

2023年12月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

重力储能获能源局认可，示范项目并网在即

—中国天楹（000035.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）事件

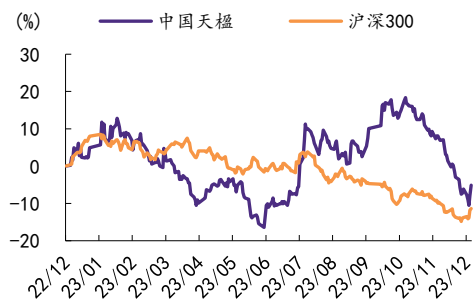
分析师：宝幼琛 S1050521110002
baoyc@cfsc.com.cn
分析师：任春阳 S1050521110006
rency@cfsc.com.cn

基本数据

2023-12-29

当前股价（元）	4.94
总市值（亿元）	125
总股本（百万股）	2524
流通股本（百万股）	2453
45 周价格范围（元）	4.23-5.99
日均成交额（百万元）	142

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《中国天楹（000035）：三季度业绩大增超预期，第二曲线业绩释放在即》2023-11-02
- 2、《中国天楹（000035）：重力储能打通风光储产业链，第二曲线业绩释放在即》2023-09-15
- 3、《中国天楹（000035）：重力储能获国家能源局认可，第二增长曲线开始发力》2023-08-03

1) 12月22日公司公告，全资子公司江苏能楹与国能(浙江温州)能源有限公司、国网浙江省电力有限公司温州供电公司、国网浙江省电力有限公司电力科学研究院共同签署了《温州山体式重力储能项目合作框架协议》；2) 12月27日国家能源局综合司公示56个新型储能试点示范项目，公司2个项目入选。对此，我们点评如下：

投资要点

■ 如东和张掖项目入选，重力储能再获国家能源局认可

为充分发挥示范项目引领带动作用，推动新型储能多元化高质量发展，国家能源局组织开展了新型储能试点示范项目申报和评选工作，12月27日国家能源局综合司公示了56个新型储能试点示范项目，其中如东县26MW/100MWh重力储能项目以及张掖17MW/68MWh重力储能项目名列其中。这是继2023年7月27日国家能源局综合司将如东26MW/100MWh重力储能成套装备成功入选第三批能源领域首台（套）重大技术装备项目清单之后，再次对重力储能技术路线和公司项目的认可，有望打消市场的疑虑，促进公司框架订单的进一步推动实施。

■ 首个山体式重力储能项目，技术进一步完善

《温州山体式重力储能项目合作框架协议》的主要内容是四方针对温州电网调节能力不足的现状，面向分布式新能源可靠性、灵活性不足的问题，通过共同推进温州山体式重力储能项目落地，解决新型灵活资源或主体的市场机制、并网接入、调控优化、检修协调等问题。项目将建设15MW/60MWh山体式重力储能电站，预计总投资3.48亿元。在此项目中，公司将作为项目EPC总承包商，积极参与提供项目实施方案设计、科技项目申报等工作，力争将温州山体式重力储能项目打造成全国首台套产品及国家示范项目。区别与之前的塔式重力储能项目，这是公司落地的第一个山体式重力储能项目，说明公司重力储能技术进一步完善，有利于抓住更多的市场机遇。

■ 股权激励绑定核心员工利益，业绩考核高增长彰显未来发展信心

10月30日，公司董事会通过了《关于向激励对象授予股票期权的议案》，同意向373名激励对象授予5093万份股票期权，授予价格3.94元/股。业绩考核指引为2023-2026年净利润的触发值分别为5.46、8.38、12.57、18.85亿元，净利润目标值为7.98、11.97、17.96、26.93亿元，未来几年的年均复合增速高达50%。营业收入的触发值分别为73.70、96.48、115.91、139.36亿元，年均复合增速为23.66%，营收或者净利润触发值二者完成其一即可实现触发。股权激励绑定核心员工利益，利于公司长期发展；同时业绩考核指引高增长彰显出公司对未来发展充满信心。

■ 重力储能商业模式逐步清晰，第二曲线业绩释放在即

公司重力储能业务商业模式逐步清晰，主要分为以下几种：
1) BO模式：风光储一体化投资运营模式。通过重力储能获得地方政府风光指标，自己投资建设运营，比如张家口怀来100Mwh项目和金塔县150Mw/600Mwh项目等；
2) EPC模式：交钥匙模式，公司负责给风光发电项目以重力储能项目进行配储。公司总体负责项目的设计、建造、采购、施工，完成之后交给业主。
3) 电网测独立储能或共享储能中心模式，比如如东100MWH重力储能的示范项目。
4) 风光储氢氨一体化项目，由重力储能为“链主”和资源整合者，促进区域新能源消纳，打破氢能产业输运瓶颈，加快新型新能源体系建设。比如科左中旗风光储氢氨一体化产业园示范项目。2022年以来公司相继与三峡建工、中建七局、国网江苏综能、中电建水电、国家电投、通辽市、毕节市、怀来县等签订合作框架协议，合作内容仅重力储能项目订单（含框架协议）就超过10GWh，随着公司如东100MWh示范项目投产之后将会形成示范效益，公司的重力储能业务将会大范围铺开，第二增长曲线业绩释放在即。

■ 盈利预测

我们看好公司环保业务订单充足奠定业绩稳增长基本盘，同时重力储能业务有望带来较大业绩弹性。预计公司2023-2025年净利润分别为6.99、11.62、15.14亿元，EPS分别为0.28、0.46、0.60元，当前股价对应PE分别为17.8、10.7、8.2倍，维持公司“买入”评级

■ 风险提示

山体式重力储能技术不成熟的风险、重力储能技术及商业化低于预期的风险、环保项目获取及项目推进缓慢的风险、储能需求低于预期的风险等、行业竞争加剧、宏观经济下行风险等

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	6,707	7,384	9,919	11,663
增长率（%）	-67.4%	10.1%	34.3%	17.6%
归母净利润（百万元）	123	699	1,162	1,514
增长率（%）	-83.1%	466.0%	66.3%	30.3%
摊薄每股收益（元）	0.05	0.28	0.46	0.60
ROE（%）	1.2%	6.4%	9.8%	11.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	6,707	7,384	9,919	11,663
现金及现金等价物	1,958	2,414	2,412	3,063	营业成本	5,392	5,659	7,225	8,322
应收款	2,359	2,731	3,098	3,259	营业税金及附加	48	52	84	100
存货	422	438	501	531	销售费用	46	64	93	111
其他流动资产	1,221	1,033	1,438	1,702	管理费用	433	495	704	793
流动资产合计	5,960	6,617	7,448	8,556	财务费用	152	201	225	235
非流动资产:					研发费用	65	81	119	152
金融类资产	1	0	0	0	费用合计	696	841	1,141	1,290
固定资产	1,969	2,321	2,769	3,065	资产减值损失	-69	-51	-55	-58
在建工程	957	1,107	1,335	1,444	公允价值变动	4	3	4	5
无形资产	13,366	13,817	14,267	14,528	投资收益	-332	45	46	48
长期股权投资	247	268	280	295	营业利润	233	923	1,544	2,018
其他非流动资产	3,969	3,969	3,969	3,969	加:营业外收入	35	38	42	44
非流动资产合计	20,508	21,481	22,620	23,300	减:营业外支出	18	20	21	23
资产总计	26,468	28,098	30,068	31,856	利润总额	250	941	1,565	2,039
流动负债:					所得税费用	129	198	329	428
短期借款	2,686	2,982	3,185	3,376	净利润	122	744	1,236	1,611
应付账款、票据	2,989	2,847	3,224	3,300	少数股东损益	-2	45	74	97
其他流动负债	2,710	2,710	2,710	2,710	归母净利润	123	699	1,162	1,514
流动负债合计	8,431	8,633	9,228	9,501					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	3,130	4,025	4,512	4,870	成长性				
其他非流动负债	4,468	4,468	4,468	4,468	营业收入增长率	-67.4%	10.1%	34.3%	17.6%
非流动负债合计	7,598	8,493	8,980	9,338	归母净利润增长率	-83.1%	466.0%	66.3%	30.3%
负债合计	16,030	17,126	18,208	18,839	盈利能力				
所有者权益					毛利率	19.6%	23.4%	27.2%	28.6%
股本	2,524	2,524	2,524	2,524	四项费用/营收	10.4%	11.4%	11.5%	11.1%
股东权益	10,438	10,972	11,860	13,017	净利率	1.8%	10.1%	12.5%	13.8%
负债和所有者权益	26,468	28,098	30,068	31,856	ROE	1.2%	6.4%	9.8%	11.6%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	60.6%	61.0%	60.6%	59.1%
净利润	122	744	1236	1611	营运能力				
少数股东权益	-2	45	74	97	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
折旧摊销	555	642	693	752	应收账款周转率	2.8	2.7	3.2	3.6
公允价值变动	4	3	4	5	存货周转率	12.8	13.0	14.6	15.9
营运资金变动	-84	-296	-442	-374	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	594	1137	1566	2091	EPS	0.05	0.28	0.46	0.60
投资活动现金净流量	-4235	-522	-688	-420	P/E	101.0	17.8	10.7	8.2
筹资活动现金净流量	4097	981	341	95	P/S	1.9	1.7	1.3	1.1
现金流量净额	456	1,597	1,219	1,766	P/B	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 计算机&中小盘组介绍

宝幼琛：本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

许思琪：澳大利亚国立大学硕士。

周文龙：澳大利亚莫纳什大学金融硕士

张敏：清华大学理学博士

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见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任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。