

证券研究报告 / 公司点评报告

政策导向明确，清洁能源供暖驶入快轨

报告摘要:

公司主营业务包括清洁能源集中供热项目的工程设计、工程施工、运营管理；供热节能设备的销售、投资管理。公司致力于清洁能源及可再生能源的供热应用，以天然气供热为根基，重点发展地热能、中水源供热（含制冷）业务，同时积极拓展土壤修复、固体危险废物处置等环保新业务。

2016年，公司业绩稳步增长。2016年，公司实现营业收入2.34亿元，同比增长16.42%，3年复合增长率达到18.12%。公司实现净利润4,695.46万元，同比增长19.81%，3年复合增长率达到47.12%。公司毛利率也持续增长，2016年，公司毛利率为34.36%。公司毛利率的持续增长与供暖业务营收占比及毛利率增长有关。

政策导向明确，津冀地区地热能供暖市场广阔。一方面，北京供暖市场具有集中度低，竞争性强等特点，随着北京城内六区土地开发已趋于饱和，北京地区供热市场上升空间有限。另一方面，当前津冀地区清洁能源供暖行业，政策导向明确，千亿市场空间开启。

公司业务拓展由北京向津冀地区，清洁能源种类由单一天然气向天然气、地热能、中水源等多种清洁能源拓展。一方面，公司充分享受京津冀地区清洁能源发展政策带来的制度红利，利于公司进一步扩张。另一方面，清洁能源种类拓展可使公司摆脱天然气价格对企业发展的影响，保障公司业绩的稳定。

战略合作提供技术支撑，业务扩张占据先发优势。公司先后与天津地热院和天津环科院签署了《战略合作协议》。在地热能开发利用方面，可充分利用天津地热院在地热信息、勘探开发技术等方面的优势，发展地热能供暖业务。与天津环科院的合作，助力公司开展医疗固废垃圾处置、污染土壤治理、水环境治理等环保新业务。

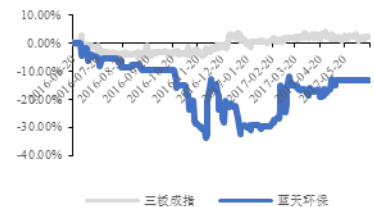
特别提示：该公司做市商包括东北证券、申万宏源证券、国泰君安等8家券商。

风险提示：(1) 现金流风险；(2) 偶发事故的风险。

股票数据

收盘价(元)	4.60
12个月股价区间(元)	3.50-5.30
总市值(百万元)	738
总股本(百万股)	167

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	0.00%	2.68%	-13.04%

相关报告

- 《东北新三板2017年中期策略：信心耐心 谨慎乐观 剩者为王 先苦后甜》 2017-7-6
- 《谨防去杠杆误伤 新三板急需流动性输血》 2017-6-16
- 《掘金新三板细分领域“独苗”企业》 2017-6-13
- 《创新层吸引力不减》 2017-6-5

证券分析师：付立春

执业证书编号：S0550517010001

研究助理：马庆华

执业证书编号：S0550117050002

财务摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	201.14	234.17	361.65	413.41	469.62
(+/-)%	24%	16%	54%	14%	14%
归属母公司净利润	38.95	45.26	68.91	80.48	92.69
(+/-)%	209%	16%	52%	17%	15%
每股收益(元)	0.37	0.27	0.39	0.45	0.52
市盈率	12.52	16.97	11.88	10.17	8.83
市净率	1.88	1.66	1.50	1.30	1.13
净资产收益率(%)	15.29%	9.97%	12.90%	13.10%	13.11%
股息收益率(%)	0.00%	1.09%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	106.01	167.00	178.00	178.00	178.00

目 录

1. 节能环保综合服务商	3
1.1. 清洁能源供热运营服务专家.....	3
1.2. 股权结构合理.....	3
1.3. 业绩增长状况良好.....	4
2. 清洁能源政策导向明确，京津冀供热行业千亿市场空间开启.....	5
2.1. 供热行业由成长期过度至成熟期，行业利润增幅锐减.....	5
2.2. 政策导向明确，京津冀清洁能源供热重点受益.....	7
2.3. 北京天然气供热利润空间基本恒定.....	8
2.4. 京津冀推广清洁能源，地热能开发利用正当时.....	10
2.5. 锅炉低氮改造进行时，十亿市场空间开启.....	11
3. 公司综合优势明显，发展稳定拓张有力	12
3.1. 清洁能源供热运营服务以类 BOT 模式为主，EMC 模式发展进行时	12
3.2. 业务拓展以并购为主，方向明确目的清晰.....	12
3.3. 融资渠道多样，擅长资本运作，为业务发展提供资金保障.....	14
3.4. 战略合作提供技术支撑，业务扩张占据先发优势.....	14
4. 盈利预测	15
5. 风险提示	15

1. 节能环保综合服务商

1.1. 清洁能源供热运营服务专家

北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司（简称“蓝天环保”）成立于2001年。目前主营业务包括清洁能源集中供热项目的方案设计、工程施工、运营管理；供热节能设备的销售、供热节能环保技术服务。公司供热业务的主要盈利模式为类 BOT 和 EMC，公司供热业务一般与政府部门、房地产开发商、物业公司及供暖自营的企业事业单位（包括政府机关、事业单位、学校等）签订类 BOT 和 EMC 合同，居民住宅小区供热业务的终端客户为小区业主。

公司致力于清洁能源及可再生能源的供热应用，以天然气供热为根基，重点发展地热能、中水源供热（含制冷）业务，同时积极拓展土壤修复、固体危险废物处置等环保新业务。公司的天然气供热业务目前主要集中在北京地区，地热能和中水源业务分布在天津、保定、河北等地，公司2016年报披露，公司将继续立足京津冀地区的清洁能源供热业务，重点开拓清洁可再生的地热能供热业务，开展中水源循环利用供热制冷业务，加强节能环保供热的技术研发，增强公司核心竞争力；通过并购重组进行上下游、内外延的业务拓展，积极拓展其他环保新业务。

1.2. 股权结构合理

表 1: 蓝天环保前十大股东（截止 2016 年 12 月 31 日）

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	潘忠	56,058,900	33.57%
2	李方	20,592,000	12.33%
3	金泰富资本管理有限责任公司	17,879,800	10.71%
4	北京华远天利和投资管理中心（有限合伙）	6,684,700	4.00%
5	财通基金-工商银行一创唯先新三板 3 号资产管理计划	6,175,000	3.70%
6	申万宏源证券有限公司做市专用账户	5,526,250	3.31%
7	中国银河证券股份有限公司做市专用证券账户	3,686,338	2.21%
8	王洪波	3,429,400	2.05%
9	国泰元鑫资产—广发证券—国泰元鑫嘉和汇金 新三板 1 号专项资产管理计划	3,250,000	1.95%
10	潘诚	2,825,559	1.69%

数据来源：东北证券，公司资料

公司控股股东及实际控制人为潘忠先生。截止 2016 年 12 月 31 日，潘忠为公司第一大股东，直接持有公司股份 5605.89 万股，持股比例为 33.57%，其持有股份的表决权足以对股东大会的决议产生重大影响。

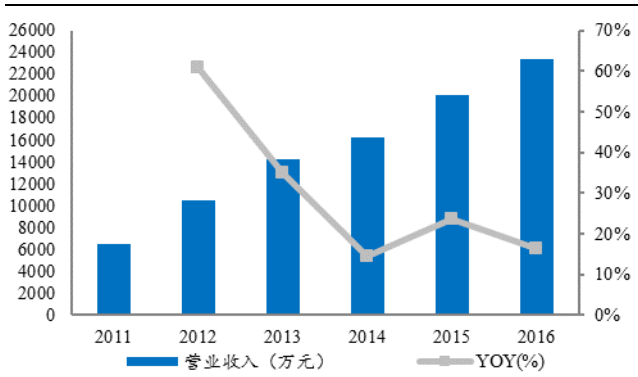
潘忠，男，1968 年 9 月生，中国国籍，无境外永久居留权，工程师，2003 年北京光华管理学院 MBA，2012 年北京师范大学工商学院获得工商管理博士，博士学历，2015 年 5 月 4 日，被公司股东大会选举为董事。职业经历：1991 年 8 月至 1999 年 9 月，北京建筑材料集团有限公司锅炉压力容器检测所总工程师；1999 年 10 月至 2001 年 3 月，任北京国东锅炉技术有限公司总工程师；2001 年 4 月至 2013 年 10 月，任北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司总经理，2013 年 10 月至今，任北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司董事长、总经理。

1.3. 业绩增长状况良好

2016年，公司整体经营情况继续保持良好平稳的发展态势，供热运营面积持续增长。公司在保持原有经营规模基础上新增供热运营面积164.53万平方米，其中北京地区新增供热收费面积77.33万平方米，主要使用天然气作为供热能量来源，天津地区新增供热收费面积87.20万平方米，主要使用地热能作为供热能量来源。

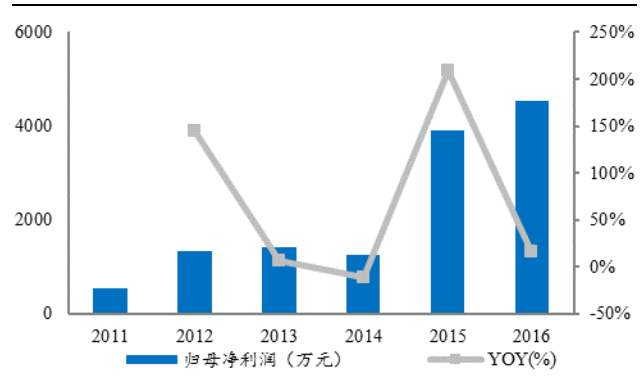
2016年，公司营业收入和归母净利润稳步增长。公司实现营业收入2.34亿元，同比增长16.42%，3年复合增长率达到18.12%。公司实现净利润4,695.46万元，同比增长19.81%，3年复合增长率达到47.12%。近5年来，公司业绩增长稳定。

图 1: 公司近年营收及同比变化情况



数据来源：东财 choice，东北证券

图 2: 公司近年归母净利润及同比变化情况



数据来源：东财 choice，东北证券

目前，公司的分业务主要有4种，分别是供暖、服务、建安和销售，具体内容如下：

(1) 供暖，公司目前的业务核心，以为用户提供供热服务为主，提供生活热水、制冷服务为辅。

(2) 建安，包括供热设备的安装调试、供热管网或供气管道等外围设施的铺设、供热系统的整体建筑安装等。

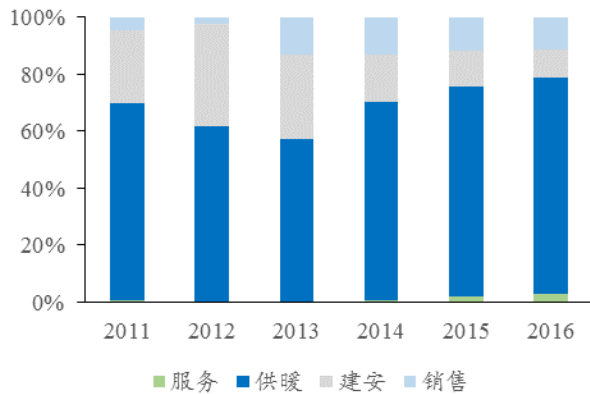
(3) 销售，主要是指公司作为一体化服务的供应商，在承接供热业务的同时，根据客户的具体需求，向其销售公司代理的节能锅炉，锅炉辅机附件及供热系统安装材料等。

(4) 服务，包括供热锅炉、燃烧机、水泵、换热器、电器柜、软水设备及供水管网的检修及升级改造等技术服务。

2016年，分业务大都稳定增长。供热业务收入1.78万元，同比增长19.81%；建安业务收入2,382.92万元，同比下降7.40%；销售收入(锅炉及附属产品)2,599.20万元，同比增长12.01%；服务业务收入658.24万元，同比增加71.45%。建安业务营收下降与公司业务调整有关。

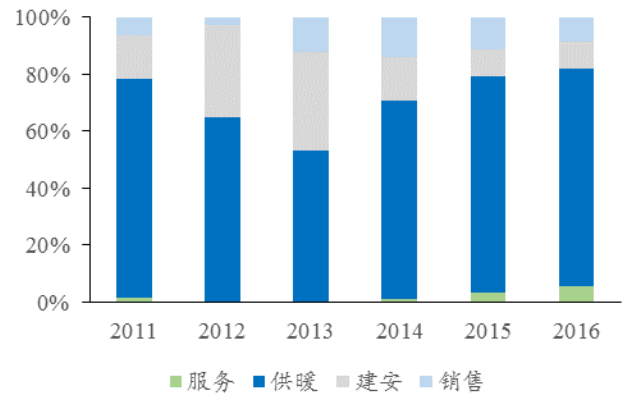
供热是公司的业务核心，其发展态势对公司十分重要。近年来，公司营收结构基本稳定，供热业务作为公司的业务核心，营收占比75.91%，毛利润占比76.58%，且占比持续增长。此外，供热业务对其他业务起着龙头带动作用。

图 3: 公司分业务近年营收占比变化情况



数据来源: 东财 choice, 东北证券

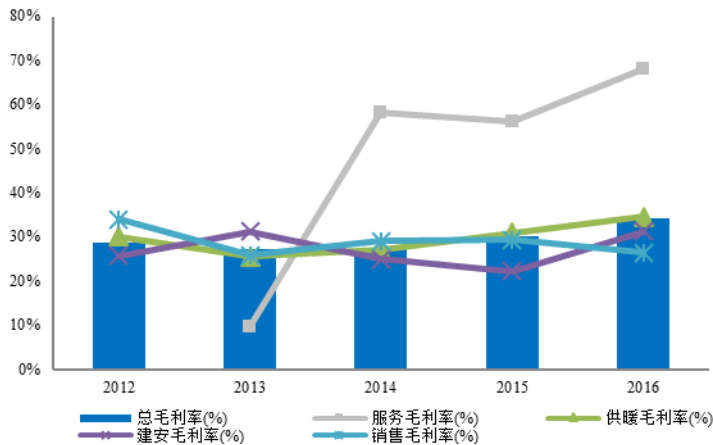
图 4: 公司分业务近年归母净利润占比变化情况



数据来源: 东财 choice, 东北证券

公司毛利率持续增长, 2016 年, 公司毛利率为 34.36%。公司毛利率的持续增长与供暖业务营收占比及毛利率增长有关。特别地, 服务业务的毛利率增长显著, 这与公司扩张产生规模效应, 服务业务的边际成本进一步降低有关。

图 5: 公司总体及分业务毛利率变化情况



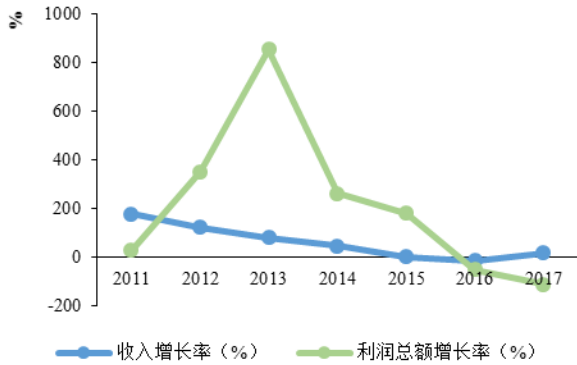
数据来源: 东北证券, 东财 choice

2. 清洁能源政策导向明确, 京津冀供热行业千亿市场空间开启

2.1. 供热行业由成长期过度至成熟期, 行业利润增幅锐减

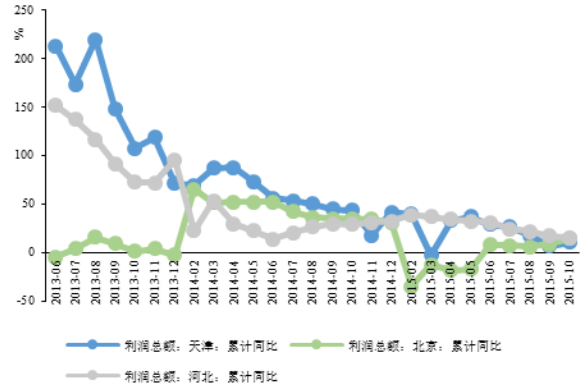
供热行业收入和利润总额增长率下降。从 2013 年起, 全国电力、热力的生产及供应行业的收入增长率和利润总额增长率呈现出明显的下降趋势, 至 2016 年, 行业利润总额增长率为-52.63%, 收入增长率为-16.74%。从京津冀地区来看, 供热行业利润总额增长率也呈现出明显的下降趋势, 与全国的趋势基本一致。

图 6: 全国电力、热力的生产及供应业收入增长率和利润总额增长率变化情况



数据来源: 东北证券, 东财 choice

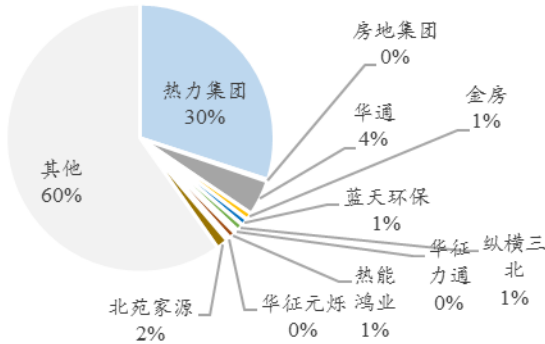
图 7: 京津冀地区供热行业利润总额同比变化



数据来源: 东北证券, 东财 choice

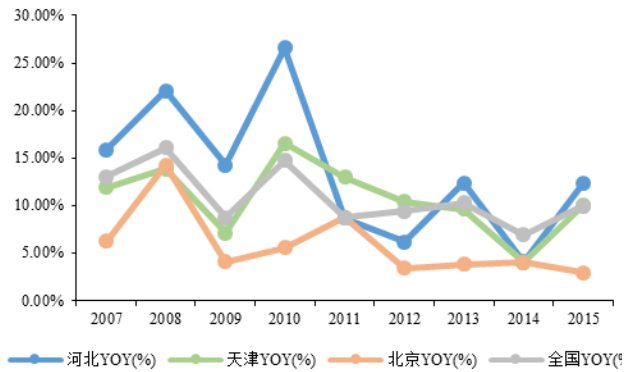
北京供暖市场集中度低, 竞争性强。据中华产业网统计, 2016 年, 北京市中大型供热企业共 360 家, 其中北京市热力集团有限公司规模最大, 2016 年供热面积达到 2.5 亿 m^2 , 约占北京市供暖面积的 30%。其余供热企业规模均较小。蓝天环保 2016 年年底北京地区供热面积 591.13 万 m^2 , 北京地区市场占有率约为 1%。可以看出, 北京市供暖市场具有集中度低, 竞争性强的特点。

图 8: 北京市供暖企业市场占有率 (%)



数据来源: 东北证券, 公开资料

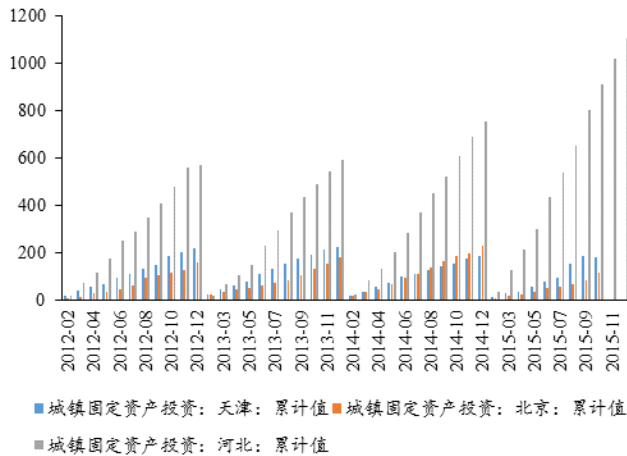
图 9: 城市供热面积变化情况



数据来源: 东北证券, 国家统计局

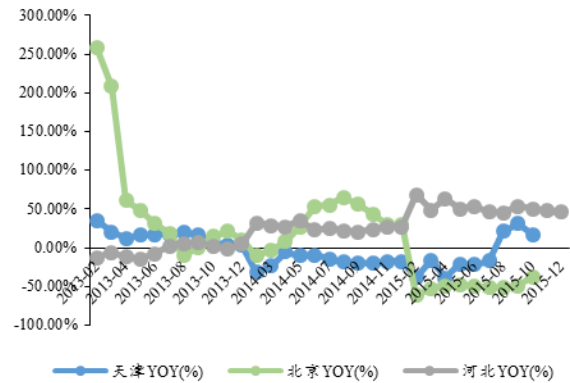
北京地区供热业务市场空间有限, 津冀地区供热业务市场空间仍大。从京津冀地区来看, 北京地区城市供热面积增长速度明显低于全国平均水平, 而河北、天津地区的城市供热面积仍然保持较高速度增长。供热行业固定资产投资情况, 北京市供热行业固定资产投资增长率为负, 大有下降趋势, 而津冀地区供热行业固定资产投资仍处于增长态势, 供热行业市场仍有很大的扩展空间。近年来, 随着北京城内六区土地开发已趋于饱和, 北京地区供热市场上升空间有限, 相对而言, 津冀地区, 随着京津冀一体化政策的施行, 尤其是雄安新区建立之后, 城镇化率有望进一步提高, 供热业务特别是清洁能源供热业务市场空间潜力巨大。

图 10: 京津冀地区供热行业固定资产投资情况



数据来源: 东北证券, 国家统计局

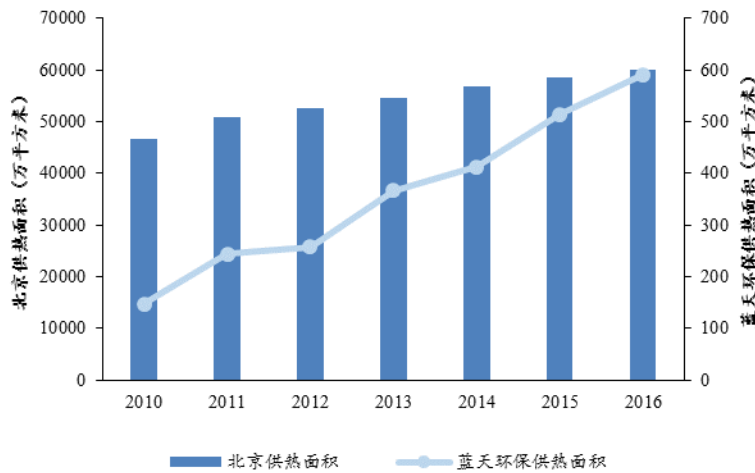
图 11: 京津冀地区供热行业固定资产投资同比 (%)



数据来源: 东北证券, 国家统计局

公司在北京供热市场扩张放缓。虽然目前公司在北京市供热市场供热面积增长率大于北京市供热面积的增长率，考虑到北京市供热市场增速放缓、项目招投标成本逐年上升、项目利润空间进一步被压缩，预计公司在北京供热市场的业务扩张也将放缓，特别是类 BOT 业务。

图 12: 北京市及蓝天环保供热面积情况 (万 m²)



数据来源: 东北证券, 公司资料

2.2. 政策导向明确，京津冀清洁能源供热重点受益

从 2016 年年底开始截止目前，清洁能源相关政策连续出台，京津冀地区成为下一步激励清洁能源利用的重点区域。相关政策如下表所示：

表 2: 清洁能源政策梳理 (2016 年年底至今)

时间	相关部门	政策规划	具体内容
2016 年 12 月 10 日	国家发改委	可再生能源发展“十三五”规划	➤ 加强京津冀及周边地区可再生能源协同发展，大力推动中深层地热供暖重大项目建设
2017 年 1 月 5 日	国务院	“十三五”节能减排综合工作	➤ 抓紧可再生能源综合规划

日期	发布机构	方案名称	主要内容
2017年1月23日	国家发改委、能源局、国土资源部	地热能开发利用“十三五”规划	<ul style="list-style-type: none"> 推动北方采暖区既有居住建筑供热计量及节能改造 1.5 亿平方米 明确到 2020 年，京津冀地区地热能年利用量达到约 2000 万吨标准煤
2017年5月20日	财政部	关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知	<ul style="list-style-type: none"> 开展北方地区冬季清洁取暖试点 中央财政奖补资金标准直辖市 10 亿元/年，省会城市 7 亿元/年，地级城市 5 亿元/年 重点支持京津冀及周边地区大气污染传输通道“2+26”城市

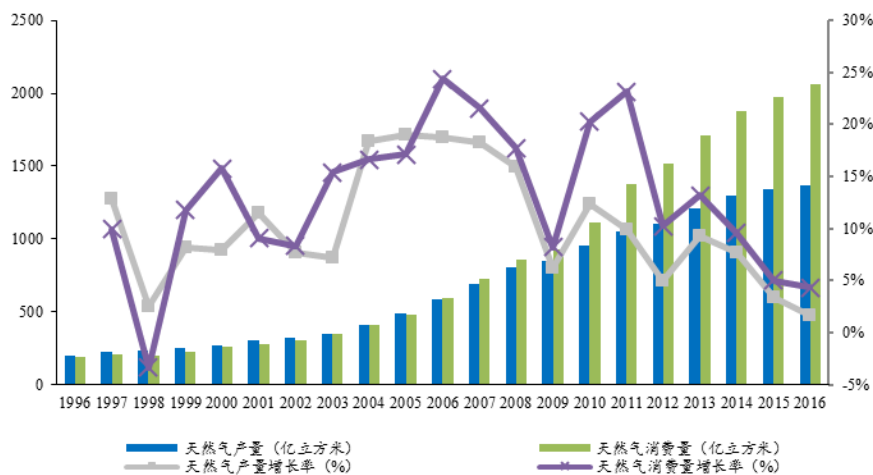
数据来源：东北证券，公开资料

冬季清洁取暖试点城市确定为 12 个，财政补助共高达 219 亿元。2017 年 6 月 5 日，国家财政部公布了“关于对 2017 年北方地区冬季清洁取暖试点城市名单进行公示的通知”，其中天津、石家庄、唐山、保定、廊坊、衡水、太原、济南、郑州、开封、鹤壁、新乡等 12 个城市被拟纳入 2017 年北方地区冬季清洁取暖试点范围。根据之前公布的财政奖补标准，12 个试点城市共可获得每年共计 73 亿元的财政补贴，3 年共计 219 亿元。根据有关部门要求，各试点城市重点从热远端解决散煤燃烧问题，建议“煤改气”、“煤改电”，并同时因地制宜推广地热能、空气热能、生物质能、光伏等可再生能源。

2.3. 北京天然气供热利润空间基本恒定

天然气下游需求增幅明显，短期进口仍处高位。由于近年来我国煤改气政策的支持，工业燃料及城市燃气消费量增速明显。2016 年中国天然气消费量 2058 亿立方米，产量 1368 亿立方米，供需缺口近 700 亿立方米，对外依存度 34%。自 2014 年起，中国天然气的产量和消费量增速均有所放缓，但消费量的增速仍然持续大于产量的增速，且消费量增速因油价回升变得更加明显。目前国内产量难以满足国内需求，进口短期内将处高位，预计 2017 年天然气对外依存度将进一步提升。目前，开发国内非常规天然气、进口管道气、进口 LNG 是解决中国天然气供需缺口的三大主要途径。

图 13: 我国天然气产量及同比变化



数据来源：东北证券，公开资料

京津冀地区“煤改气”预计带来 260 亿 m³/a 的天然气使用增量。根据京津冀

各地相关“十三五”规划，预计十三五期间，京津冀地区“煤改气”改造燃煤锅炉共 2.5 万蒸吨，对应天然气增量 55 亿 m^3/a ；居民散煤供暖改造 1500 万户，按每户每个供暖季 100 平方米天然气计算，对应天然气增量 150 亿 m^3/a ；燃煤发电机组改造 750 万千瓦，对应天然气增量 65 亿 m^3/a 。综上，京津冀地区“煤改气”共带来约 260 亿方的天然气增量。

京津冀地区目前天然气主要来源是本地区油田产气，以及管道运输。本地区产气的油田主要包括华北油田、大港油田和冀东油田。2015 年，华北油田年产天然气 8.4 亿 m^3 ，大港油田年产天然气 5.1 亿 m^3 ，冀东油田年产天然气 5.91 亿 m^3 ，共约 20 亿 m^3 ，全部提供京津冀地区使用。除此之外，京津冀地区现有输气管道输气能力约 1090 亿 m^3/a ，在建输气管道输气能力约 1202 亿 m^3/a 。考虑到国际气价变化、管道运输成本等因素，国内近京津冀地区油气田的天然气对缓解该地区天然气使用压力的作用最大。陕京线管道运输的天然气来自长庆油田，2015 年长庆油田年产天然气 374.6 亿 m^3 ，目前已经建成的陕京一、二、三线输气能力约 353 亿 m^3/a ，2015 年向京津冀地区年输送天然气约 200 亿 m^3 ，极大缓解了该地区的用气压力。随着 2017 年 10 月陕京四线的建成，京津冀地区的天然气供给能力进一步增强。预计京津冀地区的天然气供给压力将得到缓解，天然气价格上行压力减小。

表 3: 京津冀地区在建天然气管道

管道名称	输气能力 ($10^8 m^3/a$)	归属
陕京四线	150	
煤层气管网 (太原-石家庄)	10	中石油
中俄东线	380	
鄂安沧东线	300	中石化
蒙西煤制气	200	中海油
京石邯复线管道	162	河北天然气

数据来源：东北证券

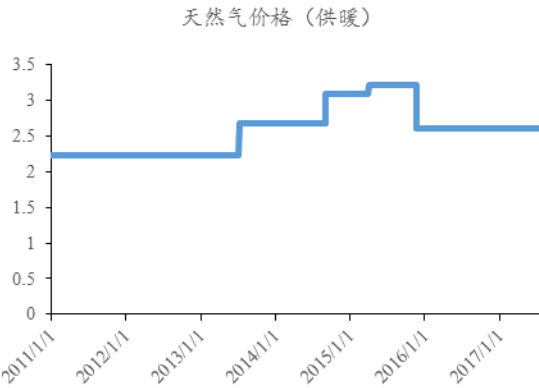
北京天然气消费量增速迅猛，季节差异显著。近年来，迫于雾霾治理的压力，北京市大力推行清洁能源建设，天然气消费量连年攀升。2016 年，北京市天然气供气量 158.99 亿立方米，销售气量 150.59 亿立方米，天然气消费量三年复合增长率 18.18%。与此同时，天然气消费量季节差异十分明显，2015 年，北京平时日用气量约为 2000 万方，而冬天最高日用气量则达到 1.1 亿方，相差约 5 倍。

北京天然气供热企业毛利空间波动。自 2013 年起，北京市供热价格保持稳定，城六区居民供热价格为 30 元/建筑平方米，非居民供热价格为 42 元/建筑平方米。而北京供热天然气市场价格虽然自 2013 年起一度持续走高，并于 2014-2015 年供暖季达到 3.09 元/立方米的高点，但 2015 年 11 月 20 日北京市发改委下调了供热天然气价格，规定居民供暖用气天然气价格城六区不超过 2.60 元/立方米，非城六区不超过 2.36 元/立方米。随着北京天然气供给压力缓解，预计天然气价格将基本保持稳定，甚至有下行趋势。

北京天然气供热企业每年补贴金额随能源价格变化而定。依据往年的统计，北京市政府每年都会花费约 22~30 亿元给供暖企业，作为能源价格波动给供热企业利润波动带来的补偿。供热企业具体收到补偿的金额和时间受具体区县情况、供热服务面积、能源价格变动情况、供热投诉情况等因素限制。此外，根据 2017 年 5 月 10 日，财政部下发的《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号——政府补助〉的通知》（财会〔2017〕15 号），“与企业日常活动相关的政府补助，应当按照经济业务实质，

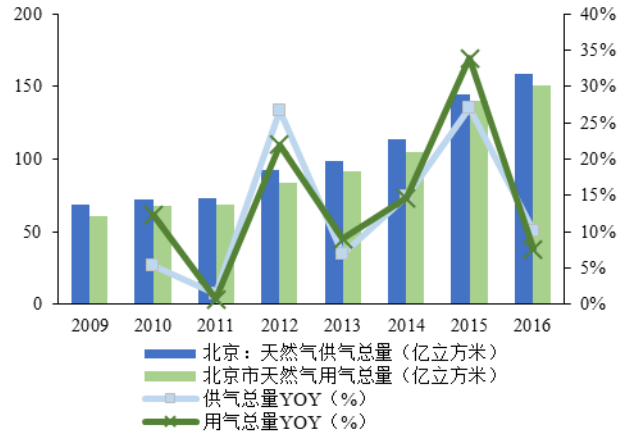
计入其他收益或冲减相关成本费用。与企业日常活动无关的政府补助，应当计入营业外收支。”蓝天环保的政府补助与日常经营活动相关，将计入其他收益或冲减相关成本费用，不再计入营业外收支项目。公司在北京天然气供暖的利润将一定程度上保持稳定。

图 14: 北京市天然气市场价 (供暖)



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 15: 北京市天然气供需及同比变化情况



数据来源: 东北证券, 国家统计局

2.4. 京津冀推广清洁能源, 地热能开发利用正当时

京津冀地区地热能储量丰富。京津冀地区地热资源丰富, 每年可开发利用的地热热量折合标准煤 3.43 亿吨, 相当于京津冀地区 2014 年燃煤消耗总量的 94%, 完全可以支撑起该地区对地热资源的可持续开发利用。目前, 该地区已有 48 个地热田, 其中北京市 10 个地热田, 总面积 2760 平方公里, 折合标煤 34 亿吨; 天津 8 个地热田, 面积 6380 平方公里, 折合标煤 307 亿吨; 河北省 30 个地热田, 面积约 19165 平方公里, 折合标煤 1050 亿吨。这些地热田在平面上连片分布, 为实现地热资源产业化、规模化开发奠定了基础。

政策加速地热能开发使用。2017 年 1 月国家发改委、能源局、国土资源部联合发布了《地热能开发利用“十三五”规划》, 华北地区的地热资源类型主要分为浅层地热资源和水热型地热资源两种。

目前, 浅层和水热型地热能供暖 (制冷) 技术已基本成熟。浅层地热能应用主要使用热泵技术, 2004 年后年增长率超过 30%, 应用范围扩展至全国, 其中 80% 集中在华北和东东南部, 包括北京、天津、河北、辽宁、河南、山东等地区。2015 年底全国浅层地热能供暖 (制冷) 面积达到 3.92 亿平方米, 全国水热型地热能供暖面积达到 1.02 亿平方米, 年利用量约相当于 2000 万吨标准煤。

按照规划的要求, “十三五”时期, 全国新增地热能供暖 (制冷) 面积 11 亿平方米, 其中新增浅层地热能供暖 (制冷) 面积 7 亿平方米, 新增水热型地热供暖面积 4 亿平方米, 新增地热发电装机容量 500MW。到 2020 年, 地热供暖 (制冷) 面积累计达到 16 亿平方米, 供暖年利用量 4000 万吨标准煤。京津冀地区地热能年利用量达到约 2000 万吨标准煤。

表 4: 清洁能源政策梳理 (2016 年年底至今)

“十三五”新增			2020 年累计		
浅层地热供暖/	水热型地热能	发电机装机容量 (MW)	浅层地热供暖/	水热型地热能	发电机装机容量 (MW)
制冷面积	供暖面积		制冷面积	供暖面积	
(10 ⁴ m ²)	(10 ⁴ m ²)		(10 ⁴ m ²)	(10 ⁴ m ²)	

北京	4000	2500		8000	3000	
天津	4000	2500	10	5000	4600	10
河北	7000	11000	10	9800	13600	10.4

数据来源：东北证券

京津冀地区地热供暖六百亿市场空间开启，前景广阔。依据规划初步估算，十三五期间，浅层地热能供暖（制冷）可拉动投资约 1400 亿元，水热型地热能供暖可拉动投资约 800 亿元，地热发电可拉动投资约 400 亿元，合计约为 2600 亿元。京津冀地区可拉动浅层地热供暖投资 289 亿元，水热型地热能供暖可拉动投资约 320 亿元，合计约 609 亿元。京津冀地区地热供暖六百亿市场空间开启，前景广阔。

2.5. 锅炉低氮改造进行时，十亿市场空间开启

2016 年，北京市环保局颁布了新的《北京市锅炉大气污染物排放标准》，规定 2016 年 4 月 1 日起，高污染燃料禁燃区内的在用锅炉执行 80 毫克/立方米的排放限值；2017 年 4 月 1 日起，新建锅炉将实施第二阶段排放限值，即氮氧化物进一步严控到 30 毫克/立方米。

按照目前北京地区清洁能源改造的速度，预计 2020 年前后，北京市燃煤量将接近于零，与此对应，天然气的消耗量将由 2015 年的 150 亿立方米增长到约 350 亿立方米。天然气燃烧产生的氮氧化物在一定条件下二次转化会形成 PM_{2.5}，天然气燃烧很可能成为氮氧化物污染的主要来源，新标准颁布的主要目的就是进一步防治雾霾污染。为促进氮氧化物进一步减排，北京市于 2016 年在全国率先开展燃气锅炉低氮改造。

从北京市环保局获悉，2016 年底，北京市共完成燃气锅炉低氮改造 1500 余台、5300 余蒸吨。依据《2013-2017 年清洁空气行动计划重点任务分解 2017 年工作措施》，2017 年，北京市将完成 1 万蒸吨燃气锅炉低氮改造任务。低氮改造范围在城六区、通州、大兴、昌平等九个区的基础上，扩展到全市区域，覆盖了全市剩余老旧燃气锅炉的范围。预计 2017 年改造任务完成之后，可实现氮氧化物排放削减 46% 的目标，氮氧化物排放量减少 1900 吨/年。

为了激励燃气锅炉单位开展低氮改造，北京市制定了覆盖全市的燃气锅炉低氮改造资金政策，对实施改造燃气锅炉单位，给予低氮设备投资额 1/4 至 1/3 的补贴。同时，各相关区也分别出台了区属低氮改造政策或资金补助方案，部分区按照 1:1 比例与市级补助资金配套。

表 5: 2017 年北京市锅炉低氮改造财政补贴

区县	单台 1 蒸吨以下	单台 1-4 蒸吨	单台 5-20 蒸吨	改造目标 (蒸吨)	
北京市财政补贴	更换锅炉	9.6 万元 × 蒸吨	2.6 万元 × 蒸吨 + 7 万元	2.5 万元 × 蒸吨 + 8 万元	10000
	更换燃烧器	5.5 万元 × 蒸吨	2 万元 × 蒸吨 + 3.5 万元	1.5 万元 × 蒸吨 + 6 万元	
西城区财政补贴		市级补助资金 1:1 配套		1100	
东城区财政补贴		市级补助资金 1:1 配套		1100	
海淀区财政补贴		市级补助资金 1:0.5 配套		1600	
朝阳区财政补贴		2.5 万元/蒸吨		1600	
丰台区财政补贴		5000 元/蒸吨		700	
通州区财政补贴		市级补助资金 1:1.5 配套		1500	
昌平区财政补贴		市级补助资金 1:1 配套		500	
石景山区财政补贴		1.5 万元/蒸吨		300	
开发区财政补贴		总投资金额的 20%		1500	

数据来源：东北证券

根据北京市及各区的财政补贴政策，按照锅炉改造氮氧化物排放量低于 $80\text{mg}/\text{m}^3$ 估算，2017年北京市燃气锅炉低氮改造政府补贴1.965~4.044亿元，相应市场空间3.34~10.69亿元。

2016年，公司期末在建工程为5947.39万元，较期初增长100.89%，主要为未完成的项目低氮改造所致。2017年蓝天环保北京地区的重点业务是低氮锅炉的改造项目，预计可产生营业收入3000~4000万元，净利润600~800万元。

表 6: 北京市各城区低氮改造政府补助及市场空间初步估算

	2017年锅炉低氮改造 目标(蒸吨)	政府补助(万元)		市场空间(万元)	
		最低限	最高限	最低限	最高限
西城区	1100	2475	5940	3712.5	11880
东城区	1100	2475	5940	3712.5	11880
海淀区	1600	2700	6480	5400	17280
朝阳区	1600	5800	8320	5400	17280
丰台区	700	1137.5	2240	2362.5	7560
通州区	1500	1687.5	4050	5062.5	16200
昌平区	500	562.5	1350	1687.5	5400
石景山区	300	787.5	1260	1012.5	3240
开发区	1500	2025	4860	5062.5	16200
总计	10000	19650	40440	33412.5	106920

数据来源：东北证券

3. 公司综合优势明显，发展稳定拓张有力

3.1. 清洁能源供热运营服务以类BOT模式为主，EMC模式发展进行时

类BOT模式是指公司获得建设、管理居民小区供热系统的专营权和一定期限内的供热收费权，并在合同约定期限内负责项目的建设、经营和管理。合同期限届满时，公司无偿将该供热设施移交给房地产开发商或物业公司，或在同等条件下享有优先继续经营权。类BOT模式下，公司通过运营收费获取收益。

类BOT项目可保障公司长期稳定的现金流，但只适用于新建项目。保证了公司的长期稳定的现金流，一定程度上保障了盈利。与此同时，类BOT项目只适用于需要新安装供暖系统的小区共建，北京地区新建小区较少，业务拓展受限。

EMC模式，全称Energy Mechanism Conservation，又名“合同能源管理”，公司为客户提供节能供热解决方案并签订承包合同，公司在合同期内拥有客户供热系统的使用权，并负责提供供热及设备维护升级服务。在EMC模式下，公司一是在合同期内客户支付的固定费用项下，公司通过技改投资挖潜增效，获取收益；二是公司获取约定期限的运营收费权，按照约定比例分配后回收投资，获取收益。

EMC模式符合市场现状，国家政策大力支持。EMC模式适用于现有老旧供暖设备的节能改造，符合当前供暖行业基本饱和的北京城区市场。与此同时，根据《国家标准合同能源管理技术通则》(GB/T 24915-2010)，国家支持和鼓励节能服务公司以合同能源管理机制开展节能服务，享受财政奖励、营业税免征、增值税免征和企业所得税免三减三优惠政策。目前，公司约20%的项目采用EMC模式，并且将成为今后一定时间内公司业务发展的方向。

3.2. 业务拓展以并购为主，方向明确目的清晰

公司的业务拓展主要通过并购的方式进行。目前涉及的领域包括清洁能源（天然气、地热能、中水源）供暖、大环保领域（危险废物处理处置、工业废水处理等）、天然气上游等。

公司业务拓展布局，地区由北京向天津、河北地区拓展的方向明确。北京供热市场竞争激烈，拓展空间有限，而京津冀供暖市场尚有空间开拓，且在雄安新区建设的背景下，政策对京津冀地区的清洁能源供暖有所倾斜，公司业务向京津冀拓展对公司发展大有益处。

➤ 环渤海蓝天浩鸿（天津）地热开发股份有限公司

公司全资子公司“蓝天瑞德（天津）投资管理有限公司”与天津市浩鸿科技发展有限公司（天津地热院所属公司）合资的环渤海蓝天浩鸿（天津）地热开发股份有限公司成立。注册资本为人民币 5000 万元，其中公司出资人民币 3200 万元，占注册资本的 64%。

公司将立足天津市场，辐射环渤海地区，以整合天津地热资源为重点，并购优质地热行业企业。计划在未来三年内，力争增加采用清洁能源（地热能为主）的供热面积约 600 万平方米。

➤ 天津蓝天环科环境科技股份有限公司

2016 年 7 月 1 日公司子公司蓝天瑞德（天津）投资管理有限公司与天津环科院下属的天津市环科环境科技有限公司共同设立的天津蓝天环科环境科技股份有限公司成立，注册资本 2000 万元，公司持股比例 60%。与天津环科院的合作助力公司开展医疗固废垃圾处置、污染土壤治理、水环境治理等环保新业务。

公司供热业务拓展方向为地热能和中水源，目的清晰。在天然气供给压力上行，供暖收费长期保持稳定的情况下，天然气供暖利润压缩明显。天然气供暖运行成本约为 22 元/m²，地热能供暖运行费用约为 8 元/m²。随着水热型地热资源供暖核心技术逐渐成熟，公司此时拓展运行成本更为低廉的地热能，利于公司经营效益的进一步提高。

➤ 天津凯祥供热有限公司（简称“天津凯祥”）

2016 年 3 月 23 日公司取得天津凯祥 20% 的股权，2017 年拟继续收购直至 100 控股。天津凯祥负责提供集中供热的王稳庄示范小城镇项目，总建筑面积为 115.1 万平方米，供热设施于 2014 年一次性投入使用，是当时天津市一次性入住并供热的最大的地热能供热项目。王稳庄项目通过地热井直接换热+热泵机组提温技术进行地热能梯级型利用，属于水热型地热供暖。

➤ 河北润达能源技术开发有限责任公司（简称“河北润达”）

2017 年 4 月 19 日，公司通过增资方式控股河北润达，持股比例为 51.2%。根据河北省邢台市任县城区深层地热集中供热投资建设及特许经营项目招标结果，河北润达中标，特许经营期限为 30 年。公司控股河北润达意味着公司掌控了河北省邢台市任县城区地热集中供热项目，该项目预计 3 年建成，届时供热面积最少可达 300 万平方米。

河北润达与渚泽建设共同出资成立河北福泽供热服务有限责任公司（简称“河北福泽”），河北福泽为任县城区深层地热集中供热项目的项目运营公司，注册资金 1000 万元，河北润达持股比例 92%，渚泽建设持股比例为 8%。

➤ 保定市华尊能源开发有限公司（简称“保定华尊”）

2016 年 9 月 23 日，公司出资 1600 万元收购保定华尊 16% 的股权。通过本次收购，公司将介入中水源环保利用领域，目前主要项目为河北保定工业园区的中水源供热制冷项目。项目建设期两年，建成运营后供热面积预计达 200 万平方米，根据项目进度公司将继续收购直至控股。国家关于设立雄安新区的决定，对保定华尊的

业务发展将起到促进作用，预计项目建成后会取得良好投资收益。

3.3. 融资渠道多样，擅长资本运作，为业务发展提供资金保障

公司发展过程中需要大量的资金保障。主要考虑有以下两点：

(1) 公司清洁能源运营服务中的类 BOT 模式前期需要垫付大量资金，对公司的资金支持要求较高；

(2) 公司通过控股收购扩展业务，同样需要大量的资金做保障。

公司通过多种渠道进行融资，除了常规银行贷款外，包括融资租赁、定向增发、发债等，保障了公司项目的顺利进行和业务的拓展。与此同时，公司作为第一家新三板挂牌同时定增企业、准新三板第一家发行双创债的企业，也体现出公司高层善于充分利用制度红利的特点。

(1) 融资租赁

(2) 定向增发。公司自 2013 年挂牌新三板以来，先后于 2013 年 5 月、2014 年 12 月、2015 年 5 月、2015 年 7 月、2016 年 12 月进行了共 5 次定增，共发行 7346.15 万股，募集资金 3.33 亿元。定增作为主要的资金募集方式有效的缓解了公司的资金压力。特别地，蓝天环保是新三板第一家挂牌同时进行定增的企业。

(3) 发债。2017 年 5 月，公司公告称，拟采取非公开发行方式，发行总额不超过 1.5 亿元“双创债”，缓解公司控股收购扩张业务过程中产生的压力。如果双创债成功发行，蓝天环保将成为新三板首家发行双创债的企业。

3.4. 战略合作提供技术支撑，业务扩张占据先发优势

(1) 地热能开发利用

2015 年 7 月 22 日，公司与天津地热勘查开发设计院签署了《战略合作协议》，充分发挥各自的优势开展战略合作，以节能环保为目标，共同促进地热资源的科学开发合理利用。

2015 年 10 月 16 日，公司全资子公司“蓝天瑞德（天津）投资管理有限公司”与天津市浩鸿科技发展有限公司（天津地热院所属公司）合资的环渤海蓝天浩鸿（天津）地热开发股份有限公司成立。注册资本为人民币 5000 万元，其中公司出资人民币 3200 万元，占注册资本的 64%。

公司目前开展的地热能供热业务属于深层地热能利用，深层地热能利用主要环节包括勘探开采和资源利用两个部分，其中资源利用一般是用水源热泵技术，目前我国的水源热泵技术比较成熟，基本不会构成技术壁垒。勘探、开采等环节相关技术决定地热井出水的水温和水量，而地热井质量的高低直接决定了地热能供暖的经济效益。可以说，**地热井的勘探开采是地热能供暖的关键技术。**

天津地热院系国内唯一以地热地质工作为主，集科研、生产为一体的专业单位，是国内地热能应用领域的权威机构。天津地热院具备地球物理勘查甲级资质、地质灾害危险性评估甲级资质、液体矿产勘查甲级资质等，掌握地热能勘探、开发、维护等工作核心技术。天津地热院积累了天津市绝大部分地区，以及全国 18 个省市、50 多个地区的地热勘探信息，拥有地热勘探丰富的经验和技能。同时，天津地热院在地热井开采、回灌井技术等方面处于全国领先的地位。在天津、河北地区地热能大量开发、地热能开发审批愈发严格的背景下，公司与地热院的深度合作意义重大。

(2) 大环保领域

2016 年 5 月 23 日，公司与天津市环境保护科学研究院签署了《战略合作框架协议》。2016 年 7 月 1 日公司子公司蓝天瑞德（天津）投资管理有限公司与天津环科院下属的天津市环科环境科技有限公司共同设立的天津蓝天环科环境科技股份有限公司成立，注册资本 2000 万元，公司持股比例 60%。

与天津环科院的合作，助力公司开展医疗固废垃圾处置、污染土壤治理、水环

境治理等环保新业务。天津环科院设有国家环境保护恶臭污染控制重点实验室、国家环境保护危险废物处置工程技术(天津)中心、天津市大气污染防治重点实验室、天津市水污染控制与生态修复技术企业重点实验室、天津市恶臭控制技术工程中心、天津市低碳发展研究中心等。天津环科院在编人员 408 人中,高级职称 100 人(教授级高工 18 人),取得各类注册执(职)业资格 60 余人。院内专家及团队在危险废物处理处置、污水处理、生态修复等方面具有深厚的积淀。

4. 盈利预测

收入方面,我们预计 2017 年公司实现营业收入 3.62 亿元,其中 1.93 亿元来自于北京地区天然气供暖项目,0.21 亿元来自于天津地区地热能供暖项目。在 2018-2019 年,公司营业收入将保持 14.00%的复合增速,其中 2018 年预计实现营业收入 4.13 亿元,2019 年实现营业收入 4.70 亿元。

毛利率方面,我们预计随着公司天津地热能供暖业务的发展,将驱动公司整体毛利率稳步上升,预计公司 2017-2019 年毛利率将维持在 31.31%的水平。

5. 风险提示

- (1) 现金流风险;
- (2) 偶发事故的风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	177.64	237.03	235.55	229.22
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	37.20	43.08	48.75	56.13
存货	15.67	36.04	37.52	42.02
其他流动资产	3.49	3.49	3.49	3.49
流动资产合计	306.41	445.85	468.72	491.11
可供出售金融资产	0.50	0.50	0.50	0.50
长期投资净额	79.97	79.97	79.97	79.97
固定资产	288.88	371.29	458.81	548.38
无形资产	11.23	16.66	22.96	29.65
商誉	10	0	0	0
非流动资产合计	487.37	559.19	646.06	733.17
资产总计	793.78	1,005.03	1,114.78	1,224.29
短期借款	30.00	3.00	30.00	30.00
应付款项	14.46	19.77	22.60	25.54
预收款项	48.89	72.34	82.61	94.58
一年内到期的非流动负债	39.15	39.15	39.15	39.15
流动负债合计	153.31	293.84	320.74	334.67
长期借款	21.50	21.50	21.50	21.50
其他长期负债	155.13	155.13	155.13	155.13
长期负债合计	176.63	176.63	176.63	176.63
负债合计	329.94	470.47	497.36	511.30
归属于母公司股东权益合计	454.06	533.97	614.45	707.15
少数股东权益	9.78	11.59	13.96	16.84
负债和股东权益总计	793.78	1,016.03	1,125.78	1,235.29

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	234.17	361.65	413.41	469.62
营业成本	153.71	250.74	283.77	319.79
营业税金及附加	0.36	1.27	1.26	1.39
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	2.00	2.98	3.39	3.88
管理费用	32.74	36.17	41.34	46.96
财务费用	11.45	11.63	12.79	14.07
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.56	1.28	1.49	1.60
营业利润	36.71	60.14	72.35	85.13
营业外收支净额	20.43	24.64	27.10	29.81
利润总额	57.14	84.78	99.45	114.94
所得税	10.19	14.06	16.61	19.36
净利润	46.95	70.73	82.85	82.85
归属于母公司净利润	45.26	68.91	80.48	92.69
少数股东损益	1.70	1.82	2.37	2.88

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	46.95	70.73	82.85	95.57
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	12.32	16.38	20.60	24.92
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	11.17	11.63	12.79	14.07
投资损失	-2.56	-1.28	-1.49	-1.60
运营资本变动	-6.53	60.48	2.54	-14.80
其他	0	0	0	0
经营活动净现金流量	61.05	133.30	90.19	88.36
投资活动净现金流量	-126.43	-62.27	-78.88	-80.63
融资活动净现金流量	49.87	-11.63	-12.79	-14.07
企业自由现金流	-164.63	72.11	12.45	9.06

财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
每股指标				
每股收益 (元)	0.27	0.39	0.45	0.52
每股净资产 (元)	2.78	3.06	3.53	4.07
每股经营性现金流量 (元)	0.37	0.75	0.51	0.50
成长性指标				
营业收入增长率	16.42%	54.44%	14.31%	13.60%
净利润增长率	16.19%	52.26%	16.79%	15.18%
盈利能力指标				
毛利率	34.36%	30.67%	31.36%	31.90%
净利率	19.33%	19.05%	19.47%	19.74%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	45.65	43.48	43.04	43.62
存货周转率 (次)	38.06	52.47	48.26	47.96
偿债能力指标				
资产负债率	41.57%	46.30%	44.18%	41.39%
流动比率	2.00	1.52	1.46	1.47
速动比率	1.90	1.39	1.34	1.34
费用率指标				
销售费用率	0.85%	0.82%	0.82%	0.83%
管理费用率	13.98%	10.00%	10.00%	10.00%
财务费用率	4.89%	3.22%	3.09%	3.00%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	1.09%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E (倍)	16.97	11.88	10.17	8.83
P/B (倍)	1.66	1.50	1.30	1.13
P/S (倍)	3.28	2.26	1.98	1.74
净资产收益率	9.97%	12.90%	13.10%	13.11%

资料来源：东北证券

分析师简介:

付立春: 清华大学博士后, 东北证券研究所新三板研究中心总监、首席, 九年一二级市场工作经验。

马庆华: 清华大学环境工程硕士, 2017年3月加入东北证券, 现任新三板分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本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反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号

邮编: 130119

电话: 4006000686

传真: (0431)85680032

网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号

恒奥中心D座

邮编: 100033

电话: (010)63210800

传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号

邮编: 200127

电话: (021)20361009

传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D

邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航

电话: (010) 63210890

手机: 185-1501-8255

邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖

电话: (021) 20361100

手机: 136-2169-3507

邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星

电话: (0755) 33975865

手机: 186-6457-9712

邮箱: qiuxx@nesc.cn