

买入(维持)

所属行业: 环保工程及服务
当前价格(元): 4.63

证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

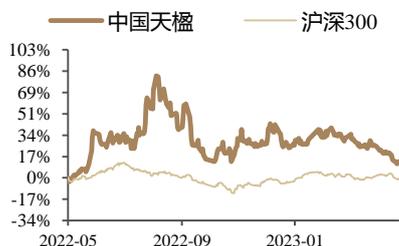
邮箱: guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱: luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.10	-14.42	-14.73
相对涨幅(%)	-9.56	-12.26	-11.10

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《中国天楹(000035.SZ): 重力储能再添新单, “环保+新能源”双轮发展》, 2022.6.1

中国天楹(000035.SZ): 资产剥离致短期业绩承压, 持续推进“环保+新能源”双轮发展

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营业收入 67.07 亿元, 同比减少 67.43%, 实现归母净利润 1.23 亿元, 同比减少 83.06%, 实现扣非归母净利润 4.18 亿元, 同比减少 42.54%。23Q1 公司实现营业收入 11.17 亿元, 同比减少 7.28%, 实现归母净利润 4591.29 万元, 同比增长 7.62%, 实现扣非归母净利润 4338.19 万元, 同比减少 3.11%。
- 剥离 Urbaser、Geesink 等资产, 致业绩出现短期波动。** 2021 年 10 月和 2022 年 11 月, 公司完成对 Urbaser,S.A.U.100%股权以及 Geesink Norba Holding B.V.100%股权的出售, 受 Urbaser, S.A.U.与 Geesink Norba Holding B.V.在资产交割完成后不再纳入公司财务报表合并范围, 公司业绩有所下滑。根据公司公告, 2022 年公司实现营业收入 67.07 亿元, 较上年下降 67.43%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.23 亿元, 较上年下降 83.06%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.18 亿元, 较上年下降 42.54%; 实现每股收益 0.05 元, 较上年下降 82.76%。
- 公司垃圾焚烧主业稳步增长, 境外项目相继投运带来新动能。** 2022 年全年, 公司境内外各运营(含试运营)垃圾焚烧发电项目合计实现生活垃圾入库量约 491 万吨, 同比增长 20%; 实现上网电量约 13.6 亿度, 同比增长 27%; 公司越南河内项目、深圳天楹提标改造项目、重庆铜梁项目一期、陕西蒲城项目一期以及宁夏固原项目一期相继投入运营。我们认为未来随着新项目的取得以及在建项目投产, 公司垃圾焚烧规模将得到进一步提升, 支撑公司业绩稳定增长。
- 新能源业务高速增长, 重力储能持续推进。** 2022 年公司已成功实现总部园区 3.1MW 屋顶分布式光伏项目、菏泽能楹 5.9MW 分布式光伏项目以及菏泽光楹 5.5MW 分布式光伏项目并网发电。与此同时, 公司也在加速推进如东 100MWh 重力储能项目。2022 年 9 月, 公司与通辽市人民政府、中国投资协会达成战略合作, 在“十四五”期间共同打造通过千万千瓦级风光储氢氨一体化零碳产业园, 公司计划利用新能源配重力储能, 发展氨为储氢介质, 贯通可再生能源、储能、氢能和传统产业, 开发出一条符合我国能源结构特点的“清洁高效绿氨合成-安全低成本储运氨-无碳高效氨氢利用”的全链条“氨-氢”绿色碳循环经济路线, 展现了公司“环保+新能源”双引擎驱动战略的发展方向, 并对公司新能源业务发展和经营业绩提升产生积极影响。
- 投资建议与估值:** 公司出售资产造成公司业绩短期波动, 我们根据公司经营情况, 调整盈利预测, 我们预计 2023 年-2025 年的营业收入分别为 67.03 亿元、104.83 亿元、121.78 亿元, 增速分别为-0.1%、56.4%、16.2%, 归母净利润分别为 5.46 亿元、7.84 亿元、9.85 亿元, 增速分别为 342%、43.6%、25.6%, 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		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	2,453.35	营业收入(百万元)	20,593	6,707	6,703	10,483	12,178
52 周内股价区间(元):	3.95-7.42	(+/-)YOY(%)	-5.8%	-67.4%	-0.1%	56.4%	16.2%
总市值(百万元):	11,685.09	净利润(百万元)	729	123	546	784	985
总资产(百万元):	26,892.95	(+/-)YOY(%)	11.5%	-83.1%	342.0%	43.6%	25.6%
每股净资产(元):	4.11	全面摊薄 EPS(元)	0.29	0.05	0.22	0.31	0.39
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	14.1%	19.6%	22.3%	21.0%	21.1%
		净资产收益率(%)	6.7%	1.2%	5.2%	7.7%	10.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.05	0.22	0.31	0.39
每股净资产	4.08	4.20	4.03	3.87
每股经营现金流	0.24	0.27	0.65	0.75
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	101.40	21.41	14.91	11.87
P/B	1.24	1.10	1.15	1.20
P/S	0.25	0.25	0.16	0.14
EV/EBITDA	5.63	5.03	3.31	2.25
股息率%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.6%	22.3%	21.0%	21.1%
净利润率	1.8%	8.1%	7.5%	8.1%
净资产收益率	1.2%	5.2%	7.7%	10.1%
资产回报率	0.5%	2.2%	2.9%	3.3%
投资回报率	1.9%	3.7%	4.8%	5.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-67.4%	-0.1%	56.4%	16.2%
EBIT 增长率	-45.6%	49.5%	42.3%	18.4%
净利润增长率	-83.1%	342.0%	43.6%	25.6%
偿债能力指标				
资产负债率	60.6%	54.7%	55.4%	55.8%
流动比率	0.7	0.5	0.7	0.8
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.7
现金比率	0.2	0.1	0.2	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	123.1	81.5	75.6	93.4
存货周转天数	28.6	17.9	18.9	21.8
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	3.4	3.2	5.0	6.5

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	123	546	784	985
少数股东损益	-2	0	0	0
非现金支出	666	453	533	714
非经营收益	554	146	89	58
营运资金变动	-748	-474	225	143
经营活动现金流	594	670	1,631	1,900
资产	-3,807	-899	-715	-705
投资	-440	-10	-5	-7
其他	12	-456	131	152
投资活动现金流	-4,235	-1,364	-589	-561
债权募资	1,367	-819	0	0
股权募资	42	0	0	0
其他	-260	275	-205	-205
融资活动现金流	1,149	-544	-205	-205
现金净流量	-2,456	-1,238	837	1,134

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,707	6,703	10,483	12,178
营业成本	5,392	5,208	8,282	9,614
毛利率%	19.6%	22.3%	21.0%	21.1%
营业税金及附加	48	75	110	117
营业税金率%	0.7%	1.1%	1.0%	1.0%
营业费用	46	11	17	19
营业费用率%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	433	416	650	765
管理费用率%	6.5%	6.2%	6.2%	6.3%
研发费用	65	32	60	82
研发费用率%	1.0%	0.5%	0.6%	0.7%
EBIT	718	1,073	1,526	1,807
财务费用	152	207	200	195
财务费用率%	2.3%	3.1%	1.9%	1.6%
资产减值损失	-6	-6	-6	-6
投资收益	-332	84	131	152
营业利润	233	876	1,338	1,616
营业外收支	18	-10	-12	-4
利润总额	250	866	1,326	1,613
EBITDA	1,309	1,519	2,053	2,515
所得税	129	320	542	628
有效所得税率%	51.4%	37.0%	40.9%	38.9%
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司所有者净利润	123	546	784	985

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,958	720	1,557	2,692
应收账款及应收票据	2,266	1,510	2,180	3,130
存货	422	255	429	574
其它流动资产	1,314	1,371	1,666	1,935
流动资产合计	5,960	3,856	5,832	8,331
长期股权投资	247	247	247	247
固定资产	1,969	2,122	2,095	1,887
在建工程	957	1,257	1,457	1,657
无形资产	13,366	13,366	13,366	13,366
非流动资产合计	20,508	21,493	21,665	21,658
资产总计	26,468	25,349	27,496	29,989
短期借款	2,686	2,686	2,686	2,686
应付票据及应付账款	2,989	1,803	2,886	4,002
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,757	2,583	2,864	3,255
流动负债合计	8,431	7,073	8,436	9,944
长期借款	3,130	2,330	2,330	2,330
其它长期负债	4,468	4,468	4,468	4,468
非流动负债合计	7,598	6,798	6,798	6,798
负债总计	16,030	13,871	15,234	16,742
实收资本	356	356	356	356
普通股股东权益	10,291	10,595	10,168	9,775
少数股东权益	147	884	2,094	3,472
负债和所有者权益合计	26,468	25,349	27,496	29,989

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：	类别	评级	说明
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经营范围包括证券投资咨询业务。