

天壕环境 VS 新奥股份 VS 广汇能源

2021 年 9 月跟踪 天然气产业链深度梳理

今天，我们对天然气产业链，近期的增长情况做一些跟踪。

新奥股份——2021 年上半年，实现营业收入 518.36 亿元，同比增长 34.83%；实现归母净利润 20.78 亿元，同比增长 185.57%，得益于投资收益、公允价值变动损益等增加。

广汇能源——2021 年上半年，实现营业收入 100.83 亿元，同比增长 49.7%；归母净利润 14.07 亿元，同比增长 118.07%，主要得益于大宗商品价格回暖。

天壕环境——2021 年上半年，实现营业收入 7.45 亿元，同比增长 1.05%，归母净利润 0.39 亿元，同比增长 4.9%，去年处置了部分余热发电资产及股权，节能环保板块收入下降，拉低整体增速。

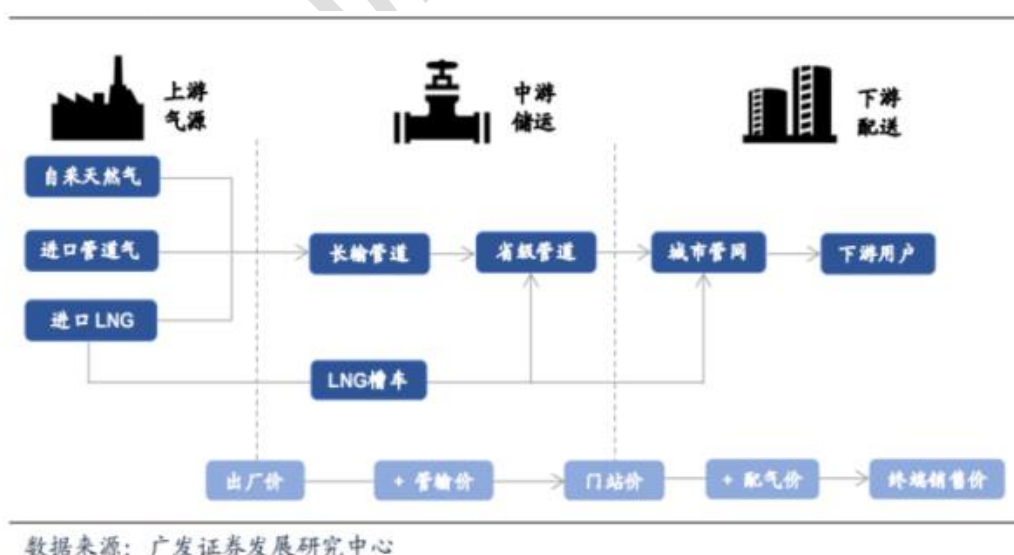
从机构对行业增长的预期情况来看：

新奥股份——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模为 1078.8 亿元、1265.39 亿元、1458.03 亿元，预期同比增速分别为 22.45%、

17.29%、15.22%；预期归母净利润分别为 31.87 亿元、37.81 亿元、44.36 亿元，预期同比增速分别为 51.27%、18.6%、17.34%。

广汇能源——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模为 218.71 亿元、260.19 亿元、295.22 亿元，预期同比增速分别为 44.52%、18.96%、13.46%；预期归母净利润分别为 28.21 亿元、36.35 亿元、44.4 亿元，预期同比增速分别为 111.14%、28.82%、22.14%。

天壕环境——2021-2023 年，wind 机构一致营业收入为 20.12 亿元、22.71 亿元、24 亿元，预期同比增速分别为 18.8%、12.9%、5.7%，预期归母净利润分别为 2 亿元、3.56 亿元、5.25 亿元，同比增速分别为 258%、78%、47%。



图：天然气产业链 来源：广发证券

天然气，产业链参与者有：

1) 上游——气源开发或接收，按气源分为国产气、进口气，按运输方式分管道天然气（PNG）、液化天然气（LNG）。其中：

国产 PNG 是我国的主要气源，来自新疆、陕甘宁等地区的气田，开采商主要为中石油、中石化、中海油（简称“三桶油”），CR3 超过 75%，民营企业集中于非常规天然气（煤层气、页岩气等）生产，以亚美能源和蓝焰控股为代表。进口 PNG 主要来自土库曼斯坦、俄罗斯及其它中亚地区，主要采购者是“三桶油”。

进口 LNG 主要来自卡塔尔、澳大利亚等国，采购者以“三桶油”为主，此外还有广汇能源、深圳燃气、九丰能源、申能股份等建有 LNG 接收站。

2) 中游——管网运输，我国除小部分 LNG 通过槽车运输外，大部分天然气都通过管道运输，主要由跨省长输管网和省内中游管网组成。目前跨省的长输管网，大部分国家管网经营，省内中游管网运营代表公司有陕天然气、皖天然气、国新能源等，此外还有天壕环境、金鸿能源等。

