

2017年04月18日

公司研究

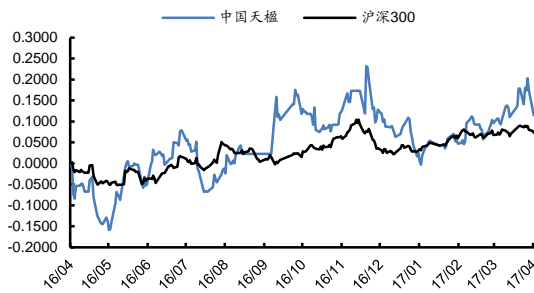
评级：买入（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 任春阳 S0350116050011
0755-83026892 rency@ghzq.com.cn

业绩略低于预期，引进来与走出去具备看点 ——中国天楹（000035）2016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	1.7	8.9	8.0
沪深300	0.5	3.7	7.3

市场数据	2017-04-18
当前价格（元）	7.72
52周价格区间（元）	5.73 - 8.88
总市值（百万）	9561.67
流通市值（百万）	6265.52
总股本（万股）	123855.77
流通股（万股）	81159.56
日均成交额（百万）	99.36
近一月换手（%）	40.25

相关报告

- 《中国天楹（000035）事件点评：首次中标环卫项目，完善固废全产业链》——2016-11-28
- 《中国天楹（000035）2016年三季度报点评：业绩平稳增长，外延并购加速》——2016-11-01
- 《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

事件：

2017年4月16日晚，公司发布年报称：2016年公司实现营业收入9.80亿元，同比增长18.79%，实现归属于上市公司股东的净利润2.12亿元，同比减少7.22%，对此，我们点评如下：

投资要点：

■ 业绩略低于预期，主要受期间费用及增值税影响

2016年公司实现营业收入9.80亿元，同比增长18.79%，实现归属于上市公司股东的净利润2.12亿元，同比减少7.22%，略低于市场预期。主要是因为：1）辽源等新项目处于产能爬坡期，导致公司毛利率下降到44.84%，同比减少4.64个百分点；2）由于海外业务及全产业链的布局，使得管理费用增加2790万元，同比增长33.59%；3）由于并购基金等融资规模的增加使得财务费用增加3112万元，同比增长36.33%；4）由于营改增的会计政策影响，公司的增值税有所增加。

■ 在手订单充足保障业绩高增长，延伸产业链成为城市综合服务运营商

公司目前主营业务为垃圾焚烧发电，目前已投运的7个垃圾焚烧发电项目，总处理规模为6400吨/日，而公司在建与筹建的10个垃圾发电项目处理能力为10650吨/日，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35%，焚烧主业支撑业绩增长。与此同时，公司从末端处置向上游的分类、收运、中转和综合环卫一体化方向发展，延伸固废产业链：1）环卫：郸城县环卫项目（2881.23万元/年）已经投运，签署南通市崇川区生活垃圾分类收集项目；2）填埋气：已投运2个项目，在建与筹建项目10个；3）餐厨垃圾：海安、滨州两个项目筹建；4）静脉产业园：签署通州静脉产业园项目合作协议，项目投资规模12.2亿元，城市综合服务运营商逐步成型。我们认为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，逐步围绕当地垃圾发电项目获取其他固废业务，公司业绩将会有很大提升空间。

■ 携手中节能收购 Urbaser，“引进来”与“走出去”并重

公司携手中节能成立的华禹并购基金已经完成收购西班牙最大固废公

保*谭倩》——2016-05-24

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%。

司 Urbaser 100%股权，交易对价 11.64 亿欧元，Urbaser 是全球知名的环境服务商，拥有垃圾收集、分拣、转运、填埋焚烧、环卫等全产业链，其无论从收入、品牌、业务、技术等方面都远超上市公司。通过引进来 Urbaser，一方面可以带动公司垃圾焚烧设备在海外的销售，另一方面，Urbaser 的技术和经验可以助力公司获取国内环卫等领域订单。同时公司也在积极布局一带一路逐步走出去：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，公司还专门成立了海外事业部，积极开拓东南亚市场，南亚及西亚市场的垃圾焚烧发电项目，“引进来”与“走出去”并重，公司前景值得期待。

