

中国天楹 ( 000035 )

强烈推荐

行业：环保

## 基本面稳健上行，员工持股显信心

公司公布年报，15 年实现营收 8.25 亿( +49.83% )，归属于母公司股东净利润 2.28 亿( +30.39% )，符合市场预期。利润分配上，公司拟每 10 股转增 10 股。同时，公司发布员工持股计划、非公开发行预案修订以及参与海外环保企业收购竞标一系列公告。

### 投资要点：

◇ **年报业绩符合预期，新运营产能投运和工程设备业绩释放带来主要增长，毛利率下滑 2.3%，费用率提升 4%。**公司 15 年实现营业收入 8.25 亿。其中，垃圾焚烧运营 4.67 亿( +71.12% )，增长主要来源于在手 1850 吨/天产能投运以及并购深圳 1000 吨/天产能，工程设备 3.53 亿( +27.19% )，主要来源于设备销售的增长。垃圾焚烧发电毛利率为 56.48%，下滑 8.62%，工程设备毛利率为 39.02%，基本与上年持平。三费上，受到市场开拓、新事业部成立以及新项目投运的影响，销售费用增长 126.88%，管理费用增长 66.51%，财务费用增长 115.47%，费用率达到 20.59%，较 14 年上涨约 4%。

◇ **在手 7200 吨/天运营项目持续推进，工程设备开拓海外市场，建筑垃圾、填埋气发电、垃圾清运等新业务持续拓展为后续增长点。**( 1 ) 公司垃圾焚烧运营产能已达到 6400 吨/天( 含 16 年一季度辽源项目 )，而累计待实施项目产能约 7200 吨/天，是未来主要的确定性增长点。此外，公司已在江苏、广东、福建、山东、吉林、黑龙江、安徽、河南、陕西等地拿单，未来五年随着国家垃圾焚烧占比的提高( 30%到 50% )，有望持续拿单。( 2 ) 公司通过非公开发行募集资金扩产垃圾焚烧设备产能，设备对外销售为新增长点，目前已斩获泰国 9430 万项目，后续有望持续开拓东南亚、南亚、西亚市场。( 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，已经落实的有建筑垃圾处理、填埋气发电、垃圾清运，后续有望打开新的发展空间。( 4 ) 此外，公司继收购德国 EEW 公司失手后，近期又参与海外城市废物处理公司的收购竞标。我们认为，并购已经为公司发展旋律之一，后续有望通过并购增厚技术实力和扩大市场份额。

◇ **基本面稳健上行，员工持股彰显发展信心，维持盈利预测，强烈推荐。**公司垃圾焚烧运营、设备工程稳步上行+海外收购加速推进+新业务储备为公司基本面带来上行驱动力，其次此次员工持股计划( 覆盖董监高、核心骨干人员 148 人 ) 的推出彰显未来发展信心，且高送转( 10 转 10 ) 构成短期催化剂。我们预计 16~18 年 EPS0.48、0.66、0.78 元( 摊薄 )，对应 PE 分别为 26、19、16 倍，给予 16 年 35 倍 PE，对应目标价 16.8 元，强烈推荐。

◇ **风险提示：**项目进展不及预期、政策风险、审批风险、资金风险。

### 作者

署名：张镭

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： 16.8

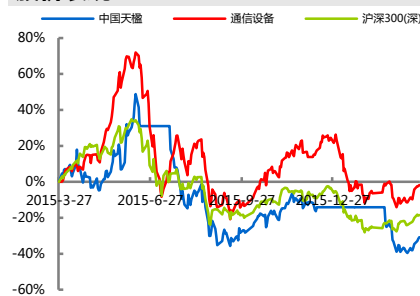
当前股价： 12.58

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)	78
流通市值(亿元)	51
成交量(百万股)	16.54
成交额(百万元)	208.12

### 股价表现



### 相关报告

《中国天楹：费用率影响净利润释放，长期估值仍具优势》2016-03-25

《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

## 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	825	1110	1423	1663
收入同比(%)	50%	34%	28%	17%
归属母公司净利润	228	326	447	534
净利润同比(%)	30%	43%	37%	19%
毛利率(%)	49.5%	51.7%	51.4%	51.0%
ROE(%)	12.3%	14.5%	16.6%	16.5%
每股收益(元)	0.33	0.48	0.66	0.78
P/E	37.65	26.38	19.20	16.09
P/B	4.64	3.84	3.19	2.66
EV/EBITDA	21	16	12	10

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	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	683	2086	2449	3458
现金	284	1463	1662	2606
应收账款	142	162	236	271
其它应收款	11	18	26	30
预付账款	37	149	189	196
存货	70	132	170	181
其他	138	162	167	173
<b>非流动资产</b>	3716	3915	4093	4103
长期投资	5	24	11	13
固定资产	716	1440	1846	2013
无形资产	1797	1740	1677	1615
其他	1198	712	560	462
<b>资产总计</b>	4399	6001	6542	7560
<b>流动负债</b>	981	1926	1780	2048
短期借款	266	150	150	150
应付账款	372	1283	1114	1345
其他	343	494	517	553
<b>非流动负债</b>	1568	1829	2062	2271
长期借款	1289	1589	1839	2039
其他	279	240	223	232
<b>负债合计</b>	2549	3755	3842	4319
少数股东权益	0	0	0	0
股本	619	683	683	683
资本公积	944	944	944	944
留存收益	550	613	1060	1594
归属母公司股东权益	1850	2240	2693	3234
<b>负债和股东权益</b>	4399	5995	6535	7553

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	158	1308	407	1052
净利润	228	326	447	534
折旧摊销	107	133	182	207
财务费用	86	106	94	88
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-258	823	-334	192
其它	-5	-79	17	30
<b>投资活动现金流</b>	-776	-360	-353	-215
资本支出	356	500	350	200
长期投资	155	-128	0	13
其他	-265	12	-3	-2
<b>筹资活动现金流</b>	522	231	144	108
短期借款	103	-116	0	0
长期借款	614	300	250	200
普通股增加	263	64	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-458	-17	-106	-92
<b>现金净增加额</b>	-97	1180	199	944

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	825	1110	1423	1663
营业成本	417	536	692	816
营业税金及附加	8	9	11	13
营业费用	1	2	2	2
管理费用	83	122	157	183
财务费用	86	106	94	88
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	12	6	7	7
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	241	340	472	566
营业外收入	30	19	21	22
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	270	358	492	587
所得税	42	32	44	53
<b>净利润</b>	228	326	447	534
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	228	326	447	534
EBITDA	434	578	748	862
EPS (元)	0.37	0.48	0.66	0.78

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	49.8%	34.5%	28.2%	16.9%
营业利润	29.4%	40.7%	39.0%	20.0%
归属于母公司净利润	30.4%	42.7%	37.4%	19.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	49.5%	51.7%	51.4%	51.0%
净利率	27.6%	29.3%	31.4%	32.1%
ROE	12.3%	14.5%	16.6%	16.5%
ROIC	8.5%	14.7%	15.8%	19.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.9%	62.6%	58.8%	57.2%
净负债比率	67.84%	50.92%	56.63%	55.18%
流动比率	0.70	1.08	1.38	1.69
速动比率	0.62	1.01	1.28	1.60
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.22	0.21	0.23	0.24
应收账款周转率	6	7	6	6
应付账款周转率	1.26	0.65	0.58	0.66
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.48	0.66	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	1.92	0.60	1.54
每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.28	3.94	4.74
<b>估值比率</b>				
P/E	37.65	26.38	19.20	16.09
P/B	4.64	3.84	3.19	2.66
EV/EBITDA	21	16	12	10

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,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

罗文,中国中投证券研究总部环保行业分析师,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。

宣宜昊,北京大学元培学院物理学学士,斯坦福大学工程学院环境工程硕士。

## 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