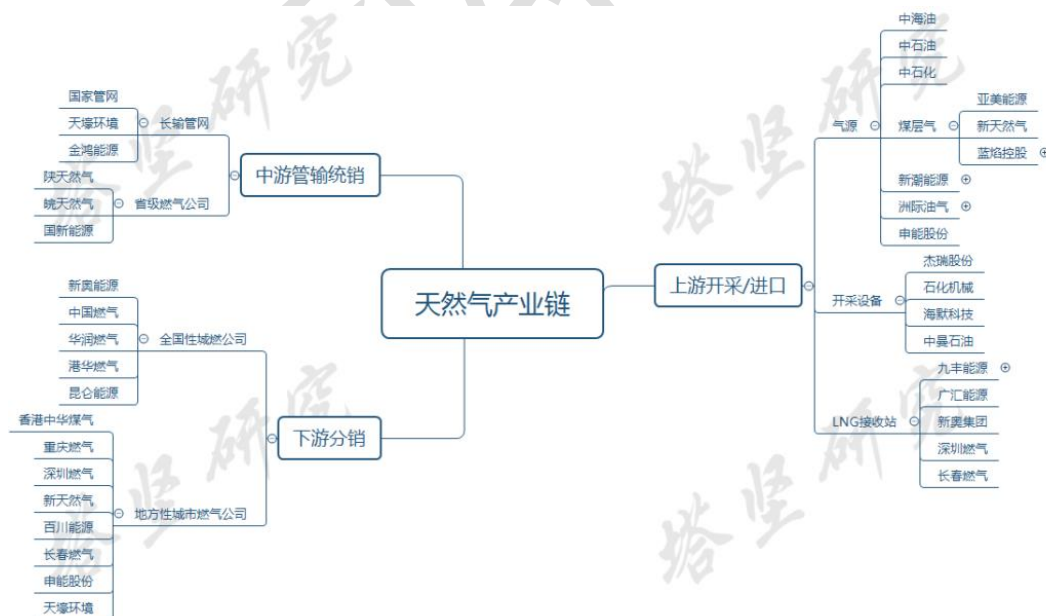
3) 下游——配气，由全国性或区域性的城市燃气公司组成。城市燃气公司通过特许经营权获得地区性垄断地位，收取配气费并输送天然气

至居民、工商业用户。 全国性城燃公司代表有新奥能源、中国燃气、华润燃气、港华燃气、昆仑能源，地方性城燃公司有深圳燃气、重庆燃气、新天然气、新疆浩源等。

看到这里，有几个值得思考的问题：

- 1) 行业近期的增长变化背后有什么异同点，是怎样的经营逻辑？
- 2) 从关键经营数据看，什么样的业务布局，能够更加具备长期竞争优势？

(壹)



图：产业链图谱

来源：塔坚研究

首先，我们先从收入体量和业务结构对几家公司，有一个大致了解。

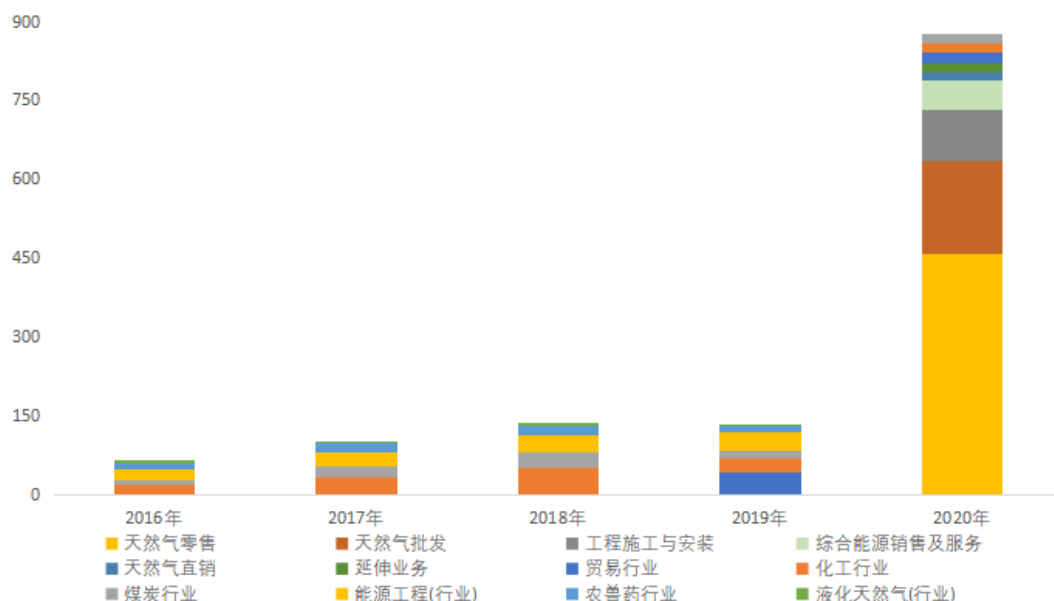
以 2020 年收入为例，新奥股份 (880.98 亿元) > 广汇能源 (151.33 亿元) > 天壕环境 (16.94 亿元) 。

从收入构成看：

新奥股份——2020 年 9 月，其通过重大资产重组，置入港股新奥能源 32.78% 的股份（控股），重组前，其营收主要来源于商贸产品，包括甲醇、煤炭、能源工程等；重组后，收入主要来源于天然气零售与批发。

2020 年，其收入中，天然气零售占比 52%，天然气批发占比 20%，天然气直销占比 1.8%，工程施工与安装占比 11%，综合能源销售与服务占比 6.5%，其他业务为商贸、化工、煤炭等。

