



传统业务有望逐步放量，重力储能项目进展顺利

——中国天楹（000035.SZ）三季度点评报告

事件

10月28日公司发布2022年三季度报告，2022年前三季度实现营收38.67亿元，同比-77.67%；归母净利润1.26亿元，同比-76.69%。其中，2022年Q3实现营收13.61亿元，同比-76.73%，归母净利润0.02亿元，同比-98.91%。

点评

前三季度公司毛利率同比提升，营收同比下滑。1、公司营收及归母净利润方面：2022年前三季度公司营收/归母净利润分别同比-77.67%/-76.69%。公司营收同比大幅下滑主要是由于 Urbaser 剥离，业务量下滑所致。2、公司盈利能力方面：1) 2022年前三季度公司毛利率、净利率为 19.00%、3.37%，分别同比+3.77pct、-0.47pct。公司毛利率同比大幅上涨是由于 Urbaser 相关业务毛利率较低，剥离 Urbaser 后公司毛利率有所提升；2) 2022年前三季度公司销售、管理、财务、研发费用率为 0.89%、8.74%、3.98%、0.94%，同比+0.77pct/+3.40pct/+0.02pct/+0.73pct。3、经营性净现金流方面：截至2022年Q3，公司经营性净现金流为0.01亿元。主要是由于公司存货增加以及重力储能如东项目建设所致。

Q3单季度营收低于预期，费用率有所攀升。1、公司营收及归母净利润方面：Q3公司营收/归母净利润分别同比-76.73%/-98.91%。归母净利润下降主要是由于Q3管理费用增加所致。2、公司费用方面：1) 管理费用上涨，Q3管理费用为1.47亿元，环比+30.20%。2) Q3公司财务费用为0.69亿元，环比+99.77%。主要是由于公司Q3贷款增加所致。我们认为，随着公司内部管理架构的不断完善，管理费用率有望下降。公司在建项目逐步落地，营收有望提高。

传统环保业务相对稳定，垃圾发电项目逐步落地。Q3公司环保业务多点开花。1、根据公司公告，公司与宜昌市拟投资建设10亿元再生资源回收体系项目。在固废处理及设备方面，公司固废处理能力获得认可，有望斩获宜昌市固废处置装备及废弃物处理订单。2、公司与元氏县签订农村环卫一体化项目合同，三年托管总费用为0.64亿元。3、四季度公司垃圾发电项目逐步完工，公司日处理量有望增加，Q4营收有望提升。

重力储能进展符合预期，下游客户认可度提高。1、公司Q3单季度重力储能项目合作框架协议装机量共计为3GWh。具体来看，1) 公司与国家电投集团浙江新能源有限公司签订合作框架协议，三年内在长三角地区建设重力储能不低于1GWh；2) “十四五”期间通过重力储能建设项目装机量为2GWh。公司重力储能下游业务拓展顺利，从公司与多家企业和多地政府的合作框架协议反映出需求端对于重力储能的认可。2、从其他新能源业务来看，Q3单季度公司合计绿电项目5GW、绿氢5万吨/年、绿氨30万吨/年。

投资建议

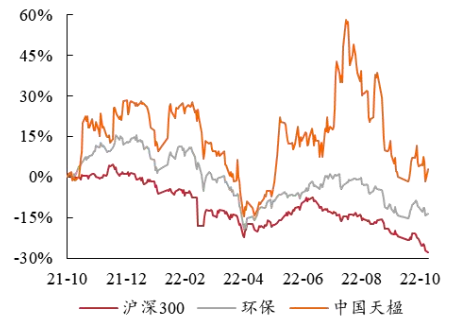
公司传统业务相对稳定，重力储能进展顺利。Q3业绩不及预期，环比增速下滑，对于2022年全年业绩影响较大。我们给予公司2022/2023/2024年EPS的预测分别为0.16/0.33/0.57元，基于10月31日收盘价4.83元，对应的PE分别为31.02X/14.64X/8.45X。我们给予“推

评级 推荐

报告作者

作者姓名 段小虎
资格证书 S1710521080001
电子邮箱 duanxh@easec.com.cn
联系人 柴梦婷
电子邮箱 chaimt@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	2523.78
流通A股/B股(百万股)	2453.35/0.00
资产负债率(%)	58.95
每股净资产(元)	4.09
市净率(倍)	1.18
净资产收益率(加权)	1.18
12个月内最高/最低价	7.42/4.01

相关研究

《垃圾发电扬帆出海，重力储能静待花开》
2022.09.04
《重力储能行业深度报告——乘风光大基地建设之东风，重力储能未来可期》
2022.08.09

荐”评级。

风险提示

重力储能技术发展不及预期;垃圾焚烧发电项目建设完工不及预期;
储能政策推进不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20592.67	5500.00	9452.00	16019.23
增长率(%)	-5.83	-73.29	71.85	69.48
归母净利润	728.98	392.94	832.76	1443.24
增长率(%)	11.54	-46.10	111.93	73.31
EPS(元/股)	0.29	0.16	0.33	0.57
市盈率(P/E)	20.59	31.02	14.64	8.45
市净率(P/B)	1.39	1.11	1.03	0.92

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测(参考股价为 2022/10/31 收盘价 4.83 元)

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20592.67	5500.00	9452.00	16019.23
%同比增速	-5.83%	-73.29%	71.85%	69.48%
营业成本	17683.30	4313.10	7119.76	12073.29
毛利	2909.37	1186.90	2332.24	3945.94
%营业收入	14.13%	21.58%	24.67%	24.63%
税金及附加	270.90	72.05	123.82	211.45
%营业收入	1.32%	1.31%	1.31%	1.32%
销售费用	33.37	55.00	141.78	240.29
%营业收入	0.16%	1.00%	1.50%	1.50%
管理费用	1291.67	357.50	567.12	881.06
%营业收入	6.27%	6.50%	6.00%	5.50%
研发费用	56.20	82.50	189.04	400.48
%营业收入	0.27%	1.50%	2.00%	2.50%
财务费用	622.11	136.44	202.88	245.27
%营业收入	3.02%	2.48%	2.15%	1.53%
资产减值损失	-8.72	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-23.41	0.00	0.00	0.00
其他收益	95.16	22.00	37.81	64.08
投资收益	460.59	85.96	135.89	207.43
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-32.10	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-10.33	0.00	0.00	0.00
营业利润	1116.31	591.37	1281.30	2238.90
%营业收入	5.42%	10.75%	13.56%	13.98%
营业外收支	43.70	25.00	25.00	25.00
利润总额	1160.00	616.37	1306.30	2263.90
%营业收入	5.63%	11.21%	13.82%	14.13%
所得税费用	291.96	154.09	326.57	565.97
净利润	868.05	462.28	979.72	1697.92
%营业收入	4.22%	8.41%	10.37%	10.60%
归属于母公司的净利	728.98	392.94	832.76	1443.24
%同比增速	11.54%	-46.10%	111.93%	73.31%
少数股东损益	139.06	69.34	146.96	254.69
EPS (元/股)	0.29	0.16	0.33	0.57

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.29	0.16	0.33	0.57
BVPS	4.33	4.36	4.69	5.26
PE	20.59	31.02	14.64	8.45
PEG	1.78	—	0.13	0.12
PB	1.39	1.11	1.03	0.92
EV/EBITDA	5.09	15.47	9.96	6.38
ROE	7%	4%	7%	11%
ROIC	6%	3%	5%	7%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3876	2869	3502	5778
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1251	1529	2986	4667
存货	496	223	568	438
预付账款	328	78	128	217
其他流动资产	826	653	648	762
流动资产合计	6777	5352	7833	11863
长期股权投资	296	346	396	446
投资性房地产	206	189	175	164
固定资产合计	2003	2671	3383	3730
无形资产	10861	11361	11861	12361
商誉	66	66	76	86
递延所得税资产	52	52	52	52
其他非流动资产	4238	4375	4517	4644
资产总计	24499	24413	28292	33347
短期借款	1532	2032	2532	3032
应付票据及应付账款	2560	914	1855	2840
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	165	388	570	966
应交税费	165	303	473	801
其他流动负债	1228	1284	1389	1535
流动负债合计	5650	4920	6818	9174
长期借款	3796	4296	5296	6296
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	46	46	46	46
其他非流动负债	3855	3857	3858	3860
负债合计	13347	13119	16018	19375
归属于母公司的所有	10935	11008	11840	13284
少数股东权益	217	286	433	688
股东权益	11152	11294	12274	13972
负债及股东权益	24499	24413	28292	33347

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	2525	178	1026	2207
投资	7217	-83	-85	-89
资本性支出	-2512	-1655	-1685	-1235
其他	-1	85	135	207
投资活动现金流净额	4704	-1653	-1635	-1117
债权融资	-9572	2	2	2
股权融资	64	-80	0	0
银行贷款增加(减少)	5494	1000	1500	1500
筹资成本	-887	-453	-260	-315
其他	-1212	-1	0	0
筹资活动现金流净额	-6113	467	1241	1186
现金净流量	837	-1007	633	2276

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

段小虎，东亚前海证券新兴产业组首席与电新组首席，兼任海外首席。研究所助理总经理/执行董事。复旦大学与巴黎第一大学硕士。曾获2017年新财富第2名，水晶球奖第4名，中国证券业金牛分析师第4名；2018年新财富第4名，2018年Wind金牌分析师第3名。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>