

2018年07月16日

公司研究

评级：增持（下调）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002

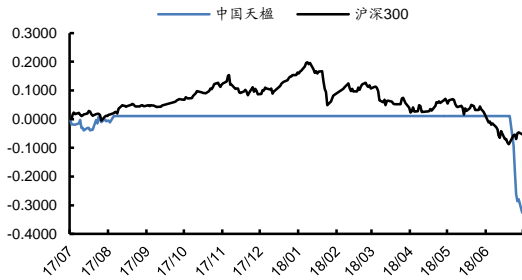
0755-83473923

证券分析师：任春阳 S0350517100002

021-68930177 rency@ghzq.com.cn

拟收购 Urbaser, 全球环境综合服务商逐步成型 ——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	-33.3	-33.3	-34.2
沪深 300	-7.5	-8.8	-6.2

市场数据 2018-07-16

当前价格（元）	4.48
52 周价格区间（元）	4.38 - 6.80
总市值（亿）	6054.82
流通市值（亿）	5233.20
总股本（亿）	135152.14
流通股（万股）	116812.58
日均成交额（百万）	6.49
近一月换手（%）	9.78

相关报告

《中国天楹（000035）2016 年报点评：业绩略低于预期，引进来与走出去具备看点》——2017-04-18

《中国天楹（000035）事件点评：首次中标环卫项目，完善固废全产业链》——2016-11-28

《中国天楹（000035）2016 年三季报点评：业绩平稳增长，外延并购加速》——2016-11-01

《中国天楹（000035）事件点评：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》——2016-09-26

《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》——

事件：

7月4日晚，公司公告重大资产重组预案：公司拟向华禹并购基金、中平投资等 26 名交易对手购买其持有的江苏德展 100% 股权，交易对价 88.82 亿元人民币，其中股份方式支付对价 64.04 亿元（发行股份购买资产的股票发行价格 5.89 元/股），现金方式支付对价 24.78 亿元。同时拟募集配套资金不超过 30.68 亿元。对此，我们点评如下：

投资要点：

■ 拟收购 Urbaser, 打造全球环境综合服务商

本次重大资产重组拟以发行股份及支付现金的方式购买江苏德展 100% 股权，从而间接收购 Urbaser 100% 股权。Urbaser 欧洲领先的综合环境管理服务平台，是全球固废领域技术最先进的企业之一，目前业务遍及全球 20 多个国家和地区，主要由智慧环卫、城市固废综合处理、工业再生资源回收处理以及水务综合管理四大业务板块构成。Urbaser 已经深耕城市固废综合管理 27 年，积累了先进的智慧环卫和城市固废综合处理技术工艺，具备全产业链服务优势，在全球固废领域有很强的品牌优势和市场影响力。此次交易对价 88.82 亿元，按 2018 年承诺净利润计算市盈率在 22.87 倍，估值有点偏高，但从 EV/EBITDA 为 8.03 的角度看，低于同行业。

我们认为此次收购，对公司打造全球环境服务商意义重大：1）进军全球环保产业。公司立志高远，胸怀天下。此前曾参与德国 EEW 的竞拍，虽然失败，但收购海外标的雄心不止。此次收购 Urbaser 后，公司业绩将遍及全球 30 多个国家和地区，公司及中国环保产业的国际影响力将大幅提升；2）完善产业链，实现业务协同。Urbaser 已形成覆盖“垃圾分类投放、道路清洁、垃圾分类收集、分类运输、垃圾中转、垃圾分选、垃圾分类处理及能源转化固废全产业链和工业再生资源回收处理服务、水务综合管理等综合环境服务模式，与公司形成业务协同，解决国内垃圾分类的行业难题；3）资金、市场优势互补。Urbaser 预计未来每年有 1.6 亿欧元稳定的现金流，再加上国外低成本的融资环境，能够有效缓解公司资金紧张且成本高的难题，另外上市公司和 Urbaser 可以利用双品牌战略拓展国内及一带一路国家的环保行业机会；4）2018-2020 年业绩承诺不低于

2016-08-29

4975/5127/5368 万欧元能够显著增厚公司业绩。公司将一跃成为全球知名的环境综合服务商。

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%。

■ 垃圾焚烧在手订单充足，环卫业务全国布局蓄势待发

公司主营业务垃圾焚烧发电，目前国内投运 10 个垃圾焚烧发电项目，日处理规模达到 8800 吨/日，目前国内在建和拟建项目 14 个，日处理规模 11200 吨/日)，同时公司垃圾焚烧发电业务在海外也实现了突破，目前在越南、约旦、新加坡、伊朗等地获取 4 个项目，日处理规模 6300 吨/日，在手未投产项目规模的 1.99 倍。公司在拓展垃圾焚烧发电业务的同时，往上游环卫业务拓展，目前已经在 26 个省份设立孙公司实现全国布局，同步拓展垃圾分类、收运、环卫等业务，目前已经获取郸城、固原、海安、项城、如皋、罗平县等地环卫项目，2017 年签订环卫项目订单额为 16.8 亿元，垃圾分类项目 94 个，覆盖 100 多万人口。公司环卫业务蓄势待发。

■ 股价具备多重安全边际，具备长期投资价值

公司股价具备多重安全边际：1) 大股东及员工持股要约收购 (10.33 亿元) 的价格为 6.84 元/股；2) 2017 年定增价格 6.60 元/股；3) 此次发行股份购买资产价格 5.89 元/股，目前股价 4.48 元，股价已经倒挂 23%-34%，具备一定的安全边际。作为国内知名的垃圾焚烧企业，通过“蛇吞象”逐步向着全球一流的环境综合服务商迈进，是国内环保行业具有雄心和魄力的公司，具备长期投资价值。

■ 盈利预测和投资评级：给予公司“增持”评级。我们看好公司的长期发展目标以及 Urbaser 收购之后带来的协同效应。暂不考虑此次发行股份购买资产对公司业绩及股本的影响，我们预计公司 2018-2020EPS 分别为 0.22、0.30、0.39 元，对应当前股价 PE 为 20、15、11 倍，给予公司“增持”评级。

■ 风险提示：重大资产重组失败的风险、市场订单获取及项目推进缓慢的风险、垃圾焚烧处理费下调的风险、Urbaser 收购之后协同效应低于预期风险、Urbaser 业绩承诺完不成风险、利率上行风险、海外市场拓展的不确定性风险、宏观经济下行的风险、大盘系统性风险

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	1612	1994	2629	3373
增长率 (%)	64%	24%	32%	28%
净利润 (百万元)	222	304	405	533
增长率 (%)	5%	37%	33%	32%
摊薄每股收益 (元)	0.18	0.22	0.30	0.39
ROE (%)	7.29%	9.06%	10.78%	12.43%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 中国天楹盈利预测表 (暂不考虑此次发行股份购买资产对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	000035.SZ				股价:	4.48		投资评级:	增持		日期:	2018-07-16			
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值				2017	2018E	2019E	2020E			
盈利能力					每股指标										
ROE	7%	9%	11%	12%	EPS	0.18				0.22	0.30	0.39			
毛利率	38%	40%	39%	39%	BVPS	2.44				2.46	2.75	3.14			
期间费率	23%	19%	19%	18%	估值										
销售净利率	14%	15%	15%	16%	P/E	24.97				19.95	14.97	11.37			
成长能力					P/B				1.84				1.82	1.63	1.43
收入增长率	64%	24%	32%	28%	P/S	3.44				3.04	2.30	1.80			
利润增长率	5%	37%	33%	32%											
营运能力					利润表 (百万元)				2017	2018E	2019E	2020E			
总资产周转率	0.20	0.22	0.26	0.29	营业收入				1612	1994	2629	3373			
应收账款周转率	4.30	4.06	4.06	4.06	营业成本				993	1205	1603	2063			
存货周转率	7.72	7.72	7.72	7.72	营业税金及附加				28	35	46	59			
偿债能力					销售费用				4	5	7	9			
资产负债率	63%	63%	63%	63%	管理费用				175	211	279	358			
流动比	0.76	0.64	0.54	0.52	财务费用				155	136	160	182			
速动比	0.71	0.59	0.48	0.46	其他费用 / (-收入)				(11)	(6)	(6)	(6)			
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润				290	395	528	695			
现金及现金等价物	1263	885	524	401	营业外净收支				1	2	2	2			
应收款项	375	491	647	830	利润总额				291	397	530	697			
存货净额	129	161	214	275	所得税费用				66	90	120	158			
其他流动资产	417	516	681	873	净利润				225	307	409	539			
流动资产合计	2183	2053	2066	2380	少数股东损益				3	4	5	6			
固定资产	1075	1642	2558	3577	归属于母公司净利润				222	304	405	533			
在建工程	2189	2389	2389	2189	现金流量表 (百万元)				2017	2018E	2019E	2020E			
无形资产及其他	2162	2362	2590	2811	经营活动现金流				35	491	740	977			
长期股权投资	5	5	5	5	净利润				225	307	409	539			
资产总计	8130	8968	10124	11478	少数股东权益				3	4	5	6			
短期借款	580	680	830	1030	折旧摊销				145	180	243	342			
应付款项	1118	1359	1808	2326	公允价值变动				3	4	4	4			
预收帐款	9	11	14	18	营运资金变动				(340)	(490)	(826)	(959)			
其他流动负债	1173	1173	1173	1173	投资活动现金流				3	(768)	(916)	(819)			
流动负债合计	2879	3223	3825	4547	资本支出				(1123)	(768)	(916)	(819)			
长期借款及应付债券	1185	1376	1526	1626	长期投资				0	0	0	0			
其他长期负债	1018	1018	1018	1018	其他				1126	0	0	0			
长期负债合计	2203	2394	2544	2644	筹资活动现金流				(415)	287	295	293			
负债合计	5082	5616	6369	7191	债务融资				25	291	300	300			
股本	1239	1352	1352	1352	权益融资				739	0	0	0			
股东权益	3048	3352	3756	4287	其它				(1179)	(4)	(5)	(7)			
负债和股东权益总计	8130	8968	10124	11478	现金净增加额				(377)	10	119	451			

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。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，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化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】

任春阳、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唯一参考因素，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。