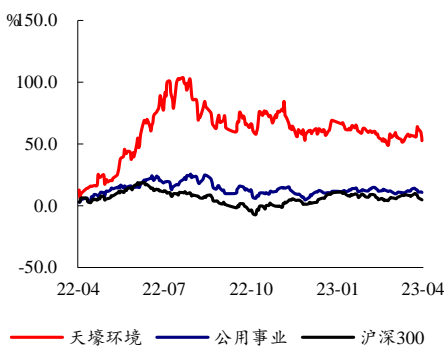
新建项目进度不及预期、天然气气源供应不足、环保政策变动。

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 燕楠
资格证书 S1710521120001
电子邮箱 yann806@easec.com.cn
联系人 王卓亚
电子邮箱 wangzy695@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	881.90
流通 A 股/B 股(百万股)	881.90/0.00
资产负债率(%)	52.74
每股净资产(元)	4.70
市净率(倍)	2.43
净资产收益率(加权)	4.71
12 个月内最高/最低价	15.28/7.54

相关研究

- 《【能源】天壕环境（300332.SZ）：2022 年业绩预计高增，神安线运营潜力可期_20230118》2023.01.18
- 《【能源】天壕环境（300332.SZ）事件点评：神安线管道全线贯通，下游分销持续拓展_20221201》2022.12.01
- 《【能源】天壕环境（300332.SZ）三季报点评：下游分销持续开拓，售气规模有望高增长_20221025》2022.10.26
- 《【金属/能源】天壕环境（300332.SZ）：神安线全段通气在即，公司业绩创历史新高_20220822》2022.08.22
- 《【公用事业】天壕环境（300332.SZ）：业绩历史新高，神安蓄势待发_20220717》2022.07.17

盈利预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3841.84	5752.50	7549.33	10314.67
增长率 (%)	87.23	49.73	31.24	36.63
归母净利润 (百万元)	365.50	718.23	965.04	1366.79
增长率 (%)	79.22	96.51	34.36	41.63
EPS (元/股)	0.42	0.81	1.09	1.55
市盈率 (P/E)	28.55	14.06	10.46	7.39
市净率 (P/B)	2.64	2.13	1.77	1.43

资料来源：同花顺 IFind，东亚前海证券研究所，股价基准为 4 月 25 日收盘价 11.45 元

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3841.84	5752.50	7549.33	10314.67
%同比增速	87.23%	49.73%	31.24%	36.63%
营业成本	2906.19	4333.75	5683.29	7764.54
毛利	935.64	1418.74	1866.04	2550.13
%营业收入	24.35%	24.66%	24.72%	24.72%
税金及附加	17.19	36.22	46.19	57.48
%营业收入	0.45%	0.63%	0.61%	0.56%
销售费用	21.55	47.72	65.26	74.65
%营业收入	0.56%	0.83%	0.86%	0.72%
管理费用	180.07	415.30	547.05	753.47
%营业收入	4.69%	7.22%	7.25%	7.30%
研发费用	25.49	44.81	59.91	74.94
%营业收入	0.66%	0.78%	0.79%	0.73%
财务费用	81.19	50.19	53.50	44.88
%营业收入	2.11%	0.87%	0.71%	0.44%
资产减值损失	-51.96	-10.69	-4.50	-5.42
信用减值损失	2.26	0.00	0.00	0.00
其他收益	16.04	24.01	31.51	43.05
投资收益	-31.38	0.00	0.00	0.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-1.96	0.00	0.00	0.00
营业利润	543.14	837.81	1121.15	1582.34
%营业收入	14.14%	14.56%	14.85%	15.34%
营业外收支	-13.28	-13.28	-13.28	-13.28
利润总额	529.86	824.53	1107.87	1569.06
%营业收入	13.79%	14.33%	14.68%	15.21%
所得税费用	167.38	112.22	150.78	213.55
净利润	362.48	712.31	957.08	1355.51
%营业收入	9%	12%	13%	13%
归属于母公司的净利润	365.50	718.23	965.04	1366.79
%同比增速	79.22%	96.51%	34.36%	41.63%
少数股东损益	-3.02	-5.93	-7.96	-11.28
EPS (元/股)	0.42	0.81	1.09	1.55

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.42	0.81	1.09	1.55
BVPS	4.55	5.36	6.46	8.01
PE	28.55	14.06	10.46	7.39
PEG	0.36	0.15	0.30	0.18
PB	2.64	2.13	1.77	1.43
EV/EBITDA	11.53	10.04	6.90	4.12
ROE	9%	15%	17%	19%
ROIC	9%	12%	14%	16%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1742	1411	2273	4211
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	545	1666	2144	2914
存货	115	258	334	408
预付账款	101	275	350	414
其他流动资产	592	1663	1785	2234
流动资产合计	3095	5272	6886	10182
长期股权投资	781	1008	1257	1463
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1921	2307	2349	2379
无形资产	1421	1544	1721	1807
商誉	1144	1156	1183	1228
递延所得税资产	161	161	161	161
其他非流动资产	771	627	540	478
资产总计	9294	12076	14098	17696
短期借款	691	691	691	691
应付票据及应付账款	2069	2861	3788	5276
预收账款	0	0	1	1
应付职工薪酬	18	48	50	67
应交税费	149	284	402	486
其他流动负债	909	2021	2039	2693
流动负债合计	3836	5906	6971	9214
长期借款	93	93	93	93
应付债券	365	365	365	365
递延所得税负债	299	299	299	299
其他非流动负债	528	528	528	528
负债合计	5121	7190	8256	10499
归属于母公司的所有	4012	4730	5695	7062
少数股东权益	161	155	148	136
股东权益	4173	4885	5842	7198
负债及股东权益	9294	12076	14098	17696

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	469	495	1545	2505
投资	-285	-227	-249	-205
资本性支出	-175	-531	-365	-295
其他	-3	0	0	0
投资活动现金流净额	-463	-758	-615	-500
债权融资	0	0	0	0
股权融资	20	0	0	0
银行贷款增加(减少)	858	0	0	0
筹资成本	-81	-68	-68	-68
其他	-657	0	0	0
筹资活动现金流净额	141	-68	-68	-68
现金净流量	148	-331	862	1938

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

燕楠，分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2017年开始从事商贸零售行业分析，2021年11月加盟东亚前海证券研究所。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>