其中，新奥股份主要致力于上游资源获取，包括海外天然气和煤基清洁能源等，新奥能源聚焦下游城市燃气、能源商贸与输配等业务，共同打造天然气上下游一体化的业务格局。



图：收入结构（单位：亿元）

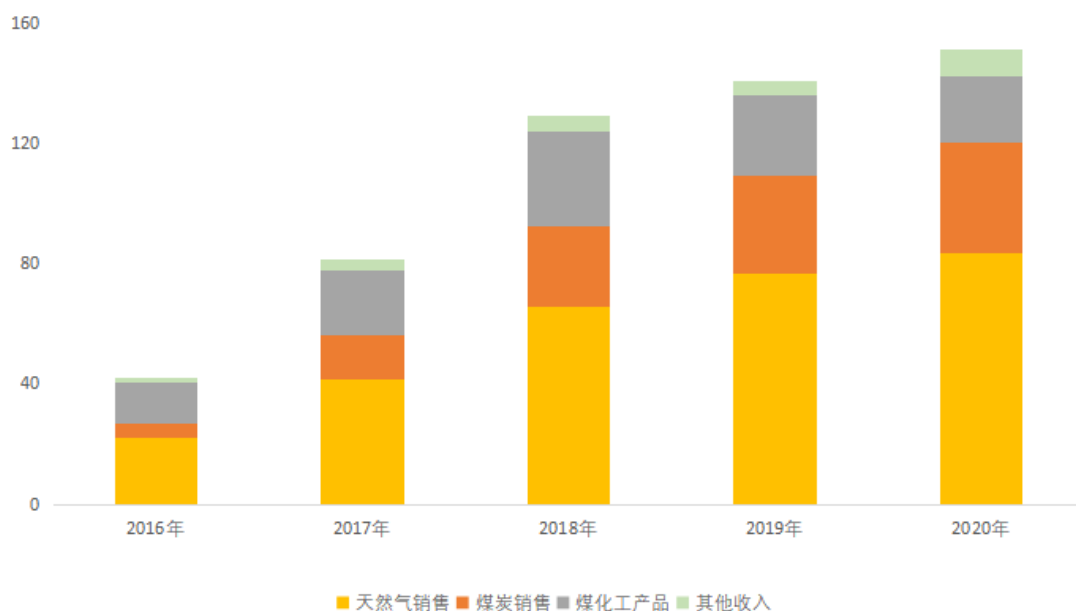
来源：塔坚研究

广汇能源——同时拥有煤、气、油三种资源，依托淖毛湖地区煤矿、哈萨克斯坦桑油气田、启东 LNG 接收站，建立起了天然气、煤化工、煤炭等几大业务板块。

2020 年，收入结构中，天然气销售占比 55%，煤炭销售占比 24%，煤化工产品（甲醇、煤焦油等）占比 14.6%，其他收入占比 6%。

其天然气业务模式分为两种，一种是商贸气，另一种是自产气。商贸气是从海外购入，在启东 LNG 接收站实现周转，销往江苏等地，2020 年销量占比 75%。

煤炭板块，依托白石湖煤矿和东部矿区等自有煤炭，实现煤炭销售和对煤化工板块原材料的供应。



图：收入结构（单位：亿元）

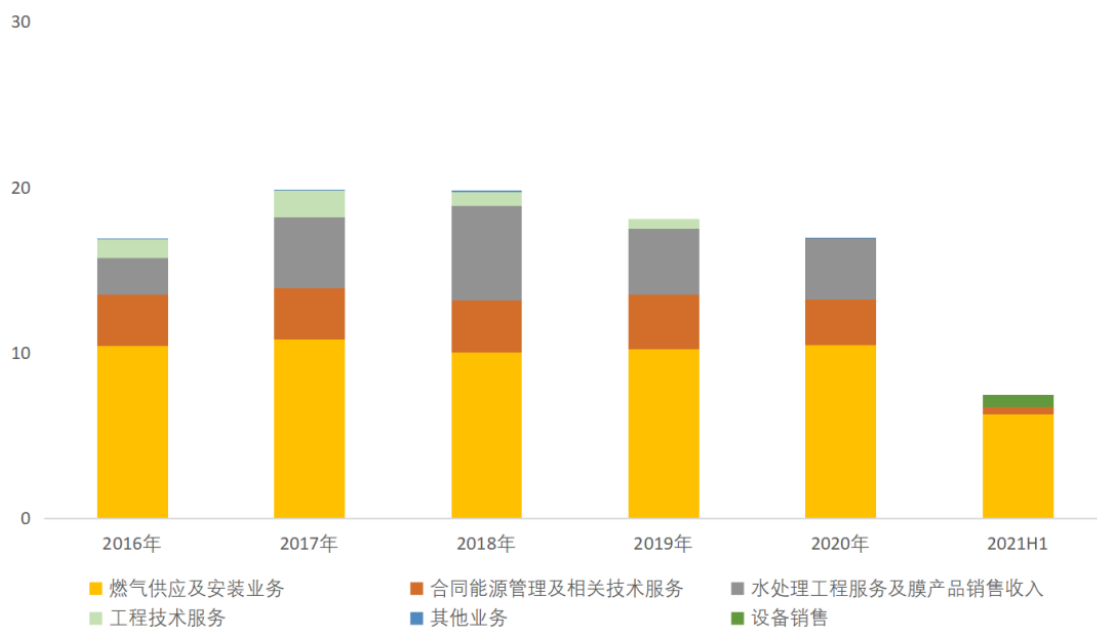
来源：塔坚研究

天壕环境——原主营业务以余热发电（节能环保）为主，2015 年起，通过并购、投资等方式，在天然气上游气源、中游管输、下游分销等各个产业链上布局。

2015 年收购北京华盛和华盛燃气，布局城市燃气和管输业务；2016 年收购赛诺水务，进入到膜组件和水处理领域；2020 年 12 月，其将 18 个余热发电项目打包出售，未来业务聚焦在燃气和水务板块。

2020 年，收入结构中，燃气供应与安装业务占比 62%，合同能源管理（余热发电）及相关技术服务收入占比 16%，水处理工程服务及膜产品收入占比约 22%。

展望未来三年，其利润的主要来源是与中海油的合资公司中联华瑞（天壕持股 49%），负责经营神安线输气管道。



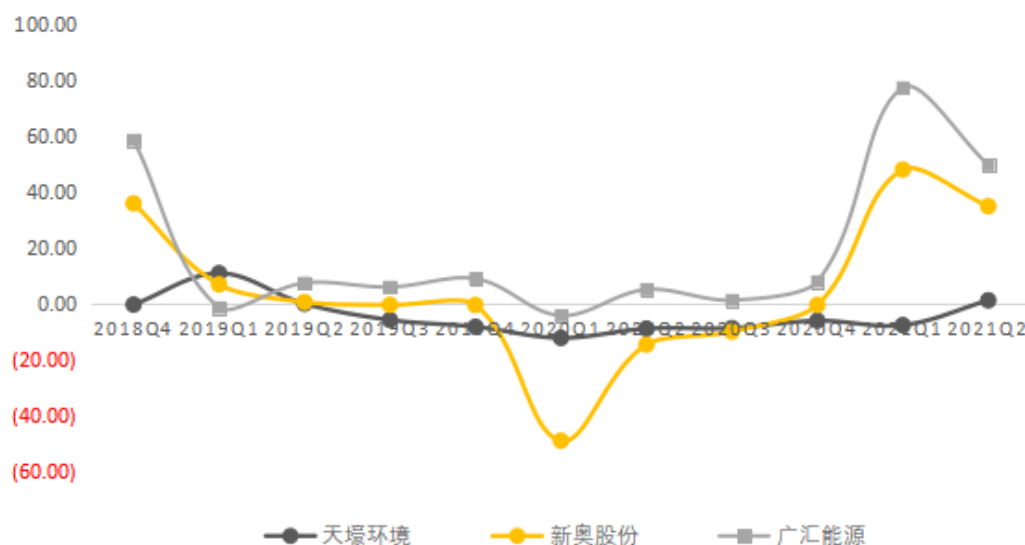
图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近期季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

1) 收入增长



图：收入增速（单位：%） 来源：塔坚研究

三家公司近期历史增速均不高，但由于业务结构存在差异，收入影响因素有所不同，其中：

新奥股份——2019 年，受煤矿停产以及甲醇价格低迷影响，收入同比下降 0.65%。2020 年，收入增速为-0.62%，主要是受卫生事件影响，下游需求减弱，以及新收入准则实施后，公司部分商贸业务采用净额法核算所致。

分业务看，天然气零售保持稳定增长，2020 年，其天然气零售量达到 219.5 亿方，同比增长 10.2%，约占全国天然气市场份额的 7%。其中，

工商用气销售占比 77%，增速 13.5%；居民气销售占比 19%，增速 10%，主要受益于居家时间增加以及冬季气温较往年更低。

广汇能源——2018 年，收入增速达到 58.58%，主要得益于三大主营产品 LNG、甲醇、煤炭，分别在启东 LNG 接收站二期投产、自身运行效率提升以及油价上涨的带动下，实现量、价齐升。

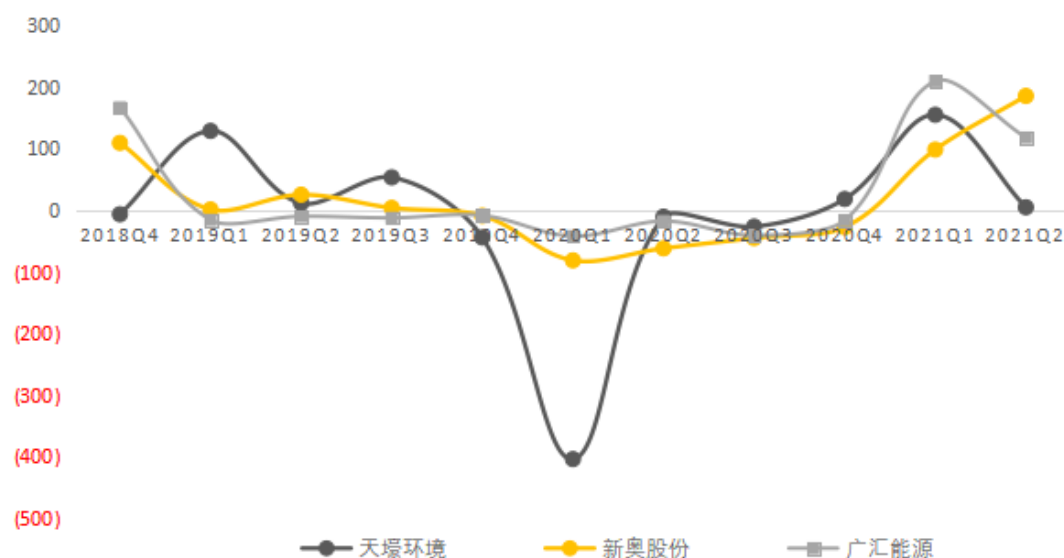
其中，天然气、甲醇、煤炭销量分别提升 27%、6.14%、32.76%；市场价分别上涨约 615 元/吨（16%）、278 元/吨（11%）、25 元/吨（4%）。2019 年国内能源品价格同比有所下降，其收入增速放缓至 9%。

2020 年，其收入同比增长 7.78%，主要得益于启东 LNG 接收站 4#16 万立方米储罐当年 6 月投入试运行，启通天然气管道及 LNG 气化及海水取排水项目于 11 月投入试运行，公司 LNG 储存、周转能力大幅提升，同时 LNG 外购气销量大幅增加。

天壕环境——其收入连续负增长，2019 年营业收入下降 8.5%，主要是水务业务部分项目未按计划实施。2020 年收入下降 6.28%，其中燃气板块受益于售气量增长等影响收入同比小幅增长；但是，由于水处理工程项目减少，水务板块收入下降 6.79%，部分余热发电项目停运以及销售电价下降，导致余热发电合同能源管理收入下降

17.06%。2021 年一季度，由于处置部分余热发电项目、水务板块收入下降等原因，其营业收入同比下降 7.87%。

2) 归母净利润增长



图：归母净利润增速（单位：%） 来源：塔坚研究

利润增速基本与收入增速一致，其中：

天壕环境——2020Q1，归母净利润下降 403%，主要是受卫生事件影响，节能环保板块售电量下降，燃气板块提前执行非供暖期价格，毛利减少。

新奥股份——2019 年，受煤矿停产以及甲醇价格低迷影响业绩下滑；2020 年，归母净利润 21.07 亿元，同比下降 27.49%，主要是投资收益减少（联营公司 Santos 计提减值损失），以及营业外支出（资产处置

损失及对外捐赠）等增加所致。 2021 上半年，归母净利润增速提升，主要是投资收益等增加。

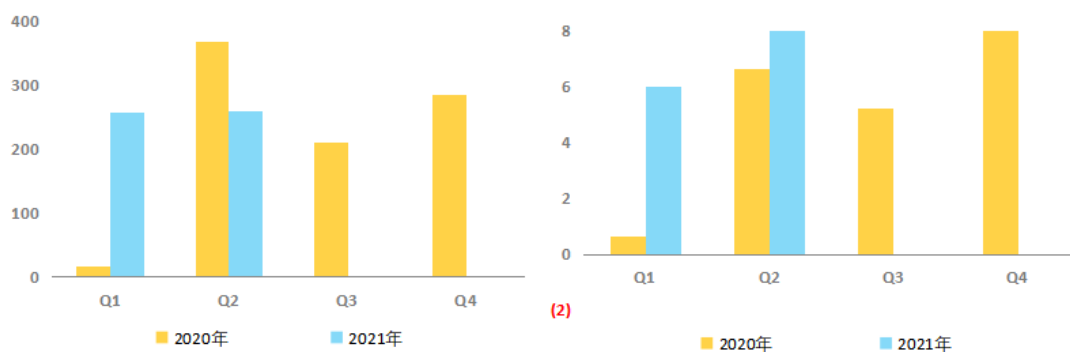
广汇能源——2019 年，能源品价格下跌，导致毛利率下降约 5 个百分点。2020 年，受卫生事件影响，国内需求萎缩，能源品价格下跌趋势延续，毛利率同比下跌 3.5pct。

(叁)

对增长态势有感知后，我们接着再将各家公司的收入和利润情况拆开，看近期财报数据。

1) 新奥股份——2021 年上半年，实现营业收入 518.36 亿元，同比增长 34.83%；实现归母净利润 20.78 亿元，同比增长 185.57%。 其中，天然气零售业务板块营业收入达 336.6 亿元，同比增长 37.1%，2021H1，其新开发 1.39 万个工商业用户及 118.2 万户住宅用户，工商业及住宅用户销气量分别达 96.16 亿方和 24.55 亿方，分别增长 26.3% 和 14.8%。 2021H1，归母净利润增速较高，主要得益于直营 LNG 放量（贡献毛利 2.6 亿元），以及投资收益（处置联营公司滕州能源、Santos 股权）、衍生金融工具公允价值变动损益增加，以及财务费用（贷款规模、利率下降）减少。

