



增持 (首次)

所属行业: 公用事业
当前价格(元): 12.95

证券分析师

倪正洋

资格编号: S0120521020003

邮箱: nizy@tebon.com.cn

联系人

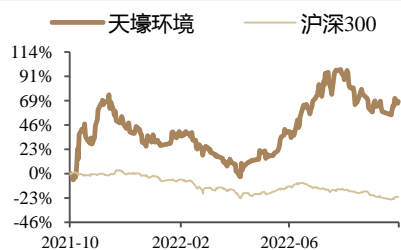
郭雪

邮箱: guoxue@tebon.com.cn

卢璇

邮箱: luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.60	-13.26	-1.82
相对涨幅(%)	7.01	-5.08	8.76

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

天壕环境 (300332.SZ): 神安渐成, 稀缺管道价值获业绩验证

投资要点

- 聚焦燃气板块业绩获高速增长。**2018年, 公司与中海油合作筹备建设神安管道, 正式转型发展燃气业务。2021年, 神安线山西—河北鹿泉段实现正式通气; 陕西—山西段预计将于2022年实现贯通。神安线通气驱动公司业绩高速增长, 2022H1, 公司实现营收16.92亿元, yoy+127.05%; 实现归母净利润2.04亿元, yoy+416.35%。2021年公司实现燃气销售6.6亿m³, 2022H1实现售气5.86亿m³, 神安线全线贯通后短期售气量有望达15亿m³/年, 满产情况下输气量可达50亿m³。
- 神安线气源保供能力强, 替代空间广阔。**(1) 经营权方面: 合资方中联煤拥有国家煤层气对外合作专营权及27个煤层气探矿权、4个煤层气采矿权, 面积1.64万平方公里, 约占全国煤层气矿权面积的35%; 公司子公司华盛燃气在山西原平、兴县、保德县三市县拥有燃气特许经营权, 特许经营期限均为30年, 并拥有神安线末端15个开口权限, 可与京津冀地区工业通过建设支线网络的方式加深绑定。(2) 气源保供方面: 神安线管道气源为鄂尔多斯盆地东缘的煤层气, 山西省是我国第一大煤层气出产省份, 探明地质储量占全国比重为90%, 2021年煤层气产量占全国产量80%, 供气能力稳定。(3) 替代空间方面: 进口LNG市场价约为5.54-5.97元/m³, 高于工业用管道天然气主流价4.3元/m³。随着神安线管输能力提升, 公司有望与国家管网实现互联互通, 将部分天然气深度分销至江浙沪地区, 实现进口LNG替代。
- 管输费&零售价-门站价两种方式获取稳定收益。**公司可通过收取管输费+零售价和门站价价差两种方式获取收益。按照投资产出比, 神安线年输气量≤70%时, 按照0.195元/方收取管输费; 满产后管输费约为0.16元/方, 能够为合资公司提供较稳定收入; 此外, 公司可通过管道于气源地按照当地门站价拿气, 分销至河北省赚取价差, 目前河北省天然气基准门站价为1.84元/方, 山西省为1.77元/方, 陕西省为1.22元/方, 石家庄非居民用管道天然气销售价格最高为3.95元/m³。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2022-2024年分别实现销售收入为35.31亿元、51.09亿元、66.75亿元, 增速分别为72.08%、44.69%、30.65%。归母净利润分别为4.08亿元、6.80亿元、9.90亿元, 增速分别为99.9%、66.7%、45.7%。首次覆盖, 给予增持投资评级。
- 风险提示:** 行业周期性波动风险, 下游市场需求不稳定风险, 市场竞争风险, 项目建设不及预期风险。

股票数据

总股本(百万股):	881.90
流通A股(百万股):	842.72
52周内股价区间(元):	7.26-15.28
总市值(百万元):	11,420.55
总资产(百万元):	8,399.03
每股净资产(元):	4.33

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,694	2,052	3,531	5,109	6,675
(+/-)YOY(%)	-6.3%	21.2%	72.1%	44.7%	30.6%
净利润(百万元)	56	204	408	680	990
(+/-)YOY(%)	18.3%	265.4%	99.9%	66.7%	45.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.06	0.24	0.46	0.77	1.12
毛利率(%)	26.7%	28.1%	25.3%	28.8%	31.1%
净资产收益率(%)	1.6%	5.6%	10.1%	14.4%	17.3%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 聚焦燃气板块，业绩高速增长	5
1.1. 国内领先的能源环境综合投资服务运营商，转型聚焦天然气业务	5
1.2. 股权结构较为分散，股票激励促进公司持续快速发展	5
1.3. 神安线全线贯通在即，业绩增长步入快车道	6
2. 神安渐成，展现稳定盈利逻辑	9
2.1. 强强联合，神安线贯通在即	9
2.2. 陕晋资源丰富，天然气保供能力强	10
2.3. 神安线展现长期稳定盈利逻辑，深度分销空间广阔	13
2.3.1. 神安线盈利逻辑清晰	13
2.3.2. 特许经营权+大客户深度绑定稳定分销渠道	14
3. 水处理覆盖全产业链，余热发电逐渐剥离	16
4. 盈利预测与估值	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 可比公司估值	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2022H1)	6
图 3: 2017-2022H1 公司营业收入 (亿元) 及增速	6
图 4: 2017-2022H1 公司归母净利润 (亿元) 及增速	6
图 5: 2017-2022H1 公司毛利率和归母净利率	7
图 6: 2017-2022H1 公司国内业务地域分布情况	7
图 7: 2017-2021 年公司分业务占比	7
图 8: 2017-2021 年公司分业务毛利率	7
图 9: 2017-2022H1 公司费用率情况	8
图 10: 2017-2022H1 公司研发费用率 (%)	8
图 11: 2017-2022H1 公司资产负债率 (%)	8
图 12: 2017-2022H1 公司 ROE (加权) (%)	8
图 13: 神安线管道线路图	9
图 14: 公司气源地煤层气区块分布	10
图 15: 2015-2035E 山西省煤层气探明地质储量变化	11
图 16: 鄂尔多斯盆地气田分布图	11
图 17: 2002-2021 年陕西省天然气产量&消费量&产需差 (右轴)	11
图 18: 2002-2021 年河北省天然气产量&消费量&产需差 (亿 m ³)	11
图 19: 我国中长期天然气主干管网规划示意图	12
图 20: 各省市天然气基准门站价格 (元/千 m ³ , 含 9% 增值税)	14
图 21: 华东地区接收站进口 LNG 市场价 (2022.9.30, 元/吨)	14
图 22: 部分省市 2022.9.30 日工业用 PNG 市场价 (元/m ³)	14
图 23: 2021 年公司客户结构	15
图 24: 2019-2021 燃气板块新增服务用户 (单位: 户)	15
图 25: 公司水务板块历年营收及增速	16
图 26: 2017-2021 膜产品销售量	16
图 27: 压力式超滤膜组件	16
图 28: 浸没式超滤膜产品	16
表 1: 神安线建设进展	9
表 2: 河北地区主要管道情况	12

表 3: 近期华北地区主要建设管道.....	13
表 4: 公司现有余热发电项目 (截至 2022H1)	17
表 5: 盈利预测.....	18
表 6: 天壕环境可比公司估值.....	19

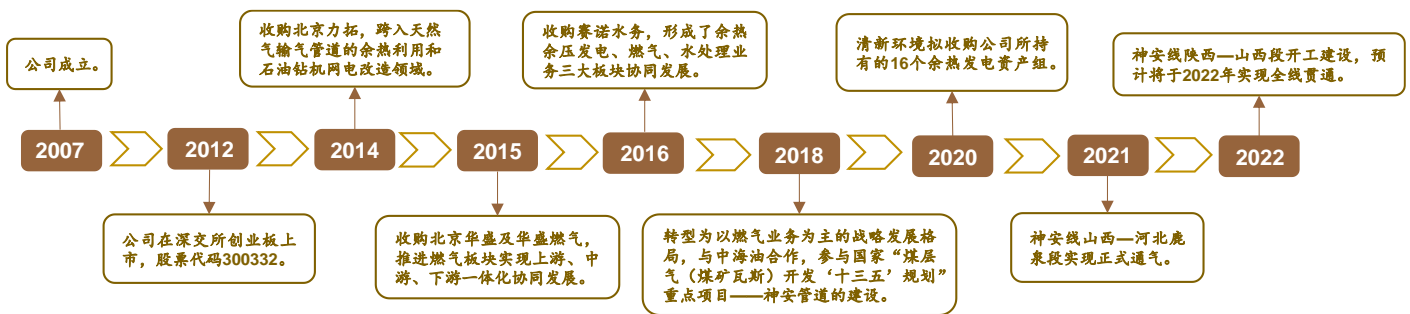
1. 聚焦燃气板块，业绩高速增长

1.1. 国内领先的能源环境综合投资服务运营商，转型聚焦天然气业务

国内领先的能源环境综合投资服务运营商，华丽转型布局燃气业务。公司成立之初专注于工业节能余热余压利用领域；2012年，在深交所创业板上市后，公司先后并购北京华盛、华盛燃气、赛诺水务等清洁能源项目公司，形成了余热余压发电、燃气、水处理业务三大板块协同发展，成为国内领先的能源环境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—神安管道的建设；2021年，神安线山西—河北鹿泉段实现正式通气；陕西—山西段预计将于2022年实现全线贯通。

公司以长输管道和多区域城市燃气供应为主要业务拓展方向，整体转型聚焦发展天然气业务。随着神安线项目的不断推进，公司燃气板块将从山西走向河北地区，为沿线城市工业园区提供清洁能源。未来，公司将依托神安线的资源优势、跨省输气管道优势和终端市场开发优势，实现在陕西、山西、河北等多个省区的战略布局，打造上中下游一体化的燃气综合利用产业集群。

图 1：公司发展历程



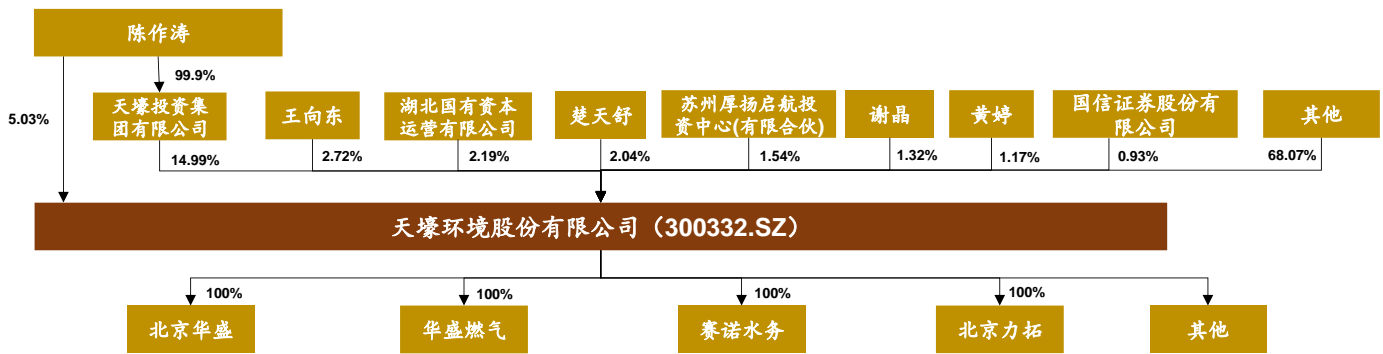
资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

1.2. 股权结构较为分散，股票激励促进公司持续快速发展

公司股权结构较为分散，实际控制人为陈作涛。截至 2022H1，陈作涛先生直接持有公司 5.03% 的股份，天壕投资集团有限公司的实际控制人为陈作涛先生，与陈作涛先生本人构成一致行动人关系，陈作涛先生直接间接合计控制公司 20.02% 的股份。此外，王向东、湖北国有资本运营有限公司、楚天舒股份占比分别为 2.72%、2.19%、2.04%。

2021 年公司发布限制性股票激励计划，为公司持续快速发展奠基。为保持管理团队稳定、充实管理团队实力，公司对高级管理人员及核心业务骨干实施全面的绩效考核管理方案及股权激励计划，为公司的持续快速发展奠定基础。

图 2：公司股权结构（截至 2022H1）

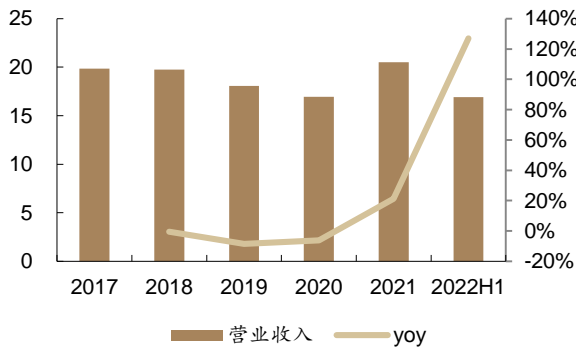


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

1.3. 神安线全线贯通在即，业绩增长步入快车道

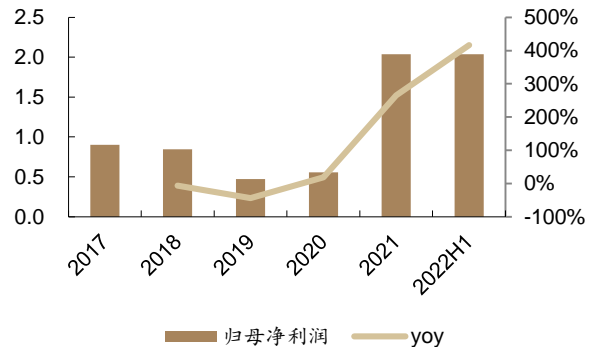
神安线山西-河北段正式通气，公司业绩高速增长。2022H1，公司实现营业收入 16.92 亿元，同比增长率达 127.05%；实现归母净利润 2.04 亿元，同比增长率达 416.35%。公司业绩高速增长，主要得益于 2021 年神安线管道山西-河北段通气后持续稳定供应，公司向神安线沿线河北客户实现燃气销售，售气量显著提升，燃气业务收入大幅增加。随着上游气源供应商气量逐步提产释放，有利于公司快速推动燃气市场开拓和管输运营业务，市场份额和业务规模不断扩大，业绩增长有望步入快车道。

图 3：2017-2022H1 公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

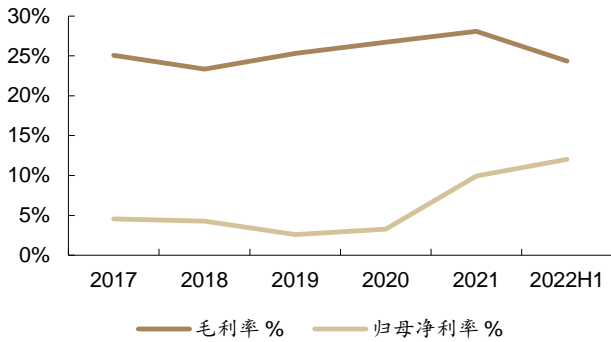
图 4：2017-2022H1 公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

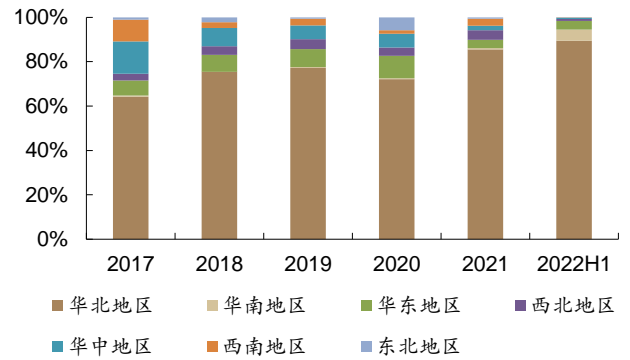
毛利率和归母净利率上升趋势明显，未来仍有上升空间。2017-2021 年，公司毛利率由 25.06% 增长至 28.06%；归母净利率由 4.55% 增长至 9.94%，并且伴随着 2021 年神安线山西—河北鹿泉段的正式通气，归母净利率的增长明显。从公司业务的地域分布来看，主要集中于华北地区。2022H1，华北地区业务收入占比高达 87.90%。神安线管道项目下游终端市场主要分布在山西忻州市、阳曲县、孟县、河北石家庄平山县、藁城县等县市，覆盖华北地区“煤改气”的重点区域，将陕东、晋西的煤层气等非常规天然气输送至需求旺盛的华北市场。

图 5: 2017-2022H1 公司毛利率和归母净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

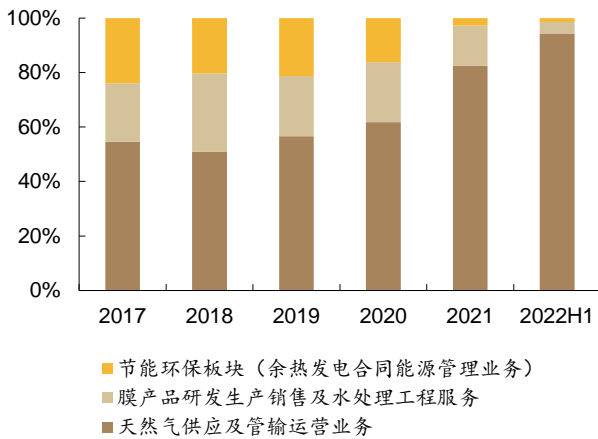
图 6: 2017-2022H1 公司国内业务地域分布情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

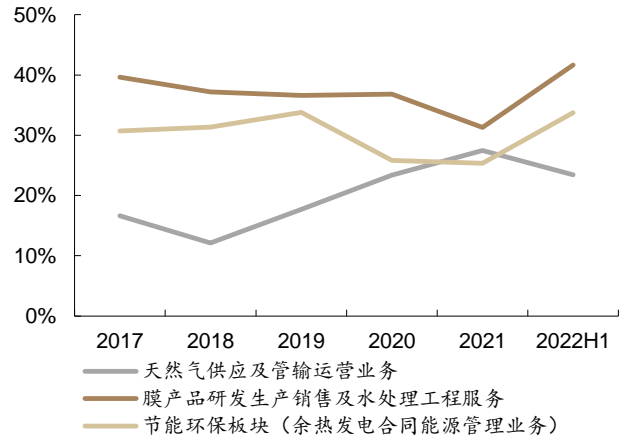
近年来, 公司逐渐转型为以燃气业务为主的战略发展格局, 天然气供应及管输运营业务为主要收入来源, 且其毛利率水平自 2018 年以来逐年攀升。2022 年上半年, 公司天然气供应及管输运营业务、膜产品研发生产销售及水处理工程服务、节能环保业务(余热发电合同能源管理业务)分别占营收比为 94.26%、4.21%、1.52%。2017-2021 年, 天然气供应及管输运营业务毛利率由 16.64% 上升至 27.46%。这主要得益于公司加强了与上游气源和下游大工业客户的沟通协调、调度, 不仅保障了气源的稳定供应, 而且通过在神安线管道沿线积极开拓下游终端市场, 逐步扩大了公司燃气板块的业务范围。

图 7: 2017-2021 年公司分业务占比



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

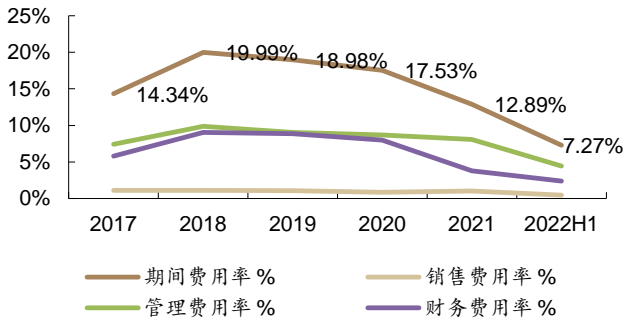
图 8: 2017-2021 年公司分业务毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

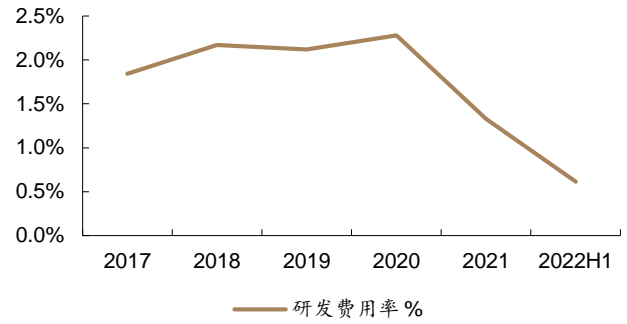
公司费用管控能力较强, 期间费用率稳中有降。2017-2022H1, 公司的期间费用率由 14.34% 下降至 7.27%。2021 年, 公司财务费用率显著下降, 主要系融资规模减少和财务结构优化。近年来, 公司的研发费用率较为稳定, 研发投入主要集中在膜产品销售及水处理工程服务业务上, 公司以赛诺水务为平台, 加大膜技术研发, 扩大膜基地生产产能, 降低膜单位生产成本, 打造“膜材料-膜组件-膜系统-膜工艺-膜应用”全产品链, 围绕新一代膜产品及膜系统进行系统研发, 形成具有自主知识产权和自主品牌的产品及系统。

图 9：2017-2022H1 公司费用率情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所
注：管理费用不包含研发费用

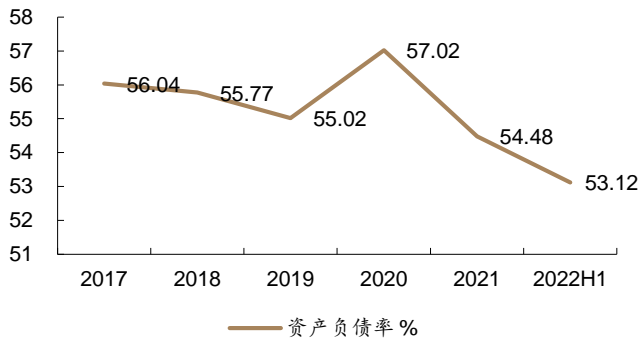
图 10：2017-2022H1 公司研发费用率 (%)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

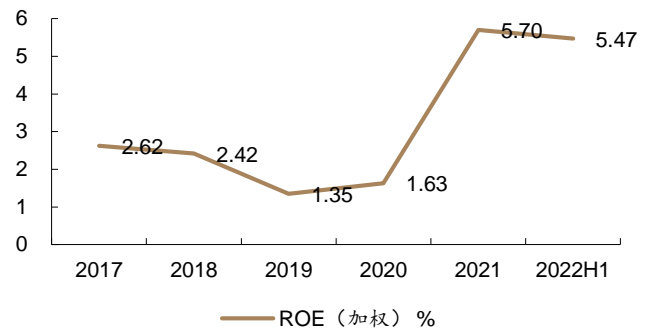
资产负债率保持稳定，ROE 近年逐步提升。2017-2022H1，公司的资产负债率由 56.04% 下降至 53.12%。2021 年，伴随着神安线管道山西-河北段的通气，公司加权 ROE 大幅提升至 5.70%，盈利能力显著提高。预计随着 2022 年底陕西-山西段建成投运，公司盈利能力将进一步提升。

图 11：2017-2022H1 公司资产负债率 (%)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 12：2017-2022H1 公司 ROE (加权) (%)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

2. 神安渐成，展现稳定盈利逻辑

2.1. 强强联合，神安线贯通在即

2018年11月，公司发布公告，全资子公司华盛燃气有限公司（以下简称“华盛燃气”）与中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油”）全资子公司中联煤层气有限责任公司（以下简称“中联煤”）计划设立合资公司中联华瑞天然气有限公司，以共同建设运营神木-安平煤层气管道工程项目（神安线管道项目），华盛燃气持有合资公司49%的股权，中联煤持股51%。神安线管道走向由西向东，起点为陕西省神木县，途径山西省吕梁市、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m³/年，主要管道设计压力8.0MPa、管径DN813mm。**2021年7月，神安线山西-河北鹿泉段实现正式通气；陕西-山西段已于2021年9月获得国家发改委核准批复，目前建设进展顺利。**

图 13：神安线管道线路图



资料来源：立鼎产业研究院，神木-安平煤层气管道项目说明会，德邦研究所

表 1：神安线建设进展

管道名称	获批时间	通气时间	设计送气量	目前送气量
山西-河北段	2019.6	2021.7	50 亿方/年	300 万方/天
陕西-山西段	2021.9	2022（预计）		-

资料来源：公司公告，德邦研究所

中联煤是中海油全资子公司，保供能力强。中联煤拥有国家煤层气对外合作专营权及 27 个煤层气探矿权、4 个煤层气采矿权，面积 1.64 万平方公里，约占全国煤层气矿权面积的 35%，具备多区域的稳定气源优势，可为神安线管道项目提供气源保障；同时，神安线管道可通过中海油蒙西线东段连接至天津 LNG 码头，实现海陆两气互补，为华北五省市包括雄安新区的冬季调峰提供气源保障。

图 14：公司气源地煤层气区块分布



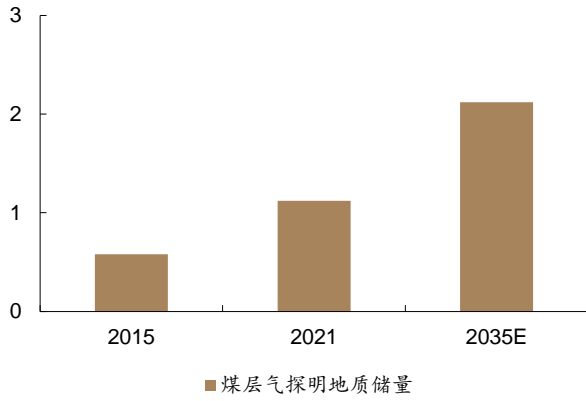
资料来源：公司公告，德邦研究所

2.2. 陕晋资源丰富，天然气保供能力强

陕晋作为中国主要天然气供应地，保供能力稳定。陕西省位于四大天然气主要产区的鄂尔多斯盆地区域，是我国自产气的主要外输省份，根据国家统计局和北极星能源网的数据，2021年陕西省天然气产需差为122.13亿 m^3 。天然气供应能力稳定。神安线管道主要把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，将煤层气为主的天然气输送至京津冀地区。鄂尔多斯盆地是我国开展煤层气较早的产区之一，目前勘探焦点集中在盆地东缘、渭北煤田及黄陇煤田。具有含气面积大、气层厚度大的特点。

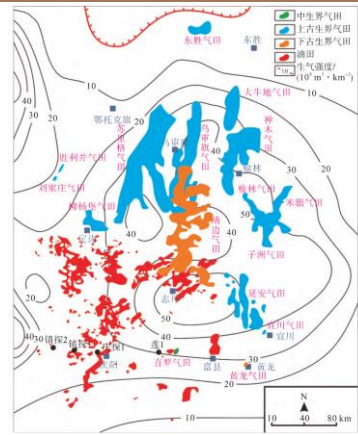
山西省作为我国第一大煤层气出产省份，具有丰富的非常规天然气资源，2015-2021年，山西省煤层气探明地质储量由0.58万亿方增加到1.12万亿方，占全国比重约90%。2021年，山西省煤层气产量为61.27亿方，占全国煤层气年产量的80%。根据《山西省煤层气资源勘查开发规划（2021—2025年）》，到2035年，预计增加探明地质储量1万亿 m^3 ，力争煤层气抽采量达到350亿 m^3 以上。

图 15: 2015-2035E 山西省煤层气探明地质储量变化



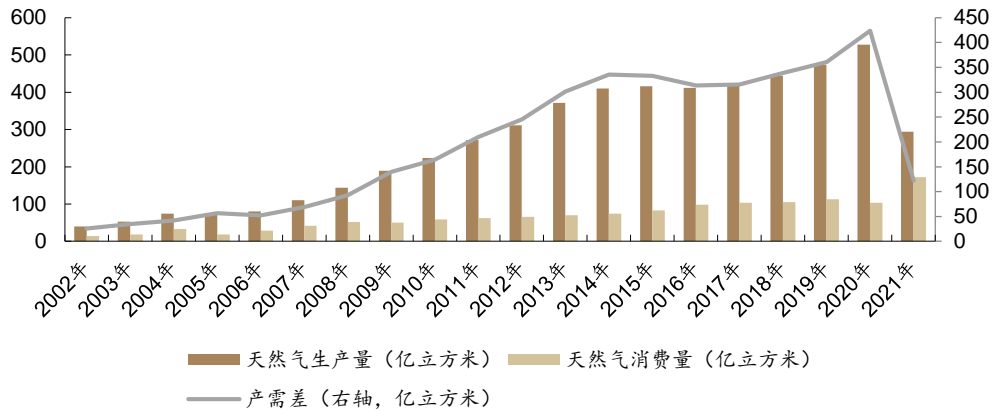
资料来源: 山西省自然资源厅,《山西省煤层气资源勘查开发规划(2021-2025年)》, 德邦研究所

图 16: 鄂尔多斯盆地气田分布图



资料来源: 戴金星《中国陆上四大天然气产区》, 德邦研究所

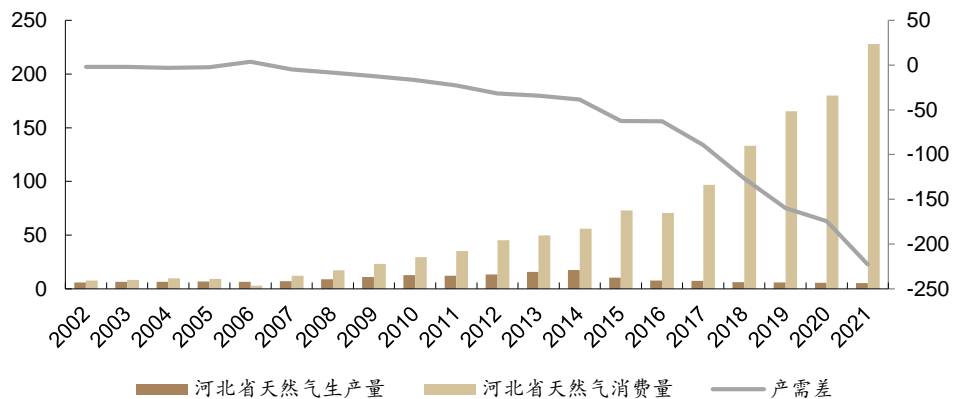
图 17: 2002-2021 年陕西省天然气产量&消费量&产需差 (右轴)



资料来源: 国家统计局, 陕西省统计局, 北极星能源网, 德邦研究所
注: 2020 年消费量原始数据缺乏, 图示数据为按照陕西省统计年鉴披露的万吨标准煤折算

河北省天然气供需矛盾突出, 冬季保供压力大, 神安线成为河北省第三大天然气源。随着大气污染防治行动和“气代煤”等清洁能源替代工作推进, 河北省天然气市场供需矛盾日渐突出。2021 年河北省天然气消费量达 228 亿 m³, 产量为 5.28 亿 m³, 外供比例达 97.68%。

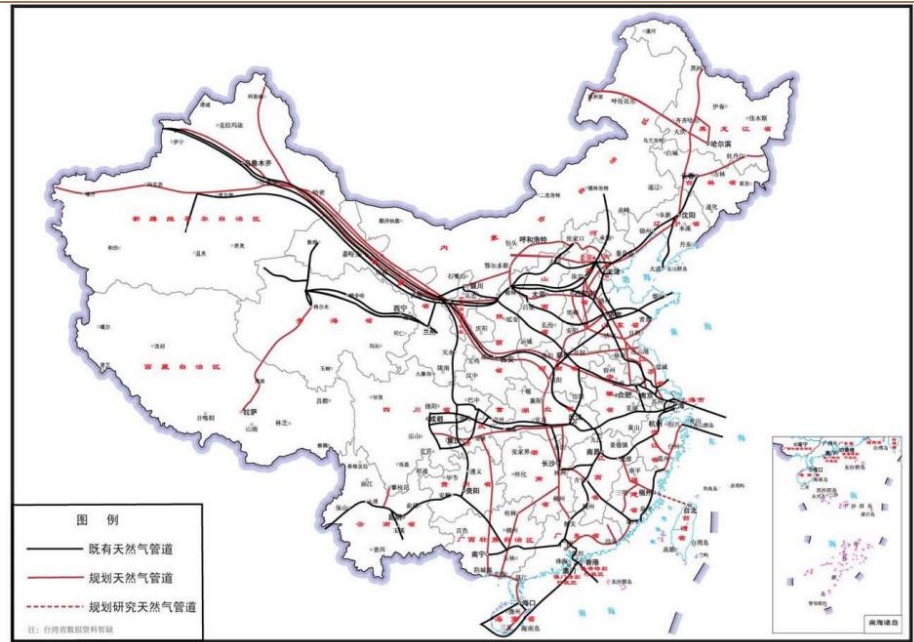
图 18: 2002-2021 年河北省天然气产量&消费量&产需差 (亿 m³)



资料来源: 国家统计局, 北极星能源网, 德邦研究所

现有华北供气管道供气能力增量有限，鄂尔多斯煤层气输送是中长期建设重点。京津冀区域天然气管网主要由陕京线、港清线、永唐秦线、冀宁线、大唐煤制气管道、北京天然气管网和在建中俄东线天然气管道组成，供气能力约 1100 亿 m³/年。根据我国《中长期油气管网规划》，2025-2035 年间，我国将继续加强西气东输、川气东送和陕京等天然气干线系统建设，分期建设新疆、鄂尔多斯等地区的煤制气外输管道。我国华北地区 2020 年前后开工的主要管输通道有中俄天然气管道南段、中俄东线安平—临沂段等，预计于 2023 年以后完全建成通气。

图 19：我国中长期天然气主干管网规划示意图



资料来源：国家发改委，国家能源局，德邦研究所

表 2：河北地区主要管道情况

设施名称	途经地区	长度 (公里)	投产时间	设计能力 (亿方/年)
陕京一线	陕西、山西、河北、北京	911.00	1997 年 9 月	10
港清线	河北、天津	120.00	2004 年 8 月	31
大唐煤制气	河北、北京	110.00	2013 年 12 月	40
港清复线	河北、天津	108.00	2008 年 12 月	63
永唐秦	河北、天津	308.00	2009 年 9 月	90
港清三线	河北、天津	162.00	2015 年 11 月	90.5
唐山 LNG	河北	134.00	2013 年 11 月	147
陕京三线	陕西、山西、河北、北京	983.00	2011 年 1 月	150
陕京二线	陕西、山西、河北、北京	1029.00	2005 年 7 月	170
陕京四线	陕西、内蒙古、河北、北京	1246.00	2017 年 11 月	250
天津 LNG 外输管道	天津、河北省、山东省	579.6	2019 年 12 月	103
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
鄂安沧输气管道	河北省、河南省	700	2018 年 12 月	70
秦沈线	河北省、辽宁省	476.37	2011 年 6 月	90

资料来源：国家管网，德邦研究所

表 3：近期华北地区主要建设管道

	开工时间	预计投产时间	起点	终点	途经地区
中俄天然气管道南段	2020.7	2025.6	河北省廊坊市永清县	上海市白鹤镇	河北、山东、江苏
中俄东线安平—临沂段	2020.10	安平-泰安段 (2022.4) 泰安-临沂段 (2023.5)	河北省衡水市安平县	山东省临沂市临沭县	河北、山东 2 省 6 市 20 县（区）
山东管网南干线	2021.3	2022.6	山东省日照市岚山区	山东省临沂市 费县平邑边界	途经日照等 4 地市 17 个县区
山东管网西干线	2020.7	-	山东省德州枢纽站	山东省济宁枢纽站	途经德州市武城县、等共 5 个地级市 10 个区县
山东管网西干线支线	2020.7	-	山东聊城市顾官屯镇	山东省聊城市阳谷县	沿线经过山东省德州市等 5 个地市，共 12 个区。
麟游—宝鸡输气管道	2020.9	-	陕西省宝鸡市麟游县	陕西省宝鸡输气站	途经陕西省宝鸡市麟游县、凤翔区、岐山县和陈仓区

资料来源：新华社，中国政府网，中国石油管道局，中国石化新闻网，国际燃气网，齐鲁网，阳光采购服务平台，中国招标与采购网，德邦研究所

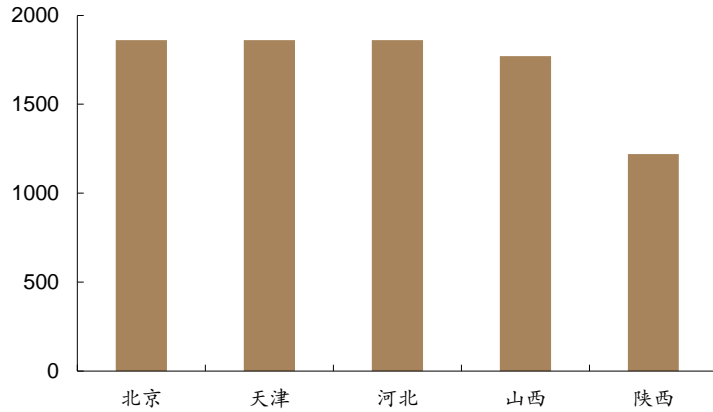
2.3. 神安线展现长期稳定盈利逻辑，深度分销空间广阔

2.3.1. 神安线盈利逻辑清晰

管道天然气运营盈利来源有二：管输费带来稳定收益，零售价差增量空间广阔。公司参与神安线运营主要通过两方面盈利：

- (1) 收取管输费：国家长输管网的管输费由国家发改委的价格司定，按照投资产出比，神安线年输气量 $\leq 70\%$ 时，按照 0.195 元/方收取管输费；满产后管输费约为 0.16 元/方，能够为合资公司提供较稳定收入；
- (2) 零售价-门站价：河北省天然气基准门站价为 1.84 元/方，山西省为 1.77 元/方，陕西省为 1.22 元/方。非居民销售价方面，各省不同市略有差距，我们以河北省石家庄为例，根据石家庄发改委，非居民用管道天然气销售价格=非居民用天然气综合购进价格+配气价格，**目前非居民用管道天然气销售价格最高为 3.95 元/m³**；公司可通过自建管道于气源地按照当地门站价拿气，分销至河北省赚取价差。

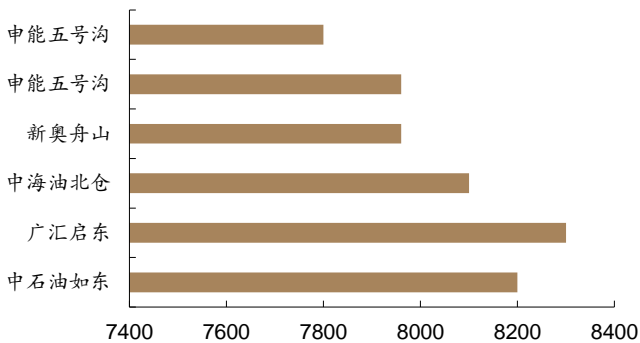
图 20: 各省市天然气基准门站价格 (元/千 m³, 含 9% 增值税)



资料来源: 国家发改委, 德邦研究所

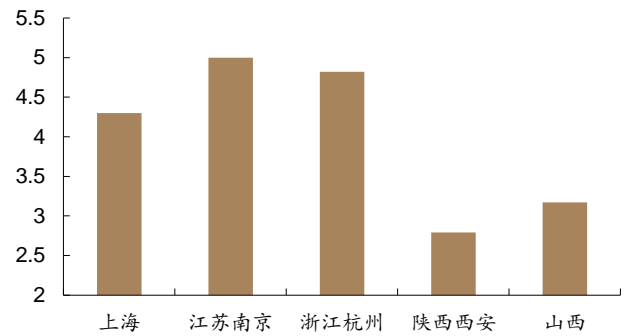
进口 LNG 市场价高于工业用 PNG, 神安线可通过与国家管网互联互通替代长三角地区 LNG 用量。根据隆众资讯数据, 2022 年 9 月 30 日华东地区进口 LNG 市场价约为 7800-8300 元/吨, 按照 1 吨液化天然气=1390m³气态天然气的转化比例, LNG 市场价约为 5.54-5.97 元/m³, 高于工业用管道天然气主流价 4.3 元/m³ (以上海市价格为例)。随着神安线管输能力提升, 公司有望与国家管网实现互联互通, 将部分天然气深度分销至江浙沪地区, 实现进口 LNG 替代。

图 21: 华东地区接收站进口 LNG 市场价 (2022.9.30, 元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 德邦研究所

图 22: 部分省市 2022.9.30 日工业用 PNG 市场价 (元/m³)



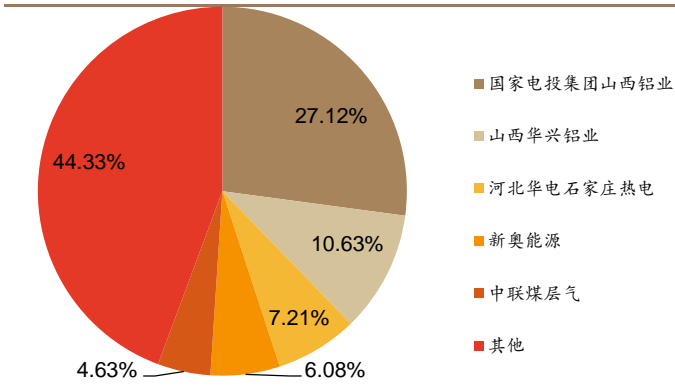
资料来源: 隆众资讯, 德邦研究所

2.3.2. 特许经营权+大客户深度绑定稳定分销渠道

特许经营权完善, 深度分销具有优势。公司子公司华盛燃气在山西省原平市、兴县、保德县三市县拥有燃气特许经营权, 特许经营期限均为 30 年, 特许经营权地区处于氧化铝矿藏富集区。北京华盛的主要大客户为当地大型氧化铝工业客户, 供气量占总供气量比例在 70% 左右。此外, 华盛燃气拥有神安线末端 15 个开口权限, 可与京津冀地区工业通过建设支线网络的方式加深绑定。霸州华盛在河北省霸州市津港工业园区拥有燃气特许经营权, 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。依托完善的特许经营权, 公司具备

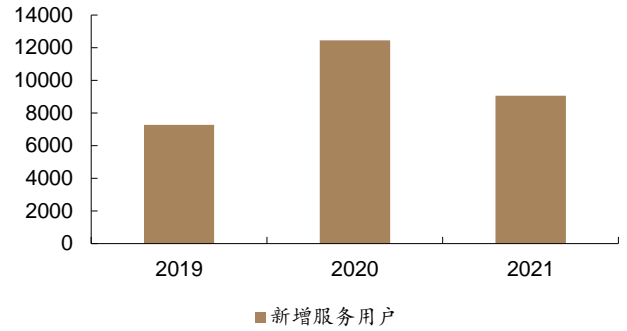
独特的深度分销优势。

图 23：2021 年公司客户结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 24：2019-2021 燃气板块新增服务用户（单位：户）



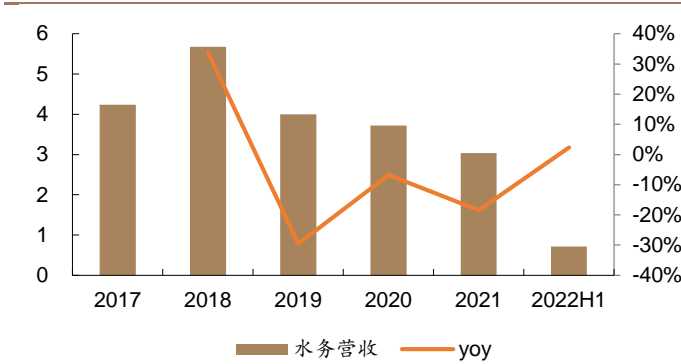
资料来源：公司公告，德邦研究所

河北省战略合作协议落地，神安线长期深度分销再添保障。2022 年 9 月 22 日，公司与中国华电集团有限公司河北分公司（以下简称“华电河北公司”）签订了《天然气供应战略合作协议》。双方将建立天然气供应方面的长期战略合作伙伴关系。华电河北公司的九期燃机项目目前每年天然气需求为 8 亿 m^3 ，双方计划 3 年内达到 4-8 亿 m^3 的合作规模，随着华电河北未来规划的多个天然气项目投产，华电河北公司天然气总需求将达 24 亿 m^3 /年。

3. 水处理覆盖全产业链，余热发电逐渐剥离

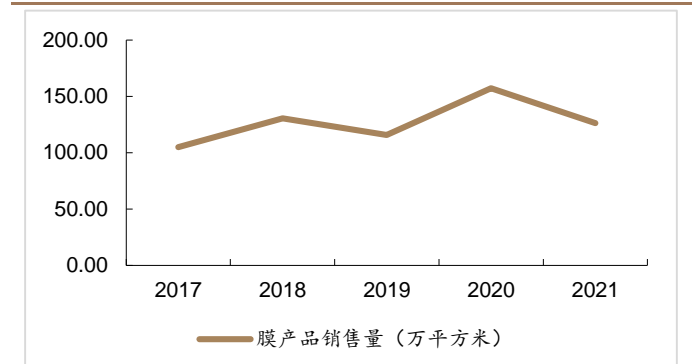
公司的水务板块涵盖了包括膜产品、EPC 工程建设与运营等水处理全产业链，其中赛诺膜以及赛诺水务是两大主要重心。赛诺膜主营业务为热致相分离法的核心设备膜组件，赛诺水务主营业务为向市政给水、污水处理等。水务板块近三年保持 3-4 亿营收规模，相对稳定。

图 25：公司水务板块历年营收及增速



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 26：2017-2021 膜产品销售量



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

水务板块具备核心技术能力，计划引入战略合作者蓄力长期发展。赛诺水务是国内率先建设大型膜法水处理项目的公司，建设交付了中国第一个千吨级、第一个万吨级、第一个采用 PX220 高效能量回收装置等示范性的海水淡化项目。全资子公司赛诺膜是国内最早从事超滤膜及膜产品研发与生产的企业之一，是中国目前唯一大规模产业化的 TIPS 超滤膜生产商，产品市占率领先。公司计划通过引入战略合作伙伴，进行股份改制的方式进一步发展水务板块。

图 27：压力式超滤膜组件



资料来源：赛诺水务官网，德邦研究所

图 28：浸没式超滤膜产品



资料来源：赛诺水务官网，德邦研究所

为更好聚焦燃气主业，2020年12月，公司将节能环保板块的16个余热发电项目转让给清新环境，公司现存已投产余热余压发电项目7个，装机容量67.5MW，在建余热余压发电项目3个，装机容量66.5MW，合作方涵盖玻璃、煤化工、铁合金、天然气管道加压站等行业。余热发电板块逐渐剥离有利于公司优化资产结构，专注于燃气主业发展。

表 4：公司现有余热发电项目（截至 2022H1）

项目名称	项目状态	项目类型	装机规模 (MW)
天壕正大项目	已投产	玻璃	12
天壕元华项目	已投产	玻璃	9
宁投新华项目	已投产	铁合金	9
天壕常宁项目	已投产	铜冶炼	6
天壕鄂尔多斯项目	在建	煤化工	25
鄯善非创项目	已投产	天然气管道加压站	18
瓜州力拓项目	在建	天然气管道加压站	34
山丹力拓项目	在建	天然气管道加压站	7.5
中卫力拓项目	已投产	天然气管道加压站	7.5
延川力拓项目	已投产	天然气管道加压站	6
	合计		134

资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

燃气业务：根据公司公告，2022H1 共售气量为 5.86 亿方，考虑到 10 月底陕西-山西段预计通气，公司 Q4 日供气量预计达到 400 万方/天，因此我们预测 2022-2024 年公司供气量分别为 12.25/17.00/22.5 亿方，毛利率分别为 27%、29.7%、31.19%；

水务业务：此业务占比较低，我们假定公司 2022-2024 年实现销售收入均为 1.52 亿元，毛利率维持在 30%左右；

节能环保业务：此业务占比较低，我们假定公司 2022-2024 年实现销售收入均为 0.52 亿元，毛利率维持在 30%左右。

表 5：盈利预测

业务类别	项目	2021	2022E	2023E	2024E
燃气供应及安装业务	销售收入 (亿元)	16.91	33.27	49.06	64.72
	yoy	61.49%	96.82%	47.43%	31.92%
	毛利润	4.64	8.98	14.57	20.18
	毛利率	27.46%	27.00%	29.70%	31.19%
水处理工程服务及膜产品销售	销售收入 (亿元)	3.04	1.52	1.52	1.52
	yoy	-18.42%	-50.00%	0.00%	0.00%
	毛利润	0.95	0.46	0.46	0.46
	毛利率	31.29%	30.00%	30.00%	30.00%
节能环保业务	销售收入 (亿元)	0.58	0.52	0.52	0.52
	yoy	-78.98%	-10.00%	0.00%	0.00%
	毛利润	0.15	0.16	0.17	0.16
	毛利率	25.34%	30.00%	32.67%	30.00%
总计	销售收入 (亿元)	20.52	35.31	51.09	66.75
	yoy	21.16%	72.08%	44.69%	30.65%
	毛利润	5.76	9.60	15.19	20.79
	毛利率	28.06%	27.17%	29.74%	31.15%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

4.2. 可比公司估值

神安线管道系稀缺管输资源，目前项目进展顺利，山西-河北段已实现稳定供气，陕西-山西段预计 2022 年 10 月底通气，届时神安线全部贯通，公司燃气业务有望实现突破。我们预计公司 2022-2024 年分别实现销售收入为 35.31 亿元、51.09 亿元、66.75 亿元，增速分别为 72.08%、44.69%、30.65%。归母净利润分别为 4.08 亿元、6.80 亿元、9.90 亿元，增速分别为 99.9%、66.7%、45.7%。首次覆盖，给予增持投资评级。

表 6：天壕环境可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS			PE		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
605090.SH	九丰能源	27.19	1.52	1.77	2.09	20.97	15.32	13.03
600803.SH	新奥股份	17.58	1.46	1.56	1.85	12.85	11.26	9.49
600256.SH	广汇能源	12.28	0.77	1.75	2.41	12.67	7.02	5.09
可比公司平均估值						15.50	11.20	9.20
300332.SZ	天壕环境	12.95	0.24	0.46	0.77	137.17	28.01	16.80

资料来源：wind，德邦研究所（股价为 10 月 18 日股价，数据除天壕环境、九丰能源外，其余采用 wind 一致预期（中值））

5. 风险提示

1) 行业周期性波动

目前双碳进程下，天然气作为过渡能源发挥着重要作用，但天然气需求量与经济发展周期性具有关联度，国民经济处于稳定发展期，天然气的需求相应增加；若国民经济增长趋于缓慢，天然气的需求有降低的风险。

2) 下游市场需求不稳定风险

天然气下游市场需求受多种因素影响，根据国家发改委、能源局出台的《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”，用户可自主选择资源方以及供气路径，减少中间环节，降低用气成本。公司下游需求有可能随着客户需求变化有所波动；

3) 市场竞争风险

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。

4) 项目建设不及预期风险

神安线投资大、建设周期较长，尚未完工的陕西-山西段途经黄河，施工难度较大，若遇上不可抗力因素导致工期推迟，可能会导致贯通时间推后。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.24	0.46	0.77	1.12
每股净资产	4.12	4.58	5.35	6.48
每股经营现金流	0.25	0.56	1.28	1.66
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	137.17	28.01	16.80	11.53
P/B	2.72	2.83	2.42	2.00
P/S	5.56	3.23	2.24	1.71
EV/EBITDA	21.40	15.08	10.13	7.14
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.1%	25.3%	28.8%	31.1%
净利润率	9.9%	11.5%	13.3%	14.8%
净资产收益率	5.6%	10.1%	14.4%	17.3%
资产回报率	2.5%	4.4%	6.0%	7.3%
投资回报率	5.1%	7.7%	11.0%	13.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	21.2%	72.1%	44.7%	30.6%
EBIT 增长率	19.5%	54.8%	67.1%	45.9%
净利润增长率	265.4%	99.9%	66.7%	45.7%
偿债能力指标				
资产负债率	54.5%	55.3%	57.2%	56.7%
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
现金比率	0.3	0.2	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	119.5	116.0	119.8	119.8
存货周转天数	28.2	25.3	25.3	26.3
总资产周转率	0.2	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	1.2	2.1	2.9	4.1

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	204	408	680	990
少数股东损益	-11	0	0	0
非现金支出	282	306	332	362
非经营收益	-15	115	195	194
营运资金变动	-240	-331	-76	-79
经营活动现金流	219	497	1,132	1,468
资产	292	-417	-558	-715
投资	-345	0	0	0
其他	-83	-74	-151	-143
投资活动现金流	-135	-491	-709	-857
债权募资	-352	-20	200	100
股权募资	5	0	0	0
其他	-199	-41	-45	-51
融资活动现金流	-546	-60	155	49
现金净流量	-463	-54	578	659

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 18 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,052	3,531	5,109	6,675
营业成本	1,476	2,638	3,638	4,596
毛利率%	28.1%	25.3%	28.8%	31.1%
营业税金及附加	18	29	43	61
营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%
营业费用	21	35	49	70
营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
管理费用	166	286	432	621
管理费用率%	8.1%	8.1%	8.5%	9.3%
研发费用	27	64	94	134
研发费用率%	1.3%	1.8%	1.8%	2.0%
EBIT	301	466	778	1,135
财务费用	77	-3	-3	-3
财务费用率%	3.8%	-0.1%	-0.1%	-0.0%
资产减值损失	-56	0	0	0
投资收益	-28	-74	-151	-143
营业利润	213	469	781	1,138
营业外收支	22	0	0	0
利润总额	235	469	781	1,138
EBITDA	470	772	1,111	1,497
所得税	42	61	102	148
有效所得税率%	18.0%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	-11	0	0	0
归属母公司所有者净利润	204	408	680	990

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	924	871	1,449	2,108
应收账款及应收票据	716	1,211	1,822	2,380
存货	114	183	252	331
其它流动资产	741	1,182	1,708	2,204
流动资产合计	2,495	3,447	5,231	7,023
长期股权投资	642	642	642	642
固定资产	1,757	1,722	1,743	1,643
在建工程	418	433	433	433
无形资产	1,463	1,594	1,799	2,252
非流动资产合计	5,783	5,894	6,119	6,472
资产总计	8,277	9,341	11,350	13,495
短期借款	520	500	700	800
应付票据及应付账款	1,950	2,385	3,090	4,002
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	860	1,100	1,526	1,668
流动负债合计	3,330	3,985	5,315	6,470
长期借款	30	30	30	30
其它长期负债	1,149	1,149	1,149	1,149
非流动负债合计	1,179	1,179	1,179	1,179
负债总计	4,509	5,164	6,494	7,649
实收资本	881	882	882	882
普通股股东权益	3,633	4,042	4,721	5,712
少数股东权益	135	135	135	135
负债和所有者权益合计	8,277	9,341	11,350	13,495

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。