

公司深度报告

2022年06月21日

東亞前海證券有限公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

神安将成，静待花开

——天壕环境（300332.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司是国内 2021 年净利润增长最快的天然气企业之一。公司起始于 2007 年，主要经营天然气供应及管输运营的燃气、水处理和余热发电等业务。2018 年公司子公司北京华盛与中联公司共同投资建设运营神安线管道项目，为公司扩大了气源优势。2021 年，伴随着上游气源产出量增加以及神安线管道山西闫庄-河北鹿泉段的通气，公司完成燃气销售量 6.60 亿立方米，同比上涨约 48.5%。利润方面，2021 年以及 2022 年第一季度公司分别实现净利润 2.04 亿元、1.32 亿元，分别同比增长 265.38%、1585.83%，为国内天然气企业中业绩增长最快的企业之一。

天然气价格持续提升，神安线落成加固龙头地位。首先，当前我国天然气产量不足，进口依赖度大。截至 2022 年 3 月，我国进口依赖度达到了 40.96%。受俄乌战争影响，全球天然气价格普涨。截至 2022 年 5 月 4 日，NYMEX 天然气期货收盘价约为 8.36 美元/百万英热单位，较年初上涨约 119.2%，受国际价格带动，我国天然气价格也同比大幅提升。其次，公司神安线项目的落地将持续加固其自身龙头地位，公司的煤层气连接线等管道资产可为公司带来更多的气源优势，且神安线终端河北省近 5 年来天然气消费量的 CAGR 约为 23.92%，终端需求增长旺盛。

水处理行业持续发展，公司地位持续领先。随着市政投资逐步扩大，国内污水处理能力持续提升。我国污水处理能力由 2002 年的 0.22 亿立方米提升到 2020 年的 1.93 亿立方米，增速达到了 792%，CAGR 达到了 12.82%。随着未来国家政策不断发布，未来污水处理市场规模或将进一步扩大。公司方面，公司水务子公司当前客户涉及多个行业，业务稳定运行于 40+个国家及地区，总项目数量超过 1000 个，总处理水量超过 1200 万吨/天，长期处于行业领先地位。

投资建议

伴随公司神安线相关新项目逐步落地，公司未来业绩或将持续放量。我们预期 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 4.61/6.54/7.45 亿元，对应的 EPS 分别为 0.52/0.74/0.85 元。以 2022 年 6 月 20 日收盘价 10.75 元为基准，对应 PE 分别 20.55/14.48/12.71 倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

新建项目进度不及预期、天然气价格大幅波动、环保政策变动。

盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2051.99	3514.89	4923.72	5905.20
增长率 (%)	21.16	71.29	40.08	19.93
归母净利润	203.93	461.04	654.38	745.43
增长率 (%)	265.38	126.08	41.93	13.91
EPS (元/股)	0.24	0.52	0.74	0.85
市盈率 (P/E)	46.67	20.55	14.48	12.71
市净率 (P/B)	2.72	2.31	2.00	1.72

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价基准为 2022 年 6 月 20 日收盘价 10.75 元

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名	李子卓
资格证书	S1710521020003
电子邮箱	lizz@easec.com.cn
联系人	丁俊波
电子邮箱	dingjb@easec.com.cn
联系人	高嘉麒
电子邮箱	gaojq700@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	880.20
流通 A 股/B 股(百万股)	880.20/0.00
资产负债率(%)	54.02
每股净资产(元)	3.85
市净率(倍)	2.47
净资产收益率(加权)	1.14
12 个月内最高/最低价	13.51/5.16

相关研究

正文目录

1. 公司：天然气助推业绩，公司战略规划清晰.....	4
1.1. 天然气战略明确，公司发展未来可期.....	4
1.2. 燃气销售大增，水务板块研发投入持续扩张.....	5
1.3. 神安线全面投产，燃气管道促利润高增.....	6
2. 行业：天然气能源转型加快，污水处理行业持续发展.....	8
2.1. 天然气减少碳排放，能源转型迫在眉睫.....	8
2.1.1. 天然气代替煤炭，实现“双碳”目标必不可少.....	8
2.1.2. 天然气价格持续上涨，我国进口依赖度也随之增高.....	10
2.2. 污水处理行业规模扩大，未来发展空间广阔.....	12
3. 优势：燃气板块优势明显，水务板块技术领先.....	14
3.1. 公司气源优势丰富，神安线扩大规模优势.....	14
3.1.1. 开采煤层气，公司气源优势进一步扩大.....	14
3.1.2. 煤改气政策推动消费，神安线开通扩大规模.....	16
3.2. 公司水务技术领先，跻身国际市场.....	18
4. 盈利预测.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1. 天壕环境历史沿革.....	4
图表 2. 公司股权结构.....	5
图表 5. 2021 年公司营业收入表现稳健.....	6
图表 6. 公司燃气供应及安装业务占比 82.4%.....	6
图表 7. 2021 年公司毛利不断增长.....	7
图表 8. 公司毛利率持续增长.....	7
图表 9. 公司费用水平持续降低.....	7
图表 10. 2021 年公司费用率不断下行.....	7
图表 11. 2021 年公司归母净利润爆发增长.....	8
图表 12. 2021 年净利率水平持续上行.....	8
图表 13. 我国能源结构中煤炭占比较高.....	8
图表 14. 我国碳中和、碳达峰政策一览.....	9
图表 15. 天然气低位发热量较高.....	10
图表 16. 天然气二氧化碳排放水平较低（单位：Mt CO ₂ ）.....	10
图表 17. 2020 年发达国家煤炭发电占比最低.....	10
图表 18. 我国天然气产量持续提高.....	11
图表 19. 我国天然气消费量不断走高.....	11
图表 20. 我国天然气进口依赖度水平较高.....	11
图表 21. 2018 年全球天然气分布情况.....	12
图表 22. LNG 市场价格高位波动.....	12
图表 23. NYMEX 天然气收盘价持续上行.....	12
图表 24. 县城污水排放量大幅增长.....	13
图表 25. 城市污水排放量持续增加.....	13
图表 26. 我国污水处理相关政策一览.....	13
图表 27. 国内污水处理投资额不断增加.....	14
图表 28. 国内污水处理能力不断提升.....	14
图表 29. 我国华北地区煤层气储量丰富.....	15
图表 30. 山西省煤层气板块分布图.....	16

图表 31. 山西地区氧化铝产量较高.....	16
图表 32. 京津冀煤改气政策一览.....	17
图表 33. 河北省天然气消费量快速上行.....	18
图表 34. 神安线管道线路图.....	18
图表 35. 公司水处理技术水平领先.....	19
图表 36. 赛诺公司主要客户遍布多个行业.....	19
图表 37. 赛诺膜技术公司业务布局全球.....	20
图表 38. 主要业务板块业绩情况预测.....	21

1. 公司：天然气助推业绩，公司战略规划清晰

1.1. 天然气战略明确，公司发展未来可期

公司是国内 2021 年净利润增长最快的天然气企业之一。公司起始于 2007 年，于 2012 年在深圳证券交易所挂牌上市，并不断通过并购扩展业务板块。主营业务方面，公司主要经营天然气供应及管输运营的燃气板块、膜产品研发生产销售及水处理工程服务的水务板块和余热发电合同能源管理的节能环保板块。2018 年公司子公司北京华盛与中联公司共同投资建设运营神安线管道项目，为公司扩大了气源优势。2021 年以及 2022 年第一季度公司分别实现净利润 2.04 亿元、1.32 亿元，分别同比增长 265.38%、1585.83%，为国内天然气企业中业绩增长最快的企业之一。

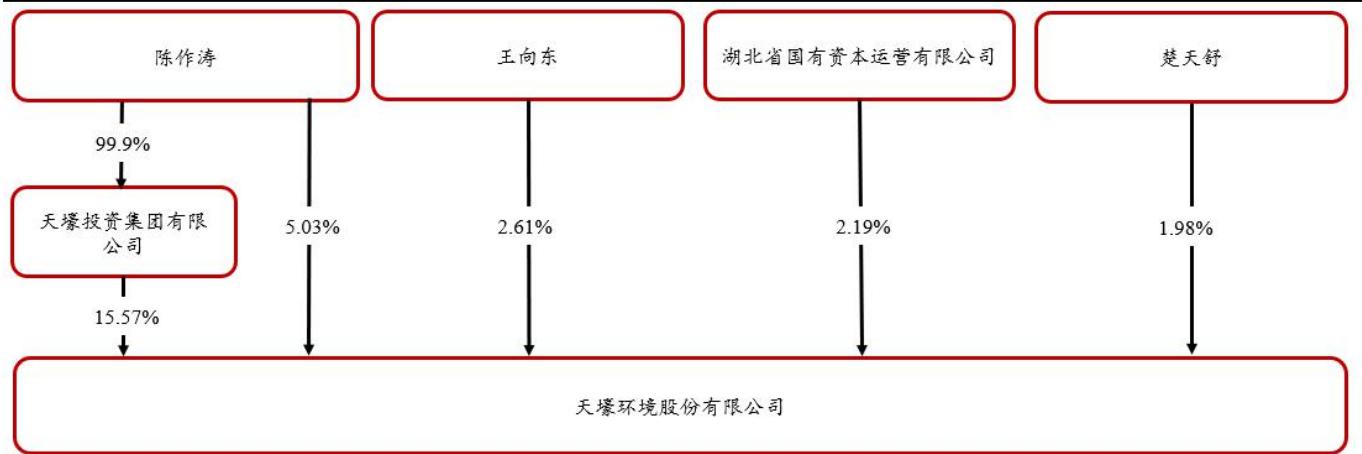
图表 1. 天壕环境历史沿革



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

股权结构相对分散，股权激励开展新篇章。从公司一季报所披露的股东情况来看，现任天壕环境股份有限公司董事长陈作涛占股 5.03%，其控股的天壕投资集团有限公司占 15.57%，为最大股东。此外，王向东、湖北省国有资本运营有限公司、楚天舒同为公司前五大股东，分别占股 2.61%、2.19%、1.98%。2021 年公司实施了股权激励计划，并对高级管理人员建立了考评机制，打开公司未来发展新篇章。

图表 2. 公司股权结构

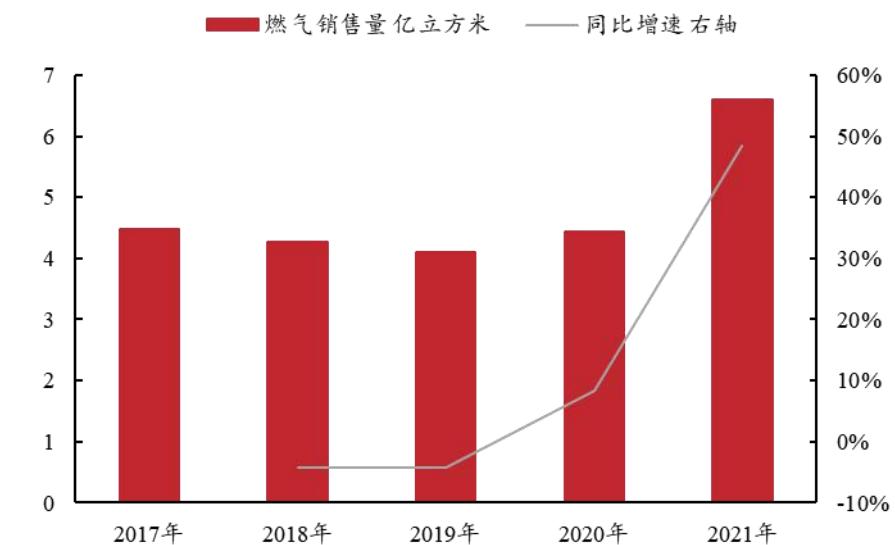


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 燃气销售大增，水务板块研发投入持续扩张

2021年公司燃气业务销售规模大幅增长。2021年公司燃气业务板块增长较为明显，全年完成燃气销售量6.60亿立方米，同比上涨约48.5%。公司前期燃气销售水平基本持平，2021年该业务板块出现较大幅度上涨的原因主要是由于上游气源产出量增加以及神安线管道山西闫庄-河北鹿泉段的通气所致。

图表 3. 2021 年公司燃气销售量大幅提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司大力研发，水务板块有望进一步提升。2021年公司主要研发项目为膜产品研发生产销售及水处理工程服务，以子公司赛诺水务为核心，打造内部生态圈。项目为市政领域利用膜技术进行开发净水产品以及研究膜系统等，项目进程推进到了中试阶段，旨在为公司在市政领域提高市场竞争力以及增强膜产品的市场竞争力。

图表 4. 公司当前的主要研发项目

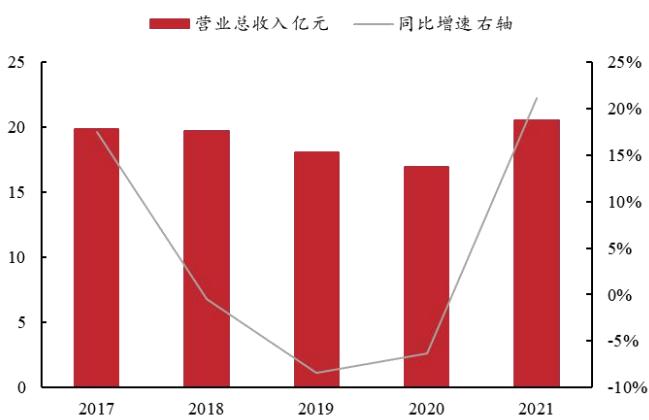
主要研发项目	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展的影
市政领域净水压力式膜产品	通过材料开发、结构设计、工艺优化等方式，开发低能耗、高截留率的市政净水压力膜产品	完成中试，进入市场推广阶段	提高公司膜产品的综合性价比，强化膜产品核心竞争力
特种分离领域资源化技术的研究开发	结合膜技术，探索特种分离领域的资源化技术的研究开发	生物发酵液纯化项目开发及示范应用	拓展膜技术应用领域，增强膜产品核心竞争力
市政饮用水膜法(UF+NF)深度处理集成工艺	结合赛诺超滤膜特点，开展 UF+NF 的中试，研究不同水体和工况下的超滤、纳滤运行工艺及膜系统重要设计参数等	中试阶段	提高公司在市政饮用水技术领域的市场竞争力。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 神安线全面投产，燃气管道促利润高增

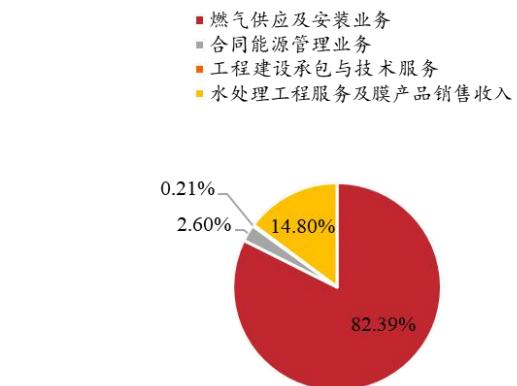
管道通气持续推进，公司收入恢复如初。营业收入方面，2021年公司实现营业收入20.5亿元，同比上升21.2%。2021年公司营业收入上升的原因主要由于燃气板块上游气源产出量增加以及神安线管道山西闫庄-河北鹿泉段的通气所致。营收结构方面，公司营收主要来源为燃气供应及安装、合同能源管理以及水处理工程服务及膜产品销售收入，营收结构占比分别为82.4%、2.6%以及14.8%。

图表 5. 2021 年公司营业收入表现稳健



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

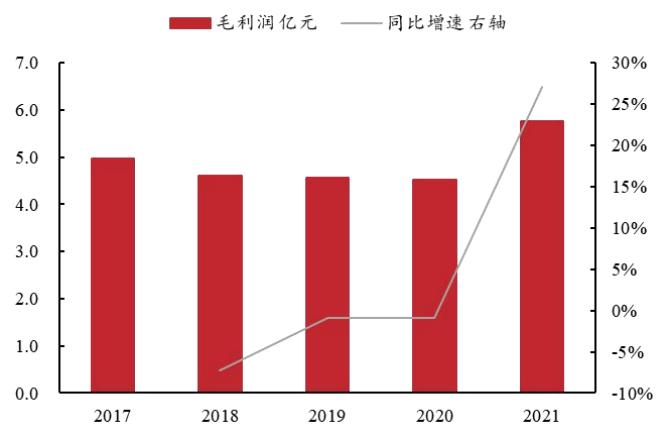
图表 6. 公司燃气供应及安装业务占比 82.4%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

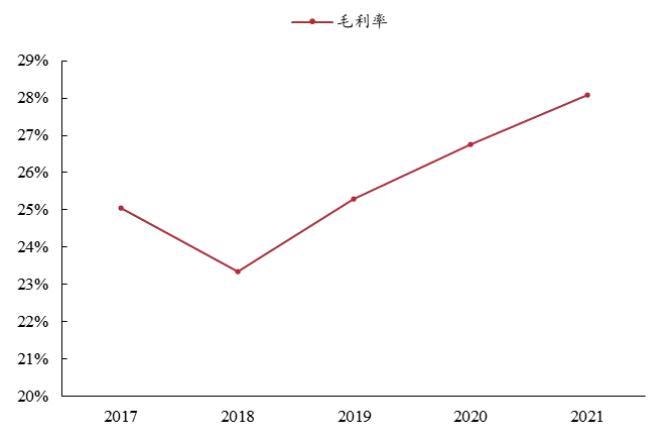
2021年毛利润大幅上升，毛利率持续增长。毛利润方面，2021年公司实现毛利润5.76亿，同比上升27.15%。毛利率方面，2021年毛利率为28.07%，较去年同期大幅增长。公司毛利率的增长主要由于燃气板块售气量增长，以及管道运输及运营服务收益增加所致。天然气销售规模的不断扩大，公司业绩持续增长。

图表 7. 2021 年公司毛利不断增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

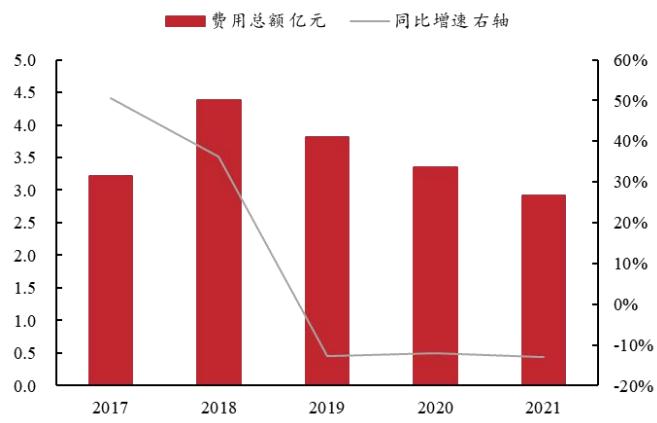
图表 8. 公司毛利率持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

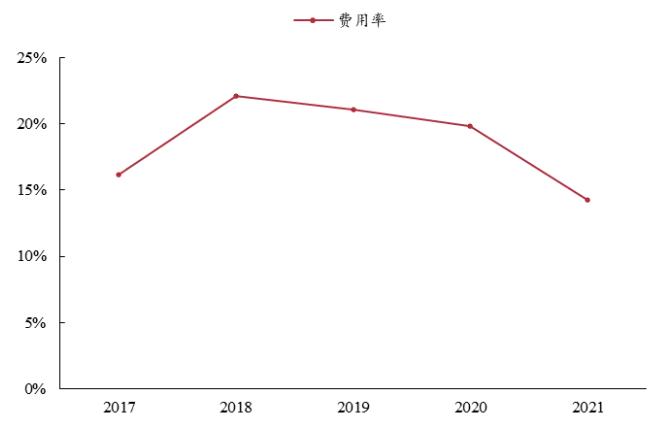
公司费用总额大幅下降，费用率持续下行。从费用的绝对规模来看，2021年公司费用总额为2.92亿，同比下降13.02%。公司费用整体规模的下降主要由于公司融资规模减少、财务结构优化等原因所致。从费用率的变动情况来看，2021年费用率为14.23%，较去年同期的19.84%有明显下行，近年来公司降本控费措施实施效果明显。

图表 9. 公司费用水平持续降低



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

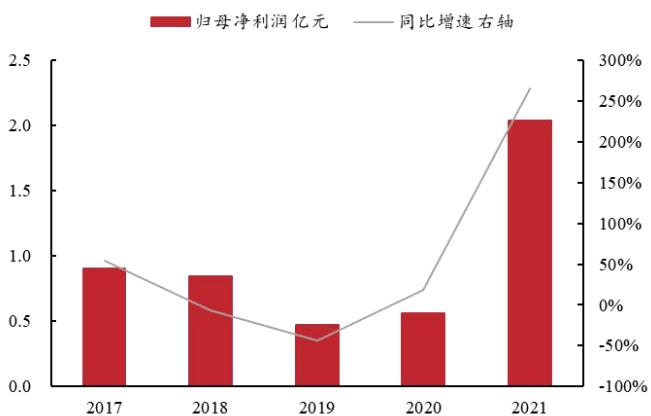
图表 10. 2021 年公司费用率不断下行



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

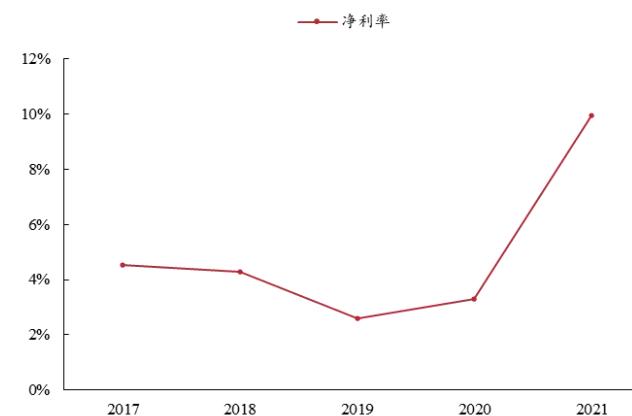
归母净利润大幅增长，净利率大幅上升。归母净利润总额方面，2021年公司实现归母净利润2.04亿，同比增长265.38%。2020年公司归母净利润为0.56亿，同比增长18.33%，公司净利润规模的高速增长主要受燃气板块上游气源产出量增加以及神安线管道山西闫庄-河北鹿泉段的通气，公司积极拓展燃气销售市场，售气量显著增加等因素带动。净利率方面，2021年公司净利率为9.94%，净利率水平创近5年来新高，预期未来随着公司降本控费措施持续推进，燃气板块占比逐步扩大，公司净利率水平仍将持续提升。

图表 11. 2021 年公司归母净利润爆发增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 12. 2021 年净利率水平持续上行



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

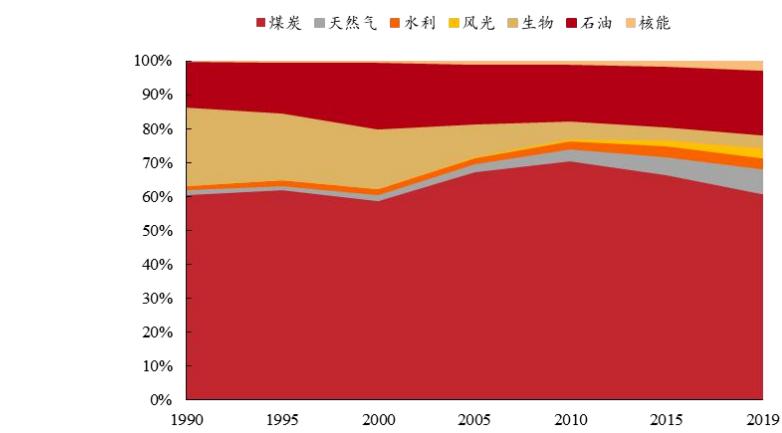
2. 行业：天然气能源转型加快，污水处理行业持续发展

2.1. 天然气减少碳排放，能源转型迫在眉睫

2.1.1. 天然气代替煤炭，实现“双碳”目标必不可少

我国煤炭发电占比高，2019 年煤炭发电占比达 61.1%。目前我国的能源结构为煤炭、天然气、氢能源、风能、太阳能、生物燃料与废弃物、石油以及核能。截至 2019 年，我国能源结构占比最多的是煤炭，达到了 61.1%。我国可再生能源含量远小于不可再生能源。煤炭发电导致严重的环境污染，改用天然气发电能够解决环境污染问题，全面实行天然气发电是改善我国环境的重要举措。

图表 13. 我国能源结构中煤炭占比较高



资料来源：IEA，东亚前海证券研究所

我国对碳中和高度重视，当前已发布多项政策。当前我国在碳中和领域发布多项政策文件，旨在使用清洁能源代替煤炭发电，减少碳排放，建设绿色中国。在《国务院关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》中提

出，到2030年，非化石能源消费比重达到25%左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降65%以上，顺利实现2030年前碳达峰目标。并于2060年，完成碳中和目标。

图表 14. 我国碳中和、碳达峰政策一览

政策名称	发布单位	发布时间	政策内容
《新时代的中国能源发展白皮书》	国务院	2020.12	树立人与自然和谐共生理念，把清洁低碳作为能源发展的主导方向，推动能源绿色生产和消费，优化能源生产布局和消费结构，加快提高清洁能源和非化石能源消费比重，大幅降低二氧化碳排放强度和污染物排放水平，加快能源绿色低碳转型，建设美丽中国。
《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	国务院	2021.01	统筹推进高质量发展和高水平保护，建立健全绿色低碳循环发展的经济体系，确保实现碳达峰、碳中和目标，推动我国绿色发展迈上新台阶。
《国务院关于印发2030年前碳达峰行动方案的通知》	国务院	2021.10	到2030年，非化石能源消费比重达到25%左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降65%以上，顺利实现2030年前碳达峰目标。
《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	国务院	2021.10	到2025年，绿色低碳循环发展的经济体系初步形成，重点行业能源利用效率大幅提升。到2030年，经济社会发展全面绿色转型取得显著成效，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平。到2060年，绿色低碳循环发展的经济体系和清洁低碳安全高效的能源体系全面建立，能源利用效率达到国际先进水平，碳中和目标顺利实现。

资料来源：国务院，东亚前海证券研究所

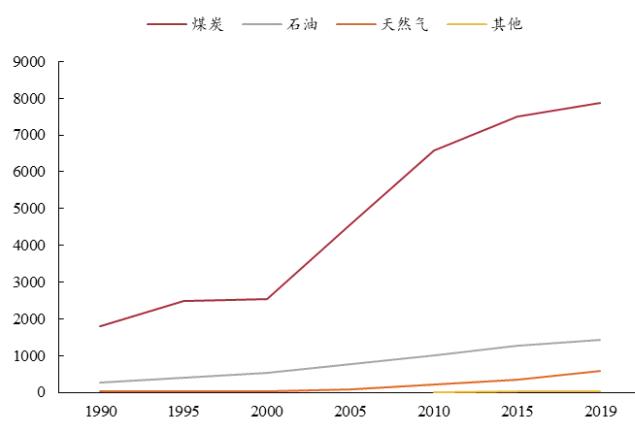
天然气发热量大、碳排放低，为优秀的煤炭替代能源。我国常见能源中天然气的低位发热量为51498kj/kg，是所有能源中低位发热量最高；且天然气的单位热值碳排放量为570Mt CO₂，碳排放量远小于煤炭的7863Mt CO₂。而且天然气是清洁能源，对环境几乎没有污染，而煤炭与之相反，不仅发热量低，而且碳排放量高。所以要用天然气代替煤炭发电，防止CO₂过度排放。

图表 15. 天然气低位发热量较高



资料来源：国家质监局，东亚前海证券研究所

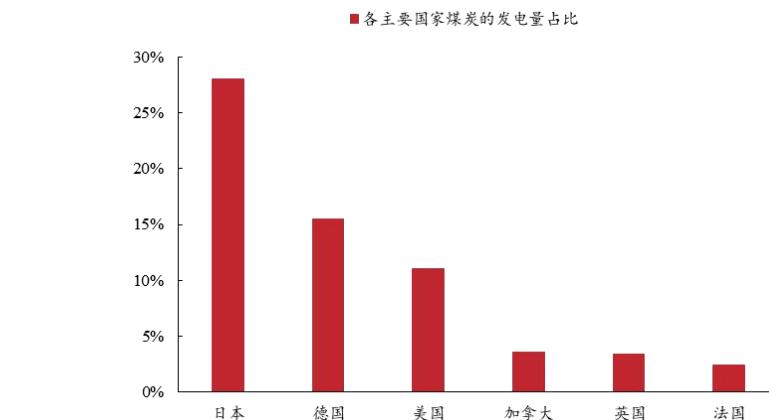
图表 16. 天然气二氧化碳排放水平较低 (单位: Mt CO₂)



资料来源：IEA，东亚前海证券研究所

发达国家煤炭发电占比较低，未来我国天然气发展空间巨大。从当前各发达国家的煤炭发电占比来看，2020年日本、德国、美国、加拿大、英国、法国的煤炭发电量占比分别为28.0%、15.5%、11.1%、3.6%、3.4%、2.5%。对比我国2019年煤炭61.1%的发电量占比，预计未来我国天然气的替代空间巨大。

图表 17. 2020 年发达国家煤炭发电占比较低

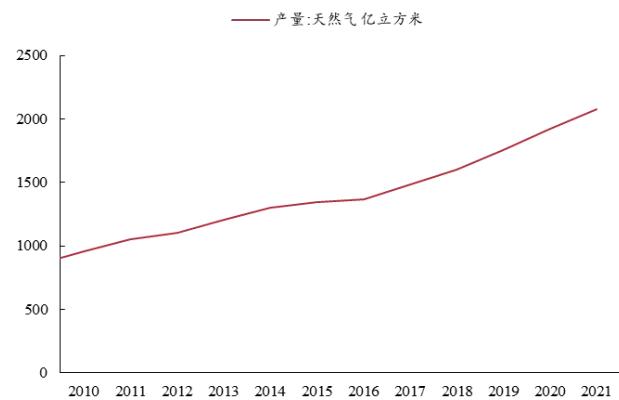


资料来源：IEA，东亚前海证券研究所

2. 1. 2. 天然气价格持续上涨，我国进口依赖度也随之增高

天然气产量大幅上升，消费量也在持续提高。产量方面，近年来我国天然气产量持续升高，截至2021年，我国天然气产量达到2075.8亿立方米，同比增长7.84%。2010年-2021年复合增速达到7.28%。消费量方面，截至2021年，我国天然气消费量达到3334.8亿立方米，同比增长2.60%。2010年-2021年复合增速达到10.85%。

图表 18. 我国天然气产量持续提高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 19. 我国天然气消费量不断走高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

我国天然气产量不足，进口依赖度大。近年来我国天然气产量在不断升高，但是消费量也在不断提高，天然气的供给远低于需求，因此当前我国天然气存在大量进口。截至 2022 年 3 月，我国天然气进口依赖度达到了 40.96%。

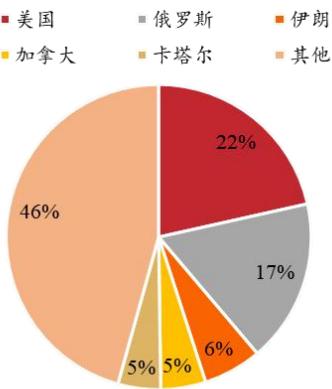
图表 20. 我国天然气进口依赖度水平较高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

受俄乌战争影响，俄罗斯天然气产量有所降低。从世界天然气整体分布来看，美国和俄罗斯占有绝大部分天然气资源，分别占 22% 和 17%。而 2021 年，俄罗斯和乌克兰爆发了全面战争，这将大幅影响俄罗斯天然气的产量，而且美国与欧洲对俄罗斯进行贸易制裁后，俄罗斯的天然气出口也将大幅下滑，导致俄罗斯产量与出口均减少，最终导致天然气价格持续增加。

图表 21. 2018 年全球天然气分布情况

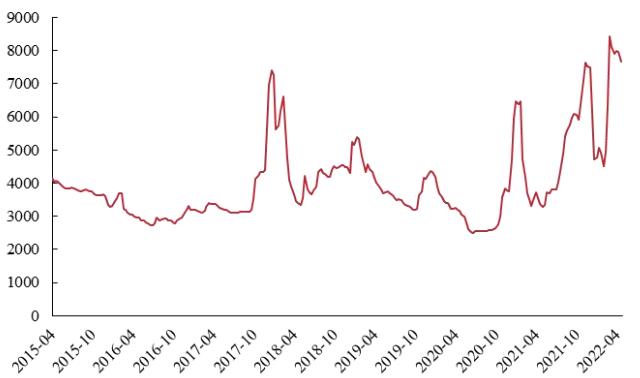


资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

外盘天然气价格持续走高，带动国内天然气价格不断上行。受俄乌战争影响，俄罗斯产量与出口双减，国际天然气价格持续上行。从纽约天然气期货价格走势来看，截至 2022 年 6 月 7 日，NYMEX 天然气期货收盘价约为 9.34 美元/百万英热单位，较年初上涨约 148.5%，受国际价格带动，我国天然气也同比大幅提升。

图表 22. LNG 市场价格高位波动

—— 市场价:液化天然气LNG:全国元/吨



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 23. NYMEX 天然气收盘价持续上行

—— 期货收盘价(连续)NYMEX天然气



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

2.2. 污水处理行业规模扩大，未来发展空间广阔

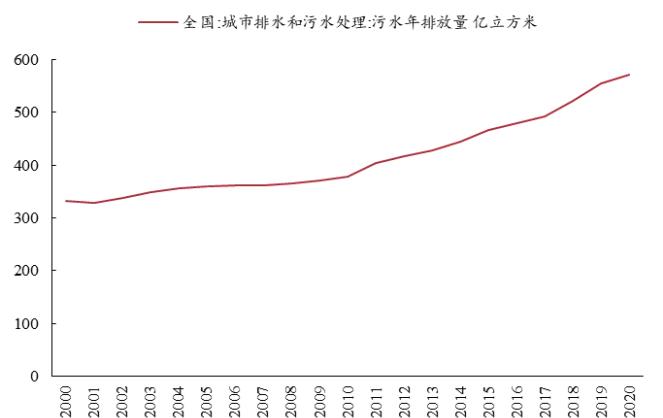
全国污水排放水平持续提升。企业发展快速的同时，国内的污水排放水平也同比提升。截至 2020 年，县城污水排放量为 103.76 亿立方米，同比增加 10%，2000 年-2020 年 CAGR 约为 4.48%；城市污水排放量为 571.36 亿立方米，同比增长 3.01%，2000 年-2020 年 CAGR 约为 2.75%。伴随我国未来经济水平的进一步提升，预期国内的污水排放水平将进一步增长。

图表 24. 县城污水排放量大幅增长



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 25. 城市污水排放量持续增加



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

污水再生政策发布，污水处理行业将大力发展。十四五规划发布，从各个方面提出改善环境，其中污水处理是解决水资源污染的核心，十四五对地区以及河道流域周边的地区给出明确的指标，提高再生水利用率是未来各地区的发展规划，并对于水处理技术更加严格。

图表 26. 我国污水处理相关政策一览

政策名称	发布单位	发布时间	主要内容
《排污许可证申请与核发技术规范 水处理通用工序》	生态环境部	2020.03	加快推进固定污染源排污许可全覆盖，健全技术规范体系，指导排污单位水处理设施许可证申请与核发工作。
《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》	国家发展改革委、住房城乡建设部	2020.07	到 2022 年，生活污水收集效能明显提升，城市市政雨污管网混错接改造更新取得显著成效。城市污泥无害化处置率和资源化利用率进一步提高。缺水地区和水环境敏感区域污水资源化利用水平明显提升。
《关于进一步规范城镇(园区)污水处理环境管理的通知》	生态环境部	2020.07	水生态环境改善任务较重、生态用水缺乏的地区，可指导各地通过在污水处理厂排污口下游、河流入湖口等关键节点建设人工湿地水质净化工程等生态措施，与污水处理厂共同发挥作用，进一步改善水生态环境质量。
《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》	国家发展改革委、住房城乡建设部	2021.06	到 2025 年，全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到 25% 以上，京津冀地区达到 35% 以上，黄河流域中下游地级及以上缺水城市力争达到 30%，城市污泥无害化处置率达到 90% 以上。

资料来源：生态环境部，国家发展改革委，住房城乡建设部，东亚前海证券研究所

污水净化投资持续增长，市场规模将进一步扩大。国家对于污水处理问题相当看重，并多次发布污水处理政策，水资源是不可再生资源，污水排放是水资源再生的必要环节，因此污水处理技术是当前国家最需要的技术。截至 2020 年，国家对污水处理投资达到了 1043.4 亿元，同比增长

29.83%。随着投资额不断增加，行业规模也需进一步扩大。

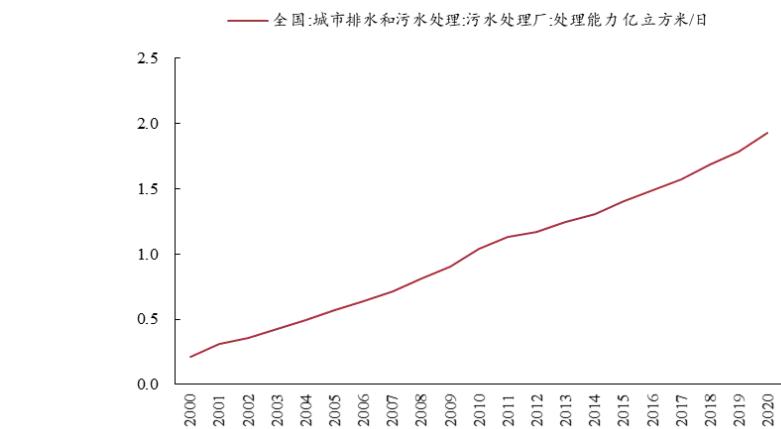
图表 27. 国内污水处理投资额不断增加



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

市政投资逐步扩大，污水处理能力持续提升。我国污水处理能力由2002年的0.22亿立方米/日提升到2020年的1.93亿立方米/日，增速达到了792%，CAGR达到了12.82%。随着市政投资的逐步落地，我国污水处理技术也在逐渐进步，同时污水处理行业的市场规模也在不断扩大。国家政策不断发布，未来污水处理市场规模将进一步扩大。

图表 28. 国内污水处理能力不断提升



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

3. 优势：燃气板块优势明显，水务板块技术领先

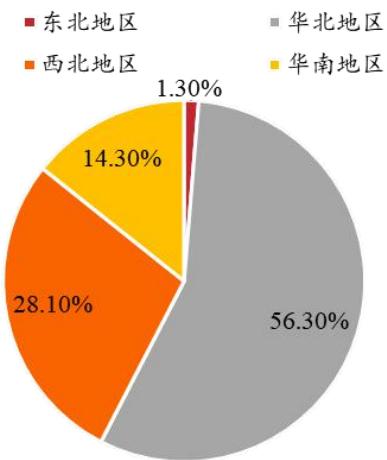
3.1. 公司气源优势丰富，神安线扩大规模优势

3.1.1. 开采煤层气，公司气源优势进一步扩大

公司气源主要位于鄂尔多斯，煤层气资源丰富。中国煤层气资源最丰富的地区是鄂尔多斯盆地，所以华北地区煤层气资源最为丰富，占比最高为56.3%，其次为西北地区，占比28.1%，最少的是东北地区，只占1.3%。

公司旗下子公司北京华盛在鄂尔多斯盆地东缘的兴县和保德县拥有城市燃气特许经营权，公司特许经营权区域内储藏了大量的优质煤层气资源，由于煤层气的采购成本低于天然气，为公司燃气板块城市燃气业务及管输业务提供了长期优质低价气源，气源保障和成本优势可以明显提升公司的盈利能力及长期竞争力。

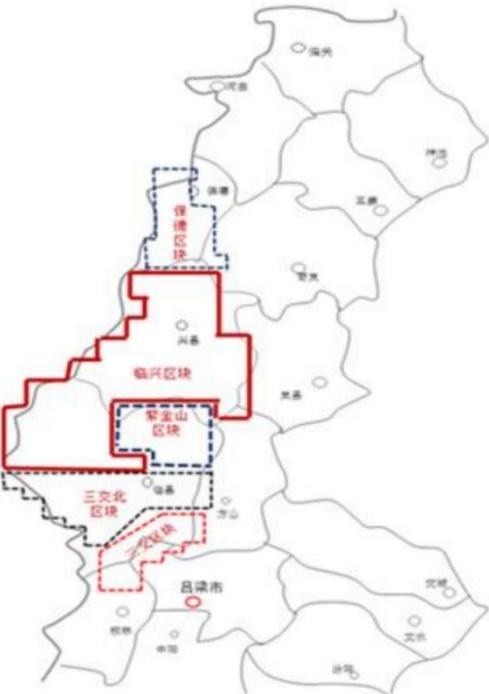
图表 29. 我国华北地区煤层气储量丰富



资料来源：国际煤炭网，东亚前海证券研究所

地理位置优越，公司气源优势巨大。公司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；其中中联公司拥有临兴区块。而公司的煤层气连接线等管道资产，可以连通保德区块以及临兴区块煤层气，而公司可以通过神安线从保德以及临兴区块中直接采购煤层气，这为公司带来更多的气源优势。

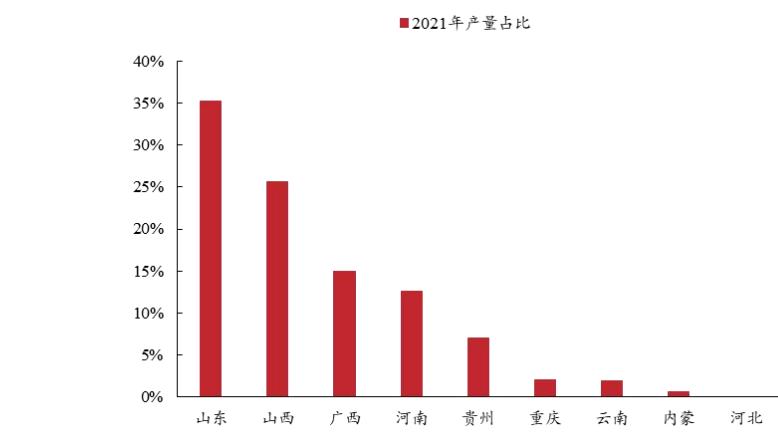
图表 30. 山西省煤层气板块分布图



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

山西为第二大氧化铝大省，为公司带来较大用气需求。公司子公司北京华盛在山西省原平市、兴县和保德县等区域内拥有天然气的特许经营权，该地区处于氧化铝矿聚集区。截至 2021 年，山西省氧化铝产量为 1880 万吨，仅次于山东省的 2584 万吨。北京华盛燃气供应具有持续性、稳定性，在区域内具有规模优势，在较大规模的工业用气的支持下，公司的燃气业务已在山西地区打下坚实基础。

图表 31. 山西地区氧化铝产量较高



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

3.1.2. 煤改气政策推动消费，神安线开通扩大规模

煤改气政策推动，天然气市场份额提高。随着国家发布煤改气政策，

天然气供暖逐渐取代煤炭供暖，华北地区属于暖气使用的主要地区。而天然气消费量也在逐渐提高，京津冀地区为主要改革地区，《北方重点地区冬季清洁供暖“煤改气”气源保障总体方案》中，提出到2021年北方地区清洁取暖率达到70%；力争5年时间左右，基本实现雾霾严重化城市地区的散煤供暖清洁化。天津市更是对煤改气用户提供补贴，给予1.2元/立方米的补贴，最高补贴气量1000立方米/户。

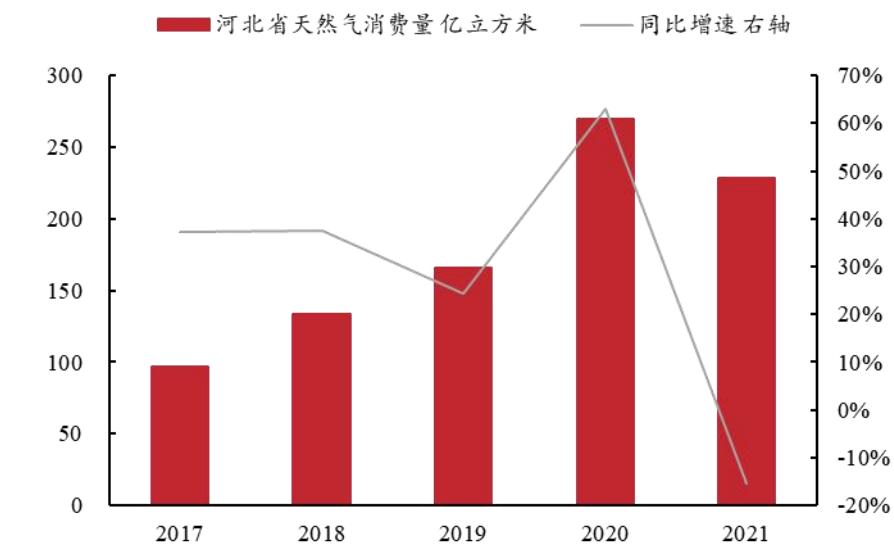
图表 32. 京津冀煤改气政策一览

政策名称	发布单位	日期	政策内容
《关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知》	财政部等部门	2017.05	因地制宜推广地热能、空气热能、太阳能、生物质能等可再生能源分布式、多能互补应用的新型取暖模式。
《北方重点地区冬季清洁供暖“煤改气”气源保障总体方案》	能源局	2017.12	到2021年北方地区清洁取暖率达到70%；力争5年时间左右，基本实现雾霾严重化城市地区的散煤供暖清洁化。
《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	环保部联合发改委等十部委及六省市	2017.08	京津冀及周边地区大气环境形势依然十分严峻，特别是秋冬季大气污染治理存在薄弱环节，扎实做好秋冬季大气污染防治工作。
《关于2020年至2023年居民冬季清洁取暖有关运行政策的通知》	天津市发改委	2020.02	“煤改气”用户执行燃气管网居民独立采暖一档用气价格。同时，给予1.2元/立方米的补贴，最高补贴气量1000立方米/户，由市、区财政按4:6比例负担（滨海新区自行负担）。

资料来源：财政部，环保部，能源局，天津市发改委，东亚前海证券研究所

政策持续推动下，天然气消费量大幅提升。从煤改气政策发布后，河北省天然气消费量大幅上涨。2017年河北省的天然气消费量约为96.7亿立方米。而截至2020年，河北省的天然气消费量已达270亿立方米。2021年消费量有所下滑，下降的原因主要是天然气价格上涨所致，近5年来河北省天然气消费量的CAGR约为23.92%，呈快速上升趋势。

图表 33. 河北省天然气消费量快速上行



资料来源：前瞻数据库，东亚前海证券研究所

神安线开通，成为中国最长煤层气长输管道。公司子公司北京华盛与中联公司合资成立参股子公司中联华瑞，共同建设运营神安线长输管道，管道连通了保德区块以及临兴区块，为公司提供煤层气，大大降低了成本。而神安线是从陕西连通到河北省，途中经过三省多市，管道全长 622.98 千米，是中国最长的煤层气长输管道。

图表 34. 神安线管道线路图



资料来源：《神木-平安煤层气管道》项目说明会，东亚前海证券研究所

3.2. 公司水务技术领先，跻身国际市场

公司水务行业技术先进，具备核心竞争力。公司子公司赛诺水务目前拥有工业高难度废水处理及循环利用技术、膜法污水处理技术、近零排放技术、海水淡化及核心装备技术等本行业各应用领域关键技术，赛诺水务子公司赛诺膜公司掌握系列膜产品制造技术，在包括生产设备开发技术，热致相分离法制膜技术、高效膜产品制造技术、模块化及标准化超滤集成

系统设计技术、节能降耗曝气技术、膜污染控制技术、膜清洗技术等关键技术。公司在行业集中度较为分散的情况下，具备较强的市场竞争力。

图表 35. 公司水处理技术水平领先

技术名称	技术简介
高品质 TIPS 法制膜技术	依托独占实施许可的清华大学自主知识产权的热致液-液(L-L)相分离法 PVDF 中空纤维膜制备技术，所得膜孔结构连续均匀，膜强度好，膜通量大，分离精度高，具有全球领先的除菌除浊能力。
环保型 TIPS 法独创固态粉料混合双螺杆挤出连续自动化制造工艺技术	环保型 TIPS 法独创固态粉料混合双螺杆挤出连续自动化制造工艺技术，产品品质稳定可靠，克服了传统间歇式绿色制造工艺 搅拌釜制膜方式的非连续工艺导致的品质波动，同时全球首创索氏萃取-降温结晶-精馏纯化循环技术 回收的绿色制膜工艺，萃取剂完全回收再利用，生产过程绿色低碳。
高性能膜组件制造技术	拥有膜组件结构设计、浇注制造、性能评价的全流程专利技术，组件结构高效，防堵塞、抗污染、低能耗；品质稳定，双层浇注技术确保了组件高承压、低断丝，延长了膜组件的使用寿命；同时耐温、耐酸、耐氧化等功能化专有组件产品，大大拓展了膜产品的应用领域。
高效能膜装备集成设计技术	秉承“多、快、好、省”原则，模块化结构设计大幅度提升膜装备的集成度，具有结构紧凑，处理能力高，易于扩容，组装简易等特点，同时开创性短流程系统工艺技术，节约整体系统能耗，减少占地面积。
水处理创新性技术解决方案	赛诺坚持以技术创新为驱动力，与国际知名的研究机构和大学院校建立联系与合作，拥有省级工程实验室研发平台，依靠科技创新的技术力量为新膜材料、产品、系统和应用研发提供强有力支撑，以敏锐的洞察、创新的产品、丰富的工程应用经验，为客户提供具有专业性和前瞻性的技术解决方案。

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司水务技术领先，客户分布各个行业。公司经过在水处理行业多年耕耘，积累了一大批专业技术人才和丰富的工程设计、工艺系统集成等技术服务经验，在钢铁、电力、化工等行业建立了一批大型的水处理示范项目。子公司赛诺水务在钢铁、石化等工业废水处理领域，为客户综合解决水资源低能耗再生；在市政污水、市政自来水领域，提供高品质低成本的解决方案；在海水淡化领域，在能量回收装置上研究开发了一款增压泵和能量回收一体的装置，实现了海水淡化占地紧凑化的技术和设备储备。目前处于行业领先地位。

图表 36. 赛诺公司主要客户遍布多个行业

细分行业	部分客户名称展示
化工行业	万华化学集团股份有限公司、河南能源化工集团、山东鲁北化工股份有限公司、湖北宜化集团、云天化集团有限责任公司
冶金行业	首钢贵阳特钢、太钢净化水站脱盐水、太钢取向硅钢废水、中国铝业山铝、唐山德龙钢铁、唐山鑫达钢铁、安钢闽源钢铁、山西晋城福盛钢铁
电力行业	山西同煤塔山发电、河北王滩发电厂、哈尔滨第一热电厂、苏州燃机、铁岭电厂、邹县电厂、潍坊电厂、阜新金山热电、天津南疆热电、濮阳热电、赤峰热电
轻工业	浙江古纤道、河北金凯旺服装、三水佳利达、山东恒泰纺织、华源织染、养元智汇、寿光巨能、可口可乐、内蒙古骆驼酒业、华茂药业、中环光伏、中航光电海润光伏、鄂尔多斯集团多晶硅

市政行业	北京经济技术开发区 BDA 东区水厂、北京未来科技城再生水厂、北控昌平沙河再生水厂一期&二期、北京马池口再生水厂、北京小汤山再生水厂、北京昌平新城再生水厂、青海甘河工业园区、九襄污水处理厂、包头九原污水处理厂
海淡行业	山钢日照钢铁精品基地海淡项目、首钢京唐二期海水淡化项目、大唐王滩发电厂海淡项目、浙能乐清电厂三期工程项目海水淡化系统、河北沧州渤海新区海淡项目

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司布局全球市场，市场占有率高。赛诺膜技术有限公司经历了技术产业化、市场化、国际化三个阶段。目前产品已广泛应用于废水处理、脱盐、中水回用和海水淡化等领域，业绩遍布冶金、化工、电力、市政、轻工业，并稳定运行于40+个国家及地区，总数量超过1000个，总处理水量超过1200万吨/天。在国内工业市场，赛诺水务的超滤膜市场占有率达到较高，成为高端膜产品市场的领导品牌。在国际市场，赛诺水务率先布局北美、欧洲、澳大利亚、东南亚市场，实现了以美国及新加坡标杆市场发展为辐射多国跨区域的市场开拓布局。

图表 37. 赛诺膜技术公司业务布局全球



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

燃气价格高位波动，公司产品持续扩张。我们假设：（1）公司神安线项目建设进展顺利，后续燃气业务产销规模持续增长；（2）碳中和背景下，燃气作为清洁能源其价格将持续提升；（3）公司水务业务板块销量持续提升，且产品毛利相对稳定。则公司2022年燃气、水务两大主要业务板块的毛利水平将分别为8.5亿元、1.0亿元。

图表 38. 主要业务板块业绩情况预测

	单位: 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
燃气	营业收入	16.9	31.1	44.7	54.0
	毛利	4.6	8.5	12.3	14.8
水务	营业收入	3.0	3.4	3.8	4.3
	毛利	1.0	1.0	1.1	1.3

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

伴随公司神安线相关新项目逐步落地，公司未来业绩或将持续放量。我们预期 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 4.61/6.54/7.45 亿元，对应的 EPS 分别为 0.52/0.74/0.85 元。以 2022 年 6 月 20 日收盘价 10.75 元为基准，对应 PE 分别 20.55/14.48/12.71 倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

新建项目进度不及预期风险、天然气价格大幅波动、环保政策变动风险。

新建项目进度不及预期风险：若未来公司在建产能投产不及预期，则或将对公司业绩带来一定影响。

天然气价格大幅波动：天然气价格波动或将对公司盈利能力造成负面影响。

国内新油气资源发现：若国内短期内出现大量新发现油气资源，则或将对公司市场地位产生影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2052	3515	4924	5905
%同比增速	21%	71%	40%	20%
营业成本	1476	2540	3560	4271
毛利	576	975	1363	1634
%营业收入	28%	28%	28%	28%
税金及附加	18	27	39	47
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	21	32	41	48
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	166	247	357	500
%营业收入	8%	7%	7%	8%
研发费用	27	43	56	73
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	77	44	39	26
%营业收入	4%	1%	1%	0%
资产减值损失	-56	-14	-15	-10
信用减值损失	-57	0	0	0
其他收益	14	24	33	40
投资收益	-28	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	74	0	0	0
营业利润	213	592	849	970
%营业收入	10%	17%	17%	16%
营业外收支	22	22	22	22
利润总额	235	614	871	993
%营业收入	11%	17%	18%	17%
所得税费用	42	178	253	288
净利润	193	436	619	705
%营业收入	9%	12%	13%	12%
归属于母公司的净利润	204	461	654	745
%同比增速	265%	126%	42%	14%
少数股东损益	-11	-25	-36	-41
EPS (元/股)	0.24	0.52	0.74	0.85

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.24	0.52	0.74	0.85
BVPS	4.12	4.65	5.39	6.23
PE	46.67	20.55	14.48	12.71
PEG	0.18	0.16	0.35	0.91
PB	2.72	2.31	2.00	1.72
EV/EBITDA	21.40	12.81	8.55	6.79
ROE	6%	11%	14%	14%
ROIC	5%	8%	10%	10%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	924	1417	2742	3295
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	716	1206	1704	2024
存货	114	506	401	554
预付账款	127	167	263	322
其他流动资产	613	1004	1624	1746
流动资产合计	2495	4299	6734	7940
长期股权投资	642	830	1073	1345
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1757	2043	2140	2166
无形资产	1463	1590	1768	2020
商誉	1048	1012	980	948
递延所得税资产	167	167	167	167
其他非流动资产	704	570	484	438
资产总计	8277	10511	13347	15024
短期借款	520	520	520	520
应付票据及应付账款	1950	3276	4682	5589
预收账款	1	1	2	2
应付职工薪酬	13	37	49	53
应交税费	147	160	254	332
其他流动负债	700	1134	1838	1821
流动负债合计	3330	5127	7345	8317
长期借款	30	30	30	30
应付债券	350	350	350	350
递延所得税负债	309	309	309	309
其他非流动负债	490	490	490	490
负债合计	4509	6307	8524	9496
归属于母公司的所有者权益	3633	4094	4749	5494
少数股东权益	135	110	74	33
股东权益	3768	4204	4823	5527
负债及股东权益	8277	10511	13347	15024

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	219	1055	1820	1171
投资	-345	-187	-244	-271
资本性支出	292	-322	-198	-293
其他	-83	0	0	0
投资活动现金流净额	-135	-509	-442	-564
债权融资	0	0	0	0
股权融资	4	0	0	0
银行贷款增加(减少)	537	0	0	0
筹资成本	-52	-54	-54	-54
其他	-1036	0	0	0
筹资活动现金流净额	-546	-54	-54	-54
现金净流量	-463	493	1325	554

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

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/>