



2017年08月16日

公司评级

当前市值： 8.10 亿元
目标市值： 13.14 亿元

分析师：彭海

执业编号：S0300517030001
电话：010-84938897
邮箱：penghai_bf@lxsec.com

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	234.17	348.35	397.92	459.44
(+/-)	16.42%	48.76%	14.23%	15.46%
净利润	45.26	65.70	73.68	82.88
(+/-)	16.19%	45.18%	12.14%	12.48%
EPS(元)	0.254	0.369	0.414	0.466
P/E	17.90	12.33	10.99	9.77

资料来源：联讯证券研究院

蓝天环保(430263.OC)

【联讯新三板公司研究】蓝天环保-深耕清洁供热领域，拓展环保新业务

投资要点

◇ 蓝天环保是节能环保综合服务商

公司处于国家政策大力扶持的节能环保产业，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、投资管理。公司在清洁能源供热领域拥有经验丰富的专业团队，依托与世界知名节能供热设备厂家的合作供应关系，充分发挥专业资质及自有节能技术的优势，为客户提供节能环保供热的产品和服务。

◇ 技术领先，资质齐全

公司核心技术团队稳定，关键技术人员无变动情况。公司目前拥有 19 项发明专利及 3 项软件著作权，同时与相关科研院所积极开展合作。公司在综合运用烟气余热回收、供热管网水力平衡设计、供热系统循环泵自动恒压差变流量变频调速等供热行业非专利通用技术的基础上，通过公司自行研发的供热智能管理系统对供热系统进行智能管理，在实际供热运行中达到良好的节能减排效果，同时实现智慧供暖，处于行业领先地位。

◇ 积极投资收购，做强供热主业，拓展环保新业务

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市环境保护科学研究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，标志着公司开始尝试开展医疗垃圾处置、固废危废垃圾处置、污染土壤治理、水环境治理等环保新业务。

在地热开发方面，公司已经与天津地热勘察开发设计院就地热资源的综合利用和开发形成战略合作伙伴关系，并由公司子公司蓝天瑞德（天津）投资管理有限公司与天津地热院下属的天津市浩鸿科技发展有限公司共同设立了环渤海蓝天浩鸿（天津）地热开发股份有限公司。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。公司计划在未来三年内，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。

◇ 受益于雄安新区政策，推进节能环保产业发展

公司于 2016 年 9 月 23 日出资 1600 万元收购保定市华尊能源开发有限公司 16% 的股权，标志公司介入中水源环保利用领域。目前主要项目为河北保定产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，公司计划将在 2017 年年底收购至 51% 控股。该项目紧邻雄安新区，国家确定了雄安新区天蓝地绿、山清水秀美丽家园的目标，因此地热能、中水源利用领域发展前景广阔，雄安新区的设立对周边区域及



京津冀地区节能环保产业的发展将起到巨大推进作用，公司其他环保新业务也将受益。

◇ 盈利预测与投资建议

2016 年度公司实现营业收入 23,417.18 万元，同比增加 3,303.13 万元，增长比率 16.42%；公司实现净利润 4,695.46 万元，同比增加 776.40 万元，增长比率 19.81%。2016 年归属于挂牌公司股东的净资产大幅增长，资产负债率逐步降低。

预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 65.70 百万元、73.68 百万元、82.88 百万元，EPS 分别为 0.37 元、0.41 元、0.47 元，按 2017 年 8 月 15 日收盘价 4.55 元，对应的 P/E 分别为 12.33x、10.99x、9.77x。可比新三板公司平均 PE 约为 20 倍，我们给予公司 20 倍估值，按照 2017 年业绩，公司总市值应为 13.14 亿元。相对目前市值 8.10 亿元，仍有一定的涨幅空间，给予“买入”评级。

单位:百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	234.17	348.35	397.92	459.44
增长率(%)	16.42%	48.76%	14.23%	15.46%
归属母公司股东净利润	45.26	65.70	73.68	82.88
增长率(%)	16.19%	45.18%	12.14%	12.48%
每股收益(EPS)	0.254	0.369	0.414	0.466
每股股利(DPS)	0.036	0.035	0.039	0.044
每股经营现金流	0.349	0.270	0.588	0.308
销售毛利率	34.36%	30.50%	30.37%	30.27%
销售净利率	20.05%	19.57%	19.21%	18.71%
净资产收益率(ROE)	9.97%	12.80%	12.70%	12.65%
投入资本回报率(ROIC)	34.92%	13.20%	15.02%	20.33%
市盈率(P/E)	17.90	12.33	10.99	9.77
市净率(P/B)	1.78	1.58	1.40	1.24

◇ 风险提示

人才缺失风险；业务扩张带来的管理风险；实际控制人不当控制的风险。



目录

一、蓝天环保是节能环保综合服务商	4
1、公司主营清洁能源供热服务	4
2、技术领先，资质齐全	5
3、深耕十六年，站上清洁能源集中供热风口	6
4、名至所归，政府燃气补助，计入营业收入	7
二、积极投资收购，做强供热主业，拓展环保新业务	7
1、设立蓝天浩鸿，加速发展地热供暖	7
2、设立蓝天环科，尝试环保新业务	9
3、收购保定华尊，介入中水源环保利用领域	10
4、参股重庆盛焰，介入上游天然气领域	10
5、中标燃气锅炉低氮改造项目	10
三、节能环保产业前景广阔	12
1、政策引导，加快推进以清洁能源替代煤	12
2、地热能发展迎来机遇	12
3、树立优先发展可再生能源的理念	13
4、雄安新区设立或推进周边区域环保产业发展	13
四、盈利预测与投资建议	13
1、公司 2016 年营收稳步增长	13
2、同行业公司对比	14
3、盈利预测	15
五、风险提示	17



