

中国天楹(000035)调研报告

专业的垃圾焚烧处理商, 打造第二业绩增长极

投资要点

- **事件:** 近期, 我们调研了中国天楹, 就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **调研结论:** 我们认为公司在手的垃圾焚烧项目规模稳步扩展且项目盈利能力较强。除垃圾焚烧以外, 公司将打造环保工程(设备销售)这一新的收入增长极。外延式扩张方面, 公司资金充足, 外延式扩张态度积极。我们建议持续跟踪公司的项目投运进展, 产业链延伸及跨领域扩张的进度。
- **垃圾焚烧在手项目陆续投产, 处理能力将逐渐释放。** 2014年滨州一期、辽源一期、海安三期项目约1850吨/日预计年底投产, 2015年如东三期(800吨/日)预计投产, 2016年延吉和牡丹江项目一期(1600吨/日)有望投产, 各个项目的二期工程将滚动开工。公司目前在手项目稳步推进, 处理能力逐步释放, 新项目投产后, 若政府的垃圾清运端运作良好, 运量有保障, 则项目短期内将达到满产水平。垃圾焚烧领域上公司的发展计划是“2-2-2”, 即每年新建2个、运营2个、筹建2个垃圾焚烧项目, 我们认为随着处理能力的提升和新项目的开工, 公司业绩将持续增长。
- **垃圾焚烧项目盈利能力较强, 技术水平优异。** 公司的垃圾焚烧项目毛利率在60%以上, 盈利能力较强。我们认为这与公司垃圾焚烧业务不含前端垃圾转运成本, 自产设备, 不需添加燃料导致发电成本较低等有关。同时, 公司在南通地区垃圾焚烧市场分额高, 主要的三个项目垃圾处理费较高, 盈利能力良好。技术方面, 公司拥有丰富的运营经验(2013年底日处理能力为2750吨/日), 自主研发的三段式顺推垃圾焚烧炉排炉技术投资维护成本较低, 我们认为公司项目核心设备均为自主研发生产, 将有利于进一步提升项目的盈利能力。
- **新增环保工程业务, 打造业绩增长第二极。** 公司着力打造环保工程业务, 目前主要进行设备的销售, 2013年已取得设备销售订单3笔(4708.6万元), 现有的设备产能为10套, 后续根据市场需求将有望继续扩产。公司环保工程建设的发展计划是实现净利润占比达约1/3, 未来环保工程业务将有望成为公司第二业绩增长极。
- **外延式扩张态度积极, 是公司未来发展的关注重点。** 公司主营业务为垃圾焚烧项目的投资、建设和运营, 今年借壳中科健上市后, 融资渠道更为丰富, 配套的6亿元募集资金也有望年底到位。公司未来有望以固废为重点持续展开外延式扩张, 我们认为: 1) 公司收购垃圾焚烧项目以及在产业链上下游进行扩张的可能性较高, 如在上游清运、下游资源化利用方面均有拓展可能。2) 除了垃圾焚烧, 公司向餐厨、污泥、危废处理等领域上也具备拓展的可能性。我们认为公司外延式扩张态度积极, 资金充沛, 将是公司发展的关注重点。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2014-2016年EPS分别为0.30元、0.38元、0.50元, 对应动态市盈率分别为39倍、31倍和23倍。给予公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 竞争加剧致毛利率下滑; 项目进展低于预期; 并购低于预期。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	40.92	371.14	552.47	756.51
增长率	-57.33%	806.93%	48.86%	36.93%
归属母公司净利润(百万元)	1131.55	171.49	215.56	285.09
增长率	277.90%	-84.84%	25.69%	32.26%
每股收益EPS(元)	2.00	0.30	0.38	0.50
净资产收益率ROE	9070.55%	93.22%	53.95%	41.64%
PE	5.89	38.89	30.94	23.39
PB	534.60	36.25	16.69	9.74

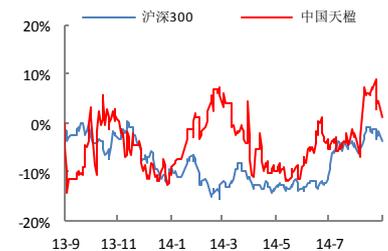
数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王恭哲
执业证号: S1250513060003
电话: 010-57631225
邮箱: wgz@swsc.com.cn

研究助理: 王颖婷
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	5.67
流通A股(亿股)	1.89
52周内股价区间(元)	9.96-12.66
总市值(亿元)	66.69
总资产(亿元)	22.32
每股净资产(元)	1.68

相关研究

表 1：公司项目一览

序号	项目名称	日处理能力 (吨/日)	经营 模式	特许经营 区域	签订时间	特许经营 期限	垃圾处理费	备注
1	启东项目	一期	BOO	江苏省南通市启东市、海门市	2006年11月	36年	启东市 96元/吨； 海门市 100元/吨	已建
		二期						
2	如东项目	一期	BOT	江苏省南通市如东县、通州市	2009年2月	30年	83.60 元/吨	已建
		二期						
3	海安项目 (一期)	500	BOO	江苏省南通市海安县	2008年10月	36年	垃圾供应量小于400吨/天，单价90元/吨；垃圾供应量大于400吨/天，小于等于600吨/天时，400吨以内部分按上条计算，超出部分78元/吨；垃圾供应量大于600吨/天时，超出部分60元/吨	已建
4	连江项目 (一期)	500	BOT	福建省福州市连江县	2011年1月	30年	57.6 元/吨	已建
5	辽源项目	一期	BOO	吉林省辽源市、东辽县	2011年6月	36年	52 元/吨	年内预计投产
		二期						400
6	滨州项目	一期	BOT	山东省滨州市	2011年12月	30年	50.8 元/吨	年内预计投产
		二期						400
7	延吉项目	1200(一期800吨/日，二期400吨/日)	BOT	吉林省延吉市	2012年6月	30年	58 元/吨	一期预计16年投产
8	牡丹江项目	1200(一期800吨/日，二期400吨/日)	BOO	黑龙江省牡丹江市	2013年10月	30年	60 元/吨	一期预计16年投产
9	海安二期 (二期)	250	BOO	江苏省南通市海安县	-	-	-	年内预计投产
10	连江项目 (二期)	500	BOT	福建省福州市连江县	-	-	-	筹建
11	如东三期	800	BOO	江苏省南通市如东县	-	-	-	预计2015年投产

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：设备销售订单

购货单位	中标日期	金额(万元)
蓬莱蔚阳余热发电有限公司	2013年7月20日	860
蓬莱蔚阳余热发电有限公司	2013年7月20日	3180
厦门市环境能源投资发展有限公司	2013年9月18日	668.6
合计		4708.6

数据来源：公司公告，西南证券

表 3: 财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	12.31	55.67	82.87	113.48	营业收入	40.92	371.14	552.47	756.51
应收和预付款项	0.15	115.61	126.02	142.57	减:营业成本	36.24	161.09	252.82	355.91
存货	0.00	58.70	65.00	72.00	营业税金及附加	0.09	1.61	3.00	4.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	0.00	0.64	1.50	3.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	9.32	33.40	49.72	68.09
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-0.15	0.54	5.73	4.01
固定资产和在建工程	0.01	298.91	597.81	881.71	资产减值损失	0.00	1.10	1.10	1.10
无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	12.47	528.89	871.69	1209.76	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	68.99	240.06	48.62	营业利润	-4.58	172.76	238.60	320.40
应付和预收款项	0.00	275.93	232.11	476.51	加:其他非经营损益	1136.13	29.00	15.00	15.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	1131.55	201.76	253.60	335.40
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	减:所得税	0.00	30.26	38.04	50.31
负债合计	0.00	344.92	472.16	525.14	净利润	1131.55	171.49	215.56	285.09
股本	188.95	567.10	567.10	567.10	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	786.20	408.05	408.05	408.05	归属母公司股东净利润	1131.55	171.49	215.56	285.09
留存收益	-962.68	-791.19	-575.63	-290.54	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	12.47	183.97	399.53	684.62	经营性现金净流	-103.91	250.26	149.11	513.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流	106.13	-275.35	-287.25	-287.25
股东权益合计	12.47	183.97	399.53	684.62	筹资性现金净流	10.00	68.45	165.34	-195.45
负债和股东权益合计	12.47	528.89	871.69	1209.76	现金流量净额	12.23	43.36	27.20	30.61

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn