

天壕环境 (300332)

证券研究报告

2023年02月11日

稀缺管输资产打通上下游，多重盈利模式有望助力业绩增长

余热发电转型至燃气领域，借助神安线管道打开增长空间。公司成立于2007年，2014年之后通过收购北京华盛等公司逐步实现余热余压发电、燃气、水处理业务三大板块的业务布局；2018年与中联公司成立合资公司中联华瑞，投资建设运营神安线管道项目。神安线管道是我国第一条非常规天然气长输管道项目，截止2022年12月已实现全线贯通。神安线管道的投产运营引领公司的业绩跨越式增长。2021年和2022年Q1-Q3公司归母净利润分别达到2.04/2.64亿元，同比大幅增长265.4%和415.9%。

神安线：稀缺管道资产联通上游资源与下游需求。上游气源：①21年山西和陕西天然气产量均大于省内消费量，其中陕西省内天然气盈余超过200亿方。②山西省是全国煤层气资源最为丰富的地区之一，约占全国1/3。近两年来山西省煤层气产量占全国总产量比例已超过80%。③截止21年末，合作方中联公司拥有27个煤层气探矿权、4个煤层气采矿权，约占全国煤层气矿权面积35%，具备多区域的稳定气源优势。神安线管道连接陕东西煤层气资源和包括京津冀在内的华北地区天然气需求市场。**下游需求：**2017-2021年下游河北省消费量复合增速18.8%，21年省内天然气供需缺口达187.6亿立方米。在河北省天然气需求量逐年递增，天然气供需缺口逐步拉大同时管道输送供给增量有限的背景下，神安线每年约50亿立方米的设计输气量有望对河北省的天然气消费起到重要的支撑。

神安线稀缺资产构建多元盈利模式。①**稳定的管输费用：**当神安线管道输气量在70%以下时，管输费用核定为0.195元/方；超过70%时，核定价格约0.16元/方。全资子公司华盛燃气持有中联华瑞49%股权，管道输气量增长将为公司贡献稳定的管输费收入。②**价差收入：**公司天然气销售的下游目标客户主要分为直供大客户、工业客户和燃气公司等经销商客户。**门站价价差：**陕西、山西与河北的门站价价差分别达到0.62元/方和0.07元/方；**零售价与门站价价差：**2022年4-10月，石家庄非居民用管道天然气最高销售价格为4.02元/立方米，与上游陕西省和山西省的基准门站价格价差分别达到2.8元/方和2.25元/方。③**高价LNG替代：**2022年9-11月，京津冀地区的管道气存量气价格在2.708-2.732元/方，而同期LNG均价达到4.583元/方。神安线管道将山西和陕西的低价管道气资源引入河北省之后，凭借在价格上的优势，有望在一定程度上替代河北省目前存量的高价LNG消费量。

盈利预测与估值

神安线管道资产具有稀缺性，连通上游资源与下游需求，随着销气量的增长，公司的盈利能力有望持续提升。我们预计公司2022-2024年实现归母净利润4.02/7.16/9.99亿元，对应PE27.1/15.2/10.9倍，给予公司2023年19倍PE，目标价15.42元，给予“买入”评级。

风险提示：行业周期性波动、产业政策变动、市场竞争加剧、安全生产、上游资源增量不及预期、水处理行业季节性波动、测算具有主观性等风险

投资评级

行业	公用事业/燃气 II
6个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	12.37元
目标价格	15.42元

基本数据

A股总股本(百万股)	881.90
流通A股股本(百万股)	842.72
A股总市值(百万元)	10,909.08
流通A股市值(百万元)	10,424.48
每股净资产(元)	4.34
资产负债率(%)	54.52
一年内最高/最低(元)	15.60/7.18

作者

郭丽丽	分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
张樨樨	分析师
SAC执业证书编号：S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
赵阳	联系人
zhaoyanga@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《天壕环境-公司点评:牵手中联煤层气，管道外输优势打造燃气生态闭环》2018-07-31

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,693.67	2,051.99	3,695.58	5,972.16	7,723.07
增长率(%)	(6.28)	21.16	80.10	61.60	29.32
EBITDA(百万元)	473.84	550.63	747.98	1,116.59	1,441.05
归属母公司净利润(百万元)	55.81	203.93	401.94	716.23	998.76
增长率(%)	18.33	265.38	97.09	78.20	39.45
EPS(元/股)	0.06	0.23	0.46	0.81	1.13
市盈率(P/E)	195.46	53.49	27.14	15.23	10.92
市净率(P/B)	3.09	3.00	2.72	2.38	2.03
市销率(P/S)	6.44	5.32	2.95	1.83	1.41
EV/EBITDA	8.94	17.68	9.63	6.16	2.69

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 余热发电转型至燃气领域，借助神安线管道打开增长空间	4
1.1. 余热发电业务起家，现聚焦燃气业务	4
1.2. 神安线贯通引领公司业绩跨越式增长	4
2. 神安线：稀缺管道资产联通上游资源与下游需求	6
2.1. 上游资源丰富，为管道输送提供保障	7
2.2. 下游市场需求旺盛，神安线管道为重要气源增量	10
2.2.1. 河北省天然气供需缺口逐年扩大，消费总量仍有增长空间	10
2.2.2. 短期内河北省新增输气管道有限，神安线管道或将贡献重要增量	10
3. 神安线稀缺资产构建多元盈利模式	11
3.1. 上游低价气源助力盈利模式多元化	11
3.2. 与城燃业务形成合力，助力终端客户开发	13
4. 盈利预测与估值	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 估值	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图（截止 2022 年 Q3）	4
图 3：2017-2022 年 M1-9 公司营收情况	5
图 4：2017-2022 年 M1-9 公司归母净利润情况	5
图 5：公司营业收入结构	5
图 6：2017-2022 年 1-9 月公司总费用以及费用率变化情况	6
图 7：2017-2022 年 1-9 月公司费用结构变化（单位：亿元）	6
图 8：2017-2022 年 1-9 月公司净利率变化	6
图 9：神安线管道线路图	6
图 10：山西省天然气产量及消费量（单位：亿立方米）	7
图 11：陕西省天然气产量及消费量（单位：亿立方米）	7
图 12：全国煤层气产量（左轴单位：亿立方米；右轴单位：%）	8
图 13：山西省煤层气产量（左轴单位：亿立方米；右轴单位：%）	8
图 14：2021 年公司主要供应商情况	8
图 15：河东煤田兴县和保德区域周边主要煤层气区块分布图	9
图 16：河北省天然气产量及消费量（单位：亿立方米）	10
图 17：2021 年公司前五大客户情况	12
图 18：河北与山西和陕西的天然气门站价价差（元/方）	12
图 19：河北非居民管道天然气价格与山西和陕西天然气门站价价差（元/方）（2022 年 4 月-10 月）	12

图 20: 2022 年全国天然气液态以及气态消费量情况 (单位: 亿立方米)	13
图 21: 公司城燃业务每年新增用户数量 (单位: 户)	13
表 1: 神安线管道分段建设项目信息汇总	7
表 2: 中联公司采矿权统计	8
表 3: 神安线管道沿线气源资源	9
表 4: 途经河北省的天然气管道信息	10
表 5: “十三五” 和 “十四五” 期间规划在建的途经河北省的天然气管道	11
表 6: 2022 年各月京津冀地区管道气及 LNG 价格对比 (单位: 元/方)	13
表 7: 公司营收及成本拆分预测 (单位: 百万元)	14
表 8: 可比估值表 (收盘日期 2023 年 2 月 10 日)	15

