

中国天楹 (300262)

强烈推荐

行业：终端设备

费用率影响净利润释放，长期估值仍具优势

公司公告，15年前三季度实现收入4.6亿，同比增长61.31%，实现扣非净利润1.17亿，同比增长18.97%，并预告2015年全年增长26.85~43.99%。

投资要点：

◇ **费用率持续攀升导致利润释放低于预期，明年一季度有望缓解。**公司前三季度管理费用、财务费用、销售费用分别为5702万(+197.14%)、6343万(121.19%)和89万(+155.13%)，三费大幅攀升导致业绩释放低于预期，目前三费率已经分别高达12.4%、13.8%、0.19%。其中，管理费用主要是新投产项目和平湖项目并购引起的人员工资及办公费用的增加，我们认为后期随着新项目运营成熟以及并购项目的理顺，费用率将得到缓解。财务费用攀升主要原因为新项目投运后利息停止资本化和并购贷款利息，后期随着资金回流以及定增的落实缓解资金压力，进而降低财务费用。根据对新投运项目和资金的判断，我们认为费用率的缓解有望在明年一季度开始显现。

◇ **后期垃圾焚烧运营业务平稳发展，而焚烧设备销售、新领域为主要看点。**
(1) 公司垃圾焚烧运营产能已达到6400吨/天，而累计待实施项目达7200吨/天，是未来主要的确定性增长点。(2) 公司定增扩产垃圾焚烧设备销售，主要面向国内三四线城市和国外市场，我们认为明年该项业务有望加速发展。(3) 公司凭借原有业务的客户渠道优势，积极探索并且有望切入的领域较多，包含建筑垃圾处理、垃圾清运、餐厨垃圾处理等，每项业务一旦做成都有较大的扩容空间。最先落实的建筑垃圾再生利用项目在南通试点，目前处于投运调试阶段。

◇ **我们持续看好公司基本面，长期估值仍具优势。**长期来看，我们持续看好公司的基本面，主要基于其垃圾焚烧运营业务的平稳发展、未来新业务、新领域的兑现以及后期费用率的控制。我们预计15~17年EPS0.39、0.50、0.71元，对应PE分别为37、29、20倍，暂时给予16年35倍PE，对应目标价17.5元。

◇ **风险提示：**项目进展不及预期、政策风险、审批风险、资金风险

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	551	884	1110	1425
收入同比(%)	121%	60%	26%	28%
归属母公司净利润	175	242	312	441
净利润同比(%)	114%	38%	29%	41%
毛利率(%)	51.8%	52.7%	51.7%	51.5%
ROE(%)	10.8%	13.0%	14.3%	16.8%
每股收益(元)	0.28	0.39	0.50	0.71
P/E	51.20	37.07	28.70	20.33
P/B	5.52	4.81	4.12	3.42

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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：17.5

当前股价：14.47

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	619
流通股本(百万股)	404
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	58
成交量(百万股)	11.49
成交额(百万元)	164.07

股价表现



相关报告

《中国天楹：全国布局+新业务拓展，开启成长空间》2015-06-02

《中国天楹：垃圾焚烧运营稳健增长，设备销售和建筑垃圾回收利用带》

2015-08-05

EV/EBITDA 35 20 15 12

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	1186	1632	2480
现金	369	442	717	1368
应收账款	104	335	421	540
其它应收款	19	30	37	48
预付账款	81	127	163	210
存货	45	71	91	117
其他	247	181	204	197
非流动资产	2408	2751	2909	2865
长期投资	0	0	0	0
固定资产	721	1472	1852	1963
无形资产	655	630	605	580
其他	1032	649	452	322
资产总计	3272	3937	4541	5345
流动负债	926	1070	1103	1265
短期借款	163	227	150	150
应付账款	290	456	584	754
其他	473	387	369	361
非流动负债	724	1003	1262	1463
长期借款	675	975	1225	1425
其他	49	28	37	38
负债合计	1650	2073	2365	2728
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	301	613	1054
归属母公司股东权益	1622	1864	2176	2617
负债和股东权益	3272	3937	4541	5345

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	73	425	605	799
净利润	175	242	312	441
折旧摊销	54	133	200	241
财务费用	40	88	102	97
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-197	-28	-25	11
其它	2	-10	15	8

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	551	884	1110	1425
营业成本	266	418	536	692
营业税金及附加	4	7	8	11
营业费用	1	3	2	1
管理费用	50	106	122	142
财务费用	40	88	102	97
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	258	335	477
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	194	266	343	484
所得税	19	24	31	44
净利润	175	242	312	441
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	175	242	312	441
EBITDA	281	479	637	816
EPS (元)	0.28	0.39	0.50	0.71

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	120.5%	60.4%	25.6%	28.4%
营业利润	143.7%	38.0%	30.2%	42.1%
归属于母公司净利润	114.3%	38.1%	29.2%	41.2%
获利能力				
毛利率	51.8%	52.7%	51.7%	51.5%
净利率	31.8%	27.4%	28.1%	30.9%
ROE	10.8%	13.0%	14.3%	16.8%
ROIC	8.3%	11.1%	13.3%	17.8%
偿债能力				
资产负债率	50.4%	52.7%	52.1%	51.0%
净负债比率	70.68%	67.65%	64.48%	61.41%
流动比率	0.93	1.11	1.48	1.96
速动比率	0.88	1.04	1.40	1.87
营运能力				

投资活动现金流	-764	-500	-350	-200	总资产周转率	0.21	0.25	0.26	0.29
资本支出	637	500	350	200	应收账款周转率	7	4	3	3
长期投资	-160	0	0	0	应付账款周转率	1.20	1.12	1.03	1.03
其他	-288	-0	-0	-0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	738	148	21	53	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.39	0.50	0.71
短期借款	42	64	-77	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.69	0.98	1.29
长期借款	204	300	250	200	每股净资产(最新摊薄)	2.62	3.01	3.51	4.23
普通股增加	382	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	441	0	0	0	P/E	51.20	37.07	28.70	20.33
其他	-331	-216	-152	-147	P/B	5.52	4.81	4.12	3.42
现金净增加额	47	73	275	651	EV/EBITDA	35	20	15	12

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,中国中投证券环保行业分析师,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