

2016 年 09 月 26 日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
 010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn
 联系人： 任春阳 S0350116050011
 0755-83026892 rency@ghzq.com.cn

大股东要约收购看好公司发展，设立合资公司海外拓展值得期待——中国天楹（000035）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中国天楹	2.5	-1.0	13.6
沪深 300	-2.0	5.1	0.4

市场数据 2016/09/23

当前价格（元）	7.08
52 周价格区间（元）	5.25 - 8.48
总市值（百万）	8768.99
流通市值（百万）	5746.14
总股本（万股）	123855.77
流通股（万股）	81160.16
日均成交额（百万）	103.04
近一月换手（%）	27.99

相关报告

《中国天楹（000035）2016 年半年报点评：中报符合预期，外延扩张具备看点》——2016-08-29

《中国天楹(002479)事件点评：拟成立并购基金，外延扩张有望加速（买入）*公用事业与环保*谭倩》——2016-05-24

《中国天楹(000035)动态研究：技术品牌奠定优势，固废产业链布局逐步完善（增持）*环保与公用事业*谭倩》——2016-05-19

《中国天楹(000035)动态研究：在手项目下安全边际充分，固废产业链布局提供弹性（增持）*环保与公用事业*谭倩》——2016-05-10

事件：

公司 9 月 23 日晚发布公告称：大股东南通乾创及第一期员工持股计划拟向二股东平安创新等要约收购公司股份 1.51 亿股，占公司总股本比例 12.19%，收购价格为 6.84 元/股，同时 9 月 22 日公司公告拟在伊朗设立合资公司，公司于 9 月 26 日复牌。

投资要点：

■ 大股东和员工持股大比例要约收购，彰显对公司发展充满信心

大股东南通乾创及员工持股计划以 6.84 元/股的价格向二股东平安创新等要约收购公司股份 1.51 亿股（总股本 12.19%），要约收购完成后实际控制人及一直行动人合计持有公司 47.14% 的股权，彰显出对公司发展充满信心，同时调动了员工的积极性，公司上下一心利于长期发展。

■ 伊朗设立合资公司，海外拓展迈出重要一步

拟与伊朗 TTS 设立合资公司，意在获取当地 6 个项目（1*1600 吨/天+2*1000 吨/天生活垃圾+3*100 万吨/年建筑垃圾），协议规定 TTS 在一年内必须获取至少一个 1000 吨的垃圾发电项目。公司业务拓展至海外迈出重要一步，新增业绩看点的同时市场地位得以提升。

■ 具备海外并购经验，携手中节能成立并购基金，外延并购值得期待

公司曾参与德国 EEW 并购，虽然没有成功，但公司积累了海外并购经验和人才，外延决心不变。携手中节能设立上限高达 50 亿元的并购基金，再加上此次要约收购完成后，实际控制人及其一致行动人的持股比例为 47.14%，从公司各种资本运作来看，公司的外延并购有很高的预期，未来值得期待。

■ 在手订单丰富保障未来业绩增长，上下游拓展完善固废产业链

公司已投运的垃圾处理能力约为 6800 吨/日，在建与筹建处理能力为 8000 吨/日，假设在手项目于未来三年逐步投产，处理量复合增速有望达 30% 左右水平。同时公司垃圾发电项目位于全国各地，有利于围绕

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

当地项目进行上下游延伸，整合固废一体化处理产业链。

■ 低估值具备安全边际，非公开发行持续推进

公司当前市值仅约 87 亿，预计今年净利润将达 3 亿左右水平，估值仅约 29 倍，估值较低。此次要约收购的价格为 6.84 元/股，公司借壳上市募集配套资金 5.75 元/股，停牌价股价 7.08 元，具备较高的安全边际。同时非公开发行仍在推进，募集资金到位后，公司的项目推进有望加快。

■ **盈利预测和投资评级：**暂不考虑非公开发行股份对公司业绩的影响，我们预计公司 2016-2018 EPS 为 0.24、0.33、0.45 元，对应当前股价 PE 为 30、22、16 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**要约收购不能完成的风险、项目建设进度不及预期的风险、外延并购低于预期的风险、非公开发行不能顺利完成风险、公司海外业务拓展不确定风险、宏观经济下行风险

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	825	1076	1460	1919
增长率(%)	50%	30%	36%	31%
净利润（百万元）	228	296	407	561
增长率(%)	30%	30%	37%	38%
摊薄每股收益（元）	0.64	0.24	0.33	0.45
ROE(%)	12.33%	13.82%	15.99%	18.12%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

事件:

公司 9 月 23 日晚发布公告称: 大股东南通乾创及第一期员工持股计划拟向二股东平安创新等要约收购公司股份 1.51 亿股, 占公司总股本比例 12.19%, 收购价格为 6.84 元/股, 同时 9 月 22 日公司公告拟在伊朗设立合资公司, 公司与 9 月 26 日复牌。

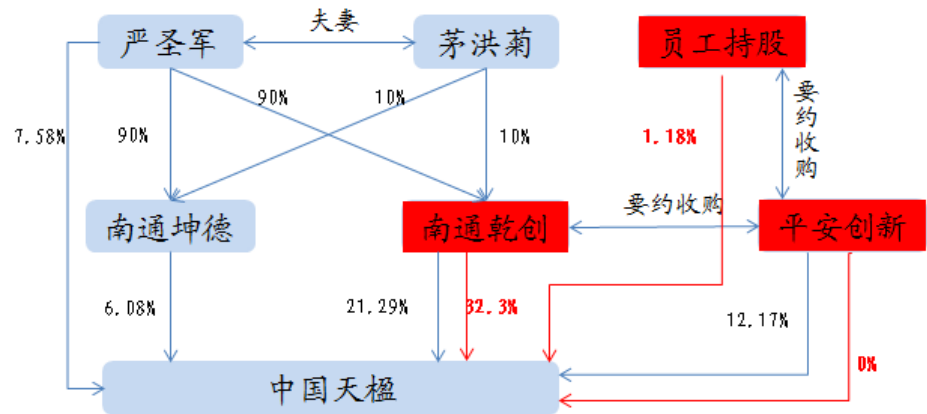
评论:

1、大股东和员工持股大比例要约收购, 彰显对公司发展充满信心

此次要约收购的内容是大股东南通乾创及公司第一期员工持股计划向除严圣军、南通坤德(南通乾创、南通坤德均为实际控制人严圣军的一致行动人)之外的全体股东要约收购公司股份 1.51 亿股, 占公司总股本的比例为 12.19%, 其中乾创投资要约收购 136413743 股(占总股本 11.01%), 员工持股计划作为一致行动人要约收购 14586257 股(占总股本 1.18%), 要约收购价格为 6.84 元/股。大股东南通乾创已与二股东平安创新(持股 150739692 股, 占比 12.17%)签署《预先接受要约收购的协议》, 要约收购期限为 30 个自然日。

实际控制人严圣军先生和茅洪菊女士(严圣军之妻)通过全资控股公司南通乾创和坤德投资等合计持有中国天楹 34.95%的股权, 此次南通乾创及员工持股计划要约收购完成后, 实际控制人及其一致行动人直接和间接最多合计持有中国天楹 47.14%的股权, 同时不排除未来 12 个月内继续增持的可能。此次要约收购将进一步巩固实际控制人的控股地位, 彰显出对公司发展充满信心, 同时员工持股计划一同参与此次要约收购, 调动了员工的积极性, 这样上市公司实际控制人与员工利益绑定, 上下一心利于公司长期发展。

图 1: 要约收购前后股权变动情况



备注：蓝色和红色分别为要约收购前后

资料来源：wind、国海证券研究所

2、伊朗设立合资公司，海外拓展迈出重要一步

9月22日，公司公告称：拟与伊朗 TarheTejaratSadid（简称 TTS）公司合作，计划在伊朗设立合资公司 CheshmehNiroTossehSalamat（简称 CNTS），用以拓展公司在伊朗的业务。CNTS 注册资本 300 万美元，由中国天楹和江苏天楹（中国天楹全资子公司）全部出资，两者合占 90% 股权，TTS 无需出资，占合资公司 10% 股权，设立合资公司意在获取当地 6 个项目。

表 1：成立合资公司为了获取经营的 6 个项目

1 个德黑兰市 1600 吨/天生活垃圾焚烧发电项目
2 个德黑兰省 1000 吨/天生活垃圾焚烧发电项目，分别位于 Robat Karim 和 Mallard
3 个 100 万吨/年建筑垃圾资源化项目

资料来源：公司公告、国海证券研究所

TTS 是一家伊朗从事固废处理和资源回收利用的公司，目前有 4 个垃圾焚烧发电项目，其中投产运营 2 个项目，总处理规模 800 吨/天，在建 2 个项目，总处理规模 650 吨/天。协议规定 TTS 在协议生效的一年内必须获取至少一个 1000 吨的垃圾发电项目。我们认为，凭借着 TTS 与当地环保部门的政府关系，合资公司不难获取项目。

在国内垃圾焚烧发电行业整体较为成熟，竞争愈加激烈的背景下，公司制定拓展海外的战略，公司 2015 年成立海外事业部，在东南亚、南亚、西亚开展业务。2015 年 6 月签署了《泰国 VKE 垃圾焚烧发电工程项目设备交钥匙工程总承包合同》，总价为 9430 万元。此次在设立伊朗合资公司，是公司海外事业拓展的重要一步，不仅有利于公司获取优质的海外项目，培育新的业绩增长点，同时又能增强公司的国际竞争力，有利于公司拓展更多的海外市场。

3、具备海外并购经验，携手中节能成立并购基金，外延并购值得期待

公司曾参与德国可再生能源企业 EEW 并购，但由于与对手竞标价格差距，最终标的以 14.38 亿欧元被北控集团并购。虽然海外并购没有成功，但我们认为公司储备了海外并购的人才，具备相关的经验，同时外延拓展的决心不变，公司年报提出将高度关注国内外垃圾处理行业的优质资产。同时携手中节能成立不超过 50 亿元的并购基金，公司作为 LP 出资 8.5 亿作为劣后方，并购基金成立有望支撑外延扩张，并且此次要约收购完成后，实际控制人及其一致行动人的持股比例为 47.14%，控股地位得到进一步提升，从公司各种资本运作来看，公司的外延并购有很高的预期，未来值得期待。

4、在手订单丰富保障未来业绩增长，上下游拓展完善固废产业链

公司目前主营业务为垃圾焚烧发电，目前已投运 7 个垃圾焚烧发电项目，总处理规模为 6800 吨/日，而公司在建与筹建的垃圾发电项目处理能力为 8000 吨/日，将有效保障公司两年增长，假设在手项目于未来三年逐步投产，公司垃圾处理规模复合增速有望达到 30% 左右水平。公司引进海外 Waterleau 技术，同时加强研发。据中报显示，公司目前已拥有从设计、制造、装配、安装、测试、检验、调试、运行、维护及管理合同产品的专利和技术诀窍，公司有望凭借技术优势获得包括一二线城市在内的优质项目。

公司 2015 年成立了填埋气事业部、分类收运事业部、水处理事业部开展相关业务。目前已经在鹿邑、长春双阳区、云梦县、南宁武鸣区等地签署填埋气综合利用项目，同时与滨州、海安县等地政府签署餐厨废弃物无害化处理项目；分类收运事业部已在苏州、南通等地区推进业务；水处理事业部也已签订了 2 个项目。我们认为公司目前有较多垃圾焚烧发电在手项目，并分布于全国多个地区，为公司开展上下游固废处理一体化提供天然优势，公司有望借助在当地资源，逐步开展诸如餐厨、分类收运等业务，围绕当地项目进行上下游延伸，整合固废一体化处理产业链。

5、低估值具备安全边际，非公开发行持续推进

低估值具备安全边际。我们预计公司 2016 年净利润增速将达到 30% 左右水平，净利润将能达到约 3 亿元，公司现在市值仅约 87 亿，对应 2016 年业绩 PE 仅约 29 倍，估值较低。此次要约收购的价格为 6.84 元/股，金额高达 10.33 亿元，另外公司此前借壳上市时，募集配套资金价格为 5.75 元/股，向民生加银，建信基金募集资金总额接近 6 亿元，停牌前价格 7.08 元，具备较高安全边际。

拟继续非公开发行。2015 年曾发布非公开发行预案，拟发行股票募集资金用于垃圾发电项目建设与偿还贷款，但受到市场大幅调整影响，公司 2016 年 3 月 25 日撤回前次非公开发行方案，目前仍在推进中，7 月 15 日公布了第二次方案，拟非公开发行不超过 1.36 亿股，募集资金不超过 74556.03 万元，继续用于垃圾焚烧项目建设与偿还贷款等，募集资金到位后，公司的项目推进有望加快，业绩将加速释放。

6、盈利预测与评级

暂不考虑非公开发行股份对公司业绩的影响，我们预计公司 2016-2018 EPS 有望达到 0.24、0.33、0.45 元，对应当前股价 PE 为 30、22、16 倍，维持“买入”评级。

7、风险提示

- 1) 要约收购不能完成的风险
- 2) 项目建设进度不及预期的风险
- 3) 外延并购低于预期的风险
- 4) 非公开发行不能顺利完成风险
- 5) 公司海外业务拓展不确定风险
- 6) 宏观经济下行风险

表 2: 中国天楹盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	000035.SZ		股价:	7.08	投资评级:	买入	日期:	2016/09/23	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标				
ROE	12%	14%	16%	18%	EPS	0.64	0.24	0.33	0.45
毛利率	49%	49%	47%	47%	BVPS	5.20	1.73	2.05	2.50
期间费率	22%	21%	18%	16%	估值				
销售净利率	28%	28%	28%	29%	P/E	11.05	29.63	21.56	15.63
成长能力					P/B	1.36	4.09	3.45	2.83
收入增长率	50%	30%	36%	31%	P/S	3.06	8.15	6.01	4.57
利润增长率	30%	30%	37%	38%					
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.19	0.22	0.26	0.29	营业收入	825	1076	1460	1919
应收账款周转率	5.15	4.81	6.00	6.54	营业成本	417	552	769	1010
存货周转率	5.96	5.96	5.96	5.96	营业税金及附加	8	10	14	18
偿债能力					销售费用	1	2	2	3
资产负债率	58%	56%	55%	53%	管理费用	83	98	133	175
流动比	0.70	0.99	0.90	0.92	财务费用	86	107	114	118
速动比	0.62	0.91	0.81	0.83	其他费用 / (-收入)	11	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	241	308	427	596
现金及现金等价物	284	649	736	902	营业外净收支	29	43	55	69
应收款项	160	224	243	294	利润总额	270	351	482	665
存货净额	70	94	131	172	所得税费用	42	55	75	103
其他流动资产	169	220	298	392	净利润	228	296	407	561
流动资产合计	683	1187	1409	1760	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	716	719	727	730	归属于母公司净利润	228	296	407	561
在建工程	795	799	801	804	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
无形资产及其他	1797	1797	2338	2878	经营活动现金流	158	453	655	804
长期股权投资	5	5	5	5	净利润	228	296	407	561
资产总计	4399	4910	5683	6580	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	266	321	441	506	折旧摊销	105	131	132	151
应付款项	473	637	889	1166	公允价值变动	12	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	(187)	(303)	(386)	(463)
其他流动负债	242	242	242	242	投资活动现金流	(776)	(7)	(10)	(5)
流动负债合计	981	1200	1571	1914	资本支出	129	(7)	(10)	(5)
长期借款及应付债券	1289	1289	1289	1289	长期投资	(5)	0	0	0
其他长期负债	279	279	279	279	其他	(900)	0	0	0
长期负债合计	1568	1568	1568	1568	筹资活动现金流	983	51	115	58
负债合计	2549	2768	3139	3482	债务融资	717	55	120	65
股本	356	1239	1239	1239	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1850	2143	2544	3098	其它	267	(4)	(5)	(7)
负债和股东权益总计	4399	4910	5683	6580	现金净增加额	365	497	759	857

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，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、客观地出具报告。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

赵越，三年央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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。本报告清晰准确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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。