

天壕能源 (300332.SZ)

天然气上下游一体加速推进，神安线潜力释放可期

买入(首次评级)

当前价格：10.64 元
 目标价格：15.37 元

投资要点：

➤ **余热发电转型燃气业务，神安线拓宽销售半径。**公司初期专注于工业节能余热利用领域。2018年，公司转型为以燃气业务为主的战略发展格局，与中海油合作参与国家“煤层气开发‘十三五’规划”重点项目-神安管道建设。2021年神安线管道山西-河北段通气后持续稳定供应，燃气板块售气量同比大幅增长。截至2023年Q1，公司实现营业收入12.98亿元，同比增长52.73%，实现净利润2.04亿元，同比增长53.86%。

➤ **手握神安线稀缺资产，管输费+燃气价差双重盈利。**公司神安线管道是国内第一条非常规天然气长输管道，“西气东输”横跨陕、晋、冀三省，气源充足，覆盖区域具备稀缺性，未来输气增量空间广阔。公司燃气板块子公司北京华盛所属的兴县和保德地区所在的河东煤田，拥有占山西省27%的煤层气数量，储量丰富，保证公司管道高负荷输气。此外，公司通过神安线管道运输开展多种业务，盈利方式不局限于单一化发展，包括管输费和燃气价差，呈双重盈利模式，稳中有升。

➤ **拟参与中国油气重组，加强上游气源稳定。**2023年3月24日，公司公告拟参与中国油气控股有限公司重组交易。中国油气核心项目三交项目资源条件优越，中国油气享有当中70%权益。项目目前生产规模5亿立方米/年，开采有效期至2042年7月。若重组交易实施完成，公司将间接控制中国油气，有助于增强上游气源稳定，延伸产业链至开发阶段，形成自供气源体系。

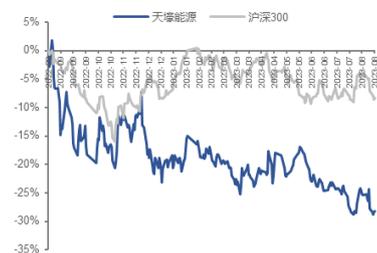
➤ **盈利预测与投资建议：**我们预测2023-2025年公司的营业收入分别为62.64、89.94、107.62亿元，2023-2025年归母净利润分别为6.79、11.06、14.56亿元，对应PE分别为13.85、8.50、6.46倍，结合可比公司情况，给予2023年20倍PE估值，目标价15.37元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**行业周期性波动；安全生产的风险；重组交易进度不及预期的风险，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	884/844
总市值/流通市值 (百万元)	9407/8978
每股净资产 (元)	4.62
资产负债率 (%)	52.74
一年内最高/最低 (元)	15.09/10.55

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊
 执业证书编号：S0210523030001
 邮箱：wl30040@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	20.52	38.42	62.64	89.94	107.62
增长率 (%)	21%	87%	63%	44%	20%
净利润 (亿元)	2.04	3.65	6.79	11.06	14.56
增长率 (%)	265%	79%	86%	63%	32%
EPS (元/股)	0.23	0.41	0.77	1.25	1.65
市盈率 (P/E)	46.1	25.74	13.85	8.50	6.46
市净率 (P/B)	2.6	2.3	2.0	1.7	1.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1: 截至 2022 年, 公司神安线管道已实现全线贯通, 带动公司燃气业绩大幅度增长, 随着持续在神安线管道沿线开发直供大客户、大型燃气集团等经销商客户。并在安平站推进与国家管网互联互通, 拓宽公司的销售半径, 将带动售气量增速, 假设公司 2023-2025 年售气量分别为 20.20/29.20/34.68 亿立方米/年。

假设 2: 根据公司持续接入河北省更多地区, 开拓神安线周边天然气市场, 在天然气需求巨大的华北市场几大区域合作的战略布局, 以及顺价机制大趋势下天然气价格会有所提价, 预计未来售气均价将逐步提升, 假设公司 2023-2025 年售气均价分别为 2.90/2.95/3 元/立方米。

假设 3: 预计未来公司与中国油气控股重组落实、进一步开展与中海油、中石油等企业的战略合作, 延伸产业链增强气源稳定性并且拿到相对稳定优惠气价, 未来燃气成本呈下降趋势, 假设公司 2023-2025 年燃气成本均价分别为 2.19/2.18/2.17 元/立方米;

我们区别于市场的观点

市场认为天然气行业价格涨幅较大, 给企业带来较大成本压力, 推行天然气替代过程并不顺畅。我们认为随着公司背靠神安线扩张下游终端市场, 加强直供高耗能客户, 有望增强源输售产业链上下游联动合作, 减轻大客户及工业用户用气成本压力。

股价上涨的催化因素

重组进度高于预期; 下游扩张进度高于预期。

估值和目标价格

预测 2023-2025 年公司的营业收入分别为 62.64、89.94、107.62 亿元, 2023-2025 年归母净利润分别为 6.79、11.06、14.56 亿元, 对应 PE 分别为 13.85、8.50、6.46 倍, 结合可比公司情况, 给予 2023 年 20 倍 PE 估值, 目标价 15.37 元/股。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

风险提示

行业周期性波动风险; 安全生产的风险; 重组交易不及预期的风险; 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

正文目录

1	聚集燃气业务，全产业布局贯通上下游	4
1.1	多用能行业余热起家，转型燃气握稀缺资产	4
1.2	神安线拓宽销售半径，营收&盈利提至新高度	5
2	神安线跨越陕晋冀“西气东输”，双重盈利模式同步稳中有升	7
2.1	神安线推动燃气市场开拓，国内天然气减少对外依存	7
3	投资建议：给予公司“买入”评级	10
	风险提示	12

图表目录

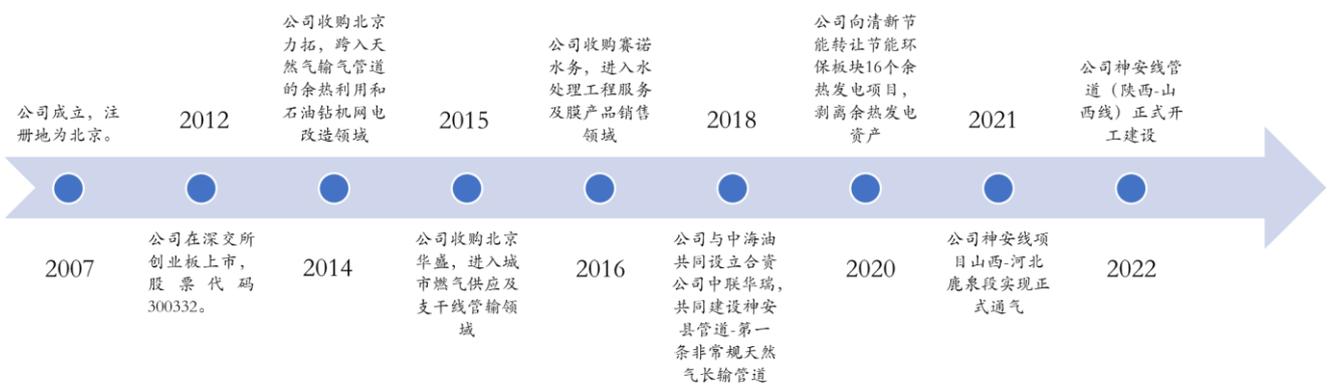
图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司股权结构	4
图表 3：公司天然气供应及管输运营业务的主要经营模式（截至 2022 年）	5
图表 4：公司水务板块全资子公司主要业务及产品情况	5
图表 5：2017-2023Q1 公司营业收入情况	6
图表 6：2017-2023Q1 公司归母净利润情况	6
图表 7：2014-2022 公司业务营业收入占比情况	6
图表 8：2017-2022 公司毛利率和净利率情况	6
图表 9：2017-2022 公司期间费用率情况	7
图表 10：2017-2022 公司 ROE 情况	7
图表 11：2012-2022 中国天然气消费量和产量情况	7
图表 12：2012-2022 中国天然气进口数量情况	7
图表 13：2022 年我国在建或投产的主要天然气管道	8
图表 14：中海油及所属中联集团煤层气区块分布图	9
图表 15：2022 年神安线沿途三省天然气产量情况	9
图表 16：陕西/山西/河北天然气基准门站价格情况	9
图表 17：河北居民和非居民用管道天然气价格情况	9
图表 18：中国油气三交项目 2018-2022 年煤层气产量情况	10
图表 19：天壕能源收入预测（亿元）	11
图表 20：天壕能源可比公司情况	11
图表 21：财务预测摘要	13

1 聚集燃气业务，全产业链贯通上下游

1.1 多用能行业余热起家，转型燃气握稀缺资产

公司成立于 2007 年，初期专注于工业节能余热余压利用领域。2012 年公司上市，先后通过并购投资，形成余热余压发电、燃气、水务三大主营板块协同发展，成为国内领先能源综合投资服务运营商。2018 年，公司转型为以燃气业务为主的战略发展格局，与中海油合作参与国家“煤层气开发‘十三五’规划”重点项目-神安管道建设，2022 年 12 月，神安线陕西-山西线通气，项目实现全线贯通。公司依托神安线资源、跨省输气管道和终端市场开发三大优势，实现多省布局，在环保政策推动下力争打造一体化燃气综合利用产业集群。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

公司股权结构较分散。截至 2023 年 Q1，陈作涛先生直接持有公司 5.03% 股份，并持有公司控股股东天壕投资集团有限公司 99.9% 的股份，间接持有公司 14.85% 股份，为公司实际控制人。公司旗下多家全资子公司，分别负责燃气、水务、余热利用三板块的业务。

图表 2：公司股权结构



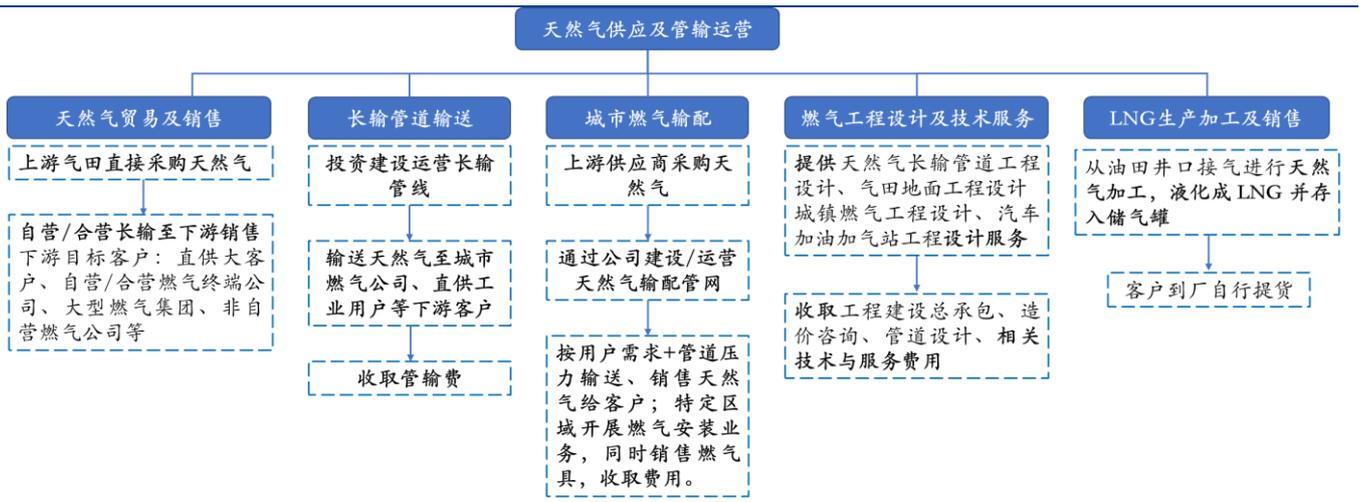
数据来源：公司公告，华福证券研究所 *选取公司前十大股东（截至 2023Q1）、相关实体和全资子公司（截至 2022 年）

专注燃气长输分销业务。公司燃气板块主营业务包括天然气贸易及销售、长输管

道输送、城市燃气输配，燃气工程设计及技术服务，22 年开拓 LNG 生产加工及销售业务。公司依托神安线管道，实现鄂尔多斯盆地东缘的煤层气资源和京津冀地区用气市场对接，积极拓展下游终端市场，为大力发展燃气贸易及销售业务。

具备特许经营稳定发展。公司在全国多省拥有多处特许经营权：全资子公司北京华盛-山西省原平市、兴县、保德县三市县；全资子公司霸州华盛-河北省霸州市津港工业园区；控股子公司清远正茂-广东省清远市清新区禾云镇等区域。此外，2022 年上半年，全资子公司四川德立信公司报告期内取得了石油天然气行业（管道输送）专业甲级资质。公司管网覆盖区域广，发展潜力大。

图表 3：公司天然气供应及管输运营业务的主要经营模式（截至 2022 年）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

涵盖水处理全产业链，膜技术处于领先地位。公司水务板块的重要全资子公司包括赛诺膜公司及赛诺水务，主要经营模式包括膜产品研发生产销售和水处理工程服务。赛诺膜公司自主开发、设计生产线的膜组件等设备产品，所有产品及关键设备设计、加工均在公司内部进行，公司热致相分离工艺技术属国际前沿，是中国目前唯一大规模产业化的 TIPS 超滤膜生产商。赛诺水务公司通过提供水处理综合解决方案，包括技术设计、系统集成和运营管理一体化服务，为客户建设水厂及水厂延伸的能源及资源类工程技术服务，并获取工程技术服务收入。

图表 4：公司水务板块全资子公司主要业务及产品情况

全资子公司	主营业务	主要产品系列
赛诺膜公司	研发、生产、制造、销售应用热致相分离法的核心设备膜组件和其他核心部件膜材料	赛诺 SMT 压力式产品系列、SMT 浸没式产品系列、赛诺 MBR 产品系列、赛诺 Retrofit TM 系列、赛诺 EsayIns 系列
赛诺水务	向市政给水、污水处理及回用、工业给水及废水深度处理及回用、海水淡化等	为客户提供水处理综合解决方案，包括技术设计、系统集成和运营管理的一体化服务，为客户建成具有较高出水水质标准的供水厂、污水厂或再生水厂。

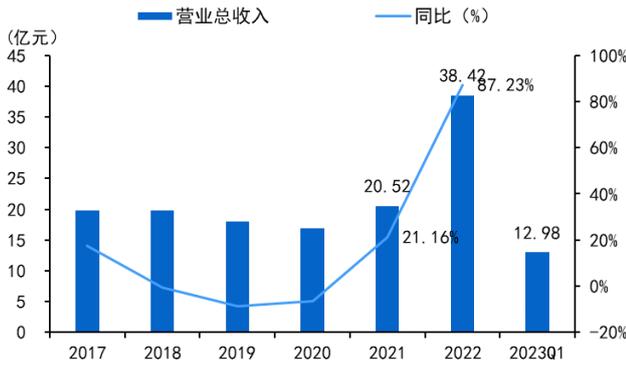
数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 神安线拓宽销售半径，营收&盈利提至新高度

神安线全线贯通，贡献大幅度业绩。22 年，公司实现营业收入 38.42 亿元，同

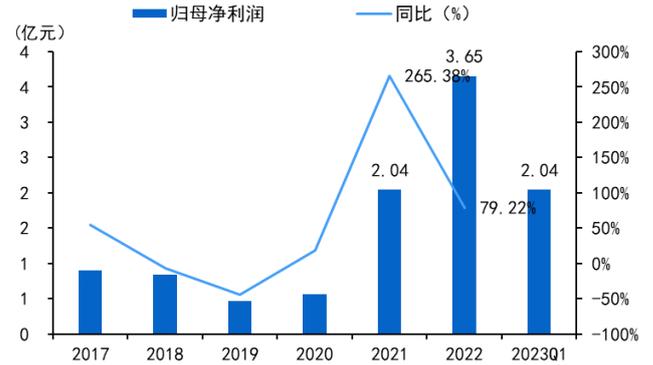
比增长 87.23%，实现净利润 3.65 亿元，同比增长 79.22%；截至 23Q1，公司已实现净利润 2.04 亿，与 21 年全年净利润相同，我们十分看好公司 23 年盈利水平。其中燃气业务稳步增长，神安线管道山西-河北段自 2021 年通气后持续稳定供应，燃气板块售气量同比大幅增长，导致燃气业务收入大幅增加。随着 2022 年 12 月，公司公告神安线全线贯通，预计未来公司燃气板块将继续大幅增长，带动业绩提至新高度。

图表 5：2017-2023Q1 公司营业收入情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

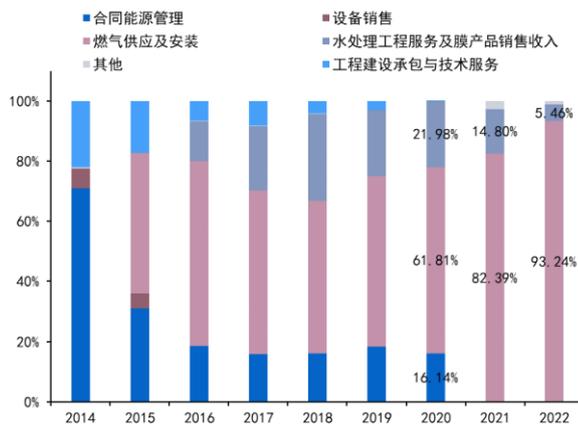
图表 6：2017-2023Q1 公司归母净利润情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

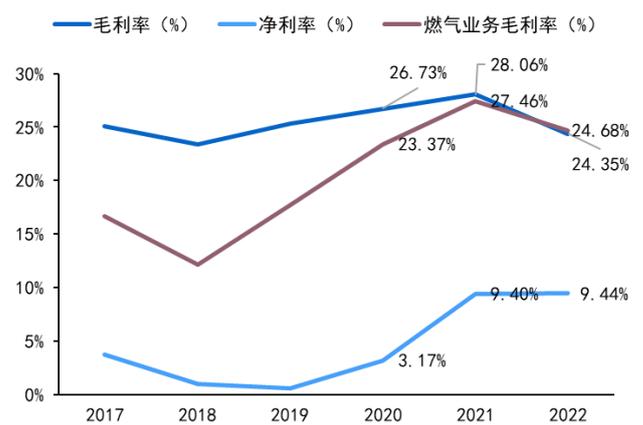
剥离余热资产，燃气营收及毛利率呈增长趋势。2020 年，公司剥离部分余热发电资产，调整业务结构，聚焦燃气业务。截至 2022 年，公司天然气供应及安装业务、水处理工程服务及膜产品销售营收占比分别为 93.24%、5.46%，其中 2014-2022 年，公司燃气业务营业收入 CAGR 为 34.75%，保持稳定快速增长趋势。2018-2022 年公司燃气业务毛利率从 12.14% 提升至 24.68%，实现翻倍增长，受益于公司燃气板块售气量增长，管输及运营服务收益增加。

图表 7：2014-2022 公司业务营业收入占比情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

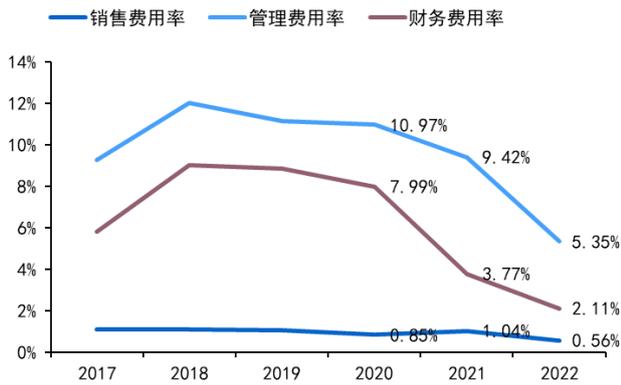
图表 8：2017-2022 公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

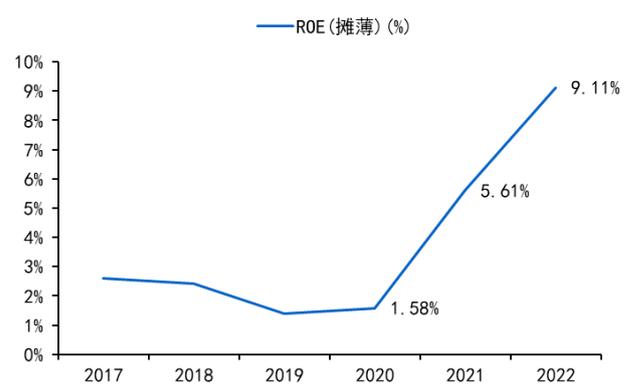
公司费控能力增强，盈利能力逐步提升。截至 2022 年，公司的管理费用率和财务费用率分别为 5.35% 和 2.11%，同比分别减少 4.07pct 和 1.66pct，保持下降趋势；销售费用率从 1% 左右降至 0.56%，公司费控率稳定下降。公司盈利能力同样呈上升趋势，截至 2022 年，公司 ROE 为 9.11%，同比增长 3.5pct，显著提高，受益于神安线管道山西-河北段通气业务规模增加。22 年 12 月陕西-山西线通气，预计未来公司业务规模将继续增加，盈利能力保持稳定提升。

图表 9：2017-2022 公司期间费用率情况



数据来源：Wind，华福证券研究所 注：管理费用率含研发费用

图表 10：2017-2022 公司 ROE 情况



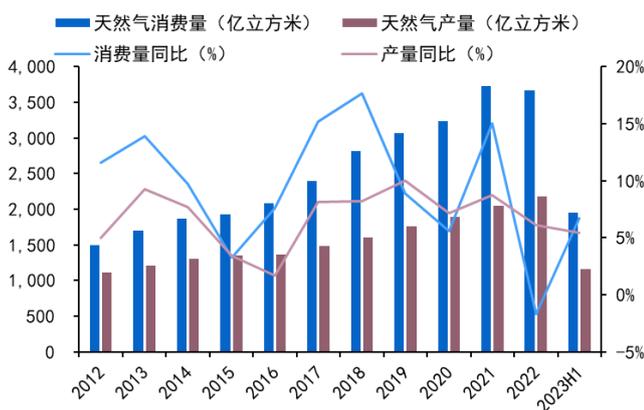
数据来源：Wind，华福证券研究所

2 神安线跨越陕晋冀“西气东输”，双重盈利模式同步稳中有升

2.1 神安线推动燃气市场开拓，国内天然气减少对外依存

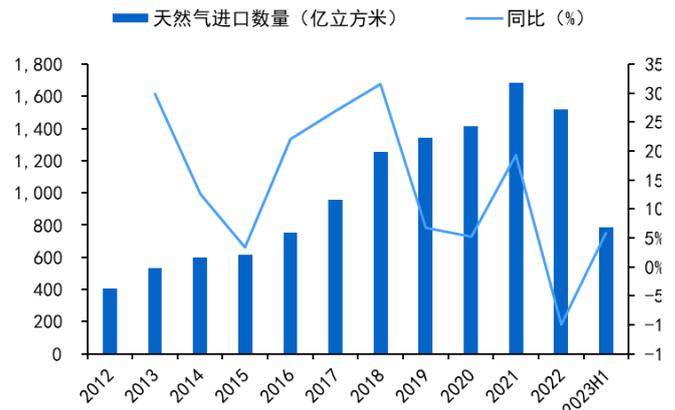
23H1 国内天然气供需实现双增长，市场将迎复苏。根据国家统计局、国家发改委统计，2022 年，全国天然气产量 2178 亿立方米，同比+6.1%；全国天然气消费量 3663 亿立方米，同比-1.7%，历史首次出现负增长，主要原因系国内经济增长放缓和国际天然气价格高企。23H1，全国天然气产量 1155 亿立方米，同比+5.4%；全国天然气消费量 1949 亿立方米，同比+6.7%，随着我国经济发展逐渐恢复，天然气市场逐步回暖，供需实现双增长。此外，市场回暖也体现在进口情况上，根据海关总署统计，22 年，中国天然气进口量为 1519 亿立方米，同比-9.98%，23H1，进口量为 787.39 亿立方米，同比+5.8%。预计 23 下半年，国内“迎峰度夏”和供暖前冬储将推动全国天然气需求增长，市场迎来复苏。

图表 11：2012-2022 中国天然气消费量和产量情况



数据来源：国家能源局，国家统计局，国家发改委，观研报告，北极星火力发电网，华福证券研究所

图表 12：2012-2022 中国天然气进口数量情况



数据来源：海关总署，华福证券研究所

管道建设需求趋势向好，“西气东输”平衡区域供需。截至 2022 年，全国主干天然气管道总里程已达到 12 万千米。我国天然气资源分布不均，东西部存在严重资源分配与消费不匹配问题。为优化国内天然气供给格局，国内有望加强天然气基础设施投资建设管道长输项目。根据“双碳”目标下需求预测，预计到 2035 年

国内还将新增天然气管道建设总里程约 6.5 万公里（新增干线管道 2.95 万公里，省级管道 3.53 万公里）。公司神安线管道是国内第一条非常规天然气长输管道，走向由西向东，横跨陕、晋、冀三省，可以将陕晋二省天然气资源在就近利用、余气外输的原则下外输至北京、天津、雄安新区、河南、河北等经济附加值较高的地区。管道总长度约 600km，设计输气能力约 50 亿立方米/年，主要管道设计压力 8.0MPa、管径 DN813mm。公司神安线气源充足，覆盖区域具备稀缺性，未来输气增量空间广阔。

图表 13：2022 年我国在建或投产的主要天然气管道

序号	新建成或投产的主要天然气管道	序号	新建成或投产的主要天然气管道
1	中俄东线天然气管道南段（永清-上海）	2	蒙西管道项目一期工程
3	中俄东线济宁支线	4	西气东输一线延安支线
5	西气东输三线中段中卫二站工程	6	西气东输四线新疆乌恰中卫工程
7	山东管网西干线	8	山东管网西干线支线
9	山东管网南干线	10	川气东送殷汇阀室-石台支线天然气管道工程
11	陕京四线下花园支线涿鹿段	12	苏州-上海天然气管道联络线工程
13	陕西留坝-凤县输气管道工程	14	镇平-邓州天然气管道项目
15	江苏省沿海输气管道工程南干线（如东-常熟-太仓段）	16	江苏滨海 LNG 配套输气管线
17	北京燃气天津南港 LNG 应急储备项目外输管道	18	重庆市江津-南川天然气管道项目工程
19	永州市-邵阳县输气管道工程	20	温水-习水天然气管道项目工程
21	海西天然气管网二期工程（福州-三明段）	22	广东省管网县县通工程
23	贵州省黔南州县县通天然气支线管道工程（长顺支线）	24	贵州天然气县县通工程独山-平塘段

数据来源：超级石化，中国政府网，华福证券研究所

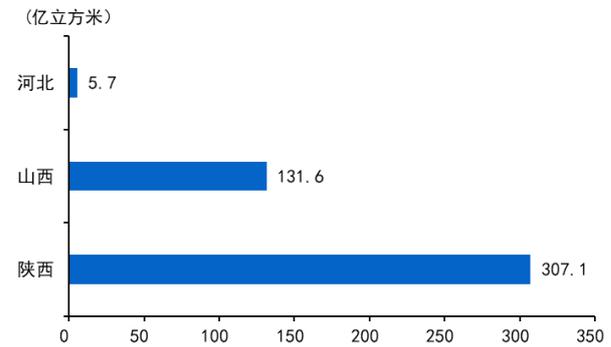
合作方煤层气储量丰富，陕晋保障河北燃气供需。公司燃气板块子公司北京华盛所属的兴县和保德地区所在的河东煤田，拥有占山西省 27% 的煤层气数量。两区域周边主要分布有 5 个煤层气区块，中石油拥有其中 4 个区块（保德、紫金山、三交北、三交），其所属中联公司拥有临兴区块。北京华盛燃气已与中联公司合作共同投资建设运营神安线，将陕东、晋西的煤层气等非常规天然气输送至需求旺盛的华北市场，管道设计输气能力为 50 亿立方米/年。根据国家统计局数据，截至 2022 年，陕西省和山西省天然气产量分别为 307.1 和 131.6 亿立方米，天然气资源丰富。预计未来公司管道输气量将保持快速增长趋势，对燃气板块业绩产生积极影响。

图表 14: 中海油及所属中联集团煤层气区块分布图



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 2022 年神安线沿途三省天然气产量情况



数据来源: 国家统计局, 华经产业研究院, 华福证券研究所

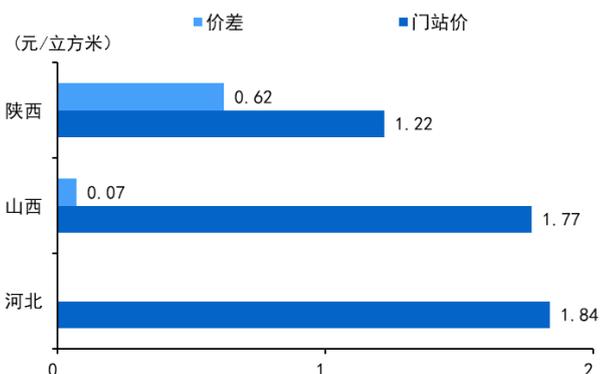
项目全线贯通, 管输费+燃气价差双重盈利。公司通过神安线管道运输开展天然气贸易及销售、长输管道输送、城市燃气输配等业务, 盈利方式不局限于单一化发展, 包括管输费和燃气价差, 呈双重盈利模式。

管输服务费:公司通过神安线管道输送天然气至城市燃气公司及工业用户等下游客户, 收取管输费。随着管道输气量的稳定增长, 公司管输服务费收入稳中有升。

燃气价差: 根据国家发改委核定的各省天然气基准门站价价格, 目前陕西省和山西省的天然气基准门站价格分别为 1.22 元/立方米和 1.77 元/立方米, 与河北省的门站价格 (1.84 元/立方米) 均有一定的价差, 分别为 0.62 和 0.07 元/立方米。公司采购陕西省和山西省气源价格按照天然气基准门价, 销售价参考河北省门站价格售出, 价差盈利空间较大。

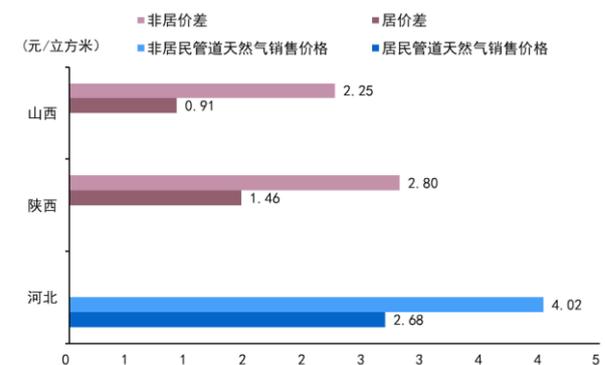
此外, 根据河北省石家庄发改委 2022 年分别发布的《关于市区居民用管道天然气价格暨销售价格联动机制的通知》和《关于建立主城区非居民用管道天然气销售价格联动机制的通知》, 居民管道天然气销售价格由 2.4 元/立方米上调至 2.68 元/立方米; 非居民用管道天然气最高销售价格由 3.95 元/立方米上调至 4.02 元/立方米, 与陕西和河北省的天然气基准门站价价差均有所增长。公司在河北省的天然气价差盈利空间呈增长趋势。

图表 16: 陕西/山西/河北天然气基准门站价格情况



数据来源: 国家发改委, 华福证券研究所 *价差: 陕西、山西对应河北门站价价差

图表 17: 河北居民和非居民用管道天然气价格情况

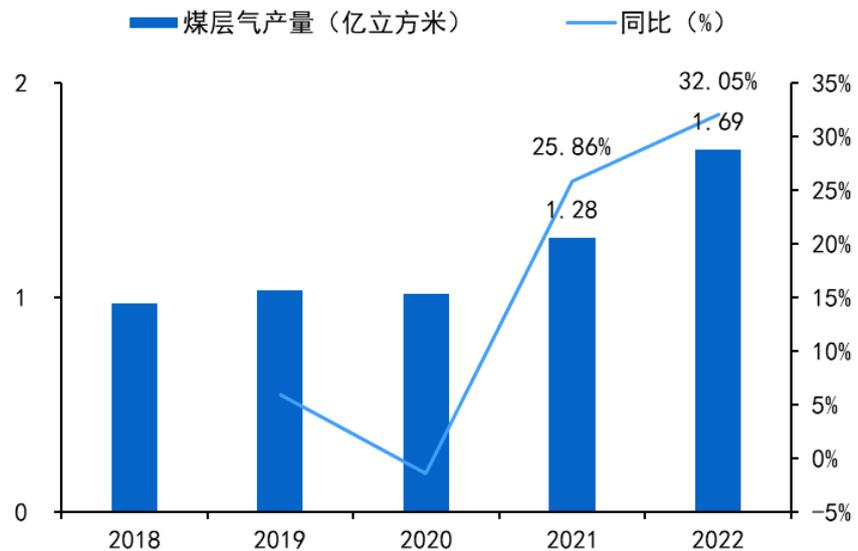


数据来源: 石家庄发改委, 国家发改委, 华福证券研究所

拟参与中国油气重组，增强气源稳定+延伸产业链。2023年3月24日，公司发布公告拟参与中国油气控股重组，主要包括：(1) 购买华融海外有限公司对中国油气的债权，并用于股票置换及可换股债券置换；(2) 认购中国油气新发行的可换股债券，认购款项将由中国油气用以偿还移民债权人的债务。若重组交易实施完成，公司将间接控制中国油气，有助于增强上游气源稳定，延伸产业链至开发阶段，形成自供气源体系。

