

天壕节能 (300332)

增持 (维持)

打造“互联网金融+环保”平台，P2P+PPP 稀缺标的！

2015年05月11日

相关报告

《兴业环保-天壕节能(300332)事件点评:看增速,看协同 20141229》

《兴业环保-天壕节能(300332)事件点评:大格局与确定性的未来 20141230》

《兴业环保-天壕节能(300332)深度报告:清洁能源,新的征途 20150301》

《兴业环保-天壕节能(300332)年报点评:业绩符合预期,关注清洁能源运营业务拓展 20150326》

《兴业环保-天壕节能(300332)事件点评:收购华盛遇波折,整合预期依旧 20150419》

分析师:

汪洋

wang_yang@xyzq.com

S0190512070002

研究助理:

王文灿

wangwencan@xyzq.com

孟维维

mengweiwei@xyzq.com

投资要点

- **5月8日晚间天壕节能公告:** 1) 公司董事会决定继续推进本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易的事项; 2) 拟与控股股东合资成立天壕普惠网络科技有限公司, 合资公司注册资本1亿元, 其中天壕节能拟出资5100万元, 占注册资本的51%; 控股股东天壕投资集团拟出资4900万元, 占注册资本的49%。
- **公司公告继续推进收购北京华盛事宜, 打消市场疑虑。** 公司7日收到证监会不予核准前次增发收购资产并配套融资事宜, 按规定公司将于10日内对是否修改或终止本次方案作出决议, 公司8日即公告继续推进, 彰显公司内部决策效率之高, 落地能力之强, 同时也说明公司对前次增发收购事项二次上会成功的坚定信心! 我们强调北京华盛是天壕节能清洁能源战略布局重要一环, 公司进军天然气运营、拓展清洁能源业务领域的决心未变。北京华盛工业用气占比92%, 受益天然气增量气价下调所带来的成本端下降带来毛利提升、销量上升带来收入提升; 另外, 公司有望持续在天然气运营、管道等多个方向深耕布局, 值得关注!
- **合资成立天壕普惠, P2P+PPP模式打造互联网金融+环保第一平台!** 公司和集团合资成立天壕普惠, 一方面依托控股股东的产业链资源优势 and 自身在节能环保领域良好的项目筛选、风险控制优势实现项目获取, 另一方面结合将要组建的金融及互联网技术团队实现资金获取, 整合资金方和项目方, 实现EMC/PPP项目收益权在P2P平台上的资产证券化, 在节能环保行业上市公司中第一个实现了互联网金融+节能环保平台的打造! 我们强调EMC和PPP模式是未来市政节能环保行业发展的趋势, 特别是PPP模式的推广, 我们认为这是未来市政环保最大的命题! 数万亿的市场规模下, 如何盘活重资产、如何快速获取和回笼建设资金成为这类模式成否的关键点, 而天壕的P2P+PPP则是对节能环保PPP融资的破题之笔! 标的稀缺, 值得市场强烈关注!
- **投资建议: 维持增持评级。** 暂不考虑收购资产和配套融资对公司业绩影响, 预计公司15~16年归属母公司股东净利润1.61、1.81亿, 对应的EPS分别为0.49、0.55元, PE为66/58倍。我们自3月1日起首发深度报告重点推荐, 公司战略得当, 布局清晰, 内部执行决策效率高; 目前公司正处于高速成长阶段, 是我们强烈看好的重点品种, 第一步先看200亿市值!
- **风险提示: 增发收购资产事项进度缓慢, 互联网金融业务开展低于预期。**

报告正文

事件:

1)公司董事会决定继续推进本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易的事项;

2)拟与控股股东合资成立天壕普惠网络科技有限公司,合资公司注册资本1亿元,其中天壕节能拟出资5100万元,占注册资本的51%;控股股东天壕投资集团拟出资4900万元,占注册资本的49%。

点评:

1、继续推进收购北京华盛事宜,打消市场疑虑

内部决策高效,清洁能源战略矢志不移!天壕节能7日收到证监会不予核准前次增发收购资产并配套融资事宜的书面通知,证监会提出的“本次重组标的目前存在股权代持情形,报告期内受到环保、物价等部门的多项行政处罚”。按相关规定公司将于10日内对是否修改或终止本次方案作出决议,公司8日即公告继续推进,彰显公司内部决策效率之高,落地能力之强,同时也说明公司对前次增发收购事项二次上会成功的坚定信心!我们强调证监会提出的问题意见可以得以规范化解解决,且北京华盛是天壕节能清洁能源战略布局重要一环,公司进军天然气运营、拓展清洁能源业务领域的决心未变。

华盛燃气运营项目优秀,保德县项目是业绩增量。北京华盛为控股管理公司,其下属公司经营范围为天然气、燃气供应和设备的建设及运营,目前在山西省原平市、兴县、保德县三市县拥有天然气特许经营权,从事工业及城市居民用天然气销售业务。目前北京华盛控股管理的公司主要业务包括燃气销售和燃气工程施工两块基本业务,其中天然气销售收入占总收入比例高达97.8%(2014年前10个月数据)。从北京华盛下辖公司供气客户情况看,主要以工业大客户为主。我们判断北京华盛原平、兴县项目气量需求已相对稳定,保德县项目投产不久,13年售气量仅220万立方,未来巨大增量在于同德铝业投产。

“山西同德铝业有限公司保德氧化铝生产项目位于杨家湾镇霍家梁村,总投资55.25亿元。该项目是续建项目,为省重点项目。建设内容包括串联法生产线,2×25兆瓦自备热电站及其他辅助生产系统,配套建设年产600万吨的铝土矿,后续工程为建设300万吨煤矿、300万吨洗煤厂、2×60万千瓦自备电厂、铝土矿600万吨。主要产品为年产氧化铝280万吨,电解铝100万吨,高精铝材20万吨。项目于2011年8月开工,预计2014年12月建成投产,国庆前后已进行试产。”

(<http://news.smm.cn/r/2014-09-03/3645449.html>)

表 1、北京华盛资产负债简表

项目 (亿元)	2012	2013	2014-10
资产总额	5.59	6.62	7.13
流动资产	1.78	2.13	2.78
负债总额	4.98	5.5	3.71
流动负债	4.67	5.19	3.45
股东权益	0.61	1.13	3.42
归属母公司股东权益	0.15	0.58	2.76

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 2、北京华盛控股公司天然气特许经营权

特许经营权取得日期	地区	内容	期限
2004 年 2 月 28 日	山西省原平市	天然气	30
2008 年 10 月 27 日	山西省兴县	天然气 (煤层气)	30
2008 年 10 月 29 日	山西省保德县	天然气 (煤层气)	30

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 3、北京华盛收入拆分

营业收入 (亿元)	2012	2013	2014 (1-10)
天然气	5.3	6.4	6.8
工业	4.9	5.8	6.3
居民	0.1	0.16	0.12
商业	--	0.05	0.12
供热	0.24	0.29	0.25
其他	0.07	0.14	0.02
工程施工	0.27	0.43	0.21
其他	0.04	0.05	0.02
合计	5.6	6.9	7.1

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 4、配套融资参与主体

编号	参与主体	配套融资股份 (万股)	配套资金 (万元)	参与主体简介
1	陈作涛	1231	16000	天壕节能董事长、实际控制人
2	张英辰	385	5000	北京力拓实际控制人
3	钟玉	154	2000	宁夏节能实际控制人，天壕节能参股宁投 29% 股权
4	武汉珞珈	154	2000	武汉珞珈执行合伙人委派人余紫秋为天壕节能董事

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

天然气价改或将持续，华盛受益于工业用气占比高。今年初非居民用天然气增量气价下调 0.44 元/方，存量气上调 0.04 元/方，存量气与增量气实现并轨。我们认为气价改革对分销商有如下利好：首先增量气价下调带来毛利率提升，后续终端销售价格有序下降带来用气量（收入）提升，北京华盛工业用气占比 92%，弹性极大。另外，我们认为天然气在目前广东、广西方案中的计价方式为按照可替代能源燃料油、液化石油气价格的 85% 进行计价（其中燃料油权重为 60%、液化石油气权重为 40%），我们认为油价下跌以及国家在一次能源中的去煤化的推广或将对整个天然气定价的基准进行下调，将对天然气分销商实现持续利好。另外，公司有望持续在天然气运营、管道等多个方向深耕布局，值得关注！

2、打造互联网金融+环保平台，P2P+PPP 稀缺标的！

与控股股东合资成立天壕普惠，为 PPP 项目插上 P2P 的翅膀！公司和集团合资成立天壕普惠网络科技有限公司，注册资本金 1 亿元，集团出资 49%，上市公司出资 51%。我们不仅仅认为这是天壕在业务拓展中走出的一大步，我们强调这甚至是环保行业在投融资方面的一个重大的突破！与控股股东合资成立天壕普惠，一方面依托控股股东的产业链资源优势 and 自身在节能环保领域良好的项目筛选、风险控制优势实现项目获取，另一方面结合将要组建的金融及互联网技术团队实现资金获取，整合资金方和项目方，实现 EMC/PPP 项目收益权在 P2P 平台上的资产证券化，在节能环保行业上市公司中第一个实现了互联网金融+节能环保平台的打造！标的稀缺，值得市场强烈关注！

如何认识 P2P+PPP 模式？

- 1) 对于 PPP 而言，P2P 融资更加简单快捷有效。我们从一些银行/信托的渠道了解，实质上目前 PPP 融资的渠道并不畅通，基准贷款利率上浮 1-2% 仍然很难拿到资金；而且利用信托融资的便利性很差，需要寻找优先资金和劣后方，时间成本很高，审批速度较慢。而 P2P 通过互联网方便地对接资金方和项目方，且利率上没有劣势——以陆金所为例，32 个月投资项目预期年化收益率为 8.05%，完全可以充当低成本的“过桥”资金的筹措渠道，将交易成本降到最低。
- 2) 天壕的优势在于自身具有良好的项目资源和风险控制能力。公司产业链资源优势 and 自身在节能环保领域良好的项目筛选、风险控制优势实现项目获取，另一方面结合将要组建的金融及互联网技术团队实现资金获取，整合资金方和项目方，实现 EMC/PPP 项目收益权的资产证券化，实现在 P2P 平台的嫁接。公司一流的项目经验使之具备了 EMC/PPP 项目透明化的能力。

投资建议：维持增持评级。暂不考虑收购资产和配套融资对公司业绩影响，预计公司 15~16 年归属母公司股东净利润 1.61/1.81 亿，对应的 EPS 分别为 0.49/0.55 元，PE 为 66/58 倍。若考虑收购北京华盛成功，则 15-16 年公司备考净利润为 2.5/3 亿元，对应估值 50/40 倍。为我们自 3 月 1 日起首发深度报告重点推荐，公司战略得当，布局清晰，内部执行决策效率高；目前公司正处于高速成长阶段，是我们强烈看好的重点品种，第一步先看 200 亿市值！

风险提示：增发收购资产事项进度缓慢，互联网金融业务开展低于预期。