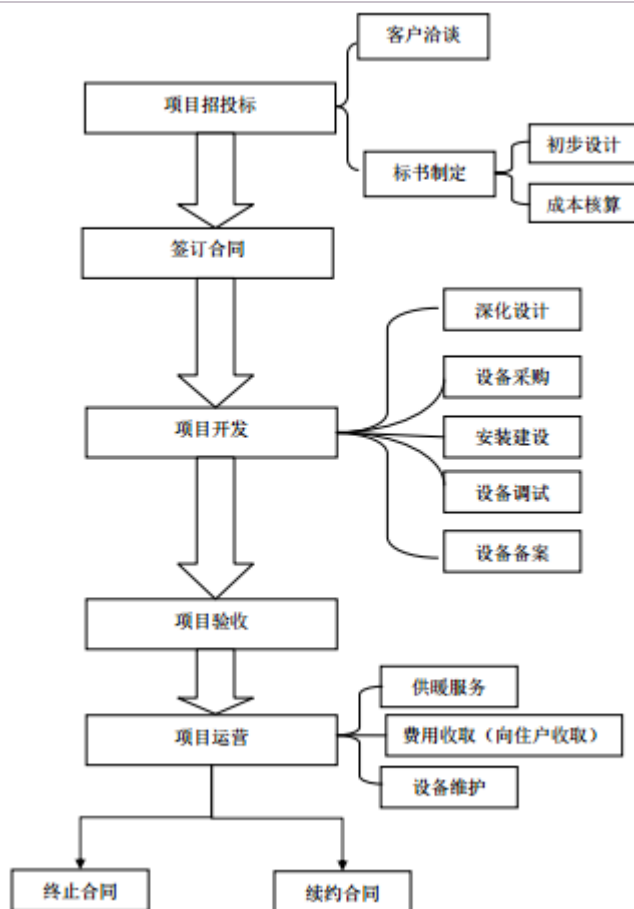
一、蓝天环保是节能环保综合服务商

北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司（证券代码：430263.OC）（以下简称“蓝天环保”）是节能环保综合服务商，主要产品与服务项目包括：**热力产品供应、供热设备建筑安装、供热设备代理销售、供热设备升级维修等业务**。经营范围：技术开发、技术推广、技术服务；专业承包；热力供应；资产管理；投资管理；水污染治理；大气污染治理；污水处理；汽车尾气治理；烟气治理；废气治理；固体废物污染治理；施工总承包；工程勘察设计。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

1、公司主营清洁能源供热服务

公司处于国家政策大力扶持的节能环保产业，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、投资管理。公司在清洁能源供热领域拥有经验丰富的专业团队，依托与世界知名节能供热设备厂家的合作供应关系，充分发挥专业资质及自有节能技术的优势，为客户提供节能环保供热的产品和服务。主要盈利模式为公司与需要供热服务的产权方、企事业单位签订运营合同后，向小区业主、企事业单位收取供热费。公司可以根据客户的需求提供包括类 BOT 模式及 EMC 模式下的清洁能源供热运营服务、节能技术改造服务、设备安装升级维护服务、节能供热设备代理销售。类 BOT 模式在公司供热业务占比约 70%。

图表1：类 BOT 供暖运营业务流程



资料来源：公司官网，联讯证券



2、技术领先，资质齐全

2016 年公司员工共 125 人，其中技术人员 48 人，占比 38.40%，较 2015 年提升了 9 个百分点。本科及以上学历员工 69 人，占比超过 50%。核心技术人员 7 人，与 2015 年持平。总的来看，公司核心技术团队稳定，关键技术人员无变动情况。

公司及子公司拥有 19 项专利和 3 项软件著作权；在地热开发、固废处理、土壤修复等方面，公司已与天津地热勘查开发设计院（简称“地热院”）、天津市环境保护科学研究院（简称“环科院”）形成战略合作关系，由公司子公司出资分别与地热院、环科院子公司设立了合资公司并控股，具备得天独厚的技术优势。

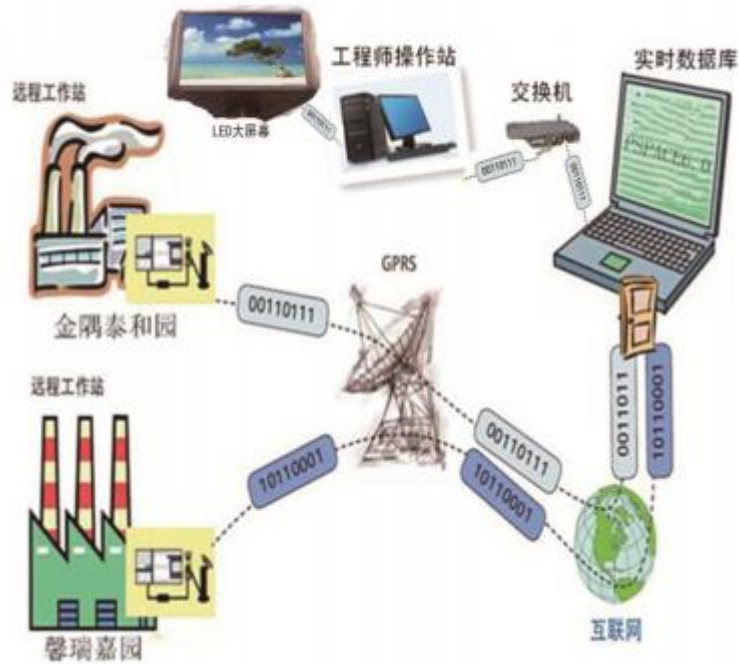
在供热方面，公司自行研发了基于大数据平台的“供热智能管理系统”，该系统运用工业计算机控制技术、PLC（可编程控制系统）、变频调速等多项技术，针对国内用户的实际情况专为采暖锅炉和换热站及供热管网开发的全系统解决方案，是锅炉专家和暖通专家的理念融合于智能化控制的成果。

公司运用烟气余热回收技术，配合公司研发的烟气余热利用装置，将锅炉排烟温度从 150-220 度降低至 50-60 度，可以大幅提高锅炉运行效率，节约热源能耗 3.6-6.8%。公司运用供热管网水力平衡设计和供热系统二次循环泵自动恒压差变流量变频调速等行业通用技术，配以自身拥有的专利和软件技术以及“供热智能管理系统”，彻底改善供热管网运行工况，大幅提高用户对温度的舒适度和满意度，降低综合能耗 2% 以上。

