

公用事业

2017年07月27日

联美控股 (600167)

——优质环保供热龙头 现金充沛项目扩张提速

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据: 2017年07月26日

收盘价(元)	23
一年内最高/最低(元)	24.88/15.41
市净率	5.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4853
上证指数/深证成指	3247.68/10297.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017年03月31日

每股净资产(元)	4.31
资产负债率%	51.30
总股本/流通A股(百万)	880/211
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《晨会推荐版170727—多空争夺激烈 围绕3250震荡整理》2017/07/27

《联美控股(600167)点评: 配套募集资金发行完毕 专注清洁能源有望快速扩张》2017/05/16

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

联系人

查浩
(8621)23297818×转
zhahao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **增发收购集团资产并配套募集资金先后落地, 公司收入、盈利双双大幅增长。**继16年公司发行股份收购集团旗下沈阳新北、国惠新能源100%股权后, 17年5月公司顺利完成配套资金募集。16年公司实现收入20.44亿, 实现归母净利润6.99亿元, 分别同比增长170%和295%。今年一季度公司收入和归母净利润分别同比增长23.33%和41.56%, 公司业绩高速增长持续。
- **资产注入推动公司供热业务重回高速增长通道, 引入清洁能源和能源管理平台技术助力公司转型。**16年资产注入后, 公司供热地块从沈阳浑南区拓展至沈阳北部商贸金融开发区、沈水湾地区等五大区域, 收获新地块尚处于建设期, 助力公司供热业务重回高速增长通道。本次注入的沈阳新北和国惠新能源公司旗下拥有生物质热电联产、污水源热泵项目, 国惠新能源具备多项国内领先清洁供热技术, 同时其“互联网+”能源管理系统已在公司全面推广。传统供热运营商逐步转型清洁能源+能源管理。
- **技术+管理实力突出, 公司盈利能力持续领先同行。**公司精细化管理实力突出, 能效及成本控制能力显著优于同行, 多年来公司供热业务毛利率水平一直远高于行业平均。本次资产收购完成后, 协同效应初步显现, 2016年公司供热业务毛利率进一步上升至33.82%, 远高于同期行业平均的13.39%。同时, 公司积极推广旗下“互联网+”能源管理技术, 提升公司管理体系技术水平, 进一步推动盈利能力提升。
- **转型环保新能源运营商, 异地扩张之路有望加速。**近年来政策持续加码, 清洁供热成未来大趋势。公司在传统供热领域具备多年的技术积累, 盈利能力持续远高于同行印证公司实力。公司具备多种清洁能源供热项目运作经验, 有助于公司因地制宜开展清洁能源供热。公司“互联网+”能源管理平台先进, 有助于公司将优质的管理直接输出, 实现项目快速扩张。公司目前已有泰州项目的成功经验, 3月份公告与辽宁抚顺经开区达成生物质项目框架协议, 7月份公告中标沈阳皇姑区供暖特许经营。公司软硬件实力兼备, 自建+轻资产运营双管齐下, 异地扩张步伐有望全面提速。
- **盈利预测及投资评级:** 考虑公司供暖业务、接网业务步入扩张期, 政策持续推动清洁集中供暖, 公司供暖项目异地扩张有望全面提速, 我们上调公司17~19年归母净利润分别为9.01、12.20、15.99亿元(上调前分别为8.83、10.86和13.21亿元), EPS分别为1.02、1.39、1.82元/股, 对应PE分别为23、17和13倍。公司估值水平低于行业平均(17年25倍), 考虑未来3年业绩30%左右的高增长, 且公司在手资金充沛, 软硬件扩张可复制性强, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 运营区域内供热面积增长速度不及预期

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,044	1,046	2,627	3,390	4,223
同比增长率(%)	169.81	187.83	28.49	29.04	24.57
净利润(百万元)	699	452	901	1,220	1,599
同比增长率(%)	295.76	235.59	28.91	35.41	31.07
每股收益(元/股)	1.03	0.66	1.02	1.39	1.82
毛利率(%)	46.6	60.2	48.6	48.6	51.2
ROE(%)	28.2	15.4	12.4	14.4	15.9
市盈率	22		23	17	13

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

考虑公司供暖业务、接网业务步入扩张期，政策持续推动清洁集中供暖，公司供暖项目异地扩张有望全面提速，我们上调公司17~19年归母净利润分别为9.01、12.20、15.99亿元（上调前17~19年归母净利润分别为8.83、10.86和13.21亿元），EPS分别为1.02、1.39、1.82元/股，对应PE分别为23、17和13倍。公司估值水平低于行业平均（17年25倍），考虑未来3年业绩30%左右的高增长，且公司在手资金充沛，软硬件扩张可复制性强，维持“买入”评级。

关键假设点

参考当地城市供热面积规划，假设公司沈阳地区17~19年供暖面积年均增速约20%。

有别于大众的认识

“主动+被动”式增长，公司供热业务重回高增长通道。我们关注到公司16年收购的集团资产中，国润低碳所服务的浑南新城已被定位为沈阳市来的城市中心。在沈阳市政府迁入、四所大学新区入驻、新高铁站投运的带动下，当地正处于地产开发高峰期。公司在沈阳供热面积占总规划面积的16.82%，纳入评估中的面积占总规划面积的49.77%，公司供热面积有三倍以上的扩张空间。主动增长的同时，因环保问题加速集中供暖对燃煤小锅炉的替代，公司存量运营项目仍具被动增长空间，市场对此认知不足。

公司具备管理技术优势，异地软硬件扩张有望全面提速。近年来政策持续加码，清洁供热成未来大趋势。市场普遍认知到公司有复制重资产运营项目的储备。我们认为公司精细化管理、成本控制水平出众，盈利能力持续领先同行，有望进行“互联网+”能源管理平台的软件复制，开拓特许经营。公司正致力于从传统BO模式向PPP及委托运营等多种模式拓展业务转型，未来异地扩张有望全面提速。

