

中国天楹 (000035)

强烈推荐

行业：环保

垃圾焚烧运营稳健增长，设备销售和建筑垃圾回收利用带来新弹性

公司半年报公告，15年半年实现收入 2.71 亿元 (+57.52%)，归属于母公司股东净利润 0.67 亿 (+10.36%)。同时，公司近期公告与泰国签订 9430 万设备工程总承包合同，与河南省民权县签订 1000 吨/天的垃圾焚烧 BOT 项目。

投资要点：

◇ **收入增长符合预期，三费大幅上升导致利润释放略低于预期。**公司 15 年上半年运营收入 2.12 亿 (+69.6%)，毛利率 62.25%，环保工程设备收入 0.57 亿 (26.7%)，毛利率 38.04%。公司上半年管理费用增长 185.15%，营业费用增长 115.56%，财务费用增长 76.42%，主要由于市场拓展力度的加大、并购的执行以及在建项目转运营后利息资本化的结束。短期三费的提高对当期利润的释放产生影响，但我们持续看好公司业绩的兑现。

◇ **垃圾焚烧在手项目保障未来几年稳健增长，全国布局点位持续扩大带来新的市场开拓空间。**公司 15 年上半年新投运如东三期 (800t/D)、海安三期 (250t/D)、滨州一期(800t/D)项目，正式投运产能已达到 5600 吨，加上目前已经完工的辽源一期项目，15 年将达到 6400t/D 的产能。公司今年新签太和、蒲城、民权共计 2900 吨/天的产能，累计待实施的项目已达到 7200 吨/天产能，保障未来几年业绩稳定增长。截止目前，公司已经在江苏、福建、吉林、黑龙江、山东、安徽、陕西、河南布点，未来有望持续在已经开发的地区拓展业务。

◇ **垃圾焚烧设备扩产，设备销售业务有望大幅增长。**公司积极开拓垃圾焚烧成套设备的对外销售业务，当前已实现产能 15 套，现目前正在扩大产能并且开始自动化生产。公司的设备全部国产化、采用自动控制系统、二次污染控制达标，目前已经分别在泰国和江都获取订单，我们看好其在海外市场和国内三四线城市的突破。

◇ **进军建筑垃圾再生利用蓝海市场。**建筑垃圾再生利用项目已经主体完工，开始试运行，现目前主要生产再生骨料，近期将产生附加值更高的再生微粉，该项目盈利模式清晰，主要通过卖再生产品产生收入。考虑到我国建筑垃圾体量比较大以及公司的先发优势，我们看好公司在建筑垃圾再生利用市场的拓展。

◇ **公司垃圾焚烧业务稳健+新业务拓展+外延并购，维持强烈推荐评级。**我们预计 15~17 年 EPS0.46、0.63、0.85 元，考虑到公司未来新签项目的可能性、新业务拓展预期以及外延并购的持续推进，给予 16 年 35 倍 PE，目标价 22，维持强烈推荐评级。

◇ **风险提示：**项目进展低于预期、市场开拓低于预期、新业务拓展低于预期

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：罗文

S0960114120011

0755-82026951

luowen@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 22

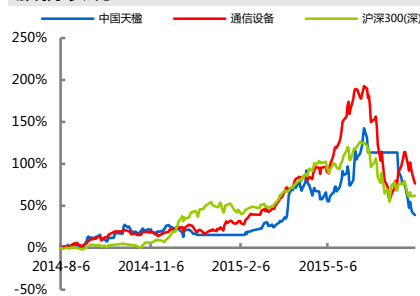
当前股价： 16.60

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	619
流通股本(百万股)	189
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	31
成交量(百万股)	14.23
成交额(百万元)	226.62

股价表现



相关报告

《全国布局+新业务拓展，开启成长空间》2015-06-02

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	551	969	1247	1562
收入同比(%)	121%	76%	29%	25%
归属母公司净利润	175	286	390	524
净利润同比(%)	114%	63%	36%	35%
毛利率(%)	51.8%	52.4%	51.7%	51.2%
ROE(%)	10.8%	15.0%	17.0%	18.6%
每股收益(元)	0.28	0.46	0.63	0.85
P/E	58.74	35.97	26.39	19.60
P/B	6.34	5.39	4.47	3.64
EV/EBITDA	39	22	16	13

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	864	1206	1830	2562
现金	369	590	1063	1656
应收账款	104	184	237	296
其它应收款	19	33	42	53
预付账款	81	140	183	231
存货	45	78	102	129
其他	247	181	204	197
非流动资产	2408	2656	2823	2883
长期投资	0	0	0	0
固定资产	721	1377	1766	1982
无形资产	655	630	605	580
其他	1032	649	452	322
资产总计	3272	3862	4653	5445
流动负债	926	1051	1194	1360
短期借款	163	150	150	150
应付账款	290	503	657	830
其他	473	398	387	380
非流动负债	724	903	1162	1263
长期借款	675	875	1125	1225
其他	49	28	37	38
负债合计	1650	1954	2356	2623
少数股东权益	0	0	0	0
股本	619	619	619	619
资本公积	944	944	944	944
留存收益	322	345	734	1259
归属母公司股东权益	1622	1908	2298	2822
负债和股东权益	3272	3862	4653	5445

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	73	641	704	916
净利润	175	286	390	524
折旧摊销	54	129	191	237
财务费用	40	78	81	73
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-197	166	30	77
其它	2	-18	13	5
投资活动现金流	-764	-400	-350	-300
资本支出	637	400	350	300
长期投资	-160	0	0	0
其他	-288	-0	-0	-0
筹资活动现金流	738	-20	119	-23
短期借款	42	-13	0	0
长期借款	204	200	250	100
普通股增加	382	0	0	0
资本公积增加	441	0	0	0
其他	-331	-206	-131	-123
现金净增加额	47	221	473	593

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	551	969	1247	1562
营业成本	266	461	603	762
营业税金及附加	4	7	9	11
营业费用	1	10	10	9
管理费用	50	107	125	141
财务费用	40	78	81	73
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	187	303	416	562
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	194	311	423	570
所得税	19	25	34	46
净利润	175	286	390	524
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	175	286	390	524
EBITDA	281	510	687	872
EPS (元)	0.28	0.46	0.63	0.85

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	120.5%	75.9%	28.7%	25.2%
营业利润	143.7%	62.2%	37.4%	35.2%
归属于母公司净利润	114.3%	63.3%	36.3%	34.6%
获利能力				
毛利率	51.8%	52.4%	51.7%	51.2%
净利率	31.8%	29.5%	31.2%	33.6%
ROE	10.8%	15.0%	17.0%	18.6%
ROIC	8.3%	13.7%	17.1%	22.0%
偿债能力				
资产负债率	50.4%	50.6%	50.6%	48.2%
净负债比率	70.68%	62.70%	60.49%	56.23%
流动比率	0.93	1.15	1.53	1.88
速动比率	0.88	1.07	1.45	1.79
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.27	0.29	0.31
应收账款周转率	7	6	6	6
应付账款周转率	1.20	1.16	1.04	1.02
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.46	0.63	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	1.04	1.14	1.48
每股净资产(最新摊薄)	2.62	3.08	3.71	4.56
估值比率				
P/E	58.74	35.97	26.39	19.60
P/B	6.34	5.39	4.47	3.64
EV/EBITDA	39	22	16	13

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

罗文,中国中投证券环保分析师,中山大学岭南学院金融学士,香港中文大学工商管理学院金融硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434