1. 余热发电转型至燃气领域，借助神安线管道打开增长空间

1.1. 余热发电业务起家，现聚焦燃气业务

余热发电节能服务领先企业，逐步转型聚焦燃气业务。公司成立于 2007 年，成立之初专注于工业节能余热余压利用领域，得益于合同能源管理模式，迅速实现规模化扩张，成为国内领先的余热发电节能服务企业，并于 2012 年在深交所挂牌上市。公司不断拓宽业务范围，在 2014-2016 年先后收购北京力拓、北京华盛、赛诺水务等清洁能源项目公司，逐步形成了余热余压发电、燃气、水处理业务三大板块协同发展的业务布局；2018 年公司将战略发展中心转移到燃气业务，与中海油合作参与国家“煤层气（煤矿瓦斯）开发‘十三五’规划”的重点项目——**神安管道**的建设。目前神安线山西-河北鹿泉段已投产运行，陕西-山西段已于 2022 年 12 月实现全线贯通。公司借助神安线管道项目的顺利投运，有望逐步转型为一家集天然气管道投资建设及运营，城市燃气输配及供应，天然气贸易与销售，天然气综合用能项目开发利用的清洁能源集团。

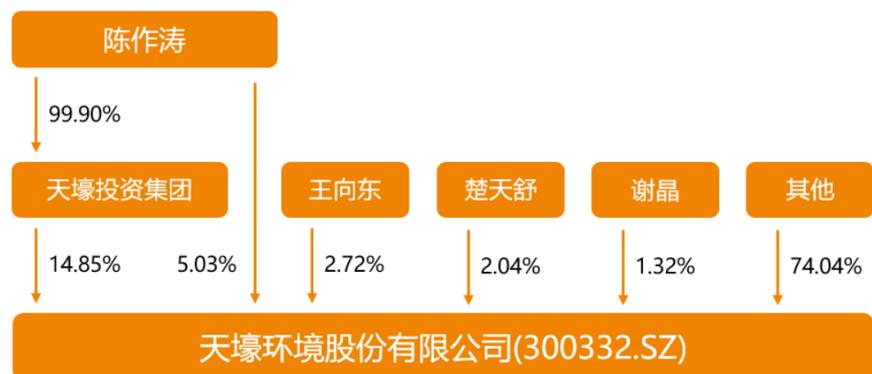
图 1：公司发展历程



资料来源：天壕环境官网、年度报告、天风证券研究所

董事长为公司实际控制人，股权结构较为集中。截至 2022Q3，公司董事长陈作涛直接持有公司 5.03% 股份，通过其控股 99.9% 的天壕投资集团有限公司间接持股 14.84%，为公司最大股东。

图 2：公司股权结构图（截止 2022 年 Q3）



资料来源：天壕环境季报、企查查、天风证券研究所

1.2. 神安线贯通引领公司业绩跨越式增长

神安线山西-河北鹿泉段通气，带动公司营业收入和归母净利润大幅增长。

- **营业收入方面**，2018-2020 年，公司营业收入连续三年出现下滑。2021 年 7 月神安线管道山西闫庄-河北鹿泉段贯通叠加上游气源产出量增加，带动公司售气量从 2020 年的 4.44 亿立方米提升至 2021 年的 6.6 亿立方米，推动公司营收重新进入高速增长通道。2021 年全年公司实现营业收入 20.52 亿元，同比增长 21.16%。2022 年前三季度公司的营业收入达到 25.53 亿元，同比增长 125.68%，已经超过 2021 年全年的营收规模。
- **归母净利润方面**，神安线的部分贯通也带动公司业绩在 2021 年和 2022 年前三季度分别

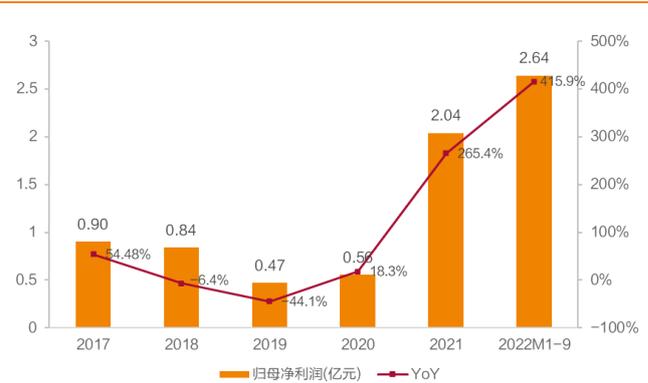
同比大幅增长 265.4%和 415.9%，2022 年前三季度归母净利润达到 2.64 亿元，同样超过 2021 年全年的业绩。

图 3：2017-2022 年 M1-9 公司营收情况



资料来源：wind、天风证券研究所

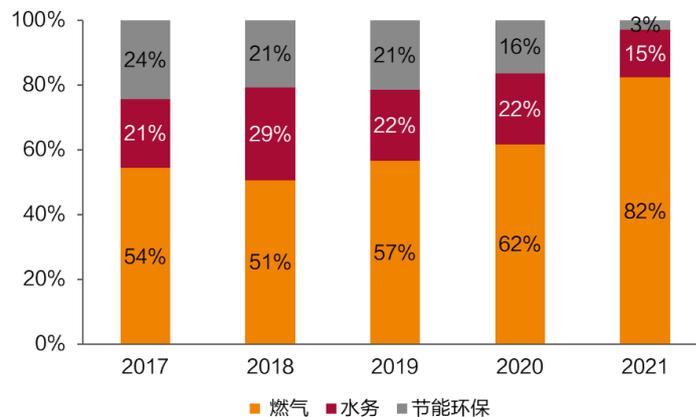
图 4：2017-2022 年 M1-9 公司归母净利润情况



资料来源：wind、天风证券研究所

营收结构上看，燃气业务是公司营收和业绩增长的主要驱动因素。公司主营业务分为三大板块：燃气、水务以及节能环保板块。近年来公司逐步收缩和剥离节能环保板块业务，燃气板块收入和占比不断提升。2021 年公司燃气业务收入达 16.91 亿元，同比增长 61.51%，同期节能环保业务和水务业务营业收入分别同比降低 78.83%和 18.28%，燃气业务营收的比重也由 2020 年 61.8%大幅提升至 2021 年 82.4%，燃气业务已经成为驱动公司营收和业绩增长的核心因素。

图 5：公司营业收入结构



资料来源：wind、天风证券研究所

公司债务规模规制得当，费用率稳步下降。

费用总额和费用率方面，自 2018 年以来，公司费用总额和费用率呈现逐年下降趋势。2021 年，各项费用总额为 2.92 亿元，同比降低 13.02%。费用率由 2018 年的 22.16%下降到 2021 年的 14.22%。

费用结构方面，公司费用率的显著降低源于管理费用和财务费用的管控。得益于公司缩减债务规模带动有息负债的减少，公司财务费用由 2018 年的 1.78 亿元降至 21 年的 0.77 亿元，降幅高达 56.7%。

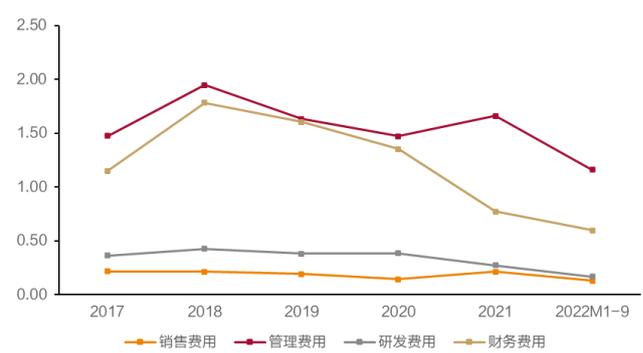
营收的高速增长加上费用结构的逐步优化，公司的盈利能力提升显著。公司的净利率由 2020 年的 3.17%增至 2022 年前三季度的 10.22%，增幅达到 7pct。

图 6：2017-2022 年 1-9 月公司总费用以及费用率变化情况



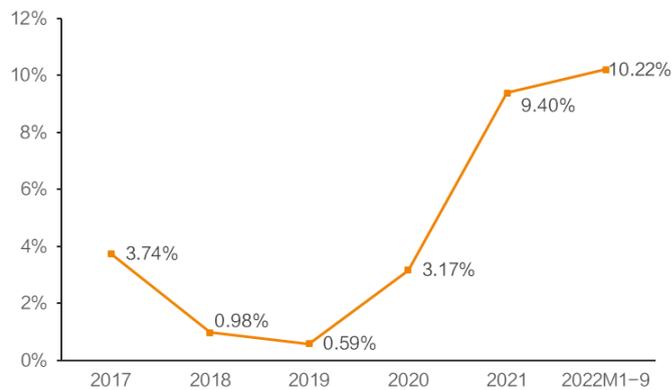
资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：2017-2022 年 1-9 月公司费用结构变化 (单位：亿元)



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：2017-2022 年 1-9 月公司净利率变化



资料来源：wind、天风证券研究所

2. 神安线：稀缺管道资产联通上游资源与下游需求

2018 年 11 月，公司全资子公司华盛燃气与中国海洋石油全资附属公司中联公司成立合资公司中联华瑞，投资建设运营神安线管道项目，其中华盛燃气持股比例为 49%，中联公司持股比例为 51%。神安线管道是我国第一条非常规天然气长输管道项目，为国家“十三五”规划的大型能源项目，国家西部大开发重点项目以及国家天然气保供项目。管道起点为陕西省神木县，途经山西省吕梁市、忻州市、太原市、阳泉市和河北省石家庄市、衡水市等三省近二十个县（区），终点为河北省衡水市的安平县，管道总长度约 600km，设计输气能力约 50 亿立方米/年，满产后能达到 50-80 亿方/年的输气量。

图 9：神安线管道线路图



资料来源：天壕环境微信公众号、天风证券研究所

核准及建设节奏：神安线管道本着“整体策划，分段核准”的原则，分为“山西-河北鹿泉”和“陕西-山西”两段进行核准建设。其中“山西-河北鹿泉”段项目于2019年6月获得核准，于2021年7月正式通气；“陕西-山西”段项目于2021年9月获得核准，2022年12月正式完成物理连接并进入试运行阶段，也标志着神安线管道的全线贯通。

表 1：神安线管道分段建设项目信息汇总

时间	阶段	项目信息	投资金额 (亿元)
2019年6月	山西-河北鹿泉段项目获得国家发改委核准批复	途经山西吕梁市、忻州市、太原市、阳泉市和河北石家庄市、保定市、衡水市，管道长度 543.87km (康宁-闫庄段 200.52km、闫庄-安平段 343.35km)，设计输气能力 50 亿立方米/年，沿线设置压气站 2 座、分输站 1 座、阀室 25 座。	41.42
2021年7月	山西闫庄-河北鹿泉段正式通气		
2021年9月	陕西-山西段项目获得国家发改委核准批复，标志着神安线管道工程全线获得核准批复	建设地点位于陕西省榆林市神木市和山西省吕梁市兴县，管道长度 74.1km。陕西省境内 17.5 km，山西省境内 56.6km，	9.6
2022年12月	陕西-山西段完成物理连接，目前已进入试运行阶段，标志着神安线管道的全线贯通	沿线新建阀室 3 座，改扩建站场 1 座，新建站场 1 座	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

神安线管道连接了陕东、晋西的鄂尔多斯盆地东缘丰富的煤层气资源和包括京津冀在内的华北地区及华东地区巨大的天然气需求市场，全面投产后有望实现上游资源与下游终端市场的无缝对接，完成从上游气源到管道输气、再到终端用户的资源闭环，减少中间环节，降低成本，保障市场供应。

2.1. 上游资源丰富，为管道输送提供保障

神安线管道开始于山西省和陕西省，具有丰富的气源优势。

- ① 从省内供需的角度看，2021年山西省和陕西省天然气供应量均大于省内消费量，具备向外省市输送天然气的条件。2021年山西省天然气产量 123.35 亿立方米，首次超过省内天然气消费量 (101.32 亿立方米)；2012-2021 年陕西省天然气产量均远高于天然气消费量，其中 2021 年陕西省天然气消费量仅有 91.4 亿立方米，但是天然气产量高达 294.1 亿立方米，省内天然气盈余量超过 200 亿立方米。

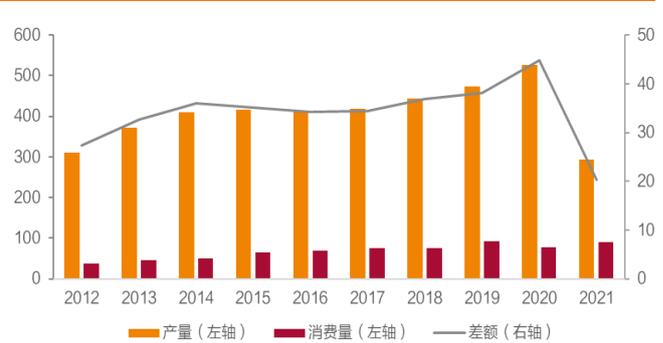
图 10：山西省天然气产量及消费量 (单位：亿立方米)



资料来源：国家统计局、山西省统计年鉴、北极星能源网、天风证券研究所

注：差额为产量与消费量之差

图 11：陕西省天然气产量及消费量 (单位：亿立方米)



资料来源：国家统计局、陕西省统计年鉴、国务院新闻办、天风证券研究所

注：差额为产量与消费量之差

- ② 从资源储备和产量的角度来看，山西省煤层气储量丰富，是全国煤层气的主产地。根据自然资源部数据显示，中国煤层气预测资源量约 26 万亿立方米，累计探明地质储量 8039 亿立方米。山西省是全国煤层气资源最为丰富的地区之一，约占全国的 1/3。目前，我国已建成的规模化煤层气产业化基地有沁水盆地和鄂尔多斯。

2012-2021年，国内煤层气产量复合增速达到11%，2022年1-11月产量104.07亿立方米，同比增长9.7%。近两年来山西省的煤层气产量占全国总产量的比例已经超过80%，是我国煤层气的主要产地。

图 12：全国煤层气产量（左轴单位：亿立方米；右轴单位：%）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 13：山西省煤层气产量（左轴单位：亿立方米；右轴单位：%）

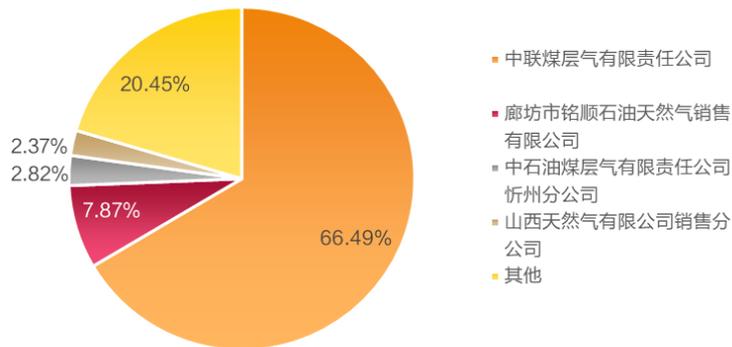


资料来源：wind、天风证券研究所

③ 公司合作方中联公司拥有丰富煤层气区块资源，结合公司的连接管道资产，为神安线管道外输打下坚实基础。

在神安线管道通气后，中联公司对公司的供应比例由 2020 年的 57.5%进一步提升至 2021 年对于公司的 66.5%，是公司重要的气源方和合作方。

图 14：2021 年公司主要供应商情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

中联公司拥有国家煤层气对外合作专营权，截止 2021 年末拥有 27 个煤层气探矿权、4 个煤层气采矿权，面积 16433 平方公里，约占全国煤层气矿权面积的 35%，核心资产位于沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘，具备多区域的稳定气源优势。其中，沁水盆地地处山西省东南部，面积 3000 多平方公里，估算煤层气资源量 6000 亿立方米。鄂尔多斯盆地是我国 8 个煤层气资源总量大于 1 万亿立方米的含煤盆地之一，煤层气资源量为 5.01 万亿立方米。

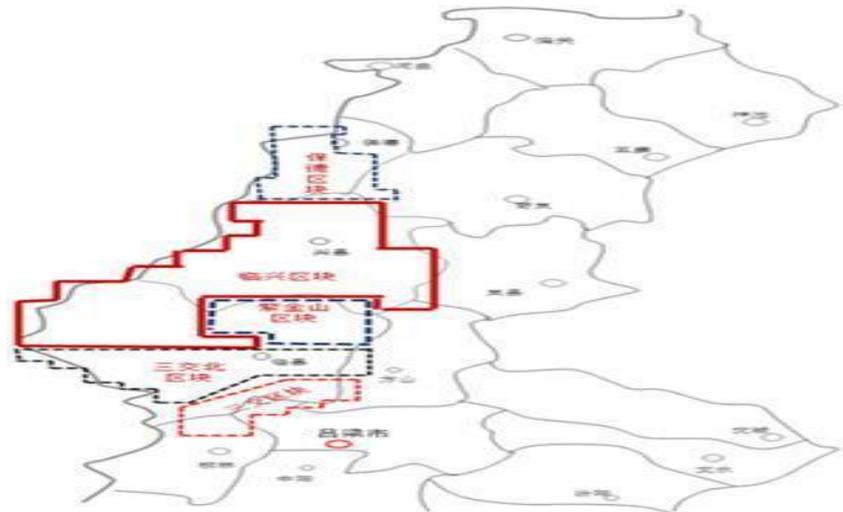
表 2：中联公司采矿权统计

矿山名称	矿区面积 (平方千米)
山西省古交煤层气田邢家社 01 井区煤层气开采	118.159
山西省古交煤层气田邢家社 02 井区煤层气开采	11.369
山西省沁水盆地潘庄区煤层气开采	141.835
山西省沁水盆地枣园区煤层气开采	51.455

资料来源：中国海油招股说明书、天风证券研究所

神安线管道途经气源：神安线管道途经榆林市、吕梁市、忻州市、太原市、阳泉市、石家庄市、衡水市等三省近二十个区（县）。神安线管道连接陕东、晋西的鄂尔多斯盆地东缘丰富的煤层气资源和包括京津冀在内的华北地区及华东地区巨大天然气需求市场。公司全资子公司北京华盛拥有城市燃气特许经营权的吕梁市兴县和忻州市保德县所在的河东煤田处于鄂尔多斯盆地东缘，拥有占山西省 27%的煤层气储量。河东煤田兴县和保德区域周边主要分布有 5 个煤层气区块，其中中石油煤层气有限责任公司拥有 4 个区块，分别为保德区块、紫金山区块、三交北区块和三交区块；中联公司拥有临兴区块。经国家自然资源部审定，截止 2021 年 3 月 1 日，临兴气田探明地质储量超 1010 亿立方米。

图 15：河东煤田兴县和保德区域周边主要煤层气区块分布图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

除煤层气气源外，公司也在拓展与常规气田的合作。陕西省神木市附近的长庆气田、延长气田等多块资源存储丰富的气田可为神安线管道项目提供气源保障。公司与长庆气田在 2019 年左右就开始洽谈合作，计划建立支线联通长庆气田的气源，有望在 2023 年上半年建成通气。

从产量上看，2022 年临兴区块的非常规天然气产量近 21 亿立方米，创造历史最高水平。2022 年入冬以来，临兴区块日产气量达 670 万立方米，同比增长 11%。在神安线管道抢在冬季保供初期全线贯通并投入使用后，包括临兴在内的管道沿线煤层气资源能够及时被输送至山西、河北等地的主要城市，可向华北地区供应约 5 亿方天然气的增量。此外，截至 2022 年 12 月底，长庆油田采气五厂天然气产量突破 50 亿立方米，创下历史新高。上游气源产量的逐步提升为神安线管道项目提供了有力的气源保障。

表 3：神安线管道沿线气源资源

区域	气源	公司
晋西-陕东	神府气田、临兴区块、柳林区块	中联公司
晋西-陕东	保德区块、紫金山区块、三交北区块和三交区块	中石油煤层气
晋中	古交区块、寿阳区块	中联公司

资料来源：公司公告、天壕环境微信公众号、天风证券研究所

- ④ **输送条件方面**，截止 2021 年末，公司拥有煤层气连接线及管网等管道资产，连通了山西省保德区块和临兴区块煤层气，为该区域的煤层气资源进入中游长输管道提供了唯一通道。公司拥有高压管网 289.72 公里，次高压管网 123.48 公里，城市管网 813.53 公里。此外，长庆到神木首段的支线建完之后有望助推公司从长庆的气源采购，为神安线输气量的增长奠定基础。随着上游煤层气资源开发利用及气量提产，连接线的管输收益也有望得到稳步提升。

2.2. 下游市场需求旺盛，神安线管道为重要气源增量

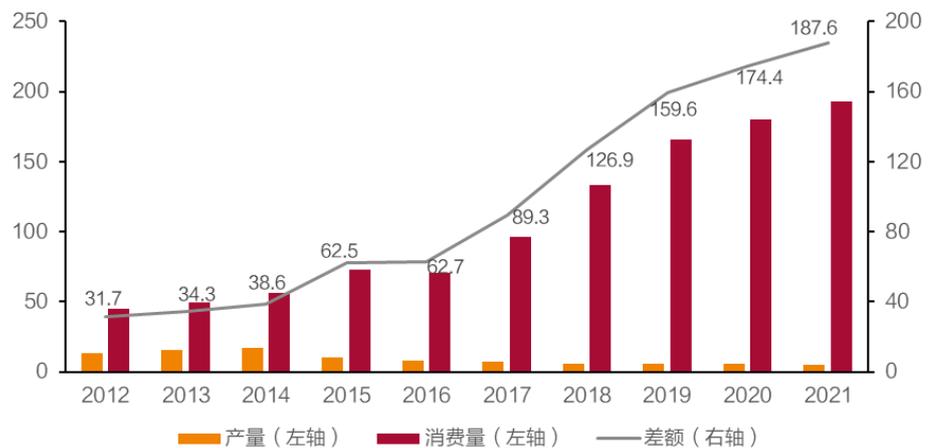
公司在全力推进管道气资源串换工作，促进神安管道与国家管网互联互通，在安平站互联互通后，可通过管道代输进一步拓展神安线管道周边的天然气市场，延伸为北京、天津、河北、山东等地区的间接客户供气。

2.2.1. 河北省天然气供需缺口逐年扩大，消费总量仍有增长空间

河北省为我国天然气消费大省，“煤改气”政策推动河北省内天然气供需缺口逐年递增。2012-2016年河北省天然气消费复合增速为11.8%，2016年省内自产量与消费量缺口为62.7亿立方米。

2017年河北农村地区开始大规模推进“煤改气”，带动河北省的天然气消费量迅速增长，2017-2021年消费量的复合增速达到18.8%，相较于2012-2016年的消费增速提升7.1pct。另一方面，河北省内天然气自产量却不断下滑，由2017年的7.39亿立方米下滑至2021年的5.28亿立方米。消费量的大幅增长叠加自产量的逐年下滑导致河北省的天然气供需缺口不断拉大，2021年省内天然气供需缺口达到187.6亿立方米，其中97%的天然气需要通过外省供应。

图 16：河北省天然气产量及消费量（单位：亿立方米）



资料来源：国家统计局、河北省统计局、天风证券研究所

河北省的天然气需求仍有较大的增长空间。根据《中国“十四五”天然气消费趋势分析》，预计2021-2025年河北省仍有130万户居民实施“气代煤”改造，同时随着减煤政策的进一步落实，工业燃料用量仍有较大增长空间。若按照文中给出的7.8%的年均消费增长率估算，到2025年河北省的天然气消费量或将达到260.5亿立方米，相较于2021年增量空间仍有近70亿方。

2.2.2. 短期内河北省新增输气管道有限，神安线管道或将贡献重要增量

河北省是国家天然气的气源干线和省内支干线较为发达的省份，这也是河北省能够大比例依赖外省输入天然气的基础。根据国家管网公司的公开信息，目前途经河北省的天然气管道有15条，大部分途经河北省输往北京、天津、山东、辽宁和河南等地，设计输气能力共达到1131.5亿方/年。

表 4：途经河北省的天然气管道信息

终点	设施名称	途经地区	长度 (公里)	投产时间	设计能力 (万吨, 亿方/年)
北京	陕京一线	陕西、山西、河北、北京	911.00	1997年9月	10
	陕京二线	陕西、山西、河北、北京	1029.00	2005年7月	170
	陕京三线	陕西、山西、河北、北京	983.00	2011年1月	150
	陕京四线	陕西、内蒙古、河北、北京	1246.00	2017年11月	250
	大唐煤制气	河北、北京	110.00	2013年12月	40

河北	唐山 LNG	河北	134.00	2013 年 11 月	147
	永唐秦	河北、天津	308.00	2009 年 9 月	90
天津	港清线	河北、天津	120.00	2004 年 8 月	31
	港清复线	河北、天津	108.00	2008 年 12 月	63
	港清三线	河北、天津	162.00	2015 年 11 月	90.5
山东	冀宁联络线冀鲁段	河北省、山东省	624.45	2006 年 1 月	110
	安济线	河北省、山东省	249.88	2006 年 5 月	30
	天津 LNG 外输管道	天津、河北省、山东省	579.6	2019 年 12 月	103
辽宁	秦沈线	河北省、辽宁省	476.37	2011 年 6 月	90
河南	鄂安沧输气管道	河北省、河南省	700	2018 年 12 月	70

资料来源：国家管网官网、天风证券研究所

短期内河北省管道气增量有限，神安线管道能够起到良好的边际补充作用。根据国家《能源发展“十三五”规划》与《“十四五”现代能源体系规划》，目前途经河北省的在建天然气输气管道较为有限，仅有中俄东线管道南段、鄂安沧线管道以及蒙西煤制气外输管道。其中鄂安沧管道一期工程已于 2018 年 11 月通气，全长 675 公里，途经河北、河南共 8 市、23 县区。

表 5：“十三五”和“十四五”期间规划在建的途经河北省的天然气管道

设施名称	途经地区	长度（公里）	设计输气能力（亿方/年）
中俄东线（南段）	起自河北永清、途经河北、山东、江苏、上海，终点为西气东输一线白鹤末站	1509	189
鄂安沧输气管道	西起陕西神木，东至河北沧州，南下河南濮阳，北达河北雄安新区，途经内蒙古、陕西、山西、河北、河南	2422	300
蒙西煤制气外输管线	起自内蒙古鄂尔多斯、途经内蒙古、山西、河北、天津，止于河北黄骅末站	1200	300

资料来源：《能源发展“十三五”规划》、《“十四五”现代能源体系规划》、天风证券研究所

在河北省天然气需求量逐年递增，天然气供需缺口逐步拉大同时管道输送供给增量有限的背景下，神安线每年约 50 亿立方米的输气量或将对河北省的天然气消费起到重要的支撑。

此外，神安线的全线贯通还有助于公司拓展河北省之外的天然气市场：神安线管道与陕京二、三线、鄂安沧线和冀宁支线在安平站互联互通，可通过管道代输进一步拓展神安线管道周边的天然气市场，延伸为北京、天津、河北、山东等地区的间接客户供气。

3. 神安线稀缺资产构建多元盈利模式

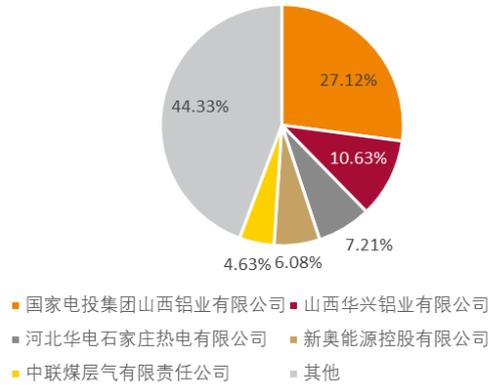
3.1. 上游低价气源助力盈利模式多元化

公司以神安线管道为支点，开展包括天然气贸易及销售，长输管道输送以及城市燃气输配等多种业务，形成了包括管输费、门站价差和零售价差在内的多元化盈利模式。

- ① **稳定的管输费用**：公司通过投资建设运营长输管线将天然气输送至城市燃气公司及直供工业用户等下游客户，收取管输费。根据国家发展改革委于 2021 年 6 月出台的《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》，管道运输的准许收益率按照 8%核定。当神安线管道输气量在 70%以下时，管输费用核定为 0.195 元/方；超过 70%、满产甚至超产的时候，核定价格约 0.16 元/方。公司全资子公司华盛燃气持有中联华瑞 49%股权，神安线管道输气量的增长将为公司贡献稳定的管输费收入。

- ② **价差收入**：公司的天然气贸易销售业务主要指从上游气田直接采购天然气，通过自营或合营长输管道输送至下游销售，售价端对标中石油的增量气价格做浮动。下游目标客户主要分为两类，一类是为直供大客户、工业客户，另一类是自营或合营燃气终端公司、大型燃气集团、非自营燃气公司等经销商客户。2021 年公司前三大客户均为包括大型工业以及电厂在内的直供大客户，占比接近 45%。

图 17：2021 年公司前五大客户情况

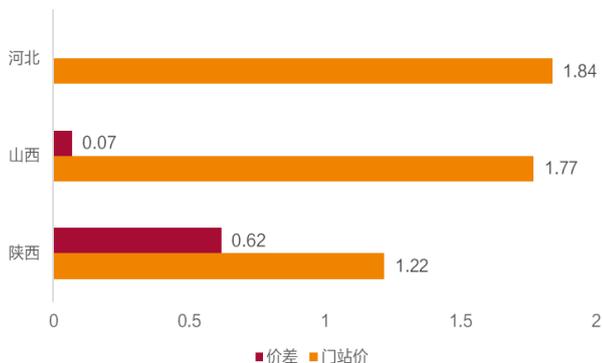


资料来源：公司公告、天风证券研究所

山西、陕西与河北门站价价差：根据国家发改委指定的天然气基准门站价价格，上游资源区的陕西省和山西省的基准门站价价格分别为 1.22 元/方和 1.77 元/方，与下游河北市场 1.84 元/方的价差相比，价差分别达到 0.62 元/方和 0.07 元/方。对于城燃客户，公司通过神安线管道输送来自山西和陕西的气源，在冬季用量较为紧张时能够作为低价补充的气源，具有成本优势。2021 年公司对于河北省的大型城燃企业新奥能源的销售额占到总销售额的 6.08%，为城燃企业气源的重要补充。

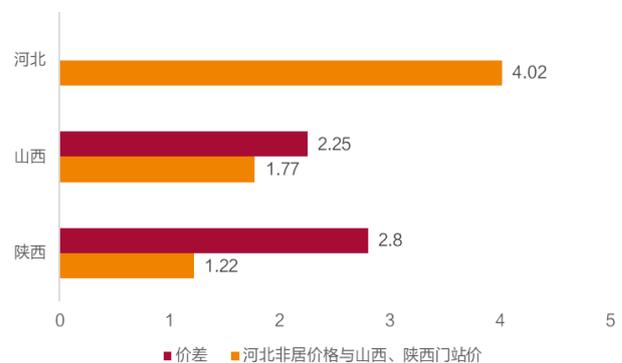
河北非居零售价与山西、陕西门站价价差：根据石家庄市发改委于 2022 年 11 月发布的最新《关于联动调整主城区非居民用管道天然气销售价格的通知》，2022 年 4 月-10 月期间，石家庄市非居民用管道天然气最高销售价格为 4.02 元/立方米，与上游陕西省和山西省的基准门站价价差分别达到 2.8 元/方和 2.25 元/方。

图 18：河北与山西和陕西的天然气门站价价差（元/方）



资料来源：国家发改委、天风证券研究所

图 19：河北非居民管道天然气价格与山西和陕西天然气门站价价差（元/方）（2022 年 4 月-10 月）

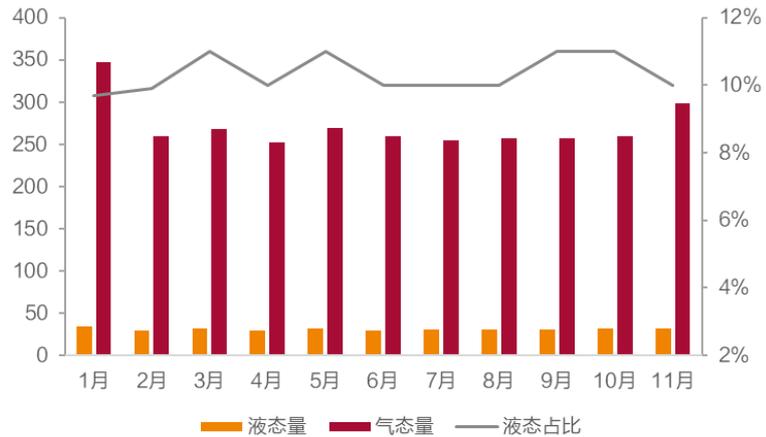


资料来源：国家发改委、石家庄市发改委、天风证券研究所

- ③ **神安线管道不仅可以贡献增量，还有望替代河北省存量高价 LNG**。从天然气的消费形式上看，2022 年我国仍有 10%左右的天然气是通过 LNG 的形式消费，但是从经济性的角度看，管道气相较于液态天然气会更有价格优势，同时供应也更加稳定。以 2022 年 9-11 月为例，根据好气网统计，京津冀地区的管道气存量气价格在 2.708-2.732 元/方，而同期 LNG 均价达到 4.583 元/方。神安线管道将山西和陕西的低价管道气资源引入河北省之后，凭借在价格上的优势，有望在一定程度上替代河北省目前存量的高

价 LNG 消费量，帮助公司进一步拓展销量。

图 20：2022 年全国天然气液态以及气态消费量情况（单位：亿立方米）



资料来源：好气网资讯圈微信公众号、天风证券研究所

表 6：2022 年各月京津冀地区管道气及 LNG 价格对比（单位：元/方）

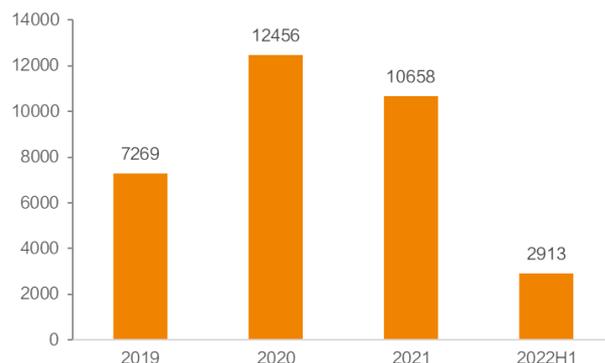
月份	管道气存量气价格	LNG 价格
2022 年 1 月		3.575
2022 年 2 月	3.204-3.234	5.034
2022 年 3 月		5.596
2022 年 4 月		5.421
2022 年 5 月		5.254
2022 年 6 月		4.648
2022 年 7 月		4.499
2022 年 8 月	2.708-2.732	4.871
2022 年 9 月		4.931
2022 年 10 月		5.116
2022 年 11 月		3.703

