

2023年10月17日

百通能源 (001376.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

◆ 本周五（10月20日）有一家主板上市公司“百通能源”询价。

◆ **百通能源 (001376):** 公司通过建设热电联产装置和供热锅炉,以煤炭为主要燃料,为供热范围内的工业企业提供蒸汽供应,蒸汽联产品电力直接出售给国家电网。公司2020-2022年分别实现营业收入4.79亿元/7.90亿元/10.82亿元, YOY依次为17.16%/65.04%/37.00%,三年营业收入的年复合增速38.37%;实现归母净利润0.71亿元/0.65亿元/1.10亿元, YOY依次为12.73%/-8.03%/68.09%,三年归母净利润的年复合增速20.46%。最新报告期,2023H1公司实现营业收入5.62亿元,同比增长3.36%;实现归母净利润0.67亿元,同比增长10.48%。根据初步预测,2023年1-9月公司预计实现归母净利润9,020.00万元至11,020.00万元,同比变动10.54%至35.05%。

① **投资亮点:** 1、公司长期深耕工业园区集中供热业务,并通过集团总部管理模式进行跨区域经营,目前已在江苏、山东等多地的工业园区形成较强的区域性优势。公司深耕工业园区集中供热业务10余年,差异化地实施集团总部管理模式,不仅可以通过集团化管控,更好地对采购成本、建造成本、运营成本形成控制,更重要的是业务拓展不再受单一区域限制;相比业内企业大多选择单一工业园区内经营,公司的跨区域经营业务已覆盖江苏、山东、江西、贵州、湖北等多个省,建立了泗洪百通、泗阳百通、连云港百通、曹县百通等多个集中供热项目,并受益于政策等因素,在上述项目所在的工业园区形成了一定的区域性排他优势。2、伴随着原有客户用热量的增加、以及新用热企业的入驻,预计公司连云港百通等项目的新增热负荷需求将获得较大提升,助推整体业绩预期向好。截至2023年6月末,公司对外供热能力为629.70 t/h;然而除泗阳百通、泗洪百通投产运行时间相对较早,其他项目目前尚处于孵化成长期,具有较高的成长潜力。根据公司招股书披露,伴随着2023年下半年及2024年各园区内现有客户的扩产以及新增客户的陆续入驻,预计合计新增热负荷需求将达600 t/h以上;其中,赣榆柘汪临港产业区经济发展势头强劲,现有热负荷需求总量为36.44 t/h,预计在新海石化子公司丰海高新材料等新客户的加持下,将新增热负荷需求408.00 t/h。

② **同行业上市公司对比:** 根据主营业务相似性,选取新中港、世茂能源、恒盛能源、杭州热电、宁波能源为百通能源的可比上市公司。从上述可比公司来看,2022年第三季度至2023年第二季度可比公司的平均收入为27.20亿元,可比PE-TTM(算数平均)为26.90X,销售毛利率为24.25%;相较而言,公司营收规模及毛利率水平未及可比公司平均。

◆ **风险提示:** 已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	414.81
流通股本(百万股)	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙

 SAC执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.com

相关报告

- 上海汽配-华金证券-新股-上海汽配-新股专题覆盖报告(上海汽配)-2023年第199期-总第396期 2023.10.15
- 惠柏新材-华金证券-新股-惠柏新材-新股专题覆盖报告(惠柏新材)-2023年198期-总第395期 2023.10.13
- 德冠新材-华金证券-新股-德冠新材-新股专题覆盖报告(德冠新材)-2023年197期-总第394期 2023.10.12
- 天元智能-华金证券-新股-天元智能-新股专题覆盖报告(天元智能)-2023年196期-总第393期 2023.9.27
- 思泉新材-华金证券-新股-思泉新材-新股专题覆盖报告(思泉新材)-2023年195期-总第392期 2023.9.26



公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	478.7	790.0	1,082.3
同比增长(%)	17.16	65.04	37.00
营业利润(百万元)	95.2	86.7	147.9
同比增长(%)	23.98	-8.95	70.60
净利润(百万元)	70.9	65.2	109.9
同比增长(%)	12.73	-8.03	68.09
每股收益(元)	0.18	0.16	0.26

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、百通能源	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2010-2021 年我国集中供热面积 (单位: 万平方米)	5
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	7
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、百通能源

公司自设立以来专注于为工业园区、产业聚集区企业提供集中供热服务；通过建设热电联产装置和供热锅炉，以煤炭为主要燃料，为供热范围内的工业企业提供蒸汽供应，蒸汽联产品电力直接出售给国家电网。

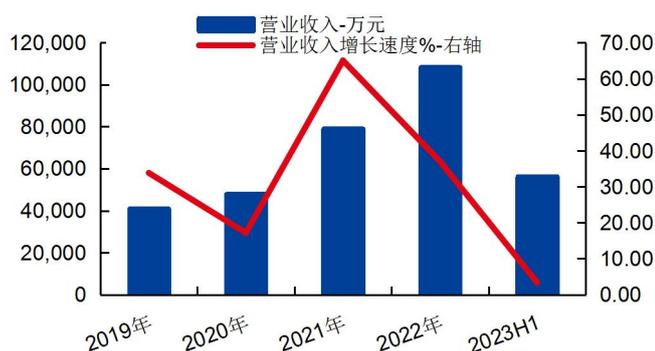
与行业内部分企业集中于单一工业园区提供蒸汽供热服务所不同的是，公司实施的是集团总部管理模式开发运营多个工业园区集中供热项目公司的发展策略。公司目前已在江苏省宿迁市的泗阳经济开发区、江苏省连云港市的赣榆柘汪临港产业区、江西省抚州市的金溪工业园区、山东省菏泽市的曹县经济开发区以及山东省临沂市的蒙阴县孟良崮工业园等多个工业园区设立集中供热项目公司。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 4.79 亿元/7.90 亿元/10.82 亿元，YOY 依次为 17.16%/65.04%/37.00%，三年营业收入的年复合增速 38.37%；实现归母净利润 0.71 亿元/0.65 亿元/1.10 亿元，YOY 依次为 12.73%/-8.03%/68.09%，三年归母净利润的年复合增速 20.46%。最新报告期，2023H1 公司实现营业收入 5.62 亿元，同比增长 3.36%；实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长 10.48%。

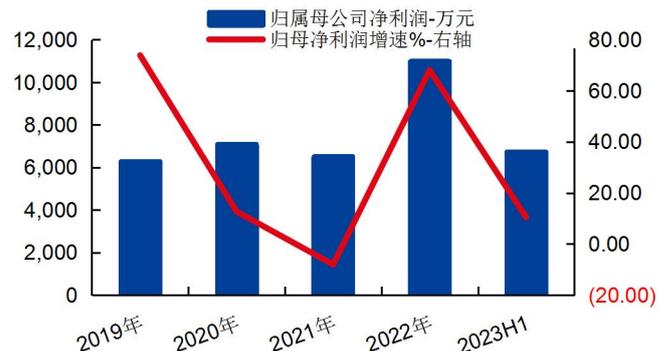
2022 年，公司主营收入按产品类型可分为三大板块，分别为蒸汽(10.02 亿元，93.33%)、电力(0.71 亿元，6.64%)、以及其他产品(32.02 万元，0.03%)；2020-2022 年报告期间，公司始终以蒸汽为主营业务及首要收入来源，来自汽车空调管路的销售收入占比维持在 90%以上，且近年来整体业务结构并未发生重大变动。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



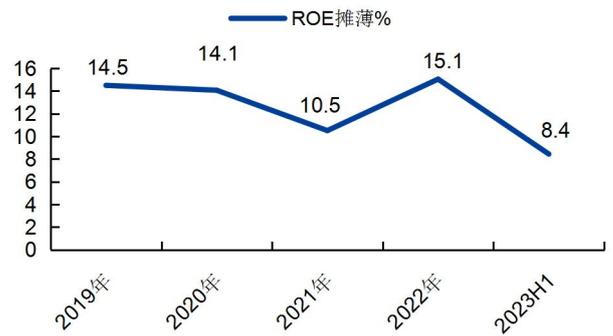
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

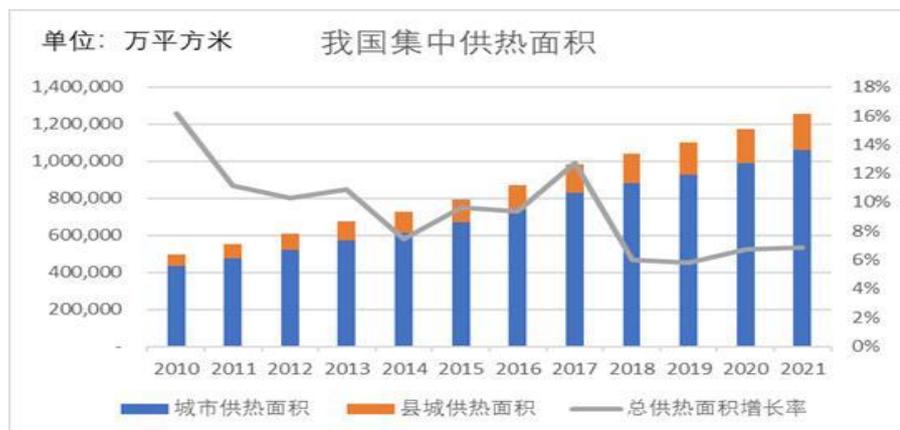
公司归属于能源行业，并根据其主营业务性质，分属于集中供热、热电联产服务等细分领域。

1、集中供热细分领域

集中供热是指在工业生产区域、城市居民集聚区域建设集中热源，向该地区及周围的企业、居民提供生产和生活用热的一种供热方式。与分户供热相比，集中供热具有节约燃料、降低污染、节省用地、提高供热质量、低噪音、自动化程度高、设备故障率低等多种优势，因此更加节能高效的集中供热模式得到愈加广泛的推广。

根据住房和城乡建设部统计，我国城市集中供热面积已经从 2010 年的 43.57 亿平方米增长至 2021 年的 106.03 亿平方米，年均复合增长率达到 8.42%；县城集中供热面积从 2010 年的 1.45 亿平方米增长至 2021 年的 19.45 亿平方米，年均复合增长率达到 11.13%。

图 5：2010-2021 年我国集中供热面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind 数据库，华金证券研究所

其中，工业用热占我国整体用热需求比重较大，在化工、冶金、造纸、印染、食品、医药等行业，工业用热应用场景较为广泛。与城市供暖市场明显的季节性不同，工业供热需求为连续需求，主要采用蒸汽供热，且对蒸汽参数要求较高，蒸汽需求量较大。以装机规模来看，主要分

为集中供暖的热电联产机组（以发电为主的大型热电联产机组、以供热为主的小型背压热电联产机组为主）和专门供热的供热锅炉（包括企业自备和公用两类）。

然而集中供热行业属于基础设施行业，由于热力在传输中存在耗损，长距离热力传输不经济，供热业务呈现区域性分布的特点，尚未形成全国性的大型供热集团。

2、热电联产细分领域

中国是热电联产最主要的市场之一。近年来在《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》《大气污染防治行动计划》《热电联产管理办法》《电力发展“十三五”规划》等国家政策鼓励下，我国热电联产保持较快的发展。同时，随着城市和工业园区经济发展，热力需求不断增加，热电联产集中供热稳步发展，总装机容量不断增长。十三五期间，我国城市和工业园区供热已形成“以燃煤热电联产和大型锅炉房集中供热为主、分散燃煤锅炉和其它清洁（或可再生）能源供热为辅”的供热格局。

据中国电力企业联合会统计，我国 6,000kW 及以上电厂供热设备容量从 2010 年底的 16,655 万 kW 增加到 2019 年底的 51,990 万 kW，年均复合增长率为 13.65%；占同容量火电装机比重从 2010 年底的 23.66% 上升至 2019 年底的 43.70%。同期，我国热电联产在城市及县城集中供热中所占比重也从 2010 年的 37.98% 上升到了 2019 年的 60.59%，但距离全球 78% 的占比仍有相当的距离。

未来在我国的热电联产发展将主要受益于产能替换、产业转移及宏观经济增长。其中，产能替换主要体现在大型集中供热项目替换小型零散供热锅炉，更好的实现规模效应与环境保护。产业转移主要体现在用热企业根据生产性质，在相关政策的指引下搬迁至同类园区内统一管理，有助于将分散的热需求集中满足，推动大型集中供热、热电联产项目的建设。

（三）公司亮点

1、公司长期深耕工业园区集中供热业务，并通过集团总部管理模式进行跨区域经营，目前已在江苏、山东等多地的工业园区形成较强的区域性优势。公司深耕工业园区集中供热业务 10 余年，差异化地实施集团总部管理模式，不仅可以通过集团化管控，更好地对采购成本、建造成本、运营成本形成控制，更重要的是业务拓展不再受单一区域限制；相比业内企业大多选择单一工业园区内经营，公司的跨区域经营业务已覆盖江苏、山东、江西、贵州、湖北等多个省，建立了泗洪百通、泗阳百通、连云港百通、曹县百通等多个集中供热项目，并受益于政策等因素，在上述项目所在的工业园区形成了一定的区域性排他优势。

2、伴随着原有客户用热量的增加、以及新用热企业的入驻，预计公司连云港百通等项目的新增热负荷需求将获得较大提升，助推整体业绩预期向好。截至 2023 年 6 月末，公司对外供热能力为 629.70 t/h；然而除泗阳百通、泗洪百通投产运行时间相对较早，其他项目目前尚处于孵化成长期，具有较高的成长潜力。根据公司招股书披露，伴随着 2023 年下半年及 2024 年各园区内现有客户的扩产以及新增客户的陆续入驻，预计合计新增热负荷需求将达 600 t/h 以上；其

中，赣榆柘汪临港产业区经济发展势头强劲，现有热负荷需求总量为 36.44 t/h，预计在新海石化子公司丰海高新材料等新客户的加持下，将新增热负荷需求 408.00 t/h。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目与补充流动资金及偿还借款。

- 1、连云港百通热电联产项目：**本项目项目拟建设于连云港市赣榆区柘汪临港产业区，由公司控股子公司连云港百通实施建设运营，连云港百通为柘汪临港产业区内唯一的一家集中供热热源点；项目规划建设 3 台 130t/h 高温高压循环流化床锅炉、2 台 12MW 抽背式汽轮机组及配套辅助、环保设备。本项目已于 2020 年第四季度开始建设，分两期推进“三炉两机”建设进度；原预计在 2022 年年中建成 1 台 130t/h 高温高压循环流化床锅炉和 1 台 12MW 抽背式汽轮发电机组，并预计在 2023 年第二季度建成 2 台 130t/h 高温高压循环流化床锅炉和 1 台 12MW 抽背式汽轮发电机组。
- 2、曹县百通热电联产二期项目：**曹县百通热电联产项目位于曹县经济开发区，由公司全资子公司曹县百通实施建设运营，并分为一期和二期分步建设。一期项目已于 2019 年 12 月完工投产，除工程建设外已建成 1 台 90t/h 高温高压循环流化床锅炉、1 台 12MW 抽背式汽轮机组；二期项目拟在一期项目基础上，新增 2 台 90t/h 高温高压循环流化床锅炉和 1 台 12MW 抽背式汽轮机组及配套辅助、环保设备。

表 1：公司 IPO 募投资项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	连云港百通热电联产项目	35,612.00	7,000.00	33 个月
2	曹县百通热电联产二期项目	15,763.92	5,500.00	27 个月
3	补充流动资金及偿还借款	7,500.00	5,159.71	-
	总计	58,875.92	17,659.71	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 10.82 亿元，同比增长 37.00%；实现归属于母公司净利润 1.10 亿元，同比增长 68.09%。根据初步预测，公司预计 2023 年 1-9 月营业收入为 78,000.00 万元至 82,000.00 万元，同比增长 0.42%至 5.57%；预计 2023 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润为 9,020.00 万元至 11,020.00 万元，同比变动 10.54%至 35.05%；预计 2023 年 1-9 月扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 8,570.00 至 10,420.00 万元，同比变动 17.51%至 42.88%。

公司专注于为工业园区、产业聚集区企业提供集中供热服务；根据主营业务相似性，选取新中港、世茂能源、恒盛能源、杭州热电、宁波能源为百通能源的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022 年第三季度至 2023 年第二季度可比公司的平均收入为 27.20 亿元，可比 PE-TTM（算

数平均)为 26.90X, 销售毛利率为 24.25%; 相较而言, 公司营收规模及毛利率水平未及可比公司平均。

表 2: 同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	收入-TTM(亿 元)	收入增速 -TTM	归母净利 -TTM (亿元)	净利润增 长率-TTM	销售毛利 率 -TTM(%)	ROE 摊 薄 -TTM(%)
605162.SH	新中港	34.56	38.09	9.41	2.28%	0.91	-27.03%	17.90	7.87
605028.SH	世茂能源	29.33	13.96	4.20	1.90%	2.10	11.87%	62.92	17.34
605580.SH	恒盛能源	30.63	24.66	8.35	-2.99%	1.24	-5.50%	23.11	15.08
605011.SH	杭州热电	99.54	47.85	33.32	-7.64%	2.08	-1.40%	10.79	10.01
600982.SH	宁波能源	46.61	9.94	80.73	-15.72%	4.69	-3.87%	6.53	11.47
	平均值	48.13	26.90	27.20	-4.43%	2.20	-5.19%	24.25	12.35
001376.SZ	百通能源	/	/	10.82	37.00%	1.10	68.09%	20.78%	15.05%

资料来源: Wind (数据截至日期: 2023 年 10 月 16 日), 华金证券研究所

备注: 可比公司的收入 TTM、收入增速 TTM、归母净利润 TTM、以及归母净利润增速 TTM 等数据选取各上市公司 2022Q3 至 2023Q2 的财务数据。

(六) 风险提示

产业政策变动风险、煤炭价格波动风险、毛利率波动风险、环保风险、安全生产的风险、客户集中的风险、主要经营性资产抵押与质押风险、项目公司建设投资风险、流动性及偿债风险、实际控制人控制的风险、公司规模扩大带来的管理风险、股东与实际控制人关于对赌协议的风险、蒸汽保底补偿款无法收回风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn