

日期: 2017年9月5日  
行业: 电力、热力生产和供应业



分析师: 冀丽俊  
Tel: 021-53686156  
E-mail: jilijun@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870510120017

**IPO 价格** RMB8.56 元  
**上市合理定价** RMB21.00-24.00 元

#### 基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 30.00  
发行后总股本 (百万股) 120.00  
发行数量占发行后总股本 25.00%  
保荐机构 招商证券

#### 主要股东 (发行前)

赵一波 37.65%  
陈秀明 29.67%  
克拉玛依昆仑朝阳创业投资基金合伙 7.94%

#### 收入结构 (2016)

热力服务 93.26%  
节能技术服务 5.61%

报告编号: JLJ17-NSP13

首次报告日期: 2017年9月5日

# 城市小区“供暖投资运营”模式的先行者

## ■ 投资要点:

### 城市小区“供暖投资运营”模式的先行者

公司主营业务为热力供应、节能技术服务。截至 2016-2017 供暖季, 公司已实施供热的总面积超过 2,400 万平方米。公司坚持智能化、精细化、清洁化的节能供热, 是城市小区“供暖投资运营”模式的先行者, 是北京市首批实施合同能源管理服务的供热企业。同时, 公司参与制定了多项国家级、北京市级的行业标准。

### 募投项目扩大业务规模

公司本次募集资金主要运用扩大供暖投资运营项目、节能改造工程项目、研发中心项目和补充流动资金。募投项目的实施将扩大公司业务规模, 提升市场占有率, 巩固行业领先地位。

### 盈利预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2017、2018 年归于母公司的净利润分别为 0.72 亿元和 0.86 亿元, 同比增速分别为 45.54% 和 19.67%, 相应的稀释后每股收益为 0.60 元和 0.72 元。

### 定价结论

本次发行前公司总股本为 9000 万股, 本次拟发行 3000 万股, 占发行后公司总股本的 25.00%。公司发行价格为 8.56 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 21.00-24.00 元, 对应 2017 年每股收益的 35-40 倍市盈率。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	856	863	923	1,006
年增长率	16.66%	0.82%	7.00%	9.00%
归属于母公司的净利润	50	49	72	86
年增长率	10.85%	-0.20%	45.54%	19.67%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.41	0.41	0.60	0.72

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 公司的行业分类及简况

公司主营业务为热力供应、节能技术服务。公司秉承“专注节能、绿色供热”的理念，致力于节能技术研发、节能供热投资及节能技术改造，成长为专业化能源服务公司。截至 2016-2017 供暖季，公司已实施供热的总面积超过 2,400 万平方米。

公司坚持智能化、精细化、清洁化的节能供热，是城市小区“供暖投资运营”模式的先行者，是北京市首批实施合同能源管理服务的供热企业。同时，公司参与制定了多项国家级、北京市级的行业标准。

公司以技术创新推动企业发展，广泛应用智能供热节能控制系统、分时分区控制系统、供热管网控制优化系统、烟气余热回收、节电控制技术、热泵系统等先进节能环保技术。公司享有“防腐高效低温烟气冷凝余热深度利用技术”在天然气供热锅炉烟气余热利用领域的独家实施权，该技术荣获 2014 年国家技术发明二等奖，达到国际领先水平。

公司是国家发改委首批备案合同能源管理推荐单位，是北京市认定的首批“综合类核心供热节能技术产品公司”，曾多次被北京市市政市容管理委员会评为“北京市供热先进单位”、“北京市供热优秀单位”，并曾荣获“全国节能突出贡献示范单位”、“质量安全信誉 AAA 级企业”等多项荣誉称号。此外，公司先后通过 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系认证和职业健康安全体系认证。

### 行业增长前景

截至 2014 年底，北京市集中供热面积达 5.68 亿平方米，占全国总供热面积的 12.27%，位居全国第四位，仅次于辽宁省、山东省和黑龙江省，其中住宅集中供热面积达 3.81 亿平方米。2014 年北京市锅炉房集中供热占供热总量的比例达到 84.4%，通过燃煤锅炉改造，目前北京城区集中供暖锅炉绝大部分为燃气锅炉。

北京地区城镇化的快速推进，为集中供热市场提供了广阔的发展空间。为此，《北京市“十二五”时期能源发展建设规划》提出，要提高新城集中供热水平，新城地区新建、扩建的供热设施原则上以燃气供热为主；同时，稳步推进乡镇地区供热发展，在重点镇建设集中供热中心。

京津冀一体化也将为北京供热行业带来发展机会。未来，在京津冀一体化和京津冀城市群建设过程中，政府将重点推进基础设施建设一体化以及环境保护与生态建设一体化，包括推进燃气、供热等基础设施和公共服务设施的等高对接，

加快实现生态环境保护与建设的对接，实现能源结构的协同调整等。

同时，大型国有商业银行还出台了关于支持京津冀协同发展的信贷政策，重点支持电力、集中供热等基础设施改造项目。

北京市集中供热覆盖率与欧美发达国家相比仍然相对较低，仍然有较大发展空间。“十三五”期间乃至今后相当长的时期内，随着城市化率的提高，区域小锅炉的拆除和旧城区的管网建设改造为北京市集中供热市场创造了巨大而持续的需求。

### ● 行业竞争结构及公司的地位

供热行业是基础性的公用事业。国内一些重要供热企业积极推进经营机制改革，先后成为股份制企业，以市场化的模式运营。

当前，在政府出台的《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》的指导下，城市供热开始引入社会资本，采取独资、合资、合作等多种形式参与城市供热的建设和经营管理，出现了许多社会资本投资的供热企业，形成了投资结构多元化的格局。

供热行业具有明显的区域性。我国各大城市普遍存在着供热单位数量多、热源分散运营的问题，因此供热企业的区域整合已成为供热行业发展的方向。

供热行业具有明显的地域性特征，在北京区域供热市场上，公司具有较强的市场竞争力。主要竞争对手有：北京市热力集团、丰台供暖所、金房暖通、蓝天环保等。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司的控股股东、实际控制人为赵一波，赵一波持有公司 33,884,820 股股份，占股份总额的 37.6498%，

本次发行前公司总股本为 9000 万股，本次拟发行 3000 万股，占发行后公司总股本的 25.00%。公司发行价格为 8.56 元/股。

表 1 公司的股东结构情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1 赵一波	3,388.48	37.6498	3,388.48	28.24
2 陈秀明	2,670.56	29.6729	2,670.56	22.25
3 克拉玛依昆仑朝阳创业投资基金合伙企业	714.29	7.9365	714.29	5.95

	(有限合伙)					
4	中山通用科技创业投资中心(有限合伙)	571.43	6.3492	571.43	4.76	
5	北京科桥成长创业投资中心(有限合伙)	285.71	3.1746	285.71	2.38	
6	克拉玛依臻诚创业投资基金有限合伙企业	256.89	2.8543	256.89	2.14	
7	新疆桃花源壹号股权投资管理合伙企业(有限合伙)	154.28	1.7142	154.28	1.29	
8	北京振银投资有限公司	142.86	1.5873	142.86	1.19	
9	杨勇	106.94	1.1882	106.94	0.89	
10	王英俊	104.33	1.1592	104.33	0.87	
11	其他股东	604.24	6.7138	604.24	5.04	
12	公开发售股份			3,000.00	25.00	
	合 计	9,000.00	100.00	12,000.00	100.00	

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 2 营业收入构成 单位：万元

项目	2017年一季度		2016年		2015年		2014年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务	51668.46	100%	85,461.64	99.05%	85,103.98	99.44%	72,600.43	98.96%
热力服务	51644.75	99.95%	80,055.44	92.78%	82,534.84	96.44%	70,777.69	96.47%
节能技术服务	20.89	0.04%	5,406.20	6.27%	2,569.14	3.00%	1,822.74	2.48%
其他业务	0	0	822.59	0.95%	480.53	0.56%	764.53	1.04%
合计	51668.46	100%	86,284.23	100.00%	85,584.51	100.00%	73,364.96	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 3 营业成本构成 单位：万元

项目	2017年一季度		2016年		2015年		2014年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务	35019.59	100%	69,253.28	98.87%	69,373.68	99.68%	58,193.37	98.53%
热力服务	34922.45	99.72%	65,324.76	93.26%	67,709.68	97.29%	57,162.32	96.78%
节能技术服务	61.18	0.17%	3,928.52	5.61%	1,664.00	2.39%	1,031.05	1.75%
其他业务			792.04	1.13%	224.29	0.32%	870.41	1.47%
合计	34983.63	100%	70,045.32	100.00%	69,597.97	100.00%	59,063.78	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 4 公司各项目毛利率情况%

项目	2017年一季度	2016年	2015年度	2014年度

热力服务	32.38	18.40	17.96	19.24
节能技术服务	-192.87	27.33	35.23	43.43
其他业务		3.71	53.32	
合计	32.22	18.82	18.68	19.49

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表5 公司产能产量情况

项目	2017年一季度	2016年	2015年度	2014年度
总装机容量 (MW)	2126.12	2107.52	1998.60	1861.71
产能 (百万千瓦)	4234188.52	7751940.00	7061516.33	6765829.35
产量 (百万千瓦)	3741019.23	6855587.00	6211082.26	5947164.00
产能利润率	88.23%	88.44%	87.96%	87.90%
	2016-2017	2015-2016	2014-2015	2013-2014
供暖面积 (平方米)	24519974.50	24327870.05	23755027.08	21094841.37

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表6 北京供暖收费和燃补标准 单位：元/平方米

项目	区域	2016-2017	2015-2016 供暖季	2014-2015	2013-2014 供暖季
		供暖季		供暖季	
住宅	-	30	30	30	30
商用	城六区	42	42	46	42
	非城六区	40	40		
燃气	城六区	7.40	7.75	12.36	8.62
	非城六区	5.18	5.59		
燃煤		6.82	5.00	7.28	6.63

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

### ● 募投项目

公司本次募集资金主要运用扩大供暖投资运营项目、节能改造工程项目、研发中心项目和补充流动资金。募投项目的实施将扩大公司业务规模，提升市场占有率，巩固行业领先地位。

表7 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	计划投资	拟投入募集资金	建设期
1	扩大供暖投资运营项目	20000.00	10000.00	24 个月
2	节能改造工程项目	18521.36	8000.00	36 个月
3	研发中心项目	3272.09	1000.00	
4	补充流动资金	5000.00	2761.45	
	合计	46793.45	21761.45	

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

## 三、公司盈利预测

### ● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2017、2018 年归于母公司的净利润分别为 0.72 亿元和 0.86 亿元，同比增速分别为 45.54% 和 19.67%，相应的稀释后每股收益为 0.60 元和 0.72 元。

## 四、风险因素

### 产业政策变动风险

公司属于供热行业，经营活动在一定程度上受国家产业政策的影响。作为公用基础设施的重要组成部分，供热行业在服务价格、服务标准、质量控制等方面需要随着国家政策的调整而调整。如果未来我国产业政策发生重大变动，政府部门调整相关规定，有可能加大行业内企业的竞争、增加市场风险，有可能对公司盈利产生负面影响。

供暖收费标准的变动直接影响到企业和民众的切身利益。政府对供暖价格实行政策性调控，公司自身不具备定价权。如果政府不能适时调整供暖价格，能源价格、人工成本等方面发生较大变化，将对公司经营构成压力。

### 财政补贴风险

供热行业受到国家和地方政府的高度重视，我国供热行业主要在北方地区，这些地区的供暖价格实行政府定价，政府制定了较为刚性的居民供暖价格。

北京市政府设置了对企业的补偿机制：燃料补贴的波动对冲了能源价格的波动，使得供热企业的经营保持稳定。如果现行补贴机制在未来取消或者减弱，而供暖价格又未能充分市场化，即企业不能在取消补贴机制的情况下根据市场供需来定价，则公司的盈利会遭受不利影响。

### 业务地域集中的风险

公司营业收入区域主要集中在北京地区，该地区人口密集，集中供暖需求量较大，而且地方政府为供暖行业的发展创造了良好的环境。报告期内，公司在北京地区实现的营业收入占营业收入总额的比例都在 90% 以上。目前公司正在其他地区拓展市场，开展业务。如果公司不能加快其他地区市场开拓的进度，对北京地区依赖性过高，当北京地区经济发生重大变动时，公司可能面临区域性经营风险。

### 税收优惠政策发生变化的风险

报告期内，公司及子公司享受下列税收优惠，主要包括：

《财政部、国家税务总局关于供热企业增值税、房产税、城镇土地使用税优惠政策的通知》（财税[2016]94 号）规定：“自 2016 年 1 月 1 日至

2018 年供暖期结束，对供热企业向居民个人供热而取得的采暖费收入免征增值税”，2016 年 1 月 1 日至 2018 年供暖结束公司向居民收取的采暖费收入免征增值税；公司提供商业供暖费收入按照 13% 税率计缴；公司销售商品按照 17% 税率计缴；

根据《财政部、国家税务总局关于促进节能服务产业发展增值税、营业税和企业所得税政策问题的通知》（财税[2010]110 号）规定，公司享有以下税收优惠：

(1) 公司实施的合同能源管理项目，取得的营业税应税收入，暂免征收营业税。将项目中的增值税应税货物转让给用能企业，暂免征收增值税。

(2) 公司实施合同能源管理项目，符合企业所得税税法有关规定的，自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税。

(3) 根据《营业税改征增值税试点过渡政策的规定》（财税〔2016〕36 号），下列项目免征增值税：第二十七条，同时符合下列条件的合同能源管理服务：1) 节能服务公司实施合同能源管理项目相关技术，应当符合国家质量监督检验检疫总局和国家标准化管理委员会发布的《合同能源管理技术通则》(GB/T24915-2010) 规定的技术要求。2) 节能服务公司与用能企业签订节能效益分享型合同，其合同格式和内容，符合《中华人民共和国合同法》和《合同能源管理技术通则》(GB/T24915-2010) 等规定。公司之子公司华通兴远、华意龙达、中能兴科享有此优惠政策。

如果未来上述国家税收优惠政策不再延续，将会对公司的经营业绩产生一定不利影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

同行业重点上市公司惠天热电、滨海能源、大连热电等由于无市场盈利预测，行业 PE 选用公用事业中电力行业，2017 年和 2018 年行业平均 PE 分别为 25 倍和 16 倍；基于 2017 年、2018 年预测业绩的均值，最近上市的十家中小板企业中，2017 年、2018 年平均市盈率为 47 倍和 38 倍。

表 9 最近上市中小板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
002891.SZ	中宠股份	47.72	0.56	0.67	0.72	0.90	85.70	70.93	66.28	53.02
002890.SZ	弘宇股份	37.37	0.90	0.57	0.72	0.91	41.53	65.96	52.16	41.05
002887.SZ	绿茵生态	83.02	1.47	2.15	2.58	2.96	56.59	38.63	32.16	28.02

002889.SZ	东方嘉盛	36.00	0.59	0.66	0.78	0.95	60.76	54.89	46.04	37.95
002882.SZ	金龙羽	16.56	0.22	0.28	0.35	0.42	73.65	59.65	47.56	39.54
002886.SZ	沃特股份	36.62	0.81	0.70	0.78	1.13	45.42	52.07	46.69	32.46
002883.SZ	中设股份	49.93	0.45	0.76	0.99	1.24	110.37	65.73	50.25	40.35
002880.SZ	卫光生物	63.40	1.16	1.42	1.78	2.08	54.84	44.69	35.71	30.43
002877.SZ	智能自控	26.76	0.35	0.37	0.48	0.60	76.62	71.51	55.44	44.81
002875.SZ	安奈儿	33.00	0.71	0.79	0.88	1.03	46.54	41.71	37.42	32.04
平均							65.20	56.58	46.97	37.97

资料来源：Wind 上海证券研究所

### ● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性，我们认为给予公司合理估值定价为 21.00-24.00 元，对应 2017 年每股收益的 35-40 倍市盈率。

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)					利润表 (单位: 百万元)				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E	指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	173.76	205.19	402.60	509.55	营业收入	862.84	923.24	1006.33	1089.96
应收和预付款项	283.06	341.60	339.25	398.18	营业成本	700.45	741.92	807.98	875.02
存货	77.95	104.36	94.18	120.83	营业税金及附加	1.06	1.13	1.23	1.34
其他流动资产	7.70	7.70	7.70	7.70	营业费用	9.46	10.12	11.03	11.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	59.21	63.35	69.06	74.79
投资性房地产	26.17	23.18	20.67	18.11	财务费用	22.36	4.60	-4.03	-7.45
固定资产和在建工程	400.63	387.10	394.67	296.69	资产减值损失	20.86	15.66	15.66	15.66
无形资产和开发支出	9.02	8.37	7.72	7.07	投资收益	3.72	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	176.37	170.65	164.94	159.23	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>1154.65</b>	<b>1248.16</b>	<b>1431.73</b>	<b>1517.35</b>	<b>营业利润</b>	<b>53.16</b>	<b>86.46</b>	<b>105.40</b>	<b>118.66</b>
短期借款	174.00	0.00	0.00	0.00	营业外收支净额	9.73	9.82	9.82	9.82
应付和预收款项	491.55	480.04	577.20	566.45	<b>利润总额</b>	<b>62.90</b>	<b>96.28</b>	<b>115.23</b>	<b>128.48</b>
长期借款	53.83	3.83	3.83	3.83	所得税	13.28	24.07	28.81	32.12
其他负债	95.59	95.59	95.59	95.59	净利润	49.62	72.21	86.42	96.36
<b>负债合计</b>	<b>814.97</b>	<b>579.45</b>	<b>676.61</b>	<b>665.86</b>	少数股东损益	0.14	0.20	0.24	0.27
股本	90.00	120.00	120.00	120.00	<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>49.48</b>	<b>72.01</b>	<b>86.18</b>	<b>96.09</b>
资本公积	73.05	299.85	299.85	299.85	财务比率分析				
留存收益	160.56	232.57	318.75	414.84	<b>指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>323.62</b>	<b>652.43</b>	<b>738.60</b>	<b>834.70</b>	毛利率	18.82%	19.64%	19.71%	19.72%
少数股东权益	16.07	16.28	16.52	16.79	EBIT/销售收入	9.58%	10.65%	10.79%	10.87%
<b>股东权益合计</b>	<b>339.69</b>	<b>668.70</b>	<b>755.12</b>	<b>851.49</b>	销售净利率	5.75%	7.82%	8.59%	8.84%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1154.65</b>	<b>1248.16</b>	<b>1431.73</b>	<b>1517.35</b>	ROE	15.29%	11.04%	11.67%	11.51%
现金流量表 (单位: 百万元)					资产负债率	70.58%	46.42%	47.26%	43.88%
<b>指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	流动比率	0.76	1.25	1.35	1.69
经营活动产生现金流量	218.79	92.02	303.79	124.00	速动比率	0.64	1.04	1.19	1.48
投资活动产生现金流量	-111.00	-91.36	-113.00	-27.08	总资产周转率	0.75	0.74	0.70	0.72
融资活动产生现金流量	-22.87	30.78	6.62	10.04	应收账款周转率	3.73	3.31	3.63	3.35
<b>现金流量净额</b>	<b>84.92</b>	<b>31.44</b>	<b>197.41</b>	<b>106.96</b>	存货周转率	8.99	7.11	8.58	7.24

数据来源: WIND 上海证券研究所

## 分析师承诺

冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。