

2024年05月05日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 示范项目首套充放电单元测试成功，重力储能业务0到1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：任春阳 S1050521110006

✉ rency@cfsc.com.cn

分析师：宝幼琛 S1050521110002

✉ baoyc@cfsc.com.cn

## 基本数据

2024-04-30

|            |           |
|------------|-----------|
| 当前股价(元)    | 4.68      |
| 总市值(亿元)    | 118       |
| 总股本(百万股)   | 2524      |
| 流通股本(百万股)  | 2453      |
| 52周价格范围(元) | 3.29-5.99 |
| 日均成交额(百万元) | 104.34    |

## 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）：重力储能获能源局认可，示范项目并网在即》2023-12-30
- 2、《中国天楹（000035）：三季度业绩大增超预期，第二曲线业绩释放在即》2023-11-02
- 3、《中国天楹（000035）：重力储能打通风光储产业链，第二曲线业绩释放在即》2023-09-15

1) 中国天楹公众号发布：公司投资建设的如东 100MWh 重力储能项目首套充放电单元测试成功；2) 2023 年报：报告期内公司实现营收 53.24 亿元，同比下降 20.62%；实现归母净利润 3.37 亿元，同比增长 173.15%，实现扣非归母净利润 3.16 亿元，同比下降 24.41%；3) 2024 一季报：报告期内公司实现营收 12.52 亿元，同比增长 12.08%，实现归母净利润 2.02 亿元，同比增长 339.16%，实现扣非归母净利润 1.86 亿元，同比增长 329.35%。对此，我们点评如下：

## 投资要点

### 如东 100MWh 项目首套充放电单元测试成功，重力储能业务0到1业绩释放在即

根据公司微信公众号：江苏如东 100MWh 重力储能项目总投资 6.5 亿元，是全球首个百兆瓦级的重力储能项目。项目采用全球领先的重力储能技术，建设一座长 120 米、宽 110 米、高 148 米的储能塔，通过人工智能算法控制重力块的垂直提升和水平位移实现势能与电能的转换。项目于 2023 年 9 月 26 日完成主体工程封顶，2023 年 10 月入选国家能源局能源领域首台（套）重大技术装备（项目）名单，2024 年 1 月和甘肃张掖 17MWh/68MWh 重力储能项目共同入选国家能源局新兴储能试点示范项目。此次首套充放电单元测试成功，一方面彰显出公司重力储能技术的实力，另一方面也为整体项目成功并网奠定坚实基础。此外也将促进公司在手重力储能订单的进一步推动实施。重力储能业务目前处于 0 到 1 阶段，即将释放业绩成为公司新的增长曲线。

### 环保运营业务稳步增长，盈利能力有所提升

2023 年公司实现营收 53.24 亿元，同比下降 20.62%，营收下降主要是因为建造服务业务下降较多。分业务来看，环卫服务业务实现营收 10.62 亿元（同比+18.25%），垃圾焚烧发电业务实现营收 20.77 亿元（同比+33.23%），建造服务业务实现营收 10.92 亿元（同比-60.79%），其他业务实现营收 10.93 元（同比-25.42%），运营业务实现稳步增长。截止 2023 年底，公司投运的垃圾焚烧发电项目 20 个，日处理规

模 2.155 万吨。环卫业务项目年化合同金额超 11 亿元，在手合同总金额突破 110 亿元。2023 年公司综合毛利率/净利率分别为 27.60%/7.22%，分别同比提高 8pct/5.41pct。24Q1 毛利率及净利率分别为 36.66%/16.80%，分别同比提高 13.02pct/12.39pct，盈利能力有所提升。

### ■ 重力储能商业模式逐步清晰，在手订单充足奠定增长基础

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) 电网测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（含框架协议）就超过 10GWh，在手订单充足，奠定公司业绩增长基础。

### ■ 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。我们调整公司的盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收分别为 68.94、85.20、102.97 亿元，EPS 分别为 0.35、0.50、0.65 元，当前股价对应 PE 分别为 13、9、7 倍，公司估值较低，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       | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E  |
|------------|--------|--------|-------|--------|
| 主营收入（百万元）  | 5,324  | 6,894  | 8,520 | 10,291 |
| 增长率（%）     | -20.6% | 29.5%  | 23.6% | 20.8%  |
| 归母净利润（百万元） | 337    | 893    | 1,256 | 1,644  |
| 增长率（%）     | 173.1% | 164.7% | 40.7% | 31.0%  |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.13   | 0.35   | 0.50  | 0.65   |
| ROE（%）     | 3.1%   | 7.8%   | 10.1% | 12.0%  |

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         | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产：</b>  |        |        |        |        |
| 现金及现金等价物      | 1,379  | 1,939  | 2,223  | 3,177  |
| 应收款           | 2,642  | 2,739  | 2,894  | 3,045  |
| 存货            | 315    | 374    | 404    | 444    |
| 其他流动资产        | 1,030  | 1,006  | 1,193  | 1,338  |
| 流动资产合计        | 5,366  | 6,058  | 6,714  | 8,003  |
| <b>非流动资产：</b> |        |        |        |        |
| 金融类资产         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产          | 2,691  | 2,971  | 3,354  | 3,592  |
| 在建工程          | 1,626  | 1,776  | 2,004  | 2,113  |
| 无形资产          | 13,939 | 14,371 | 14,802 | 15,044 |
| 长期股权投资        | 242    | 239    | 244    | 251    |
| 其他非流动资产       | 4,248  | 4,248  | 4,248  | 4,248  |
| 非流动资产合计       | 22,746 | 23,605 | 24,652 | 25,247 |
| 资产总计          | 28,112 | 29,663 | 31,366 | 33,251 |
| <b>流动负债：</b>  |        |        |        |        |
| 短期借款          | 2,443  | 2,739  | 2,942  | 3,133  |
| 应付账款、票据       | 2,870  | 2,962  | 3,037  | 3,145  |
| 其他流动负债        | 2,628  | 2,628  | 2,628  | 2,628  |
| 流动负债合计        | 8,022  | 8,415  | 8,700  | 9,007  |
| <b>非流动负债：</b> |        |        |        |        |
| 长期借款          | 4,325  | 4,820  | 5,307  | 5,665  |
| 其他非流动负债       | 4,928  | 4,928  | 4,928  | 4,928  |
| 非流动负债合计       | 9,254  | 9,749  | 10,236 | 10,594 |
| 负债合计          | 17,276 | 18,164 | 18,936 | 19,601 |
| <b>所有者权益</b>  |        |        |        |        |
| 股本            | 2,524  | 2,524  | 2,524  | 2,524  |
| 股东权益          | 10,837 | 11,499 | 12,430 | 13,650 |
| 负债和所有者权益      | 28,112 | 29,663 | 31,366 | 33,251 |

| 现金流量表     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 384   | 930   | 1308  | 1713  |
| 少数股东权益    | 47    | 37    | 52    | 69    |
| 折旧摊销      | 725   | 734   | 776   | 829   |
| 公允价值变动    | -1    | 3     | 4     | 5     |
| 营运资金变动    | -675  | -35   | -291  | -219  |
| 经营活动现金净流量 | 481   | 1669  | 1850  | 2396  |
| 投资活动现金净流量 | -2178 | -427  | -616  | -354  |
| 筹资活动现金净流量 | 2257  | 523   | 313   | 56    |
| 现金流量净额    | 560   | 1,765 | 1,547 | 2,098 |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

| 利润表          | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E         |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>5,324</b> | <b>6,894</b> | <b>8,520</b> | <b>10,291</b> |
| 营业成本         | 3,854        | 4,807        | 5,820        | 6,952         |
| 营业税金及附加      | 49           | 62           | 76           | 91            |
| 销售费用         | 52           | 62           | 77           | 93            |
| 管理费用         | 541          | 662          | 784          | 916           |
| 财务费用         | 359          | 228          | 247          | 254           |
| 研发费用         | 72           | 103          | 128          | 154           |
| 费用合计         | 1,024        | 1,055        | 1,236        | 1,417         |
| 资产减值损失       | -48          | -41          | -45          | -48           |
| 公允价值变动       | -1           | 3            | 4            | 5             |
| 投资收益         | 0            | 0            | 0            | 0             |
| <b>营业利润</b>  | <b>427</b>   | <b>1,004</b> | <b>1,417</b> | <b>1,861</b>  |
| 加：营业外收入      | 3            | 28           | 32           | 34            |
| 减：营业外支出      | 9            | 15           | 18           | 21            |
| <b>利润总额</b>  | <b>420</b>   | <b>1,017</b> | <b>1,431</b> | <b>1,874</b>  |
| 所得税费用        | 36           | 88           | 123          | 161           |
| <b>净利润</b>   | <b>384</b>   | <b>930</b>   | <b>1,308</b> | <b>1,713</b>  |
| 少数股东损益       | 47           | 37           | 52           | 69            |
| <b>归母净利润</b> | <b>337</b>   | <b>893</b>   | <b>1,256</b> | <b>1,644</b>  |

| 主要财务指标           | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |        |        |       |       |
| 营业收入增长率          | -20.6% | 29.5%  | 23.6% | 20.8% |
| 归母净利润增长率         | 173.1% | 164.7% | 40.7% | 31.0% |
| <b>盈利能力</b>      |        |        |       |       |
| 毛利率              | 27.6%  | 30.3%  | 31.7% | 32.4% |
| 四项费用/营收          | 19.2%  | 15.3%  | 14.5% | 13.8% |
| 净利率              | 7.2%   | 13.5%  | 15.4% | 16.6% |
| ROE              | 3.1%   | 7.8%   | 10.1% | 12.0% |
| <b>偿债能力</b>      |        |        |       |       |
| 资产负债率            | 61.5%  | 61.2%  | 60.4% | 58.9% |
| <b>营运能力</b>      |        |        |       |       |
| 总资产周转率           | 0.2    | 0.2    | 0.3   | 0.3   |
| 应收账款周转率          | 2.0    | 2.5    | 2.9   | 3.4   |
| 存货周转率            | 12.2   | 13.0   | 14.6  | 15.9  |
| <b>每股数据(元/股)</b> |        |        |       |       |
| EPS              | 0.13   | 0.35   | 0.50  | 0.65  |
| P/E              | 35.0   | 13.2   | 9.4   | 7.2   |
| P/S              | 2.2    | 1.7    | 1.4   | 1.1   |
| P/B              | 1.1    | 1.0    | 1.0   | 0.9   |

## ■ 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

## ■ 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。

## ■ 免责声明

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。