资料来源：好气网资讯圈微信公众号、天风证券研究所

3.2. 与城燃业务形成合力，助力终端客户开发

公司城燃业务基础深厚。2015 年公司收购北京华盛进军城燃行业。目前北京华盛在山西省原平市、兴县、保德县三市县、全资子公司霸州华盛在河北省霸州市津港工业园区以及控股子公司清远正茂在广东省清远市清新区禾云镇等区域拥有燃气特许经营权。近年来公司城燃业务稳步发展，2020 年和 2021 年新增用户数量均超过 10000 户，其中北京华盛的主要客户为当地大型氧化铝工业客户，氧化铝工业客户供气量占总供气量比例的 70%左右。

图 21：公司城燃业务每年新增用户数量（单位：户）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

目前神安线管道已经批复给华盛燃气 15 个开口权，有望与公司的城燃业务形成合力，助力公司在河北市场开拓大型直供客户。2022 年 9 月 22 日，公司与中国华电集团有限公司河北分公司签订《天然气供应战略合作协议》。华电河北公司所属河北华电石家庄热电有限公司九期燃机项目天然气需求 8 亿立方米/年，未来还规划有两个天然气热电项目及天然气分布式能源项目、天然气锅炉项目陆续投运，其天然气总需求达 24 亿立方米/年。华电河北公司天然气用气需求大，要求供气可靠、稳定；公司拥有“神安线”干线管道的输送优势，可直供华电河北公司所辖电厂，实现稳定供应。先期以石热九期项目开展合作，力争 3 年内达到 4-8 亿立方米的合作规模。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

根据公司目前的业务板块布局，我们给出的主要业务相关预测假设如下：

- ① **天然气供应及管输运营业务：**销气量方面，根据公司 2022 年半年报，2022 年上半年公司燃气板块实现售气量 5.86 亿立方米，比上年同期增长 107.80%；**建设进度方面**，神安线管道“陕西-山西”段项目已经于 2022 年 12 月正式完成物理连接并进入试运行阶段，标志着神安线管道的全线贯通。**售气均价方面**，2022 年 H1 公司售气业务不含税销售均价 2.6 元/方，假设 22-24 年售气均价（不含税）分别为 2.56/2.62/2.64 元/方。随着神安线全段的正式投产运营，公司的销气量有望稳步增长，我们假设 2022-2024 年公司销气量将分别达到 12.5/20.9/27.4 亿方。销气量的增长叠加可观的售气毛差，有望带动公司燃气板块的营业收入和毛利润的稳健增长。
- ② **水务业务：**公司水务业务主要涉及全资子公司赛诺膜公司以及赛诺水务。赛诺膜公司主营业务为研发、生产、制造、销售膜组件和其他核心部件膜材料；赛诺水务主营业务为向客户提供水处理综合解决方案。2021 年水务业务的收入占公司总营业收入的 14.8%。我们预计 2022 年由于项目进度与产品销售仍然会受疫情的影响，假设营收端同比 20%左右的下滑；此外，由于主要原材料价格上涨的影响，假设毛利端有接近 30%的下滑。假设 23-24 年水务板块的收入和成本均逐年增长 1%。
- ③ **节能环保业务：**公司的节能环保业务为天然气长输管道加压站余热余压利用项目合同能源管理，将合作方提供的余热余压资源转化为电能销售给电网公司，共同分享节能收益。假设 23-24 年公司节能环保板块的收入和成本均逐年增长 1%。

表 7：公司营收及成本拆分预测（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
天然气供应及管输运营业务				
收入	1690.57	3412.22	5685.97	7434.02
yoy	61.5%	101.8%	66.6%	30.7%
成本	1226.39	2510.58	4130.83	5334.72
毛利	464.18	901.64	1555.14	2099.30
毛利率	27.46%	26.42%	27.35%	28.24%
水务业务				
收入	303.72	242.98	245.41	247.86
yoy	-18%	-20%	1%	1%
成本	208.70	171.13	172.85	174.57
毛利	95.02	71.84	72.56	73.29
毛利率	31.29%	29.57%	29.57%	29.57%
节能环保业务				
收入	57.7	40.39	40.79	41.20

yoy	-79%	-30%	1%	1%
成本	43.08	30.156	30.46	30.76
毛利	14.62	10.23	10.34	10.44
毛利率	25.34%	25.34%	25.34%	25.34%
合计				
收入	2051.99	3695.58	5972.16	7723.07
yoy	21.16%	80.10%	61.6%	29.3%
成本	1476.17	2711.87	4334.13	5540.06
毛利	575.82	983.72	1638.03	2183.03
毛利率	28.06%	26.62%	27.4%	28.3%

资料来源: wind、天风证券研究所

综合上述经营数据假设,我们预计公司 2022-2024 年可实现营业收入 36.96、59.72 和 77.23 亿元,分别同比增加 80.1%、61.6%和 29.3%;可实现归母净利润 4.02、7.16 和 9.99 亿元,分别同比增长 97%、78.2%和 39.5%。

4.2. 估值

公司目前的主营业务为天然气供应与管输运营,截止 2022 年上半年,该板块的营收已经占到公司营收总额的 94.26%。未来随着神安线管道供气量的进一步增长,天然气板块的营收及利润占比将进一步增长,故我们选取主营城市管道燃气供应的深圳燃气(601139.SH)、新奥能源(02688.HK);河北省最大的天然气分销商新天绿能(600965.SH)和陕西省内长输管网经营企业陕天然气(002267.SZ)作为天壕环境可比公司。四家可比公司 2023 年的平均 PE 13.2 倍。由于神安线管道资产具有一定的稀缺性和经营壁垒,随着上管道的输气量有望持续增加,公司的盈利能力有望持续抬升。据我们估计,公司 22-24 年业绩平均增速有望达到 57.6%,给予公司 2023 年 19 倍 PE,对应目标价 15.42 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 8: 可比估值表(收盘日期 2023 年 2 月 10 日)

股票代码	公司名称	收盘价		EPS (元/股)			PE (倍)			
		2023/2/7	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
601139.SH	深圳燃气	7.17	0.47	--	0.57	0.68	15.26	-	12.58	10.54
2688.HK	新奥能源	114.90	6.86	6.81	8.01	9.06	16.75	16.87	14.34	12.68
600956.SH	新天绿能	10.29	0.52	0.55	0.72	0.89	19.79	18.71	14.29	11.56
002267.SZ	陕天然气	7.25	0.38	0.59	0.64	0.68	19.08	12.29	11.33	10.66
行业平均							17.74	17.72	15.96	13.14
300332.SZ	天壕环境	12.37	0.23	0.46	0.80	1.05	53.78	26.89	15.46	11.78

资料来源: wind、天风证券研究所

注: 表中 EPS 预测值取自 wind 一致预期

5. 风险提示

(1) 行业周期性波动、产业政策变动的风险: 天然气需求量的变化与国民经济景气周期关联度很大。当国民经济增长缓慢时,经济发展对天然气的需求将相应减少。因此,国民经济景气周期变化将对公司的生产经营产生影响。

(2) 市场竞争加剧的风险: 2017 年 6 月,国家发改委、国家能源局等 13 部委出台《加快推进天然气利用的意见》,明确“建立用户自主选择资源和供气路径的机制”。这一政策的实施,一方面利好公司新增市场的开拓,另一方面对既有市场形成一定的冲击。2019 年以来,广东、浙江、山东等省出台了有关天然气直供的政策文件,城燃企业市场竞争加剧。同时,来自替代燃料、其他清洁能源竞争加剧,给公司未来的业务布局及发展带来一定的挑战。