中国油气的核心主业包括通过全资子公司奥瑞安能源国际有限公司与中石油合作在鄂尔多斯盆地三交区块进行煤层气勘探、开采及生产，是中国最优质的整装煤层气田之一，资源条件优越，中国油气享有当中70%权益。三交项目目前生产规模5亿立方米/年，开采有效期至2042年7月，据报告净储量（已证实+概略）约为83.01亿立方米。截至2022年，项目煤层气产量约1.69亿立方米，同比约32%的提升，煤层气销售量约1.65亿立方米。

图表 18：中国油气三交项目 2018-2022 年煤层气产量情况



数据来源：中国油气控股公司公告，华福证券研究所

3 投资建议：给予公司“买入”评级

核心假设：基于公司各项业务过往发展情况和在手资源，结合燃气行业的环保政策发展，我们对公司经营做出如下假设：

天然气供应及安装业务：22年12月，公司神安线管道实现全线贯通；23年3月，公司公告拟参与中国油气重组，有望间接控股中国油气。随着公司持续在神安线沿线开拓大客户并与其他管网互联互通，拓宽销售半径，在华北市场几大区域战略布局，加上天然气顺价机制的推动，预计公司售气量和售气均价将呈增长趋势。此外，随着公司与上游气源企业战略合作的进一步开展，预计燃气成本将呈下降趋势。因此，我们假设2023-2025年公司燃气业务售气量分别为20.20/29.20/34.68亿方；售气均价分别为2.90/2.95/3元；毛利率分别为24.49%/26.08%/27.64%。

余热发电业务：随着公司余热发电板块老的资产陆续剥离，预计未来余热发电项目业务收入占比将呈下降趋势。因此，我们假设2023-2025年余热发电业务营

收增速均为 1%。

水务业务：公司水务板块主要分为膜材料销售与水处理综合解决方案。2022 年受疫情影响，预计公司水务膜材料销售和合作项目均受影响。因此，我们假设 2023-2025 年公司水务业务营收增速均为 1%。

图表 19：天壕能源收入预测（亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16.94	20.52	38.42	62.64	89.94	107.62
YoY	-6.27%	21.16%	87.22%	63.05%	43.58%	19.66%
营业总成本	12.41	14.78	29.11	47.47	66.70	78.13
YoY	-8.03%	19.11%	96.94%	63.07%	40.49%	17.15%
毛利率	26.73%	27.96%	24.23%	24.22%	25.85%	27.40%
天然气供应及安装业务收入	10.47	16.91	35.82	60.02	87.29	104.94
增长率 YoY	2.30%	61.49%	111.88%	67.55%	45.44%	20.23%
毛利率	23.37%	27.46%	24.68%	24.49%	26.08%	27.64%
售气收入	9.94	14.39	34.02	58.58	86.14	104.03
余热发电业务收入	2.74	0.58	0.5	0.50	0.51	0.52
增长率 YoY	-28.55%	-78.98%	-13.35%	1%	1%	1%
毛利率	25.83%	25.36%	15.99%	15.99%	15.99%	15.99%
水务业务收入	3.72	3.04	2.1	2.12	2.14	2.16
增长率 YoY	-6.79%	-18.42%	-30.89%	1%	1%	1%
毛利率	36.83%	31.29%	18.49%	18.49%	18.49%	18.49%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

可比公司估值：我们选择以燃气业务为主的深圳燃气、佛燃能源、新天绿能，和以水务业务为主的碧水源作为可比公司。可比公司 2023-2025 年 PE 平均估值分别为 15.76、12.45、10.49 倍，高于公司估值水平。考虑到公司手握神安线稀缺管道资源，伴随着全线贯通和下游客户的持续开拓，未来与中国油气重组有助于延伸产业链至开发阶段，形成自供气源体系，预计公司盈利能力将持续增长。根据预测，公司 24-25 年业绩 CAGR 将达到 46.44%，可比公司 CAGR 平均值将达到 22.97%，因此给予公司一定估值溢价，给予公司 23 年 PE 20 倍估值，对应目标价 15.37 元/股。

图表 20：天壕能源可比公司情况

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601139.SH	深圳燃气	7.04	0.42	0.52	0.62	0.71	15.39	13.49	11.40	9.98
002911.SZ	佛燃能源	12.17	0.69	0.81	1.11	1.43	17.30	15.08	10.96	8.50
600956.SH	新天绿能	8.56	0.55	0.61	0.77	0.90	17.59	14.00	11.13	9.51
300070.SZ	碧水源	5.53	0.20	0.27	0.34	0.40	24.20	20.48	16.31	13.98
	平均						18.62	15.76	12.45	10.49
300332.SZ	天壕能源	10.64	0.41	0.77	1.25	1.65	25.74	13.85	8.50	6.46

数据来源：Wind，华福证券研究所 注：股价取自 2023 年 8 月 18 日，未覆盖的公司取自 wind 一致预测

公司神安线管道是国内第一条非常规天然气长输管道,“西气东输”,横跨陕、晋、冀三省。为稳中推进“双碳”目标,平衡区域供需提升消费量,国内天然气管道建设力度继续加大,公司神安线气源充足,覆盖区域具备稀缺性,未来输气增量空间广阔。同时,2022年12月公司神安线全线贯通,预计未来公司燃气板块将继续大幅增长,带动业绩提至新高度。我们预测2023-2025年公司的营业收入分别为62.64、89.94、107.62亿元,2023-2025年归母净利润分别为6.79、11.06、14.56亿元,对应PE分别为13.85、8.50、6.46倍,结合可比公司情况,给予2023年20倍PE估值,目标价15.37元/股。首次覆盖,给予公司“买入”评级。

风险提示

行业周期性波动:公司目前主营燃气业务,天然气需求量的变化与国民经济景气周期关联度很大,并且公司所处的天然气行业是受到国家产业政策的支持和鼓励。但是,政策变化将会影响公司产品的市场需求,从而对公司业绩造成一定的影响。

安全生产的风险:天然气属于易燃、易爆的危险化学品,天然气输配及安全经营要求很高。公司如果由于输配设备意外发生故障、管网老旧或者自然灾害等原因,导致安全事故,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。

重组交易不及预期的风险:若公司与中国油气控股重组交易进度有所延迟,将影响公司的天然气供应能力,导致售气量增速放缓;并且影响公司延伸产业链上游增强气源稳定性,未来燃气成本下降趋势放缓,从而对公司盈利能力造成影响。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险:报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理,可能存在信息滞后或更新不及时的情况,难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 21：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,742	1,253	2,544	4,341	营业收入	3,842	6,264	8,994	10,762
应收票据及账款	545	860	1,165	1,356	营业成本	2,906	4,747	6,670	7,813
预付账款	101	301	411	416	税金及附加	17	45	64	74
存货	115	177	186	218	销售费用	22	56	108	161
合同资产	305	1,063	1,302	1,413	管理费用	180	294	423	506
其他流动资产	592	1,897	2,296	2,555	研发费用	25	42	60	71
流动资产合计	3,095	4,488	6,602	8,886	财务费用	81	-3	-27	-54
长期股权投资	781	781	781	781	信用减值损失	2	-25	-27	-17
固定资产	1,921	1,968	2,013	2,055	资产减值损失	-52	-50	-50	-50
在建工程	484	534	584	634	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	1,421	1,460	1,553	1,546	投资收益	-31	-40	-45	-50
商誉	1,144	1,090	1,090	1,090	其他收益	16	16	16	16
其他非流动资产	448	435	424	425	营业利润	543	982	1,591	2,089
非流动资产合计	6,199	6,266	6,444	6,530	营业外收入	2	2	2	2
资产合计	9,294	10,754	13,045	15,416	营业外支出	15	15	15	15
短期借款	691	281	0	0	利润总额	530	969	1,577	2,076
应付票据及账款	2,069	3,149	4,618	5,454	所得税	167	306	498	656
预收款项	0	0	0	1	净利润	362	663	1,079	1,420
合同负债	183	301	432	517	少数股东损益	-3	-17	-27	-36
其他应付款	458	458	458	458	归属母公司净利润	365	679	1,106	1,456
其他流动负债	435	471	510	533	EPS (摊薄)	0.41	0.77	1.25	1.65
流动负债合计	3,836	4,660	6,017	6,963					
长期借款	93	143	73	153	主要财务比率				
应付债券	365	365	365	365		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	827	827	827	827	成长能力				
非流动负债合计	1,285	1,335	1,265	1,345	营业收入增长率	87.2%	63.1%	43.6%	19.7%
负债合计	5,121	5,995	7,282	8,308	EBIT 增长率	95.5%	58.1%	60.5%	30.5%
归属母公司所有者权益	4,012	4,615	5,646	7,026	归母净利润增长率	79.2%	85.9%	62.8%	31.6%
少数股东权益	161	145	118	82	获利能力				
所有者权益合计	4,173	4,759	5,763	7,108	毛利率	24.4%	24.2%	25.8%	27.4%
负债和股东权益	9,294	10,754	13,045	15,416	净利率	9.4%	10.6%	12.0%	13.2%
					ROE	8.8%	14.3%	19.2%	20.5%
					ROIC	15.5%	22.8%	31.6%	31.9%
					偿债能力				
					资产负债率	55.1%	55.7%	55.8%	53.9%
					流动比率	0.8	1.0	1.1	1.3
					速动比率	0.8	0.9	1.1	1.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.7
					应收账款周转天数	56	40	41	42
					存货周转天数	14	11	10	9
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.41	0.77	1.25	1.65
					每股经营现金流	0.53	0.34	2.46	2.42
					每股净资产	4.54	5.22	6.39	7.95
					估值比率				
					P/E	26	14	9	6
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	134	86	58	46

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	469	304	2,172	2,143
现金收益	621	914	1,310	1,634
存货影响	-1	-62	-9	-32
经营性应收影响	249	-465	-364	-147
经营性应付影响	241	1,080	1,469	837
其他影响	-641	-1,163	-233	-149
投资活动现金流	-463	-363	-481	-405
资本支出	-393	-390	-446	-353
股权投资	-138	0	0	0
其他长期资产变化	68	27	-35	-52
融资活动现金流	141	-430	-399	59
借款增加	288	-359	-351	80
股利及利息支付	-81	-107	-93	-87
股东融资	20	2	0	0
其他影响	-87	35	45	66

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn