

## 环保业务稳定支撑，重力储能有序推进

证券研究报告

2023年05月03日

## 中国天楹（000035.SZ）22 年年报及 23 年一季报点评

## 核心结论

**事件：**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。22 年公司实现营收 67.07 亿元，同比-67.43%；归母净利润 1.23 亿元，同比-83.06%。若剔除公司于 22 年 11 月出售 Geesink Norba Holding B.V.（简称“GNG”）100%股权所导致 3.2 亿元非经常性投资损失等因素，公司 22 年与 22Q4 扣非后归母净利润为 4.18/3.29 亿元，同比-42.54%/+87.14%，Q4 业绩显著改善。23 年 Q1 实现营业收入 11.17 亿元，同比-7.28%，环比-60.68%，主要系出售 GNG 股权；归母净利润 0.46 亿元，同比+7.62%，环比扭亏。

**公司盈利能力显著回升。**22 年公司综合毛利率为 19.60%，同比+5.47pct；净利率为 1.81%，同比-2.41pct。23 年 Q1 毛利率、净利率分别为 23.64%/4.41%，同比+5.48pct/+1.00pct，环比+3.23pct/+4.72pct。受益于 Urbaser、GNG 剥离后城市环境服务和垃圾处理业务毛利率提升，22 年和 23 年 Q1 公司综合盈利能力明显改善。

**环保业务：发挥“压舱石”作用。**22 年垃圾处理、城市环境服务业务、环保设备及其他收入 15.59/8.98/42.50 亿元，同比-72.71%/-90.12%/+0.81%。22 年公司境内外生活垃圾入库量约 491 万吨，同比+20%，上网电量约 13.6 亿度，同比+27%，越南河内、深圳天楹提标改造等项目相继投入运营。此外，公司在医疗废弃物处置领域实现全国成规模布点。

**重力储能：如东项目有望 23 年下半年投入运营，更多项目正在积极推进中。**22 年启动建设位江苏如东 100MWh 重力储能发电项目，我们预计项目有望于 23 年下半年建成并网。此外，公司正积极推进通过、毕节、乌拉特中旗等地重力储能项目，并扩大与其他地方政府在新能源领域的合作。

**投资建议：**预计 23-25 年公司归母净利润为 4.56/7.34/10.67 亿元，同比+269.0%/+61.1%/+45.4%，对应 PE 为 25.6/15.9/11.0，维持“买入”评级。

**风险提示：**环保业务下滑风险；重力储能项目进度不及预期、成本超预期。

## 核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20,593	6,707	7,085	8,325	10,385
增长率	-5.8%	-67.4%	5.6%	17.5%	24.7%
归母净利润（百万元）	729	123	456	734	1,067
增长率	11.5%	-83.1%	269.0%	61.1%	45.4%
每股收益（EPS）	0.29	0.05	0.18	0.29	0.42
市盈率（P/E）	16.0	94.6	25.6	15.9	11.0
市净率（P/B）	0.2	0.2	0.9	0.8	0.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

## 公司评级

## 买入

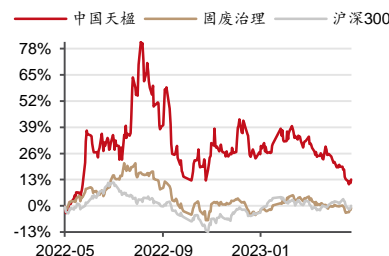
股票代码 000035.SZ

前次评级 买入

评级变动 维持

当前价格 4.63

## 近一年股价走势



## 分析师

杨敬梅 S0800518020002

021-38584220

yangjingmei@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

中国天楹：盈利短期承压，重力储能项目稳步推进—中国天楹（000035.SZ）2022 年三季报点评 2022-11-01

中国天楹：业绩符合预期，新能源业务高速发展—中国天楹（000035）2022 中报点评 2022-08-31

中国天楹：环保提供安全边际，储能—中国天楹（000035.SZ）首次覆盖深度报告 2022-07-01

## 索引

### 内容目录

一、 业绩短期承压，看好 23 年复苏 .....	3
二、 环保业务稳定支撑，重力储能前景可期 .....	4

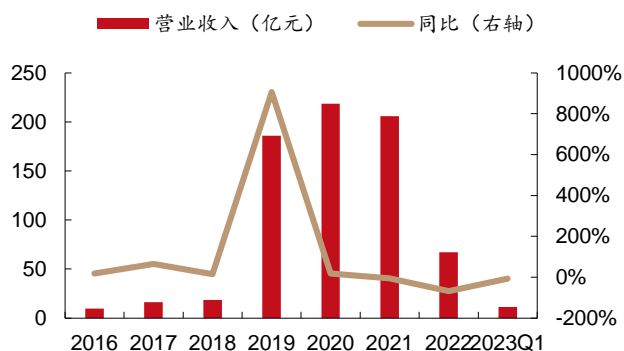
### 图表目录

图 1: 22 年公司营业收入同比下降 67.43%.....	3
图 2: 22 年公司归母净利润同比下降 83.06% .....	3
图 3: 22 年公司毛利率、净利率为 19.60%/1.81% .....	4
图 4: 22 年公司期间费用率为 9.42%，同比-0.04pct.....	4
表 1: 公司重力储能项目汇总 .....	4

## 一、业绩短期承压，看好23年复苏

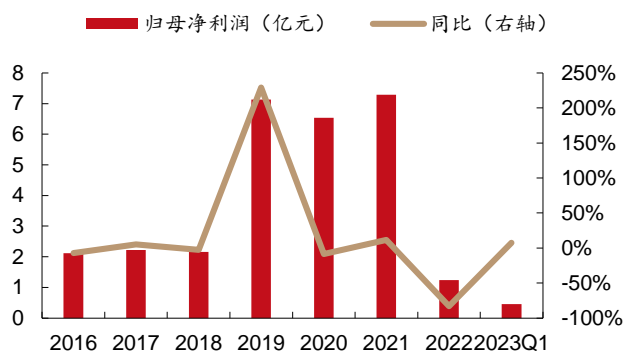
22年业绩受海外资产剥离影响阶段性承压，23年业绩有望逐步修复。公司发布2022年年报及2023年一季报。22年公司实现营收67.07亿元，同比-67.43%；归母净利润1.23亿元，同比-83.06%。若剔除公司于22年11月出售Geesink Norba Holding B.V.（简称“GNG”）100%股权所导致3.2亿元非经常性投资损失等因素，公司22年与22Q4扣非后归母净利润为4.18/3.29亿元，同比-42.54%/+87.14%，Q4业绩显著改善。23年Q1实现营业收入11.17亿元，同比-7.28%，环比-60.68%，主要系出售GNG股权；归母净利润0.46亿元，同比+7.62%，环比扭亏。

图1：22年公司营业收入同比下降67.43%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：22年公司归母净利润同比下降83.06%

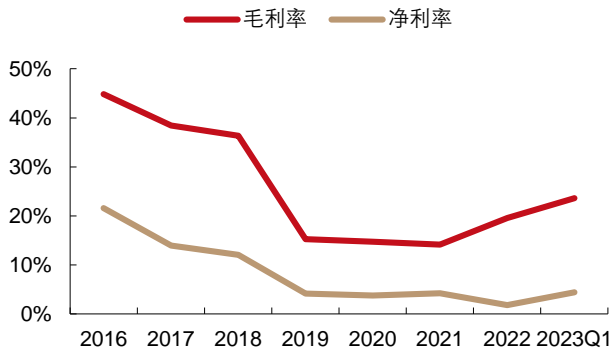


资料来源：Wind，西部证券研发中心

公司盈利能力显著回升。22年公司综合毛利率为19.60%，同比+5.47pct；净利率为1.81%，同比-2.41pct。23年Q1毛利率、净利率分别为23.64%/4.41%，同比+5.48pct/+1.00pct，环比+3.23pct/+4.72pct。受益于Urbaser、GNG剥离后城市环境服务和垃圾处理业务毛利率提升，22年和23年Q1公司综合盈利能力明显改善。

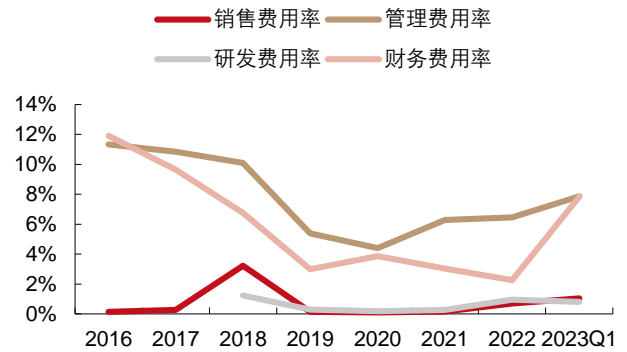
22年公司期间费用率有所下降，研发费用率同比+0.69pct。22年公司销售费用率为0.69%，同比+0.53pct，主要系国内外新业务拓展力度加大所致；管理费用率为6.46%，同比+0.18pct，财务费用率为2.27%，同比-0.75pct，二者均受Urbaser、GNG出表影响；研发费用率为0.96%，同比+0.69pct；22年公司三大期间费用率（不含研发费用）合计9.42%，同比-0.04pct。23年Q1销售费用率为1.04%，同比-0.04pct；管理费用率为7.87%，同比+1.38pct；财务费用率为7.84%，同比+3.67pct；研发费用率为0.80%，同比-0.84pct；三大期间费用率（不含研发费用）合计16.75%，同比+5.01pct。

图 3：22 年公司毛利率、净利率为 19.60%/1.81%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：22 年公司期间费用率为 9.42%，同比-0.04pct



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 二、环保业务稳定支撑，重力储能前景可期

**环保业务：发挥“压舱石”作用。**22 年垃圾处理、城市环境服务业务、环保设备及其他收入 15.59/8.98/42.50 亿元，同比-72.71%/-90.12%/+0.81%。22 年公司境内外生活垃圾入库量约 491 万吨，同比+20%，上网电量约 13.6 亿度，同比+27%，越南河内、深圳天楹提标改造等项目相继投入运营。此外，公司在医疗废弃物处置领域实现全国成规模布点。

**重力储能：如东项目有望 23 年下半年投入运营，更多项目正在积极推进中。**22 年启动建设位江苏如东 100MWh 重力储能发电项目，我们预计项目有望于 23 年下半年建成并网。此外，公司正积极推进通辽、毕节、乌拉特中旗等地重力储能项目，并扩大与其他地方政府在新能源领域的合作。

表 1：公司重力储能项目汇总

序号	日期	战略合作方	合作内容	规模
1	2021/11/11	如东县人民政府 中国天楹股份有限公司	新能源产业投资	甲方优先将如东县十四五规划新增的滩涂光伏发电资源的 20%配置给乙方；优先同意乙方参股开发如东十四五海上风电项目，参股比例不高于 20%；中国天楹牵头重力储能试点项目及其装备制造项目的开发研究和落地实施；中国天楹可以联合如东国有企业在如东县建设区域原中心，包含：储能中心(重力加速储能项目)、氢能中心(可再生绿氢制合成氨技术)、零碳能源互联网中心和智能网联中心（未来城市虚拟电厂）。
2	2022/1/30	控股子公司 Atlas Renewable LLC 重力储能技术开发商 Energy Vault,Inc.	技术许可使用协议	EV 授权 Atlas 在中国区（含中国香港和中国澳门）独家使用许可技术建造和运营重力储能系统（“GESS”）设施。
3	2022/4/16	中国投资协会能源投资专业委员会 中国三峡建工（集团）有限公司 中建七局新能（上海）建设有限公司 阿特拉斯（江苏）新能源科技有限公司（中国天楹控股子公司）	能源市场开发	四方合作范围聚焦新能源领域，包括但不限于水电、风电、光伏、储能技术（重力储能）等新能源项目，尾矿治理，建筑垃圾及综合资源回收，同时涉及上述领域的新型材料研发、装备制造、科研产业化和技术服务等。
4	2022/5/16	中国天楹股份有限公司 国网江苏综合能源服务有限公司	重力储能技术研究与项目开发	共同推进建设如东 100MWh 用户侧重力储能示范项目。
5	2022/6/1	阿特拉斯（江苏）新能源科技有限公司（中	能源市场开发	双方围绕重力储能+光伏、风电、水电、核电、生态修复、尾矿治理、

4 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

序号	日期	战略合作方	合作内容	规模
		国天楹控股子公司) 中电建水电开发集团有限公司		建筑垃圾等零碳能源+资源综合利用的解决方案,全面开展合作。力争在“十四五”期间在全国共同开发投资不少于2GW的重力储能电站。
6	2022/8/11	湖北省宜昌市人民政府 中国天楹股份有限公司	湖北省宜昌市人民政府中国天楹股份有限公司	再生资源回收体系项目,计划投资10亿元;新能源项目,包含:储能中心、氢能中心、零碳能源互联网中心和智能网联中心;“无废城市”项目。
7	2022/8/13	国家电投集团浙江新能源有限公司 中国天楹股份有限公司	国内开发建设重力储能、光伏、风电、综合智慧能源等电力能源项目	争取在三年内,通过双方有效合作,在长三角地区获取不低于1GWh重力储能项目、5GW绿电项目,并就如东重力储能项目、滩涂光伏项目优先开展合作。
8	2022/9/9	通辽市人民政府 中国投资协会 中国天楹股份有限公司	通辽千万千瓦级风光储氢氨一体化零碳产业园	将在“十四五”期间共同打造通辽千万千瓦级风光储氢氨一体化零碳产业园,其中风电装机6GW、光伏装机4GW、重力储能规模2GWh、绿氢产能5万吨/年、绿氨30万吨/年,总投资600亿元;再投资100亿元打造零碳产业装备制造中心。
9	2022/11/9	贵州省毕节市人民政府 中国三峡建工(集团)有限公司 新加坡能源国际能源投资公司 (SPIEnergyInvestmentsPte.Ltd.) 中建七局新能(上海)建设有限公司 阿特拉斯(江苏)新能源科技有限公司(中国天楹控股子公司)	毕节市“风光水储”一体化能源基地	建设不低于40万千瓦时的重力储能项目,并依据装机容量按照每5亿元固定资产投资额匹配100万千瓦的新能源指标(光伏、风电),装机规模上限不超过200万千瓦,同步建设装机总容量约150万千瓦的抽水蓄能项目。
10	2023/3/16	内蒙古自治区乌拉特中旗人民政府	乌拉特中旗重力储能项目	在乌拉特中旗落地重力储能项目,服务于乌拉特中旗新能源基地建设,以及矿山治理和生态修复。该项目总装机容量不低于2GWh,其中第一期为100MWh,二期和三期分别为1GWh。中国天楹同时在本地投资开发与重力储能相关的装备制造产业。

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3,876	1,958	4,416	3,971	5,037	营业收入	20,593	6,707	7,085	8,325	10,385
应收款项	1,783	2,615	1,810	1,925	2,889	营业成本	17,683	5,392	5,554	6,458	7,944
存货净额	496	422	272	334	474	营业税金及附加	271	48	50	58	73
其他流动资产	622	965	1,122	903	997	销售费用	33	46	71	83	104
<b>流动资产合计</b>	<b>6,777</b>	<b>5,960</b>	<b>7,621</b>	<b>7,134</b>	<b>9,397</b>	管理费用	1,348	498	553	566	706
固定资产及在建工程	2,424	2,926	2,797	2,657	2,510	财务费用	622	152	222	130	132
长期股权投资	296	247	247	247	247	其他费用/(-收入)	(481)	337	(96)	(78)	(52)
无形资产	10,948	13,444	13,651	14,108	15,045	<b>营业利润</b>	<b>1,116</b>	<b>233</b>	<b>732</b>	<b>1,108</b>	<b>1,478</b>
其他非流动资产	4,055	3,892	4,341	4,101	4,089	营业外净收支	44	18	64	42	41
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,722</b>	<b>20,508</b>	<b>21,035</b>	<b>21,113</b>	<b>21,890</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,160</b>	<b>250</b>	<b>795</b>	<b>1,149</b>	<b>1,519</b>
<b>资产总计</b>	<b>24,499</b>	<b>26,468</b>	<b>28,656</b>	<b>28,247</b>	<b>31,287</b>	所得税费用	292	129	278	345	380
短期借款	1,532	2,686	2,571	2,263	2,507	<b>净利润</b>	<b>868</b>	<b>122</b>	<b>517</b>	<b>805</b>	<b>1,139</b>
应付款项	3,812	5,353	4,403	4,293	5,792	少数股东损益	139	(2)	61	71	73
其他流动负债	307	392	357	352	367	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>729</b>	<b>123</b>	<b>456</b>	<b>734</b>	<b>1,067</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,650</b>	<b>8,431</b>	<b>7,331</b>	<b>6,908</b>	<b>8,666</b>						
长期借款及应付债券	5,027	4,224	3,673	3,553	3,550	<b>财务指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他长期负债	2,670	3,374	3,857	3,301	3,511	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>7,697</b>	<b>7,598</b>	<b>7,531</b>	<b>6,853</b>	<b>7,061</b>	ROE	6.4%	1.2%	3.8%	5.3%	7.3%
<b>负债合计</b>	<b>13,347</b>	<b>16,030</b>	<b>14,862</b>	<b>13,761</b>	<b>15,727</b>	毛利率	14.1%	19.6%	21.6%	22.4%	23.5%
股本	356	356	2,524	2,524	2,524	营业利润率	5.4%	3.5%	10.3%	13.3%	14.2%
股东权益	11,152	10,438	13,794	14,486	15,560	销售净利率	4.2%	1.8%	7.3%	9.7%	11.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24,499</b>	<b>26,468</b>	<b>28,656</b>	<b>28,247</b>	<b>31,287</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	-5.8%	-67.4%	5.6%	17.5%	24.7%
						营业利润增长率	-1.3%	-79.2%	214.3%	51.4%	33.5%
						归母净利润增长率	11.5%	-83.1%	269.0%	61.1%	45.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	54.5%	60.6%	51.9%	48.7%	50.3%
						流动比	1.20	0.71	1.04	1.03	1.08
						速动比	1.11	0.66	1.00	0.98	1.03
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.29	0.05	0.18	0.29	0.42
						BVPS	4.33	4.08	5.38	5.63	6.03
						<b>估值</b>					
						P/E	16.0	94.6	25.6	15.9	11.0
						P/B	0.2	0.2	0.9	0.8	0.8
						P/S	0.6	1.7	1.6	1.4	1.1

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 西部证券—投资评级说明

行业评级	<b>超配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	<b>中配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	<b>低配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	<b>买入:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	<b>增持:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	<b>中性:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	<b>卖出:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 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。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。

## 联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。