(3) 安全生产的风险：天然气属于易燃、易爆的危险化学品，天然气输配对安全经营要求很高。如果由于输配设备意外发生故障、员工操作不当、管网老旧或者自然灾害等原因，导致发生火灾、爆炸等安全事故，威胁生产人员的健康和安全，安监部门可能要求停工、检修，将会给生产经营带来损失。

(4) 上游资源量增长不及预期的风险：公司借助神安线管道将上游陕西和山西省低价的天然气资源输送到下游需求旺盛的河北市场，若上游的资源量增长不及预期会对公司的售气收入和利润造成一定的影响。

(5) 水处理行业季节性波动的风险：水处理行业项目上半年主要处于立项审批、招标、初步设计、工程设计及论证阶段，而工程施工大多集中在下半年，因而项目的回款、收入确认均存在季节性特点。受上述季节性因素的影响，在一个会计年度的不同期间，公司的财务状况、经营成果和现金流量有一定的波动，将对公司的经营管理和业绩带来一定的影响。

(6) 报告中与公司经营和财务相关的测算具有一定的主观性，请以公司实际披露的经营和财务数据为准。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,322.04	924.29	4,584.33	4,864.83	7,817.21
应收票据及应收账款	640.41	715.54	1,734.29	2,295.25	2,849.42
预付账款	86.02	127.44	270.54	378.64	391.53
存货	76.19	114.23	235.60	323.51	391.16
其他	1,284.22	233.46	1,495.58	2,243.47	2,393.18
流动资产合计	3,408.88	2,114.96	8,320.34	10,105.70	13,842.50
长期股权投资	260.01	642.27	642.27	642.27	642.27
固定资产	1,668.19	1,757.38	1,664.40	1,571.43	1,478.45
在建工程	359.50	417.98	417.98	417.98	417.98
无形资产	1,016.14	1,478.14	1,405.13	1,332.13	1,259.12
其他	1,358.70	1,487.00	1,333.48	1,344.56	1,351.01
非流动资产合计	4,662.53	5,782.76	5,463.26	5,308.36	5,148.82
资产总计	8,485.95	8,277.37	13,783.59	15,414.06	18,991.32
短期借款	706.38	519.91	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	1,997.29	1,950.06	5,567.47	6,911.80	8,462.68
其他	1,211.72	738.82	2,666.80	2,409.91	3,651.40
流动负债合计	3,915.40	3,208.79	8,734.28	9,821.71	12,614.08
长期借款	126.91	30.00	50.00	50.00	50.00
应付债券	338.67	350.20	344.44	347.32	345.88
其他	374.57	798.94	519.92	520.07	553.38
非流动负债合计	840.16	1,179.14	914.36	917.39	949.25
负债合计	4,838.95	4,509.29	9,648.63	10,739.09	13,563.33
少数股东权益	111.57	134.72	117.23	86.07	42.61
股本	880.20	881.41	881.90	881.90	881.90
资本公积	1,833.97	1,855.96	1,874.59	1,874.59	1,874.59
留存收益	723.05	904.20	1,224.73	1,795.90	2,592.37
其他	98.21	(8.20)	36.51	36.51	36.51
股东权益合计	3,647.00	3,768.08	4,134.96	4,674.97	5,427.98
负债和股东权益总计	8,485.95	8,277.37	13,783.59	15,414.06	18,991.32

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	53.73	192.81	401.94	716.23	998.76
折旧摊销	244.16	162.54	165.98	165.98	165.98
财务费用	129.77	79.40	43.31	39.34	37.87
投资损失	91.04	28.36	15.00	15.00	15.00
营运资金变动	(1,034.59)	1,068.43	3,172.82	(428.37)	2,034.82
其它	759.72	(1,312.13)	(21.93)	(39.08)	(54.49)
经营活动现金流	243.84	219.41	3,777.12	469.11	3,197.94
资本支出	(1,060.65)	690.86	279.02	(0.15)	(33.31)
长期投资	161.51	382.26	0.00	0.00	0.00
其他	1,657.39	(1,208.61)	(294.02)	(14.85)	18.31
投资活动现金流	758.26	(135.49)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
债权融资	(196.04)	(463.72)	(88.95)	(36.46)	(39.31)
股权融资	86.60	(124.52)	(13.13)	(137.15)	(191.25)
其他	(4.54)	41.91	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(113.98)	(546.33)	(102.08)	(173.61)	(230.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	888.11	(462.41)	3,660.05	280.50	2,952.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,693.67	2,051.99	3,695.58	5,972.16	7,723.07
营业成本	1,240.97	1,476.17	2,711.86	4,334.13	5,540.05
营业税金及附加	13.95	17.96	32.35	52.28	67.61
销售费用	14.43	21.26	38.29	63.90	84.18
管理费用	147.20	165.97	306.73	513.61	664.18
研发费用	38.63	27.25	44.35	77.64	111.98
财务费用	135.25	77.35	43.31	39.34	37.87
资产/信用减值损失	(84.03)	(112.67)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(91.04)	(28.36)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
其他	226.98	194.12	0.00	0.00	0.00
营业利润	51.32	212.94	443.68	816.27	1,142.19
营业外收入	17.70	32.55	30.00	30.00	30.00
营业外支出	19.64	10.22	10.00	20.00	20.00
利润总额	49.38	235.26	463.68	826.27	1,152.19
所得税	(4.35)	42.46	83.68	149.11	207.93
净利润	53.73	192.81	380.01	677.16	944.27
少数股东损益	(2.08)	(11.13)	(21.93)	(39.08)	(54.49)
归属于母公司净利润	55.81	203.93	401.94	716.23	998.76
每股收益(元)	0.06	0.23	0.46	0.81	1.13

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-6.28%	21.16%	80.10%	61.60%	29.32%
营业利润	58.86%	314.92%	108.36%	83.97%	39.93%
归属于母公司净利润	18.33%	265.38%	97.09%	78.20%	39.45%
获利能力					
毛利率	26.73%	28.06%	26.62%	27.43%	28.27%
净利率	3.30%	9.94%	10.88%	11.99%	12.93%
ROE	1.58%	5.61%	10.00%	15.61%	18.55%
ROIC	4.50%	6.76%	11.42%	226.32%	172.35%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	57.02%	54.48%	70.00%	69.67%	71.42%
净负债率	4.23%	4.40%	-85.61%	-81.66%	-124.75%
流动比率	0.96	0.75	0.95	1.03	1.10
速动比率	0.94	0.71	0.93	1.00	1.07

营运能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应收账款周转率	2.86	3.03	3.02	2.96	3.00
存货周转率	4.87	21.55	21.13	21.36	21.61
总资产周转率	0.21	0.24	0.34	0.41	0.45

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.06	0.23	0.46	0.81	1.13
每股经营现金流	0.28	0.25	4.28	0.53	3.63
每股净资产	4.01	4.12	4.56	5.20	6.11

估值比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率	195.46	53.49	27.14	15.23	10.92
市净率	3.09	3.00	2.72	2.38	2.03
EV/EBITDA	8.94	17.68	9.63	6.16	2.69
EV/EBIT	17.06	24.43	12.37	7.24	3.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com