

2016年11月1日

公司研究

评级：买入（维持）

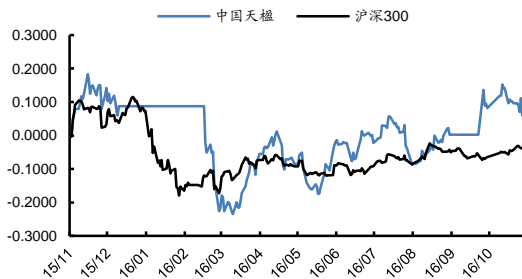
研究所

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

## 业绩平稳增长，外延并购加速

### ——中国天楹（000035）2016年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国天楹	-3.2	11.6	1.7
沪深300	2.6	4.1	-5.6

市场数据

市场数据	2016/10/31
当前价格（元）	7.44
52周价格区间（元）	5.25 - 8.48
总市值（百万）	9264.41
流通市值（百万）	6070.78
总股本（万股）	123855.77
流通股（万股）	81160.16
日均成交额（百万）	104.67
近一月换手（%）	55.15

相关报告

《中国天楹（000035）事件点评：大股东要约收购看好公司发展，设立合资公司海外拓展值得期待》——2016-09-26

《中国天楹（000035）2016年半年报点评：中报符合预期，外延扩张具备看点》——2016-08-29

《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

## 事件：

公司10月31日发布2016三季度报，报告期内，公司实现营业收入5.65亿元，同比增长22.84%；归属于上市公司股东净利润1.35亿元，同比增长11.75%，实现基本每股收益0.1091元，对此，我们点评如下：

## 投资要点：

### ■ 业绩平稳增长，期间费用有所提高

公司前三季度实现营业收入5.65亿元，同比增长22.84%；归属于上市公司股东净利润1.35亿元，同比增长11.75%，扣非后净利润1.30亿元，同比增长11.03%，主要源于垃圾焚烧发电项目的持续推进。前三季度毛利率为50.56%，同比降低4.05%，销售费用率为0.16%，同比上升3.32%，主要因为市场拓展力度的加大；管理费用率为15.14%，同比上升50.12%，主要是由于新设子公司和事业部所致；财务费用率为13.42%，并购贷款、短融等使得其增长19.61%。综合来看，公司的毛利率有所下滑、期间费用有所上升，主要是因为公司新项目的产能爬坡和市场的开拓。我们认为，随着公司更多项目进入运营期，公司的盈利能力将会有所提升。

### ■ 在手订单丰富保障未来业绩增长，上下游拓展完善固废产业链

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8800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超过30%。另外公司布局一带一路，与伊朗TTS设立合资公司，未来一年内至少获取一个1000吨的垃圾发电项目，海外业务新增业绩看点。同时公司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，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，不断完善产业链。同时公司垃圾焚烧发电项目分布于全国各地，有望借助当地政府资源优势，逐步围绕当地项目进行上下游产业链的延伸，逐步开展诸如餐厨、分类收运等业务。

### ■ 实际控制人要约收购，并购基金收购落地，外延拓展加速

《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已发行股份的 1%。

2016年9月23日, 实际控制人及其一致行动人、员工持股计划以 6.84 元/股要约收购二股东(平安创新)等 12.19% 股权, 涉及总金额达 10.33 亿元, 要约收购完成后实际控制人及一致行动人持股 47.14%, 控股地位得到巩固。同时携手中节能成立的并购基金拟收购西班牙最大固废公司 Urbaser 100% 股权, 交易对价 11.64-13.99 亿欧元, 标的公司无论从业绩、品牌、业务、技术等方面都远超上市公司, 从近期公司各种资本运作来看, 并购基金被上市公司的并购有很高的预期, 外延拓展加速。

■ 低估值具备安全边际, 非公开持续推进保障项目落地

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 92 亿, 对应 2016 年业绩 PE 仅约 31 倍, 估值较低。此次要约收购的价格为 6.84 元/股, 公司借壳上市募集配套资金 5.75 元/股, 目前股价 7.44 元, 具备较高的安全边际。同时非公开发行仍在推进, 募集资金到位后, 公司的项目推进有望加快。

■ 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 31、23、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:	7.44	投资评级:	买入	日期:	2016/10/31
<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	11.61	31.14	22.66	16.43	
<b>成长能力</b>					P/B	1.43	4.30	3.62	2.98	
收入增长率	50%	30%	36%	31%	P/S	3.21	8.57	6.32	4.81	
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。

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。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，三年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

## 【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。