

研究所
 证券分析师：谭倩 S0350512090002
 tanq@ghzq.com.cn
 证券分析师：杨雪 S0350515040001
 0755-83700205 yangx@ghzq.com.cn

技术品牌奠定优势，固废产业链布局逐步完善

——中国天楹（000035）动态研究

投资要点：

公司在手垃圾发电项目充裕，对未来业绩增长提供保障，我们预计公司 2016 年净利润将达到近 3 亿元，当前市值仅约 72 亿，对应 2016 业绩 PE 仅约 25 倍，具备较高安全边际。公司有望逐步完善固废产业链，通过一带一路布局海外市场。并在外延方面值得期待。

一、在手订单丰富保障未来业绩增长

公司目前主营业务为垃圾焚烧发电，根据公司 2015 年报，公司辽源项目已于 2016 年一季度并网发电，目前已投运的垃圾处理规模为 6800 吨/日，而公司在建与筹建的垃圾发电项目处理能力为 8000 吨/日，将有效保障公司两年增长，假设在手项目于未来三年逐步投产，公司在垃圾处理规模复合增速有望达到 30% 左右水平。

表 1、公司主要在手项目情况

序号	签约时间	项目名称	处理规模（吨/日）	垃圾处置费（元/吨）	区域
已投运项目	2006.11	启东项目	750	启东：96 海门：100	启东市，海门市
	2008.1	海安项目	750	0-400 吨：90 400-600 吨：78 >600 吨：60	南通市海安县
	2009.02	如东项目	1800	83.6	如东县、通州区
	2011.01	连江一期	500	57.6	福州市连江县
	2011.06	辽源项目	1200	52	辽源市、东辽县
	2015.01	滨州一期	800	50.8	滨州市
	2015.02（并购）	平湖项目	1000	128	深圳市龙岗区
总计			6800		
在建、筹建项目	2006.11	启东三期	1200	启东：96 海 门：100	启东市，海门市
	2011.01	连江二期	500	57.6	福州市连江县
	2011.12	滨州二期	400	50.8	滨州市
	2012.06	延吉项目	1200	58	延吉、龙井、图们市
	2013.04	牡丹江项目	1200	60	牡丹江市
	2014.12	莒南项目	600	55	莒南县
	2015.05	太和项目	900	48.8	阜阳太和县

	2015.07	民权项目	1000	-	民权县
	2015.09	蒲城项目	1000	-	蒲城县
总计			8000		

数据来源：公司公告、国海证券研究所

二、品牌技术优势见长，有望获得优质项目

师承海外技术提升品牌与运营效率。公司发展较早期阶段已充分重视先进技术运用，2011年，通过子公司南通天蓝支付160万欧元作为总体技术包费用，引入WATERLEAU炉排炉技术，用于海安、滨州、辽源项目。2015年9月，公司为开发二代技术，进一步花费2227.54万元买断了比利时WATERLEAU公司Energize垃圾转化能源技术，比利时WATERLEAU炉排炉具有世界领先水平，在欧洲国家有大量运用，是世界最先进的焚烧技术之一，公司通过购买技术，拥有了全世界范围内从设计、制造、装配、安装、测试、检验、调试、运行、维护及管理合同产品的专利和技术。公司通过海外技术并购，有助于提升公司品牌知名度，并提升运营效率。

在手项目优质不参与红海竞争，优秀品牌追逐优质项目。公司目前在手垃圾发电项目垃圾处理费基本均集中于50元/吨以上，公司选择项目较为谨慎，而未参与部分三四线城市项目的恶性低价竞争之中，我们认为主要是基于公司具备海外品牌技术优势，在优质项目招标竞争中具备优势，同时也对项目把控较严。目前，国内一二线城市由于人口流入、人均消费提升导致生活垃圾产生量增长，生活垃圾填埋比率提升的大背景下，公司具备国外技术优势，有利于在这些价格敏感性相对弱、处理管控品质要求高的项目中获得青睐。在技术购买完成后，公司有望加速进一步获得优质项目，我们预计，公司有望保持每年获取2-3个垃圾发电项目，中期维持30%以上净利润增长。

三、布局“一带一路”走出去，海外项目具看点

在垃圾发电以及相关设备制造领域，公司除国内项目外，考虑到东南亚地区垃圾处理能力严重不足，在“一带一路”带来的机遇下，公司2015年成立海外事业部，在东南亚、南亚、西亚开展业务。另外，在海外项目承接方面，2015年6月，中国天楹全资项目子公司南通天蓝，与上海和山机电成套有限公司签订《泰国VKE垃圾焚烧发电工程项目设备交钥匙工程总承包合同》，供货设备为一套9.9MW炉排炉式垃圾焚烧凝汽式汽轮发电机组以及所有必要的设备和部分材料构成，总价为9430万元，我们认为，公司已在海外方面进行较充分布局，未来有望进一步获取海外项目。我们认为，东南亚一带一路国家能源缺乏，而在能源缺乏国家，相关能源价格通常较高，具备较高利润空间。公司有望通过布局一带一路，进行设备销售、拓展优质PPP项目可能。

表2、泰国VKE垃圾焚烧发电工程项目设备交钥匙工程总承包合同

合同名称	合同金额（万元）	项目运营方	项目承接方
泰国VKE垃圾焚烧发电工程项目设备交钥匙工程总承包合同	9430	VK Energy and Trading Co., Ltd (泰国投资方投资建设投资建设的垃圾发电厂)	上海和山机电(承接VK Energy and Trading Co., Ltd整个EPC工程项目)

数据来源：公司公告、国海证券研究所

四、依托现有业务，完善固废产业链

根据公司年报，公司2015年成立了填埋气事业部、分类收运事业部、水处理事业部。填埋气事业部已签订了5个项目；分类收运事业部已在苏州、南通等地区推进业务；水处理事业部也已签订了2个项目。公司围绕固废处理上下游，完善布局产业链。根据公司年报，公司未来战略包括围绕垃圾处理无害化、减量化、资源化原则，从

垃圾末端处置向上游的分类、收运、中转和综合环卫方向拓展，进行城市固体废物扁平化整合，如建筑垃圾处理、餐厨垃圾处理、危险废弃物处理等。我们认为公司目前有较多垃圾焚烧发电在手项目，并分布于全国多个地区，为公司开展上下游固废处理一体化提供天然优势，公司有望借助在当地资源，逐步开展诸如餐厨、分类收运等业务，围绕当地项目进行上下游延伸，整合固废一体化处理产业链。

五、尝试海外并购走出去，未来仍值得期待

公司曾拟参与德国可再生能源企业 EEW 并购，但由于与对手竞标价格差距，最终标的以 14.38 亿欧元被北控集团并购，但我们认为，公司曾参与海外大额并购一方面彰显了公司完善固废产业链决心，另一方面公司也累积海外并购经验与完善了人员储备。公司 3 月 25 日公告，已于 3 月 15 日参与了一家海外从事城市废弃物处理的全产业链项目建设及运营的环保企业股权收购竞标，并提交了非约束性报价，公司在 3 月 24 日，收到了关于公司入围收购竞标下一轮竞标流程的相关邮件。另外，公司年报提出，公司将高度关注国内外垃圾处理行业的优质资产，继续将国内外并购作为发展的主旋律，我们认为，公司未来外延扩张与海外并购仍值得期待。

六、当前股价具备安全边际，员工持股待实施、拟继续非公开发行

低估值具备安全边际。我们预计公司今年净利润增速将达到 30% 左右水平，净利润将能达到约 3 亿元，由于前期大盘调整，公司当市值仅约 72 亿，对应 2016 年业绩 PE 仅约 25 倍，低估值具备安全边际。另外公司此前借壳上市时，募集配套资金价格为 11.50 元/股，向民生加银，建信基金募集资金总额接近 6 亿元，公司当前股价约 11.65 元/股，与非公开发行价格接近。

员工持股计划彰显信心。另外，为完善激励机制，公司于 3 月 25 日发布《第一期员工持股计划（草案）》，锁定期为 36 个月，参加本期计划的员工共 148 人，为公司核心与骨干员工，约占公司 2015 年底员工总数的 11.76%，资金总额不超过 10,800 万元，我们认为，公司员工持股计划将有利于完善激励机制，也彰显公司对未来发展信心。

拟继续非公开发行。2015 年曾发布非公开发行预案，拟发行股票募集资金用于垃圾发电建设与偿还贷款，前次非公开发行底价为 14.26 元/股，但受到市场大幅调整影响，公司 2016 年 3 月 25 日撤回前次非公开发行方案，并于同日公告新非公开发行预案，拟非公开发行不超过 6800 万股，募集资金 80,141.20 万元，继续用于电站建设与偿还贷款等，定价基准日为发行期首日，发行价格为不低于定价基准日前二十个交易日均价的百分之九十，公司有望进一步通过非公开发行充裕资金用于项目建设。

七、盈利预测与投资评级

公司垃圾发电业务在手订单丰富，为公司业绩奠定基础，根据我们测算，公司 2015 年底垃圾发电处理规模约 5600 吨/日，根据公司年报披露，辽源项目于 2016 年一季度已并网发电，辽源项目处理规模约为 1200 吨/日，另外伴随公司多项目开工建设，建设期有望为公司贡献业绩。我们预计公司 2016 年净利润有望接近 3 亿元，当前公司市值仅约 72 亿，公司估值较低，具备较高安全边际。同时，公司有望逐步完善固废产业链布局，外延并购方面也值得期待。暂未考虑非公开发行影响，我们预计公司 2016-2018 EPS 有望达到 0.48、0.66、0.91 元，对应当前股价 PE 为 24.36、17.73、12.85 倍，维持公司“增持”评级。

八、风险提示：项目建设进度不及预期，新项目获取低于预期、并购活动低于预期、非公开发行不能顺利完成风险、宏观经济下行风险。

表 3、主要财务指标预测

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	825	1076	1460	1919
增长率(%)	50%	30%	36%	31%
净利润(百万元)	228	296	407	561
增长率(%)	30%	30%	37%	38%
摊薄每股收益(元)	0.64	0.48	0.66	0.91
ROE(%)	12.33%	13.82%	15.99%	18.12%

数据来源：国海证券研究所

盈利预测表 (暂未考虑非公开发行影响)

证券代码:	000035.SZ				股票价格:	11.65	投资评级:	增持		日期:	2016/5/18
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	12%	14%	16%	18%	EPS	0.64	0.48	0.66	0.91		
毛利率	49%	49%	47%	47%	BVPS	5.20	3.46	4.11	5.00		
期间费率	22%	21%	18%	16%	估值						
销售净利率	28%	28%	28%	29%	P/E	18.18	24.36	17.73	12.85		
成长能力					P/B	2.24	3.37	2.84	2.33		
收入增长率	50%	30%	36%	31%	P/S	5.03	6.70	4.94	3.76		
利润增长率	30%	30%	37%	38%							
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.19	0.22	0.26	0.29	营业收入	825	1076	1460	1919		
应收账款周转率	5.15	4.81	6.00	6.54	营业成本	417	552	769	1010		
存货周转率	5.96	5.96	5.96	5.96	营业税金及附加	8	10	14	18		
偿债能力					销售费用	1	2	2	3		
资产负债率	58%	56%	55%	53%	管理费用	83	98	133	175		
流动比	0.70	0.99	0.90	0.92	财务费用	86	107	114	118		
速动比	0.62	0.91	0.81	0.83	其他费用/(-收入)	11	0	0	0		
					营业利润	241	308	427	596		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支	29	43	55	69		
现金及现金等价物	284	649	736	902	利润总额	270	351	482	665		
应收款项	160	224	243	294	所得税费用	42	55	75	103		
存货净额	70	94	131	172	净利润	228	296	407	561		
其他流动资产	169	220	298	392	少数股东损益	0	0	0	0		
流动资产合计	683	1187	1409	1760	归属于母公司净利润	228	296	407	561		
固定资产	716	719	727	730							
在建工程	795	799	801	804	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
无形资产及其他	1797	1797	2338	2878	经营活动现金流	158	453	655	804		
长期股权投资	5	5	5	5	净利润	228	296	407	561		
资产总计	4399	4910	5683	6580	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	266	321	441	506	折旧摊销	105	131	132	151		
应付款项	473	637	889	1166	公允价值变动	12	0	0	0		
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	(187)	(303)	(386)	(463)		
其他流动负债	242	242	242	242	投资活动现金流	(776)	(7)	(10)	(5)		
流动负债合计	981	1200	1571	1914	资本支出	129	(7)	(10)	(5)		
长期借款及应付债券	1289	1289	1289	1289	长期投资	(5)	0	0	0		
其他长期负债	279	279	279	279	其他	(900)	0	0	0		
长期负债合计	1568	1568	1568	1568	筹资活动现金流	983	51	115	58		
负债合计	2549	2768	3139	3482	债务融资	717	55	120	65		
股本	356	619	619	619	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	1850	2143	2544	3098	其它	267	(4)	(5)	(7)		
负债和股东权益总计	4399	4910	5683	6580	现金净增加额	365	497	759	857		

资料来源: 国海证券研究所

【环保与公用事业小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券行业经验，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，杨雪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券股票投资评级标准】

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。