



买入(维持)

所属行业: 环保/环境治理
当前价格(元): 4.68

证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

邮箱: guoxue@tebon.com.cn

联系人

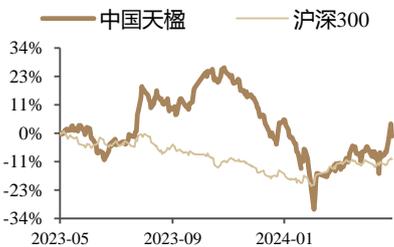
卢璇

邮箱: luxuan@tebon.com.cn

刘正

邮箱: liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.23	13.04	27.87
相对涨幅(%)	3.21	11.16	14.51

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《中国天楹(000035.SZ): 重力储能项目不断落地, 公司新增长曲线有望开启》, 2023.12.22
- 《中国天楹(000035.SZ): 业绩稳步增长符合预期, 盈利能力不断提升》, 2023.10.31
- 《中国天楹(000035.SZ): 股权激励落地彰显管理层信心, 重力储能项目持续落地》, 2023.10.16
- 《电力现货市场规则出台, 激发储能、虚拟电厂等市场活力》, 2023.9.19
- 《中国天楹(000035.SZ): “环保+新能源”双引擎发展, 重力储能应用场景持续拓展》, 2023.9.3

中国天楹(000035.SZ): “环保+新能源”双引擎发展, 全面进军新能源赛道

投资要点

- 事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年公司实现营业收入 53.24 亿元, 同比减少 20.62%; 实现归母净利润 3.37 亿元, 同比增长 173.15%; 扣非归母净利润 3.16 亿元, 同比减少 24.41%; 每 10 股派发现金红利 0.21 元(含税), 现金分红金额为 50,148,688.15 元(含税), 占 2023 年母公司实际可供分配利润的 6.19%。24 年 Q1 公司实现营业收入 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%。
- 盈利能力稳步提升, 海外毛利率大幅提升。** 23 年公司毛利率为 27.60%, 同比提升 8pct; 其中供电及垃圾处理服务板块、城市环卫服务板块毛利率分别为 43.42%、24.52%, 分别同比提升 4.92pct、2.22pct。24 年 Q1 公司毛利率及净利率分别为 36.66%、16.8%, 分别同比提升 13.02pct、12.39pct, 盈利能力稳步提升。
- 环保业务稳步提升, 海外项目持续发力打开成长空间。** 1) 垃圾焚烧方面: 截至 2023 年底, 公司境内外运营(含试运营)的垃圾焚烧发电项目已达 20 个, 日处理规模合计达 21,550.00 吨; 2023 年度, 公司海内外项目共实现生活垃圾入库量约 705 万吨, 较上年同比增长 44%; 实现上网电量约 19.07 亿度, 较上年同比增长 40%。2) 城乡综合环境服务方面: 2023 年, 公司已先后中标汪清县环卫事业改革暨城乡环卫市场化运营项目、宿豫区道路环卫保洁市场化服务项目、彭阳县城环卫保洁运输一体化市场运行服务采购项目以及海安高新区农村环境长效管护项目等多个城乡环境服务项目; 截至 2023 年底, 公司环境服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。3) 环保装备制造方面, 公司大力推进环保能源业务出海, 积极拓展国际 EPC 市场, 已陆续为法国 Valo'Marne 垃圾焚烧发电项目、马尔代夫生活垃圾焚烧发电项目以及印度海德拉巴旗下多个垃圾焚烧发电项目提供先进的工艺技术和全套关键设备的设计与制造服务。我们认为随着公司垃圾焚烧在建项目的陆续投产, 环保装备不断出海, 将支撑环保板块业绩实现稳步增长。
- 重力储能项目多点开花, 打通风光储氢氨醇产业链。** 2023 年公司成功签约河北怀来县 100MWh 重力储能项目、甘肃金塔县 150MW/600MWh 重力储能项目、山西右玉县 100MWh 重力储能项目、山西大同市 100MW/400MWh 重力储能项目、新疆伊宁县 100MWh 重力储能项目以及河北张北县 25MW/100MWh 重力储能项目, 所有项目均配备了相应的风光等新能源上网指标。此外, 公司打通风光储氢氨醇产业链, 并在未来项目建设中采用源网荷储一体化的开发模式, 自建新能源电源及直供线路, 配置包含“高精度风光出力预测”功能在内的“源-网-荷-储”智慧一体化调度平台, 确保新能源装机发电量高效利用, 有效解决地区消纳问题。
- 投资建议与估值:** 公司在“环保+新能源”双引擎发展战略的引领和推动下, 经营业绩有望实现稳步增长, 我们根据公司实际经营情况调整公司盈利预测, 预计

2024 年-2026 年的营业收入分别为 87.34 亿元、110.16 亿元、136.11 亿元，增速分别为 64.2%、26%、23.6%，归母净利润分别为 8.15 亿元、12.12 亿元、15.22 亿元，增速分别为 141.6%、48.7%、25.6%，对应 PE 分别为 14X/10X/8X，维持“买入”投资评级。

- **风险提示：**项目推进不及预期，国家政策变化风险，行业竞争加剧风险，海外项目投资风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,523.78		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	2,453.35	营业收入(百万元)	6,707	5,324	8,743	11,016	13,611
52 周内股价区间(元):	3.29-5.99	(+/-)YOY(%)	-67.4%	-20.6%	64.2%	26.0%	23.6%
总市值(百万元):	11,811.28	净利润(百万元)	123	337	815	1,212	1,522
总资产(百万元):	28,257.52	(+/-)YOY(%)	-83.1%	173.1%	141.6%	48.7%	25.6%
每股净资产(元):	4.26	全面摊薄 EPS(元)	0.05	0.14	0.32	0.48	0.60
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	19.6%	27.6%	24.7%	25.3%	26.7%
		净资产收益率(%)	1.2%	3.2%	8.0%	12.0%	15.6%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.32	0.48	0.60
每股净资产	4.22	4.05	4.00	3.86
每股经营现金流	0.19	0.76	1.02	1.18
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	35.29	14.49	9.75	7.76
P/B	1.17	1.15	1.17	1.21
P/S	0.31	0.19	0.15	0.12
EV/EBITDA	5.34	4.02	2.66	1.48
股息率%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	27.6%	24.7%	25.3%	26.7%
净利润率	6.3%	9.3%	11.0%	11.2%
净资产收益率	3.2%	8.0%	12.0%	15.6%
资产回报率	1.2%	2.8%	3.8%	4.3%
投资回报率	3.8%	5.2%	6.8%	7.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-20.6%	64.2%	26.0%	23.6%
EBIT 增长率	9.7%	75.6%	27.1%	27.3%
净利润增长率	173.1%	141.6%	48.7%	25.6%
偿债能力指标				
资产负债率	61.5%	59.9%	60.6%	59.9%
流动比率	0.7	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.9
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	171.7	105.6	133.5	136.9
存货周转天数	29.8	22.9	27.1	26.6
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4
固定资产周转率	2.0	3.2	4.3	6.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	337	815	1,212	1,522
少数股东损益	47	0	0	0
非现金支出	854	583	663	878
非经营收益	331	392	408	441
营运资金变动	-1,089	123	294	132
经营活动现金流	481	1,913	2,577	2,974
资产	-2,379	-975	-720	-718
投资	199	-10	-5	-8
其他	2	5	-153	-187
投资活动现金流	-2,178	-980	-878	-912
债权募资	1,993	-488	0	0
股权募资	12	0	0	0
其他	-678	-397	-238	-238
融资活动现金流	1,326	-884	-238	-238
现金净流量	-359	49	1,461	1,823

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 30 日
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,324	8,743	11,016	13,611
营业成本	3,854	6,584	8,224	9,980
毛利率%	27.6%	24.7%	25.3%	26.7%
营业税金及附加	49	86	97	127
营业税金率%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
营业费用	52	14	18	22
营业费用率%	1.0%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	541	542	683	1,024
管理费用率%	10.2%	6.2%	6.2%	7.5%
研发费用	72	75	116	148
研发费用率%	1.3%	0.9%	1.1%	1.1%
EBIT	787	1,382	1,757	2,236
财务费用	359	244	229	220
财务费用率%	6.7%	2.8%	2.1%	1.6%
资产减值损失	0	-6	-6	-6
投资收益	-0	-119	-150	-185
营业利润	427	1,156	1,548	2,034
营业外收支	-7	-18	-19	-18
利润总额	420	1,138	1,528	2,017
EBITDA	1,594	1,959	2,415	3,109
所得税	36	323	316	495
有效所得税率%	8.6%	28.4%	20.7%	24.6%
少数股东损益	47	0	0	0
归属母公司所有者净利润	337	815	1,212	1,522

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,379	1,428	2,889	4,712
应收账款及应收票据	2,519	2,541	4,046	5,132
存货	315	413	611	728
其它流动资产	1,152	1,332	1,697	2,043
流动资产合计	5,366	5,714	9,242	12,615
长期股权投资	242	242	242	242
固定资产	2,691	2,714	2,557	2,184
在建工程	1,626	1,926	2,126	2,326
无形资产	13,939	13,939	13,939	13,939
非流动资产合计	22,746	23,004	23,049	22,880
资产总计	28,112	28,718	32,292	35,495
短期借款	2,443	2,443	2,443	2,443
应付票据及应付账款	2,870	3,169	4,880	6,053
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,709	3,146	3,795	4,305
流动负债合计	8,022	8,757	11,118	12,800
长期借款	4,325	3,525	3,525	3,525
其它长期负债	4,928	4,928	4,928	4,928
非流动负债合计	9,254	8,454	8,454	8,454
负债总计	17,276	17,210	19,572	21,254
实收资本	356	356	356	356
普通股股东权益	10,651	10,228	10,094	9,731
少数股东权益	186	1,280	2,625	4,510
负债和所有者权益合计	28,112	28,718	32,292	35,495

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。