



买入（维持）

所属行业：环保/环境治理
当前价格(元)：4.41

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

卢璇

资格编号：S0120524050004

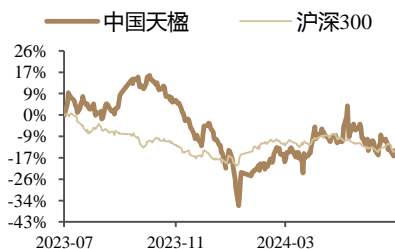
邮箱：luxuan@tebon.com.cn

联系人

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.02	-4.95	-3.29
相对涨幅(%)	1.28	1.28	1.59

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《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》，2024.5.4
- 《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)：牵手 中车加强新能源合作，“环保+新 能源”双引擎发展

投资要点

- 事件**：7月25日，公司与中车株洲所、中车金控签署合作框架协议，旨在共同开发多种形态新能源项目、开展基金合作、开拓新业态和新市场。协议内容包括加强新能源项目设备订单合作、资本领域合作及新项目开发合作。
- 加强新能源项目合作，牵手中车获得资本加持**。新能源项目设备订单方面，中车株洲所发挥先进技术、产业优势，为中国天楹提供全方位的新能源项目前期开发技术支持和新能源装备产品；中国天楹在同等条件下优先使用中车株洲所的风电整机、光伏逆变器、升压变电、非重力储能、电解槽电源等柔性制氢等装备。资本合作方面，中车金控通过私募基金直接投资或设立平台等多种形式投资中国天楹开展的新能源项目，或者探讨中国天楹参与中车金控下属私募基金改造的可能性。新能源项目开发方面，中车株洲所及时为中国天楹提供全方位的新能源项目前期开发工作和新能源装备产品的支持；中车金控充分发挥其资本领域的优势，以灵活出资方式助力各方在新能源开发领域的合作，提供全方位的资本解决方案；各方共同发挥各自优势，共同谋划获取新能源建设指标。
- 半年报业绩大幅预增，环保主营业务支撑公司稳步发展**。此前公司发布2024年半年度业绩预告，预计经营业绩归母净利润3.52亿元-3.95亿元，比上年同期增长114.02%-140.17%。主要系统内外新建垃圾焚烧发电厂逐步步入稳定运营期，盈利能力持续提升。同时，海外EP项目和设备出口收入增长，利润稳定提升。主营业务垃圾焚烧方面，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%。根据公司5月16日投资者关系管理信息，今年一季度，越南河内垃圾焚烧发电项目的产能已稳步释放。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。
- 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，我们预计2024年-2026年的营业收入分别为87.43亿元、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/9X/7X，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):	3.28-5.96	(+/-)YOY(%)	-67.4%	-20.6%	64.2%	26.0%	23.6%
总市值(百万元):	11,129.86	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	13.66	9.18	7.31
P/B	1.17	1.09	1.10	1.14
P/S	0.30	0.18	0.14	0.12
EV/EBITDA	5.34	3.97	2.62	1.45
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7月26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	9,253	8,453	8,453	8,453
负债总计	17,275	17,210	19,572	21,253
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。

卢璇，香港大学经济学硕士，2022年5月加入德邦证券研究所，主要覆盖天然气、科学仪器及再生资源板块。

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

	类别	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；	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。
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。	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范围包括证券投资咨询业务。