供热综合技术实力保障供暖收费率 95% 以上。供热管网的水力失衡是供热行业的通病，造成供热管网内近端过热而远端不达标的问题。公司运用供热管网水力平衡技术，配合其他综合技术及“供热智能管理系统”，改善供热管网运行工况，大幅提高用户室内舒适度。公司收费率长期保持在 95% 以上，即用户供暖质量达标在 95% 以上，在行业是第一。同时公司运用供热管网水力平衡技术，降低综合能耗 2% 以上。

公司拥有机电安装工程施工总承包贰级、特种设备（锅炉）安装改造维修贰级、市政公用工程施工总承包叁级、建筑装饰装修设计与施工一体化贰级等十多项设计、施工等专业资质。

图表2： 供热智能管理系统图示



资料来源：公司官网，联讯证券

3、深耕十六年，站上清洁能源集中供热风口

中国气象局数据显示,2016年我国共出现8次大范围、持续性中到重度霾天气过程,其中,2016年12月16日至21日,华北、黄淮等地出现2016年持续时间最长、影响范围最广、污染程度最重的霾天气过程。专家将很大一部分原因归结为供暖的燃煤烟雾和秸秆焚烧。为减少冬季取暖过程中散煤燃烧对雾霾天气的影响,提高煤炭燃烧效率、寻找替代清洁能源,迫在眉睫。

环境保护部近日发布了2017年上半年全国和京津冀、长三角、珠三角区域及直辖市、省会城市、计划单列市空气质量状况。上半年,全国平均优良天数比例为74.1%,同比下降2.6个百分点,大气治理工作依然任重道远,节能环保企业大有可为。

财政部网站2017年5月公布的《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》,中央财政支持试点城市推进清洁方式取暖替代散煤燃烧取暖,并同步开展既有建筑节能改造,鼓励地方政府创新体制机制、完善政策措施,引导企业和社会加大资金投入,实现试点地区散烧煤供暖全部“销号”和清洁替代,形成示范带动效应。试点示范期为三年,中央财政奖补资金标准根据城市规模分档确定,直辖市每年安排10亿元,省会城市每年安排7亿元,地级城市每年安排5亿元。初步测算,三年内中央财政对推进清洁供暖的奖补资金将接近500亿元。试点工作将重点支持京津冀及周边地区大气污染传输通道“2+26”城市,优先支持工作基础好、资金落实到位、计划目标明确、工作机制创新较为突出的城市。加快热源端清洁化改造,重点围绕解决散煤燃烧问题,按照“集中为主,分散为辅”、“宜气则气,宜电则电”原则,推进燃煤供暖设施清洁化改造,推广热泵、燃气锅炉、电锅炉、分散式电(燃气)等取暖,因地制宜推广地热能、空气热能、太阳能、生物质能等可再生能源分布式、多能互补应用的新型取暖模式。积极探索采取政府与社会资本合作(PPP)、特许经营等市场化模式建设运营清洁取暖项目,完善价格和收费政策,调动企业和社会资本参与清洁取暖改造积极性。成立于2001年的蓝天环保,至今已在清洁能源集中供热领域深耕16年,运营供热面积达到1000万平



方米。

4、名至所归，政府燃气补助，计入营业收入

根据《企业会计准则第 16 号——政府补助》第五条：企业从政府取得的经济资源，如果与企业销售商品或提供服务等活动密切相关，且是企业商品或服务的对价或者是对价的组成部分，适用《企业会计准则第 14 号——收入》等相关会计准则；通过对准则第五条的解读，明确了政府补助和收入的划分原则，即如果该交易与企业销售商品或提供服务等活动密切相关，且来源于政府的经济资源是企业商品或服务的对价组成部分，应当按照收入准则的规定进行会计处理，不适用政府补助准则。因此，燃补属于从政府取得的经济资源，应计入营业收入。

蓝天环保 2016 年取得政府燃补 2165 万，计入营业外收入。根据准则要求，2017 年取得的政府燃气补助，则计入营业收入，而非营业外收入。

二、积极投资收购，做强供热主业，拓展环保新业务

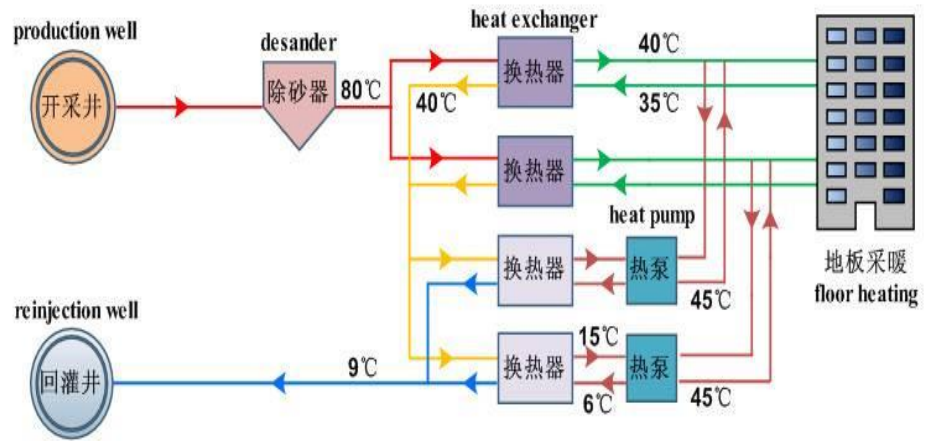
公司立足京津冀地区的节清洁能源供热业务，重点开拓清洁可再生的地热能供热业务，开展中水源循环利用供热制冷业务，加强节能环保供热的技术研发，增强公司核心竞争力；通过并购重组进行上下游、内外延的业务拓展，积极拓展其他环保新业务。

1、设立蓝天浩鸿，加速发展地热供暖

在地热开发方面，公司已经与天津地热勘察开发设计院（简称“天津地热院”）就地热资源的综合利用和开发形成战略合作伙伴关系，并由公司子公司蓝天瑞德（天津）投资管理有限公司与天津地热院下属的天津市浩鸿科技发展有限公司共同设立了环渤海蓝天浩鸿（天津）地热开发股份有限公司。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。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。

天津地热院具有丰富的地热开发经验，先后为二十多个省市提供了地热勘查设计、开发利用、技术咨询、钻探施工等服务。成立合资公司，能有效整合公司与天津地热院的资本运作优势与技术施工优势，有利于公司开发优质项目。我国地热利用存在着回灌率低、热利用率低的问题，天津地热院在地热资源的梯级利用、群井联动、回灌等方面的技术水平走在全国前列，特别是，天津地热院在地热水回灌方面掌握了成熟的专项技术，可以实现 100%回灌要求，系统解决地热开采中存在的地面沉降隐患与开发低效问题。

图表3： 地热阶梯利用系统



资料来源：公司资料、联讯证券

《地热能开发利用“十三五”规划》中提出“十三五”时期，新增地热能供暖（制冷）面积 11 亿平方米，到 2020 年，地热供暖（制冷）面积累计达到 16 亿平方米，2020 年地热能供暖年利用量 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。天津地热资源属于中低温沉积盆地型地热资源，分布于城市及周边地区，埋藏深度适中（1000-3000 米），温度适宜（25-113℃）。天津中低温地热资源远景储量 8446.17 亿立方米，热资源总量相当于 61.6 亿吨标准煤。

图表4： 京津冀地热田分布情况

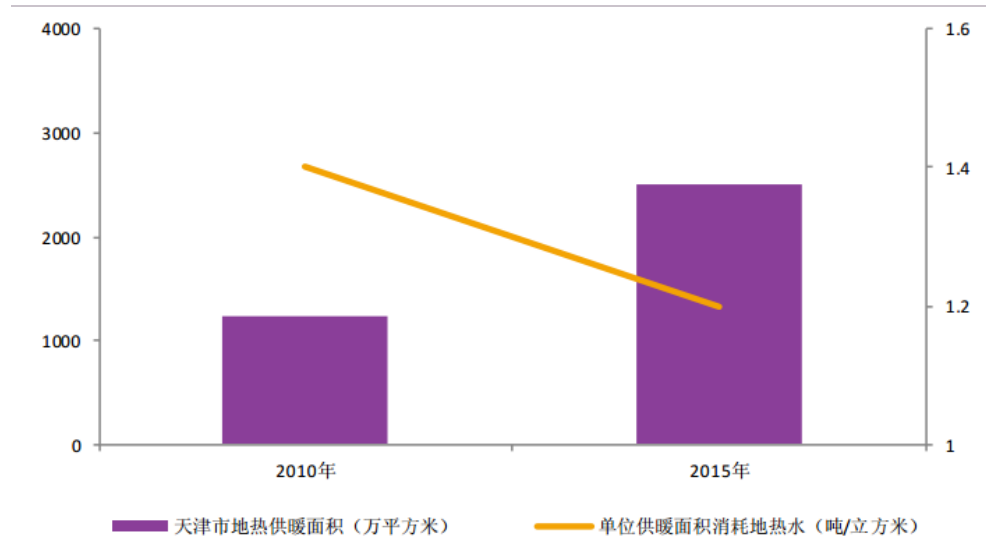
地区	地热田（个）	总面积（平方公里）	折合标煤（亿吨）
北京	10	2760	34
天津	8	6380	307
河北	30	19165	1050
总计	48	28305	1391

资料来源：联讯证券

2015 年，天津市地热开采量为 3909 万立方米，其中地热供暖面积达到 2503 万平方米，较“十一五”末增加 1262 万平方米，年复合增长率为 15.06%；每平方米供热面积消耗地热水，由 1.4 吨/平方米，下降到 1.2 吨/平方米。

天津市将统筹规划、有序开发地热资源，实现资源梯级利用；因地制宜发展地源热泵系统，鼓励利用热泵系统对燃煤(油)锅炉清洁改造，促进能源系统的替代升级。到 2020 年，天津全市深层地热年开采总量控制在 5700 万立方米以内，回灌量达到 3400 万立方米/年，总体回灌率达到 58%。深层地热供暖面积达到 3500 万平方米。进一步降低地热尾水排放温度，实现能源高效利用。加大浅层地热利用，重点结合北部地区、新梅江、北辰科技园等产业区、功能区对能源的需求，推广埋管地源热泵建设。到 2020 年，浅层地热供暖(制冷)建筑面积达到 1600 万平方米。

图表5： 天津市地热供暖情况



资料来源：国土资源部，联讯证券

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。

同时蓝天环保仍在收购其他地热项目，根据公司公告，蓝天环保于近期接连收购了天津市东文浩达能源技术有限公司(100%的股权)和盐山县泓源新能源开发有限公司(85%的股权)，目前两家公司已运营供热收费面积约为 58.86 万平米，预计到 2019 年这一数据可达到 200 万平米。通过收购，公司取得了天津河北地区优质地热供热项目，进一步整合了天津地区地热供热项目资源，预计将给公司带来良好的投资收益。从战略发展来看，本次收购将进一步提升公司综合实力和核心竞争力，有效地提高了公司在京津冀及全国集中供热市场的占有率和知名度，对公司未来发展具有积极的影响。这是公司在京津冀地区重点开拓地热能供热业务发展战略的又一落地体现，在国家积极推进《可再生能源发展“十三五”规划》、《地热能开发利用“十三五”规划》政策背景下，公司地热能供热业务规模的不断增加对公司未来发展具有积极作用。

图表6： 2017 年公司对外投资

序号	子公司名称	注册地	注册资本	公司占股	其他股东	经营范围
1	天津市东文浩达能源技术有限公司	天津	500 万	100%	无	合同能源管理服务；节能环保技术及产品技术开发、咨询、转让、服务务；节能环保设备的研发、技术转让、咨询服务等。
2	盐山县泓源新能源开发有限公司	河北	500 万	85%	盐山县市政建设开发有限公司持股 15%	地热开发利用；小区集中供热。公司名下现有盐山地热项目，目前该项目供热运营面积 65.72 万平米，供热收费面积 40.36 万平米，预计未来三年新增供热面积 100 万平米

资料来源：公司公告、联讯证券

2、设立蓝天环科，尝试环保新业务

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市环境保护科学研究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，标志着公司开始尝试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。双方将发挥各自优势，积极开拓危废处理处置、水环境治理、医疗垃圾处置、污染土壤修复、资源回收利用等业务。公司将以天津为基础，逐步辐射全国，向大环保领域进军。

3、收购保定华尊，介入中水源环保利用领域

公司于 2016 年 9 月 23 日出资 1600 万元收购保定市华尊能源开发有限公司（简称“保定华尊”）16%的股权。保定华尊主营城市污水、工业废水、工业余热利用，集中供热/冷系统技术咨询，研发，运营管理及服务。通过本次收购，公司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，公司计划 2017 年年底继续收购至 51%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，预计项目建成后取得良好投资收益。使用中水源供热时耗能少，并对保护环境、减少雾霾起到积极作用。该项目紧邻雄安新区，国家确定了雄安新区天蓝地绿、山清水秀美丽家园的目标，因此地热能、中水源利用领域发展前景广阔。

按照一般中型城市日产 40 万吨中水技算，可实现供暖（制冷）350 万平方米，节约标准煤 5 万吨，环境效益、经济效益极其明显。对两种系统的供热成本进行了对比分析，热泵系统的平均供热成本达产以后为 17.2 元/(m²·采暖季)，燃气锅炉系统的平均成本则是 26.7 元/(m²·采暖季)，虽然分布式热泵系统的初投资较高，但能量成本较低。

4、参股重庆盛焰，介入上游天然气领域

2016 年 6 月 16 日，公司第二届董事会第十次会议审议通过了《关于参股重庆盛焰能源股份有限公司的议案》，公司出资 4800 万元参与重庆盛焰能源股份有限公司增资扩股，持股比例为 15%，2016 年 8 月 26 日完成增资工商备案登记，标志着公司开始介入上游天然气领域。此举有利于公司抵御上游气价波动，保障天然气稳定供应，增强产品竞争优势。

重庆盛焰能源股份有限公司创立于二零零八年五月，注册资金为 6000 万元，是一家致力于城市天然气综合利用、研发及生产的多元化企业，总资产逾 16 亿元。公司业务涵盖天然气输配、投资、开发利用、管理、工程、安装、燃气技术开发、燃气具销售安装等方面。在实施区县级、镇级、村级市场管道天然气开发、建设及运营中，加强了天然气的综合开发性经营，形成了一套独特的经营模式，成为了国内较有实力的清洁能源投资开发企业之一。

5、中标燃气锅炉低氮改造项目

2017 年北京市全力推进燃气锅炉低氮改造，要求年底各区共完成 1 万蒸吨左右。“清煤降氮”工程是完成 2017 年 PM2.5 年均浓度达到 60 微克/立方米目标的重要保障措施。根据 2017 年清洁空气行动计划的任务分解要求，2017 年 10 月底前，全市要基本淘汰远郊区平原地区 10 蒸吨及以下和建成区 35 蒸吨及以下燃煤锅炉，完成 4000 蒸吨左右燃煤锅炉清洁能源改造任务，新建的燃气锅炉都必须达到氮氧化物 30 毫克/立方米的排放限值。

图表7： 2017 年北京市“清煤降氮”锅炉改造计划



资料来源：北京日报，联讯证券

公司利用自身技术、施工、服务等综合优势，抓住机遇，积极参与低氮改造业务招投标。目前公司已经公告的中标情况如下：

项目一：中国人民解放军空军物资采购供应站“全预混冷凝燃气锅炉（承压系统）”项目中标，中标总金额人民币 19,598,368.00 元。

项目二：中国人民解放军军事医学科学院“驻京单位燃气锅炉整体更新项目”中标，中标总金额：人民币 13,680,166.00 元。

项目三：中国人民解放军军事医学科学院“驻京单位原装进口低氮燃烧器更换”项目，中标总金额：人民币 1,488,516.00 元。

项目中标体现了公司在节能技术服务业务上的竞争优势，中标项目合同的履行将对公司 2017 年经营业绩产生积极的影响。



三、节能环保产业前景广阔

1、政策引导，加快推进以清洁能源替代煤

根据《国务院关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知》（国发〔2016〕74号），“十三五”期间组织实施能量系统优化、煤炭消费减量替代、合同能源管理推进、天然气分布式能源示范工程等节能重点工程，推进能源综合梯级利用，推动能源结构优化，推进煤改气、煤改电，鼓励利用可再生能源、天然气、电力等优质能源替代燃煤使用。推进京津冀及周边地区、东北等重点地区，加快推进以气代煤。到2020年形成3亿吨标准煤左右的节能能力，节能服务产业产值比2015年翻一番。到2020年，煤炭占能源消费总量比重下降到58%以下，非化石能源占能源消费总量比重达到15%，天然气消费比重提高到10%左右，新生产燃气锅炉效率不低于92%。

2、地热能发展迎来机遇

据国土资源部中国地质调查局2015年调查评价结果，全国336个地级以上城市浅层地热能年可开采资源量折合7亿吨标准煤；全国水热型地热资源量折合1.25万亿吨标准煤，年可开采资源量折合19亿吨标准煤；埋深在3000-10000米的干热岩资源量折合856万亿吨标准煤。“十三五”期间各省（区、市）面临着压减燃煤消费、大气污染防治、提高可再生能源消费比例等方面的要求，给地热能发展提供了难得的发展机遇。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。2020年地热能年利用总量相当于替代化石能源7000万吨标准煤，相应减排二氧化碳1.7亿吨，节能减排效果显著。