■ 实际控制人要约收购，并购基金收购落地，外延拓展加速

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。同时华禹基金已经完成收购 Urbaser 100%股权，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。

■ 股价具备一定安全边际，定增过会保障项目落地

公司要约收购二股东股权的价格为 6.84 元/股，公司借壳上市募集配套资金 5.75 元/股，目前股价 7.72 元，具备一定安全边际。同时非公开发行已经过会，7.46 亿元募集资金到位后，公司的在手项目推进有望加快。

■ **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及股本的影响，我们预计公司 2017-2019EPS 分别为 0.28、0.36、0.45 元，对应当前股价 PE 为 28、22、17 倍，我们看好公司海外市场的拓展以及与 Urbaser 协同拓展国内环卫等领域订单，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、海外市场拓展的不确定性风险、宏观经济下行风险

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	980	1351	1733	2190
增长率(%)	19%	38%	28%	26%
净利润(百万元)	212	343	444	559
增长率(%)	-7%	62%	29%	26%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.28	0.36	0.45
ROE(%)	10.27%	14.30%	15.63%	16.49%

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:	7.72	投资评级:	买入	日期:	2017-04-18
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	10%	14%	16%	16%	EPS	0.17	0.28	0.36	0.45	
毛利率	45%	44%	44%	43%	BVPS	1.66	1.94	2.29	2.74	
期间费率	25%	19%	18%	17%	估值					
销售净利率	22%	25%	26%	26%	P/E	45.18	27.85	21.56	17.11	
成长能力					P/B	4.64	3.98	3.37	2.82	
收入增长率	19%	38%	28%	26%	P/S	9.76	7.08	5.52	4.37	
利润增长率	-7%	62%	29%	26%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.16	0.22	0.25	0.27	营业收入	980	1351	1733	2190	
应收账款周转率	5.31	4.95	6.22	6.80	营业成本	541	756	979	1242	
存货周转率	5.18	5.18	5.18	5.18	营业税金及附加	16	22	28	36	
偿债能力					销售费用	1	2	2	3	
资产负债率	66%	62%	59%	58%	管理费用	111	143	184	232	
流动比	0.37	0.41	0.40	0.49	财务费用	117	92	96	107	
速动比	0.32	0.34	0.32	0.40	其他费用 / (-收入)	0	2	2	2	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	195	337	446	572	
现金及现金等价物	259	144	60	286	营业外净收支	56	69	79	89	
应收款项	185	273	279	322	利润总额	250	406	525	661	
存货净额	104	150	194	246	所得税费用	39	63	81	102	
其他流动资产	241	332	426	538	净利润	212	343	444	559	
流动资产合计	789	899	959	1392	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	1035	1107	1226	1378	归属于母公司净利润	212	343	444	559	
在建工程	1106	1206	1206	1106	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	1746	1746	2288	2829	经营活动现金流	225	527	706	830	
长期股权投资	5	5	5	5	净利润	212	343	444	559	
资产总计	5998	6280	7001	8029	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	698	498	448	648	折旧摊销	126	162	169	199	
应付款项	552	795	1028	1304	公允价值变动	4	4	4	4	
预收帐款	1	1	1	2	营运资金变动	(116)	(468)	(378)	(484)	
其他流动负债	902	902	902	902	投资活动现金流	(1428)	(171)	(119)	(52)	
流动负债合计	2153	2196	2380	2856	资本支出	(630)	(171)	(119)	(52)	
长期借款及应付债券	1042	942	1042	1042	长期投资	(0)	0	0	0	
其他长期负债	741	741	741	741	其他	(798)	0	0	0	
长期负债合计	1783	1683	1783	1783	筹资活动现金流	1088	(305)	44	192	
负债合计	3936	3879	4163	4639	债务融资	185	(300)	50	200	
股本	1239	1239	1239	1239	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	2062	2401	2838	3390	其它	903	(5)	(6)	(8)	
负债和股东权益总计	5998	6280	7001	8029	现金净增加额	(115)	51	631	970	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，6年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

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，3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。