

行业研究 / 深度研究

2013年07月17日

行业评级:

公用事业 | 增持 (维持)

程鹏 执业证书编号: S0570510120044  
研究员 025-83290916  
chengpeng@mail.htsc.com.cn

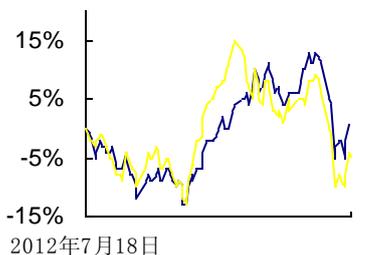
郭鹏 025-51863349  
联系人 guopeng@mail.htsc.com.cn

许心皓 025-57038552  
联系人 xuxinhao@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《港股公用事业中报前瞻: 中国电力及华电国际有望超市场预期》2013.07
- 2《公用事业: 居安思危, 关注业绩增长的持续性》2013.07
- 3《公用事业: 节能环保产业步入黄金发展期》2013.07

行业走势图



— 公用事业 — 沪深300

# 节能减排倒逼, 城市供热行业迎来大变革时代

## ——城市供热行业研究报告

### 投资要点:

◆ **行业未来 3-5 年将保持 15% 复合增长。**截止 2011 年我国城市供热面积超过 47 亿立方米, 预计年收入超过 1000 亿元。近 10 年来房地产业的蓬勃发展和城镇化的提升, 受益于原有大中城市供热面积快速增长 (新增建筑+旧区改造) 和新兴县镇供热市场 (超过 1100 个) 逐步开启, 我们预计城市供热市场未来 3-5 年将保持 15% 的复合增速。

◆ **行业现状: 高污染高能耗, 盈利能力羸弱。**我国城市供热行业仍以燃煤为主要燃料 (占比超过 80%), 其年耗煤量超过 1.5 亿吨; 行业内高污染、低效率的落后产能超过 50%。同时城市供热占全国建筑耗能的 50% 以上。因而, 该行业是环保和节能的重点领域之一。另一方面, 由于供热区域过于分散、煤价连年上涨、价格机制尚未理顺等诸多问题, 行业盈利能力长期羸弱。

◆ **节能减排倒逼, 行业进入变革时代。**供热作为市民的基础民生项目, 暂难以被取代, 且受制于供热半径的限制, 其布局位置均靠近市区。在节能和环保的重压下, 我们预计城市供热行业将进入行业变革时期, 区域热网整合将加速, 以促进集中供热比例的提升。我们预计北方城市热网改造规划等扶持政策将在 2013 年内出台, 热网改造和热用户改造补贴、热价调整、热计量改造等扶持政策将加速和引导行业的变革。

◆ **煤价下行, 行业盈利将快速回升。**我们预计煤炭占据供热成本的 50% 以上。过去多年间煤价持续上涨, 而热价受制于民生问题, 大部分地区并未跟随煤价而上调, 导致供热企业连续 9 年亏损, 累计亏损总额达到 96.9 亿元。2012 年下半年以来动力煤下降约 25%, 我们预计 2013 年热力行业煤炭成本将下降 12-15%, 以 2012 年行业耗煤量 1.5 亿吨测算, 可节约燃料成本约 120-150 亿元。

◆ **推荐燃煤清洁化、减量化的投资主线。**我们认为城市供热行业在环保和节能重压之下, 发展方向转向燃煤清洁化、减量化, 带来城市热网、热电联产和天然气供热等领域的投资机会: 区域热网整合, 集中供热比例提升, 利好热网龙头公司和热电联产公司, 推荐联美控股、盾安环境、ST 东热、富春环保等; 城市煤改气工程推动销气量增长, 利好城市燃气公司, 如广州发展、金鸿能源、深圳燃气等。

◆ **风险提示:** 供热管网改造速度和补贴低于预期; 煤炭价格大幅波动; 天然气气价过快上涨导致下游用户用气积极性下滑。

### 重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2012 年	2013E	2014E	2015E	2012 年	2013E	2014E	2015E
600167	联美控股	11.94	买入	0.52	0.70	0.83	0.96	22.87	17.06	14.39	12.16
002479	富春环保	7.26	买入	0.32	0.42	0.49	0.56	22.91	17.11	14.76	13.69
600098	广州发展	5.14	增持	0.32	0.44	0.52	0.67	16.15	11.68	9.93	9.91

## 核心观点

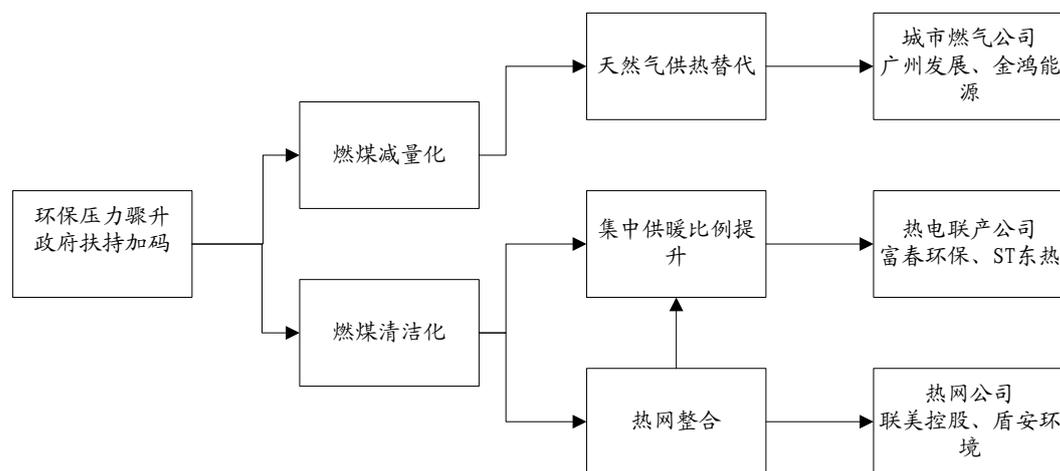
最近多家媒体关于“燃煤取暖导致中国北方近5亿居民人均预期寿命比南方人减少约5年半”报道，让北方城市供热再次成为社会舆论的热点。此篇报告着眼于热力行业中的城市供热行业，我们预计在节能减排的重压之下，城市行业运行机制和定价方式将迎来全面改革。

- 城市供热行业年收入超过1000亿规模，未来3-5年仍保持15%以上的增速快速增长、商业模式优良；
- 行业年耗煤量超过1.5亿吨、充斥高能耗高污染的落后产能，是城市大气雾霾的主要元凶之一，又是城市节能的核心领域之一；
- 煤炭占据供热成本的50%以上。我们预计2013年热力行业煤炭成本将同比下降12-15%，以2012年行业耗煤量1.5亿吨测算，可节约燃料成本约120-150亿元。
- 由于供热半径有限制，热源点不可能在远离城市；涉及居民冬季生活质量等切身利益，是政府考虑的核心民生问题。

## 投资逻辑

我们维持此前热力行业深度报告的观点，即城市供热行业将迎来“节能减排”革命，推荐燃煤清洁化、减量化的投资主线，推荐城市燃气供应商、热电联产公司和城市热力领域的龙头企业。

图1： 环保压力倒逼，热力行业迎来重大变革期



资料来源：华泰证券研究所

- **城市热网兼并重组带来价值重估。**城市热网将推进“拆炉并网”、小型供热企业由于环保达标、自身运营水平等原因将被行业淘汰，大规模的兼并重组势在必行。热网龙头企业将受益于供热区域扩大、盈利快速提升。推荐供热面积持续快速增长的联美控股，建议关注大连热电、惠天热电、ST东热、盾安环境、富春环保等企业。
- **热电联产机组盈利能力将提升。**热电联产具备节能高效的特点，属于优选的供热方式。

随着城市热网的整合、蒸汽价格机制的理顺，热电联产为主的集中供热成为主流趋势。热电龙头企业有望充分受益，推荐受益于城市供热面积增长，供热业务盈利回升的金山股份、京能热电、ST东热等。

- **天然气供热市场潜力巨大。**2012年以来，迫于雾霾天气、PM2.5等空气污染事件的压力，北京、太原等部分重点城市提出市中心以燃气供热代替燃煤机组、工业锅炉的“煤改气”工程。我们看好受益于城市热力供应“煤改气”工程，销气量大幅增长的城市燃气公司。推荐受益工商业气快速增长的广州发展、金鸿能源、深圳燃气，建议关注长春燃气、新疆浩源、陕天然气等。

## 正文目录

核心观点.....	2
投资逻辑.....	2
节能减排“倒逼”，城市供热行业变革启动.....	6
千亿规模市场，仍有 15%的复合增长.....	6
环保与节能重压之下，行业亟待变革.....	8
热电联产和区域锅炉房组合的集中供热为最佳模式.....	8
环保和节能重压之下，行业将掀起“节能减排”革命.....	9
推进供热区域整合，加快热计量改造为改革方向.....	10
旧网改造规划即将出台，促进供热区域整合.....	10
煤价下行，行业盈利将快速回升.....	11
推进供热计量改革，利好供热龙头企业.....	12
维持燃煤清洁化、减量化的投资主线.....	15
联美控股：受益房地产业繁荣，持续确定性增长.....	17
富春环保：锐意扩张的环保热电龙头.....	18
广州发展：燃气业务高速增长 电力业务持续改善.....	19
附录：三步节能改造.....	20

## 图表目录

图 1:	环保压力倒逼, 热力行业迎来重大变革期 .....	2
图 2:	2011 年城市供热面积达到 47.4 亿平方米 .....	6
图 3:	辽宁、山东、北京位列供热面积前三位 .....	6
图 4:	东北、华北供热面积占比达到 34%、48% .....	6
图 5:	全国房地产新开工、竣工面积增速超过 15% .....	7
图 6:	城市供热流程图 .....	8
图 7:	集中供热的热效率远高于分散式供热 .....	8
图 8:	行业内以煤炭为原料的供热产能占比超过 80% .....	9
图 9:	小煤炉、燃煤锅炉等占据行业 69% 的产能 .....	9
图 10:	大型热电联产机组单位电量供热量严重不足 .....	10
图 11:	全国集中供热基础建设投资金额连年上升 (亿元) .....	11
图 12:	热力行业收入保持 20% 以上的复合增速 .....	12
图 13:	受制于煤价、热价等因素, 行业盈利能力较差 .....	12
图 14:	进入 2012 年下半年, 动力煤价持续走低 .....	12
图 15:	煤炭成本占供热成本的 50% 以上 .....	12
图 16:	热计量法中基本热价仅为原热价的 30-60% .....	13
图 17:	2012 年全国以热计量收费的供热面积达到 8.05 亿立方米 .....	14
图 18:	全国主要城市供热价格 (元/m <sup>2</sup> ) .....	14
图 19:	环保压力倒逼, 热力行业迎来重大变革期 .....	15
图 20:	北京市热计量改革实施计划 .....	20
图 21:	完成 3 步节能改造后节能率到 65% .....	20
表格 1:	全国各城市供热资产整合加速 .....	11
表格 2:	推荐公司一览 .....	16
表格 3:	联美控股盈利预测 .....	17
表格 4:	富春环保盈利预测 .....	18
表格 5:	广州发展盈利预测 .....	19

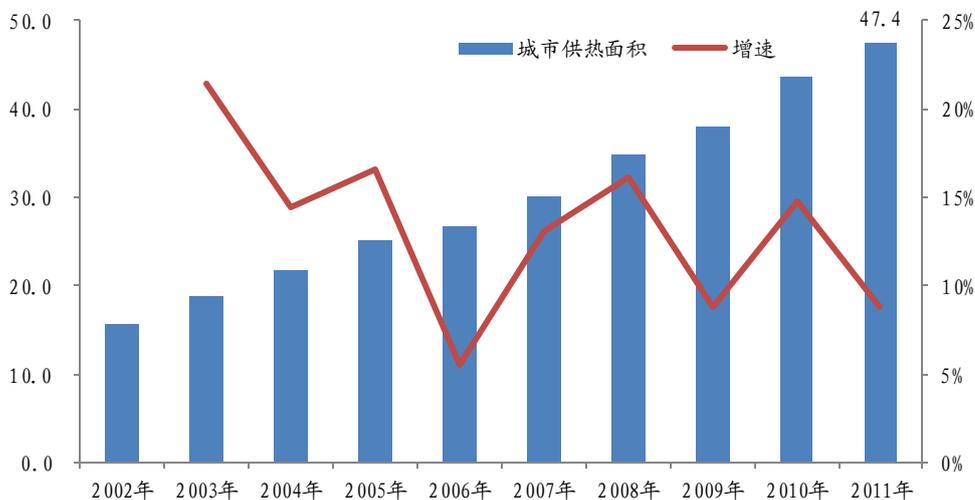
## 节能减排“倒逼”，城市供热行业变革启动

### 千亿规模市场，仍有15%的复合增长

2011年城市供热市场超过47亿平方米。目前我国秦岭淮河以北区域为传统的供热区域，占全国陆地面积的70%；15个省、直辖市、自治区等采暖地区132个地级以上的城市都有城市集中供热设施。据不完全统计，2011年城市供热面积超过47亿平方米，过去5年复合增速为13%。以全国供热价格25元/平方米计算，现有全国城市供热市场的年收入达到1175亿元。

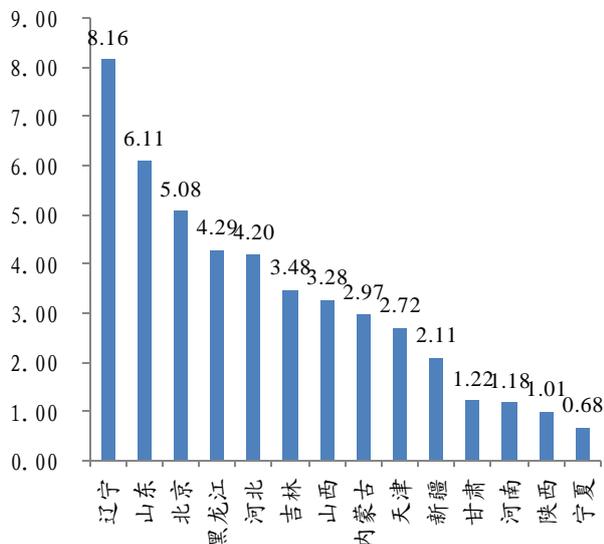
分地区来看，东三省、华北（含河南）等地，占全国供热面积的34%、48%。分省来看，辽宁、山东、北京等省市占据供热面积的前三位。

图 2: 2011年城市供热面积达到47.4亿平方米



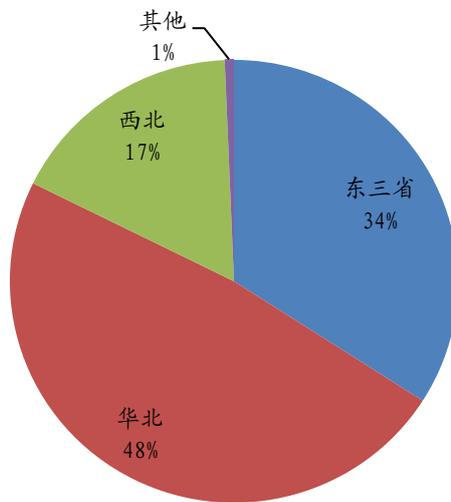
资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 3: 辽宁、山东、北京位列供热面积前三位



