

2016年8月1日

百通能源 (835359.00)

区县级工业园区集中供热服务商

投资要点

百通能源集团有限公司成立于2010年5月，2016年1月挂牌新三板，是专注于为县、区级工业园区提供集中供热的能源企业。

◆ **百通能源迎来业绩高速增长期。**2015年公司子公司赣榆百通顺利实现对新海石化蒸汽供应，由此带来主营业务收入以及净利润的高速增长。2015年公司实现营收1.82亿元，同比增长30.82%，实现净利2263万元，同比增长3374%。

◆ **煤炭是影响公司生产成本的主要因素。**百通能源的生产成本与煤炭价格的走势息息相关，如何避免煤炭价格波动的负面影响是公司必须面对的重要问题。

◆ **国内动力煤库存持续下降推升煤炭价格。**在国家煤炭行业去产能，以及煤炭消费行业需求没有明显减弱的情况下，国内动力煤库存水平持续走低，动力煤期货、现货价格自2016年以来持续走高。

◆ **2016年上半年业绩大幅增长，浮动定价机制助公司锁定利润。**2016年1月至6月公司实现营收1.04亿元至1.07亿元，同比增长20%至24%；实现净利2200万元至2500万元，同比增长100%至127%。公司在2016年上半年煤炭价格出现比较明显增长的情况下，依然能够实现利润的翻倍增长主要得益于公司销售蒸汽的价格与煤炭价格实行浮动定价的机制。该机制有效规避的煤炭价格波动对于公司盈利能力的影响。

◆ **试水“热电联产”项目，寻找全新利润增长点。**百通能源曹县热电联产项目，拟分两期建设3×90t/h高温高压循环流化床锅炉及2×12MW抽背式发电机组汽轮发电机组+2×130t/h高温高压循环流化床锅炉及25MW背压式发电机组汽轮发电机组，总投资约5.8亿元人民币。假设该项目的内部收益率为18.93%，同时保守假设项目投资回收期为10年，那么2017年项目建成后将每年给公司带来1.33亿元的现金流。

◆ **主要客户江苏洋河酒厂股份有限公司业绩增长稳健。**从洋河股份近期披露的财报来看，其盈利增长稳健，营收和利润规模稳居国内白酒行业第三的位置。白酒行业经过近4年的周期性调整，已经走过了因宏观政策变化所带来的矫枉过正阶段，出现探底弱复苏的发展态势。随着洋河股份业绩的持续增长，百通能源未来的盈利水平也会不断提高。

投资建议：2016年公司半年业绩公告显示，百通能源净利润同比大幅增长100%，这主要得益于其服务的工业园区逐步成熟，入驻企业增加；也得益于百通能源采取蒸汽价格定价浮动机制，有效锁定当期盈利。百通能源的第一大客户洋河酒业2015年至今业绩出现回暖，营收和净利均稳步增长，这为百通能源未来业绩增长奠定了坚实基础。更为重要的是，即将投产的曹县热电联产项目会给公司带来可观现金流，公司未来业绩增长空间巨大。我们预测2016年至2018年每股收益分别为0.44元、0.79元和1.43元。给予“买入”评级，参考公司历史估值情况，我们给予百通能源14.52元/股的目标价。

风险提示：宏观经济下行风险，业务地域、客户集中度较高风险。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	139.34	182.28	218.74	262.48	393.72
同比增长(%)	-33.98	30.82	20	20	50
营业利润(百万元)	1.28	28.97	57.94	104.29	187.73
同比增长(%)		2163	100	80	80
净利润(百万元)	0.65	22.63	45.26	81.47	146.64
同比增长(%)	111.97	3374.81	100	80	80
每股收益(元)	0.02	0.36	0.44	0.79	1.43
PE			33	33	33

数据来源: Choice 金融终端 新三板府研究院

投资评级

买入(首次)

2016年底目标价

14.52元

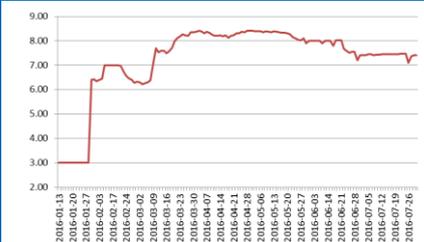
股价(2016年7月28日)

7.40元

交易数据

总市值(百万元)	755
流通市值(百万元)	92.13
总股本(百万股)	102
流通股本(百万股)	12.45
12个月价格区间	3.00-8.42

一年股价表现



资料来源: 新三板府研究院

新三板府研究院

联系电话: 021-80379808

电子邮箱: victor@x3bf.com



敬请关注新三板府微信公众号

目录

1. 百通能源基本概况.....	4
1.1. 专注于县级工业园区集中供热市场.....	4
1.2. 百通能源迎来业绩高速增长期.....	4
2. 通过蒸汽产品浮动定价机制锁定盈利水平.....	5
2.1. 煤炭是影响公司生产成本的主要因素.....	5
2.2. 国家继续加大淘汰煤炭行业过剩产能.....	5
2.3. 2016年上半年全国原煤产量同比下降9.7%.....	6
2.4. 2016年以来国内动力煤消费没有出现明显下降.....	6
2.5. 国内动力煤库存持续下降推升煤炭价格.....	8
2.6. 2016年上半年业绩大幅增长，浮动定价机制助公司锁定利润.....	9
3. 试水“热电联产”项目，寻找全新利润增长点.....	10
3.1. 百通宏达热力（曹县）有限公司热电联产项目即将投产.....	10
3.2. 曹县项目竣工将给公司带来丰厚现金流.....	11
3.3. 国家多项政策利好热电联产项目建设.....	11
4. 与主要客户建立长效合作机制，确保营收持续增长.....	12
4.1. 主要客户江苏洋河酒厂股份有限公司业绩增长稳健.....	12
4.2. 与客户签订长期销售合同，保证营收持续增长.....	13
5. 盈利预测.....	14
6. 风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 百通能源营收和净利润	4
图表 2: 百通能源毛利润增长情况	4
图表 3: 2015 年主要供应商列表	5
图表 4: 全国原煤产量	6
图表 5: 国内火电发电量	6
图表 6: 6000 千瓦以上火电发电厂装机容量	7
图表 7: 火电发电新增设备容量	7
图表 8: 国内月度发电量对比图	7
图表 9: 国内主要港口动力煤库存	8
图表 10: 国内动力煤期现货价格走势	8
图表 11: 国内动力煤期货价格走势	8
图表 12: 百通能源上半年业绩预告	9
图表 13: 生物质热点联产示意图	10
图表 14: 2015 年百通能源对主要客户销售情况	12
图表 15: 洋河股份 2015 年年报主要财务指标	12
图表 16: 洋河股份 2016 年第一季度报告主要财务指标	13
图表 17: 百通能源销售合同一览表	14

1. 百通能源基本概况

1.1. 专注于县级工业园区集中供热市场

百通能源集团有限公司成立于2010年5月，2016年1月挂牌新三板（股票简称：百通能源；股票代码：835359），是专注于为县、区级工业园区提供集中供热的能源企业。

工业集中供热，是由集中热源所产生的蒸汽或热水，通过管网供给工业区或工业企业相对集中区域生产和生活使用的供热方式，它由热源、热网、热用户三部分组成。与集中供热相对应的是分散供热，即每个企业（热力用户）自备锅炉，自产热力。集中供热的锅炉容量大，热效率高，可以达到90%以上；而分散供热的小型锅炉，热效率只有60%左右，或更低。集中供热替代分散供热，综合起来可节约20%-30%的能源，大大提高了能源利用效率。同时，采取集中供热可以减少因燃煤产生的二氧化硫、一氧化氮和烟尘等大气污染物的排放。因而政府积极提倡和推行工业集中供热。

1.2. 百通能源迎来业绩高速增长期

百通能源在经历了2013年和2014年两年的调整期，2015年经营业绩出现了大幅增长。2015年公司子公司赣榆百通顺利实现对新海石化蒸汽供应，由此带来主营业务收入以及净利润的高速增长。2015年公司实现营收1.82亿元，同比增长30.82%，实现净利2263万元，同比增长3374%。

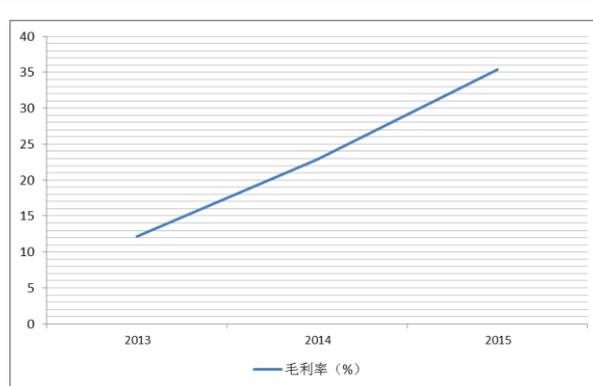
同时，由于园区入驻企业增加，以及公司积极实行成本控制，公司毛利润率快速提高。2015年公司毛利率为35.39%，同比提高12.49个百分点。可以预见，随着百通服务的工业园区的进一步成熟与发展，百通能源的盈利必然进入高速发展阶段。

图表 1：百通能源营收和净利润



资料来源：Choice，新三板府研究院

图表 2：百通能源毛利润增长情况



资料来源：Choice，新三板府研究院

2. 通过蒸汽产品浮动定价机制锁定盈利水平

2.1. 煤炭是影响公司生产成本的主要因素

图表 3：2015 年主要供应商列表

单位：元

序号	供应商名称	采购金额	年度采购占比	是否存在关联关系
1	南昌嘉煌贸易有限公司	74,114,417.57	71.56%	否
2	江苏国信生物质发电有限公司	15,013,951.19	14.50%	否
3	绿洲物流股份有限公司	3,834,068.92	3.70%	否
4	江苏省电力公司泗阳县供电公司	3,221,642.75	3.11%	否
5	江苏省电力公司赣榆县供电公司	1,169,005.50	1.13%	否
合计		97,353,085.93	94.00%	-

资料来源：百通能源 2015 年年度报告

百通能源作为一家集中供热企业，其日常生产经营的主要原料为蒸汽、煤炭、水和电能等。根据公司 2015 年的主要供应商列表提供的信息可以断定，对公司生产成本构成重要影响的生产材料应该是煤炭和蒸汽。其中煤炭主要从南昌嘉煌贸易有限公司采购，而蒸汽主要从江苏国信生物质发电有限公司采购。

从采购的金额来看，煤炭采购占年度采购的比例高达 71%，从生物质发电厂采购蒸汽的费用占 14.5%。而当前生物质发电主要采用的是“生物质间接混合燃烧发电”工艺流程，即将生物质气化以后输送至锅炉与煤炭混合燃烧后发电。所以，外采蒸汽的价格也受到煤炭价格波动的影响。综合上述分析可知，百通能源的生产成本与煤炭价格的走势息息相关，如何避免煤炭价格波动的负面影响是公司必须面对的重要问题。

2.2. 国家继续加大淘汰煤炭行业过剩产能

2016 年 2 月 5 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称《意见》），为推进结构性改革、抓好去产能任务的决策部署，进一步化解煤炭行业过剩产能、推动煤炭企业实现脱困发展制定出具体的目标。

《意见》明确指出，在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 年至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，有

效化解煤炭行业过剩产能。

根据中国煤炭协会近期对外公布的数据显示，截至 2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中正常生产及改造的产能为 39 亿吨，而新建及扩产的产能为 14.96 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能。

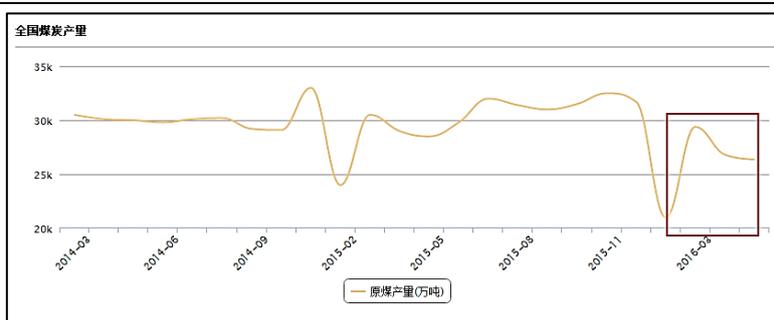
2016 年 7 月 14 日国资委明确表示，2016 年中央企业要压减煤炭产能 3182 万吨。目前，涉煤央企共有 22 家，央企合计拥有在产煤矿 210 个，涉及产能 84574 万吨。按照国资委的要求，中央涉煤央企将在 2 年之内压缩 10%的产能，即 8457 万吨，5 年之内压缩产能 12686 万吨。

2.3. 2016 年上半年全国原煤产量同比下降 9.7%

我国煤炭产量因持续去产能，产量从 2016 年以来出现明显下跌。2016 年 5 月最新统计数据显示，当月全国煤炭产量 2.63 亿吨，较 2015 年 3.1 亿吨的月平均产量下降 15%。

7 月 15 日，国家统计局发布 2016 年 1-6 月份规模以上工业生产主要数据。数据显示 2016 年上半年煤炭产量 16.3 亿吨，同比下降 9.7%，其中 6 月份全国原煤产量 27754 万吨，同比下降 16.6%；全国原煤产量较上月增加 1379 万吨，增长 5.23%，同比降幅较上月增加 1.1 个百分点。

图表 4：全国原煤产量



资料来源：Choice 金融终端

2.4. 2016 年以来国内动力煤消费没有出现明显下降

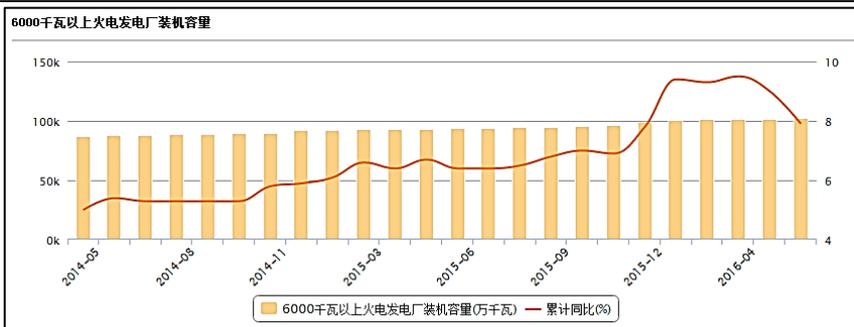
图表 5：国内火电发电量



资料来源：Choice 金融终端

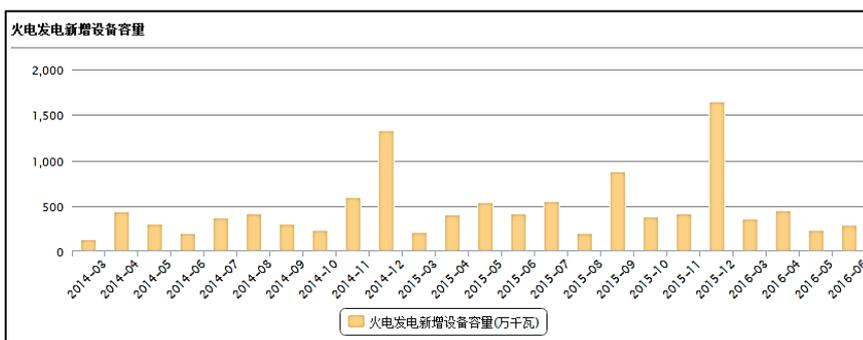
近几年国内火电的发电量波动幅度较大，但 2015 年至 2016 年的月发电量基本是围绕 3500 亿千瓦小时上下波动。

图表 6：6000 千瓦以上火电发电厂装机容量



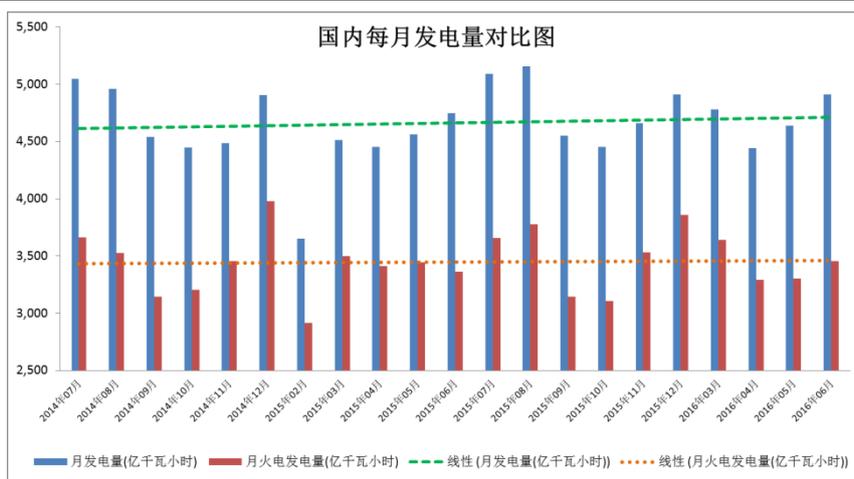
资料来源：Choice 金融终端

图表 7：火电发电新增设备容量



资料来源：Choice 金融终端

图表 8：国内月度发电量对比图

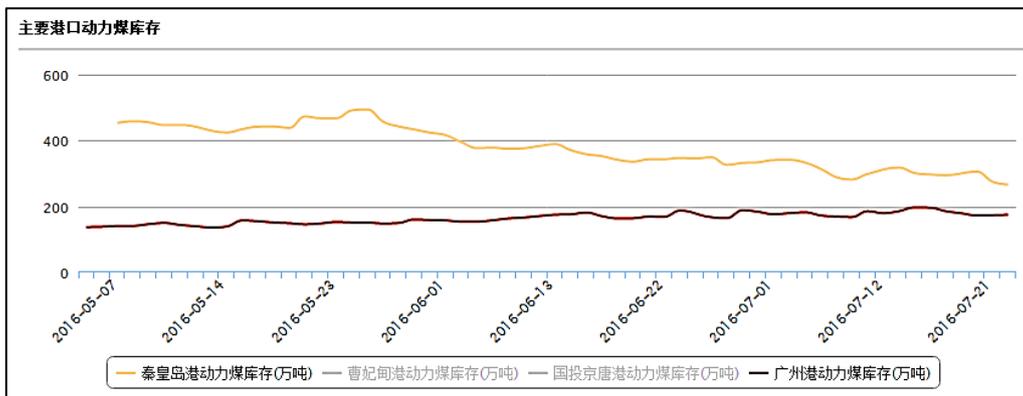


资料来源：Choice 金融终端 新三板府研究院制图

2016 年以来国内 6000 千瓦以上火电发电厂装机容量依然保持平均 9%以上的增速；并且火电发电新增设备容量每月均有增加。所以，从火电厂装机容量增长情况来推断，火电厂对于国内煤炭的消费量应当不会出现减少。

2.5. 国内动力煤库存持续下降推升煤炭价格

图表 9：国内主要港口动力煤库存



资料来源：Choice 金融终端

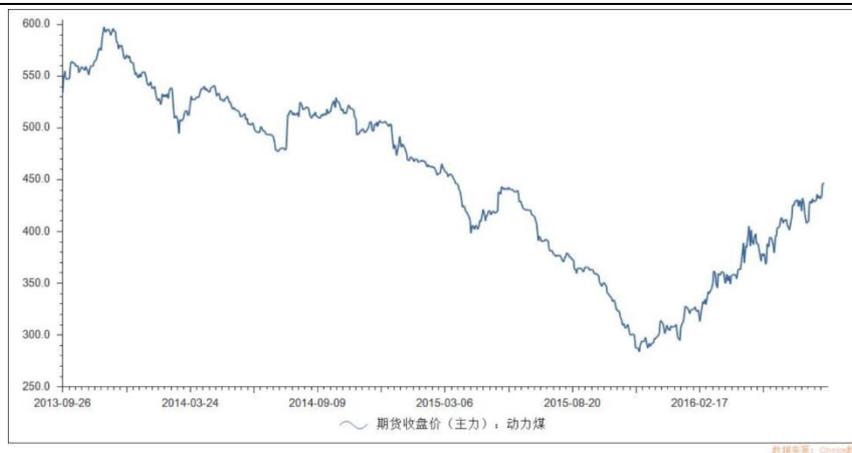
全国主要港口动力煤库存水平持续下降，秦皇岛港口和广州港动力煤总库存由 2016 年 5 月初的 593 万吨，下降至当前的 441 万吨。

图表 10：国内动力煤期现货价格走势



资料来源：Choice 金融终端

图表 11：国内动力煤期货价格走势



资料来源：Choice 金融终端

在国家持续推进煤炭行业去产能，以及煤炭消费行业需求没有明显减弱的情况下，国内动力煤库存水平持续走低，动力煤期货、现货价格自 2016 年以来持续走高。动力煤的期货收盘价格已经从 2016 年年初的 304 元/吨，上涨至 7 月底的 446 元/吨，累计涨幅达 46.7%。

可以预见，如果国家煤炭行业去产能力度不减弱，那么动力煤的价格在下半年会继续上涨，百通能源的生产成本将上升。如果蒸汽价格不上涨，百通能源的利润空间将被压缩。

2.6. 2016 年上半年业绩大幅增长，浮动定价机制助公司锁定利润

图表 12：百通能源上半年业绩预告

科目	预测期间	上年同期	增长比例
营业收入（万元）	10,400-10,700	8,621.01	20.64%-24.12%
归属于挂牌公司股东的净利润（万元）	2,200-2,500	1,096.54	100.63%-127.99%

资料来源：百通能源 2016 年半年度业绩预告

2016 年 7 月 19 日百通能源公布了 2016 年上半年度业绩预告：2016 年 1 月至 6 月公司实现营收 1.04 亿元至 1.07 亿元，同比增长 20%至 24%；实现净利 2200 万元至 2500 万元，同比增长 100%至 127%。公司在业绩公告中表示，上半年净利润大幅增长主要是因为，工业园区用汽客户的增加，以及良好的成本控制措施。

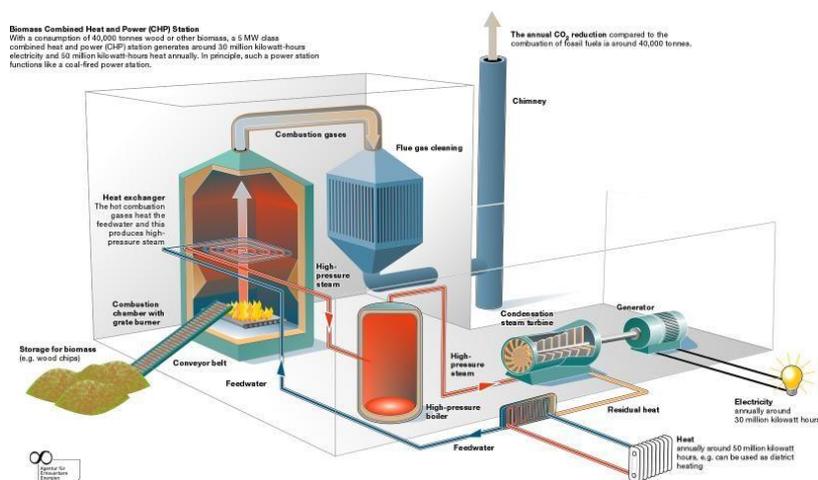
事实上，公司在 2016 年上半年煤炭价格出现比较明显增长的情况下，依然能够实现利润的翻倍增长主要得益于公司销售蒸汽的价格与煤炭价格实行浮动定价的机制，公司与下游客户定期（按月度、季度或者年度）调整蒸汽的销售价格。通过浮动定价机制，公司有效规避了煤炭价格大幅波动带来的影响，锁定了盈利水平。同时，能够与下游客户签署浮动定价机制，也说明了公司在产品的销售端具有较强的议价能力和产品定价权。

3. 试水“热电联产”项目，寻找全新利润增长点

3.1. 百通宏达热力（曹县）有限公司热电联产项目即将投产

曹县热电联产项目所在地位于山东省曹县经济开发区，项目占地约 200 亩，拟分两期建设 3×90t/h 高温高压循环流化床锅炉及 2×12MW 抽背式发电机组汽轮发电机组+2×130t/h 高温高压循环流化床锅炉及 25MW 背压式发电机组汽轮发电机组，总投资约 5.8 亿元人民币。项目核准工作正在进行中，一期工程计划 2016 年开始建设，2017 年建成投产。

图表 13：生物质热电联产示意图



资料来源：新三板府研究院

热电联产是指发电厂既生产电能又利用汽轮机发电机做功的蒸汽对用户供热的生产方式。与热电分产相比，热电联产具有很多优点：一是降低能源消耗，二是提高空气质量，三是补充电源，四是节约城市用地，五是提高供热质量，六是便于综合利用，七是改善城市形象，八是减少安全事故。

另外热电厂由于锅炉容量大、除尘效果好、烟囱高、热电联产还可实现炉内脱硫除硝，相比于小锅炉、火电厂，其环境效益和社会效益非常巨大。

百通能源曹县热电联产项目的一期，由 3×90t/h 高温高压循环流化床锅炉及 2×12MW 抽背式发电机组汽轮发电机组组成。抽汽背压式汽轮机是从汽轮机的中间级抽取部分蒸汽，供需要较高压力等级的热用户，同时保持一定背压的排汽，供需要较低压力等级的热用户使用的汽轮机。这种机组的经济性与背压式机组相似，设计工况下的经济性较好，但对负荷变化的适应性差。

国家能源局称，背压式发电机组为目前热电联产的主力机型。背压式发电机组通过热负荷来调整发电负荷，其发电量随外界蒸汽需求量多少而变化，气轮机进多少汽，机组就排出多少汽，即“以热定电”。背压机组的背压就是汽轮机的排汽绝对压力，即从喷嘴进高压力的新蒸汽，冲动汽轮机叶轮做功，做功后的高压力新蒸汽就变成了低压力的尾汽，再将尾汽供给需热用户。背压汽轮机和纯凝

汽机组的区别在于消除了凝汽器的冷源损失，期间能量损耗较火电纯凝汽机组少，蒸汽利用充分。并且背压机组的热力循环效率可高达 80%-90%，远高于目前国内的大型超超临界机组 40%左右的热效率，有利于降低发电煤耗，有效节约能源，故而得以广泛应用。

3.2. 曹县项目竣工将给公司带来丰厚现金流

日前业内龙头企业长青集团（002616）定增 6.2 亿元用于在满城建立其第一个热电联产项目。据悉该项目为长青集团最大的热电联产项目，项目规划容量 5×260t/h 高温高压循环流化床锅炉（4 用 1 备）+4×30MW 背压式汽轮机+4×35MW 发电机组，年耗煤量约 45 万吨，燃烧废纸浆 31 万吨；工程动态总投资 9.2 亿元，项目财务内部收益率(税后)为 18.93%，投资回收期 6.97 年(税后)。据此推算，项目建成后每年会给长青集团带来 2.48 亿元的现金流。

百通能源在曹县的项目总投资额为 5.8 亿元，假设该项目的内部收益率也为 18.93%，同时保守假设项目投资回收期为 10 年，那么 2017 年项目建成后将每年给公司带来 1.33 亿元的现金流。

3.3. 国家多项政策利好热电联产项目建设

2014 年 11 月 18 日，国务院发布《关于发布政府核准的投资项目目录（2014 年本）的通知》（国发[2014]53 号，以下简称《目录》），将水电站的核准下放至地方政府，其中抽凝式燃煤热电项目由省级政府在国家依据总量控制制定的建设规划内核准，业内认为这是热电联产行业发展的利好消息。

2013 年 5 月 15 日，国务院发布《关于取消和下放一批行政审批项目等事项的决定》（国发[2013]19 号），将企业投资燃煤背压热电项目核准下放至省级投资主管部门，此次《目录》又将水电站交由地方政府核准，这对于整个热电行业特别是背压式热电机组而言，都有积极的推动作用。

虽然热电联产机组尤其是背压式热电联产机组节能减排效果较好，但因项目审批程序繁冗，我国热电联产行业长期以来无法得到快速发展，上述政策的推出有利于加快热电联产项目的审批，推动项目的建设。

此外，《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014—2020 年）》（以下简称《计划》）、《西部地区鼓励类产业目录》、《大气污染防治行动计划》等文件中，均提出要发展热电联产机组。《计划》还提出到 2020 年，燃煤热电机组装机容量占煤电总装机容量比重力争达到 28%；在符合条件的大中型城市，适度建设大型热电机组，鼓励建设背压式热电机组；在中小型城市和热负荷集中的工业园区，优先建设背压式热电机组。

4. 与主要客户建立长效合作机制，确保营收持续增长

4.1. 主要客户江苏洋河酒厂股份有限公司业绩增长稳健

2015 年百通能源年报显示，公司对江苏洋河酒厂股份有限公司以及江苏双沟酒业股份有限公司的销售额占公司年度总销售量的 65.70%。2011 年江苏洋河酒厂股份有限公司完成了对江苏双沟酒业股份有限公司的收购，江苏双沟酒业股份有限公司成为洋河酒厂的全资子公司。所以，江苏洋河酒厂股份有限公司的盈利、开工情况会对百通能源的盈利情况构成直接而重大的影响。

图表 14：2015 年百通能源对主要客户销售情况

单位：元

序号	客户名称	销售金额	年度销售占比	是否存在关联关系
1	江苏洋河酒厂股份有限公司	77,292,481.24	42.40%	否
	江苏双沟酒业股份有限公司	42,469,549.89	23.30%	否
	小计	119,762,031.13	65.70%	-
2	江苏善俊清洁能源有限公司	12,015,812.06	6.59%	否
3	江苏奥立比亚纺织有限公司	9,355,395.85	5.13%	否
4	泗阳众联纺织科技有限公司	7,207,084.52	3.95%	否
5	江苏好彩头食品有限公司	6,297,610.61	3.45%	否
合计		154,637,934.17	84.82%	-

注：江苏双沟酒业股份有限公司受江苏洋河酒厂股份有限公司控制，故合并计算。

资料来源：百通能源 2015 年度报告

图表 15：洋河股份 2015 年年报主要财务指标

	2015 年	2014 年	本年比上年增减	2013 年
营业收入（元）	16,052,444,099.28	14,672,214,730.18	9.41%	15,023,624,944.56
归属于上市公司股东的净利润（元）	5,365,185,534.99	4,507,497,244.21	19.03%	5,002,071,835.86
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	4,915,933,247.98	4,467,875,727.45	10.03%	4,987,990,458.76
经营活动产生的现金流量净额（元）	5,836,355,328.67	2,711,804,132.16	115.22%	3,180,013,940.28
基本每股收益（元/股）	3.56	2.99	19.06%	3.32
稀释每股收益（元/股）	3.56	2.99	19.06%	3.32
加权平均净资产收益率	25.37%	24.53%	0.84%	31.44%
	2015 年末	2014 年末	本年末比上年末增减	2013 年末
总资产（元）	33,860,320,967.06	28,757,723,213.55	17.74%	28,218,443,261.61
归属于上市公司股东的净资产（元）	22,937,096,378.95	19,724,734,071.54	16.29%	17,389,065,779.30

资料来源：洋河股份 2015 年度报告

江苏洋河酒厂股份有限公司为**主板上市公司**，其股票简称**洋河股份**（股票代码：002304）。洋河股份 2015 年年报显示，2015 年洋河股份实现营收 160.52 亿元，同比增长 9.41%，实现净利润 53.65 亿元，同比增长 19.03%。

图表 16：洋河股份 2016 年第一季度报告主要财务指标

	本报告期	上年同期	本报告期比上年同期增减
营业收入（元）	6,843,010,210.81	6,259,682,602.64	9.32%
归属于上市公司股东的净利润（元）	2,456,001,858.67	2,227,129,508.74	10.28%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	2,416,921,869.38	2,212,411,071.84	9.24%
经营活动产生的现金流量净额（元）	2,516,108,669.27	2,597,805,566.91	-3.14%
基本每股收益（元/股）	1.63	1.48	10.14%
稀释每股收益（元/股）	1.63	1.48	10.14%
加权平均净资产收益率	10.16%	10.69%	-0.53%
	本报告期末	上年度末	本报告期末比上年度末增减
总资产（元）	35,595,195,570.39	33,860,320,967.06	5.12%
归属于上市公司股东的净资产（元）	25,393,102,636.68	22,937,096,378.95	10.71%

资料来源：洋河股份 2016 年第一季度报告

而洋河股份 2016 年第一季度报告披露的财务数据也表明洋河股份整体业绩增长情况良好：报告期内实现营收 68.43 亿元，同比增长 9.32%，实现净利润 24.56 亿元，同比增长 10.28%。从洋河股份近期披露的财报来看，其盈利增长稳健，营收和利润规模稳居国内白酒行业第三的位置；从国内白酒行业整体发展来看，行业经过近 4 年的周期性调整，已经走过了因宏观政策变化所带来的矫枉过正阶段，出现探底弱复苏的发展态势，中低速平稳增长成为行业发展新常态。所以，随着洋河股份业绩的持续增长，百通能源未来的盈利水平也会不断提高。

4.2. 与客户签订长期销售合同，保证营收持续增长

根据公司公开转让说明书提供的销售合同信息可知，百通能源与洋河酒厂等主要客户都签署了 10 至 15 年的销售合同，故公司的营收和利润的持续性都得到很好的保障。

图表 17: 百通能源销售合同一览表

序号	合同名称	履约主体	客户名称	签订日期	合同内容	合同期限	履行情况
1	蒸汽供应合同	江苏百通	江苏双沟酒业股份有限公司	2011.02	蒸汽	10年	履行完毕, 参见下述“合同4”
2	供用汽合同书	泗阳百通	江苏洋河酒厂股份有限公司	2012.07	蒸汽	10年	报告期内分别履行12,580.95万元、8,372.16万元、4,444.95万元, 目前仍在履行。
3	蒸汽供应合同	赣榆百通	江苏善俊清洁能源科技有限公司	2012.07	蒸汽	10年	报告期内分别履行384.17万元、241.35万元、0万元, 目前已不再履行。(注1)
4	蒸汽供应合同	泗洪百通	江苏双沟酒业股份有限公司	2013.08	蒸汽	15年	报告期内分别履行3,628.20万元、3,145.29万元、2,498.24万元, 目前仍在履行。
5	供用汽合同	泗阳百通	泗阳众联纺织科技有限公司	2014.02	蒸汽	10年	2014年度履行358.19万元、2015年1-6月履行304.05万元, 目前仍在履行。
6	供用汽合同	泗阳百通	江苏好彩头食品有限公司	2014.04	蒸汽	10年	2015年1-6月履行263.43万元, 目前仍在履行。
7	供用汽合同	泗阳百通	泗阳丝纤维制品厂有限公司	2014.10	蒸汽	3年	2015年1-6月履行149.81万元, 目前仍在履行。

资料来源: 公开转让说明书

5. 盈利预测

2016年公司半年业绩公告显示, 百通能源净利润同比大幅增长100%, 这主要得益于其服务的工业园区逐步成熟, 入驻企业增加; 也得益于百通能源采取蒸汽价格定价浮动机制, 有效锁定当期盈利。百通能源的第一大客户洋河酒业2015年至今业绩出现回暖, 营收和净利均稳步增长, 这为百通能源未来业绩增长奠定了坚实基础。更为重要的是, 即将投产的曹县热电联产项目会给公司带来可观现金流, 公司未来业绩增长空间巨大。

我们假设2016至2018年公司净利润增长率分别为100%、80%和80%, 则2016年至2018年公司预计分别盈利4526万元、8147万元和14664万元。公司当前PE(TTM)为33, 我们假设公司PE在2016年不发生变化, 则2016年底目标价格为14.52元。该股最新成交价格7.40元/股, 故我们给予买入评级。

6. 风险提示

公司主营业务为集中供热，为下游工业客户提供热能服务，公司的收入来源主要是为客户提供的蒸汽产品销售收入，客户的用汽热量、用汽热稳定性是影响公司盈利能力的重要因素。如果宏观经济下滑，一方面会影响客户开工率，间接影响公司热能供应量；另一方面会提高客户生产用热波动性，间接影响公司供热单位成本及毛利。因此，宏观经济下滑风险是公司当前及以后面临的重要风险之一。

2015 年报告期内，公司主营业务收入区域主要集中在长三角地区的江苏省，该地区经济较为发达、能源需求量较大，而且地方政府对环保政策的执行时间较早，落实力度较大，为公司工业园区集中供热业务的前期快速发展创造了较大的市场空间。公司对江苏省内赣榆、泗洪、泗阳的客户实现的销售收入占当期主营业务收入的比重为 100%，区域总额占比较大，未来长三角地区经济和市场环境一旦发生重大不利变化，将给公司的主营业务收入带来一定的不利影响。

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上。

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动。

分析机构声明

新三板府研究院对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

免责声明：

本报告仅供新三板府研究院（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律法规许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“新三板府研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新三板府研究院对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负全部责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引致的任何直接或间接损失概不负责。

新三板府研究院

地址：上海市静安区常德路 800 号（800 秀）6 号楼 5 楼

电话：021-80379808

网址：www.x3bf.com