



产能释放在即，技术优势构筑盈利壁垒

——中国天楹（000035）调研快报

2014年07月30日

中性/首次

中国天楹

内部报告

关注 1：产能提升助推业绩增长

公司未来三年连续有新电厂投产。目前公司垃圾发电项目已运营 4 个，分别为启东项目、如东项目、海安项目及连江项目，日焚烧处理能力合计 2750 吨/日。2014 年将投产三个项目，分别是滨州项目、辽源项目和海安二期，新增日处理能力 1850 吨/日，总处理能力达到 4600 吨/日；2015 年投产牡丹江项目和如东三期，新增日处理能力 1200 吨/日，总处理能力达到 6600 吨/日；2016 年延吉电厂投产，新增日处理量 800 吨/日，总处理量达到 7400 吨/日。由于产能不断扩张，公司未来三年的营业收入保持高速增长。

关注 2：技术优势明显，设备销售有望成为增长第二极

公司已掌握生活垃圾焚烧炉（炉排炉）、烟气、渗滤液、飞灰等全焚烧处理系统技术，是国内少数具有垃圾焚烧全产业链优势的企业，能够为垃圾发电提供整体解决方案。公司已获得生活垃圾处理领域的 72 项实用新型专利，目前除了汽轮机是外购之外，其他各重要设备均由公司自己研发生产。最近三年公司的毛利率为 65% 左右，设备自主生产也是公司毛利率高于行业平均水平的重要原因。公司将利用设备技术领先的优势做大设备销售业务，计划将来能够为公司稳定贡献 1/3 利润。

关注 3：外延式并购是公司主要的扩张方式

据我们了解，目前集团和上市公司正准备成立并购基金，其中上市公司成立的基金规模为 10 亿元，集团成立的基金规模为 50 亿元，上市公司和集团将分别收购有机会的项目来做大做强，而集团收购的项目将在合适的时机注入上市公司。

总结：

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 0.81、1.03 元、1.11 元，PE 40.6、31.6、29.5 倍。而目前垃圾发电行业平均估值水平为 14 年 20-25 倍，公司估值高于行业平均水平，加之上市后公司需要进一步理顺公司治理与股权关系，我们认为短期公司股价上涨的难度较大，首次给予公司“中性”的评级。

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060003

刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480513050002

交易数据

52 周股价区间（元）	11.16-12.25
总市值（亿元）	63.29
流通市值（亿元）	21.09
总股本/流通 A 股（万股）	56710/18895
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.41

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	173	10	567	692	792	营业收入	96	41	376	498	561
货币资金	1	10	223	226	256	营业成本	24	36	172	229	267
应收账款	0	0	10	14	15	营业税金及附加	0	0	2	2	2
其他应收款	0	0	1	2	2	营业费用	0	0	1	2	2
预付款项	0	0	2	4	7	管理费用	27	9	32	42	48
存货	0	0	94	125	146	财务费用	-2	0	-2	-5	-5
其他流动资产	172	0	235	320	364	资产减值损失	23.23	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	135	0	46	127	233	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	96	0	0	0	0	投资净收益	24.44	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	0.00	0.01	-113.99	-161.19	-157.07	营业利润	48	-5	171	228	247
无形资产	5	0	0	0	0	营业外收入	0.16	1136.13	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	684.18	0.00	2.00	2.00	2.00
资产总计	308	10	613	818	1026	利润总额	-636	1132	177	234	253
流动负债合计	1623	-2	87	119	144	所得税	0	0	23	35	41
短期借款	491	0	0	0	0	净利润	-636	1132	154	199	213
应付账款	331	0	71	94	110	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	13	0	4	9	14	归属母公司净利润	-636	1132	154	199	213
一年内到期的非	50	0	0	0	0	EBITDA	53	-5	163	214	233
非流动负债合计	543	0	0	0	0	EPS (元)	-3.37	5.99	0.27	0.35	0.38
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	2166	-2	87	119	144	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	1634.27%	-57.33%	819.63%	32.23%	12.72%
实收资本(或股	189	189	567	567	567	营业利润增长	-265.50%	-109.55%	-3844.77%	32.73%	8.62%
资本公积	47	786	786	786	786	归属于母公司净利	-86.36%	28.60%	-86.36%	28.60%	7.13%
未分配利润	-2111	-980	-842	-672	-491	获利能力					
归属母公司股东	-1858	12	530	702	885	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	308	10	616	822	1029	净利率(%)	-663.28%	2765.07%	41.02%	39.90%	37.92%
现金流量表						总资产净利润(%)	-206.58%	10836.57%	25.19%	24.26%	20.74%
						ROE(%)	34.23%	9070.55%	29.15%	28.27%	24.03%
经营活动现金流	-395	-107	-109	96	153	偿债能力					
净利润	-636	1132	154	199	213	资产负债率(%)	703%	-19%	14%	15%	14%
折旧摊销	6.81	0.00	0.00	-8.80	-8.92	流动比率	0.11	(5.13)	6.54	5.79	5.51
财务费用	-2	0	-2	-5	-5	速动比率	0.11	(5.13)	5.45	4.74	4.49
应收账款减少	0	0	-10	-3	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4	5	6	总资产周转率	0.20	0.26	1.20	0.69	0.61
投资活动现金流	396	106	-40	-72	-98	应收账款周转率	14	#DIV/0!	73	42	39
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	0.28	0.25	10.62	6.04	5.51
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	24	0	0	0	0	每股收益(最新摊	-3.37	5.99	0.27	0.35	0.38
筹资活动现金流	0	10	365	-21	-25	每股净现金流(最新	0.00	0.05	0.38	0.00	0.05
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	-9.83	0.07	0.93	1.24	1.56
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	39	0	378	0	0	P/E	-3.28	1.85	40.63	31.59	29.49
资本公积增加	-39	739	0	0	0	P/B	-1.12	167.52	11.84	8.93	7.09
现金净增加额	1	9	216	2	31	EV/EBITDA	49.94	-440.36	37.09	28.22	25.77

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张鹏

金融学硕士，2011年进入东兴证券研究所，电力及公用事业行业研究员。

重点覆盖公司：

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st科健、四环药业等。

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st科健、四环药业等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。