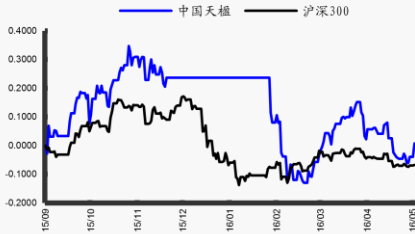


研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
联系方式：0755-83473923 [tanq@ghzq.com.cn](mailto:tanq@ghzq.com.cn)

## 拟成立并购基金，外延扩张有望加速

### ——中国天楹（000035）事件点评



#### 相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
中国天楹	-4.6	-8.9	-34.5
沪深300	-2.8	-4.6	-36.1

#### 市场数据 2016/5/23

当前价格（元）	12.51
52周价格区间（元）	10.5-26.86
总市值（百万）	7747.18
流通市值（百万）	5076.57
总股本（万股）	61927.89
流通股（万股）	40580.08
日均成交额（百万）	215.61
近一月换手（%）	21.86

#### 相关报告

《中国天楹：技术品牌奠定优势，固废产业链布局逐步完善》

《中国天楹：在手项目下安全边际充分，固废产业链布局提供弹性》

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

#### 事件：

公司公告拟成立并购基金，规模不超过50亿，中国天楹作为LP出资8.5亿作为劣后方，合作方华禹基金作为GP出资1000万元作为劣后方。其中，华禹基金出资方包括中节能资本、实际控制人控制的江苏天勤。

#### 点评：

- **坚定并购发展思路。**根据德国商报等媒体报导，公司2016年初曾参与海外EEW竞标，但最终标的以14.38亿欧元被北控集团并购。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，我们认为，并购一直是公司坚定的发展思路。
- **携手中节能，高上限并购基金有望支撑外延。**此次公司成立并购基金，规模上限为50亿，基金规模上限较高，未来弹性较大，具备收购较大项目规模可能。我们认为，并购基金有望支撑外延扩张，公司外延有望加速，公司此次成立并购基金或是为公司海外、国内并购做准备。另外，公司通过并购基金引入中节能，强化了公司资源储备。中节能是大型的从事节能减排、环保业务央企，此次华禹基金出资方包括中节能资本，公司通过引入中节能，未来有望强化战略资源储备，在项目获取，提供资金支持方面都有望加强。
- **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，已投运的垃圾处理能力约为6800吨/日，在建与筹建处理能力为8000吨/日，将有效保障公司未来增长，假设在手项目于未来三年逐步投产，公司垃圾处理规模复合增速有望达到30%左右水平。
- **项目质地优异，未来有望继续获优质项目。**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，未参与恶性低价竞争之中，公司引进海外技术背靠海外品牌Waterleau，在优质项目招标竞争中具备优势，未来有望获得包括一二线城市在内优质项目。我们预计，公司有望保持每年获取2-3个垃圾发电项目，中期内维持30%以上净利润增长。另外公司有望完善一带一路布局走出去，传统主业具备增长看点。

- **依托垃圾发电项目向上下游拓展值得期待。**公司目前垃圾发电项目分布于全国各地，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。
- **低估值具备安全边际，员工持股完善激励机制。**我们预计公司 2016 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，公司当前市值仅约 80 亿，对应 2016 年业绩 PE 仅约 26 倍，低估值具备安全边际。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，资金总额不超过 10,800 万元，有助于完善激励机制。另外，公司拟继续非公开发行。定价基准日为发行期首日，发行价格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。
- **上调评级至“买入”。**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 80 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 26.16、19.04、13.80 倍，考虑到公司设立并购基金，未来外延有望加速，上调公司评级至“买入”。
- **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 1、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（暂未考虑非公开发行业绩贡献与股本摊薄）

证券代码: 000035.SZ 股票价格: 12.51 投资评级: 买入 日期: 2016/5/23

财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
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%	<b>估值</b>				
销售净利率	28%	28%	28%	29%	P/E	19.53	26.16	19.04	13.80
<b>成长能力</b>					P/B	2.41	3.62	3.04	2.50
收入增长率	50%	30%	36%	31%	P/S	5.40	7.20	5.31	4.04
利润增长率	30%	30%	37%	38%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
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
<b>偿债能力</b>					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
					<b>营业利润</b>	<b>241</b>	<b>308</b>	<b>427</b>	<b>596</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	营业外净收支	29	43	55	69
现金及现金等价物	284	649	736	902	<b>利润总额</b>	<b>270</b>	<b>351</b>	<b>482</b>	<b>665</b>
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	<b>净利润</b>	<b>228</b>	<b>296</b>	<b>407</b>	<b>561</b>
其他流动资产	169	220	298	392	少数股东损益	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>683</b>	<b>1187</b>	<b>1409</b>	<b>1760</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>228</b>	<b>296</b>	<b>407</b>	<b>561</b>
固定资产	716	719	727	730					
在建工程	795	799	801	804	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
无形资产及其他	1797	1797	2338	2878	<b>经营活动现金流</b>	<b>158</b>	<b>453</b>	<b>655</b>	<b>804</b>
长期股权投资	5	5	5	5	净利润	228	296	407	561
<b>资产总计</b>	<b>4399</b>	<b>4910</b>	<b>5683</b>	<b>6580</b>	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	<b>投资活动现金流</b>	<b>(776)</b>	<b>(7)</b>	<b>(10)</b>	<b>(5)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>981</b>	<b>1200</b>	<b>1571</b>	<b>1914</b>	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
<b>长期负债合计</b>	<b>1568</b>	<b>1568</b>	<b>1568</b>	<b>1568</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>983</b>	<b>51</b>	<b>115</b>	<b>58</b>
<b>负债合计</b>	<b>2549</b>	<b>2768</b>	<b>3139</b>	<b>3482</b>	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)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4399</b>	<b>4910</b>	<b>5683</b>	<b>6580</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>365</b>	<b>497</b>	<b>759</b>	<b>857</b>

资料来源: 公司数据, 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%。