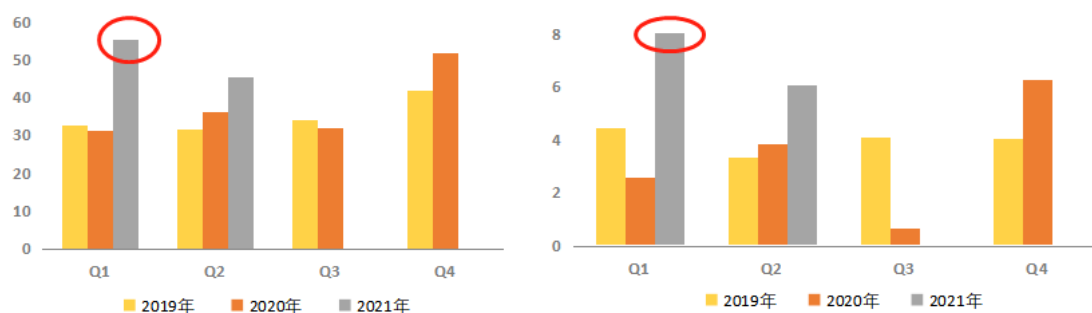
截至 2021H1，直销气量达 14.6 亿立方米，由于接收站二期已于上半年投入试运营，公司预计 2021 年直销气量将达到 35 亿方（+271%）。



图：单季度收入（左）、归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

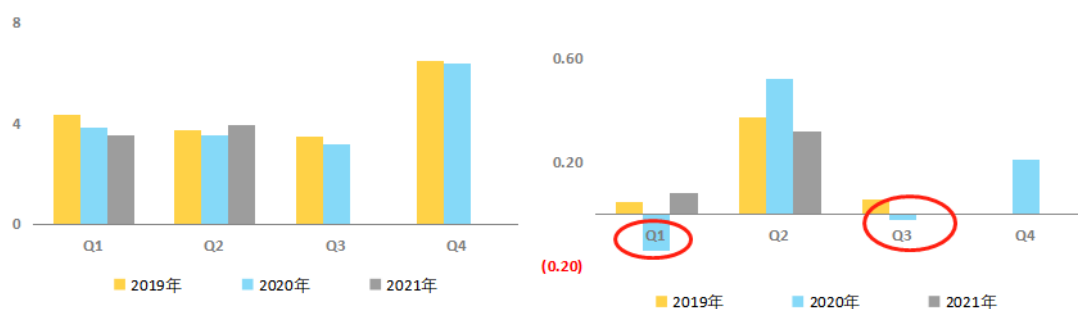
2) 广汇能源——2021 年上半年，实现营业收入 100.83 亿元，同比增长 49.7%；归母净利润 14.07 亿元，同比增长 118.07%，主要得益于大宗商品价格回暖。 2021 年上半年，国内动力煤价格平均 639 元/吨，同比增长 27%；甲醇价格平均 2344 元/吨，同比提升 35%；煤焦油价格 2601 元/吨，同比增长 31%。 天然气销售板块，有新增产能投产的启东 LNG 接收站周转量，快速提升至 113 万吨，同比增长 57%，LNG 价格平均 3980 元/吨，同比提升 27%。



图：单季度收入（左）、归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

3) 天壕环境——2021 年上半年，实现营业收入 7.45 亿元，同比增长 1.05%，归母净利润 0.39 亿元，同比增长 4.9%。 其中，燃气板块用户增加，售气量增长 28%至 2.82 亿方，收入增长 23.62%至 6.3 亿元，但由于去年处置了部分余热发电资产及股权，节能环保板块收入下降 63%，此外，水处理工程业务收入下降 60.6%，拖累了整体收入。

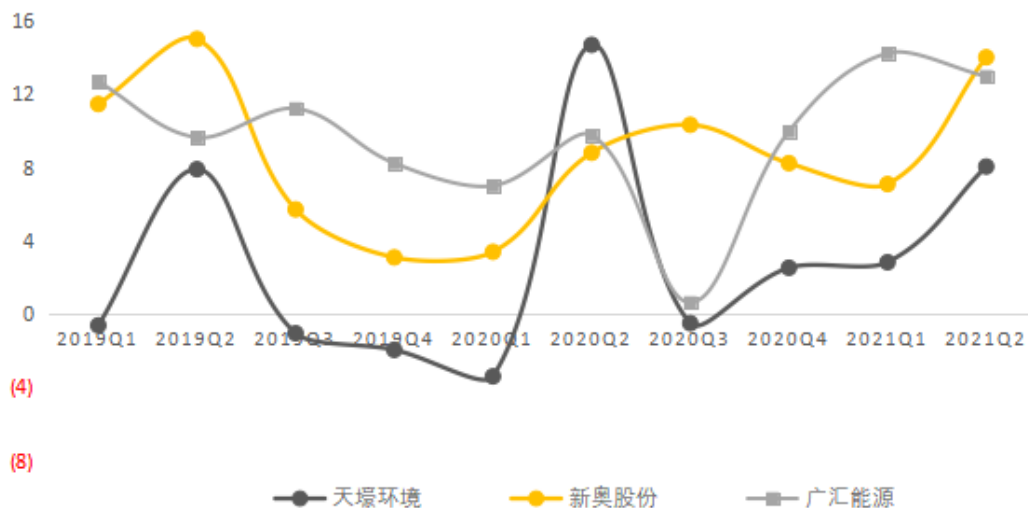


图：单季度收入（左）、归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

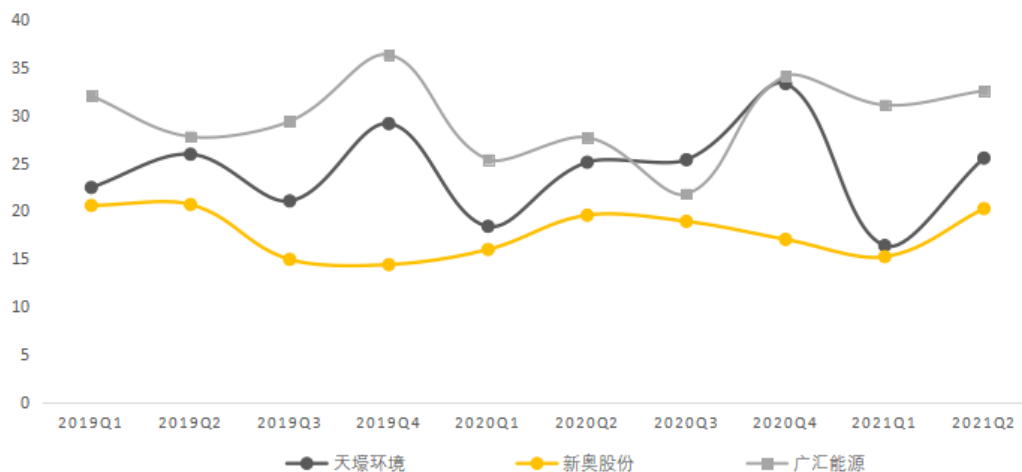
(肆)

对比净利率来看，广汇能源>新奥股份>天壕环境，且三家净利率波动较大。 2019 年，天壕环境净利率出现负数，主要是燃气业务在建工程大量转固后，折旧、财务费用率提升，以及并购子公司出现商誉减值所致。2020Q2，其净利率大幅提升至 14.7%，主要是销售费用开支压缩、所得税费用减少（可弥补亏损确认为递延所得税资产）所致。



图：净利率（单位：%） 来源：塔坚研究

净利率的差异，主要来自毛利率，以及期间费用率，我们拆开来
看： 先看毛利率——



图：毛利率（单位：%） 来源：塔坚研究

从毛利率来看，广汇能源>天壕环境>新奥股份，差异原因是业务结构差异较大。 1) 首先看非天然气类业务，其中： 天壕环境——膜产品、节能环保业务毛利率较高，节能环保业务毛利率在 30%左右，其

膜产品具有一定的技术实力，可应用于工业、市政、海水淡化等水处理领域，业务毛利率可以达到 50%。 **广汇能源**——煤化工毛利率在 35%-50%之间，煤炭销售业务毛利率在 20%以上。 **新奥股份**——2018-2019 年，主业化工（15%左右）、能源工程（22%）等业务毛利率较低。

2) 其次是天然气类业务，广汇能源>天壕环境>新奥股份，三家公司在天然气产业链布局的环节不同，毛利率同样存在差异。其中：

毛利率：%	2018年	2019年	2020年	2021H1
广汇能源天然气销售	34.48	32.48	33.55	
天壕环境燃气供应及安装	12.14	17.72	23.37	20.59
新奥股份天然气零售		14.16	16.98	14.56
新奥股份天然气批发		1	2.16	3.65

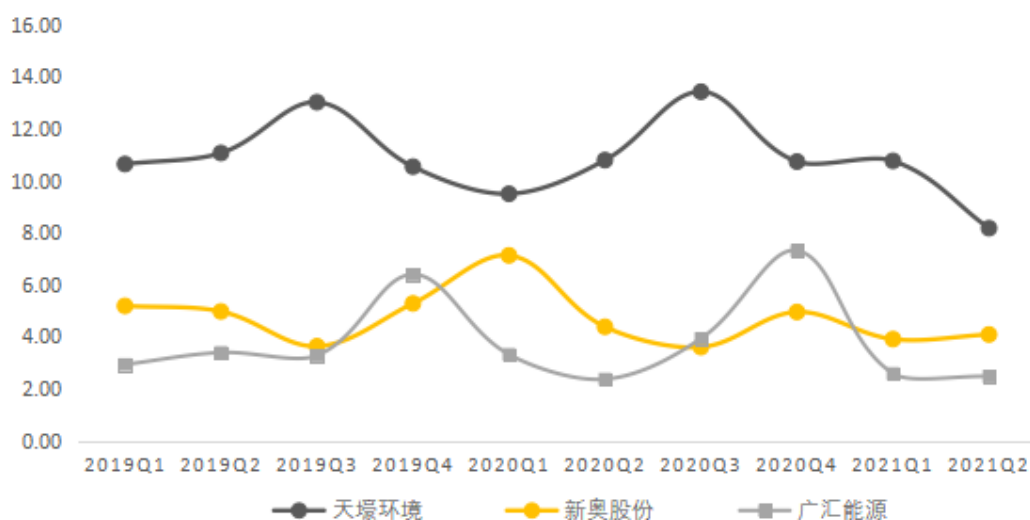
图：天然气业务毛利率（单位：%） 来源：塔坚研究

新奥股份燃气毛利率偏低，主要是其从事部分燃气批发（商贸）业务，该部分业务收入占比较高，但毛利较低所致，2020 年，其批发业务毛利率为 2.16%。

此外，天壕环境、新奥股份均有天然气零售业务，即通过管道向客户销售天然气，包括住宅、商业及工业客户，毛利来自购销差价，管道天然气采购价格由发改委和省物价部门制定（基准门站价格，但允许上游供应商供需关系上浮 20%），煤层气，则采购价格根据区域天然气

售价情况与上游企业协商确定（市场化定价）；下游销售价格，主要依据政府物价部门核准的各类用户价格收取。2020 年，得益于煤层气采购价格的下降，天壕环境燃气采购均价降至 1.43 元/立方米，燃气板块毛利率提升至 23.37%。广汇能源燃气业务毛利率较高，主要是其自产 LNG 毛利率较高（2018 年为 57.6%），进口 LNG 毛利率（2018 年为 11.43%），其资产 LNG 毛利率较高，一是有原材料（气源、煤）成本优势；二是低电价（新疆）优势。

再看期间费用率——天壕环境的管理费用主要包括职工薪酬、折旧与摊销、办公费、中介机构费用等，管理费用率较高，主要是其收入规模较小，规模效应弱。

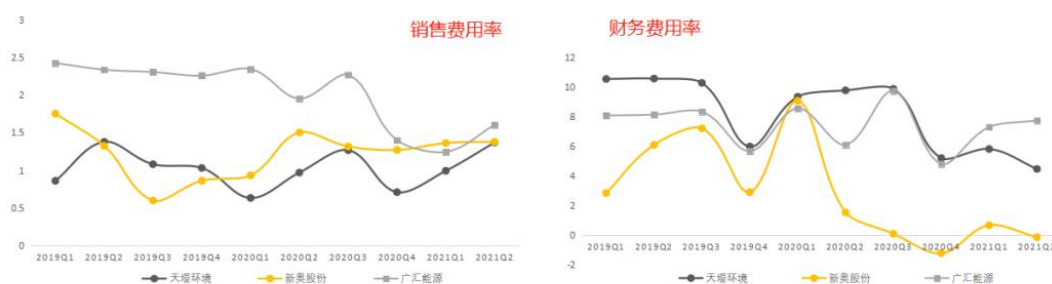


图：管理费用率（单位：%） 来源：塔坚研究

广汇能源销售费用主要是职工薪酬、LNG 设备折旧，因此销售费用率较高。新奥能源的财务费用率，2020Q2 之后明显下降，主要是人民币

汇率升值，公司美元债务汇兑收益增加所致。2021H1，受贷款利率降低，贷款规模下降影响，利息支出减少，财务费用率处于仍处于低位。

天壕环境财务费用率较高，主要是煤层气连接线及长输管网等燃气业务投资，导致融资规模增加，2020Q4 下降，主要是长期借款偿还，但其 2020 年 12 月发行可转换债券 4.23 亿元，用于煤改气、煤层气连接线项目。



图：销售费用率&财务费用率（单位：%） 来源：塔坚研究

以上，基本数据情况分析清楚后，我们来看各家的关键经营数据。

(伍)

对比资本支出来看，资本开支较大的是新奥股份，主要是 LNG 储气站、高压管网、综合能源项目等，资本支出占收入的比重较大的是广汇能源，其次是天壕环境。

资本性支出： 亿元	2018年	2019年	2020年
天壕环境	3.39	1.61	2.46
新奥股份		89.10	69.22
广汇能源	17.27	31.09	30.88
资本性支出/营业收入			
天壕环境	17.2%	8.9%	14.5%
新奥股份		10.0%	7.9%
广汇能源	13.4%	22.1%	20.4%

图：资本支出情况 来源：塔坚研究

广汇能源自 2017 年开始陆续投产大量项目，包括 LNG 接收站、清洁炼化项目等。目前在建项目中，接收站 5#储罐预计明年中期投产、40 万吨荒煤气制乙二醇项目预计年底前开始试运行。未来公司资本开支将主要集中在启东 LNG 接收站的扩建，以及马朗煤矿的开发上。天壕环境资本支出主要是余热发电项目，天然气加压站等，2020 年 12 月，其发行可转换债券 4.23 亿元，用于煤改气、煤层气连接线项目。

(陆)

根据规划，我国将在 2030 年实现碳达峰，2060 年实现碳中和。目前常用的化石能源主要为煤炭、石油与天然气，但天然气在化石能源中，碳排放量相对较低——根据联合国政府间气候变化专门委员会（IPCC）的假定，以碳排放系数衡量能源燃烧过程中，单位能源产生

的碳排放数量，其中：焦炭(0.8550)>原油(0.5857)>天然气(0.4483)，
理论上单位天然气燃烧产生的碳排放，仅为焦炭的 52.43%。

因此，在非化石新能源占比仍然有限的情况下，天然气是替代煤炭、
向新能源过渡阶段的重要选择。天然气行业规模可以用公式表示
为：

天然气规模=一次能源消费量*天然气消费占比*天然气价格

几大核心因素，我们挨个来拆解：

.....

(后文还有大约 7000 字内容，详见产业链报告库)

以上，仅为本报告部分内容。如需获取本文全文，以及其他更多内容，请订阅：

产业链报告库报告库。



识别二维码，订阅产业链报告库

了解咨询，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查、data.im 数据库；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排

名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。

并购优塾