



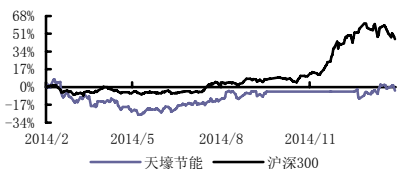
节能环保及公用事业

2015 年 2 月 9 日

市场数据	2015 年 2 月 6 日
当前价格 (元)	14.20
52 周价格区间 (元)	10.80-15.79
总市值 (百万)	4672.51
流通市值 (百万)	3218.68
总股本 (百万股)	329.05
流通股 (百万股)	226.67
日均成交额 (百万)	112.40
近一月换手 (%)	102.05%
Beta (2 年)	
第一大股东	天壕投资集团有限公司
公司网址	http://www.trce.com.cn

财务数据	FYB	行业均值
毛利率	52.21%	20.18%
净利率	35.65%	19.09%
净资产收益率	9.20%	9.29%
总资产收益率	7.00%	3.94%
资产负债率	22.70%	51.55%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	39.44	0.00
市净率	3.60	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
天壕节能	2.36%	1.02%	2.89%
沪深 300	-9.03%	32.18%	50.40%

李云光

执业证书号 S1030512040001
(0755) 83199599-8145

liy@csco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 李云光, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

收购北京华盛, EMC+燃气“双主业模式”成型

—天壕节能 (300332) 深度研究报告

评级: 买入 (首次)

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	325.50	383.69	477.74	2216.58
净利润 (百万元)	116.04	133.92	164.00	409.02
每股收益 (元)	0.36	0.42	0.51	1.28
净利润增长率%	28.22%	18.90%	22.47%	149.40%
每股净资产 (元)	3.94	4.23	6.23	7.43
市盈率	39.44	33.86	27.65	11.09
市净率	3.60	3.36	2.28	1.91
EV/EBITDA	30.48	16.20	15.93	8.75

资料来源: 世纪证券研究所

- **公司概况:** 天壕节能是一家以 EMC 模式从事余热发电的环保节能企业, 于 2012 年 6 月正式登陆创业板。公司成立初期主要以水泥行业余热发电为主, 近几年逐步向玻璃、钢铁等行业拓展, 已经成为 EMC 领域的优秀企业。公司 EMC 收入从 2009 年的 4782 万元增长达 2013 年的 2.89 亿元, 年复合增长率为 56.73%。截止 2014 年 6 月末, EMC 收入占比达到 88.14%, 主营业务毛利率达到 56.26%。
- **投资要点:** ①**行业大环境更加有利于 EMC 业务增长。**我国计划在 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值, 这是应对气候变暖的重要举措。作为发展中国家来说, 中国更需要处理好发展和减排之间的矛盾, 除了发展清洁能源之外, 另一条重要的途径就是通过节能来进一步降低能耗水平。长期来看, 节能市场将持续增长, 公司余热发电 EMC 业务将持续增长。②**“双主业”保证多元化盈利模式。**近几年国内固定资产投资增速连续下滑, 水泥、玻璃、钢铁等行业新建产能投资受到严格控制, 对业务拓展造成一定影响。从 2011 年开始, 公司 EMC 收入增速也呈现逐年回落。为了应对短期行业调整带来的影响, 公司近两年通过资产收购已经形成“双主业”的盈利模式有望继续提升公司的价值。③**公司估值偏低。**
- **盈利预测及投资评级:** 假定北京华盛 2016 年正式并表; 目前工业 EMC 在建和拟建项目装机容量为 67MW, 天然气压气站 EMC 项目在 2016 年将有 55MW 建成投产, 即使不考虑公司新签合同项目, 保守估计 2015-2016 年 EMC 收入将增加 25%-30%。我们预计公司 2014-2016 年归属上市公司股东净利润为 1.38 亿、1.69 亿、4.21 亿元, 市盈率为 33.86X、27.65X、10.62X。估值水平低于行业平均值, 综合公司未来发展情况, 我们首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司业务依赖合作企业的风险、工业用气增长放缓

公司概况及投资要点

1、基本情况：天壕节能（300332）是一家以合同能源管理模式从事余热发电的环保企业，其前身为天壕节能科技有限公司成立于 2007 年，2010 年 10 月整体变更为股份有限公司，于 2012 年 6 月正式登陆创业板。公司成立初期主要以水泥行业余热发电为主，近几年逐步向玻璃、钢铁等行业拓展，已经成为合同能源管理（EMC）领域的优秀企业。得益于国家节能降耗的政策推动，公司合同能源管理收入从 2009 年的 4782 万元增长达 2013 年的 2.89 亿元，年复合增长率为 56.73%。截止 2014 年 6 月末，EMC 收入占比达到 88.14%，主营业务毛利率达到 56.26%。

2、投资要点：①**行业大环境更加有利于 EMC 业务增长。**2014 年 11 月举行的北京 APEC 会议上，中美共同发布《中美气候变化联合声明》中宣布：中国计划 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值且将努力早日达峰。应对气候变暖是全世界共同面对的长期任务，作为排放大国来说，中国更需要处理好发展和减排之间的矛盾，除了发展清洁能源之外，另一条重要的途径就是通过节能来进一步降低单位 GDP 能耗水平。长期来看，随着节能市场逐步释放，公司余热发电 EMC 业务将持续增长。

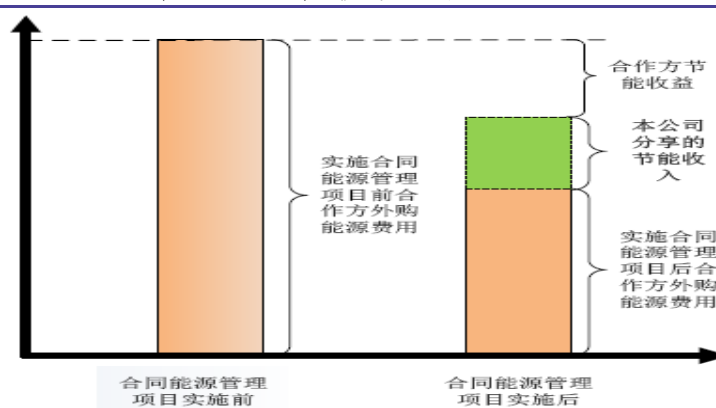
②**公司自身也在拓展多元化盈利模式。**由于近几年国内固定资产投资增速连续下滑，水泥、玻璃、钢铁等行业新建产能投资受到严格控制，一些落后产能逐步列入淘汰计划，对公司业务拓展造成一定影响。从 2011 年开始，公司 EMC 收入增速也呈现逐年回落。为了应对短期行业调整带来的影响，公司近两年通过资产收购已经形成多元化的盈利模式，新的利润增长点有望继续提升公司的价值。

③**当前具备估值优势。**我们假定北京华盛 2015 年底完成重组，2016 年正式并表；目前工业 EMC 在建和拟建项目装机容量为 67MW，天然气压气站 EMC 项目在 2016 年将有 55MW 建成投产，即使不考虑公司新签合同项目，保守估计 2015-2016 年 EMC 收入将增加 25%-30%。我们预计公司 2014-2016 年归属上市公司股东净利润为 1.38 亿、1.69 亿、4.21 亿元，对应 2015 年 2 月 6 日收盘价 14.20 元，市盈率为 33.86X、27.65X、10.62X。采用相对估值法来看，公司估值水平低于行业平均值，具备明显的估值优势，综合公司未来发展情况，我们首次给予“买入”评级。

公司所处行业背景

一、合同能源管理模式下的余热发电现状。余热发电领域的合同能源管理模式属于节能效益分享型合同能源管理业务，基本模式是节能服务公司和合作方签订合作协议，由合作方提供余热资源、项目场地及其他配套条件，但不需要合作方投资，由节能服务公司负责余热发电项目投融资、项目设计、工程建设等，并且在约定的期限内运营余热发电项目。节能服务公司以分享节能效益来覆盖项目投资成本并获得合理利润，在运营期满后余热电站整体移交给合作方的综合节能服务机制。

Figure 1 合同能源管理（EMC）商业模式示意图

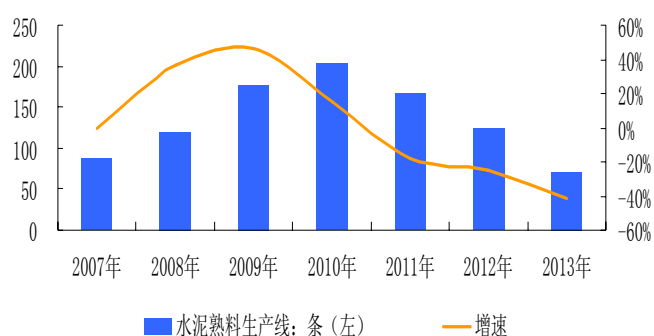


资料来源：天壕节能招股书 世纪证券研究所

1、工业窑炉是国内余热发电应用最为成熟的领域。以水泥行业为例，新型干法水泥生产线排放的废气温度在 350 度以下，利用低温余热发电技术可将排放到大气中占熟料烧成系统热耗 35% 的废气余热进行回收并转化成电能，从而大幅提升能源使用效率。除水泥行业之外，余热发电在玻璃、钢铁、化工等行业也得到大面积推广。

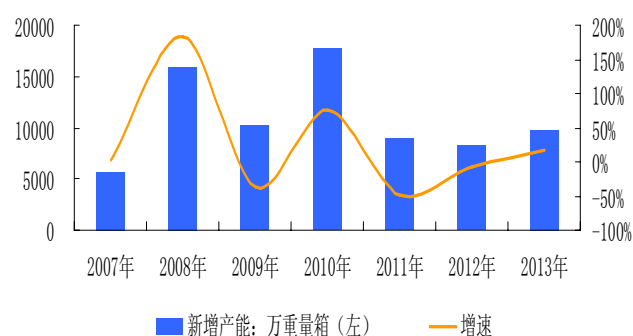
由于余热发电项目一般作为高耗能行业的配建部分，因此受到合作行业新建产能、产能利用率等因素的影响较为敏感。2011 年以来，随着我国固定资产投资放缓，水泥、钢铁、玻璃等传统行业产能过剩问题日益严峻，行业开工率和新建产能投资增长受到严格控制，也给余热发电带来较为明显的影响。以水泥行业为例，全国新增水泥熟料生产线从 2010 年的 203 条下降到 2014 年的 56 条，行业固定资产投资下滑直接影响到余热发电企业的经营情况。中财节能（603126）余热发电工程 EPC 收入从 2010 年的 9.89 亿元下降到 2013 年的 7.54 亿元；天壕节能（300332）EMC 收入增速从 2010 年的 74% 下降到 2013 年的 14%，相关公司经营情况基本与国内水泥行业新增产能变化趋势一致。

Figure 2 2007-2013 年全国水泥熟料新增产能 单位: 条



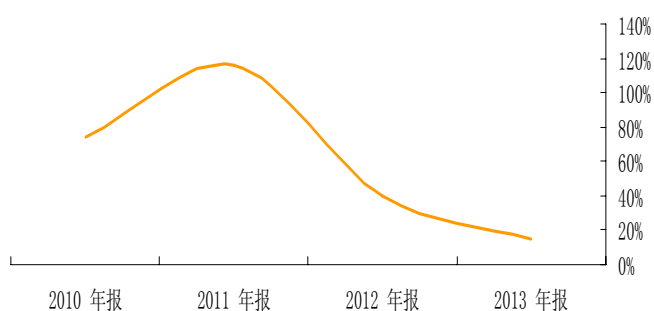
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 3 2007-2013 年全国平板玻璃新增产能单位: 万重量箱



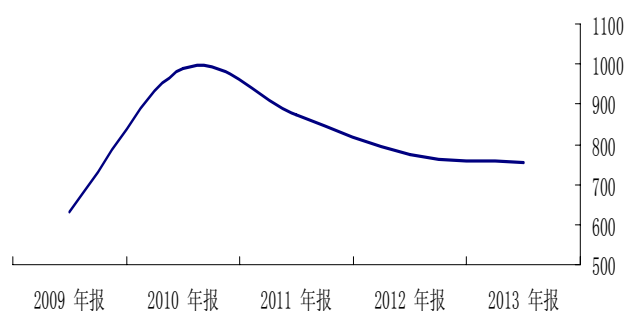
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 4 2010-2013 年天壕节能 EMC 收入增速



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

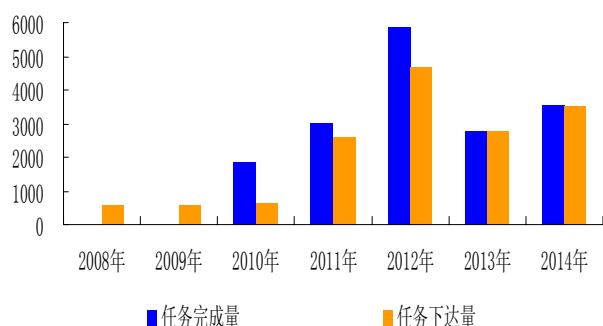
Figure 5 2009-2013 年中材节能 EPC 收入 单位: 百万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

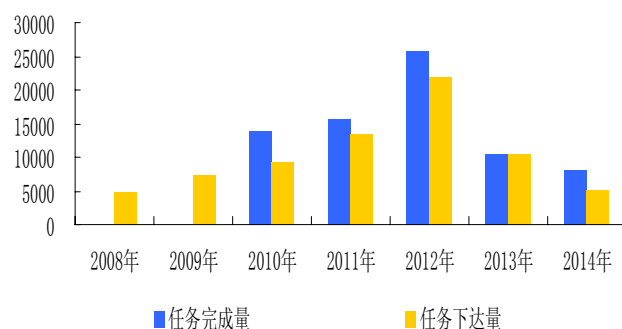
2、未来新建水泥产能以“等量或减量置换”为主要原则。为了落实淘汰落后产能政策,2015 年 3 月 1 日将实行新版《水泥行业准入条件》中明确规定:建设水泥熟料项目,必须坚持等量或减量置换,遏制水泥熟料产能增长。从实际情况来看,玻璃、水泥等落后产能淘汰高峰期在 2010-2012 年。我们认为,经过几年大规模淘汰,未来产能淘汰将从政府主导向企业自主更新转变,等量置换带来的新建市场将进入平稳阶段,预计余热发电业务也将趋于平稳。据中国水泥网统计,2014 年全国有 56 条熟料生产线投产,新增产能 7254 万吨。

Figure 6 2008-2014 年平板玻璃产能淘汰情况



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 7 2008-2014 年水泥产能淘汰 单位: 万吨



资料来源: WIND 世纪证券研究所

3、长期来看 EMC 业务前景好于 EPC 市场。从商业模式来看，EMC 涵盖设计、建造、运营等全程服务模式，在合作方几乎不增加投入的情况下，不仅免去电站日常运营的风险还能获得一定的节能收益分享，双赢模式具备明显的竞争优势，也是未来的发展方向。

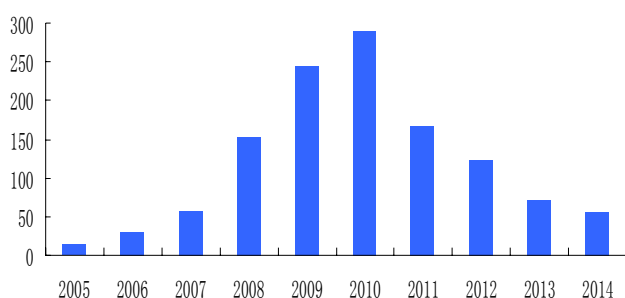
Figure 8 余热发电三种商业模式比较

项目	合同能源管理模式 (EMC)	工程总承包模式 (EPC)	设计模式 (E)
投融资	综合节能服务商负责投融资	用能企业负责投融资	用能企业负责投融资
研发设计	综合节能服务商总体负责	工程总包方总体负责设计	设计承包方负责设计
工程建设	综合节能服务商总体负责	工程总包方总体负责建设	用能企业自行负责建设
运营管理	综合节能服务商负责运营	用能企业自行运营	用能企业自行运营
合作期	长期（如 20 年）	一次性	一次性
盈利模式	长期节能收益	工程总承包施工利润	技术服务利润
用户体验比较	全过程的、综合性的节能服务，合作方零投资，风险较低，但共享节能收益，期满获得项目所有权，长期合作，实现双赢	提供一次性的“交钥匙”工程总包服务；余热电站运行与检修等由用能企业自行负责；用能企业承担投资和运营风险	提供一次性的余热发电项目设计服务；余热电站建设、运行与检修等由用能企业自行负责；用能企业承担全部风险

资料来源：天壕节能招股书 世纪证券研究所

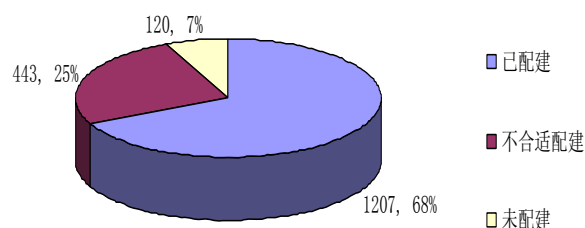
从市场规模来看，EMC 空间远大于 EPC。④存量 EPC 市场预测。截止 2014 年底，我国约有 1770 条熟料生产线，市场估计约有 1/4 的生产线由于产能落后无法配建余热发电系统，这样粗略估计适合配建余热发电的生产线为 1327 条。根据中材节能招股书披露，截止 2010 年底，全国已配建余热发电的水泥生产线为 789 条，结合 2010 年版《水泥行业准入条件》中规定，新建水泥熟料生产线需配建低温余热发电系统，假定在 2010 年以后新增的熟料生产线均已配建了余热发电，而 2011-2014 年共新增熟料生产线 418 条，这样我们就可以粗略计算出截止 2014 年已经配建余热发电的熟料生产线为 1207 条，配建率高达 91%，意味着原有生产线配建 EPC 市场接近饱和。

Figure 9 2005-2014 年新增余热发电熟料生产线数量



资料来源：世纪证券研究所

Figure 10 截止 2014 年水泥熟料生产线余热发电配建情况

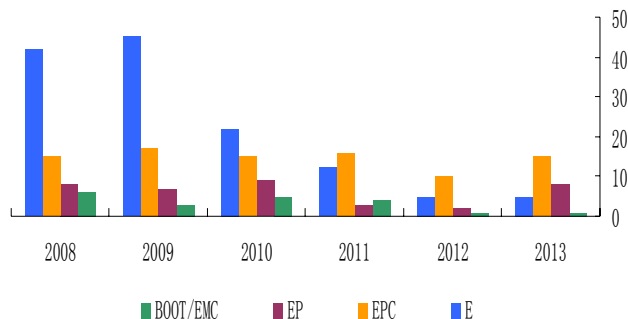


资料来源：世纪证券研究所

②**增量 EPC 市场预测。**《水泥工业“十二五”规划》中提出“十二五”期间要累计淘汰落后熟料产能 2.5 亿吨，2014 年 4 月下发的《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》要求在 2015 年前淘汰 1 亿吨。截止 2014 年末，“十二五”期间累计淘汰落后产能（熟料和磨机）约 6 亿吨，其中 2014 年淘汰数量为 8124 万吨。根据水泥协会统计，2014 年全国新增水泥熟料产能为 7254 万吨，新建和淘汰规模基本接近，意味着由政府主导的水泥行业产能淘汰基本完成预期目标。未来新建产能只能通过原有落后产能进行置换，预计每年维持当前 8000 万吨-10000 万吨的规模。

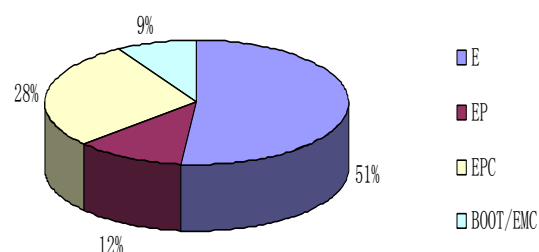
③**水泥行业 EMC 模式占比远低于 EPC 模式。**2004 年以来，余热发电技术开始在水泥行业进行商业化应用，主要模式为设计（E）、工程总承包（EPC）。随着国家加大合同能源管理政策支持，采用 EMC 模式正在成为新的发展方向，但整体占比很低。由于行业缺乏权威的统计数据，我们从水泥行业余热发电龙头企业中材节能的经营数据可以看出目前 BOOT/EMC 模式占比仅为 9%，未来增长空间巨大。

Figure 11 2008-2013 中材节能余热发电合同数量



资料来源：中材节能招股书 世纪证券研究所

Figure 12 2013 年末中材节能余热发电业务模式占比



资料来源：中材节能招股书 世纪证券研究所

从政策支持看 EMC 获得更多的政策扶持。合同能源管理的核心在于通过利益导向来达到节能目标，节能服务公司和用能企业可以获得双赢，有助于推动节能减排的持续开展，也受到政府的大力支持。2010 年以来国务院办公厅下发《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展意见的通知》、财政部出台了《关于印发合同能源管理财政奖励资金管理暂行办法》，国家税务总局《关于落实节能服务企业合同能源管理项目企业所得税优惠政策有关征收管理问题的公告》等，从政策上、资金上给予大力支持，有利于促进节能服务产业的健康快速发展。合同能源管理公司由 2000 年的 3 家，发展到 2013 年的有 3210 家。

