

## 公用事业

2017年04月18日

## 中国天楹 (000035)

——业绩低于预期，期待固废产业链综合布局发力

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年04月17日

收盘价(元)	7.83
一年内最高/最低(元)	13.47/6.22
市净率	1.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	6355
上证指数/深证成指	3222.17 / 10450.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	5.79
资产负债率%	65.62
总股本/流通A股(百万)	1239/812
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《2017 环保预算出台，大气、监测、水将作为年度主线——环保政策专题研究报告之八》 2017/04/17

《环保一季报总体增速较快，最严环保督查落地大幅提升地方环保需求——环保行业 2017 年重点公司一季报前瞻》 2017/04/17

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
董宜安 A0230516050001  
dongya@swsresearch.com

## 研究支持

高蕾 A0230116070004  
qaolei@swsresearch.com

## 联系人

王璐  
(8621)23297818x7618  
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- 公司公布 2016 年年报。报告期，公司营业收入和归母净利润分别为 9.81 亿元和 2.12 亿元，收入同比增长 18.79%，归母净利润同比下滑 7.22%，低于预期的净利润 2.85 亿元。

## 投资要点：

- 建设项目稳步增长，运营项目如期落地，营收同比增长 18.79%。报告期，辽源项目投运，垃圾处理量 290 万吨，上网发电量 6.2 亿千瓦时，同比增长 20%，最终实现运营收入 5.28 亿，增长 13.06%。此外，订单增加，环保工程实现 4.47 亿营收，同比增长 26.26%。人员增加，环保要求趋严，新项目投运等造成运营业务毛利下滑。报告期运营类项目人工、原材料和折旧摊销分别增长 39%、26%、23%，成本增速高于收入增速，毛利率下滑 7.29 个百分点。海外业务布局生产大量管理费用，加之借款增加，财务负担加重，实际业绩低于预期。报告期公司管理费用增加 2790 万，同比增长 33.59%；财务费用增加 3112 万元，同比增长 36.33%，最终归母净利润同比下滑 7.22%，低于预期的 2.85 亿元净利润。
- 焚烧主业支撑增长，填埋气及餐厨垃圾布局有待发力。报告期公司当前有七个在运行项目，10 个在建及筹建项目，据本次年报披露，延吉、莒南、太和项目将于 17 年投运（合计处理能力 2700 吨/日）当前处理能力 6400 吨/日，提升比例近 42%。2016 年 9 月 23 日，公司又中标重庆市铜梁区生活垃圾焚烧发电 BOT 项目。公司横向积极探索新兴业务，从垃圾处理多元化发展角度出发，涉足餐厨垃圾领域、填埋气发电领域，报告期内先后签约鹿邑、长春双阳、云梦县等多个填埋气项目以及滨州市、海安市的餐厨废弃物无害化处理项目，实现了公司在新能源领域的突破，为公司提供新晋增长点。公司纵向延伸产业链。12 月签订南通市生活垃圾分类收集服务合同书，向垃圾处理上游产业链延伸，邯郸环卫项目标志正式涉足环卫业务。
- 牵手中节能设立并购基金，积极拓展海外业务。1) 公司与中节能环保集团控股的中节能华禹基金发起成立并购基金，募集不超过 62 亿元。其中，公司作为劣后级有限合伙人认缴人民币 8.5 亿元，其余由华禹基金认缴（不少于 50 亿）。16 年 12 月，华禹基金间接控制 Firion Investments, S. L. U. 已完成 Urbaser, S. A. 100% 股权收购，交易价格区间 11.64 亿欧元至 13.99 亿欧元。2) 公司及其全资子公司江苏天楹与 TarheTe jaratSadid 签署协议，拟在伊朗设立合资公司，从事生活垃圾焚烧发电、建筑垃圾处置、垃圾分类收运、餐饮垃圾处理、危废处理、医疗垃圾处理、废水处理等。其中公司持 80% 股权，江苏天楹持 10% 股权；TTS 无需出资，占 10% 股权。公司积极向海外拓展，扩大市场空间的同时，海外项目的设备采购需求将与公司主业形成协同。
- 投资评级与估值：考虑 16 年年报业绩及披露 17 年投运计划，我们下调公司 17-18 年净利润为 3.03 亿、3.8 亿（原为 3.63 亿元、4.39 亿元），给出 19 年净利润 4.04 亿，对应 EPS 分别为 0.24、0.31、0.33 元/股，2017 年 PE 为 33 倍，低于环保行业平均水平。公司专注于垃圾焚烧发电产业链，在手项目储备丰富，内生增长优异确定性高，维持“买入”评级。

## 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	825	981	1,173	1,356	1,413
同比增长率(%)	49.83	18.79	19.63	15.60	4.20
净利润(百万元)	228	212	303	380	404
同比增长率(%)	30.39	-7.22	43.11	25.41	6.32
每股收益(元/股)	0.18	0.17	0.24	0.31	0.33
毛利率(%)	49.5	44.8	45.0	45.2	45.0
ROE(%)	12.3	10.3	12.8	13.8	12.8
市盈率	21	13	33	25	24

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 (单位: 百万元, 元/股)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	250	551	825	980	1173	1356	1413
二、营业总成本	173	364	596	789	870	962	991
其中: 营业成本	92	266	417	541	645	743	778
营业税金及附加	1	4	8	16	19	22	23
销售费用	1	1	1	1	2	2	2
管理费用	32	50	83	111	133	154	160
财务费用	48	40	86	117	72	42	28
资产减值损失	-1	4	1	4	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	12	4	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	77	187	241	195	303	394	422
加: 营业外收入	10	8	30	56	56	56	56
减: 营业外支出	0	1	1	0	0	0	0
四、利润总额	87	194	270	250	359	450	478
减: 所得税	5	19	42	39	55	69	74
五、净利润	82	175	228	212	303	380	404
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	82	175	228	212	303	380	404
六、基本每股收益	5.99	0.35	0.37	0.17	0.85	1.07	1.13
全面摊薄每股收益	0.07	0.14	0.18	0.17	0.24	0.31	0.33

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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。