

公用事业

2017年04月05日

# 天壕环境 (300332)

## ——战略引入湖北国资 水电气有望协同发展

报告原因：强调原有的投资评级

**买入** (维持)

市场数据： 2017年03月31日

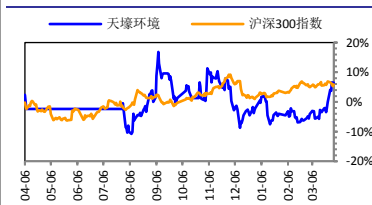
收盘价(元)	10.22
一年内最高/最低(元)	18.99/8.22
市净率	3.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	6473
上证指数/深证成指	3222.51/10428.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	3
资产负债率%	51.74
总股本/流通A股(百万)	902/633
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
董宜安 A0230516050001  
dongya@swsresearch.com

研究支持

王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com

联系人

高蕾  
(8621)23297818×7411  
gaolei@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **增发收购赛诺水务获批，开辟水务市场，协同效应有望带来业绩大幅提升。**2016年10月25日，公司增发收购资产事项获证监会审核通过，11月4日商务部核准公司向3家境外战略投资者发行股份购买资产，12月17日获得证监会批文，12月22日标的资产过户完毕，新股于17年1月19日上市。公司以8.24元/股的价格发行1.27亿股，其中8.8亿元用于支付收购赛诺水务的对价，1.68亿募投资金投入日照膜设备生产项目。赛诺为一家提供市政、工业及海水淡化水处理综合解决方案的水务公司。业务范围包括上游膜组件产品及下游污水处理、海水淡化工程，创始人吴红梅是国内膜研究资深专家。拥有膜领域及海水淡化方面16项专利，其应用热致相法制备的应用于MBR的超滤膜材料，其使用寿命是一般膜的3倍以上，通量可达一般膜的1.3-1.5倍，且拥有北美市场项目经验。业绩承诺16-18年为0.5、0.7和1.0亿元。收购赛诺的先进技术和项目经验与上市公司的资本运作能力相结合预计会产生极大协同效应提升公司业绩。
- **借定增及增资与湖北国资互持股份，未来看好湖北国资的地方资源+天壕/赛诺的技术和资本运作能力，业绩弹性极大。**公司17年1月21号公告，以5000万元向湖北国资运营增资，取得其8.25%股权。湖北国资运营通过本次定增，认购2亿元，持有上市公司天壕环境2.69%股份(2427万股)，双方互相持股。未来我们看好公司借助赛诺的技术实力及湖北国资的地方资源产生的强强联合效应，预计将为上市公司带来极大订单业绩弹性。
- **余热发电龙头地位稳固，业绩平稳，为公司业务扩展奠定基础。**公司余热发电领域EMC商业模式优势明显，截至15年末，公司已建成及在建的项目装机规模328MW，投产项目20个。截至16年9月，运营订单25个，16Q1-3运营收入0.82亿元，在建EMC项目8个，投资额合计4.87亿元，尚未执行订单12个，投资额合计7.11亿元，后续项目陆续完成后，余热发电业务收入将进一步提升。
- **清洁能源业务蓄势待发，燃气方面收购北京华盛，业绩承诺超额完成，140公里煤层气连接线项目顺利推进，进一步增加营业收入。**2015年北京华盛扣非后归属母公司净利润达到0.90亿元，相比业绩承诺的0.8亿元归母净利润，超额完成12%。140公里煤层气连接线顺利推进，为兴县、保德煤层气运输外销提供可能。公司燃气业务将向山西省外扩张，进一步增加营业收入。
- **投资评级与估值：**根据公司16年业绩预告及赛诺如期并表，我们维持16-18年盈利预测为1.88、3.03、4.16亿元，对应EPS为0.21、0.34、0.46元/股，对应17年PE为30倍，明显低于可比公司平均40倍估值。我们认为公司海水淡化业务及燃气业务成长性优异，同湖北国资合作也有望带来业务扩张，公司资本运作能力较强具备持续外延预期，重申“买入”评级。风险提示：燃气业务进展低于预期、海水淡化行业发展低于预期。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	953	960	1,821	3,302	4,178
同比增长率(%)	112.94	87.77	90.99	81.33	26.53
净利润(百万元)	140	87	188	303	416
同比增长率(%)	0.26	-5.99	33.86	61.17	37.29
每股收益(元/股)	0.36	0.11	0.21	0.34	0.46
毛利率(%)	26.5	20.6	22.3	23.2	24.6
ROE(%)	6.2	3.8	5.4	8.0	9.9
市盈率	28		49	30	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

考虑赛诺 17 年并表，我们维持 16-18 年盈利预测为 1.88、3.03、4.16 亿元，对应 EPS 为 0.21、0.34、0.46 元/股，对应 17 年 PE 为 30 倍，明显低于可比公司平均 40 倍估值。我们认为公司海水淡化业务及燃气业务成长性优异，同湖北国资合作也有望带来业务扩张，公司资本运作能力较强具备持续外延预期，重申“买入”评级。

### 关键假设点

余热发电业务保持平稳略降，煤层气管线建设进展顺利

### 有别于大众的认识

我们认为赛诺水务与公司产生的协同效应将产生较大业绩弹性。赛诺水务的热致相超滤膜在海水淡化市场空间巨大，因反渗透（RO）膜现已标准化，比拼的是成本控制，超滤膜现在还处于圈地的过程中，热致相制作超滤膜方法全球一共三种专利技术，赛诺掌握其中一种，并且该种技术产生的膜寿命高于同类产品 3 倍，将大幅降低运营成本。我们预计赛诺水务的技术与项目经验与公司的资本运作能力相结合，未来将带来极大业绩弹性。

借定增及增资与湖北国资互相持股，未来看好湖北国资的地方资源+天壕/赛诺的技术和资本运作能力。公司 17 年 1 月 21 号公告，以 5000 万元向湖北国资运营增资，取得其 8.25% 股权。湖北国资运营通过本次定增，认购 2 亿元，持有上市公司天壕环境 2.69% 股份（2427 万股），双方实现互相持股。未来我们看好天壕借助赛诺的技术实力及湖北国资的地方资源产生的强强联合效应，预计将为上市公司带来极大业绩弹性。

### 股价表现的催化剂

湖北业务订单落地，水务市场订单落地

### 核心假设风险

山西地区燃气业务拓展不达预期；海水淡化市场开拓低于预期。

## 目录

---

<b>1. 增发收购赛诺水务，开辟水务市场 .....</b>	<b>5</b>
1.1 全资收购赛诺水务 同湖北国资相互持股.....	5
1.2 赛诺水务膜技术优势明显，日照项目助力业绩再提升 .....	6
1.3 收购发挥协同效应，打造领先“水电气”整体方案提供商 .....	8
<b>2. 余热发电龙头地位稳固，拓展多领域余热利用.....</b>	<b>9</b>
2.1 余热发电业务业绩平稳 .....	9
2.2 具备多领域余热利用实力 .....	11
<b>3. 燃气业绩加速释放 燃气管线不断扩张 .....</b>	<b>12</b>
3.1 收购北京华盛，业绩快速释放.....	12
3.2 煤层气连接线项目即将完工，燃气板块盈利能力提升 .....	13
<b>4. 股权绑定湖北国资 水电气协同发展.....</b>	<b>15</b>

## 图表目录

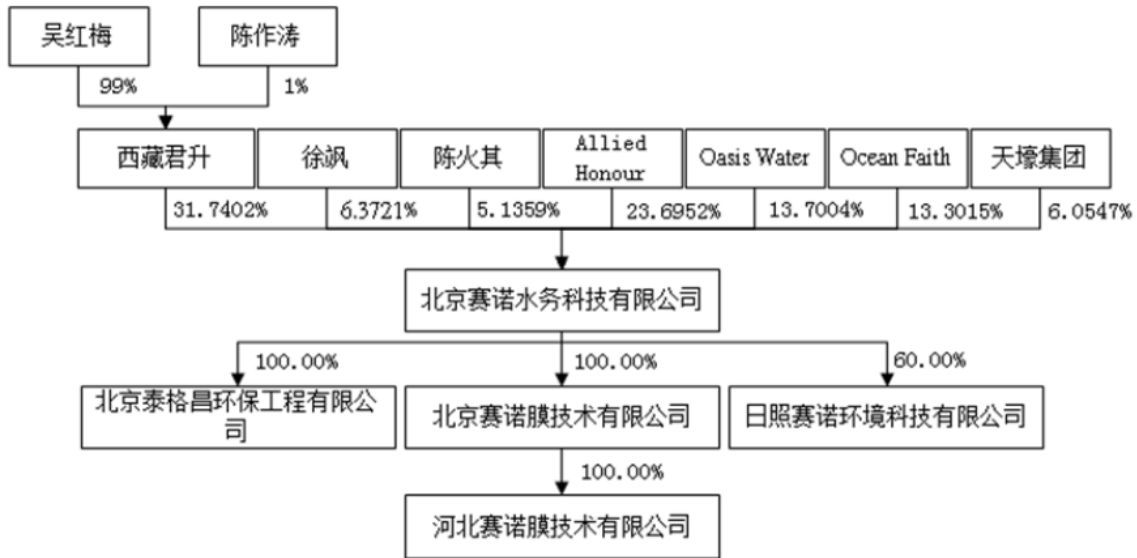
图 1: 收购前赛诺水务股权结构 .....	5
图 2: 赛诺膜产品产销量 .....	7
图 3: 赛诺膜产品销售收入.....	7
图 4: 公司营业收入及增速.....	11
图 5: 公司归母净利润及增速 .....	11
图 6: 节能服务公司通过节能服务合同架起桥梁.....	11
图 7: 公司余热利用业务领域拓展进程.....	12
图 8: 管道位置示意图 .....	14
表 1: 收购赛诺水务方案 .....	5
表 2: 募集配套资金方案.....	6
表 3: 赛诺水务收入结构.....	6
表 4: 赛诺水务分业务毛利率.....	7
表 5: A 股同行业上市公司毛利率.....	8
表 6: 公司已建成及在建的余热发电合同能源管理项目 (2015 年末) .....	10
表 7: 可比公司估值表.....	15
表 8: 收入预测表 .....	15
表 9: 成本预测表 .....	15
表 10: 公司盈利预测 (单位: 百万元) .....	16

# 1. 增发收购赛诺水务，开辟水务市场

## 1.1 全资收购赛诺水务 同湖北国资相互持股

天壕环境拟非公开发行收购赛诺水务 100% 股份并募集配套资金，赛诺成为全资子公司。2016 年 10 月 25 日，公司增发收购资产事项获证监会审核通过，11 月 4 日商务部核准公司向 3 家境外战略投资者发行股份购买资产。赛诺水务作价 8.8 亿元，其中 5.24 亿元以向赛诺水务股东西藏君升、Allied Honour、Oasis Water (HK)、Ocean Faith、徐飒、天壕投资、陈火其发行 0.64 亿股的方式支付，3.56 亿元以现金支付。公司通过向湖北国资运营、新疆沅华盛鼎、苏州厚扬启航、肖双田等不超过五名投资者非公开发行合计 0.64 亿股进行配套融资 5.24 亿元，3.56 亿元用于支付收购现金对价，1.68 亿元用于投入日照赛诺膜组件及环保装备制造项目。本次发行股份锁定期三年。

图 1：收购前赛诺水务股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：收购赛诺水务方案

交易对方	交易对价 (万元)	股份支付对价 (万元)	股份支付数量 (万股)	现金支付对价 (万元)
西藏君升	27,931.37	20,239.34	2,456.23	7,692.06
Allied Honour	20,851.77	10,425.91	1,265.28	10,425.89
Oasis Water (HK)	12,056.38	5,506.38	668.25	6,550.00
Oasis Faith	11,705.32	5,852.62	710.27	5,852.66
徐飒	5,607.43	2,803.74	340.26	2,803.72
天壕投资	5,328.12	5,328.15	646.62	0.00
陈火其	4,519.59	2,259.82	274.25	2,259.80
<b>合计</b>	<b>88,000.00</b>	<b>52,415.88</b>	<b>6,361.15</b>	<b>35,584.12</b>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：募集配套资金方案

认购对象	认购股份 (万股)	认购金额 (万元)
湖北国资运营	2,427.18	20,000.00
苏州厚扬启航	1,907.05	15,714.09
新疆泮华盛鼎	1,386.92	11,428.19
肖双田	640.00	5,273.60
合计	88,000.00	52,415.88

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司 17 年 1 月 21 号公告，以 5000 万元向湖北国资运营增资，取得其 8.25% 股权。自此，湖北国资运营通过本次定增，认购 2 亿元，持有上市公司天壕环境 2.69% 股份（2427 万股），天壕环境持有湖北国资运营 8.25% 股权。未来我们看好天壕借助赛诺的技术实力及湖北国资的地方资源产生的强强联合效应，预计将未上市公司带来极大业绩弹性。

## 1.2 赛诺水务膜技术优势明显，日照项目助力业绩再提升

赛诺水务成立于 2002 年，原为境外独资公司，2016 年 7 月完成境外红筹架构的拆除。公司由美国 CNC 技术有限公司独资设立，原名为北京赛恩斯特科技有限公司，2008 年更名为赛诺水务。公司原为吴红梅、陈火其等人通过境外融资而投资设立的返程投资企业，2016 年 5 月，各方签署拆除境外红筹架构协议，赛诺水务唯一股东 Mobius Water 将其持有赛诺水务的 100% 分别转让给陈火其、徐飒、西藏君升、天壕投资、Allied Honour、Oasis Water (HK)、Ocean Faith，2016 年 7 月完成所有转让事项，拆除红筹架构完成，公司性质转变为中外合资企业，控股股东为西藏君升，实际控制人为吴红梅。

赛诺水务提供市政、工业及海水淡化水处理综合解决方案，业务范围包括上游膜组件产品及下游污水处理、海水淡化工程。赛诺水务自 2002 年成立以来专注于工业废水处理及回用、市政污水处理及海水淡化领域为客户提供综合解决方案。经过多年发展，赛诺水务从污水处理领域逐步拓展到市政给水、市政污水处理、工业废水处理及回用、海水淡化领域，为客户提供水处理整体解决方案。与此同时，赛诺水务逐步形成了赛诺膜的膜产品销售与赛诺水务水处理整体解决方案互动的经营模式，水处理整体解决方案服务业务有力的带动了赛诺水务全资子公司赛诺膜的膜组件产品销售，促进了赛诺膜的膜组件产品系列化研发与生产。截至 2016 年 3 月末，赛诺膜的膜材料生产能力约为 200 万平方米/年，年可提供膜组件产品约 3.5 万支，折合日水处理能力超过 200 万吨/日。

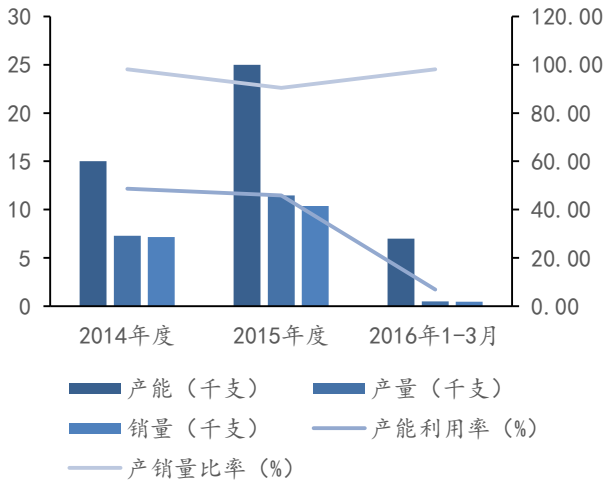
表 3：赛诺水务收入结构

项目	2014 年度		2015 年度		2016 年 1-3 月	
	金额(万元)	占比 (%)	金额(万元)	占比 (%)	金额(万元)	占比 (%)
水处理业务	7,302.00	36.42	19,418.61	85.36	279.29	48.25
膜产品业务	7,162.00	35.72	3,329.30	14.64	299.54	51.75
合计	20,049.21	100.00	22,747.91	100.00	578.83	100.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

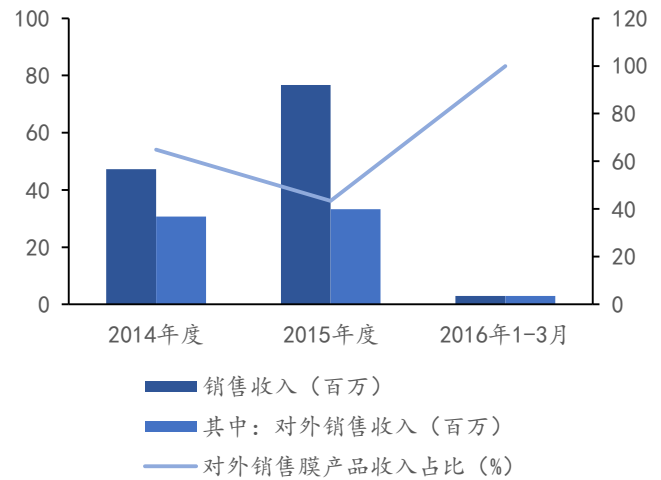


图 2：赛诺膜产品产销量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：赛诺膜产品销售收入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2014 年至今，赛诺水务盈利能力出色，毛利率维持在较高水平，高于同行业可比上市公司。2015 年，水处理业务项目的实施推进提升了公司整体盈利水平，毛利率达到 42.43%，较 2014 年增长近 5%；2016 年一季度，受季节性因素影响，营业收入的确认及成本结转均相对较低，毛利率呈现小幅下滑。2015 年，同行业可比上市公司平均毛利率 32.11%，赛诺水务 2015 年度毛利率 42.43%，较同行业可比上市公司平均毛利率高 10.32%，与行业内毛利率较高的碧水源相仿。赛诺水务拥有技术优势，具备较好的成本控制能力，能够在更低成本的基础上生产出更为优质的膜产品，并由此带动水处理业务的拓展，因而其业务毛利率较高。

表 4：赛诺水务分业务毛利率

年度	项目	水处理业务	膜产品业务	合计
2014 年	营业收入 (百万)	169.81	30.68	200.49
	营业成本 (百万)	110.22	15.64	125.86
	毛利率	35.09%	49.02%	37.22%
2015 年	营业收入 (百万)	194.19	33.29	227.48
	营业成本 (百万)	113.51	17.45	130.96
	毛利率	41.55%	47.58%	42.43%
2016 年 1-3 月	营业收入 (百万)	2.79	3.00	5.79
	营业成本 (百万)	1.72	1.76	3.48
	毛利率	38.35%	41.33%	39.90%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 5：A 股同行业上市公司毛利率

可比公司	证券代码	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-3 月
碧水源	300070.SZ	39.15	41.20	23.74
津膜科技	300334.SZ	37.83	31.75	42.99
中电环保	300172.SZ	28.35	31.95	28.14
万邦达	300055.SZ	29.93	28.20	32.01
巴安水务	300262.SZ	40.27	27.43	27.99
平均		35.11	32.11	30.97
赛诺水务		37.22	42.43	39.97

资料来源：公司公告，Wind 资讯，申万宏源研究

**赛诺水务在膜领域具有较强的技术优势，核心技术团队专业知识丰富。**公司创始人吴红梅是国内膜研究资深人士，曾多次创业。赛诺水务拥有膜领域及海水淡化方面 16 项专利，其应用热致相法制备的应用于 MBR 的超滤膜材料，其使用寿命是一般膜的 3 倍以上，通量可达一般膜的 1.3-1.5 倍。赛诺有意进军北美市场，前期市场开拓投入已达 3000 万。核心技术人员行业专业知识丰富，主要研究涉及资源与环境工程、自动控制、给排水、材料工程、机电一体化等领域。现有研发与技术人员 77 人，其中 14 人具有硕士、博士学位，5 人具有高级以上技术职称。

**日照项目完成后将推动业绩进一步增长。**日照赛诺膜组件及环保装备制造项目由赛诺水务控股子公司日照赛诺负责实施，建成后可年产超滤膜组件 6 万支、成套水处理装备 2,000 套。项目建设期 12 个月。总投资 3.6 亿元，本次配套募集资金投入资金金额为 1.68 亿元。我国水处理方案主要采用反渗透膜，超滤膜受制于价格高等因素的制约，在整体膜市场中的占比较低。但超滤膜过滤方法作为目前水预处理最有效的方法，顺应了当前水质污染情况日益严重、水预处理要求越来越高的趋势，受到越来越多公司的青睐。日照赛诺膜组件及环保装备制造项目的建成，将对赛诺水务膜产品生产能力起到提升作用，对公司推广膜产品、进一步打开超滤膜市场具有重要意义。

日照项目建成达产后，预计税后内部收益率为 34.39%，所得税后投资回收期为 5.17 年（含建设期），赛诺水务业绩将大幅增长。同时，持有日照赛诺 40% 股份的股东日照市水务集团有限公司承诺：“1、在天壕环境股份有限公司、赛诺水务以本次交易的募集配套资金 168,317,569.44 元投入日照赛诺之时，本公司按照持有日照赛诺的股权比例，同步投入 112,211,712.96 元。2、股东投入资金首先用于实缴各自认缴的日照赛诺注册资本，超过注册资本的部分以股东贷款的形式提供给日照赛诺用于项目建设。”

### 1.3 收购发挥协同效应，打造领先“水电气”整体方案提供商

**公司收购赛诺水务将发挥协同效应，补齐水务短板，打造“水电气”整体方案提供商，巩固公司在节能环保领域的领先地位。**赛诺水务业界领先的膜技术在公司上市资本运作平台的支持下，技术与资本双轮驱动拓展合同能源管理等产业链环节，实现资本协同。公司



与赛诺水务在若干年的经营中，积累了能源、节能、市政、水务等节能环保行业大量优质客户，同时双方的区域布局也有所差异，收购后将进行区域业务布局的统一规划和整合，加速拓展新市场领域和客户，实现市场协同。在日常经营中，双方可共享经营、管理、研发等资源和经验，提升管理水平和研发实力，实现优势互补、降本增效，实现运营协同。双方业务整合后，可打造全新的技术和业务模式，为目前已有的客户和未来潜在客户提供“水电气”一体化解决方案，提高公司行业覆盖、市场地位，增强客户粘性和议价能力，实现业务协同。

未来公司仍将采用集团统筹发展战略、协调整合资源但保持各板块管理运营具有一定独立性的管理模式，推进环保产业战略规划，巩固、提升行业领先地位，增强盈利能力。公司是创业板节能板块和环保板块的标杆企业，主营业务由余热发电逐步拓展到天然气运输、城市燃气供应等领域，此次收购水务领域领先的水处理解决方案提供商赛诺水务，公司新增水处理业务和膜产品业务，营业收入、利润总额、净利润规模将得到提升，公司战略性进入水处理服务行业，业务布局更加多元化，打造以“水、电、气”三位支撑的城市环境综合投资服务运营商，能够根据客户需求提供定制性的综合环境服务解决方案，进一步提升公司在环境市场竞争优势，并结合内生式和外延式的发展方式，成为中国环境综合投资服务运营商。公司三大业务板块有一定独立性，以便通过专业化管理提升盈利能力，同时公司将统筹发展战略，协调整合资源，增强公司整体竞争力。

## 2. 余热发电龙头地位稳固，拓展多领域余热利用

### 2.1 余热发电业务业绩平稳

公司成立于 2007 年，自成立以来以合同能源管理模式从事余热发电项目的连锁投资、研发设计、工程建设和运营管理，提供一体化综合服务。2012 年公司于深交所上市，融资后迅速扩大余热发电业务规模。

公司余热发电领域 EMC 商业模式优势明显，业绩平稳。目前工业节能领域三种主流商业模式为传统设计模式、工程总承包（EPC）、合同能源管理（EMC）、特许经营 BOT 等模式。公司余热发电业务大范围采用 EMC 模式，截至 2015 年末，公司已建成及在建的项目装机总规模达到 328MW，已有 20 个项目投产。截至 2016 年 9 月末，运营期订单 25 个，2016Q1-3 运营收入 8,154 万元，在建 EMC 项目 8 个，投资额合计 4.87 亿元，尚未执行订单 12 个，投资额合计 7.11 亿元，后续项目陆续完成后，余热发电业务收入将进一步提升。

合同能源管理是发达国家普遍推行的、运用市场手段促进节能的服务机制。节能服务公司为用户签订能源管理合同，为用户提供节能诊断、融资、改造等服务，并以节能效益分享方式回收投资和获得合理利润，可以大大降低用能单位节能改造的资金和技术风险，充分调动用能单位节能改造的积极性。EMC 模式中，节能服务公司实际销售的产品是“节能量”，实质是用能单位以减少的能源消费来支付节能项目全部成本。采取 EMC 模式，买方不用支付任何额外费用，即可“零成本”更换新的节能型设备，因而 EMC 模式广受相关企业青睐。目前国内 EMC 的运作模式和 BOT 的运作模式有很多相似之处，主要区别在于 BOT

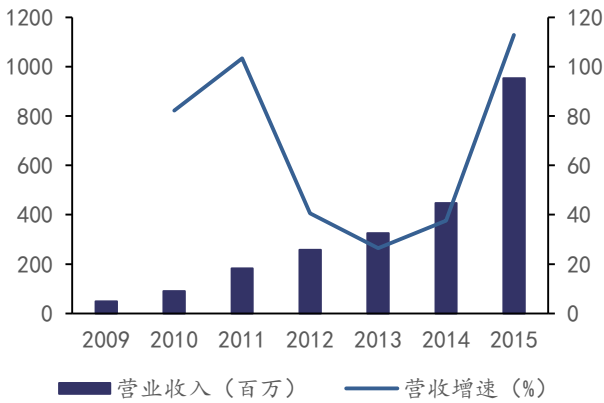
在运营期的收益一般由服务方全部收取，而 EMC 则由服务方和业主按合同约定比例共同分享节约的能源成本。

**表 6：公司已建成及在建的余热发电合同能源管理项目（2015 年末）**

序号	项目简称	项目状态	项目类型	装机规模 (MW)
1	天壕邯郸（一期）项目	已投产	水泥	7.5
2	天壕邯郸（二期）项目	已投产	水泥	9
3	天壕和益项目	已投产	水泥	6
4	天壕前景项目	已投产	水泥	6
5	天壕宣城项目	已投产	水泥	9
6	天壕荆门项目	已投产	水泥	9
7	天壕老河口项目	已投产	水泥	12
8	天壕兴山项目	已投产	水泥	4.5
9	天壕咸宁项目	已投产	水泥	9
10	天壕宜昌项目	已投产	玻璃	15
11	天壕安全（一期）项目	已投产	玻璃	15
12	天壕安全（二期）项目	已投产	玻璃	12
13	天壕宿迁项目	已投产	玻璃	6
14	天壕东台项目	已投产	玻璃	6
15	天壕沙河项目	已投产	玻璃	12
16	天壕芜湖项目	已投产	玻璃	12
17	天壕渝琥项目	已投产	玻璃	6
18	天壕淄博项目	已投产	玻璃	12
19	天壕元华项目	已投产	玻璃	9
20	天壕滕州项目	已投产	玻璃	12
21	天壕智慧项目	部分投产	玻璃	4
22	天壕金彪项目	部分投产	玻璃	5
23	天壕贵州项目	在建	水泥	6
24	天壕鄂尔多斯项目	在建	煤化工	25
25	天壕丰城项目	在建	煤化工	20
26	天壕常宁项目	在建	铜冶炼	6
27	鄯善非创项目	在建	天然气管道加压站	18
28	瓜州力拓项目	在建	天然气管道加压站	34
29	山丹力拓项目	在建	天然气管道加压站	7.5
30	中卫力拓项目	在建	天然气管道加压站	7.5
31	延川力拓项目	在建	天然气管道加压站	6
	<b>合计</b>			<b>328</b>

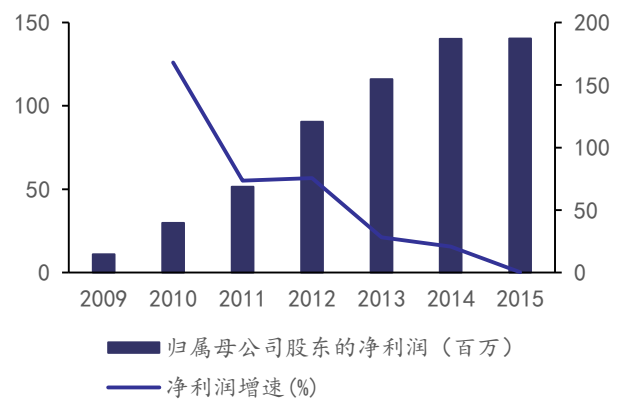
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司营业收入及增速



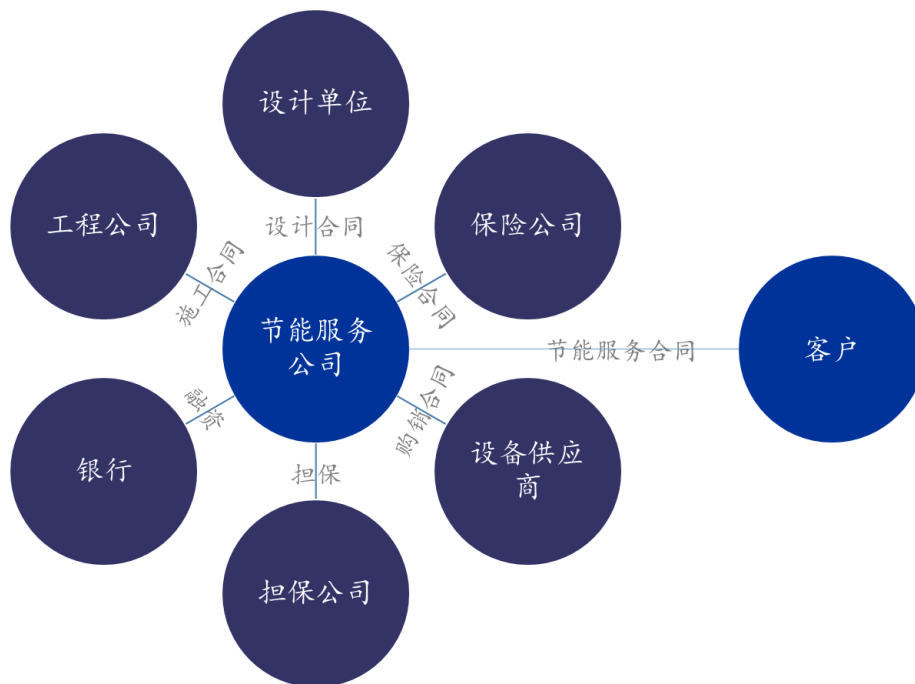
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：节能服务公司通过节能服务合同架起桥梁

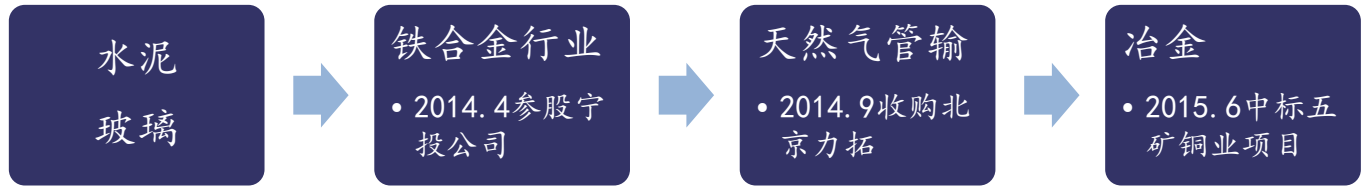


资料来源：申万宏源研究

## 2.2 具备多领域余热利用实力

公司余热发电业务早期着眼于水泥、玻璃行业余热利用，经过多年的技术研发，公司已积累了雄厚的技术研发实力和丰硕的科研成果，逐步向冶金、天然气管道运输行业拓展，截至目前公司拥有 27 项专利技术及多项非专利技术，已掌握水泥、玻璃、钢铁、冶金、化工、天然气管道压气站等行业余热发电技术，是目前国内少数掌握多个用能行业余热发电技术的节能服务公司之一。

图 7：公司余热利用业务领域拓展进程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3. 燃气业绩加速释放 燃气管线不断扩张

#### 3.1 收购北京华盛，业绩快速释放

2015 年天壕环境完成重大资产重组，全资收购北京华盛燃气，此次收购中原股东对公司业绩进行承诺：15-17 年扣非后净利润不低于 0.8、1.1、1.8 亿元，三年承诺净利润为 3.7 亿元。2015 年北京华盛扣非后归属母公司净利润达到 0.90 亿元，业绩承诺超额完成。

近年来，我国探明天然气储量持续增长。据《中国天然气发展报告（2016）》，截至 2015 年底，我国累计探明常规天然气地质储量 13.01 万亿立方米，剩余可开采储量 5.2 亿立方米；累计探明煤层气地质储量 6293 亿立方米，剩余可开采储量 3063 亿立方米；累计探明页岩气地质储量 5441 亿立方米，剩余可开采储量 1302 亿立方米。同时，自 2004 年至今，我国天然气产业已进入成长阶段，随着西气东输项目建设的发展，多条跨区域管道建成并逐步形成管网，天然气消费量持续增长，2005 年中国天然气消费量 468 亿立方米，2015 年增至 1931 亿立方米，年均增速 16%，是中国一次能源消费年均增速的 3 倍。

目前，我国天然气消费在一次能源消费结构中占比较低，2015 年达到 5.9%，远低于世界平均水平 23.7%，随着中国绿色低碳能源战略的持续推进，发展清洁低碳能源将成为优化能源结构的重要途径，未来天然气需求增量主要来自城镇燃气、天然气发电、工业燃料和交通运输领域。

北京华盛目前主要从事工业和城市居民用天然气供应业务，契合未来天然气增量需求的城镇燃气领域和工业燃料领域。公司在山西省原平市、兴县、保德县三市县拥有天然气特许经营权，从事工业及城市居民用天然气供应业务；北京华盛控股子公司霸州正茂在河北省霸州市津港工业园区拥有天然气特许经营权，从事工业天然气供应业务；参股的东营天隆天然气利用有限公司主要在山东省东营市广饶县稻庄镇范围内从事工业天然气供应业务。

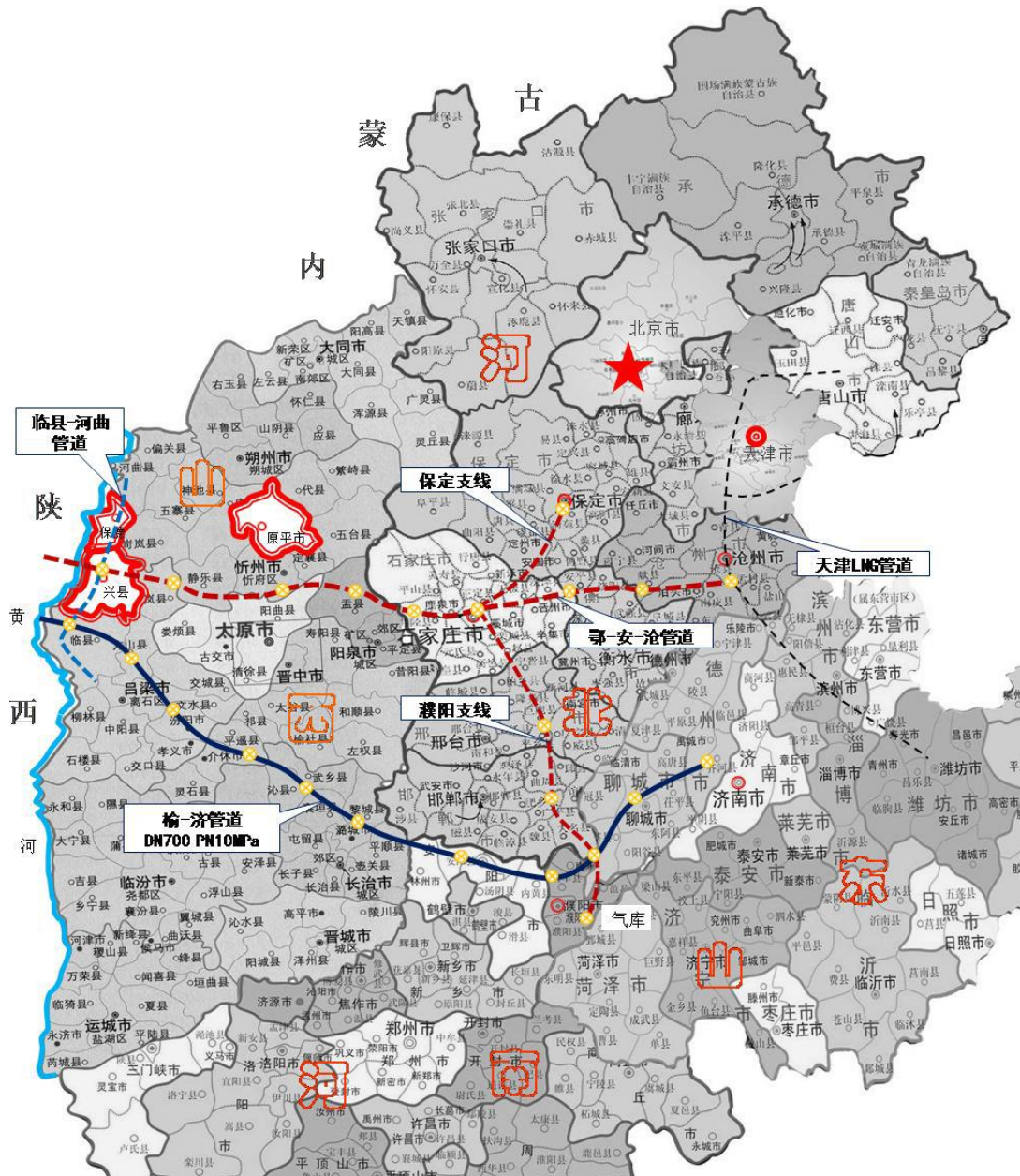
## 3.2 煤层气连接线项目即将完工，燃气板块盈利能力提升

北京华盛煤层气连接线项目即将完工，截止16年年底已完成总投资8亿中的的1.2亿。该项目由北京华盛全资子公司兴县华盛实施，主要建设内容包括天然气管道主管线、分支管线及配套场站等。其中，主管线总长度约为140.0公里，起点为团周坪计量站，终点为兴县瓦塘计量站，设计压力4.0MPa；分支管线总长度为23.5公里，设计压力4.0MPa。此外，计划沿途设置7座天然气场站和5座阀室及相关附属设施，总投资为8.04亿元，其中建设投资为7.98亿元。

2011年11月，国家发改委发布《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十二五”规划》，明确了加快煤层气开发利用，保障煤矿安全生产，增加清洁能源供应，促进节能减排，保护生态环境的基本方针。《山西省“四气”产业一体化发展规划（纲要）（2010年~2020年）》对“气化山西”的目标作了进一步明确：“到2015年，山西省“四气”供气总量达到218亿立方米，总利用量达到111亿立方米，覆盖人口2000万；到2020年，“四气”年供气量达到379亿立方米，实现119个县市区天然气、煤层气全覆盖，交通干线全覆盖，重点工业用户全覆盖，重点旅游区全覆盖”。《吕梁市“四气”产业一体化发展规划（2011年~2020年）》则明确要求加快吕梁地区煤层气的开发与利用。兴县华盛将兴县优质的煤层气资源，通过该工程输送至兴县城市各下游用户，使煤层气资源得以合理、有效的利用。



图 8：管道位置示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

煤层气连接线完工为兴县、保德煤层气远输外销提供可能。随着河东煤田煤层气资源的持续开发，煤层气产量未来将快速增长。当地乃至省内的市场需求只能消纳其中的一部分，实现煤层气跨省外输既能够有效释放山西省内的煤层气产能，又能够满足气源缺乏的华北、华东地区快速增长的天然气需求。

北京华盛完成气源掌控，业务进一步扩张。北京华盛掌握了外输煤层气的资源份额，同时公司通过煤层气代输机制能够按照气源地煤层气采购价格加上管输费的定价方式向下游目标市场销售天然气（煤层气），由此确定的煤层气定价将大幅低于当地的天然气门站价



格，从而使得由公司控制的下游目标市场天然气采购成本大幅降低。气源保障和成本优势大大增强了公司在河北、河南、山东等省份的扩张能力，据此进一步拓展外输管线下游河北、河南、山东等省市的城市燃气管网市场，将推动实现公司走出山西跨区域扩张的目标。煤层气连接线的完工是华盛向外扩张的重要一环，目前北京华盛已实现气源+管网+终端客户业务链闭环，全国燃气企仅此一家。天然气资产将给公司提供稳定的现金流。

## 4. 股权绑定湖北国资 水电气协同发展

考虑赛诺 17 年并表，我们维持 16-18 年盈利预测为 1.88、3.03、4.16 亿元，对应 EPS 为 0.21、0.34、0.46 元/股，对应 17 年 PE 为 30 倍，明显低于可比公司平均 40 倍估值。我们认为公司海水淡化业务及燃气业务成长性优异，同湖北国资合作也有望带来业务扩张，公司资本运作能力较强具备持续外延预期，重申“买入”评级。

表 7：可比公司估值表

代码	简称	2017/4/4			EPS			PE			PB
		最新收盘价	15A	16E	17E	15A	16E	17E			
300263.SZ	隆华节能	6.72	0.43	0.16	0.17	32	42	40	2.5		
600481.SH	双良节能	8.35	0.22	0.19	0.22	172	44	38	6.4		
000920.SZ	南方汇通	13.20	0.2	0.23	0.31	89	57	43	7.1		
300055.SZ	万邦达	15.99	0.39	0.31	0.34	46	52	47	4.8		
300334.SZ	津膜科技	16.19	0.2	0.17	0.5	90	95	32	3.4		
						86	58	40	4.8		

资料来源：申万宏源研究

注：除南方汇通和万邦达外，皆为 wind 一致预期

表 8：收入预测表

营业收入(百万)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
合同能源管理	180	252	289	317	297	305	343	315
工程技术服务	3	5	31	99	165	148	119	107
天然气供应及其他(北京华盛)					444	1321	2161	2521
设备销售	0	0	0	30	47	47	47	30
电动机制造	0	0	6	0				
光热								300
水务(赛诺)							634	905
主营业务合计	183	257	325	447	952	1821	3302	4178
其他业务	0	0	0	1	1			
合计	183	257	326	448	953	1821	3302	4178

资料来源：申万宏源研究

表 9：成本预测表

营业成本(百万)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
----------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

余热发电合同能源管理	73	104	121	136	135	139	156	144
工程技术服务	1	3	27	75	133	81	89	80
天然气供应及其他（北京华盛）					387	1,151	1,883	2,197
设备销售	0	0	0	27	43	43	43	28
电动机制造	0	0	7	0				
光热								180
水务（赛诺）							365	521
主营业务合计	73	107	156	237	699	1,415	2,536	3,149
其他业务	0	0	0	2	2	0	0	0
合计	73	107	156	239	701	1,415	2,536	3,149

资料来源：申万宏源研究

表 10：公司盈利预测（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	326	448	953	1821	3302	4178
二、营业总成本	229	336	845	1662	3015	3765
其中：营业成本	156	239	701	1415	2536	3149
营业税金及附加	3	6	8	16	29	36
销售费用	0	1	3	3	48	68
管理费用	56	71	91	156	335	491
财务费用	12	17	37	72	67	20
资产减值损失	2	2	5	(0)	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	3	3	3	3
三、营业利润	97	115	111	162	291	416
加：营业外收入	24	46	46	46	46	46
减：营业外支出	2	1	3	2	2	2
四、利润总额	118	160	154	207	335	460
减：所得税	6	21	15	20	33	46
五、净利润	113	139	139	186	302	414
少数股东损益	(3)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
归属于母公司所有者的净利润	116	140	140	188	303	416
六、基本每股收益	0.36	0.44	0.41	0.21	0.34	0.46
全面摊薄每股收益	0.13	0.16	0.16	0.21	0.34	0.46

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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。