股价表现的催化剂

异地扩张新的供暖项目落地

核心假设风险

运营区域内供热面积增长速度不及预期

目录

1. 区域热力龙头 供热主业成长优异.....	5
1.1 集团优质资产注入，收入、盈利双双大幅增长.....	5
1.2 配套资金募集顺利完成，加速转型环保新能源运营商.....	6
1.3 募资前后实际控制人保持不变.....	7
2. 资产注入规模大增 龙头实力进一步增强	8
2.1 收获沈阳供热新地块 规模大增打开成长空间.....	8
2.2 传统供热运营商转型清洁能源+能源管理.....	10
2.3 优质龙头管理能力突出 整合后盈利能力进一步提升.....	11
3. 转型环保新能源运营商 异地扩张之路加速.....	12
3.1 政策持续加码 清洁集中供暖空间广阔.....	12
3.2 多种方式灵活扩张 异地项目建设有望全面提速.....	14
4. 区域热力龙头 现金充沛保障外延扩张	15

图表目录

图 1: 收购完成后公司组织架构图	5
图 2: 公司历年业绩增长情况 (单位: 亿元)	6
图 3: 公司营业收入结构 (2016 年)	6
图 4: 沈阳新北历年业绩增长情况 (单位: 百万元)	6
图 5: 国惠新能源历年业绩增长情况 (单位: 百万元)	6
图 6: 并购前公司供热区域图	8
图 7: 并购后公司供热区域图	8
图 8: 公司供热面积、接网面积 (单位: 万平方米)	9
图 9: 公司毛利率、净利率逐年增长	12
图 10: 资产注入后公司期间费用率下降	12
图 11: 公司“三个复制、一个拓展”战略规划	14
表 1: 公司发行股份收购沈阳新北、国惠新能源股权	5
表 2: 配套募集资金用途 (单位: 亿元)	7
表 3: 并购资产及定增募集配套资金前后实际控制人股权比例变动情况	7
表 4: 资产收购完成后公司各主要供热区域情况 (单位: 万平方米)	9
表 5: 公司毛利率水平远高于行业平均水平	11
表 6: 供热行业主要政策	12
表 7: 公司中标皇姑区供暖特许经营项目具体情况	15
表 8: 可比公司估值表	16
表 9: 公司分行业营业收入预测 (单位: 百万元)	16
表 10: 公司分行业营业成本预测 (单位: 百万元)	17
表 11: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)	17

1. 区域热力龙头 供热主业成长优异

1.1 集团优质资产注入，收入、盈利双双大幅增长

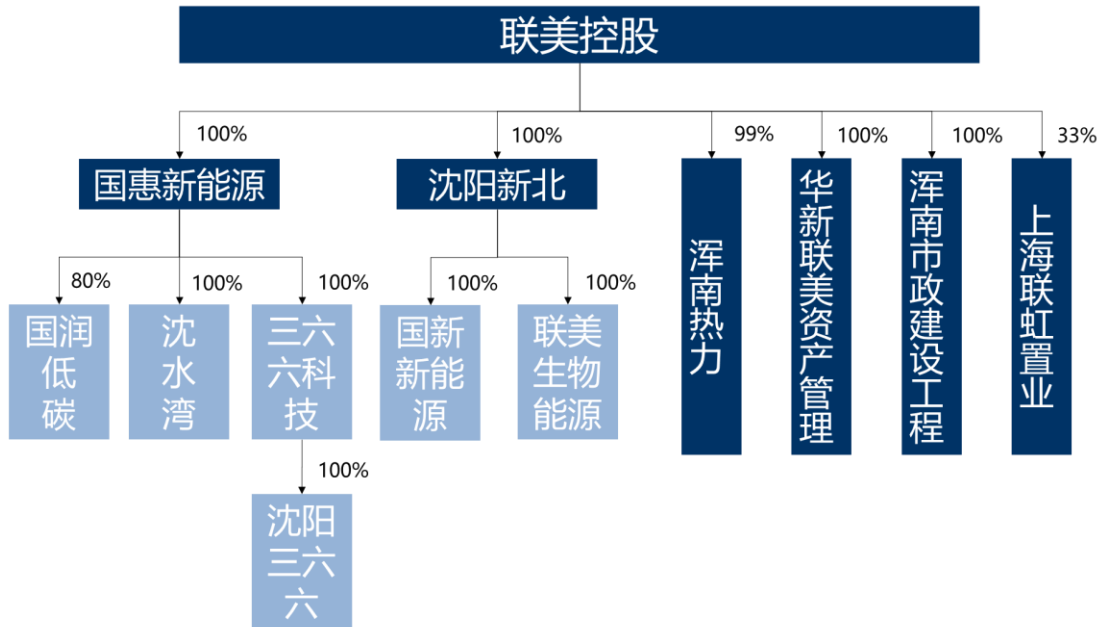
沈阳地区热力龙头，增发收购优质资产扩张供热区域。公司为沈阳市供热龙头，原供热区域主要位于沈阳市浑南区。16年5月公司收购联众新能源和联美集团旗下沈阳新北和国惠新能源100%股权，供热区域由浑南新区拓展至沈阳北部商贸金融开发区、沈水湾地区、江苏泰州等五大区域。公司主要收入来源为供热和接网费，其中供热业务营收占比63%。接网费的收取主要依赖新增开发和销售的民宅及公建用房，营收占比为20%，其余为电力业务占比10%，工程施工占比7%。

表 1：公司发行股份收购沈阳新北、国惠新能源股权

发行对象	价格（元/股）	发行数量（百万股）	金额（百万元）	交易标的
联美集团	10.13	42.49	430.42	沈阳新北 18.24%股权
联众新能源	10.13	426.66	4322.07	沈阳新北 81.76%股权 国惠新能源 100%股权
合计	-	300.79	4752.49	-

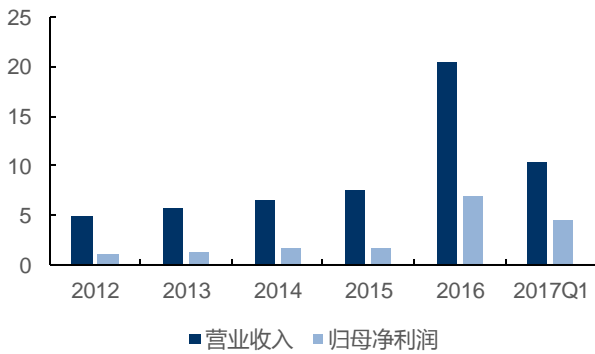
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 1：收购完成后公司组织架构图



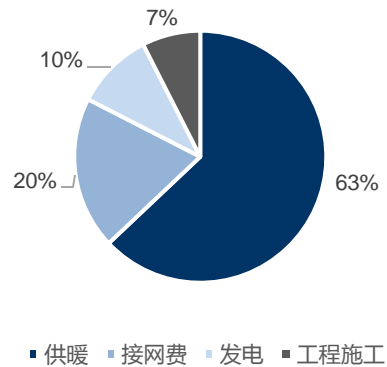
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司历年业绩增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

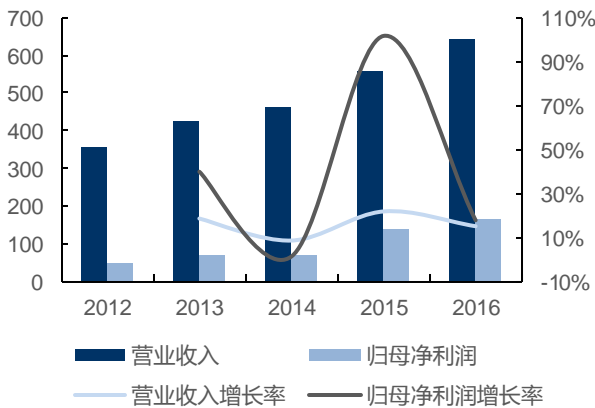
图 3：公司营业收入结构（2016 年）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

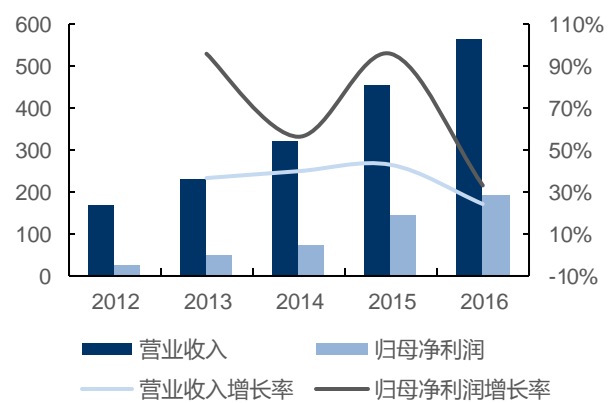
优质龙头业绩增长良好，并购完成公司收入、盈利双双大幅增长。公司近年来业绩增长良好，收入从 2011 年的 4.06 亿增长到 2015 年的 7.58 亿，CAGR 达 16.89%；归母净利润从 0.82 亿增长到 1.77 亿，CAGR 达 21.21%。2016 年公司成功收购沈阳新北和国惠新能源，收入、盈利规模步入新台阶，当年营业收入、归母净利润分别达到 20.44 亿和 6.99 亿，分别同比增长 170%、295%。公司新收购标的成长性同样良好，我们以经过调整后的 14-16 年业绩数据来看，公司收入和归母净利润复合增速分别达到 18.40%和 51.89%。

图 4：沈阳新北历年业绩增长情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：国惠新能源历年业绩增长情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 配套资金募集顺利完成，加速转型环保新能源运营商

募集配套资金增发落地，增发价较之前公告大幅提升。为配合对沈阳新北和国惠新能源的股权收购，同时推进公司业务进一步发展，公司同时推出募集配套资金计划。2017 年 5 月，公司以 19.36 元/股的价格向包括北信瑞丰在内的 6 名对象发行 19989.67 万股，共募集 38.7 亿元资金。其中，本次增发价格 19.36 元/股较之前公告发行价 13.09 元/股大幅提升，增幅达 47.9%。

募投项目进一步夯实供热主业，加速转型环保新能源运营商。公司本次募投项目投资总额约为 69.5 亿元，其中使用募集资金约 38.7 亿元，使用自有资金约 30 亿元。募投项目包括新的热源点和管网工程建设，将会进一步提升公司的供热面积，节约成本、提升盈利能力。募投项目还包括清洁能源供热、生物质发电及移动互联多元服务项目，通过募投项目建设公司将进一步加速转型成为环保新能源运营商。

表 2：配套募集资金用途（单位：亿元）

募投项目	实施主体	投资总额	募集资金投资额	达产后预计年利润	内部收益率
文官屯热电厂热网工程项目	国新新能源	7.42	2.00	0.88	13.79%
浑南新城南部热源热电联产区域能源升级改造热网工程项目	国润低碳	20.92	4.50	1.69	9.18%
热网改造升级及环保设备改造工程	浑南热力	24.71	24.70	预计接网费总收入 11 亿元，采暖预计总收入 5.5 亿元，每年节约成本 1.4 亿元	
浑南热力 3 号热源厂建设项目	浑南热力	2.49	1.50	预计接网年收入 4 千万，采暖年收入 2.08 亿元	
清洁能源工程项目	浑南热力	3.30	3.20	0.14	5.11%
生物质发电项目	联美生物能源	3.32	0.70	1.46	8.80%
能源移动互联多元服务项目	三六六科技	7.32	2.10	-	39.78%
合计	-	69.48	38.70	-	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 募资前后实际控制人保持不变

公司实际控制人为苏氏家族。公司实际控制人为苏素玉、苏武雄、苏冠荣、苏壮强、苏壮奇等苏氏家族成员，上述一致行动人通过联众新能源和联美集团两大平台持有公司股份。在本次增发并购资产和募集配套资金完成前，苏氏家族通过联美集团持有公司 46.97% 的股份。

16 年 5 月公司向联美集团发行股份购买其持有的沈阳新北 18.24% 股权，向联众新能源发行股份购买其持有的沈阳新北 81.76% 股权及国惠新能源 100% 股权，发行完成后联美集团持有公司 20.82% 股权，联众新能源持有公司 62.73% 股权，苏氏家族通过两大平台合计持有公司 83.55% 的股份。

17 年 5 月本次增发募集配套资金顺利完成，公司向北信瑞丰、拉萨和泰装修等 6 名对象发行 19989.67 万股，发行完成后联美集团持有公司 16.09% 股份、联众新能源持有公司 48.48% 股份，苏氏家族通过两大平台合计持有公司 64.57% 股份。苏氏家族仍为公司实际控制人且地位进一步加强。

表 3：并购资产及定增募集配套资金前后实际控制人股权比例变动情况

股东名称	16 年资产并购前		16 年资产并购后		2017 年增发后	
	持股数量（亿股）	占比	持股数量（亿股）	占比	持股数量（亿股）	占比
联美集团	0.99	46.97%	1.42	20.82%	1.42	16.09%
联众新能源	-	-	4.27	62.73%	4.27	48.48%

其他股东	1.12	53.03%	1.12	16.45%	1.12	12.71%
2017年增发对象	-	-	-	-	2.00	22.71%
合计	2.11	100%	6.80	100%	8.80	100%

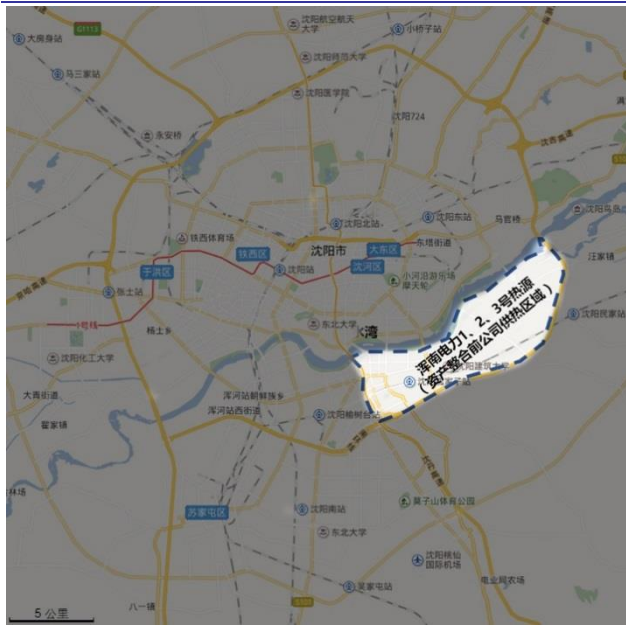
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 资产注入规模大增 龙头实力进一步增强

2.1 收获沈阳供热新地块 规模大增打开成长空间

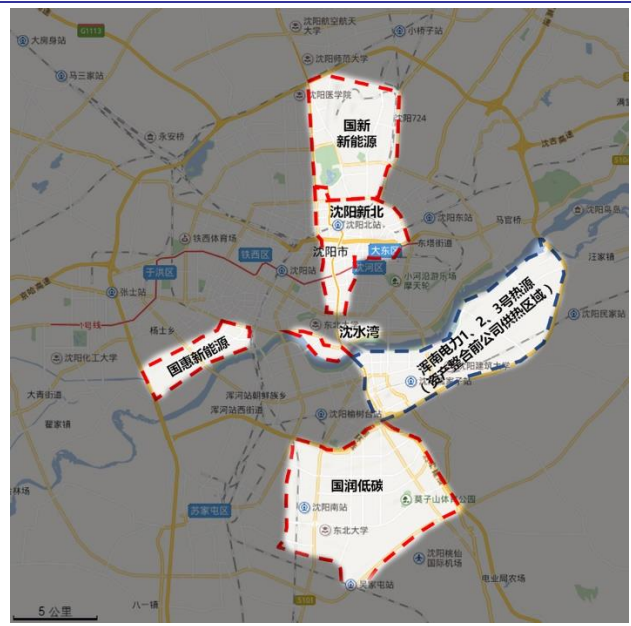
并购收获沈阳供热新地块，供暖面积、接网面积双双大幅增加。在16年并购沈阳新北和国惠新能源之前，公司供热区域主要为沈阳市浑南新区，公司子公司浑南热力在该区拥有1、2、3号热源点。截至2015年底公司供暖面积和接网面积分别为1980、2600万平方米。16年随着公司对沈阳新北、国惠新能源收购完成，公司供暖区域顺利扩张到包括沈阳北部商贸金融开发区、沈水湾地区等在内的五大区域，公司供暖面积和接网面积分别达到4600、6160万平方米，同比分别增长15.58%和33.91%。

图 6：并购前公司供热区域图



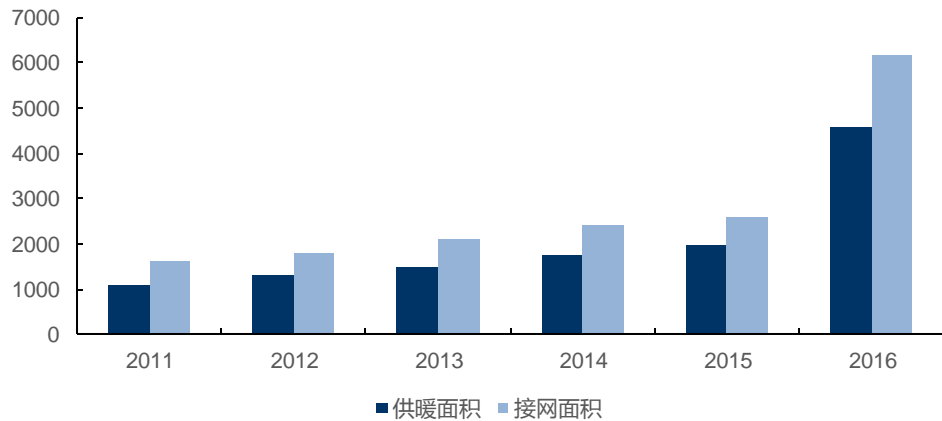
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：并购后公司供热区域图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：公司供热面积、接网面积（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

原有区域供热面积增长已放缓，新地块帮助公司沈阳本地供热业务重回高增长通道。自 2003 年公司在沈阳地区开展供热业务以来，供热面积从约 150 万平方米增长到 2015 年底的 1980 万平方米，CAGR 约 23.99%。由于原有区域供热业务逐渐饱和，近年公司原有区域供热和接网面积增速显著放缓，2013-2015 供热面积增速仅为 16.67%、14.29%和 12.50%，接网面积增速仅为 16.67%、14.29%和 8.33%。本次收购的孙公司国润低碳所服务的浑南新城，已被定位为沈阳市未来的城市中心。在沈阳市行政职能迁入、新高铁站投运带动下，当地正处于房地产开发的高峰期。公司在沈阳供热面积占总规划面积的 16.82%，纳入评估中的面积占总规划面积的 49.77%。公司供热面积有三倍以上的扩空间，支撑沈阳本地供热业务重回高增长通道。

表 4：资产收购完成后公司各主要供热区域情况（单位：万平方米）

下属公司	业务模式	截至 2015 年底供热面积	远期规划供热面积	供热地区	发展现状及趋势
浑南热力	集中供热	1,980	3,300	浑南新区	3 号热源厂建设中，地属新兴城区，还有较大的市场潜力
沈阳新北	热电联产	787	960	北站商贸金融开发区 沈阳商贸金融开发区	现负荷率 79%，在不增发电机组的情况下，还可增加供热面积 200 万平米
国新新能源	新型主、次、微区域组合热源供热	33	2,613	金廊中心及金廊北部区域、首府新区、三台子经济区等	在新建的换热站将建设分布式清洁能源热源系统，清洁能源建设比例将超过 20%
国惠新能源	水源热泵及梯级加热技术供热	529	2,000	于洪新城	采用清洁能源技术，每年污染物排放量较一般供热企业低，具有良好的社效益，有利于公业务的进一步拓展和长远发展
沈水湾	水源热泵及梯级加热技术供热	157	-	沈水湾地区	
国润低碳	新型主、次、微区域组合热源供热	504	4,660	浑南新城	供热区域是沈阳市未来的行政中心、科技中心、文化中心

联美生物能	生物质热电联产	-	2,500	泰州国家医药高新技术产业开发区	目前具有 2.1 亿度/年发电能力，规划最终发电产能 2.7 亿度/年，年生产蒸汽 117 万吨
-------	---------	---	-------	-----------------	--

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 传统供热运营商转型清洁能源+能源管理

收购资产技术禀赋优异，公司转型清洁能源+能源管理。公司通过对沈阳新北和国惠新能源的收购，提升了传统供暖技术水平，丰富了清洁供暖技术，同时开始发力基于移动互联网的能源管理平台。

生物质热电联产：沈阳新北全资子公司联美生物能源当前负责运营泰州医药高新区热电联产项目。泰州项目主要燃料为稻草、稻壳、树皮、油菜杆及木片等农林业加工剩余物，其电力产品的主要客户为电网公司，而热力蒸汽产品的主要客户为泰州医药高新区驻区生产企业。联美生物能源最终规模为年发电 2.16 亿 kWh，年生产销售蒸汽 118 万吨。联美生物能源的主要设备为 2 台 75 吨/小时高温高压联合炉排蒸汽锅炉，2 台 15MW 汽轮发电机（抽凝）。

污水源热泵供热：国惠新能源旗下全资子公司沈水湾，采用热动式污水源热泵对废热资源进行回收利用提供集中供热。通过将废水中的低品位余热进行提取回收，提升为高品位热源进行集中供热，可节省原煤 30%。沈水湾污水源热泵项目装机量大，技术较为先进，已被建设部列为示范项目。

垃圾焚烧发电：国惠新能源为沈阳绿色环保产业公司第二大股东，持有其 19% 股权。沈阳绿环第一大股东为沈阳国资委旗下产业平台。目前沈阳绿环运营多个垃圾焚烧发电项目，具备较为丰富的项目经验。

清洁高效热电联产：国惠新能源供热技术水平较高，作为辽宁省博士后创新实践基地已开发多项热力供应领域相关的专利技术，目前拥有固定床锅炉分相燃烧技术、多管水面自激波烟气处理技术、分布式清洁能源与集中供热联供技术、换热器自洁技术、智能型分户温控与统计装置等多项专利，处于国内领先水平。国惠新能源热电联产项目在技术上可实现煤的洁净化燃烧，兼顾了经济性和环保要求，燃烧效率高达 90%，尾气四合一回收（除尘、除硝、脱硫、脱氮，余热回收）可实现超净排放，尾气处理技术业内领先。

“互联网+”能源管理：国惠新能源旗下三六六移动科技公司将互联网信息技术与工业自控技术结合，利用移动互联手段为供热企业提供设备运行、系统维护、客户服务、企业管理等软、硬件系统。该系统已经在公司全面使用，基本完成多维监控全覆盖，能够做到通过图像、温度、声音、气味、振动等全方位自动化监控，执行对风险的实时监控；三六六移动互联将能源生产端、传输端、消费端系统连接起来，根据环境、设备状态智能感知，达到高效节能的目的，采用软硬件结合的方式实现能源高效管理。依托于公司在热电环保及新能源方面监控管理及客户服务的经验优势，进行技术输出，业务领域逐步覆盖到整个能源行业。

2.3 优质龙头管理能力突出 整合后盈利能力进一步提升

横向来看，公司毛利率水平远高于行业平均，技术+管理优势突出。我们统计了A股主要涉及供热业务的上市公司，发现公司的毛利率水平要远高于行业平均。以16年为例，除公司外的主要供热上市公司平均毛利率为13.39%，部分企业毛利为负或者为微利状态，公司当年供热业务毛利率为33.82%，远高于行业平均水平。公司毛利率较高的原因是多方面的，一方面公司供热技术相对先进，单位供热煤耗低于行业平均水平；另外一方面公司管理较为优良，跑冒滴漏现象远远少于部分同行。

公司在多年的实际经营过程中积累了丰富的行业经验，培育了一支专业素质高、经验丰富并具有创新能力和改造优化传统模式的优秀管理团队，管理团队熟悉各项项目管理流程和项目实施细节，不仅具有合理制定计划、严格执行计划的能力，还具有随时根据实际进度调整计划和配置资源的能力。同时，已形成了相对成熟的管理模式和经营管理经验，实行精细化管理，成本控制能力较强。

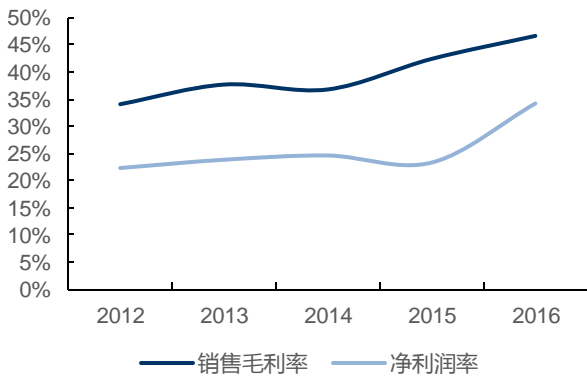
表 5：公司毛利率水平远高于行业平均水平

	2016年 供热收入(亿元)	2016年 收入占比	2012年 供热毛利率	2013年 供热毛利率	2014年 供热毛利率	2015年 供热毛利率	2016年 供热毛利率
惠天热电	14.03	76.68%	9.91%	10.06%	12.58%	6.88%	-1.92%
滨海能源	5.65	93.52%	5.25%	4.71%	4.74%	4.32%	0.74%
大连热电	5.07	71.67%	19.60%	24.02%	28.37%	28.96%	25.98%
宁波热电	5.06	41.70%	21.27%	26.96%	25.87%	25.92%	21.76%
哈投股份	11.18	46.92%	22.62%	21.94%	23.13%	27.38%	26.18%
富春环保	10.48	38.81%	25.24%	21.91%	23.55%	31.05%	29.62%
平均			17.32%	18.27%	19.71%	20.75%	17.06%
联美控股	12.73	62.28%	25.98%	21.11%	21.96%	30.12%	33.82%

资料来源：Wind，申万宏源研究

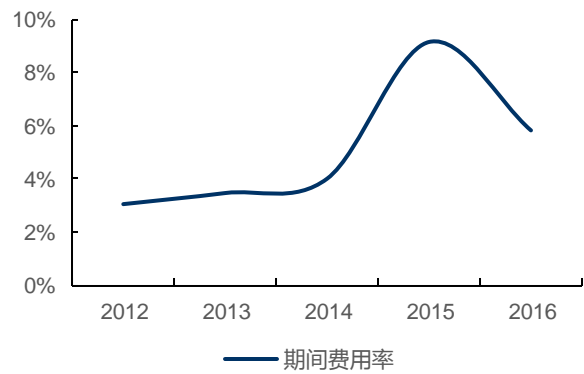
纵向来看，公司近年来盈利能力不断加强，16年收购完成后毛利率、净利率进一步提升。从2013年至今，公司盈利能力逐年上升，毛利率从12年的34.05%增加到16年的46.62%，净利率从13年的22.31%增加到16年的34.19%。与此同时，资产注入完成后公司期间费用率也进一步下降，期间费用率从15年的9.15%下降到16年的5.82%。公司管理上不断优化，同时整合沈阳新北和国惠新能源后的协同效应初步显现，盈利能力有望持续提升。

图 9：公司毛利率、净利率逐年增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：资产注入后公司期间费用率下降



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 转型环保新能源运营商 异地扩张之路加速

3.1 政策持续加码 清洁集中供暖空间广阔

煤炭清洁高效利用政策逐步完善，清洁供热成未来发展趋势。近几年国家连续出台煤炭清洁高效利用政策，鼓励发展热电联供、集中供热等供热方式，以天然气、电力等清洁能源和生物质能替代落后的分散中小燃煤锅炉，各省市政府也纷纷出台相应配套措施，未来清洁供热必将成为主流的发展趋势。

2017 年辽宁省人民政府公布了《辽宁省污染防治与生态建设和保护攻坚行动计划（2017-2020 年）》，要求扩大煤改电供暖范围，推广背压机组和煤炭清洁燃烧技术，全面拆除老旧低效燃煤锅炉，提高城市集中供热比重。2017 年，沈阳市建成区基本取缔 20 蒸吨及以下燃煤锅炉，其他城市建成区取缔 10 蒸吨及以下燃煤锅炉。到 2020 年，新增城市地源热泵等清洁能源供暖 2000 万平方米，其中“煤改电”供暖面积 500 万平方米，同年建成区全面实现高效一体化供热。

表 6：供热行业主要政策

文件名称	发布时间	发布单位	内容
《大气污染防治行动计划》	2013	国务院	加快推进集中供热、“煤改气”、“煤改电”工程建设。在供热供气管网不能覆盖的地区，改用电、新能源或洁净煤，推广应用高效节能环保型锅炉。
《国务院关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》	2014	国务院	大力推进东北地区城市供热、供水等管网设施改造。在东北地区加快审批建设一批热电联产集中供热项目。支持工业燃煤锅炉节能减排改造、余热余压利用示范工程。
《国务院办公厅关于印发能源发展战略行动计划（2014-2020 年）的通知》	2014	国务院	大力发展分布式能源，科学发展热电联产，鼓励有条件的地区发展热电冷联供，发展风能、太阳能、生物质能、地热能供暖。

《国家能源局 环境保护部 工业和信息化部关于关于促进煤炭安全绿色开发和清洁高效利用的意见》	2014	国家能源局、环境保护部、工业和信息化部	鼓励发展热电联供、集中供热等供热方式，以天然气、电力等清洁能源和生物质能替代落后的分散中小燃煤锅炉。推广先进适用的工业炉窑余热、余能回收利用技术，实现余热、余能高效回收及梯级利用。
《2015 年循环经济推进计划》	2015	国家发改委	在粮食主产区有序推进生物质热电联产，鼓励对常规生物质发电实行热电联产改造，到 2015 年底热电联产机组容量超过 100 万千瓦。
《工业和信息化部、财政部关于联合组织实施工业领域煤炭清洁高效利用行动计划的通知》	2015	工业和信息化部、财政部	促进区域产业衔接融合，在条件适宜的地区或工业园区，推进焦化、煤化工与区域集中供热一体化模式，替代分散中小燃煤工业锅炉。
《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020 年）》	2015	国家能源局	到 2017 年，地级及以上城市建成区基本淘汰 10 蒸吨/小时及以下的燃煤锅炉；鼓励发展热电联供、集中供热等供热方式，以天然气（煤层气）、电力等清洁能源替代分散中小燃煤锅炉。
《电力发展“十三五”规划（2016-2020 年）》	2016	国家发改委、国家能源局	按照“以热定电”的原则规划建设热电联产项目。优先发展背压式热电联产机组，电力富裕地区严控抽凝式热电机组。
《辽宁省人民政府关于印发辽宁省大气污染防治行动计划实施方案的通知》	2014	辽宁省人民政府	以钢铁企业为重点，全面推进工业余热供热，2015 年新增余热供热面积 600 万 m ² ，到 2017 年，新增余热供热面积 1700 万 m ² 以上。
《关于印发辽宁省污染防治与生态建设和保护攻坚行动计划（2017—2020 年）的通知》	2017	辽宁省人民政府	积极推进工业余热供暖和区域高效一体化供热，到 2020 年，新增城市地源热泵等清洁能源供暖 2000 万平方米，建成区全面实现高效一体化供热。
《沈阳市城市供热规划（2013-2020 年）》	2014	沈阳市人民政府	以热电联产、集中供热为主，优先利用现有热电厂供热能力，扩建、改建现有热电厂、规划新建热电厂发展热电联产；优先利用工业余热，提高供热设施的利用率。
《沈阳市清洁和可再生能源发展计划》	2016	沈阳市发改委	进一步提高燃气分布式供热、电采暖、地（水）源热泵等清洁能源供热比例。2016 年民用供暖领域“煤改电”试点面积不低于 30 万 m ² ，公建领域“煤改电”试点面积不低于 70 万 m ² 。2017 年在总结试点经验的基础上，再新增“煤改电”供热面积 500 万 m ² 。

资料来源：政府网站，申万宏源研究

“十三五”期间热电联产发展空间显著，未来将成为城市集中供暖主要方式。我国集中供热能耗平均在 20 至 25 公斤标煤/m³，而欧洲为 10 至 15 公斤标煤/m³。在西方集中供热热源以热电联产为主，而我国以区域锅炉房为主，这就造成了我国煤炭资源的严重浪费。2016 年，国家出台《电力发展“十三五”规划（2016-2020 年）》，规划指出“十三五”期间，热电联产机组灵活性改造规模达到 1.33 亿千瓦，到 2020 年，实现北方大中型以上城市热电联产集中供热率达到 60% 以上。

热电联产集中供热的能源利用效率在 80% 左右，供热煤耗约为 40 公斤标煤/GJ，而区域锅炉集中供热的能源利用效率仅在 60% 左右，供热煤耗约为 55 公斤标煤/GJ。可以看出，热电联产与区域锅炉房相比，优势明显，未来这一高效节能的供热方式应用比重将会进一步提高。另外，热电联产行业具有区域自然垄断性。一般情况下热电联产企业在所在城市或区域都有较为明确的供热范围，担负供热范围内的集中供热，且在一定供热半径内不允许

修建新的热源点，因此在供热范围内受到竞争的可能性较小，前期发展热电联产的企业其利润会得到一定程度的保证。

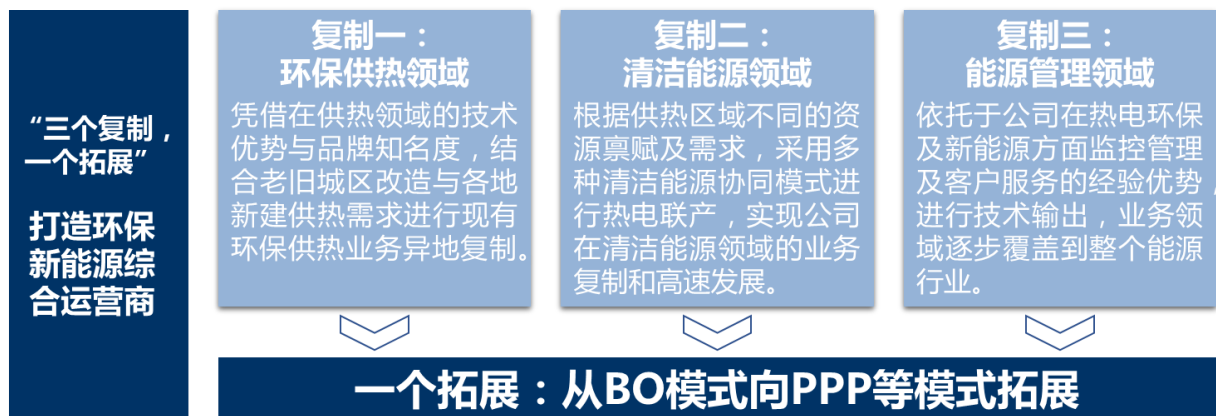
多元化能源综合利用，新能源供热方式将得到进一步推广。传统煤炭资源日益枯竭，伴随着国家节能减排措施的不断推出，在推广煤炭清洁高效利用的同时，新能源、清洁能源等环保供热方式也将得到进一步推广。《电力发展“十三五”规划(2016-2020年)》明确要求，积极清洁利用生物质能源、开展燃煤与生物质耦合发电、燃煤与光热耦合发电示范与应用，推进“万千瓦级”高温地热发电项目建设等。其中生物质能源供热方式是目前技术比较成熟一种新型供热方式，规划指出到2020年，生物质发电装机将达到1500万千瓦左右。

3.2 多种方式灵活扩张 异地项目建设有望全面提速

立足公司技术+管理核心优势，“三个复制，一个拓展”灵活扩张供热区域。通过本次资产整合，公司技术和管理核心优势进一步得到确立。一方面公司进一步提升了传统供热技术水平，供热的节能性和环保性有了较大提升，另外一方面公司整合本体和沈阳新北及国惠新能源的管理队伍，管理能力进一步加强，通过引入三六六科技的“互联网+”能源管理平台，进一步提升公司在管理领域的技术水平，有利于未来高效、标准化的输出管理服务。

公司当前战略可概括为“三个复制，一个拓展”。未来有望基于现有供热技术优势，异地复制环保供热业务；基于清洁能源技术，异地复制清洁能源协同模式热电联产；基于公司优质管理队伍和先进的“互联网+”能源管理平台，成体系输出公司能源管理服务。同时，公司当前业务拓展主要以重资产的BO模式为主，项目周期长，扩张速度慢，对公司资本金要求高；未来公司有望通过PPP等模式加速异地项目拓展。

图 11：公司“三个复制、一个拓展”战略规划



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司管理能力优异，项目拓展竞争力强，泰州项目初获成功后异地扩张有望全面提速。
公司管理能力优异，毛利率远高于行业平均水平且持续提升。与此同时，公司同时具备传

统供热运营、生物质热电联产、污水源热泵等多种清洁能源供热项目运营经验。综合来看，公司在供热项目拓展方面具备较强的市场竞争力。沈阳新北旗下联美生物能源已成功运营泰州医药产业园项目，同时公司今年3月与辽宁省抚顺胜利经济开发区管理委员会签订框架协议，拟投资3.3亿元建设生物质发电工程项目。公司软硬件实力兼备，异地扩张步伐有望全面提速。

轻资产模式扩张沈阳皇姑区供暖项目，发挥精细化管理、区域间协同优势提升项目盈利。公司17年7月26日公告子公司国惠新能源中标沈阳市皇姑区供暖公司发起的特许经营权租赁项目。该项目中标价格为2.41亿元，特许经营时间为15年。根据目前的中标价格，公司仅需承担皇姑区供暖公司在职和离退休人员工资、医疗、社保等相关费用，特许经营期间公司全额享有项目收益。公司将会以自身优势和对方业务融合，以公司信息集成应用系统（EIS系统）为科技推动力，对该项目进行精细化管理。同时，皇姑区供暖项目邻近公司原有供暖区域（沈阳新北、国新新能源供暖区域），公司供暖区域扩张到皇姑区后有望发挥区域间协同效应，降低供暖成本。公司通过输出精细化管理方案，以及发挥区域间协同效应，有望不断提升项目盈利水平。

表 7：公司中标皇姑区供暖特许经营项目具体情况

合同主要事项	具体内容
经营区域	供热区域为皇姑区，东起松花江街、西至塔湾钢材市场、哈大铁路线以北、崇山路以南，包括崇山路以北太平庄供热区域
供暖面积	约530万平方米
特许经营时间	15年，即2017年7月至2032年6月底
中标价格（=X+Y）	2.41亿元
中标价格组成 X	公司负担的皇姑区供暖公司在职和退休人员工资、医疗、社会保险、公积金及福利待遇，由于退休人员逐年增多，该项费用逐年递减，第一年支付2282万元，最后一年支付975万元
中标价格组成 Y	公司在特许经营期预期收益的某一比例分成，目前暂按0考虑

资料来源：公司公告，申万宏源研究

轻资产扩张首个项目落地标杆效应突出，未来“自建”+“委托管理”两种模式双管齐下，异地扩张步伐持续加速。皇姑区项目为公司采取“委托管理”轻资产模式收获的首个项目，随着项目顺利落地转入运营，标杆效应突出。公司将以“自建”和委托经营管理等“轻资产”双重模式，对现有业务进行复制扩张，以沈阳为切入点不断在全省及全国范围内复制拓展公司未来有望继续采取轻资产模式加速异地供暖项目扩张步伐。

4. 区域热力龙头 现金充沛保障外延扩张

资产注入后公司供热业务重回高速增长通道。公司16年收购的孙公司国润低碳所服务的浑南新城，已被定位为沈阳市来的城市中心。在沈阳市行政职能迁入、新高铁站投运的带动下，当地正处于房地产开发的高峰期。公司在沈阳供热面积占总规划面积的16.82%，纳

入评估中的面积占总规划面积的 49.77%。公司供热面积有三倍以上的扩张空间，支撑沈阳本地供暖业务重回高速增长通道。

转型环保新能源运营商，异地扩张之路有望加速。近年来政策持续加码，清洁供热成未来大趋势。公司在传统供热领域具备多年的技术积累，盈利能力持续远高于同行印证公司实力。公司具备多种清洁能源供热项目运作经验，有助于公司因地制宜开展清洁能源供热。公司“互联网+”能源管理平台先进，有助于公司将优质的管理直接输出，实现项目快速扩张。公司目前已有泰州项目的成功经验，3月份公告与辽宁抚顺经开区达成生物质项目框架协议，7月份公告中标沈阳皇姑区供暖特许经营。公司软硬件实力兼备，自建+轻资产运营双管齐下，异地扩张步伐有望全面提速。

一季报显示公司在手货币资金约 18 亿元，4 月公司配套募资完成后新增募资净额约 38 亿元，公司现金约 56 亿。我们认为公司现金充沛，有足够的资金实力支撑外延扩张。

考虑公司供暖业务、接网业务步入扩张期，政策持续推动清洁集中供暖，公司供暖项目异地扩张有望全面提速，我们上调公司 17~19 年归母净利润分别为 9.01、12.20、15.99 亿元（上调前 17~19 年归母净利润分别为 8.83、10.86 和 13.21 亿元），EPS 分别为 1.02、1.39、1.82 元/股，对应 PE 分别为 23、17 和 13 倍。公司估值水平低于行业平均（17 年 25 倍），考虑公司未来 3 年业绩 30% 左右的高增长，且在手资金充沛，软件扩张可复制性强，维持“买入”评级。

表 8：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 2017/7/26	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
002479.SZ	富春环保	11.13	89	0.31	0.52	0.66	0.79	36	21	17	14
300335.SZ	迪森股份	16.40	59	0.35	0.57	0.77	0.97	47	29	21	17
002616.SZ	长青集团	9.87	73	0.45	0.32	0.56	0.76	22	31	18	13
000958.SZ	东方能源	7.11	78	0.51	0.37	0.49	0.63	14	19	15	11
行业平均									25	18	14
600167.SH	联美控股	23.00	202	0.79	1.02	1.39	1.82	29	23	17	13

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 9：公司分行业营业收入预测（单位：百万元）

分行业	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
供热及蒸汽	467	555	1273	1605	1925	2020
发电			202	210	212	212
接网费	166	180	396	588	680	943
工程	-	-	152	167	183	202
特许经营租赁				48	380	836
合计	661	758	2044	2627	3390	4223

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 10：公司分行业营业成本预测（单位：百万元）

分行业	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
供热及蒸汽	364	388	825	1070	1280	1343
发电			202	210	212	212
接网费	39	32	396	588	680	943
工程			152	167	183	202
特许经营租赁				21	188	414
合计	418	436	1091	1351	1742	2060

资料来源：申万宏源研究

表 11：公司盈利预测（单位：百万元，元/股）

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	661	1,763	2,044	2,627	3,390	4,223
二、营业总成本	458	1,148	1,236	1,509	1,934	2,297
其中：营业成本	418	948	1,091	1,351	1,742	2,060
营业税金及附加	13	34	19	24	31	38
销售费用	2	3	3	3	3	4
管理费用	41	118	107	131	173	215
财务费用	(17)	40	9	1	(16)	(20)
资产减值损失	0	5	6	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	81	30	90	100
三、营业利润	204	615	890	1,147	1,546	2,025
加：营业外收入	21	21	36	45	55	80
减：营业外支出	8	30	2	2	5	7
四、利润总额	217	607	924	1,190	1,596	2,098
减：所得税	54	136	208	267	346	460
五、净利润	163	471	716	923	1,250	1,639
少数股东损益	0	11	17	22	30	39
归属于母公司所有者的净利润	163	459	699	901	1,220	1,599
六、基本每股收益	0.77	0.84	1.03	1.02	1.39	1.82
全面摊薄每股收益	0.18	0.52	0.79	1.02	1.39	1.82

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 索取有关披露资料或登录 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。