

2016年08月29日

公司研究

评级：买入（维持）

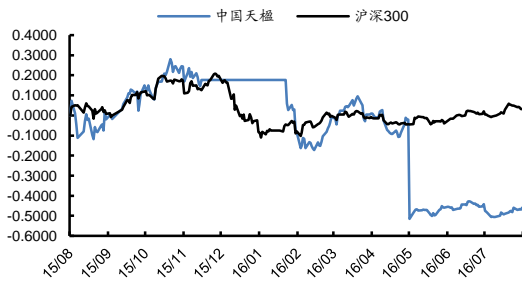
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002  
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn  
联系人： 任春阳 S0350116050011  
0755-83026892 rency@ghzq.com.cn

## 中报符合预期，外延扩张具备看点

### ——中国天楹（000035）2016年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国天楹	-3.0	-44.8	-43.5
沪深300	1.1	7.9	9.3

市场数据

市场数据	2016/08/26
当前价格（元）	7.06
52周价格区间（元）	5.25 - 8.48
总市值（百万）	8744.22
流通市值（百万）	5698.14
总股本（万股）	123855.77
流通股（万股）	80710.16
日均成交额（百万）	103.58
近一月换手（%）	26.64

相关报告

《中国天楹(002479)事件点评：拟成立并购基金，外延扩张有望加速（买入）\*公用事业与环保\*谭倩》——2016-05-24

《中国天楹(000035)动态研究：技术品牌奠定优势，固废产业链布局逐步完善（增持）\*环保与公用事业\*谭倩》——2016-05-19

《中国天楹(000035)动态研究：在手项目下安全边际充分，固废产业链布局提供弹性（增持）\*环保与公用事业\*谭倩》——2016-05-10

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

## 事件：

公司8月27日发布2016半年报，今年上半年公司实现营业收入3.52亿元，同比增长30.01%；归属于上市公司股东净利润7197.55万元，同比增长7.94%，实现基本每股收益0.058元，对此，我们点评如下：

## 投资要点：

### ■ 项目持续推动，带动营收和期间费用稳步增长

公司上半年实现营业收入3.52亿元，同比增长30.01%；归属于上市公司股东净利润7197.55万元，同比增长7.94%，扣非后净利润6988.48万元，同比增长8.06%，主要源于垃圾焚烧发电项目的持续推进。分业务来看，垃圾焚烧发电实现营收2.67亿元，同比增长26.16%，毛利率为55.99%，下降6.26%。环保工程设备实现营收0.82亿元，同比大增43.37%，毛利率达到39.83%。上半年销售费用增长24.95%，主要因为市场拓展力度的加大，管理费用由于新设子公司和事业部，大增54.04%，财务费用因为并购贷款、短融等提高26.52%。

### ■ 在手订单丰富保障未来业绩增长，凭借技术优势获取优质项目

公司目前主营业务为垃圾焚烧发电，目前已投运7个垃圾焚烧发电项目，总处理规模为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，公司垃圾处理规模复合增速有望达到30%左右水平。公司引进海外Waterleau技术，同时加强研发。据中报显示，公司目前已拥有从设计、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诀窍，公司有望凭借技术优势获得包括一二线城市在内的优质项目。另外公司布局一带一路，未来海外项目有望成为新的业绩增长点。

### ■ 依托现有业务上下游拓展，完善固废产业链

公司2015年成立了填埋气事业部、分类收运事业部、水处理事业部开展相关业务。目前已经在鹿邑、长春双阳区、云梦县、南宁武鸣区等地签署填埋气综合利用项目，同时与滨州、海安县等地政府签署餐厨废弃物无害化处理项目；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。公司围绕固废处理进行上下游拓

已发行股份的 1%。

展，不断完善产业链。公司垃圾焚烧发电项目分布于全国各地，有望借助当地资源，逐步围绕当地项目进行上下游产业链的延伸。

■ **具备海外并购经验，携手中节能成立并购基金，外延并购值得期待**

公司曾参与德国企业 EEW 竞标，但最终因价格而失败。公司 2016 年 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，但考虑到标的资产规模和资金金额，公司未进行后续约束性投标，虽然两个海外并购都没有成功，但我们认为公司储备了海外并购的人才，具备相关的经验，同时外延拓展的决心不变，公司的外延并购仍值得期待。同时携手中节能成立不超过 50 亿元的并购基金，公司作为 LP 出资 8.5 亿作为劣后方，并购基金成立有望支撑外延扩张，公司外延持续推进。

■ **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，公司现在市值仅约 87 亿，对应 2016 年业绩 PE 仅约 29 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，4 月 15 日已经过股东大会批准，有望在股东大会通过后的 6 个月内（2016 年 10 月 15 日前）完成购买。另外，公司非公开发行股票仍在推进，目前在等待证监会核准，7.46 亿元募集资金到位后，公司项目建设有望加快。

■ **盈利预测和投资评级：**暂不考虑非公开发行股份对公司业绩的影响，我们预计公司 2016-2018 EPS 有望达到 0.24、0.33、0.45 元，对应当前股价 PE 为 30、22、16 倍，维持买入评级。

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

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	0.24	0.33	0.45
ROE(%)	12.33%	13.82%	15.99%	18.12%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 中国天楹盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	000035.SZ				股价:	7.06	投资评级:	买入	日期:	2016/08/26
<b>财务指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	12%	14%	16%	18%	EPS	0.64	0.24	0.33	0.45	
毛利率	49%	49%	47%	47%	BVPS	5.20	1.73	2.05	2.50	
期间费率	22%	21%	18%	16%	<b>估值</b>					
销售净利率	28%	28%	28%	29%	P/E	11.02	29.55	21.50	15.59	
<b>成长能力</b>					P/B	1.36	4.08	3.44	2.82	
收入增长率	50%	30%	36%	31%	P/S	3.05	8.13	5.99	4.56	
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>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	营业利润	241	308	427	596	
现金及现金等价物	284	649	736	902	营业外净收支	29	43	55	69	
应收款项	160	224	243	294	利润总额	270	351	482	665	
存货净额	70	94	131	172	所得税费用	42	55	75	103	
其他流动资产	169	220	298	392	净利润	228	296	407	561	
<b>流动资产合计</b>	<b>683</b>	<b>1187</b>	<b>1409</b>	<b>1760</b>	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	716	719	727	730	归属于母公司净利润	228	296	407	561	
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	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	
<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	投资活动现金流	(776)	(7)	(10)	(5)	
<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>	筹资活动现金流	983	51	115	58	
<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	1239	1239	1239	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>	现金净增加额	365	497	759	857	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【环保组介绍】

谭倩，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、客观地出具报告。

杨雪，香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，3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。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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、展示或以其他任何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。