Figure 13 2010 年以来政府针对合同能源管理出台的主要支持政策

重要政策	主要内容	发布之间	备注
《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展意见的通知》	到 2012 年，扶持培育一批专业化节能服务公司，发展壮大一批综合性大型节能服务公司。到 2015 年，建立比较完善的节能服务体系，合同能源管理成为用能单位实施节能改造的主要方式之一。	2010.4	政策引导
《关于印发合同能源管理财政奖励资金管理暂行办法》	中央财政奖励标准为 240 元/吨标准煤，省级财政奖励标准不低于 60 元/吨标准煤。有条件的地方，可视情况适当提高奖励标准。	2010.6	资金支持
《关于落实节能服务企业合同能源管理项目企业所得税优惠政策有关征收管理问题的公告》	企业所得税“三免三减半”优惠政策。企业从取得经营收入的第一年至第三年可免交企业所得税，第四年至第六年减半征收	2013.12	税收支持

资料来源：政府网站 世纪证券研究所

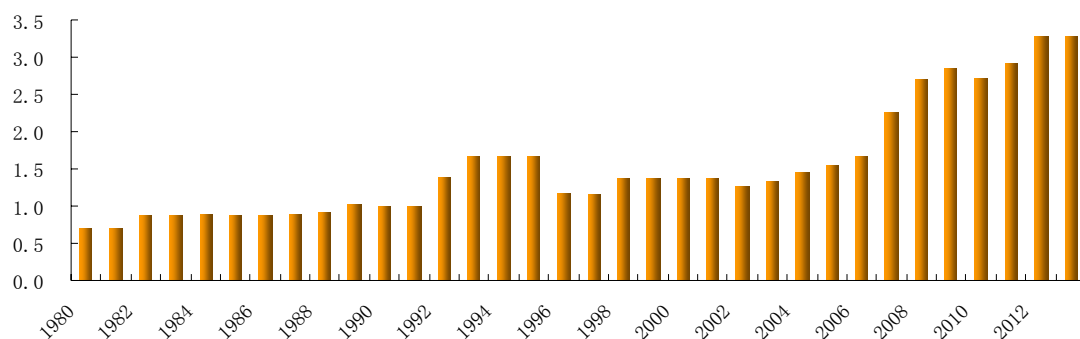
二、国内天然气行业现状。

1、我国属于天然气资源匮乏国家。根据 2014 年 BP 能源统计报告，我国天然气可采储量为 3.3 万亿立方米，约占全球可采储量的 1.8%，属于天然气资源匮乏的大国。

2013 年国内开采天然气 1171 亿立方米，按照当前的开采规模，国内已探明燃气储量可开采 27.94 年。随着国内燃气需求较快增长，预计未来国内燃气开采规模将继续扩大，可采年限也将大幅缩短，燃气资源匮乏引发的供需矛盾将更加突出。

Figure 14 1980-2013 年我国天然气可采储量

单位：万亿立方米

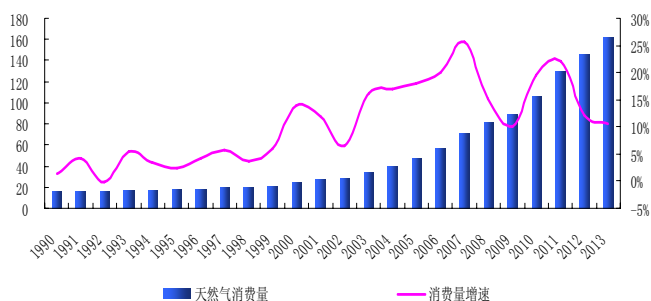


资料来源：2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

近几年国内天然气需求增长加快。1990-2000 年的时间段内，国内天然气消费增速基本保持稳定，年平均增速约为 4.6%；2000 年之后，

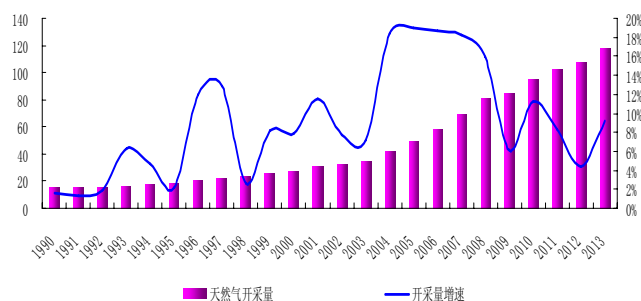
随着环保要求提升以及煤炭价格大幅上涨等因素，天然气消费增长明显加快，2001-2013 年天然气消费量从 274 亿立方米增加到 1616 亿立方米，年均增速为 15.73%。

Figure 15 1990-2013 年国内天然气消费量 单位：十亿立方米



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 16 1990-2013 年国内天然气开采量 单位：十亿立方米

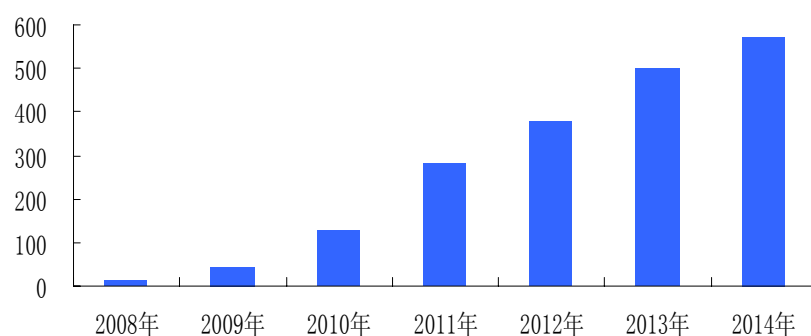


资料来源：WIND 世纪证券研究所

燃气需求增长提升对外依存度。根据国家发改委的统计，2013 年，我国天然气产量 1210 亿立方米，同比增长 9.8%。其中，常规天然气 1178 亿立方米，非常规气中页岩气 2 亿立方米，煤层气 30 亿立方米。我国天然气进口量 534 亿立方米，增长 25.6%，其中管道气增长 24.3%，液化天然气增长 27.0%。2014 年国内燃气消费增长到 1804 亿立方米，其中供需缺口达到 570 亿立方米，我国天然气对外依存度上升到 31.6%。

Figure 17 1990-2013 年国内燃气供给缺口

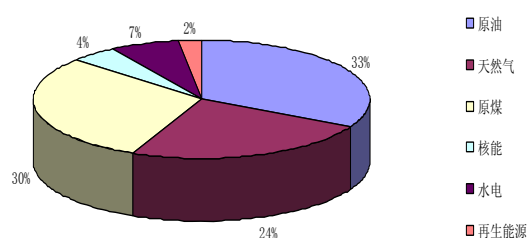
单位：亿立方米



资料来源：WIND 世纪证券研究所

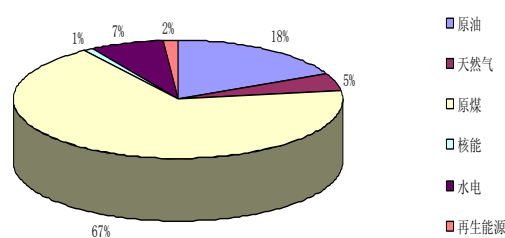
2、国内能源消费情况分析。我国能源储量表现为“富煤、少油、贫气”的特点，使得天然气在能源消费结构占比较低。2013 年，我国能源消费结构中天然气占比仅为 5.1%，远低于世界 24% 的平均水平。《能源发展“十二五”规划》中提出要进一步优化能源结构，到 2015 年天然气占一次能源消费比重提高到 7.5%，煤炭消费比重降低到 65% 左右。随着我国环境保护力度的加大，天然气占比将进一步上升，也为天然气行业的发展带来新的机遇。

Figure 18 2013 年全球一次能源消费结构



资料来源：2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

Figure 19 2013 年中国一次能源消费结构

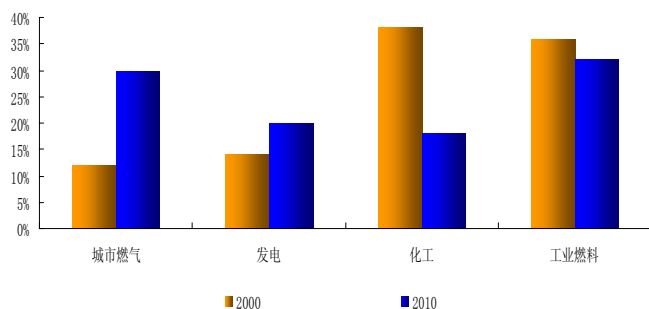


资料来源：2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

国内燃气消费结构变化。2000 年，我国城市燃气、发电、化工、工业燃料消费天然气占比分别为 12%、14%、38%、36%，到 2010 年消费比例分别为 30%、20%、18%、32%。从消费结构变化可以看出我国对天然气使用的政策导向，过去化工消费天然气占比最高，主要是从成本的角度优先保证化肥企业使用；而随着环保及城镇化因素，工业燃料以及城市燃气成为消费增长的主要领域。

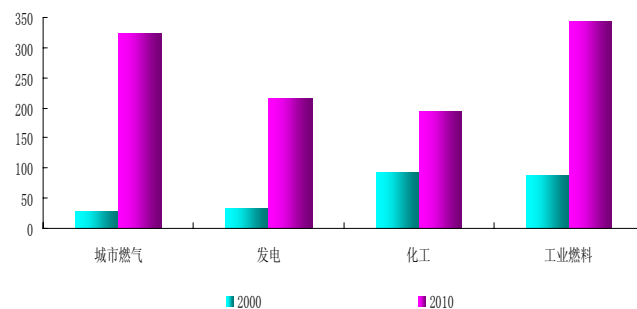
2000 年我国燃气消费 245 亿立方米，城市用气 29.4 亿立方米；2010 年我国天然气消费量达到 1075 亿立方米，其中城市燃气消费 322.5 亿立方米，可以看出城市燃气是增长最快的领域，10 年增长接近 10 倍。

Figure 20 2000-2010 年我国天然气消费结构



资料来源：天然气发展“十二五”规划 世纪证券研究所

Figure 21 2000-2010 年我国天然气消费 单位：亿立方米

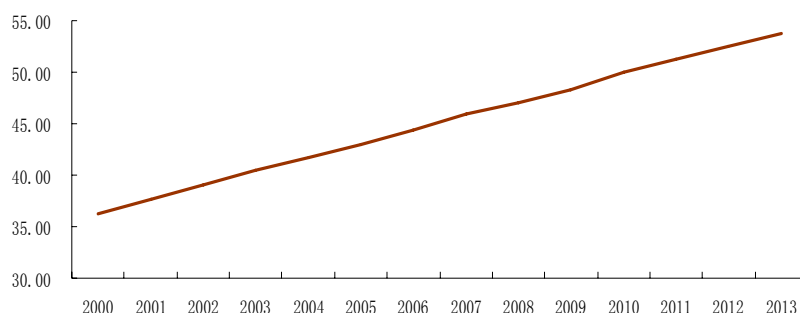


资料来源：天然气发展“十二五”规划 世纪证券研究所

3、天然气行业发展进入黄金期。目前，我国天然气消费占一次能源比例远低于世界平均水平，即使剔除资源储量丰富以及发达国家来看，与几大发展中国家横向比较仍处于较低水平。2013 年印度天然气在一次能源消费占比为 7.8%，巴西为 11.9%，均高于我国水平。近两年，借助国内大气污染防治升级的契机，过去制约天然气行业发展的障碍正在被逐步解决，我们认为在城镇化、环保要求、进口气源增加、以及能源市场化改革的共同影响下，国内燃气行业将迎来新的发展机遇，未来天然气占一次能源消费比例将继续提升。

A: 城市燃气是未来增长的重要领域。1978-2013 年, 城镇常住人口从 1.7 亿人增加到 7.3 亿人, 城镇化率从 17.9% 提升到 53.7%, 年均提高 1.02 个百分点。2014 年 3 月 16 日, 国务院公布《国家新型城镇化规划》提出, 要在 2020 年实现常住人口城镇化率达到 60% 左右, 户籍人口城镇化率达到 45% 左右, 努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。城镇人口的增加为城市燃气消费稳定增长奠定了基础, 城市居民用气、公福用气、车用气将是燃气消费增长的重要领域。

Figure 22 2000-2013 年我国常住人口城镇化率 (%)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

B: 环保升级推动煤改气提速。2013 年 9 月颁布的《大气污染防治行动计划》明确提出要控制煤炭消费总量, 到 2017 年使煤炭占能源消费比重下降到 65% 以下; 加大天然气、煤制天然气、煤层气供应。在我国天然气供需日益紧张的情况下, 对天然气的使用采取有保有压的政策引导, 新增天然气应优先保障居民生活或用于替代燃煤; 鼓励发展天然气分布式能源等高效利用项目, 限制发展天然气化工项目; 有序发展天然气调峰电站, 原则上不再新建天然气发电项目。既要考虑环境影响, 又得兼顾目前燃气供求矛盾日益严重的现状, 未来几年工业燃煤锅炉“煤改气”将成为燃气需求增长的又一重要领域。

C: 进口气源增加保障未来供应。2014 年 5 月 21 日, 《中俄东线供气购销合同》正式签订, 根据合同规定, 从 2018 年起, 俄罗斯开始通过中俄天然气管道东线向中国供气, 输气量逐年增长, 最终达到每年 380 亿立方米, 累计合同期 30 年。这标志着我国天然气进口东北 (中俄)、西北 (中亚)、西南 (中缅) 及海上四大通道的布局已经形成, 有助于实现天然气进口渠道多元化、对于保障我国能源安全意义重大。

Figure 23 我国天然气进口四大战略通道

地区布局	主要管线	年输气能力（亿立方米）	项目进展
东北	中俄东线	380	预计 2018 通气
西北	中俄西线	300	即将启动谈判
西北	中亚 A/B 线	300	2010 年已通气
西北	中亚 C 线	250	预计 2014 年通气
西北	中亚 D 线	300	预计 2016 年通气
西南	中缅输气管道	120	2013 年已通气
合计		1650	
海上	东南沿海 LNG 接收站	2630 万吨	2013 年已建成接受能力

资料来源：世纪证券研究所

4：燃气市场化改革提升行业效率。一直以来，天然气作为重要的公共资源，由于对公众日常生活有重要意义，因此从生产、运输、到终端销售以及各环节的价格均来受到政府的严格管制。2004 年城市天然气下游销售通过特许经营制度向社会资本开放，大大促进了燃气行业的发展。近几年，随着天然气需求的大幅增加，整个行业供给压力愈发明显，原有的中上游勘探生产、管网建设运营高度垄断格局已经成为阻碍行业发展主要体制障碍。十八届三中全会提出要深化国企改革、大力发展混合所有制，鼓励民营资本进入油气等垄断行业，目前油气领域市场化改革正在稳步推进。

上游勘探开发市场化提速：在逐步探索放开管网资产的同时，上游勘探开发的市场化改革也在试点。据公开信息看，中石油新疆油气资源合资合作勘探开发的“大致思路”基本形成：中石油将吸纳地方国有资本、民营资本参股中石油业务，大力推进与新疆在上中下游业务领域全面合资合作。目前正研究的项目主要包括三个领域：一是考虑从所属矿权中划出 2 个区块与新疆指定国有企业合作；二是南疆天然气利民工程项目与地方企业和民营企业合作；三是划出部分区块与国内外石油公司和其他国有企业合作。

中游管网建设、运营开放：2012 年 5 月，全国社保基金、国联基金、宝钢集团各出资 100 亿元，入股中石油西气东输三线项目建设，开创中石油管道资产向社会资本开放的先河，合资公司中中石油持股 52%，其他三家分别持股 16%。2013 年 6 月，中石油西气东输项目再引社会资金。中石油以西一线、二线西段等资产出资，引入保险、养老金、银行、公益基金等合作方的 600 亿元社会资本，共同成立中国石油管道联合有限公司，运营西气东输工程部分管线等。2014 年 5 月 13 日，中石油拟将旗下西气东输一、二线相关资产和负债出资设立东部管道公司，注册

资本 100 亿元,通过产权交易所公开转让所持东部管道公司 100% 股权。2014 年 6 月 25 日,《中国石油天然气集团公司油气管网设施公平开放实施办法(试行)》正式获准通过。

燃气价格市场化改革:一直以来,我国对天然气定价基本采用成本加成的机制,天然气出厂价以及管输价格由国家发改委制定,城市门站零售价格由当地物价局制定。2005 年国家发改委确定了天然气出厂价的形成机制,将用户分为化肥、工业大户和城市燃气三大类,并根据不同气源形成阶梯价格。

2010 年 5 月,发改委扩大价格浮动幅度,国产陆上天然气一、二档气价并轨后,将出厂基准价格允许浮动的幅度统一改为上浮 10%,下浮不限,供需双方可以在不超过出厂基准价格 10%的前提下,可以自主协商确定具体价格。

2011 年 12 月,国家在广东、广西两省进行燃气价格改革试点,统一制定门站最高限价政策。天然气价格改革的最终目标是放开天然气出厂价格,由市场竞争形成,建立天然气与可替代能源价格挂钩调整的机制,并根据可替代能源价格变化进行动态调整。

2013 年 6 月 28 日,发改委下发关于调整天然气价格的通知。要求区分存量气和增量气,增量气价格一步调整到与燃料油、液化石油气(权重分别为 60%和 40%)等可替代能源保持合理比价的水平;存量气价格分步调整,力争“十二五”末调整到位,本次调整化肥用气实际提价幅度最高不超过每千立方米 250 元;其他用户实际提价幅度最高不超过每千立方米 400 元,居民用气暂不作调整。

2014 年 9 月 1 日起,非居民用存量气每千立方米上调 400 元,化肥行业用气暂不做调整,本次调整之后非居民用气增量价格和存量价格之间大概有 500 元左右的价差,意味着价格市场化改革接近尾声。2014 年下半年以来,国际原有价格大幅下跌超过 50%,天然气价格也出现较大跌幅,已经实现市场化的增量气价格也将有一定回落,预计非居民用气已经提前实现 2015 年存量气与增量气价格并轨的市场化改革目标。未来改革的重点将集中于居民用气,考虑目前居民用气价格整体偏低,改革的大方向是依然是提价,由于居民用气价格调整涉及面较广、社会影响较大,预计改革目标短期内难以实现。

Figure 24 我国城市非居民用存量气和增量气价格 单位: 元/千立方米

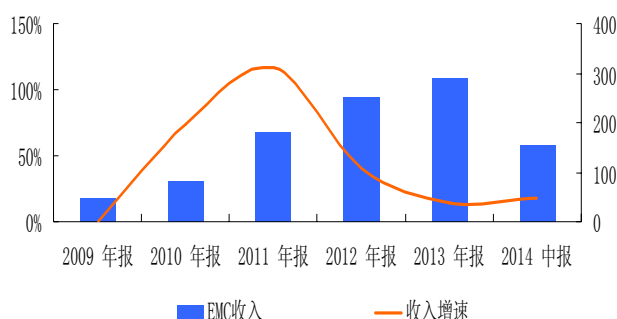
省 份	存量气	增量气	省 份	存量气	增量气
北 京	2660	3140	湖 北	2620	3100
天 津	2660	3140	湖 南	2620	3100
河 北	2640	3120	广 东	2860	3320
山 西	2570	3050	广 西	2690	3150
内 蒙 古	2000	2480	海 南	2320	2780
辽 宁	2640	3120	重 庆	2320	2780
吉 林	2420	2900	四 川	2330	2790
黑 龙 江	2420	2900	贵 州	2370	2850
上 海	2840	3320	云 南	2370	2850
江 苏	2820	3300	陕 西	2000	2480
浙 江	2830	3310	甘 肃	2090	2570
安 徽	2750	3230	宁 夏	2170	2650
江 西	2620	3100	青 海	1930	2410
山 东	2640	3120	新 疆	1810	2290
河 南	2670	3150			

资料来源: 国家发改委 世纪证券研究所

公司主营业务分析

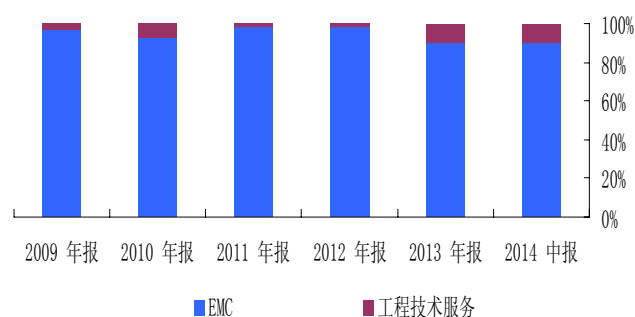
1、工业节能合同能源管理是公司传统核心业务。虽然近几年水泥、玻璃等行业新建项目下滑明显,但公司选择的合作方均为国内建材行业的大型集团,受落后产能淘汰直接影响较小,使得合同能源管理业务持续增长。截止 2014 年 6 月末,公司 EMC 收入为 1.55 亿元,收入占比达到 88.14%,是上市公司中合同能源管理收入占比最高的公司。

Figure 25 2009-2014 年公司 EMC 收入 单位: 百万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 26 2009-2014 年公司 EMC 收入占比

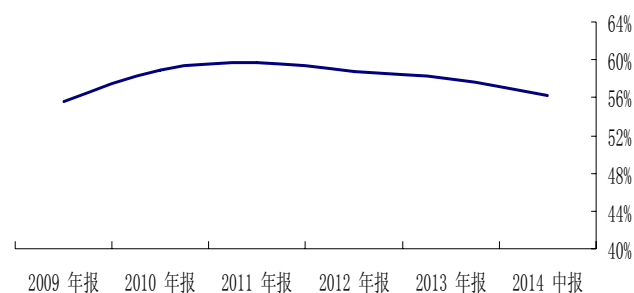


资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

EMC 业务保持较高的盈利能力。公司采用 EMC 模式,主要收入来源于余热发电的售电收入,成本主要来自电站的固定资产折旧以及人工费

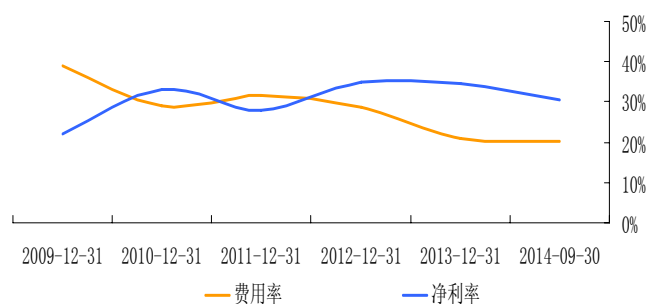
用等，因此毛利率的高低主要取决于发电量的多寡。虽然建材行业处于淘汰产能阶段，但公司所合作方基本是大型企业，开工率相对稳定，保证了公司持续较高的盈利能力。截止 2014 年 6 月末，公司 EMC 毛利率仍维持在 55%以上，比 2011 年高点的 60%略有下降，但公司费用率的下降部分可以对冲毛利率下滑对净利率的影响。

Figure 27 2009-2014 年公司 EMC 业务毛利率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 28 2009-2014 年公司期间费用率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

合同能源管理项目继续增加。在继续拓展水泥行业余热项目的同时，公司加大玻璃、煤化工行业余热发电项目的开发，保证了 EMC 收入的持续增长。截止 2014 年 6 月末，公司累计有 22 个余热电站投产运行，装机规模达到 198MW，完成售电量为 45,947 万度，比上年同期 38,672 万度增长了 18.81%。

Figure 29 截止 2014 年 6 月份公司 EMC 项目情况

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)	已投产	水泥	7.5
2	天壕邯郸 (二期)	已投产	水泥	9
3	天壕和益	已投产	水泥	6
4	天壕前景	已投产	水泥	6
5	天壕宣城	已投产	水泥	9
6	天壕荆门	已投产	水泥	9
7	天壕老河口	已投产	水泥	12
8	天壕兴山	已投产	水泥	4.5
9	天壕咸宁	已投产	水泥	9
10	天壕宜昌 (改造后)	已投产	玻璃	15
11	天壕安全 (一期)	已投产	玻璃	15
12	天壕安全 (二期)	已投产	玻璃	12
13	天壕宿迁	已投产	玻璃	6
14	天壕东台	已投产	玻璃	6
15	天壕沙河	已投产	玻璃	12
16	天壕芜湖	已投产	玻璃	12
17	天壕渝琥	已投产	玻璃	6

18	天壕淄博	已投产	玻璃	12
19	天壕元华	已投产	玻璃	9
20	天壕滕州	已投产	玻璃	12
21	天壕智慧	部分投产	玻璃	4
22	天壕金彪	部分投产	玻璃	5
23	天壕贵州	在建	水泥	6
24	天壕鄂尔多斯	在建	煤化工	25
25	天壕丰城	在建	煤化工	20
26	蓝欣项目	拟建	玻璃	7
27	天壕萍乡	拟建	煤化工	9
合计				265

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、天然气加压站余热发电成为新的利润增长点。2014 年 9 月 26 日，公司以 3.8 亿元收购北京力拓 100% 股权。北京力拓是国家发改委认定的节能企业，主要以合同能源管理模式从事石油钻机网电改造和天然气输气管道的余热利用业务。

北京力拓开展的石油钻机网电改造业务在国内处于领先地位，其“电代油装璜”采用工业电网为钻机提供动力，替代柴油发电提供动力的工艺，降低钻井燃料成本。

在天然气输气管道余热利用方面，北京力拓已与中石油西北联合管道有限责任公司等公司签署了 17 座西气东输管道压气站余热利用项目合作协议，以及 5 座压气站余热利用项目排他意向性协议。北京力拓的天然气输气管道余热利用项目未来预计将投入约 9 亿元的建设资金，在各项经营管理目标能够如期有效完成的前提下，项目全部达产后预计年营业收入将超过 3 亿元，预计年净利润将超过 1.5 亿元。2015 年公司将计划开工建设 4 座压气站余热利用项目，预计 2016 年开始贡献收益。

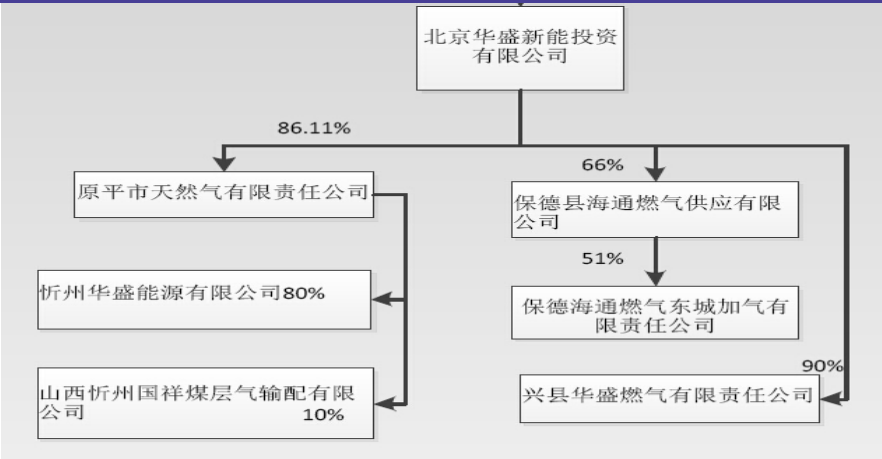
Figure 30 北京力拓余热利用项目 2015 年投资计划

序号	压气站	地区	管线	合同能源管理协议	装机规模 (MW)	合作期限 (年)	预计总投资 (万元)	投产日期	预计达产后年均息税前利润 (万元)
1	山丹	甘肃	西一线	已签订	7.5		6200	2016 年	860
	红柳	甘肃	西一线	已签订					
2	红柳	甘肃	西二线	已签订	34	20	29700	2017 年	3900
	红柳	甘肃	西三线	已签订					
3	中卫	宁夏	西一线	已签订排他意向书	7.5	20	5200	2016 年	500
4	延川	陕西	西一线	已签订排他意向书	6	20	5500	2016 年	500
合计					55		46600		5760

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、天然气终端销售将成为第一大主营业务。2015 年 1 月 21 日，公司公布了以现金和发行股份合计 10 亿元的金額购买北京华盛 100%股权的预案，正式进入天然气终端销售市场，燃气销售将成为公司新的主营业务。本次资产重组尚需股东大会和证监会的批准。

Figure 31 北京华盛新能投资有限公司资产情况



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

按照交易对价总额 10 亿元计算，股份对价与现金对价各占总对价的 50%，以 13.00 元/股为股份对价的发行价格，本次交易发行股份及支付现金购买资产部分的具体方案如下：

Figure 32 2015 年公司收购北京华盛预案

序号	交易对方	占北京华盛 股权比例	交易对价 (万元)	股份支付对 价 (万元)	支付股份 (股)	现金支付 (万元)
1	西藏瑞嘉	70%	70,000	35,000	26,923,076	35,000
2	西藏新惠	20%	20,000	10,000	7,692,307	10,000
3	上海初璞	10%	10,000	5,000	3,846,153	5,000
合计		100%	100,000	50,000	38,461,536	50,000

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2014 年度北京华盛归属母公司股东的净利润预计为 6,234.55 万元，同时交易对方承诺北京华盛经审计并扣除非经常损益后的净利润 2015 年不低于 8,000.00 万元、2016 年不低于 11,000.00 万元、2017 年不低于 18,000.00 万元。如果公司重组按期完成，公司收入规模和资产水平均会出现大幅增长，年收入将超过 10 亿元，是 2013 年公司营业收入 3.26 亿元的 313%。

标的资产燃气销售以大型工业用户为主，盈利稳定。北京华盛控股管理的原平天然气，兴县华盛，保德海通，分别从事山西省原平市、兴

县、保德县城市燃气管网的建设和运营业务。其中，原平天然气主要客户为中电投山西铝业有限公司，一直占据原平天然气 90% 左右的销售份额；随着兴县华盛主要客户山西华兴铝业有限公司的投产，兴县华盛对大客户的销售依赖度也提高到 70% 以上；目前，保德海通客户主要为商业与居民客户，随着其潜在客户山西同德铝业有限公司的投产，保德海通对大客户的销售依赖度也将超过 80% 以上。

Figure 33 北京华盛 2012-2014 年主要经营数据

单位：万元

项目	2014 年 1-10 月	2013 年	2012 年
营业收入	72,926.25	69,631.62	56,242.54
营业利润	7,524.08	7,785.27	5,027.68
利润总额	7,485.33	8,144.01	5,035.65
净利润	5,798.71	6,161.50	3,500.83
归属母公司股东的净利润	5,115.89	5,251.93	3,073.79
扣除非经常性损益的归属 母公司股东的净利润	4,778.99	4,713.16	2,982.79

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

收购价格基本合理、有利于提升公司价值。北京华盛预计 2014 年净利润 6235 万元计算，以 10 亿元的购买价格换算市盈率为 16.34 倍，低于目前上市公司燃气行业的平均水平。我们认为山西属于空气污染特别严重的地区，是煤改气的重点区域，未来燃气市场发展潜力较大，且收购标的资产已经具备稳定的大型工业用户和良好的盈利能力，本次资产重组将进一步提升公司价值。

盈利预测

1、收入预测假设：

①考虑公司正在进行重大资产重组，重组方案能否按期获得股东大会和证监会的通过仍需要一段时间，为了谨慎起见，我们假定 2015 年底完成重组，2016 年正式并表。

②考虑目前工业 EMC 在建和拟建项目装机容量为 67MW，天然气压气站 EMC 项目在 2016 年将有 55MW 建成投产，即使不考虑公司新签合同项目，保守估计 2015-2016 年 EMC 收入将增加 25%-30%。

③北京华盛圣诺 2016 年净利润不低于 18000 万元，根据公司过去几年平均毛利率 16%和 5%左右的费用率测算，2016 年燃气销售收入将达到 16 亿元。

Figure 34 2014-2016 年公司收入预测

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
合同能源管理					
收入	252.26	288.58	346.30	432.87	562.73
成本	104.09	121.17	152.37	190.46	247.60
毛利率 (%)	58.74	58.01	56.00	56.00	56.00
工程技术服务					
收入	5.09	31.16	37.39	44.87	53.84
成本	2.62	27.33	29.91	36.35	44.15
毛利	2.47	3.83			
毛利率 (%)	48.53	12.30	20.00	19.00	18.00
燃气销售					
收入					1600
成本					1344
毛利率 (%)					16%
合计					
收入	257.35	319.74	383.69	477.74	2216.58
增速	40.71%	24.24%	20.00%	24.51%	363.97%
成本		148.50	182.28	226.81	1,635.75
毛利率		53.56%	52.49%	52.52%	26.20%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、盈利预测：根据以上假设条件，我们预计公司 2014-2016 年归属上市公司股东净利润为 1.38 亿、1.69 亿、4.21 亿元，对应 2015 年 2 月 6 日收盘价 14.20 元，市盈率为 33.86X、27.65X、10.62X。

Figure 35 2014-2016 年公司盈利预测表

单位：百万元

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	183.07	257.37	325.50	383.69	477.74	2216.58
减：营业成本	73.17	106.72	155.54	182.28	226.81	1635.75
营业税金及附加	0.93	2.43	2.84	3.34	4.16	11.08
营业费用	0.00	0.00	0.39	0.47	0.58	2.69
管理费用	30.94	48.05	55.91	61.39	76.44	110.83
财务费用	27.08	25.67	11.86	0.77	-1.09	-2.87
资产减值损失	0.00	0.00	2.15	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	50.94	74.50	96.81	135.44	170.84	459.10

加：其他非经营损益	0.39	21.58	21.60	22.11	22.11	22.11
利润总额	51.34	96.08	118.41	157.55	192.95	481.20
减：所得税	0.08	5.84	5.78	23.63	28.94	72.18
净利润	51.25	90.24	112.63	133.92	164.00	409.02
减：少数股东损益	-0.30	-0.26	-3.42	-4.06	-4.98	-12.41
归属母公司股东净利润	51.55	90.50	116.04	137.98	168.98	421.43

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、估值评级：采用相对估值法来看，公司估值水平低于行业平均值，具备一定的估值优势。从公司经营层面看，收购北京力拓和北京华盛等优质资产后，基本形成了“双主业”的盈利模式，可以保证未来几年净利润可维持较高增长，我们首次给予“买入”评级。

Figure 36 同行业上市公司市盈率比较（数据更新至 2015 年 2 月 6 日）

代码	简称	最新价	P/E			市值（亿元）
			2014E	2015E	2016E	
	行业平均	18.02	50.05	34.55	26.16	
603126	中材节能	14.04	53.24	38.69	28.23	57.14
601139	深圳燃气	9.88	26.35	22.75	19.15	195.87
000669	金鸿能源	29.26	40.40	28.88	21.63	142.21
600917	重庆燃气	10.22	46.14	41.48	36.74	159.02
300125	易世达	22.21	104.83	40.32	30.30	26.21
600635	大众公用	8.39	46.76	42.72	-	138.00
002700	新疆浩源	20.36	42.41	33.95	27.30	47.78
600617	国新能源	29.79	40.29	27.62	19.74	176.67
300332	天壕节能	14.20	33.86	27.65	10.62	46.73

资料来源：WIND 世纪证券研究所

风险提示

主营业务依赖合作企业风险。虽然公司对于合作企业的选择建立了严格的标准，合作企业多为行业内优势企业，持续经营能力较强，未来随着国内各项改革措施的落实和落后产能的进一步淘汰，优质合作企业的市场竞争力和可持续经营能力将会进一步增强。但是如果调控产能过剩的政策不能得到有效落实，或者经济出现严重下滑，则公司的经营业绩将受到较大影响。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSC0 nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSC0 and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSC0 or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSC0.