

公用事业

2016 年 03 月 08 日

天壕环境 (300332)

—— 定增 9 亿缓解财务压力，加速布局天然气光热项目

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：2016 年 03 月 07 日

收盘价（元）	19.65
一年内最高/最低（元）	41.63/14.16
市净率	3.5
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	6214
上证指数/深证成指	2897.34 / 9703.83

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2015 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	5.69
资产负债率%	44.58
总股本/流通 A 股（百万）	387/316
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《天壕环境（300332）点评：费用高企吞噬利润，16 年燃气+光热开辟新一轮增长》
2016/02/29

《天壕环境（300332）点评：拟收购区域燃气运营商 扩容油气业务规模》2016/01/21

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

董宜安 A0230115110001
dongya@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司将于 3 月 8 日复牌，定增拟募集资金总额不超过 9 亿元。其中北京华盛煤层气连接项目拟投入 6.625 亿元，EMC 项目拟投入 0.863 亿元，低碳技术研发 0.557 亿元，补充流动资金 0.955 亿元。

投资要点：

- 募集 9 亿资金降低高额财务成本，募投项目加速公司天然气布局及 EMC 项目开拓。公司 Q1-3 长期借款同比增长 8 倍，金额近 5 亿，财务费用同比增长 1 倍有余，本次募资将降低公司财务费用，提高公司利润率。华盛项目总投资额 8.05 亿，用于吕梁地区天然气管道和配套场站的建设，兴县优质的煤层气资源将得以通过该工程输送至下游用户，项目内部收益率（税后）13.2%。EMC 两个项目总投资额 1.05 亿元，合计年供电量约 84470 兆瓦时，内部收益率（税后）分别为 15.62%和 12.39%。EMC 项目的顺利实施有利于公司推进天然气长输管道加压站实施及冶金领域的进一步开拓。募投中心实验室的建立也将提高公司技术壁垒。
- 完善油气全产业链，进一步实现上下游业务协同。公司在 15 年收购北京华盛正式进入天然气供应及支干线管输业务后，确定了特许经营权区域内的煤层气气源优势，并利用现有外输通道，向山西工业企业、园区客户开展煤层气外输、销售。同年 9 月，公司与 CPPE 签订战略合作协议，开发合作油气长输管线节能减排、资源化利用技术和项目。预计未来公司将持续斩获特许经营权合同，本次煤层气管路募投项目为公司实现了战略布局的落地。
- 维持余热发电合同能源管理领域业务，稳固行业龙头地位。截止 15 年中报，公司 EMC 项目合计 34 个，装机容量 347.5MW，年复合增长率 20%。公司以干熄焦行业为 EMC 起始，自 14 年开始陆续通过收购宁夏节能&宁投公司、北京力拓进入铁合金、天然气压气站余热利用行业。并与 15 年通过五矿铜业项目进入有色金属行业，进一步拓宽了余热发电领域的盈利增长方向，巩固了公司在余热发电 EMC 业务上的龙头地位。
- 进军光热，协同余热打造清洁能源综合平台。国内光热发电步入“快车道”，在 2014-2016 年完成一批商业化示范项目建设，2017 年进入大规模开发建设阶段，到 2020 年完成 3GW 的光热装机容量，2030 年完成 29GW 装机容量。公司利用自身在光热发电领域积累的客户和资源项目优势，通过开展光热+余热的综合发电方式，有望在新兴的光热发电领域崭露头角，目前已经签订 300MW 的框架协议，未来项目的落地将进一步提升公司盈利能力。
- 投资评级与估值：我们维持公司 2015-2017 年净利润 1.41、2.61、3.94 亿元的预测，对应 EPS 为 0.36、0.67、1.02 元/股，2016 年 PE 为 29 倍。我们认为公司是具备独特商业模式、风控等核心竞争力的清洁能源环保平台，燃气业务及光热业务成长性优异，具备持续外延扩张预期，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2014	15Q1-Q3	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	448	511	953	2,743	4,525
同比增长率（%）	37.56	91.11	112.84	187.83	64.97
净利润（百万元）	140	93	141	261	394
同比增长率（%）	20.71	8.55	0.66	85.11	50.96
每股收益（元/股）	0.43	0.24	0.36	0.67	1.02
毛利率（%）	46.7	32.9	34.7	24.0	21.9
ROE（%）	10.1	4.2	6.2	10.3	13.5
市盈率	46		55	29	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1：公司盈利预测表（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	257	326	448	953	2,743	4,525
二、营业总成本	183	229	336	840	2,492	4,121
其中：营业成本	107	156	239	622	2,084	3,533
营业税金及附加	2	3	6	12	35	57
销售费用	0	0	1	2	6	10
管理费用	48	56	71	152	351	525
财务费用	26	12	17	52	16	(5)
资产减值损失	0	2	2	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	0	0	0
三、营业利润	75	97	115	113	251	404
加：营业外收入	25	24	46	45	45	45
减：营业外支出	4	2	1	2	2	2
四、利润总额	96	118	160	155	295	446
减：所得税	6	6	21	16	35	54
五、净利润	90	113	139	140	259	393
少数股东损益	(0)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司所有者的净利润	91	116	140	141	261	394
六、基本每股收益	0.32	0.36	0.44	0.36	0.67	1.02
全面摊薄每股收益	0.23	0.30	0.36	0.36	0.67	1.02

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。