

业绩略低预期，下半年工程与设备销售有望成亮点



事件

- 公司公告 2015 年半年报，上半年公司实现营业总收入 2.71 亿元，同比增长 57.52%；实现归属净利润 0.67 亿元，同比增长 10.36%；实现基本每股收益 0.11 元。同时，公告与河南省民权县签署《民权县垃圾焚烧发电项目特许经营协议》。项目建设规模 1000 吨/日，一期规模 500 吨/日，投资额 2 亿元。

核心观点

- 半年报业绩略低预期：**上半年公司营业收入增长 57.52%，主要来自于如东三期、滨州一期投产，以及 2 月深圳平湖项目收购并表。上半年毛利率为 57.33%，同比降低 1.93%；净利率 24.6%，同比降低 10.51%。毛利率下降主要由于新投入项目短期盈利水平略低；净利率下滑主要原因是上半年公司收购平湖项目，导致管理费用同比上升 185.13%、财务费用增长 76.42%。预计下半年随着平湖项目的并表贡献稳定的运营收入，以及设备订单的落地，公司全年费用率将有所下降。
- 垃圾发电项目稳步投产，新项目奠定未来业绩增长：**公司上半年垃圾发电处理规模达到 5600 吨/日，比 2014 年产能增加了一倍，下半年随着滨州项目的投产，垃圾处理产能有望达到 6700 吨/日，为业绩增长提供了保障。同时，公司 2015 年还新签了安徽太和、陕西蒲城、以及河南民权项目，奠定了未来业绩高增长趋势。公司未来有望通过收购进一步扩大处理规模，向打造国内最大的固废处理平台迈进。
- 下半年工程与设备销售有望成为亮点：**2015-2016 年将为垃圾发电项目建造高峰，每年建造投资将达到 150-200 亿元，市场潜力巨大。公司上半年加大了销售力度，签署 0.94 亿泰国设备订单，下半年公司的工程与设备销售订单落地为大概率事件，有望成为公司业绩增长的爆点。

财务预测与投资建议

- 盈利预测维持不变，2015、2016 年 EPS 分别为 0.46、0.85 元，参考可比公司 2016 年 PE，我们给予公司 2016 年 28 倍 PE，目标价 23.8 元，维持买入评级。

风险提示

- 垃圾焚烧项目推进速度受地方环境保护组织影响，滞后
- 行业整体项目开工进度低于预期导致公司设备销售低预期

公司主要财务信息

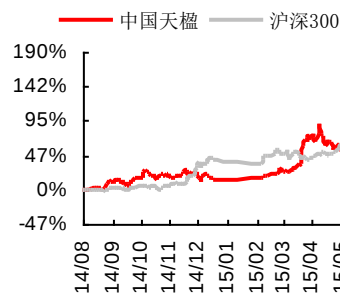
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	41	551	996	1,671	2,215
同比增长	-57.3%	1246.2%	80.8%	67.7%	32.6%
营业利润（百万元）	(5)	187	306	572	784
同比增长	-109.5%	4175.7%	63.9%	87.1%	36.9%
归属母公司净利润（百万元）	1,132	175	287	528	719
同比增长	277.9%	-84.5%	64.0%	84.0%	36.2%
每股收益（元）	1.83	0.28	0.46	0.85	1.16
毛利率	11.4%	51.8%	50.5%	50.2%	49.3%
净利率	2765.1%	31.8%	28.8%	31.6%	32.5%
净资产收益率	-122.6%	21.4%	16.3%	24.3%	25.7%
市盈率（倍）	9.1	58.7	35.8	19.5	14.3
市净率（倍）	823.7	6.3	5.4	4.2	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2015 年 08 月 04 日）	16.60 元
目标价格	23.80 元
52 周最高价/最低价	26.61/10.81 元
总股本/流通 A 股（万股）	61,928/35,363
A 股市值（百万元）	10,280
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2015 年 08 月 05 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	2.5	-29.2	-8.9	51.5
相对表现 (%)	-1.1	-30.8	8.7	-14.7
沪深 300 (%)	3.6	1.6	-17.5	66.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888*6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860115040003

联系人 林清华
021-63325888*6101
linqinghua@orientsec.com.cn

相关报告
内功深厚，外延可期 2015-07-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	10	369	399	668	1,386	营业收入	41	551	996	1,671	2,215
应收账款	0	104	199	334	443	营业成本	36	266	493	831	1,122
预付账款	0	81	149	251	332	营业税金及附加	0	4	9	15	23
存货	0	45	84	141	191	营业费用	0	1	10	17	22
其他	0	266	231	185	147	管理费用	9	50	80	134	177
流动资产合计	10	864	1,062	1,579	2,499	财务费用	(0)	40	86	94	79
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	(0)	4	12	7	6
固定资产	0	721	1,051	987	922	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	918	743	121	293	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	0	655	1,286	2,105	1,952	其他	0	0	0	0	0
其他	0	113	18	15	15	营业利润	(5)	187	306	572	784
非流动资产合计	0	2,408	3,098	3,227	3,182	营业外收入	1,136	8	12	12	12
资产总计	10	3,272	4,160	4,807	5,680	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	163	504	145	100	利润总额	1,132	194	317	584	795
应付账款	0	290	296	499	673	所得税	0	19	30	56	76
其他	(2)	473	213	478	527	净利润	1,132	175	287	528	719
流动负债合计	(2)	926	1,013	1,122	1,301	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	675	1,139	1,144	1,115	归属于母公司净利润	1,132	175	287	528	719
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.83	0.28	0.46	0.85	1.16
其他	0	49	99	104	109	主要财务比率					
非流动负债合计	0	724	1,237	1,248	1,224		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	(2)	1,650	2,251	2,370	2,525	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	-57.3%	1246.2%	80.8%	67.7%	32.6%
股本	189	619	619	619	619	营业利润	-109.5%	4175.7%	63.9%	87.1%	36.9%
资本公积	786	944	944	944	944	归属于母公司净利润	277.9%	-84.5%	64.0%	84.0%	36.2%
留存收益	(963)	322	609	1,137	1,856	获利能力					
其他	0	(263)	(263)	(263)	(263)	毛利率	11.4%	51.8%	50.5%	50.2%	49.3%
股东权益合计	12	1,622	1,909	2,437	3,156	净利率	2765.1%	31.8%	28.8%	31.6%	32.5%
负债和股东权益	10	3,272	4,160	4,807	5,680	ROE	-122.6%	21.4%	16.3%	24.3%	25.7%
现金流量表						ROIC	0.7%	14.6%	11.2%	16.2%	18.6%
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	偿债能力					
净利润	1,132	175	287	528	719	资产负债率	-19.5%	50.4%	54.1%	49.3%	44.4%
折旧摊销	(0)	117	128	196	228	净负债率	0.0%	49.2%	65.2%	32.0%	0.0%
财务费用	(0)	40	86	94	79	流动比率	-5.13	0.93	1.05	1.41	1.92
投资损失	(0)	0	0	0	0	速动比率	-5.13	0.88	0.97	1.28	1.77
营运资金变动	(575)	(66)	(103)	53	56	营运能力					
其它	(663)	(192)	157	15	11	应收账款周转率	7,814.9	10.6	6.4	6.0	5.4
经营活动现金流	(107)	73	556	886	1,094	存货周转率	-	11.8	7.7	7.4	6.8
资本支出	5	(2,386)	(913)	(328)	(182)	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
长期投资	251	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(150)	1,621	0	0	0	每股收益	1.83	0.28	0.46	0.85	1.16
投资活动现金流	106	(764)	(913)	(328)	(182)	每股经营现金流	-0.17	0.12	0.90	1.43	1.77
债权融资	(387)	1,011	133	165	(69)	每股净资产	0.02	2.62	3.08	3.94	5.10
股权融资	739	588	0	0	0	估值比率					
其他	(342)	(861)	254	(453)	(125)	市盈率	9.1	58.7	35.8	19.5	14.3
筹资活动现金流	10	738	387	(288)	(194)	市净率	823.7	6.3	5.4	4.2	3.3
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0	EV/EBITDA	-2,352.5	33.7	22.2	13.4	10.6
现金净增加额	9	47	30	270	718	EV/EBIT	-2,448.6	51.1	29.5	17.4	13.4

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有中国天楹(000035.SZ) 股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn