

2014年12月09日

# 中国天楹 (000035)

——垃圾发电再下一城 进军建筑垃圾资源化开辟成长新空间 重申“买入”

报告原因：有信息公布需要点评

## 买入

维持

市场数据:	2014年12月08日
收盘价(元)	12.96
一年内最高/最低(元)	14.3/10.1
上证指数/深证成指	3020/10555
市净率	3.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2449

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	3.81
资产负债率%	46.03
总股本/流通A股(百万)	619/189
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《中国天楹(000035)三季报点评: 成长优异现金流充沛 维持“买入”》  
2014/10/27

《中国天楹(000035)公告点评: 业绩大增符合预期 未来扩张值得期待 “买入”》 2014/10/09

### 证券分析师

王志辉 A0230514080009  
xiangzh@swsresearch.com

### 联系人

王璐  
(8621)23297818x7618  
wanglu@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路99号  
电话: (8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	250	83.2	76	25.5	0.12	63.2	3.2	105.8	19.7
2014Q3	285	597	99	-91	0.24	55.0	6.4		
2014E	416	66.6	170	123.9	0.27	58.3	6.7	47.2	14.0
2015E	653	56.9	263	54.6	0.42	55.6	9.4	30.5	9.7
2016E	907	38.9	367	39.6	0.59	54.8	11.6	21.9	7.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

### 投资要点:

- 事件: 公司12月9日发布《关于签署莒南县垃圾焚烧发电厂项目特许经营协议的公告》和《关于全资子公司对外投资设立控股子公司的公告》。
- 签署山东莒南 BOT 项目, 垃圾发电再下一城。根据公告, 公司与莒南县政府签署垃圾焚烧发电 BOT 项目, 日处理规模 600 吨, 总投资 2.4 亿元, 特许经营期 30 年。该项目预计 16 年中投产试运行, 有望为公司 16 年以后年度净利润做出积极贡献。本次签约后, 公司垃圾焚烧日处理规模将达到 9700 吨(已投运 3000 吨), 考虑 15-16 年公司仍有望年均新增项目 2-4 个, 未来处理规模有望跻身行业前十。
- 规模小弹性大, 业绩高增速确定性强。随辽源 800 吨/日、滨州 800 吨/日以及如东三期 800 吨/日 15Q1 有望相继投产, 届时公司垃圾焚烧实际处理能力将达到 5400 吨/日, YOY +80%, 外加在建的延吉、牡丹江及新签莒南项目, 公司未来 2 年业绩高增长具备充分保障。
- 联手上海德滨进军建筑垃圾可再生资源化利用, 有望拓宽公司业务成长空间。公司全资子公司江苏天楹拟与上海德滨环保科技有限公司合资设立南通天德建筑可再生资源有限公司, 主要从事建筑垃圾处理相关业务。公司以现金出资 2,400 万元, 控股 80%。经本次合作, 公司将借助上海德滨在建筑垃圾资源化领域的工艺技术实力及实践经验, 进一步拓宽经营业务, 优化产业布局, 提升整体竞争力和盈利能力。
- 投资评级与估值: 维持公司 14-17 年 EPS 0.27、0.42、0.59 和 0.80 元, CAGR 达到 43%。随环保监管趋严, 未来 3-5 年垃圾发电行业将进入发展整合黄金期。公司专注于垃圾处理产业链, 凭借领先的焚烧技术和运营业绩, 以及资本实力, 14-16 年年均有望新增 BOT 项目 2-4 个, 内生增长稳健、优异。核心设备 13 年开始销售 14 年进入爆发, 江都项目将形成标杆助力 EPC 业务区域扩张, 未来有望成为业绩超预期因素。本次联手上海德滨试水建筑垃圾可再生资源化利用领域, 是公司完善业务布局的重要举措, 成长空间进一步打开, 未来公司还有望向餐厨垃圾、垃圾清运及污泥处置等领域延伸。我们认为, 公司业绩高增长确定性强, 并购扩张态度积极, 成长性有望超出市场预期, 且受益于 PPP 等环保政策落实估值有望提升, 重申“买入”。

表 1：公司营业收入预测

营业收入	单位	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
垃圾处置	百万元	58	71	105	140	182	262	354
垃圾焚烧发电	百万元	47	63	127	180	237	340	459
环保设备销售	百万元			8	90	225	293	351
<b>主营收入</b>	<b>百万元</b>	<b>105</b>	<b>134</b>	<b>240</b>	<b>410</b>	<b>644</b>	<b>894</b>	<b>1,164</b>
其他业务收入	百万元	1	2	10	7	9	13	17
<b>营业总收入</b>	<b>百万元</b>	<b>106</b>	<b>136</b>	<b>250</b>	<b>416</b>	<b>653</b>	<b>907</b>	<b>1,182</b>

资料来源：公司公告，申万研究

表 2：公司营业成本预测

营业成本	单位	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
垃圾处置&焚烧发电	百万元	27	43	87	120	155	235	324
环保设备销售	百万元	-	-	5	54	135	176	211
<b>主营成本</b>	<b>百万元</b>	<b>27</b>	<b>43</b>	<b>92</b>	<b>174</b>	<b>290</b>	<b>410</b>	<b>534</b>
其他业务成本	百万元	0	-0	-	-	-	-	-
<b>营业总成本</b>	<b>百万元</b>	<b>27</b>	<b>43</b>	<b>92</b>	<b>174</b>	<b>290</b>	<b>410</b>	<b>534</b>

资料来源：公司公告，申万研究

表 3：公司盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	136	250	416	653	907	1,182
营业成本	43	92	174	290	410	534
营业税金及附加	0	1	2	3	4	5
销售费用	0	1	1	2	2	3
管理费用	18	37	48	52	66	77
财务费用	22	48	45	45	45	45
资产减值损失	1	1	1	1	2	2
营业利润	52	71	146	259	376	514
营业外收入	9	10	39	41	46	57
营业外支出	0	0	0	1	5	6
利润总额	61	81	185	299	417	565
所得税	1	5	15	36	50	68
净利润	60	76	170	263	367	498
归属于母公司所有者的净利润	60	76	170	263	367	498
基本每股收益	0.11	0.13	0.30	0.46	0.65	0.88
<b>全面摊薄每股收益</b>	<b>0.10</b>	<b>0.12</b>	<b>0.27</b>	<b>0.42</b>	<b>0.59</b>	<b>0.80</b>

资料来源：公司公告，申万研究

## 信息披露

### 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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。