

## 信义山证汇通天下

证券研究报告

环保及水务

中国天楹（000035.SZ）

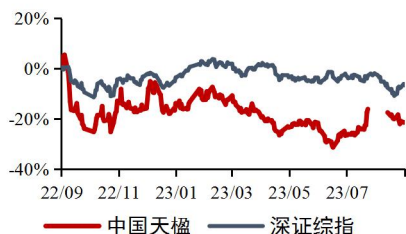
买入-A(首次)

“环保+新能源”双引擎，掌握重力储能核心技术

2023 年 9 月 6 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 9 月 5 日

收盘价（元）：	5.20
年内最高/最低（元）：	7.05/4.21
流通 A 股/总股本（亿）：	24.53/25.24
流通 A 股市值（亿）：	127.57
总市值（亿）：	131.24

基础数据：2023 年 6 月 30 日

基本每股收益：	0.07
摊薄每股收益：	0.07
每股净资产（元）：	4.30
净资产收益率：	1.68

资料来源：最闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

事件描述

➤ **事件：**8 月 31 日，中国天楹发布 2023 年半年报，公司 2023 年上半年实现营业收入 23.9 亿元，同比-4.7%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比+33.1%，公司今年上半年实现毛利率 26.8%，净利率 7.6%。

事件点评

➤ **公司发展“环保+新能源”双引擎，促进“国内+国际”双循环。**公司从事智慧环境服务、再生资源回收利用及零碳环保新能源业务，立足于传统环保行业，以储能为切入点进军新能源产业。由于 2022 年出售 GNG，公司上半年营收和成本同比下降；拓展海外和国内市场，销售费用同比增长 24.4%；人才引进，拓展业务，管理费用同比增长 26.4%。

➤ **公司为环卫行业龙头，具备垃圾焚烧发电核心工艺和全套关键设备的自主设计制造能力。**（1）垃圾焚烧发电业务方面，持续发挥“压舱石”的作用。该业务上半年实现营收 11.3 亿元，同比+24.2%，毛利率为 35.8%，比去年同期+9.3pct。公司投资建设的牡丹江生活垃圾焚烧发电项目成功并网发电，深圳项目、越南河内项目等已运营项目稳定达标运营。2023 年 H1，公司境内外运营（含试运营）的 18 个垃圾焚烧发电项目稳定达标运营，合计实现生活垃圾入库量约 340.55 万吨，同比+43.86%；实现上网电量约 9.44 亿度，同比+48.66%。（2）环保装备制造方面，上半年实现营收 7.5 亿元，同比-35.2%，毛利率为 17.7%，比去年同期+3.3pct。公司积极拓展国际 EPC 市场，获得全球头部企业肯定，7 月与苏伊士集团旗下子公司签订总金额 3462 万欧元合同。（3）城乡综合环境服务方面，上半年实现营收 5.1 亿元，同比+15.9%，毛利率为 21.1%，比去年同期+0.6pct。公司项目年化合同金额超 10 亿元，在手合同总金额突破百亿元。公司技术优势领先，深耕国内及国际市场，是全球唯一构建垃圾焚烧流场模型的企业，拥有全球最大的等离子体实验室和全球首套“飞灰等离子体熔融”系统，并实现产业化；公司拥有全球首条垃圾焚烧装备自动化生产线，能生产世界上单体最大的 850t/d 机械炉排炉。

➤ **掌握重力储能核心技术，当前已开展多个重力储能项目。**重力储能具有建设周期短、度电成本低、平均寿命长、建设环境要求低、安全可靠高等优势。公司于国内率先开发重力储能核心技术并成功研发“100MWh 重力储能成套装备”，实现新型重力储能技术装备创新，真正实现了新型重力储能技术装备的国产化；公司与 EnergyVault 签署《技术许可使用协议》，授权公



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明 1



司在中国区独家使用许可技术建造和运营重力储能系统设施。公司当前已开展多个重力储能项目，例如，2023 年 3 月，公司在乌拉特中旗落地 2GWh 以上重力储能项目及相关装备制造产业，2023 年 6 月与怀来县政府签订 100MWh 重力储能投资协议，2023 年 8 月，签署协议在金塔县境内投资建设 150MW/600MWh 重力储能电站及相关产业项目。公司重力储能项目进展顺利，是公司高质量发展新增长极。

➤ 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 4.9/7.1/9.7 亿元，2023-2025 年 EPS 分别为 0.19\0.28\0.38 元，对应公司 9 月 5 日收盘价 5.20 元，2023-2025 年 PE 分别为 27.1\18.7\13.6 倍，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

### 风险提示

➤ （1）宏观经济波动风险：公司业务遍布全球，很大程度受到全球宏观经济的影响；（2）行业竞争加剧风险：环保行业和储能行业新进入者较多，未来可能竞争加剧；（3）重力储能推进低于预期风险：重力储能尚处于推广初期，具有商业化低于预期的风险；（4）海外项目投资风险：海外政策变化可能影响海外业务进度等。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,593	6,707	6,932	9,255	11,111
YoY(%)	-5.8	-67.4	3.4	33.5	20.1
净利润(百万元)	729	123	487	705	970
YoY(%)	11.5	-83.1	294.5	44.8	37.5
毛利率(%)	14.1	19.6	21.6	22.7	24.4
EPS(摊薄/元)	0.29	0.05	0.19	0.28	0.38
ROE(%)	7.8	1.2	5.0	6.8	8.4
P/E(倍)	18.1	106.9	27.1	18.7	13.6
P/B(倍)	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
净利率(%)	3.5	1.8	7.0	7.6	8.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6777	5960	3735	6143	5305
现金	3876	1958	914	269	1520
应收票据及应收账款	1251	2266	669	3667	1275
预付账款	328	204	346	389	494
存货	496	422	503	714	715
其他流动资产	826	1110	1303	1105	1301
<b>非流动资产</b>	17722	20508	24126	24292	23958
长期投资	296	247	278	310	334
固定资产	2003	1969	2069	2810	3308
无形资产	10948	13444	16498	15652	14806
其他非流动资产	4476	4849	5281	5521	5510
<b>资产总计</b>	24499	26468	27861	30436	29263
<b>流动负债</b>	5650	8431	6941	9573	8345
短期借款	1532	2686	2686	2686	2686
应付票据及应付账款	2560	2989	2606	4754	3885
其他流动负债	1558	2757	1649	2132	1774
<b>非流动负债</b>	7697	7598	7769	6977	6043
长期借款	3796	3130	3301	2509	1575
其他非流动负债	3901	4468	4468	4468	4468
<b>负债合计</b>	13347	16030	14710	16550	14388
少数股东权益	217	147	205	298	396
股本	356	356	2524	2524	2524
资本公积	8300	8300	8300	8300	8300
留存收益	3296	3181	3720	4505	5553
归属母公司股东权益	10935	10291	12946	13588	14479
<b>负债和股东权益</b>	24499	26468	27861	30436	29263

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2525	594	1854	1218	2852
净利润	868	122	546	797	1068
折旧摊销	1870	565	669	726	818
财务费用	622	152	207	172	160
投资损失	-461	332	-66	-62	-64
营运资金变动	-949	-760	484	-429	862
其他经营现金流	575	183	14	14	8
<b>投资活动现金流</b>	4704	-4235	-4236	-844	-428
<b>筹资活动现金流</b>	-6113	1149	1338	-1019	-1173

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.29	0.05	0.19	0.28	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	0.24	0.73	0.48	1.13
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.08	4.27	4.53	4.88

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	20593	6707	6932	9255	11111
营业成本	17683	5392	5436	7152	8395
营业税金及附加	271	48	80	104	120
营业费用	33	46	19	28	40
管理费用	1292	433	390	527	668
研发费用	56	65	30	43	59
财务费用	622	152	207	172	160
资产减值损失	-32	-75	-48	-54	-71
公允价值变动收益	-32	4	-14	-14	-8
投资净收益	461	-332	66	62	64
<b>营业利润</b>	1116	233	774	1222	1654
营业外收入	68	35	100	68	68
营业外支出	24	18	40	37	30
<b>利润总额</b>	1160	250	834	1253	1692
所得税	292	129	288	456	624
<b>税后利润</b>	868	122	546	797	1068
少数股东损益	139	-2	59	92	98
<b>归属母公司净利润</b>	729	123	487	705	970
EBITDA	3225	1093	1704	2196	2692

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-5.8	-67.4	3.4	33.5	20.1
营业利润(%)	-1.3	-79.2	232.5	58.0	35.3
归属于母公司净利润(%)	11.5	-83.1	294.5	44.8	37.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	14.1	19.6	21.6	22.7	24.4
净利率(%)	3.5	1.8	7.0	7.6	8.7
ROE(%)	7.8	1.2	5.0	6.8	8.4
ROIC(%)	4.9	1.2	3.1	4.3	5.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.5	60.6	52.8	54.4	49.2
流动比率	1.2	0.7	0.5	0.6	0.6
速动比率	0.9	0.5	0.3	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	5.6	3.8	4.7	4.3	4.5
应付账款周转率	4.0	1.9	1.9	1.9	1.9
<b>估值比率</b>					
P/E	18.1	106.9	27.1	18.7	13.6
P/B	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.0	21.0	13.8	10.7	7.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

## 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

## 山西证券研究所:

### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

