

## 节能环保供暖商，全产业链积极布局

2017 年 9 月 5 日

### 投资要点

- ❖ **营业收入增长符合市场预期。**公司 2017 年上半年收入为 1.14 亿元，同比增长 28.37%；归母净利润 514.20 万元，同比下降 9.64%；毛利率 27.66%，同比提升 4.69pct；管理费用率 16.26%，同比下降 1.99pct；销售费用率 0.67%，同比下降 0.19pct。
- ❖ **蓝天环保在清洁能源利用、地热能开发、中水源综合利用等方面是国内领先的节能环保供暖服务商。**公司目前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。2016 年公司收入 2.34 亿元，同比增长 16.42%；归母净利润 4525.76 万元，同比增长 16.19%；毛利率 34.36%，同比增长 4.19pct；净利率 20.05%，同比增长 0.57pct。2016 年收入的增长主要因为 2016 年公司 BOT 供热项目完工转运营新增供热收费面积以及新增天津子公司供热面积所致。
- ❖ **内部研发及外部合作并重，技术优势日益凸显。**截至 2017 年中报，公司技术人员占比 40%，稳定核心技术人员 7 人。公司的研发费用率长期在 3%（高新技术企业认定标准）以上。此外，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、天津市环境保护科学研究院形成战略合作关系。蓝天环保的子公司出资分别与地热院、环科院子公司设立合资公司并控股。目前公司拥有专利 19 项、发明专利 1 项，实用新型专利中一项针对采暖锅炉和换热站及供热管网开发的全系统智能化解决方案是公司主要无形资产之一。公司通过对供暖行业通用技术进行系统化应用、对智能远程控制系统进行可视化控制，从而提供差异化服务，构筑竞争壁垒。
- ❖ **定增助力全产业链拓展。**公司挂牌至今共定增 5 次，募资合计 3.34 亿元。五次定增为公司利用并购方式介入同行业其他细分领域并开拓产业链上下游提供了资金支持。**(1) 介入地热等清洁能源供热领域。**2017 年 4 月 19 日公司通过增资控股河北润达能源技术开发有限责任公司，间接掌控润达中标的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（预计供热面积将达 300 万平米）；7 月 26 日，公司取得天津市东文浩达能源技术有限公司 100% 股权，间接控制东文浩达控股子公司名下预计将达 46 万平米的地热供热项目；8 月 2 日，公司取得盐山县泓源新能源开发有限公司 40% 股权且将继续收购持股至 85%，间接控制其名下现有盐山地热项目（预计将达 150 万平米）。**(2) 开拓产业链上游。**在对同行业公司进行收购的同时，公司还拟对重庆盛焰能源股份有限公司为代表的上游企业参股，以期补齐公司上游短板，完善产业链，逐步进军“大环保”领域。
- ❖ **风险因素。**实际控制人不当控制风险；人才缺失风险；业务扩张管理风险。
- ❖ **估值分析。**蓝天环保是国内领先的节能环保供暖服务商。公司目前交易方式为做市，最近交易日为 2017 年 5 月 9 日，公司 7.68 亿市值对应 2016 年 /TTM PE 为 18X/18X。

项目/年度	2014	2015	2016	2017H1
营业收入 (百万元)	162.56	201.14	234.17	113.90
增长率 YOY%	14.41	23.74	16.42	28.73
净利润 (百万元)	12.59	38.95	45.26	5.14
增长率 YOY%	-11.44	209.48	16.19	-9.64
每股收益 (全面摊薄) (元)	0.07	0.22	0.25	0.03
PE (倍)	64	21	18	N/A

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：公司股价为 2016 年 5 月 9 日收盘价



### 无评级

当前价：当前停牌

目标价：N/A

中信证券研究部

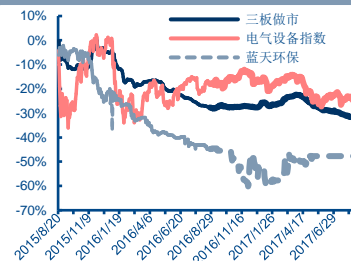
刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

执业证书编号：S1010516050001

### 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

### 主要数据

公司成立日期	2001-04-03
新三板挂牌日期	2013-07-22
做市首日	2014-08-25
总股本/流通股本	178/108.39 百万股
近 12 月最高/最低价	4.83/3.41 元
近 1 月绝对涨幅	停牌
近 6 月绝对涨幅	2.91%
今年以来绝对涨幅	10.84%
1 个月日均成交额	停牌
12 个月日均成交额	0.52 百万元
做市以来绝对涨幅	101.68%
做市以来日均成交额	0.39 百万元
做市商	申万宏源证券, 东莞证券, 中国银河, 国泰君安, 中泰证券, 财通证券, 东北证券, 华安证券

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本期报告涉及新三板挂牌企业观典防务（832317），按照企业公告的信息，上述企业的股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。