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 4: 东北、华北供热面积占比达到34%、48%

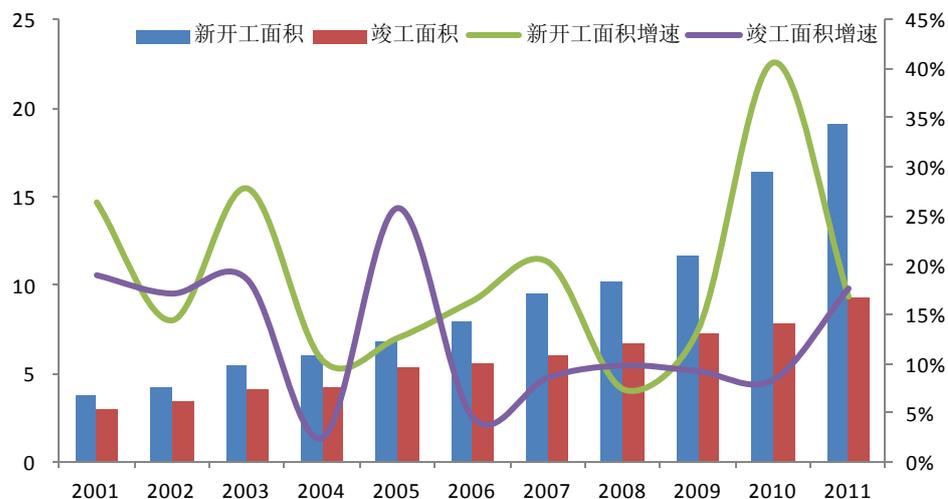


资料来源: 中国城镇供热研究协会, 华泰证券研究所

未来 3-5 年，新增需求复合增速达到 15%。伴随我国经济的快速发展和城镇化的加速，城市新增供热市场主要来自原有城市房地产业的蓬勃发展和大量的中小规模市县（镇）逐步具备集中供热的市场规模。我们预计未来 3-5 年，甚至更长时间，城市供热市场将保持 15% 以上的复合增速：

- 考虑到自 2009 年以来我国北方地区房地产保持持续繁荣，商品房新开工面积和房地产竣工面积均保持超过 15% 的复合增速（北方城市商品房增速与全国增速基本相一致），我们保守预计原有城市供热面积增速仍保持 10-13% 的增速；
- 国家将启动北方城市供热面积的改造，推进供热面积整合，首期启动面积达到 1.8 亿立方米；我们预期现有面积中仍有相当比例为纳入城市集中供热；未来 3-5 年内现有城市老城区的供热面积将加速整合。
- 根据相关测算，在我国北方采暖地区采暖期长达 5 个月以上的县镇有 1160 多个，假设每个县镇 100-300 万平米的供热面积、尚有 50% 未采取集中供热，则其市场空间超过 10 亿平方米。

图 5： 全国房地产新开工、竣工面积增速超过 15%



资料来源：WIND、华泰证券研究所

热网业务模式优于其他公用事业行业。从行业属性来看，热网公司具备与燃气、水务等公用事业行业公司相同的运营模式。城市供热业务包括接网和供热两部分。接网、供热业务均采用先预收费用、再提供服务的模式。接网费收入类似于燃气接驳费，多采用 10 年递延确认的会计处理，保障公司业绩的稳健增长；供热业务依赖供热面积的增长。

供热公司采取先收费、后提供服务的模式，在供热季之前收完费用，全年集中在 1、4 季度供热，供热公司大多现金流良好。

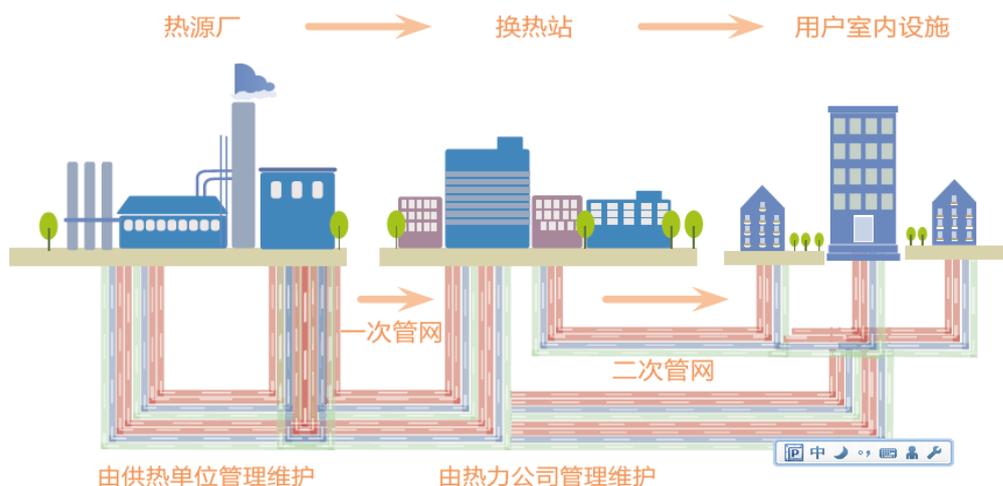
### 环保与节能重压之下，行业亟待变革

#### 热电联产和区域锅炉房组合的集中供热为最佳模式

以热电联产和区域锅炉房组合的集中供热是城市供热的最佳模式。城市供热行业以供热模式分类，主要分为热电联产、燃煤锅炉和小煤炉等。从热效率来看，以热电联产形式的集中供热，燃煤热效率可达到 80%，区域锅炉房为 60-70%，而分散的锅炉房热效率仅为 45-50%。

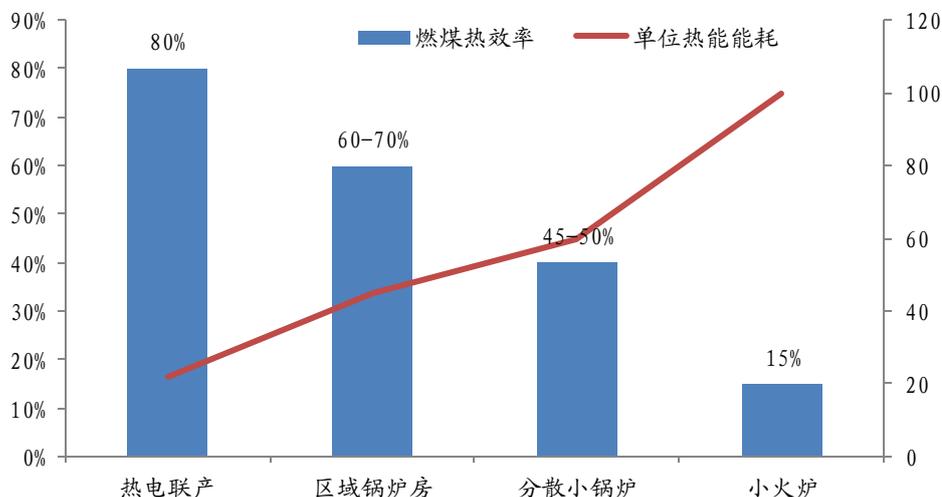
热网是城市供热的核心部分。城市热网拥有者多为电力集团下属的热电联产企业、当地政府控股的热力公司和民营热力公司，其中有近 40% 的热电联产企业投资建设并经营城市热网。在全国集中供热总面积中，热电厂提供的供热量占比 30%， 剩余部分则多为区域锅炉房和小型供热企业。过去 10 年间房地产快速发展，城市供热行业却严重滞后，导致大量小型供热企业快速出现。

图 6: 城市供热流程图



资料来源：华电城市供热报告，华泰证券研究所

图 7: 集中供热的热效率远高于分散式供热



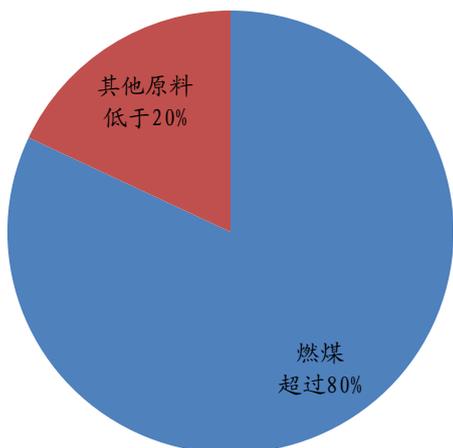
资料来源：集中供热相关论文，华泰证券研究所

**环保和节能重压之下，行业将掀起“节能减排”革命**

伴随城市节能环保压力增大，各大城市纷纷提高市区范围内排放标准、禁煤任务和节能指标，机组多处于城区的燃煤热电企业面临严峻的挑战，同时由于行业多年无序发展，盈利能力孱弱；另一方面，供热作为市民的基础民生项目，暂难以被取代，且受制于供热半径的限制，其布局位置不会远离市区。我们判断，环保重压之下，行业将掀起“节能减排”革命。

**小型企业居多、待淘汰落后产能占比超过 40%。**我国城市供热仍以燃煤为主(占比超过 80%)，根据国家统计局和能源局的相关测算，2012 年供热行业耗煤达到 1.5 亿吨标准煤。现有供热产能中，小煤炉、分散锅炉房仍占据相当比例；区域燃煤锅炉多数未配备脱硫设施，部分甚至未配备除尘设备；更小规模的小煤炉效率更低、污染更为严重。我们预计行业内需淘汰的落后产能占比超过 40%。

图 8: 行业内以煤炭为原料的供热产能占比超过 80%



资料来源: 中国城镇供热研究协会、华泰证券研究所

图 9: 小煤炉、燃煤锅炉等占据行业 69%的产能



资料来源: 中国城镇供热研究协会、华泰证券研究所

**城市供热行业是大气雾霾的主要元凶之一。**行业充斥低效率、高污染的落后产能，同时这些产能又分布在市内或市区近郊，对城市大气污染排放贡献率极大，是造成城市雾霾天气的主要元凶之一。

2012 年以来，习近平主席、李克强总理多次对城市大气污染问题发表看法，各地政府亦积极行动，我们认为雾霾、PM2.5 等大气污染问题将成为国家和地方政府“十二五”期间将下大力气解决的问题。分布在市区范围内的供热机组（锅炉房）成为环保治理的重点领域。

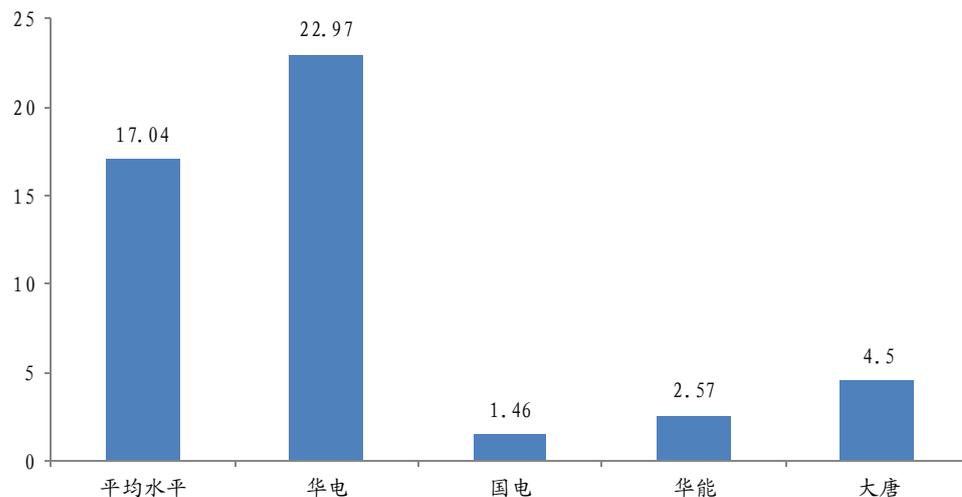
**城市供热是节能的核心领域之一。**我国建筑能耗约占社会总能耗的比例约为 28%，占整个碳排放的 30%-40%。而采暖能耗占全国建筑总能耗的 55%以上；在北方寒冷城市，供热能耗占到地区总能耗的 30%以上，个别城市达到 60%。根据相关数据，住宅建筑单位面积的采暖能耗为相同气候条件下发达国家的 3 倍。可见，采暖耗能是建筑节能行业中浪费最严重和节约潜力最大的部分。

根据“十二五”节能减排规划，通过深化供热体制改革，全面推行供热计量收费，推进北方采暖地区既有建筑供热计量及节能改造，形成2700万吨标准煤节能能力。提高热网运行效率、推进终端用户热计量改造等措施都是降低供热能耗的有力措施。

**行业连续多年亏损，亟待变革启动。**大量小微供热企业导致城市供热区域割裂，且其供热能力有限，无法保障居民需求，且导致严重的污染问题；另一方面，大型热电联产和区域锅炉房则面临热网不完善、客户资源不足的问题，产能利用率不足。上述现象又共同导致行业盈利长期羸弱，连续多年处于亏损的境地。我们认为导致这一现象的原因来自于多方面：

- 城市管理者对供热行业不够重视，供热规划不完备、行业机制存在热价定价、经营区域划分等问题；
- 城市供热管网不完善，与房地产开发速度不匹配等问题，催生诸多区域锅炉房和小型供热企业，此部分业主多难以保障供热质量、环保达标等；
- 热电联产企业过去几年受困于煤价飞涨、热价定价不合理等原因，供热业务亏损严重，不愿开拓供热区域；

**图 10： 大型热电联产机组单位电量供热量严重不足**



资料来源：集中供热相关论文，华泰证券研究所

## 推进供热区域整合，加快热计量改造为改革方向

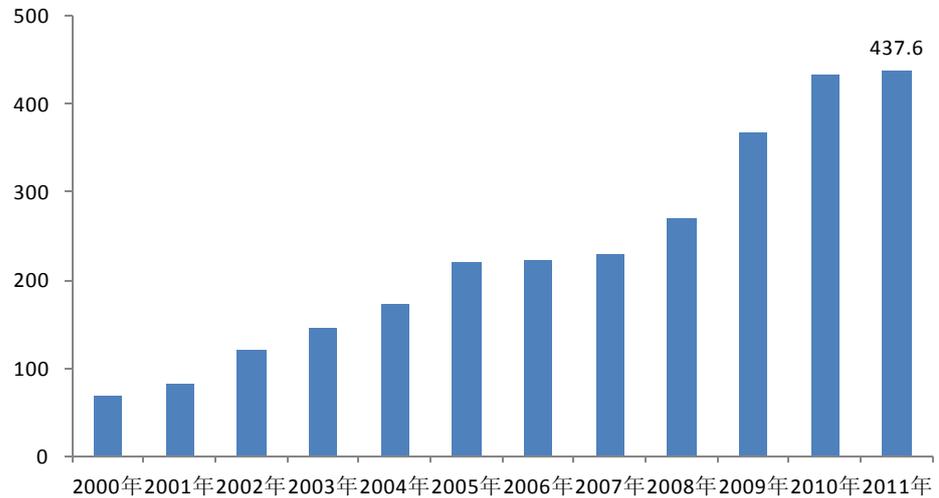
### 旧网改造规划即将出台，促进供热区域整合

以热电联产为主、区域锅炉房为辅，其他热源为补充的模式是我国城镇集中供热的最佳方案，特别是在东北等对供热需求较大的省份。但这需要供热区域的高度整合。与供水、燃气等公用事业行业相比，供热行业市场集中度远远不够，城市热网缺乏统一规划、管网布局不合理等问题是亟待解决的问题。

目前，住建部会同国家有关部门正在开展《北方采暖地区集中供热老旧管网改造规划》，预

计在 2013 年内印发，实施期为 2013 年至 2015 年。届时集中供热管网的相关扶持政策及投资均将加大，有利于龙头供热企业降低能耗、开拓供热区域。我们预计推进供热建设补贴、价格机制理顺等有利于扶持政策仍将相继出台，推进供热区域整合加速进行。

**图 11: 全国集中供热基础建设投资金额连年上升 (亿元)**



资料来源: WIND、华泰证券研究所

**表格1: 全国各城市供热资产整合加速**

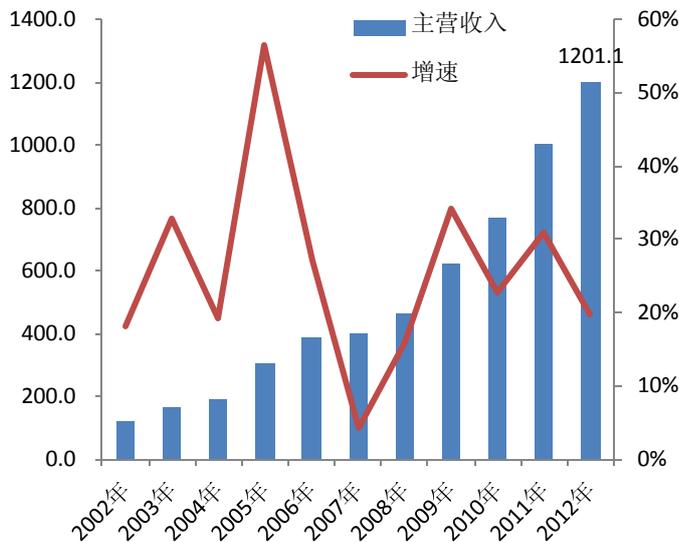
地区	主要内容
徐州	拆除市内西区热电厂，整合供热流量 170t/h
呼和浩特	老旧小区整合供热面积 813 万平方米，拆除分散锅炉 127 座。
北京	十一五期间，拆除分散锅炉 670 座，置换供热面积 1.2 亿平方米
石家庄	华电国际收购区域 6 家供热公司股权，以大型热电机组上大压小替代原有区域的锅炉房等，实现热网资产的整合。
阜新市	推进“1 县 1 热源”工程，在市北以 2*35 万机组置换现有小型供热供气机组；
葫芦岛市	拆小并大工程，供热企业由 40 家缩减至 13 家，供热市场加速整合
鞍山市	新建集中供热锅炉 10 座，取缔 14mw 以下锅炉房 36 座，锅炉 58 台
太原	2013 年将解决老旧小区集中供热 1400 万平方米，完成 510 台分散锅炉的改造任务，预计全年较少燃煤 60 万吨

资料来源: 互联网、华泰证券研究所

### 煤价下行，行业盈利将快速回升

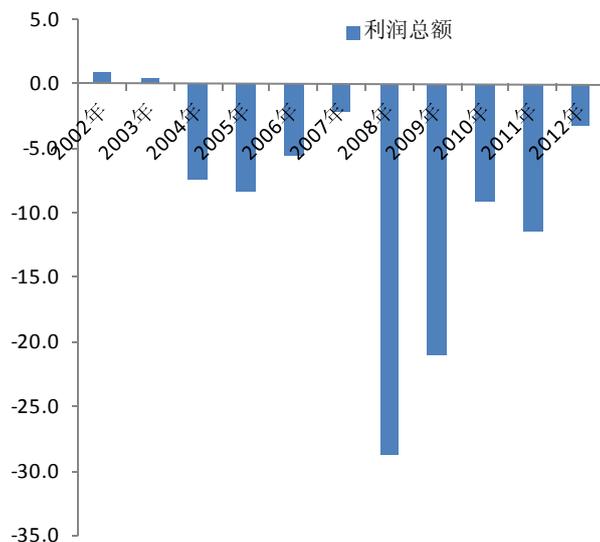
**煤炭占据供热成本的 50%以上。**我国城市供热以燃煤为主要原料，因而煤炭成本是供热业务的主要成本。我们预计燃煤成本在供热成本中占比达到 50%以上，过去多年间煤价持续上涨，而热价受制于民生问题，大部分地区并未跟随煤价而上调，导致供热企业亏损严重。2012 年热力行业利润总额为 -3.2 亿元，已是连续 9 年亏损，亏损总额达到 96.9 亿元。

图 12: 热力行业收入保持 20%以上的复合增速



资料来源: WIND、华泰证券研究所

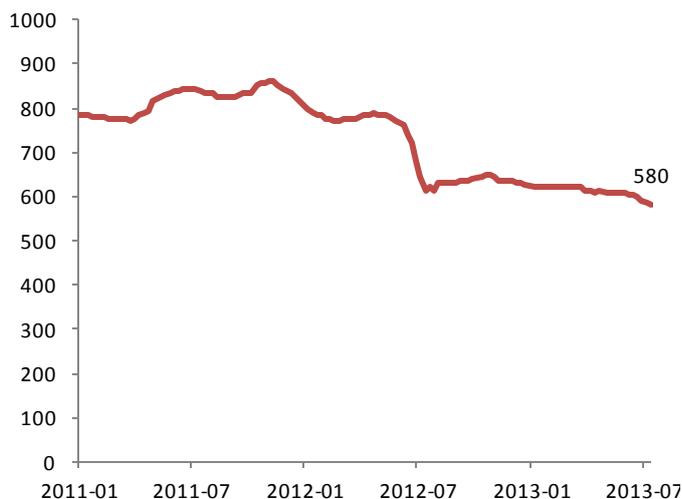
图 13: 受制于煤价、热价等因素, 行业盈利能力较差



资料来源: WIND、华泰证券研究所

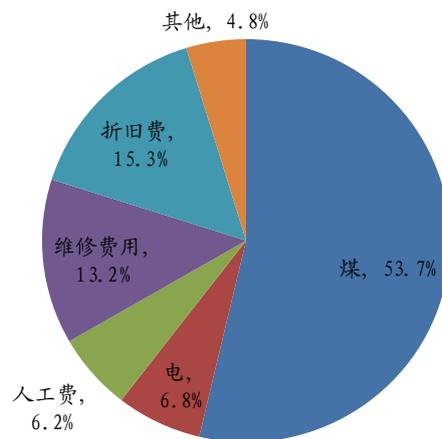
煤价持续下行, 行业盈利将快速回升。进入 2012 年下半年以来, 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格已经从 780 元/吨, 下滑至 580 元/吨, 下降幅度达到 25.6%。考虑到大部分热力公司 2012 年供热用煤仍多来自于 2012 年的存煤, 则行业 2013 年用煤成本有望下降约 12-15% 左右。以行业 2012 年消耗 1.5 亿吨标准煤、吨煤采购成本下降 120-150 元测算, 行业受益于煤价下降, 将节约煤炭采购成本约 120-150 亿元。

图 14: 进入 2012 年下半年, 动力煤价持续走低



资料来源: WIND、华泰证券研究所

图 15: 煤炭成本占供热成本的 50% 以上



资料来源: WIND、华泰证券研究所

推进供热计量改革, 利好供热龙头企业

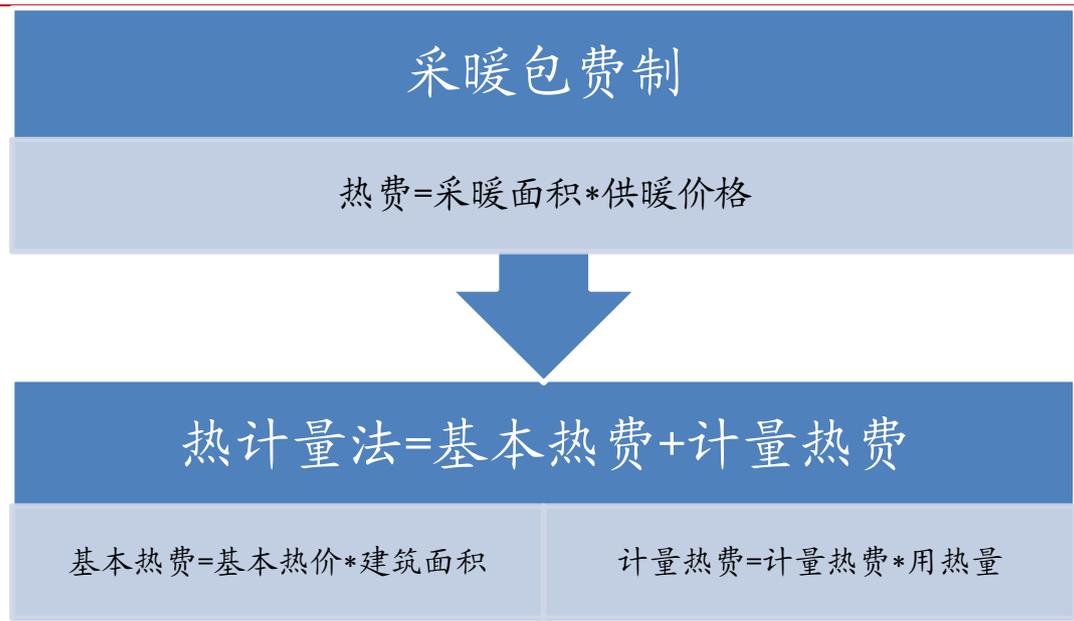
热计量改革提速, 推动行业变革提速。我国城市供热收费制度主要是采暖包费制和热计量法

两种。城市供热价格与水价定价模式相似，大多由政府制定，依据成本+合理收益率的定价模式。包费制为每年固定收费，而热计量法则根据实际用热量交费，据测算可节能 30-50%。为推进供暖行业的节能改造，目前国家正积极推进热计量法改革。同时，目前部分地区热价未反映供热的实际成本，存在条件空间。

**供热计量改造利好供热龙头企业。**供热计量改造对供热企业的利好主要体现在两方面：供热市场集中度提升和供热业务盈利能力提升。

- 热计量改革需要热源、热网、热用户进行技术、设备、运营管理的改造，对城市热源规划进行合理布局，此过程中小型供热企业困于资金、管理水平等问题难以为继，龙头企业则凭借优势占据其供热范围。
- 热计量改革后，节能效益可达到 30%左右。企业可将节约的热能用于扩大供热面积，增加随之带来的接网、供暖收入，特别是拓展原有老旧小区供热用户；而在这个过程中，无需增加热源投入。从而公司供热业务盈利能力将提升。

图 16: 热计量法中基本热价仅为原热价的 30-60%

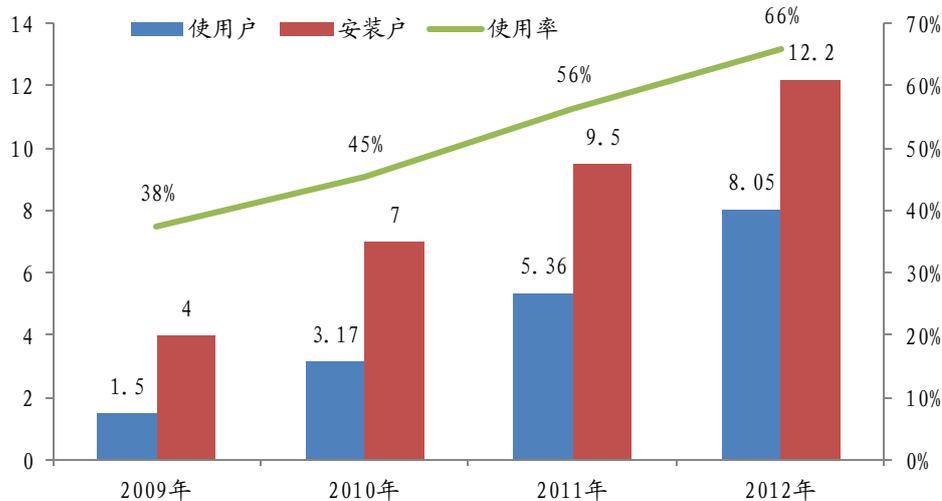


资料来源: 华泰证券研究所

**供热计量改革的核心出发点是节能。**供热计量改革，是指将原有以供热面积乘以供热价格的方式，改为供热流量计费的模式。其中，基本热价仅为原供暖价格的 30-60%，用户可以根据实际需要调节热量使用。根据测算，把采暖包费制改为实际流量收费制，可节约供热能耗 20%以上。以天津 25 万居住建筑的热用户为例，节能率达到 10%-15%。

**“十二五”后期改造提速。**截止 2012 年，我国地级以上城市出台供热计量价格和收费办法已经达到 116 个，占比 93%；累计实现供热计量收费面积 8.05 亿立方米，占安装量的 66.7%。其中 2012 年 1-10 月北方采暖地区新竣工建筑面积 3.85 亿立方米，其中安装供热计量装置面积约 2.7 亿立方米，占比约 70%。

图 17: 2012年全国以热计量收费的供热面积达到 8.05 亿立方米

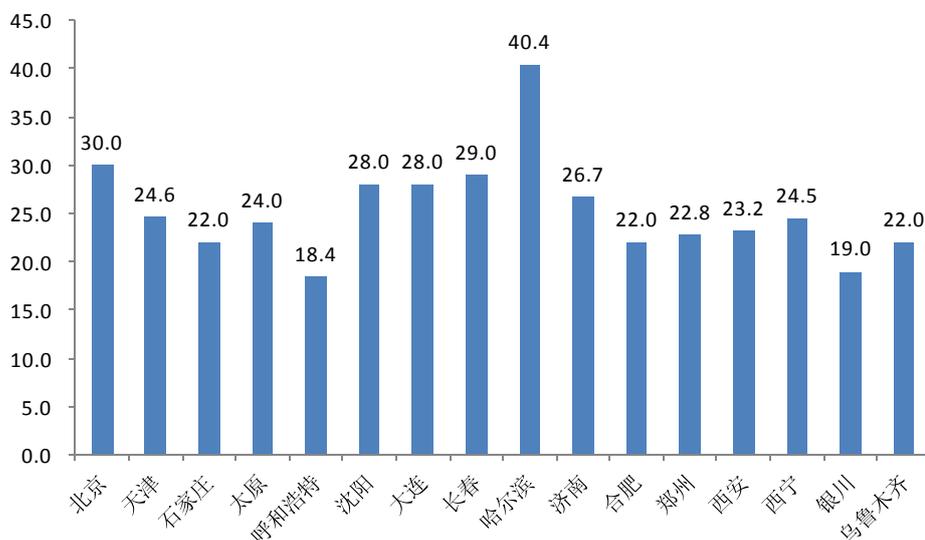


资料来源: WIND、华泰证券研究所

采取“三步节能改造”方式，逐步完成原有供热面积的改造。以北京为例，其热计量装置由供热部门统一安装，不向用户收费；先对所有新建建筑均实施热计量收费，在逐步对原有建筑将逐步改造。根据建筑节能规划，“十二五”期间，全国将完成 4 亿平方米的供热改造面积。（详尽资料请参考附录中三步节能改造的解释）

部分省市供热价格存在调价空间。由于煤炭价格在过去几年快速上涨，而供热价格定价更多考虑民生问题，并未跟随调价；同时热电联产机组涉及到煤炭成本在电价、热价中的分配问题，依据不同而导致成本核算结果不同。定价问题难以解决直接影响了部分热电联产机组的供热积极性。整体而言，目前部分区域的供热价格尚未反映供热成本的变化，存在上调空间。

图 18: 全国主要城市供热价格 (元/m<sup>2</sup>)



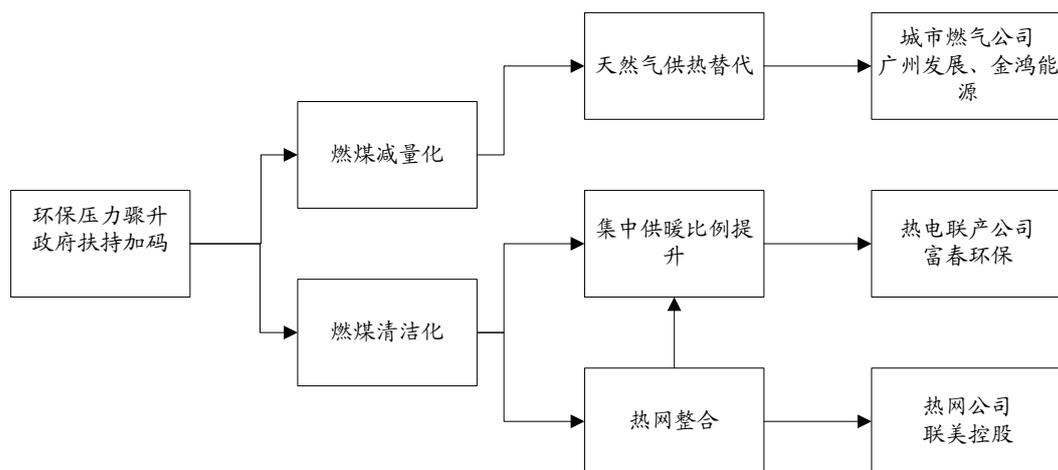
资料来源: WIND、华泰证券研究所

## 维持燃煤清洁化、减量化的投资主线

燃煤清洁化、减量化是热力行业发展方向。降低热力行业燃煤对大气环境影响的方法包括清洁化、减量化两种方式：将未清洁使用的煤炭更清洁的使用和更多的使用替代能源。我们预计更多使用热电联产机组和燃气多联产机组实现热源的产业升级和供热管网合并及升级改造将成为实现热力行业扭亏为盈、降低其对大气环境危害的有效途径。我们将分供热管网、热电联产、天然气替代三方面，对其中的投资机会作以梳理。

- **城市热网兼并重组带来价值重估。**城市热网将推进“拆炉并网”、小型供热企业由于环保达标、自身运营水平等原因将被行业淘汰，大规模的兼并重组势在必行。热网龙头企业将受益于供热区域扩大、盈利快速提升。推荐供热面积持续快速增长的联美控股，建议关注大连热电、惠天热电、ST东热、盾安环境等企业。
- **热电联产装机比例提升。**热电联产具备节能高效的特点，属于优选的供热方式。随着城市热网的整合、蒸汽价格机制的理顺，热电联产为主的集中供热成为主流趋势。热电龙头企业有望充分受益，推荐以“环保+热电”模式快速扩张的富春环保，建议关注受益于供热面积增长，供热业务盈利回升的金山股份、京能热电等。
- **天然气供热市场潜力巨大。**2012年以来，迫于雾霾天气、PM2.5等空气污染事件的压力，北京、太原等部分重点城市提出市中心以燃气供热代替燃煤机组、工业锅炉的“煤改气”工程。我们看好受益于城市热力供应“煤改气”工程，销气量大幅增长的城市燃气公司。推荐受益工商业气快速增长的广州发展、金鸿能源、深圳燃气，建议关注长春燃气、新疆浩源、陕天然气等。

图 19: 环保压力倒逼，热力行业迎来重大变革期



资料来源：华泰证券研究所

**表格 2: 推荐公司一览**

股票代码	评级	股价	EPS				PE			
			2012年	2013E	2014E	2015E	2012年	2013E	2014E	2015E
联美控股	买入	11.94	0.52	0.70	0.83	0.96	22.87	17.06	14.39	12.44
金山股份	买入	6.44	0.32	0.74	0.85	0.86	19.88	8.70	7.58	7.49
富春环保	增持	7.26	0.32	0.42	0.49	0.56	22.91	17.11	14.76	12.96
长春燃气	增持	7.74	0.02	0.25	0.40	0.58	395.51	30.59	19.34	13.31
陕天然气	增持	9.45	0.33	0.36	0.47	0.66	28.64	26.01	20.00	14.37
深圳燃气	增持	8.00	0.27	0.37	0.44	0.51	29.98	21.65	18.09	15.55
广州发展	增持	5.14	0.32	0.44	0.52	0.67	16.15	11.68	9.93	7.68
京能热电	增持	7.14	0.70	0.84	0.87	0.90	10.21	8.53	8.24	7.96
金鸿能源	增持	34.31	1.01	1.22	1.60	1.78	33.89	28.12	21.44	18.83
新疆浩源	增持	57.37	0.88	1.19	1.54	1.70	65.19	48.21	37.25	33.79

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

## 联美控股：受益房地产业繁荣，持续确定性增长

◆ **受益全运会召开+行政中心南迁，房地产繁荣发展。**受益全运会举办（2013年夏季）和市行政中心南迁的利好影响，浑南新区（公司专营区域）房地产业自2008年起繁荣发展。根据沈阳市2011-2020年城市发展规划，浑南新区已划入沈阳主城区，并定位为沈阳新的行政、文化中心，常住人口从目前的48.5万人将增长至约100万人，同时筹备全运会为大浑南区域带来的大规模投资极大的提高和改善区域的交通、居住环境等配套基础设施，房地产业发展空间巨大。根据我们的统计，仅2012年6月-2014年区域主要新开楼盘的建筑面积总和超过1450万平方米。

◆ **受益房地产繁荣，接网和供热面积稳健增长。**2012年公司供热面积增长200万平方米，达到1300万平方米；接网面积增长200万平方米，达到1800万平方米。根据浑南新区的供热规划，区域供热面积将达到3300万平方米，较现有业务规模增长近1倍。我们预计公司盈利增长将来自：1.房地产项目陆续推进，带动接网面积的快速增长，测算峰值将达到1.5-1.6亿元；2.行政中心南迁、基础设施日趋完善后，区域人口快速增加，楼盘入住率提升，带动供热面积快速增长。我们以3100万平方米为公司远期（2023年）接网、供热面积的最终值，则公司接网、供热业务收入分别在2018、2020年达到峰值。未来3年内盈利复合增速超过20%。根据我们的测算，接网、供热面积每新增100万平方米，将分别增厚公司EPS 0.022、0.024元。

◆ **管理能力、财务状况优异，业绩受益于煤价下跌。**公司主营业务盈利能力较为稳定，管理团队在成本优化、费用控制等领域表现优异，公司费用率长期稳定在4-5%；现金储备充足，无实际负债，接网、供热业务均采用先预收费用，再提供服务的模式。根据我们的测算，燃煤成本占到公司供热业务成本的53%，受益于坑口煤价的下跌，我们预计2013年公司燃煤成本有望下调12%左右，增厚盈利0.08元。

◆ **评级：买入。**我们预计公司2013-2015年EPS分别为0.70、0.83、0.96元，未来3年公司盈利复合增速达到21%。受益于区域房地产业的蓬勃发展和未来人口的迁入，公司主营业务迎来长期的稳健增长。综合DCF和相对估值法的结果，我们认为公司合理股价区间为11.8-14.0元，维持公司“买入”评级。

表格3：联美控股盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	493.75	580.93	680.72	795.91
+/-%	21.56%	17.66%	17.18%	16.92%
净利润(百万)	110.14	147.66	174.14	203.59
+/-%	33.99%	34.06%	17.93%	16.92%
EPS	0.52	0.70	0.83	0.96
PE	22.87	17.06	14.39	12.16

资料来源：华泰证券研究所

## 富春环保：锐意扩张的环保热电龙头

- ◆ **锐意扩张的工业园区环保热电龙头。**公司集热电联产、资源循环利用（垃圾、污泥）业务于一身，依托富阳造纸工业园区，打造“环保+热电”的循环经济模式。2011年以来，公司瞄准工业园区的供热、固废处置等需求，以“环保+热电”模式锐意扩张，先后完成东港、新港热电收购，获得该区域的供热、垃圾、污泥处理项目经营权。2012年，公司实现营业收入27.1亿元，其中热电业务收入12.87亿元；实现净利润2.34亿元，同比增长22.8%，其中新收购的东港热电贡献0.21亿元。我们预计公司将坚持内生增长（储备项目建设）+持续的外延扩张，实现盈利的快速提升。
- ◆ **江浙区域异地并购空间超公司规模50倍。**根据热电协会的相关统计和我们的测算，江浙两省面向工业需求的小型热电联产机组装机超过1000万千瓦，合计供热负荷超过10万蒸吨/小时，达到公司目前供热能力的50倍以上。同时需求旺盛的小型热电行业又存在单机容量偏小、抽凝机组（落后技术）仍占主流、环保难以达标等问题；部分热电企业存在热负荷不足、热价定价机制等问题，长期以来盈利能力孱弱。伴随江浙区域工业园区化推进加快、环保要求不断加码，我们预计小型热电行业将走向并购时代。
- ◆ **面向工业园区，以“环保+热电”模式异地扩张。**公司“环保+热电”的捆绑发展模式能充分满足工业园区供热、固废处理等多项需求，能实现园区的循环经济运行，在争取政府资源具有较强的竞争优势。同时公司具备民营企业的机制优势、上市公司的融资优势和已有多个项目的经验积累，我们看好公司热电环保项目的异地复制能力。公司后续潜在的并购对象包括但不限于原有业主无法满足环保要求存在生存危机、区域供热区域面临整合小企业面临淘汰等小型热电业主。
- ◆ **评级：买入。**预我们预计公司2013-2015年EPS分别为0.42、0.49、0.56元。推动公司盈利快速增长的驱动力来自东港、新港热电盈利持续提升和本部污泥项目的达产。同时现有三地园区内供热需求的持续增长和持续的异地并购将支撑公司环保热电业务的持续成长性，因而我们认为给予公司2013年20-25倍市盈率较为合理，对应股价8.4-10.5元，后续异地扩张对盈利的增厚是业绩超预期的主要因素。
- ◆ **风险提示：**环保标准加强，机组需增加环保投入和运营成本的风险；机组负荷受制于下游蒸汽用户需求波动的影响。

表格4：富春环保盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	2,706.12	3,410.76	3,620.34	3,878.17
+/-%	138.2%	26.04%	6.14%	7.12%
净利润(百万)	233.77	312.74	362.54	413.24
+/-%	22.86%	33.78%	15.92%	13.98%
EPS	0.32	0.42	0.49	0.56
PE	22.91	17.11	14.76	13.69

资料来源：华泰证券研究所

## 广州发展：燃气业务高速增长 电力业务持续改善

◆ **面向珠三角的综合能源提供商。**公司原以电力、煤炭业务为主业，2012年7月通过增发并入广州燃气集团后，公司逐步成长为面向珠三角的综合能源提供商。2012年公司控股装机350万千瓦，权益上网电量168亿千瓦时；煤炭销售量1356万吨，其中市场煤867万吨，燃气销售量7.6亿立方米。2012年公司实现营业收入151亿元，归属上市公司净利润8.73亿元，每股收益0.343元；电力、天然气业务是公司盈利的主要来源。

◆ **燃气业务前景广阔、高速增长。**公司燃气业务包括广州市上游气源的采购和分销（中游）和所拥有区域的燃气销售（下游）。受益于工商业气和电厂气的接力增长，公司未来3年燃气销售量有望保持35%的复合增速；公司现有工商业气仅为2.4亿立方米，未来几年受益于广州环保不断加码、禁煤区扩大等政策，天然气对重油、煤炭的置换加快，带动工商业用气量维持30-50%高增速；分布式能源站是广州市削减城市燃煤量的重要方式，我们预计西村、从化鳌头项目有望年内启动，2014年起分布式能源站建设将全面启动，至2016年电厂气有望超过13亿立方米/年；车用气市场为超预期因素，广州LNG、CNG市场年耗气量超过6亿立方米，公司作为城市唯一的高压管网运营商，有望分享车用气市场的快速发展，目前LNG公交车试点已经启动。

◆ **电力业务盈利持续改善。**公司电力业务受益于煤价下降、装机规模增长，盈利有望持续改善，我们预计2013年公司标煤单价有望较2012年下降5%以下，同时利用小时将维持或略好于2012年；中电荔新、贵州都匀电厂相继投产，2013年贡献增量电量。后续储备项目包括珠江电厂、肇庆电厂等装机超过300万千瓦的火电机组和超过100万装机的分布式能源站项目。

◆ **评级：增持。**我们预计公司2013-2105年EPS分别为0.44、0.52、0.67元。驱动公司业绩快速提升的动力主要来自天然气业务的爆发式增长和电力业务盈利的持续改善。天然气业务的爆发式增长，推动公司未来3年盈利复合增速达到25%以上，且天然气盈利占比的不断提升，有利于公司整体估值的抬升，综合分部估值和相对估值法的结果，我们认为给予2013年15-20倍较为合适，对应目标股价6.6-8.8元。

◆ **风险提示：**煤价大幅波动对电力业务盈利能力影响较大；用电需求超预期下滑导致利用小时下滑；分布式能源站项目进度低于预期；工商业用气量增长不及预期。

表格5： 广州发展盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	15,164.47	17,306.98	18,935.88	21,959.12
+/-%	14.52%	14.13%	9.41%	15.97%
净利润(百万)	872.63	1,214.24	1,419.05	1,845.18
+/-%	51.11%	39.15%	16.87%	30.03%
EPS	0.32	0.44	0.52	0.67
PE	16.15	11.68	9.93	7.67

资料来源：华泰证券研究所

### 附录：三步节能改造

我国建筑节能正经历三个阶段。每个阶段建筑节能都以 1980 年的指标为基数：

- 锅炉效率 55%，热网效率 85%。
- 第一阶段节能 30%（锅炉效率 60%、热网效率 90%）
- 第二阶段节能 50%（锅炉效率 68%、热网效率 90%）
- 第三阶段节能 65%（其中锅炉、热网效率维持第二阶段水平）。

目前，全国普遍执行第二阶段节能标准，而北京市已制定出第三阶段居住建筑节能标准，在“十二五”期间完成改造；其他各省市的第三阶段建筑节能标准也正在制定过程。各阶段建筑节能指标，都是以 1980 年的煤耗量为基数。各省、市由于气候条件不同，各阶段节煤的标准也不同。

我国第一、二阶段建筑节能，既包括了建筑围护结构保温性能改善部分，也包括供热系统能效的提高部分。第三阶段建筑节能，是在保持第二阶段供热系统能效的水平上，着重于进一步改善建筑围护结构的保温性能。在节能标准的制定上，是将对应的供热煤耗，换算为建筑物单位平方米的耗热指标，进而计算出各围护结构的传热系数限值，成为节能建筑的设计标准。

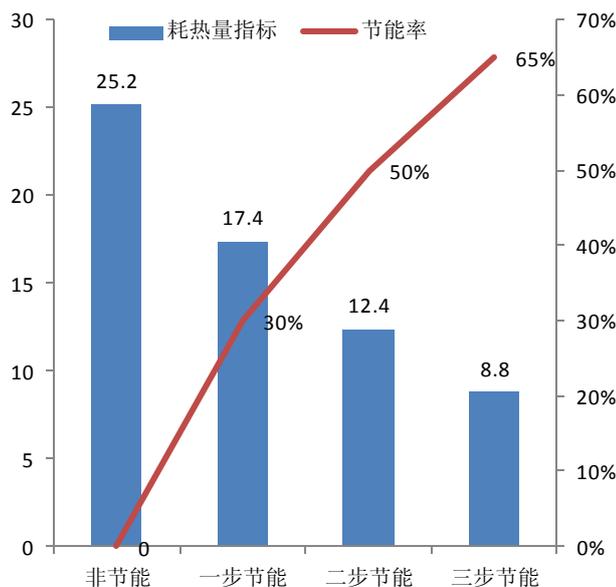
以北京市标准为例，1980 年每一平方米建筑面积的供热煤耗为 25.2kg/m<sup>2</sup>，第一阶段节能，煤耗达到 17.64kg/m<sup>2</sup>，第二阶段煤耗为 12.6kg/m<sup>2</sup>，第三阶段煤耗为 8.82kg/m<sup>2</sup>。

图 20：北京市热计量改革实施计划



资料来源：北京热计量改革计划、华泰证券研究所

图 21：完成 3 步节能改造后节能率到 65%



资料来源：北京热计量改革计划、华泰证券研究所

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2013年 华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 /传真：86 10 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn