

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）

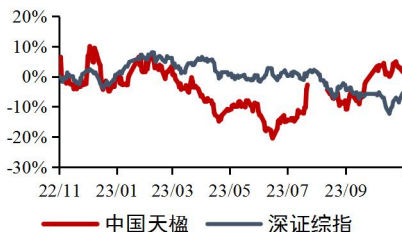
买入-A(维持)

盈利能力不断提升，重力储能项目进展顺利

2023 年 11 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 11 月 6 日

收盘价（元）：	5.80
年内最高/最低（元）：	6.13/4.21
流通 A 股/总股本（亿）：	24.53/25.24
流通 A 股市值（亿）：	142.29
总市值（亿）：	146.38

基础数据：2023 年 9 月 30 日

基本每股收益：	0.14
摊薄每股收益：	0.14
每股净资产（元）：	4.25
净资产收益率：	3.38

资料来源：最闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

研究助理：

杜羽枢

邮箱：duyushu@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**10 月 31 日，中国天楹发布 2023 年三季报，公司 2023 年 Q3 实现营业收入 13.7 亿元，同比+0.38%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比+7279.8%，环比+35.3%。公司前三季度实现营收 37.6 亿元，同比-2.9%，实现归母净利润 3.3 亿元，同比+158.9%。公司前三季度毛利率 28.4%，净利率 9.7%，业绩符合预期。

事件点评

➢ **业绩符合预期，盈利能力不断提升。**公司 Q3 实现归母净利润 1.6 亿元，同比+7279.8%，环比+35.3%，业绩符合预期。公司盈利能力环比提升，Q3 毛利率为 31.4%，同比提升 13.4pct，环比提升 1.9pct，净利率为 13.2%，同比提升 12.5pct，环比提升 2.7pct。公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.96%/10%/1.30%/5.75%，分别同比提升 0.07/1.26/0.35/1.77pct。

➢ **公司施行股票期权激励计划，高业绩目标体现管理层信心。**2023 年 10 月 31 日，公司发布《关于向激励对象授予股票期权的公告》，公司业绩满足净利润或营业收入触发值之一即达到触发条件，其中，2023 年-2026 年净利润触发值分别为 5.46、8.38、12.57、18.85 亿元，假设达到触发值，2023 年将同比增长+342.2%，净利润目标值分别为 7.98、11.97、17.96、26.93 亿元，假设达到目标值，2023-2026 年复合增速为+50.0%。公司股票期权激励计划面向核心员工，综合考虑了实现可能性和对员工激励效果，助力公司留住优秀人才、实现公司中长期战略规划，高业绩目标体现管理层对未来的信心。

➢ **公司当前已开展多个重力储能项目，拓展多种商业模式。**江苏如东 100MWh 重力储能示范项目已于 9 月 26 日顺利封顶，正式进入并网倒计时，“100MWh 重力储能成套装备”被国家能源局列为第三批能源领域首台(套)重大技术装备项目。公司当前已开展多个重力储能项目，公司分别与河北怀来、甘肃金塔、山西右玉、山西大同、吉林辽源、新疆等地区政府签订重力储能相关合作协议，其中，金塔项目、怀来项目已开工。**中国天楹基于重力储能拓展了 4 种商业模式：**（1）风光储一体化投资运营模式。金塔、怀来、右玉、大同等项目都顺利获得了地方政府的风光指标，金塔 150MW/600MWh 重力储能项目获取了 1.5GW 的风电指标，怀来 100MWh 的项目获取了 300MW 的风电指标，右玉 100MWh 的重力储能项目获得了 400MW 的指标，大同 100MW/ 400MWh 的项目获得 1.9GW 的风光指标。当前已获取订单规模约 4.1GW，该商业模式将给公司每年带来可观收益。（2）EPC 模式。公司和五大六小等展开合作，预计今年可获取项目约 500MWh。（3）电网侧独立储能



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



的建设。电网侧独立储能是未来独立储能的核心爆发点，山东等城市已试点。

(4) 风光储氢氨一体化项目。9月14日，公司公告控股子公司内蒙古天通实施科左中旗风光储氢氨一体化产业园示范项目已被批准，配套新能源规模130万千瓦，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。公司重力储能项目进展顺利，是公司高质量发展新增长极。

投资建议

➤ 预计公司2023-2025年归母净利润分别6.6/8.8/12.7亿元，对应公司11月6日收盘价5.80元，2023-2025年PE分别为22.5\16.9\11.7倍，我们认为公司重力储能项目推进顺利，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 宏观经济波动风险；行业竞争加剧风险；行业需求低于预期风险；重力储能推进低于预期风险；海外项目投资风险。

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	8,394	9,816	11,857
YoY(%)	-5.8	-67.4	25.2	16.9	20.8
净利润(百万元)	729	123	659	875	1,265
YoY(%)	11.5	-83.1	433.4	32.9	44.5
毛利率(%)	14.1	19.6	22.9	25.1	27.9
EPS(摊薄/元)	0.29	0.05	0.26	0.35	0.50
ROE(%)	7.8	1.2	6.6	8.2	10.4
P/E(倍)	20.3	120.0	22.5	16.9	11.7
P/B(倍)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.1
净利率(%)	3.5	1.8	7.8	8.9	10.7

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
流动资产	6777	5960	4294	5105	6551
现金	3876	1958	291	349	795
应收票据及应收账款	1251	2266	1566	2693	2863
预付账款	328	204	462	317	624
存货	496	422	679	573	883
其他流动资产	826	1110	1296	1173	1386
非流动资产	17722	20508	25227	24863	24573
长期投资	296	247	278	310	334
固定资产	2003	1969	2703	3164	3718
无形资产	10948	13444	16498	15652	14806
其他非流动资产	4476	4849	5749	5737	5715
资产总计	24499	26468	29521	29967	31124
流动负债	5650	8431	8164	8692	9510
短期借款	1532	2686	2686	2686	2686
应付票据及应付账款	2560	2989	3670	3899	4903
其他流动负债	1558	2757	1807	2107	1920
非流动负债	7697	7598	8014	7005	6030
长期借款	3796	3130	3546	2537	1562
其他非流动负债	3901	4468	4468	4468	4468
负债合计	13347	16030	16178	15697	15540
少数股东权益	217	147	226	341	469
股本	356	356	2524	2524	2524
资本公积	8300	8300	8300	8300	8300
留存收益	3296	3181	3910	4885	6251
归属母公司股东权益	10935	10291	13117	13929	15115
负债和股东权益	24499	26468	29521	29967	31124

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2525	594	2075	1681	2190
净利润	868	122	738	990	1393
折旧摊销	1870	565	703	782	868
财务费用	622	152	221	182	169
投资损失	-461	332	-66	-62	-64
营运资金变动	-949	-760	465	-224	-183
其他经营现金流	575	183	14	14	8
投资活动现金流	4704	-4235	-5371	-369	-522
筹资活动现金流	-6113	1149	1629	-1254	-1222

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.29	0.05	0.26	0.35	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	0.24	0.82	0.67	0.87
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.08	4.34	4.66	5.13

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20593	6707	8394	9816	11857
营业成本	17683	5392	6471	7355	8553
营业税金及附加	271	48	97	110	128
营业费用	33	46	23	30	42
管理费用	1292	433	473	559	713
研发费用	56	65	36	45	63
财务费用	622	152	221	182	169
资产减值损失	-32	-75	-58	-57	-75
公允价值变动收益	-32	4	-14	-14	-8
投资净收益	461	-332	66	62	64
营业利润	1116	233	1067	1524	2169
营业外收入	68	35	100	68	68
营业外支出	24	18	40	37	30
利润总额	1160	250	1127	1555	2206
所得税	292	129	389	566	814
税后利润	868	122	738	990	1393
少数股东损益	139	-2	79	115	128
归属母公司净利润	729	123	659	875	1265
EBITDA	3225	1093	2044	2566	3266

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-5.8	-67.4	25.2	16.9	20.8
营业利润(%)	-1.3	-79.2	358.6	42.8	42.2
归属于母公司净利润(%)	11.5	-83.1	433.4	32.9	44.5
获利能力					
毛利率(%)	14.1	19.6	22.9	25.1	27.9
净利率(%)	3.5	1.8	7.8	8.9	10.7
ROE(%)	7.8	1.2	6.6	8.2	10.4
ROIC(%)	4.8	1.2	3.9	5.1	6.7
偿债能力					
资产负债率(%)	54.5	60.6	54.8	52.4	49.9
流动比率	1.2	0.7	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.9	0.5	0.3	0.4	0.4
营运能力					
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	4.4	4.6	4.3
应付账款周转率	4.0	1.9	1.9	1.9	1.9
估值比率					
P/E	20.3	120.0	22.5	16.9	11.7
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.6	22.7	12.8	9.9	7.3

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,本报告的任何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

