

2023 年 09 月 15 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

重力储能打通风光储产业链，第二曲线业绩释放在即

—中国天楹（000035.SZ）公司事件点评报告 买入（维持）事件

分析师：宝幼琛 S1050521110002

baoyc@cfsc.com.cn

分析师：任春阳 S1050521110006

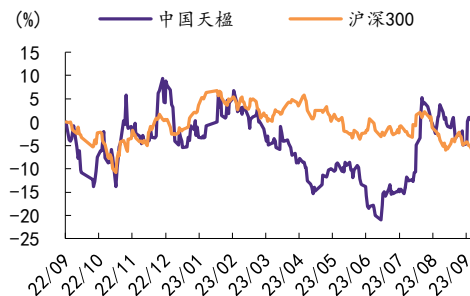
rency@cfsc.com.cn

基本数据

2023-09-15

当前股价（元）	5.33
总市值（亿元）	135
总股本（百万股）	2524
流通股本（百万股）	2453
45 周价格范围（元）	4.23-5.85
日均成交额（百万元）	142

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《中国天楹（000035）：重力储能获国家能源局认可，第二增长曲线开始发力》2023-08-03
- 2、《中国天楹（000035）：环保业务稳中有升，重力储能打造第二增长曲线》2022-09-30
- 3、《华鑫证券*公司报告*中国天楹（000035）动态研究报告：环保业务稳步推进，储能业务蓄势待发*20220629*宝幼琛，任春阳》2022-06-29

公司近期公告：1）科左中旗风光储氢氨一体化产业园示范项目获批；2）2023 年半年度报告，上半年实现营业收入 23.88 亿元（-4.67%），实现归属于上市公司股东的净利润 1.64 亿元（+33.10%）。对此，我们点评如下：

投资要点

■ 以重力储能为入口，打通风光储氢氨产业链

科左中旗风光储氢氨一体化产业园示范项目配套新能源规模 1.3 GW，设计制氢能力 5 万吨/年，用氢场景为配套建设年产 48 万吨合成氨项目，该项目全资子公司内蒙古天楹能源有限公司持股 80%，通辽市新通能源发展有限公司持股 20%。是公司去年与通辽市人民政府等共同签署《战略合作框架协议》（打造通辽千万千瓦级风光储氢氨一体化零碳产业园，其中风光总共 10GW，重力储能 2GWH，绿氢 5 万吨/年，绿氨 30 万吨/年）后落地的首期项目，后续项目值得期待。

随着公司重力储能成套装备成功入选国家能源局第三批能源领域首台（套）重大技术装备项目清单，彰显出国家能源局对重力储能技术路线和公司项目的认可，同时叠加如东 100MWH 储能示范项目落地，能够消除市场对重力储能技术的疑虑。重力储能项目以新基建业态给地方经济带来产业升级和经济效益，增加就业。同时依托重力储能项目主体建筑较高优势，结合地方文旅资源，具备成为地方旅游地标性项目的潜力。因此深受各地政府青睐，是各地政府重点招商引资项目。我们认为公司通过重力储能在新能源领域具备的先发优势，可以以重力储能为切入点，带动地方经济发展和城市建设，撬动当地风光等资源高效运用，打通新能源产业链，进而向新能源综合运营服务费的转型升级。

■ 重力储能商业模式逐步清晰，第二曲线业绩释放在即

公司重力储能业务商业模式逐步清晰，主要分为以下几种：

- 1）BO 模式：风光储一体化投资运营模式。通过重力储能获得地方政府风光指标，自己投资建设运营，比如张家口怀来

100Mwh 项目和金塔县 150Mw/600Mwh 项目等； 2）EPC 模式：交钥匙模式，公司负责给风光发电项目以重力储能项目进行配储。公司总体负责项目的设计、建造、采购、施工，完成之后交给业主。3）电网侧独立储能或共享储能中心模式，比如如东 100MWH 重力储能的示范项目。4）风光储氢氨一体化项目，由重力储能为“链主”和资源整合者，促进区域新能源消纳，打破氢能产业输运瓶颈，加快新型新能源体系建设。比如科左中旗风光储氢氨一体化产业园示范项目。2022 年以来公司相继与三峡建工、中建七局、国网江苏综能、中电建水电、国家电投、通辽市、毕节市、怀来县等签订合作框架协议，合作内容仅重力储能项目订单就超过 7GWh，随着公司如东 100MWh 示范项目投产之后将会形成示范效益，公司的重力储能业务将会大范围铺开，第二增长曲线业绩释放在即。

■ 环保主业在手订单充足，夯实业绩基本盘

公司传统主营业务为垃圾焚烧发电及相关设备的研发、生产和制造，深耕行业十余年，公司已经成长为细分领域龙头企业之一。在立足垃圾焚烧发电的基础上，公司积极向垃圾智慧分类、城乡智慧环卫、危废、建筑垃圾、餐厨垃圾、再生资源回收等领域拓展，实现了从前端清扫、中转到分选、末端处置的城市环境服务全产业链，打造综合环境服务商。在立足国内环保业务的基础上，公司积极向一带一路的海外市场扩展，目前已签署越南河内（4000 吨/日，目前已部分运营）、越南富寿等垃圾焚烧项目以及法国、马尔代夫、印度等地垃圾焚烧设备合同，海外拓展打开传统主业新的成长空间。截止 2022H1，公司已投运垃圾焚烧发电项目处理量 1.315 万吨/日，在建及筹建项目处理量约 1.7 万吨/日，如果未来 3 年投产，则投产产能复合增速 31.86%，公司环保业务在手项目充足，垃圾焚烧业务特许经营、业绩稳定的特点夯实了公司业绩基本盘。

■ 盈利预测

我们看好公司环保业务订单充足奠定业绩稳增长基本盘，同时重力储能业务有望带来较大业绩弹性。预测公司 2023-2025 年净利润分别为 5.05、7.75、10.31 亿元，EPS 分别为 0.20、0.31、0.41 元，当前股价对应 PE 分别为 27、17、13 倍，维持公司“买入”评级

■ 风险提示

重力储能技术及商业化低于预期的风险、环保项目获取及项目推进缓慢的风险、储能需求低于预期的风险等、行业竞争

加剧、宏观经济下行风险等

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	6,707	6,759	9,159	11,770
增长率（%）	-67.4%	0.8%	35.5%	28.5%
归母净利润（百万元）	123	505	775	1,031
增长率（%）	-83.1%	308.8%	53.6%	32.9%
摊薄每股收益（元）	0.05	0.20	0.31	0.41
ROE（%）	1.2%	4.7%	6.8%	8.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	6,707	6,759	9,159	11,770
现金及现金等价物	1,958	2,101	2,031	2,392	营业成本	5,392	5,227	6,994	8,898
应收款	2,359	2,407	2,861	3,160	营业税金及附加	48	47	64	82
存货	422	419	503	566	销售费用	46	68	92	118
其他流动资产	1,221	1,074	1,374	1,647	管理费用	433	446	605	789
流动资产合计	5,960	6,002	6,768	7,765	财务费用	152	240	253	259
非流动资产：					研发费用	65	74	110	153
金融类资产	1	0	0	0	费用合计	696	828	1,059	1,319
固定资产	1,969	1,921	1,875	1,873	资产减值损失	-69	-51	-55	-58
在建工程	957	1,096	1,332	1,424	公允价值变动	4	3	4	5
无形资产	13,366	13,817	14,267	14,528	投资收益	-332	45	46	48
长期股权投资	247	268	280	295	营业利润	233	706	1,091	1,518
其他非流动资产	3,969	3,969	3,969	3,969	加：营业外收入	35	38	42	44
非流动资产合计	20,508	21,070	21,723	22,089	减：营业外支出	18	20	21	23
资产总计	26,468	27,072	28,491	29,854	利润总额	250	724	1,112	1,539
流动负债：					所得税费用	129	181	278	431
短期借款	2,686	2,982	3,185	3,376	净利润	122	543	834	1,108
应付账款、票据	2,989	2,775	3,287	3,592	少数股东损益	-2	38	58	78
其他流动负债	2,710	2,710	2,710	2,710	归母净利润	123	505	775	1,031
流动负债合计	8,431	8,522	9,253	9,759					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	3,130	3,252	3,339	3,397	成长性				
其他非流动负债	4,468	4,468	4,468	4,468	营业收入增长率	-67.4%	0.8%	35.5%	28.5%
非流动负债合计	7,598	7,720	7,807	7,865	归母净利润增长率	-83.1%	308.8%	53.6%	32.9%
负债合计	16,030	16,243	17,060	17,625	盈利能力				
所有者权益					毛利率	19.6%	22.7%	23.6%	24.4%
股本	2,524	2,524	2,524	2,524	四项费用/营收	10.4%	12.3%	11.6%	11.2%
股东权益	10,438	10,829	11,431	12,230	净利率	1.8%	8.0%	9.1%	9.4%
负债和所有者权益	26,468	27,072	28,491	29,854	ROE	1.2%	4.7%	6.8%	8.4%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	60.6%	60.0%	59.9%	59.0%
净利润	122	543	834	1108	营运能力				
少数股东权益	-2	38	58	78	总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4
折旧摊销	555	642	653	663	应收账款周转率	2.8	2.8	3.2	3.7
公允价值变动	4	3	4	5	存货周转率	12.8	12.6	14.0	15.9
营运资金变动	-84	-104	-309	-321	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	594	1122	1240	1532	EPS	0.05	0.20	0.31	0.41
投资活动现金净流量	-4235	-111	-202	-106	P/E	108.9	26.6	17.3	13.1
筹资活动现金净流量	3784	267	57	-60	P/S	2.0	2.0	1.5	1.1
现金流量净额	143	1,277	1,095	1,367	P/B	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 计算机&中小盘组介绍

宝幼琛：本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

许思琪：澳大利亚国立大学硕士。

周文龙：澳大利亚莫纳什大学金融硕士

张敏：清华大学理学博士

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。