图表8： 近期地热发展主要政策法规

时间	来源	标题	主要内容
2017年5月	住建部	财政部 住房城乡建设部 环境保护部 国家能源局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	加快热源端清洁化改造，重点围绕解决散煤燃烧问题，按照“集中为主，分散为辅”、“宜气则气，宜电则电”原则，推进燃煤供暖设施清洁化改造，推广热泵、燃气锅炉、电锅炉、分散式电（燃气）等取暖，因地制宜推广地热能、空气热能、太阳能、生物质能等可再生能源分布式、多能互补应用的新型取暖模式
2017年2月	发改委	关于印发《地热能开发利用“十三五”规划》的通知	提出在“十三五”时期，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，地热发电装机容量约530MW。2020年地热能年利用量7000万吨标准煤，地热能供暖年利用量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。
2017年1月	国务院	国务院关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知	推进利用太阳能、浅层地热能、空气热能、工业余热等解决建筑用能需求。公共机构率先使用太阳能、地热能、空气能等清洁能源提供供电、供热/制冷服务。因地制宜采用生物质能、太阳能、空气热能、浅层地热能等解决农房采暖、炊事、生活热水等用能需求，提升农村能源利用的清洁化水平。
2016年11月	能源局	国家能源局关于成立能源行业地热能专业标准化技术委员会的批复 国能科技[2016]317号	同意成立能源行业地热能专业标准化技术委员会，编号为NEA/TC29。标委会秘书处由中国石化集团新星石油有限责任公司承担

资料来源：wind、联讯证券



3、树立优先发展可再生能源的理念

在《可再生能源发展“十三五”规划》、《大气污染防治行动计划》中明确提出到 2020 年，各类可再生能源供热和民用燃料总计约替代化石能源 1.5 亿吨标准煤，按照“优先利用、经济高效、多能互补、综合集成”的原则，开展规模化应用的可再生能源供热示范工程。在城镇规划建设过程中，做好区域能源规划与城市发展规划的衔接，树立优先发展可再生能源的理念，将可再生能源供热作为区域能源规划的重要内容。按照一般中型城市日产 40 万吨中水技算，可实现供暖（制冷）350 万平方米，节约标准煤 5 万吨。环境效益、经济效益极其明显。

4、雄安新区设立或推进周边区域环保产业发展

2017 年 4 月 1 日中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。这是以习近平同志为核心的党中央作出的一项重大的历史性战略选择，是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，是千年大计、国家大事。雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，地处北京、天津、保定腹地，区位优势明显、交通便捷通畅、生态环境优良、资源环境承载能力较强，现有开发程度较低，发展空间充裕，具备高起点高标准开发建设的基本条件。雄安新区规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里。雄安新区的设立对周边区域及京津冀地区节能环保产业的发展将起到巨大推进作用。

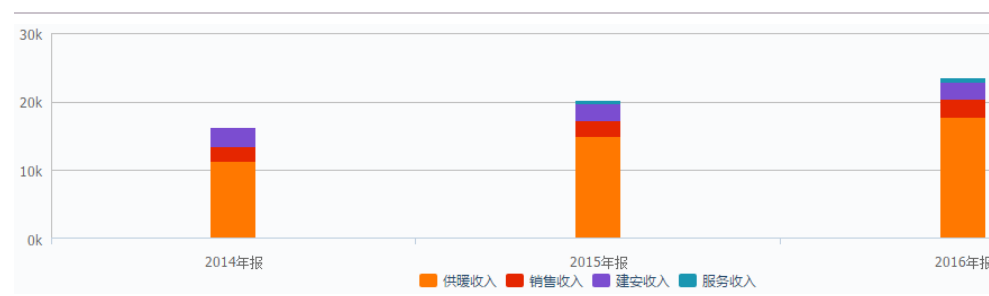
四、盈利预测与投资建议

1、公司 2016 年营收稳步增长

2016 年度公司实现营业收入 23,417.18 万元，同比增加 3,303.13 万元，增长比率 16.42%；公司实现净利润 4,695.46 万元，同比增加 776.40 万元，增长比率 19.81%。

从产品分类看，供热产品收入 17,768.19 万元，同比增加 2,940.61 万元，增长比率 19.81%；建安产品收入 2,382.92 万元，同比减少 190.42 万元，下降比率 7.40%；销售收入（锅炉及附属产品）2,599.20 万元，同比增加 278.63 万元，增长比率 12.01%；服务产品收入 658.24 万元，同比增加 274.31 万元，同比增加 71.45%。

图表9： 蓝天环保 2014 年-2016 年主营收入构成（按产品）



资料来源：wind，联讯证券

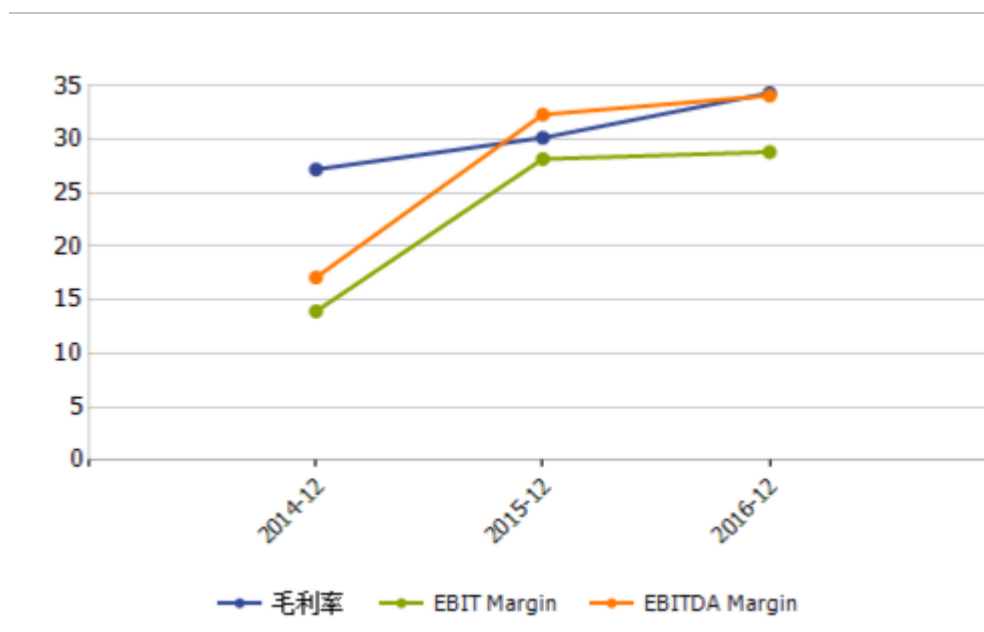
公司销售毛利率指标稳步提高

2014-2016 年，公司销量净利率、销售毛利率等经营利润比率稳步提升，销售净利



率由 2014 年 7.80% 提高到 2016 年的 20.05%，销售毛利率由 2014 年 27.21% 提升到 2016 年的 34.36%。

图表10： 蓝天环保 2014 年-2016 年经营利润率分析



资料来源：wind，联讯证券

2、同行业公司对比

北京华远意通热力科技股份有限公司（以下简称“华远意通”）是一家专业化能源服务公司，主营业务为热力供应、节能技术服务。华远意通和蓝天环保两家公司同在北京，主营业务基本重合。在华远意通《首次公开发行股票招股说明书》中，明确把蓝天环保列为主要竞争对手之一。

华通热力是 2014 年 10 月 24 日由华通有限整体变更设立的股份有限公司。公司的前身是 2002 年 12 月 12 日成立的华通有限。目前，公司注册资本为 9,000 万元。2017 年 7 月 18 日，证监会发布公告称，华远意通首发过会，预计募集资金总额为 46,793.45 万元；发行数量不超过 3,000 万股。截至 2016-2017 供暖季，华远意通已实施供热的总面积为 2,446 万平方米，是北京最大的民营科技型供热企业之一。

图表11： 蓝天环保&华远意通近三年主要财务指标对比

单位：百万元	蓝天环保	华远意通	蓝天环保	华远意通	蓝天环保	华远意通
年报时间	2016-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2014-12-31
营业总收入	234.17	862.84	201.14	855.85	162.56	733.65
同比 (%)	16.42	0.82	23.74	16.66	14.41	14.37
扣非后归属母公司股东的净利润	46.37	45.14	39.73	42.06	12.39	35.66
同比 (%)	16.73	7.33	220.54	17.94	-12.70	-1.84
研发费用	7.86	2.25	8.29	1.60	6.59	1.69
资产总计	793.78	1,257.81	566.42	1,212.99	284.17	1,003.34
同比 (%)	40.14	3.70	99.32	20.90	18.16	35.76
销售毛利率 (%)	34.36	18.82	30.17	18.68	27.21	19.49
销售净利率 (%)	20.05	5.88	19.48	5.68	7.80	6.35



资产负债率(%)	41.57	72.61	54.11	76.00	62.32	76.10
----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: wind, 联讯证券

根据上图比较,我们发现蓝天环保近三年的营业总收入和扣非归母净利润同比增幅均在华远意通之上,同时近三年的研发费用远高于华远意通,说明蓝天环保在营收增长性和研发投入力度上均超过华远意通。另外,蓝天环保在资产负债率和销售毛利率指标方面也优于华远意通。

根据蓝天环保可比新三板公司估值情况分析,8家可比公司市盈率中位数为23.29倍。

图表12: 蓝天环保可比新三板公司估值情况(2017年7月31日)

代码	简称	最新收盘价(元)	总市值	市盈率 PE (TTM)	市净率 PB (MRQ)
430263.OC	蓝天环保	4.60	768.20	16.97	1.69
835359.OC	百通能源	6.59	724.90	21.51	3.55
838827.OC	弘益热能	14.00	385.00	-76.75	5.40
838953.OC	华汇环境	4.00	380.00	10.45	3.26
832854.OC	紫光新能	7.42	259.92	31.55	3.37
835728.OC	柏克莱	8.50	170.00	67.26	5.50
832752.OC	环峰能源	4.00	100.80	12.45	2.03
835449.OC	二十度	2.00	33.32	-4.17	3.34

资料来源: wind, 联讯证券

3、盈利预测

公司未来发展战略是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,计划在未来三年内,力争增加采用清洁能源(地热能、中水源)的供热面积约600万平方米。结合公司发展战略与近几年行业增速,我们假定公司天然气供暖业务未来三年复合增速为10%,2017-2019年天然气供暖业务收入分别为19554.50万元、21509.95万元、23660.95万元,毛利率取前三年均值,分别为30.92%、30.92%、30.92%。根据公司目前地热和中水源业务开展情况,结合在建合同项目的进展情况,对其他业务收入假设如下。

图表13: 蓝天环保营业收入分类预测表

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
天然气供暖运营					
销售收入(万元)	14836.21	17776.82	19554.50	21509.95	23660.95
增长率(%)		19.82	10	10	10
毛利率(%)	30.98	34.66	30.92	30.92	30.92
地热供暖运营					
销售收入(万元)	0	0	4000	6000	9000
增长率(%)	NA	NA	NA	50	50



	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率(%)	0	0	29.84	29.84	29.84
中水源供暖运营					
销售收入(万元)	0	0	0	1000	2000
增长率(%)	NA	NA	NA	NA	100
毛利率(%)	0	0	0	26	26
非运营业务 (供热工程、节能技术服务)					
销售收入(万元)	5277.84	5640.36	11280.72	11280.72	11280.72
增长率(%)	0	6.87	100	0	0
毛利率(%)	27.88	33.41	30	30	30
合计	20,114.05	23,417.18	34,835.22	39,790.67	45,941.67
增长率(%)		16.42%	48.76%	14.23%	15.46%
总毛利率(%)	30.17	34.36	30.50	30.37	30.27

资料来源：公司公告，联讯证券

蓝天环保连续两年入选新三板创新层，挂牌期间成功实施数次融资，在供热业务稳步增长同时积极开展环保新业务，受益于京津冀煤改气加快，公司业绩有望继续保持增长态势。预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 65.70 百万元、73.68 百万元、82.88 百万元，EPS 分别为 0.37 元、0.41 元、0.47 元，按 2017 年 8 月 15 日收盘价 4.55 元，对应的 P/E 分别为 12.33x、10.99x、9.77x。可比新三板公司平均 PE 约为 20 倍，我们给予公司 20 倍估值，按照 2017 年业绩，公司总市值应为 13.14 亿元。相对目前市值 8.10 亿元，仍有一定的涨幅空间，给予“买入”评级。

图表14：蓝天环保主要财务指标

单位:百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	234.17	348.35	397.92	459.44
增长率(%)	16.42%	48.76%	14.23%	15.46%
归属母公司股东净利润	45.26	65.70	73.68	82.88
增长率(%)	16.19%	45.18%	12.14%	12.48%
每股收益(EPS)	0.254	0.369	0.414	0.466
每股股利(DPS)	0.036	0.035	0.039	0.044
每股经营现金流	0.349	0.270	0.588	0.308
销售毛利率	34.36%	30.50%	30.37%	30.27%
销售净利率	20.05%	19.57%	19.21%	18.71%
净资产收益率(ROE)	9.97%	12.80%	12.70%	12.65%
投入资本回报率(ROIC)	34.92%	13.20%	15.02%	20.33%
市盈率(P/E)	17.90	12.33	10.99	9.77
市净率(P/B)	1.78	1.58	1.40	1.24

资料来源：wind，联讯证券

蓝天环保（430263.OC）可比上市公司有联美控股（600167.SH）、富春环保（002479.SZ）、长青集团（002616.SZ）、迪森股份（300335.SZ）和惠天热电（000692.SZ）。

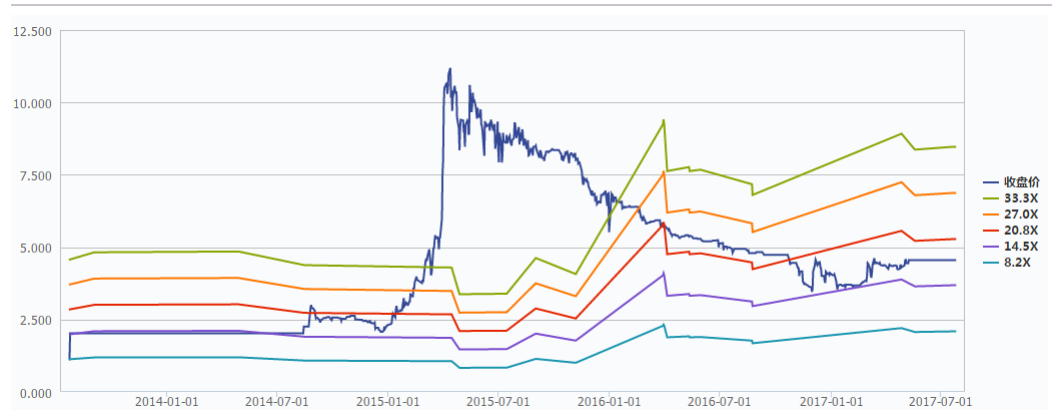
图表15：蓝天环保可比上市公司估值情况（2017年8月9日）



证券代码	证券简称	收盘价	EPS(元/股)	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	PE(TTM)	PB(MRQ)
600167.SH	联美控股	11.4000	0.3539	90.7839	90.78	32.2138	3.2984
002479.SZ	富春环保	22.7000	1.1544	199.7704	199.77	19.6636	6.8131
002616.SZ	长青集团	18.3800	0.4003	66.5282	66.53	45.9100	6.0751
300335.SZ	迪森股份	10.9500	0.2088	81.3701	81.37	52.4312	4.0464
000692.SZ	惠天热电	6.5700	0.0185	35.0071	35.01	354.5298	2.3905
430263.OC	蓝天环保	4.5500	0.2543	8.0990	4.99	17.8954	1.6728

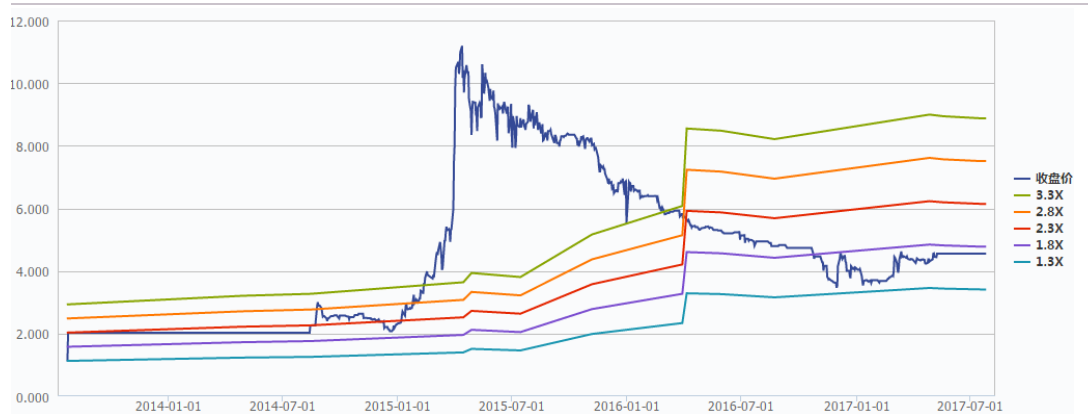
资料来源: wind, 联讯证券

图表16: 蓝天环保 PEBand



资料来源: wind, 联讯证券

图表17: 蓝天环保 PBBand



资料来源: wind, 联讯证券

五、风险提示

人才缺失风险; 业务扩张带来的管理风险; 实际控制人不当控制的风险。



分析师简介

彭海：经济学硕士。2013年至2016年就职于华创证券研究所，2017年2月加入联讯证券，现任联讯证券研究院新三板研究组组长。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com