

中国天楹 (000035)

收购海外优质资产 Urbaser，固废行业新龙头已现

深耕垃圾焚烧行业十二年，运营项目扎实技术行业领先。公司成立于 2006 年，实际控制人严圣军持股比例为 42.11%。公司深耕垃圾焚烧发电领域十余年，在吸收国外先进技术的基础上，自主开发加长干燥段三段式炉排的焚烧炉，完成了 800t/d 焚烧炉的设计和制造。经处理后，公司垃圾焚烧发电运营项目二噁英含量均可达欧盟 2000 标准。目前年处理垃圾 295 万吨，建成了一支高水平的运营管理团队，江苏天楹 2006 年取得第一个垃圾焚烧发电项目，目前在手和筹建项目已分部在全国十多个省市，行业经验丰富。自主开发焚烧炉等核心设备的技术优势，叠加运营经验丰富，促使公司毛利率高于行业平均。

垃圾焚烧行业产能缺口仍然很大，未来龙头市占率将逐步提升，公司凭借先进技术获取饱满订单。从中央环保督察的 31 个省区中，有 9 个省区被督察到有生活垃圾无害化能力不足的问题。虽然我国垃圾焚烧处理率提高迅速，但跟规划仍有较大差距。我们预计 2018-2020 年垃圾焚烧发电行业增速分别是 20%、22%和 23%。截至 2016 年底，我国垃圾焚烧企业 CR5 的市场占有率合计为 41%，与 CVA（美国垃圾焚烧龙头企业）67%的市占率相比仍有提升空间。截止 2017 年底，公司国内已运营项目日处理垃圾能力达 8400 吨，国内外在建和拟建项目日处理垃圾能力达 15850 吨，拟建/运营产能比例为 189%，位列同类上市公司第四，仍处于扩大规模第一梯队。

收购海外优质固废公司 Urbaser，着眼国内环卫+垃圾分类千亿级别市场。现金（24.78 亿元）+发行股份（64.04 亿元），88.82 亿元收购 Urbaser100% 股权，天楹实际控制人承诺 2018-2020 年业绩不低于 4975/5127/5368 万欧元。Urbaser 位于西班牙，深耕城市固废处理 27 载，世界排名第六，2017 年营收超过 120 亿。智慧环卫贡献营收毛利过半，毛利率保持稳定。客户以各国政府为主，核心商业模式为获取长期特许经营权。Urbaser 智慧环卫技术先进，补齐公司垃圾处理前端布局。扩大业务版图，实现公司全球业务的跨越式发展。融资优势明显，现金流良好，强强联合发挥协同效应。进入 2016 年，我国环卫市场化呈现出快速增长态势，合同金额同比 2015 年高达 223%。2017 年我国的环卫市场继续发力，预计到 2020 年，我国环卫市场可达 1735 亿元。公司通过收购 Urbaser，前端分类+智慧环卫+设备自造+后端垃圾焚烧处理全产业链打造完毕，有望凭借品牌及后端处理优势迅速抢占国内环卫市场。

盈利预测与评级：暂不考虑 Urbaser 并表，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.23、0.31、0.4 元/股，对应 PE 为 18 倍、13 倍、10 倍。考虑 2019 年 Urbaser 并表，不考虑配套融资增发股份情况，我们预计公司 2018-2020 年备考利润为 3.07、8.28、9.81 亿元，18-20 年 EPS 为 0.23、0.34、0.41 元/股，对应 PE 为 18、12、10 倍。给予“买入”评级。

风险提示：收购方案仍需得到证监会审批通过、新项目工程进度不及预期、人民币兑欧元大幅升值、产能利用率和吨垃圾处理费下降

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	980.50	1,611.81	1,787.61	2,276.70	2,819.01
增长率(%)	18.79	64.39	10.91	27.36	23.82
EBITDA(百万元)	437.27	545.22	679.31	813.57	970.24
净利润(百万元)	211.72	222.27	307.06	423.24	540.83
增长率(%)	(7.22)	4.98	38.15	37.84	27.78
EPS(元/股)	0.16	0.16	0.23	0.31	0.40
市盈率(P/E)	26.75	25.48	18.44	13.38	10.47
市净率(P/B)	2.75	1.88	1.31	1.19	1.07
市销率(P/S)	5.78	3.51	3.17	2.49	2.01
EV/EBITDA	7.42	5.84	8.02	7.54	6.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 公用事业/环保工程及服务

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 4.26 元

目标价格 6.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,351.52
流通 A 股股本(百万股)	1,281.10
A 股总市值(百万元)	5,757.48
流通 A 股市值(百万元)	5,457.47
每股净资产(元)	2.30
资产负债率(%)	62.02
一年内最高/最低(元)	6.05/3.95

作者

钟帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040004
zhongshuai@tfzq.com

何文雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120002
hewenwen@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 立足垃圾焚烧发电，打造固废全产业链城市环境服务运营商	5
1.1. 垃圾焚烧发电为本，固废产业链延伸	5
1.2. 垃圾焚烧发电运营+工程设备销售拉动增长	7
1.3. 经营性现金流健康，资产负债率有所上升，有息负债占比下降	8
2. 垃圾焚烧行业：产能缺口仍然很大，仍有巨大市场空间	9
2.1. 我国现状：17 年发展最快，低价竞争得到缓解	9
2.1. 行业认识误区：成长期已过	10
2.2. 竞争格局：目前相对分散，预计未来龙头市占率将逐步提升	12
2.3. 未来发展新趋势：原址上的新拓建项目涌出	13
3. 垃圾焚烧处理技术领先，在手订单饱满，运营扩张保障业绩	13
3.1. 焚烧炉等核心设备自主开发，二次排放污染小，研发费用资本化比例高	13
3.2. 自产设备助毛利率高于行业平均，叠加丰富运营经验，优化项目建设运营	16
3.3. 垃圾焚烧发电规模稳步增长，拟建项目比例高于行业平均水平	16
4. 收购 Urbaser，海外优质固废公司形成良好协同	20
4.1. 现金+发行股份，88.82 亿元收购 Urbaser100%股权	20
4.2. 质地优良的老牌固废处理综合服务商	21
4.2.1. 欧洲领先的综合环境管理服务平台，2018 以来增长加速	21
4.2.2. 智慧环卫贡献营收毛利过半，毛利率保持稳定	22
4.2.3. 客户以各国政府为主，核心商业模式为获取长期特许经营权	24
4.2.4. 深耕西班牙，业务遍布欧美	25
4.3. 国外市场稳定增长，国内市场放量明显	26
4.3.1. 西班牙等地区垃圾处理市场预计个位数增长	26
4.3.2. 国内环卫+垃圾分类市场启动，预计 2020 年近 1900 亿元	27
4.4. 国内外竞争格局分析	29
4.4.1. 国外成熟地区行业集中度较高，Urbaser 业务覆盖范围的市场份额靠前	29
4.4.2. 海外可比公司财务指标分析	29
4.4.3. 国内行业集中度具有提升空间，经验丰富+打通后端焚烧企业有望受益	32
4.5. 引入先进技术夯实前端布局，叠加公司自造设备优势，协同效应显著	32
5. 盈利预测与评级	33

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司业务领域	5
图 3：公司股权结构	6
图 4：公司架构	6
图 5：2014-2017 年公司营收、净利润及增长率	7
图 6：2014-2017 管理费用率、财务费用率及销售费用率（次轴）	7

图 7: 2014-2017 公司营收构成 (亿元)	8
图 8: 2014-2017 公司毛利构成 (亿元)	8
图 9: 2014-2017 业务毛利率变化 (%)	8
图 10: 2014-2017 经营性现金流净额 (亿元)	8
图 11: 2014-2017 可比公司资产负债率	9
图 12: 2014-2017 公司带息负债情况	9
图 13: 历年来垃圾焚烧厂数量	10
图 14: 2016 年各省垃圾焚烧厂数量	10
图 15: 我国历年垃圾焚烧处理规模增速	11
图 16: 全国城市垃圾清运量 (万吨)	11
图 17: 我国垃圾焚烧处理率提高迅速	11
图 18: 2016 年底我国投运垃圾焚烧市场格局 (吨/日)	13
图 19: 2016 年底我国垃圾焚烧市场在手项目处理规模 (吨/日)	13
图 20: 垃圾焚烧工艺流程	14
图 21: 公司焚烧炉工艺	14
图 22: 公司五大措施控制二噁英排放	15
图 23: 2015-2017 公司研发费用 (亿元)	15
图 24: 2017 年可比公司垃圾焚烧发电毛利率	16
图 25: 公司垃圾焚烧业务版图	17
图 26: 2014-2017 年公司垃圾处理能力变化	17
图 27: 2014-2017 年公司垃圾处理量	18
图 28: 2014-2017 年公司上网发电量	18
图 29: 2017 年上市公司垃圾焚烧发电运营/拟建产能 (吨/天)	18
图 30: 2017 年上市公司垃圾焚烧发电拟建产能/运营产能比例	19
图 31: 2018-2020 年垃圾焚烧发电收入盈利预测	20
图 32: 江苏德展股权结构	21
图 33: 收购完成公司前十大股东	21
图 34: 2016-2018 年前四月营收数据 (亿元)	22
图 35: 2016-2017 财务指标	22
图 36: Urbaser 业务分类	22
图 37: 2016-2018 年前 4 月营收 (亿元)	23
图 38: 2016-2018 前 4 月毛利 (亿元)	23
图 39: 2016-2018 前 4 月分业务毛利率	24
图 40: 城市固废综合处理服务代表客户	24
图 41: 公司部分智慧环卫项目	25
图 42: 公司部分固废项目	25
图 43: Urbaser 全球业务版图	26
图 44: 2016-2018 年前 4 月分地区营收情况 (亿元)	26
图 45: 西班牙城市垃圾产量和固废管理市场规模历史情况及未来预测	27
图 46: 布宜诺斯艾利斯垃圾收集及相关服务市场历史情况及未来预测	27
图 47: 2008-2016 城市垃圾清运量和保洁面积	28

图 48: 2008-2016 垃圾处理能力	28
图 49: 海外可比上市公司毛利率对比	30
图 50: 海外可比上市公司资产负债率	31
图 51: 海外可比上市公司流动比率	31
图 52: 海外可比上市公司速动比率比较	31
图 53: 2018 上半年环卫市场订单金额	32
表 1: 主要垃圾焚烧发电上市公司改拓建项目产能占比	13
表 2: 收购估值 EV/EBITDA 对比	21
表 3: 环卫市场历史情况及预测	28
表 4: 西班牙等地区行业集中度	29
表 5: 海外可比上市公司介绍	30
表 6: 海外可比上市公司应收账款及存货周转率比较	31
表 7: 盈利预测拆分	33
表 8: 可比公司估值	34

1. 立足垃圾焚烧发电，打造固废全产业链城市环境服务运营商

1.1. 垃圾焚烧发电为本，固废产业链延伸

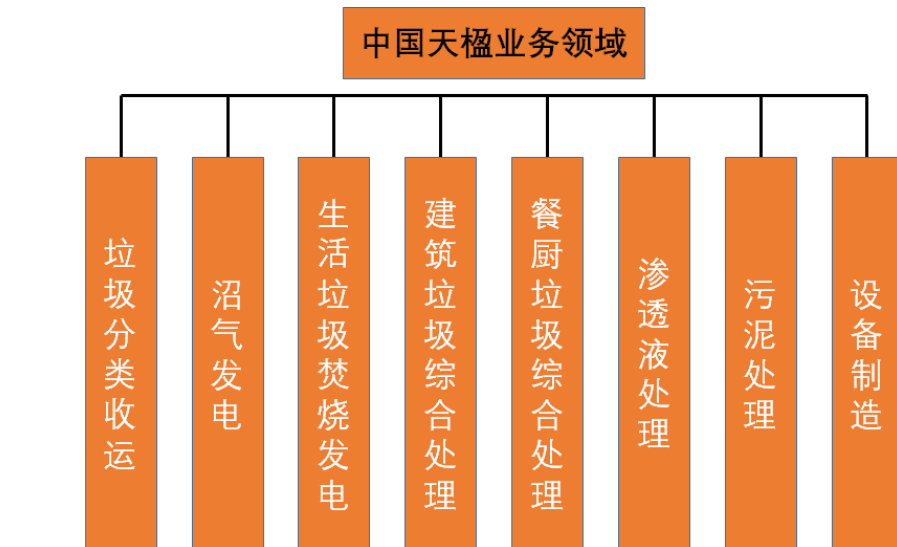
借壳上市，立足垃圾焚烧发电，布局固废全产业链。公司成立于 2006 年，2014 年借壳中国科健成功上市。中国天楹 100%股权作价 18 亿元，对应定增发行价格 4.76 元/股。配套融资总金额不超过 6 亿元，对应发行价格不低于 10.06 元/股。公司原来主要业务为以 BOO、BOT 方式投资、建设和运营城市生活垃圾焚烧发电项目，同时生产、销售垃圾焚烧发电及环保成套设备。上市后，公司不断延伸产业链，围绕垃圾处理无害化、减量化、资源化，从末端处置向上游的分类、收运、中转和综合环卫方向拓展，延伸固废产业链，打造以生活垃圾处理为主线的城市环境服务综合运营商。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 2：公司业务领域



资料来源：公司官网、天风证券研究所

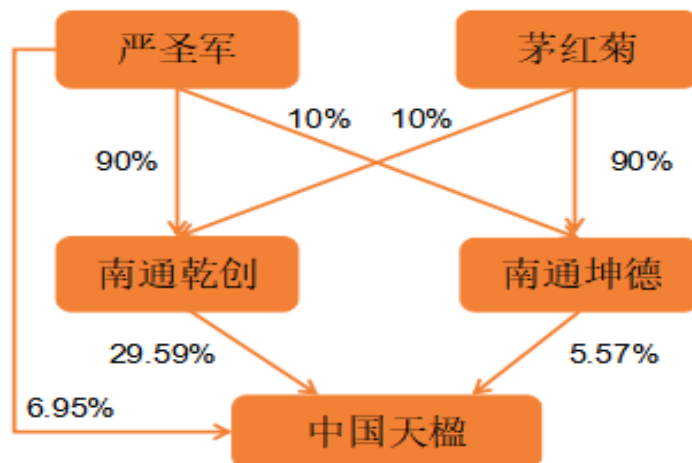
积极并购，升级垃圾焚烧技术，积极布局环卫技术。

- 2015 年 10 月，公司与比利时 WATERLEAU 集团签署《技术转让合同》，获得在世界范围内设计、制造、使用和销售 ENERGIZE®gate 垃圾转化能源技术和 ENERGIZE®gate 第二代垃圾转化能源技术的全部权利，买断后将节省技术使用费支出。通过资产设备+买断技术，有利于保障建设工期，同时保障燃烧时的燃净率、热转换率，提高运营期收入，降低运营期维护成本。
- 2016 年 9 月，中国天楹参与设立的中节能华禹绿色产业并购基金（有限合伙）收购西班牙 Urbaser, S.A 公司 100%股权，并已于 2016 年 12 月 7 日按合同约定完成了

Urbaser,S.A.并购项目的最终交割。Urbaser 公司隶属西班牙 ACS 建筑集团，主营城市服务及市政固废和工业废弃物处理，业务遍布欧美十多个国家，目前是西班牙最大的垃圾回收与处理公司，全球排名第六。Urbaser 在垃圾收运和垃圾处理方面有丰富的经验和成熟的运营管理团队，此次并购不仅帮助天楹学习到欧洲先进的垃圾处理技术，也为天楹提供了成熟的城市服务运营经验支持，为国内环卫市场的和海外市场的开拓奠定了基础。2017 年 12 月 25 日，经公司第七届董事会第六次会议审议，公司拟以发行股份及支付现金相结合的方式购买江苏德展投资有限公司 100%股权，同时拟向不超过十名（含十名）符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金。在本次交易完成后，江苏德展将成为中国天楹的全资子公司，中国天楹也将依次通过江苏德展及其全资子公司香港楹展投资有限公司、FirionInvestments,S.L.U.间接持有西班牙 Urbaser,S.A.100%股权。Urbaser 为欧洲领先的综合固废管理平台，具备横跨固废管理全产业链的综合技术及服务优势，积累了丰富的行业经验和项目资源，具有稳定、持续的盈利能力和现金流入。

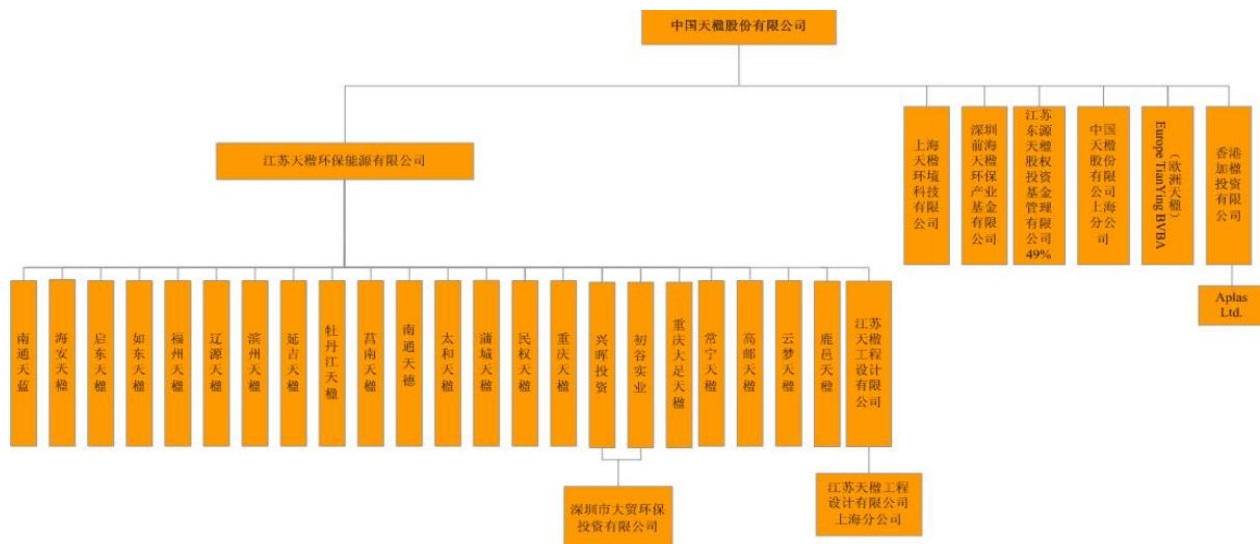
公司实际控制人深耕环保行业多年，持股比例较高。公司实际控制人严圣军曾任海安县第十二届特邀政协委员，中国环境科学学会特邀常务理事，江苏可再生能源行业协会副理事长。中国资源综合利用协会发电分会副会长，中华环保联合会能源环境专业委员会副会长，中国可再生能源行业协会副会长，中国资源综合利用发电咨询委员会专家。2007—2011 年 5 月，担任江苏天楹集团董事长，2011 年 5 月至今，任江苏天楹环保董事长，兼任江苏天楹集团董事长。**目前公司控股股东和实际控制人均为严圣军，严圣军与茅洪菊（夫妻关系）、南通乾创投资有限公司、南通坤德投资有限公司系一致行动人，合计控制公司 42.11% 股权。**

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：公司架构

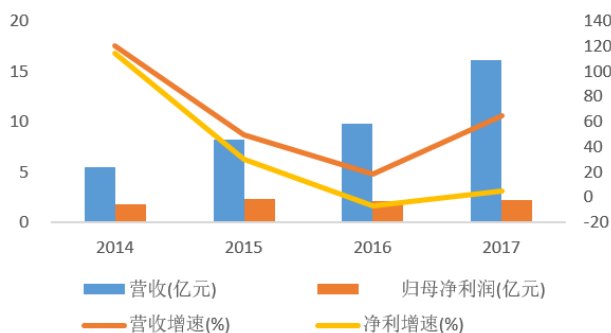


资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2. 垃圾焚烧发电运营+工程设备销售拉动增长

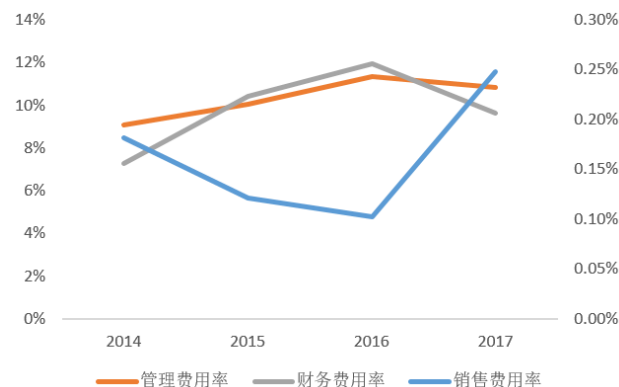
收入增长迅速，毛利率有所下滑，环保工程设备业务迅速发展。公司总体业绩稳步增长，营业收入从 2014 年的 5.51 亿元增至 2017 年的 16.12 亿元，复合增长率达 30.78%。2017 年实现营收 16.12 亿元，同比增长 64.39%；实现归母净利 2.25 亿元，同比增长 2.22%。净利润增速不及营收的主要原因有：1) 垃圾焚烧行业竞争加剧和增值税政策调整导致毛利率下滑；2) 由于海外布局和全产业链布局，海外拓展费用和在建项目转运营增加费用增加导致管理费用上升；3) 公司借款和发债规模增加导致财务费用增加较快。我们认为公司在垃圾焚烧发电领域深耕十余年，国内已运营项目日处理垃圾能力达 8400 吨，大量运营项目提供了现金流保证；国内外在建和拟建项目日处理垃圾能力达 15850 吨，有力保障未来增长。同时全产业链布局促进公司环卫项目快速放量，看好公司未来成长性。

图 5：2014-2017 年公司营收、净利润及增长率



资料来源：wind、天风证券研究所

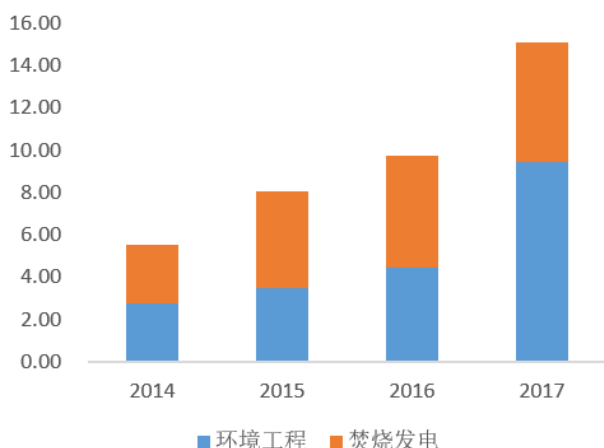
图 6: 2014-2017 管理费用率、财务费用率及销售费用率 (次轴)



资料来源：WIND、天风证券研究所

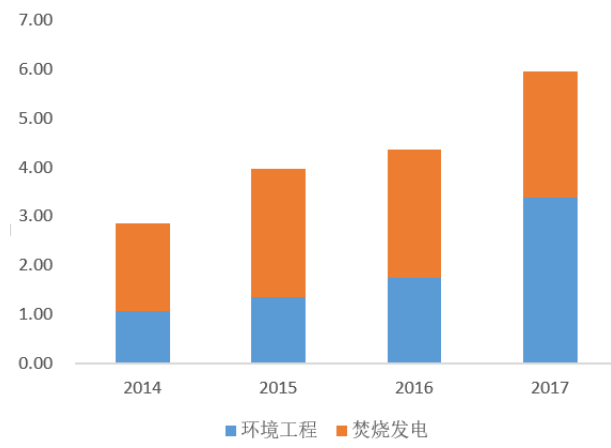
垃圾焚烧发电和环境工程设备共同拉动公司业绩增长。2017 年公司实现营收 16.12 亿元，毛利 6.19 亿元，毛利率为 38.4%。其中环境工程设备贡献 58%的营收和 54%的毛利，垃圾焚烧贡献 35%的营收和 41%的毛利。我们可以发现由于垃圾焚烧行业竞争加剧和增值税政策调整导致垃圾焚烧营收增速变缓，毛利逐年下降，但仍能维持行业高位。由于公司垃圾焚烧项目仍在持续建设，环境工程设备的营收则稳步增长，毛利率变动不大，维持在 40%左右。

图 7: 2014-2017 公司营收构成 (亿元)



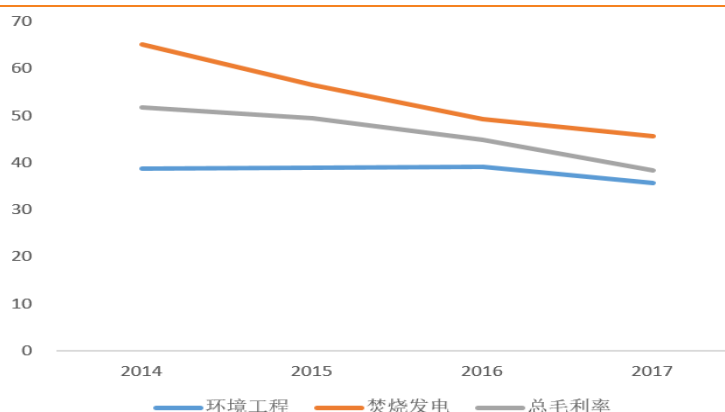
资料来源: wind、天风证券研究所

图 8: 2014-2017 公司毛利构成 (亿元)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 9: 2014-2017 业务毛利率变化 (%)

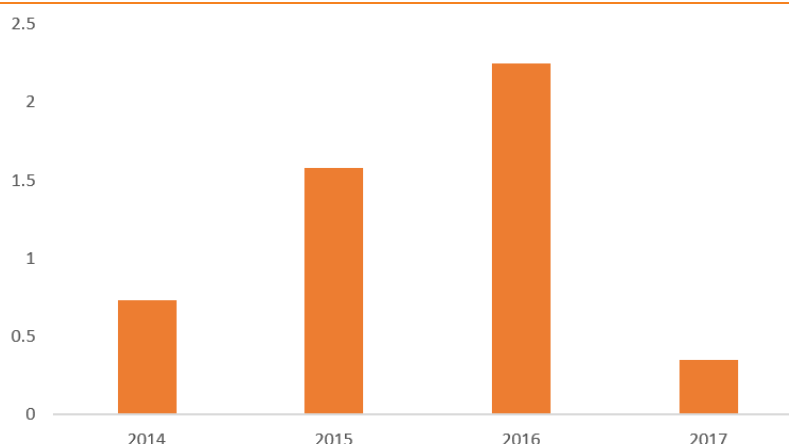


资料来源: wind、天风证券研究所

1.3. 经营性现金流健康, 资产负债率有所上升, 有息负债占比下降

2014-2017 年净利润为 1.75、2.28、2.12、2.22 亿元, 2014-2017 年的经营性现金流净额分别是当年净利润的 0.42/0.69/1.06/0.16 倍。2017 年经营性现金流净额下降是由于 2017 年公司设备制造按项目节点完成蒲城等 8 个自建项目, 对外签订了陕西杨凌、贵州织金、河南林州、安徽淮南垃圾焚烧发电设备合同, 工程设备收入占营收比例从 2016 年的 45.55% 上升至 58.61%, 非运营收入属性导致应收账款、待抵扣进项税大幅增加所致。从历史情况来看, 运营贡献 40% 以上毛利, 其余来自工程设备的业务结构使得公司经营性现金流总体处于健康的范围。

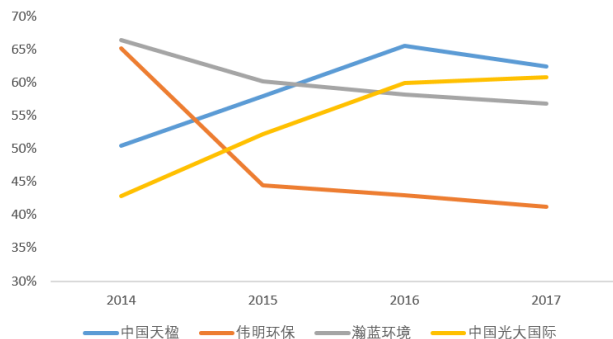
图 10: 2014-2017 经营性现金流净额 (亿元)



资料来源: wind、天风证券研究所

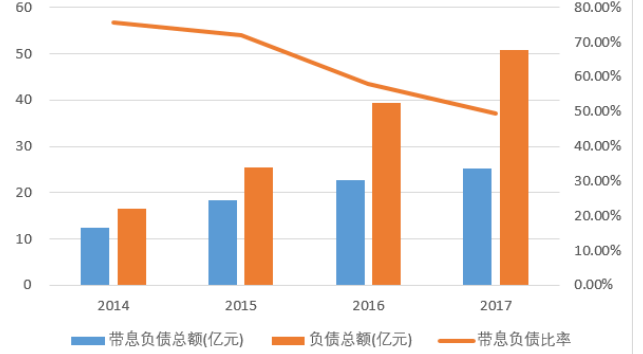
2014 年借壳上市以来,由于垃圾焚烧发电项目持续增加,公司资产负债率从 50%上升到 63%,目前处于行业平均水平。但是从带息负债结构有所改善,2017 年公司带息负债 51 亿元,带息负债占负债比率从 2014 年的 75%下降到 49%。公司财务情况总体良好。

图 11: 2014-2017 可比公司资产负债率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: 2014-2017 公司带息负债情况



资料来源: wind、天风证券研究所

2. 垃圾焚烧行业: 产能缺口仍然很大, 仍有巨大市场空间

随着我国城市化率和人民生活水平的提高, 城市的范围不断扩大, 生活垃圾和工业垃圾产生量持续增加。城市周边土地资源日益稀缺, 在城市周边建设垃圾填埋厂处理垃圾不仅会增加垃圾处理的成本, 也对城市的环境质量造成威胁。面对“垃圾围城”的困局, 垃圾焚烧的优势主要体现在:

- 1) **占地面积小**: 垃圾焚烧后成为飞灰和残渣, 体积缩小 80-90%, 重量减少 80%, 大幅减少土地资源的利用。
- 2) **经济效益高**: 垃圾焚烧后产生的蒸汽可以用来发电或供热, 向固废企业提供了新的经济效益, 符合资源回收利用的环保理念。

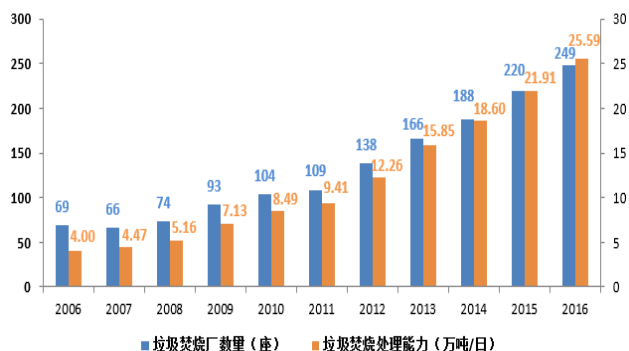
2.1. 我国现状: 17 年发展最快, 低价竞争得到缓解

垃圾焚烧发电从国外发达国家开始发展至今已有大约 70 年的历史, 从处理技术、工艺、设备到渗沥液、烟气、灰、渣等的治理水平, 都已经实现了可控在控的基本目标。垃圾焚烧发电为“无害化、减量化、资源化”的处理目标提供了一种切实有效的、可持续发展的解决方案。我们国家正是基于该领域方案和技术的成熟性与可靠性, 从新世纪以来到现在, 连续 18 年不断出台相关的政策, 甚至从发电补贴、税收优惠等方面提倡和鼓励“生活垃圾焚烧发电”。

在国家政策的大力支持下, 我国垃圾焚烧行业获得高速发展。我国自 1988 年在深圳建成第一座生活垃圾焚烧厂, 至今已有超过 300 家的垃圾焚烧设施投入运行。从我国历年统计年鉴可知, 我国垃圾焚烧厂数量由 2006 年的 69 座快速增加到了 2016 年的 249 座, 垃圾焚烧处理能力也由 2006 年的 4 万吨/日提升到了 2016 年的 25.59 万吨/日。单厂处理能力由 2006 年的 580 吨/日提升到了 2016 年的 1028 吨/日, 单厂处理规模越来越大。

据中国环境网数据, 截至 2017 年年底内地建成并投入运行的生活垃圾焚烧发电厂约 **303 座、总处理能力为 30.4 万吨/日**, 总装机约为 6280MW。从我国历年统计年鉴可知, 2017 年新投入运行的生活垃圾焚烧厂超过 50 座, 而这一数字在 2013 到 2016 分别是 28 座、22 座、32 座和 29 座, **2017 年无疑是历年来建成投入运行生活垃圾焚烧发电厂最多的一年。**

图 13：历年来垃圾焚烧厂数量



资料来源：中国统计年鉴、天风证券研究所

图 14：2016 年各省垃圾焚烧厂数量



资料来源：中国统计年鉴、天风证券研究所

在 2016 年垃圾焚烧厂的分省统计中，我国东部沿海发达区域的浙江、江苏、山东和广东四省的垃圾焚烧厂最多，共计 113 座，占全国比重达到 45%。其中浙江数量最多，多达 35 座。与之对比的是我国东北地区和中西部地区的垃圾焚烧厂偏少，江西、陕西、宁夏和新疆仅有一座，青海西藏的数量为零。

随着垃圾焚烧行业的快速发展，愈加激烈的竞争以及行业特性（排他性：20-30 年的特许经营期）导致了行业出现了低价竞争的问题。从 2015 年 6 月新泰垃圾焚烧发电项目报出 48 元/吨开始，其后垃圾焚烧领域中标价格持续下降。8 月安徽蚌埠生活垃圾焚烧发电项目 26.8 元/吨，10 月江苏高邮生活垃圾焚烧发电项目 26.5 元/吨，12 月浙江绍兴项目以 18 元/吨的报价再度刷新行业底线。仅仅数月时间，中标最低价从 48 元/吨骤降至 18 元/吨，降幅达 62%，最低中标价呈现“断崖式”跌落。

对垃圾焚烧发电行业来说，低价竞争可谓是百害而无一利。低价竞争造成项目质量参差不齐、行业利润空间大幅下降、业内企业生存困难；而在低价的行业氛围中，置身事外的企业则极易导致无项目可拿，提前出局。

在 2016 年 10 月，由住建部、发改委、国土资源部、环保部联合发布的《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》中，首次以明文方式对低价竞标现象提出指导性意见。《意见》指出：项目建设各方要**正确处理质量与进度、成本之间的关系**，合理控制项目成本和建设周期，实现专业化管理，文明施工。严禁通过降低工程和采购设备质量、缩短工期、以次充好、偷工减料等恶意降低建设成本。这一政策也得到了行业领军企业的支持，一些条款对于一批重质量的垃圾焚烧投资运营企业来说是有利的。目前在政策的指导和环保督查加严的情况下，低价竞争的情况已经得到缓解。

2.1. 行业认识误区：成长期已过

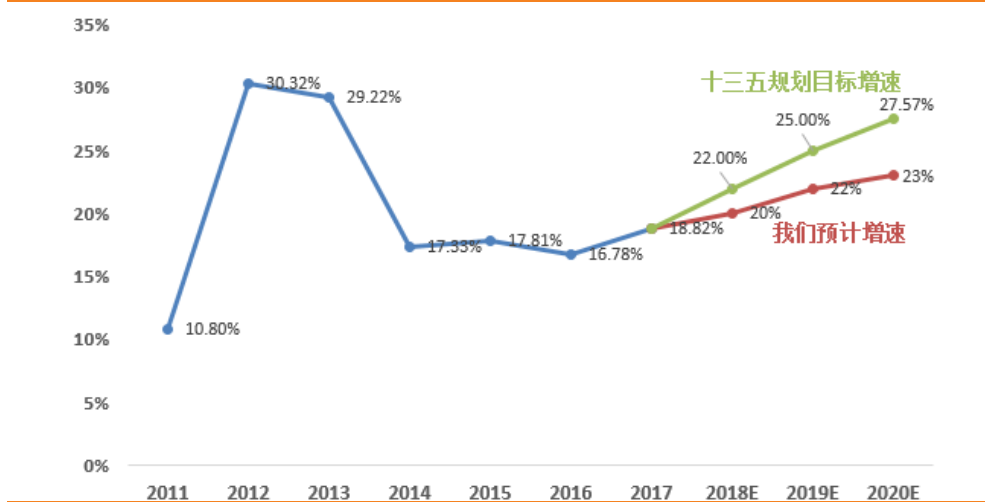
垃圾焚烧发电行业经历了“十二五”期间的高速发展和行业内公司的“跑马圈地”，行业内有人认为垃圾焚烧项目已经基本瓜分，行业目前已处于成熟期顶端并已开始向衰退期发展。而我们认为这是一个误区，行业依然处于高速成长，目前的产能缺口依然很大。

首先，随着我国城市化率和人民生活水平的提升，我国城市垃圾清运量是稳定增长的。根据住建部数据，我国城市垃圾清运量在 2014-2016 年分别增长 3.61%、7.18%和 6.37%，我们预计未来 3-5 年我们城市垃圾清运量将保持 5%左右的增长，到 2020 年将达到 2.48 亿吨。

其次，虽然我国垃圾焚烧处理率提高迅速，但跟规划仍有较大差距。我国的垃圾焚烧行业在“十二五”经历了快速增长，垃圾焚烧处理率从 2011 年的 18%迅速提升到了 2016 年的 38%。2016 年末城市生活垃圾无害化处理量 2 亿吨，其中生活垃圾焚烧无害化处理量为 0.75 亿吨。《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施规划建设规划》提出，“十三五”期间，全国规划新增生活垃圾无害化处理能力 50.97 万吨/日（包含“十二五”续建 12.9

万吨/日)，其中垃圾焚烧处理设施规模 2020 年要达到 59.14 万吨/日。2017 年的总处理能力达到 30.4 万吨/日，要完成 2020 年的目标，**2018-2020 三年的行业复合增长率要达到 24.83%**。根据行业历年增速及现有公司在建及筹建规模，我们预计 2018-2020 年行业增速分别是 20%、22%和 23%。

图 15：我国历年垃圾焚烧处理规模增速

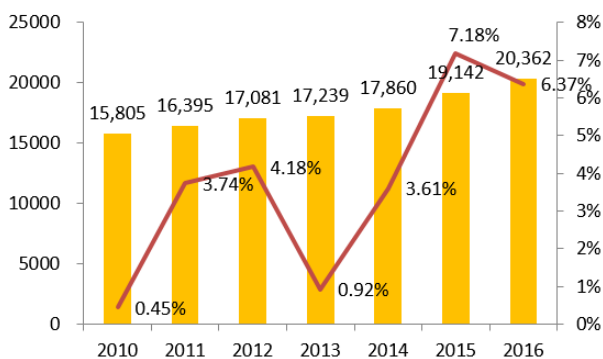


资料来源：统计年鉴、天风证券研究所

我国“十三五”规划中指出，设市城市的生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比例要达到 50%，东部地区达到 60%。“十三五”期间全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 2518.4 亿元。其中，**无害化处理设施建设投资 1699.3 亿元**，收运转运体系建设投资 257.8 亿元，餐厨垃圾专项工程投资 183.5 亿元，存量整治工程投资 241.4 亿元，垃圾分类示范工程投资 94.1 亿元，监管体系建设投资 42.3 亿元。

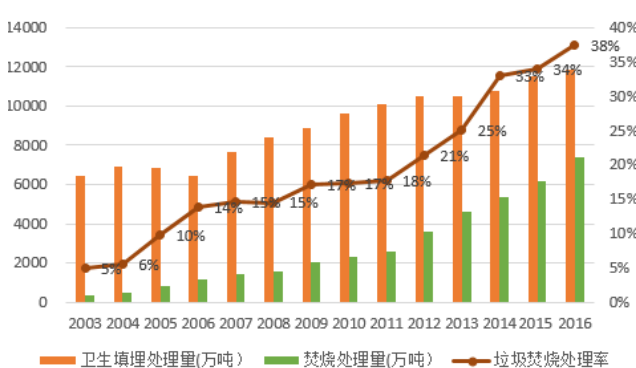
预计 2020 年我国城市垃圾清运量将达到 2.48 亿吨，焚烧无害化处理量将达到 1.24 亿吨，“十三五”期间焚烧无害化处理量的复合增长率将达到 13.39%，垃圾焚烧行业仍有巨大市场空间。

图 16：全国城市垃圾清运量 (万吨)



资料来源：住建部、天风证券研究所

图 17：我国垃圾焚烧处理率提高迅速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

我们通过生态环境部网站中的 2016 年到 2017 年的中央环保督察对全国 31 省区的督察反馈中发现，垃圾焚烧产能的缺口巨大。在 31 个省区中，其中有 9 个省区被督察到有生活垃圾无害化能力不足的问题。例如：浙江省督察时发现全省“十二五”规划项目中仍有 21 座生活垃圾处理设施未建成投运，**全省生活垃圾处理能力缺口约 8000 吨/日**；**山东省全省生活垃圾处理能力缺口超过 1.5 万吨/日**，80 个生活垃圾填埋场中，有 48 个超负荷运行；海南省琼海市每天产生 500 吨生活垃圾，现行垃圾焚烧厂实际处理量约 200 吨/日，大量

垃圾堆积。

此次中央环保督察处罚力度之大前所未有，在第一批问责中已经有 130 余名厅级干部被处罚。各省市在督察反馈一个月之内出台整治方案，我们认为垃圾焚烧产能不足的省区将在近 1-2 年加速对垃圾焚烧行业的投入，垃圾焚烧市场将加速释放。

表 1：各省区生活垃圾问题总结

省份	督察时间	问题描述	产能缺口(万吨/日)
黑龙江	2016 年 7-8 月	1.截至 2015 年底，哈尔滨市仍有 4 个县（市）垃圾无害化处理项目未建成投运，每天 1200 多吨生活垃圾不能得到有效处理。2.黑龙江省生活垃圾无害化处理率较低，目前，全省仍有临时性垃圾堆放场所 280 余处，累计堆存垃圾 9300 多万吨，严重污染周边环境。3.鹤岗市每天产生 1000 多吨生活垃圾全部填埋在城市周边废矿坑、采砂坑中，群众反映强烈。	
上海	2016 年 11-12 月	生活垃圾应于 2015 年全部实现无害化处理，处理能力达到 3.34 万吨/日，但上海市截至督察时实际处理能力仅为 2.4 万吨/日。	0.96
北京	2016 年 11-12 月	在用 21 家生活垃圾处理设施中有 11 家超负荷运行	
广东	2016 年 11-12 月	潮州市垃圾焚烧发电厂、潮安区生活垃圾焚烧发电厂和饶平县大湖山生活垃圾填埋场建设严重滞后。	
天津	2017 年 4-5 月	1.规划要求应于 2015 年前建成投运的 13 座生活垃圾处理厂，实际仅建成投运 5 座。2.2016 年全市垃圾无害化处理率仅为 52.3%，静海、宁河两区垃圾无害化处理基本空白。	
安徽	2017 年 4-5 月	宿州、亳州生活垃圾外置能力严重不足，宿州市灵璧县生活垃圾仍堆存于无污染治理设施的简易垃圾填埋场，群众反映强烈。	
浙江	2017 年 4-5 月	截至督察时，全省“十二五”规划项目中仍有 21 座生活垃圾处理设施未建成投运，全省生活垃圾处理能力缺口约 8000 吨/日	0.8
山东	2017 年 4-5 月	全省生活垃圾处理能力缺口超过 1.5 万吨/日，80 个生活垃圾填埋场中，有 48 个超负荷运行；37 个生活垃圾焚烧厂中，有 10 个超负荷运行	1.5
海南	2017 年 4-5 月	琼海市每天产生 500 吨生活垃圾，现行垃圾焚烧厂实际处理量约 200 吨/日，大量垃圾堆积在山坳空地，环境污染和隐患突出。	

资料来源：环境生态部，天风证券研究所

综上，我们认为垃圾焚烧行业在未来 3-5 年依然处于高速成长期。目前垃圾焚烧行业是环保产业中商业模式最清晰的子行业，垃圾焚烧运营公司和政府签订 BOT、BOO 和 PPP 协议，负责项目的投资、建设、运营，最后收入主要来源于政府垃圾处置费的补贴和上网电费。从收入端来看，垃圾焚烧运营不仅从政府处获取补贴，还可以通过销售电力获得收入，盈利保障力度较大。

2.2. 竞争格局：目前相对分散，预计未来龙头市占率将逐步提升

目前垃圾焚烧行业主要的参与者包括国企和民企，主要有：

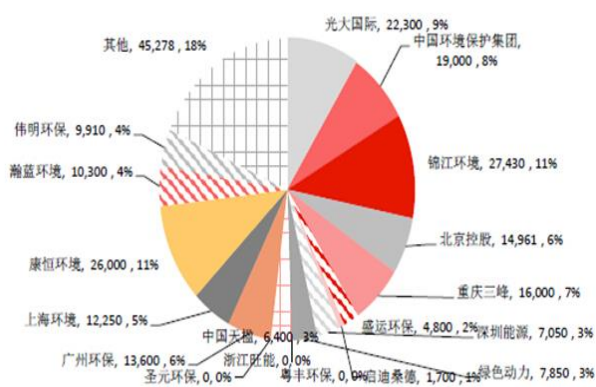
- 1) 国企：光大国际、康恒环境、中国环境保护集团、北京控股、启迪桑德、深圳能源、绿色动力环保、上海环境、瀚蓝环境、首创环境等；
- 2) 民企：锦江环境、重庆三峰、盛运环保、浙江旺能、粤丰环保、中国天楹、圣元环保、伟明环保、盈峰环境等；

单个企业占比较小，相比美国龙头企业还有很大提升空间。

1) 截至 2016 年底，我国已投运的垃圾焚烧规模已超过 25 万吨/日，前五大公司分别为锦江环境、康恒环境、光大国际、中国环境保护集团和重庆三峰，市场占有率分别为 11%、11%、9%、8%和 7%，前五大企业占已运营的垃圾焚烧市场占有率为 46%。

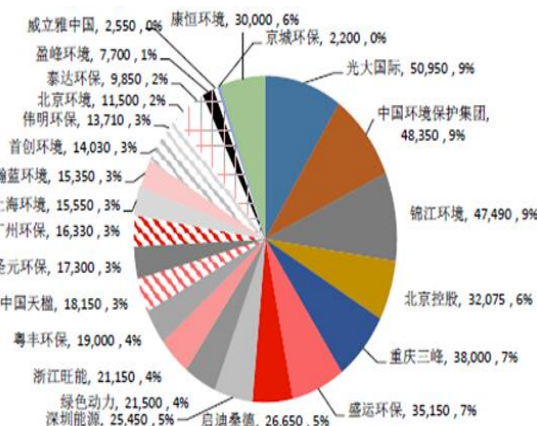
2) 截至 2016 年底，我国垃圾焚烧市场的在手项目处理规模已超过 55 万吨/日，前五大公司分别为光大国际、中国环境保护集团、锦江环境、重庆三峰和盛运环保，市场占有率分别为 9%、9%、9%、7%和 7%，前五大企业在手项目市场占有率合计 41%。**和美国 CVA（美国垃圾焚烧龙头企业）67%的市占率相比仍有较大提升空间。**

图 18：2016 年底我国投运垃圾焚烧市场格局（吨/日）



资料来源：观研网、天风证券研究所

图 19：2016 年底我国垃圾焚烧市场在手项目处理规模（吨/日）



资料来源：观研网、天风证券研究所

2.3. 未来发展新趋势：原址上的新拓建项目涌出

垃圾焚烧行业发展的一个重要瓶颈是“邻避效应”导致的选址问题。随着城市规模的扩大和人民生活水平的提高，城市垃圾产生量也逐步提升，很多城市的垃圾焚烧厂已经不能满足目前的产能要求。另外，为了避免“邻避效应”，城市管理者倾向于在原址上修建新的垃圾焚烧项目，也就是改扩建项目或二期项目，这也是垃圾焚烧行业的一个新趋势。

我们统计了几家主要业务为垃圾焚烧发电的上市公司，其中改扩建项目占比较大，其中中国天楹、首创环境和伟明环保的均超过 20%，分别是 21.92%、25.34%和 35.45%。瀚蓝环境的改扩建项目占比为 12.82%，

表 1：主要垃圾焚烧发电上市公司改扩建项目产能占比

公司	改扩建项目	改扩建产能	占总产能比重
瀚蓝环境	南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程（1500 吨/日）、创冠晋江提标改建项目（500 吨/日）、创冠安溪改扩建项目（750 吨/日）、创冠廊坊改扩建项目（500 吨/日）	2750 吨/日	12.82%
伟明环保	昆山项目二期（1050 吨/日）、永强项目二期（1200 吨/日）、瑞安项目二期（1000 吨/日）、玉环项目二期（500 吨/日）、临江项目二期（1200 吨/日）	4950 吨/日	35.45%
首创环境	惠州市区垃圾焚烧发电项目（1600 吨/日）、河南省南阳市淅川、西峡、内乡三县生活垃圾焚烧发电项目二期（500 吨/日）	2100 吨/日	25.34%
锦江环境	银川市生活垃圾资源化及焚烧发电二期机组扩建项目（1000 吨/日）、诸暨八方电厂（400 吨/日）、天津电厂（500 吨/日）、连云港电厂（700 吨/日）、芜湖电厂（1000 吨/日）	3600 吨/日	12.73%
中国天楹	启东市生活垃圾焚烧发电项目扩建工程（600 吨/日）、山东滨州垃圾焚烧发电 BOT 二期项目（400 吨/日）、福建连江垃圾焚烧发电 BOT 二期项目（500 吨/日）、启东垃圾焚烧发电项目三期工程（1200 吨/日）、太和县垃圾焚烧发电 BOT 项目二期（300 吨/日）、深圳平湖（二期）垃圾焚烧发电项目（1000 吨/日）	4000 吨/日	21.92%

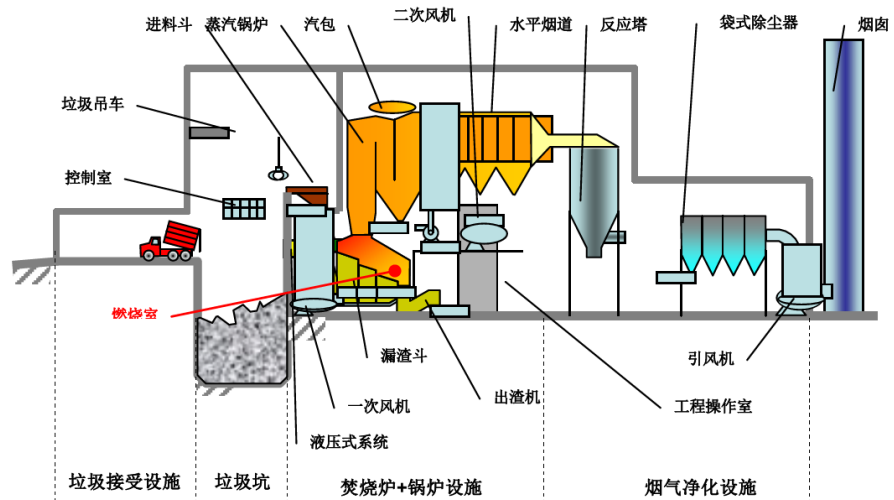
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 垃圾焚烧处理技术领先，在手订单饱满，运营扩张保障业绩

3.1. 焚烧炉等核心设备自主开发，二次排放污染小，研发费用资本化比例高

垃圾焚烧的工艺包括以下几个工艺过程：1) 垃圾收集，2) 焚烧炉和配套锅炉设施，3) 烟气净化设施。最核心的部分为垃圾焚烧炉，其中炉排机械制造及液压传动技术的技术含量最高，是焚烧技术的核心。

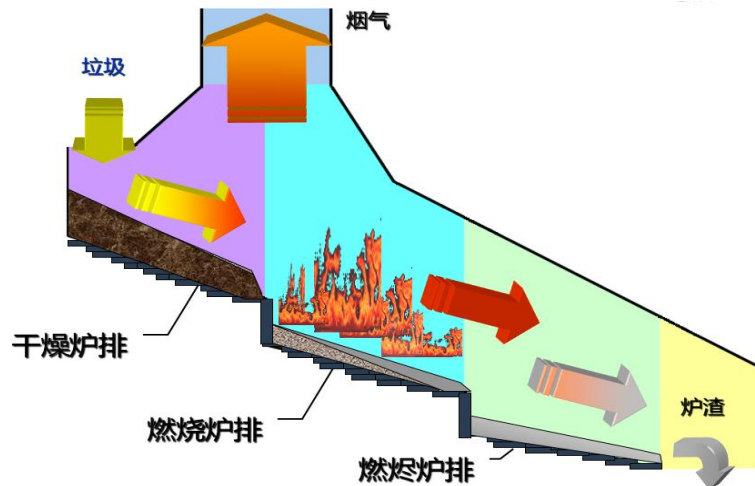
图 20：垃圾焚烧工艺流程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司引进国外成熟技术，依靠自身的技术优势消化吸收和再创新，开发适应中国垃圾特点的新设备。2015 年公司与比利时 WATERLEAU 集团签署《技术转让合同》，获得在世界范围内设计、制造、使用和销售 ENERGIZE®gate 垃圾转化能源技术和 ENERGIZE®gate 第二代垃圾转化能源技术的全部权利。然而针对中国的垃圾特点：水分高，热值低。无法直接照搬国外的技术。在吸收国外先进技术的基础上，公司自主开发加长干燥段三段式炉排的焚烧炉，使垃圾充分干燥降低水分，混合均匀让燃烧更加稳定、低热值垃圾能够充分燃烧。公司还在原有技术基础上研制开发出了新型高效大吨位垃圾焚烧炉排炉，自主完成了 800t/d 焚烧炉的设计和制造。

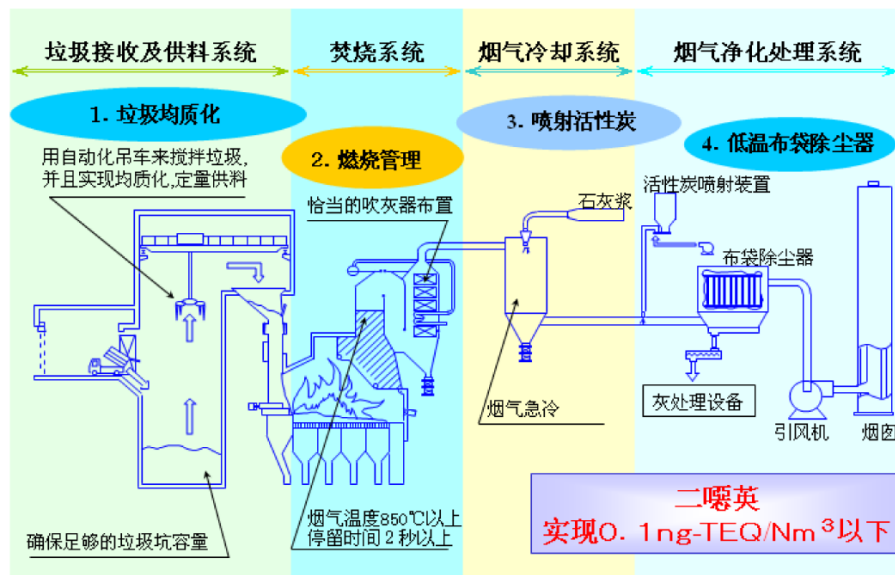
图 21：公司焚烧炉工艺



资料来源：公司官网、天风证券研究所

先进排放工艺，控制二次排放。生活垃圾在焚烧处理过程中，产生烟气、飞灰、炉渣、渗滤液这四种二次污染物，必须对其进行有效处理，避免造成二次污染。天楹在烟气净化系统技术、飞灰稳定化处理技术、渗滤液处理技术、恶臭处理技术上有着独特的优势和丰富的经验。其中的二噁英类物质具有强致癌性，主要来源于垃圾的不完全燃烧和飞灰中形成。公司从垃圾完全燃烧和飞灰的控制过程来控制二噁英的合成，达到二噁英的超低排放，正在运营的项目烟气中二噁英含量均可达欧盟 2000 标准，已运营的启东、如东项目等项目的二噁英排放量均已控制在 0.1ng-TEQ/Nm³ 以下。

图 22：公司五大措施控制二噁英排放

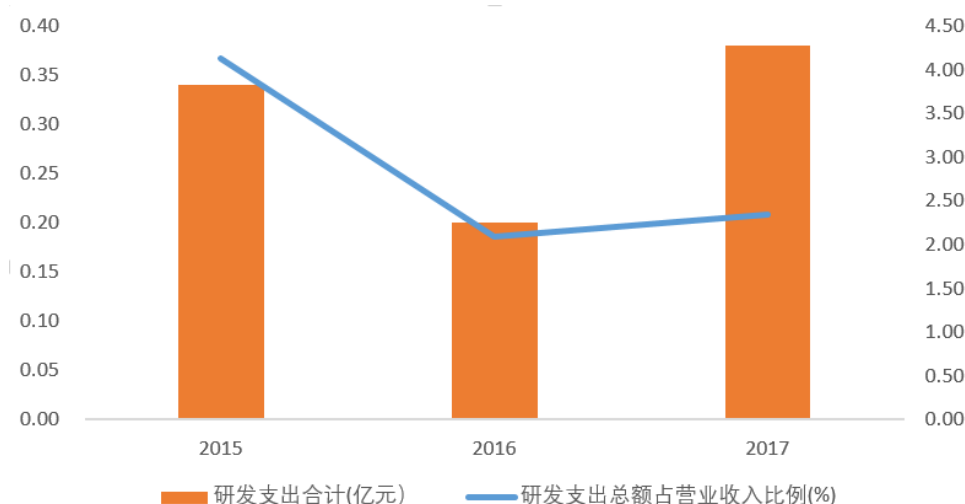


资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司长期致力于垃圾焚烧发电行业研究，技术获高度肯定。2014年12月30日海安县生活垃圾焚烧发电项目获得“2014-2015年度中国建设工程鲁班奖（国家优质工程）”，唯一以工艺系统申报获奖。自主开发的“单元模块化大型生活垃圾焚烧炉”、“垃圾焚烧烟气洗涤塔”、“垃圾焚烧飞灰固化系统”等11件产品被江苏省科技厅认定为高新技术产品；生活垃圾焚烧炉及烟气净化成套技术设备获得省政府颁发的江苏省科技进步奖；智能车间改造项目入选江苏省工业和信息化转型升级项目。充分实现了垃圾焚烧发电领域核心设备和关键设备的国产化，关键技术研究被国家科技部列入国家火炬计划项目

高研发费用支撑一流研发团队，研发费用资本化比例达64%。公司建有高水平创新载体，拥有省级废弃物焚烧发电及装备制造工程技术中心、省级企业技术中心，设计研究院。公司拥有科技人员200余人，其中高层次人才300余人，包括博士40人、硕士170人。公司近三年研发投入占营业收入的2%左右。2017年上升至2.37%，研发费用为0.38亿元，资本化研发投入比例达63.95%，技术成熟度较高。

图 23：2015-2017 公司研发费用（亿元）

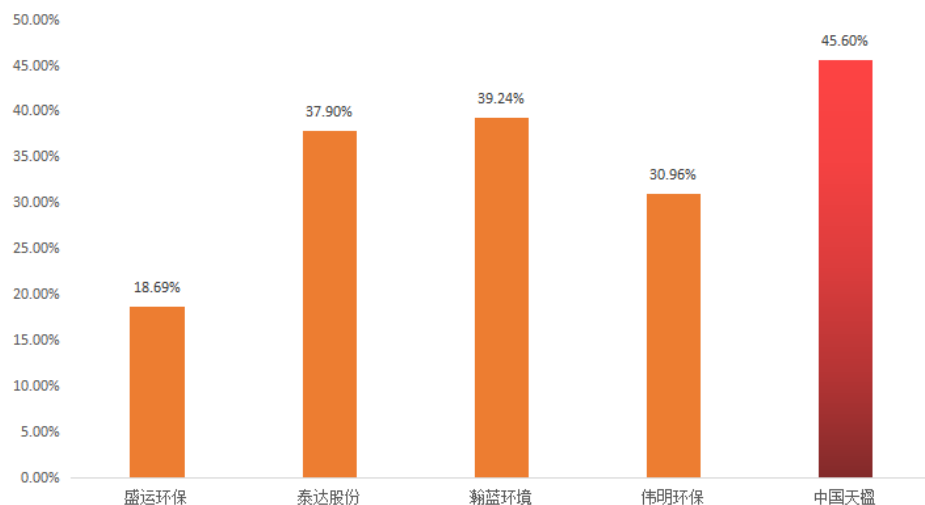


资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 自产设备助毛利率高于行业平均，叠加丰富运营经验，优化项目建设运营

自产设备+先进技术，促使公司毛利率高于行业平均。公司已建成新型垃圾焚烧成套设备制造总装基地，厂房总占地面积 30000m²，公司提供优质的行业领先的新型核心装备，业务涉及机械炉排炉、烟气净化系统、飞灰稳定化处理、渗滤液处理、恶臭处理、生活垃圾压缩等设备的设计、制造、安装、调试、运营及移交。垃圾焚烧成套设备制造总装基地可实现 250-800t/d 等不同规模生活垃圾焚烧系统及相关配套系统的生产能力。公司环保设备自销比例约 80%，所有的垃圾发电项目都采用公司自己生产的设备，可以比外购设备节省投资，从而节省运营期的折旧费用，同时公司先进技术保障燃烧时的燃净率、热转换率，提高运营期收入，降低运营期维护成本。凭借技术和设备优势，2017 年公司垃圾焚烧发电业务毛利率为 45.6%，高于同行业上市公司。

图 24：2017 年可比公司垃圾焚烧发电毛利率



资料来源：wind、天风证券研究所

运营经验丰富。中国天楹目前垃圾的年处理量为 295 万吨，建成了一支高水平的运营管理团队，运营水平先进高效。政府为垃圾焚烧发电项目的安全运营，更倾向选择有丰富经验的公司，江苏天楹 2006 年取得第一个垃圾焚烧发电项目，先后陆续建成并投运了 10 个垃圾焚烧发电项目，行业经验丰富，为未来新订单的获取奠定了深厚的根基。

垃圾焚烧一体化解决方案缩短工程建设周期。公司的垃圾焚烧发电工程项目所需的设备避免了从外部采购过程，一定程度上缩短了工程建设周期；公司具备垃圾发电“核心设备制造+BOT/BOO+融资能力”的业务模式，同时具有跨区运营和提供投资、建设、运营一体化的系统服务能力。能够为垃圾发电提供整体解决方案服务。拥有自建团队并把控工期和工程质量，可缩短工程建设周期。以此提出的垃圾焚烧一体化解决方案，使得公司项目建设周期大幅减小。

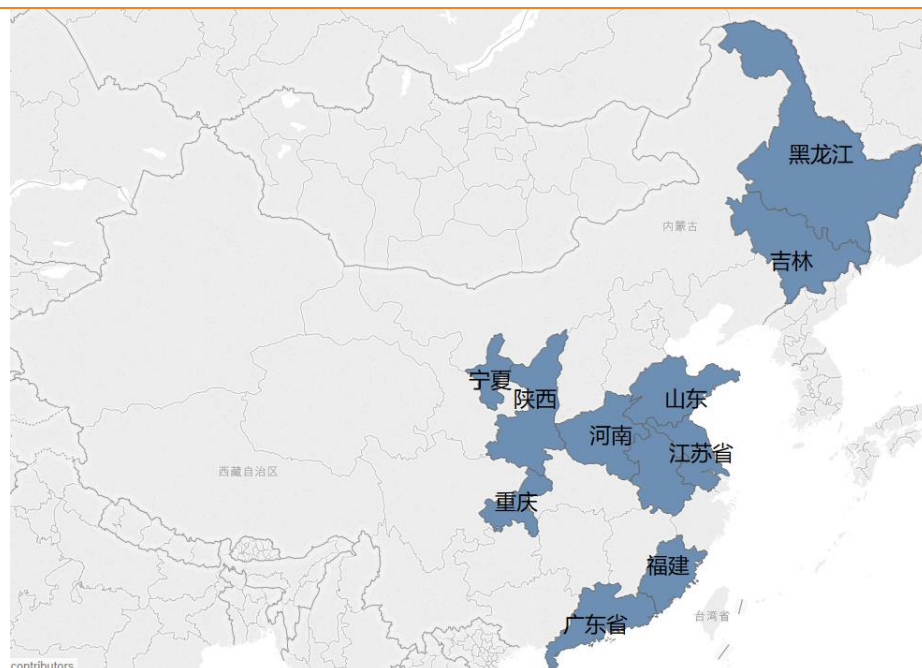
“买断技术+自产设备+CFD 辅助设计”降低吨垃圾投资成本。和其他同业公司相比，公司的吨垃圾投资成本比同行业相对较低，其主要原因如下 1) 公司所有的垃圾发电项目 80% 采用公司自己生产的设备，可以比外购设备节省投资，从而节省运营期的折旧费用；2) 在丰富的项目运营经验基础上，引入 CFD 辅助设计，在现有的公司开发的通用炉排型焚烧成套技术的基础上，充分考虑各地垃圾特性，针对每个项目，均通过 CFD 的方法进行燃烧过程的模拟，确定合适的焚烧室的性质和工艺操作条件。确保污染物焚烧彻底、燃烧效率高、主蒸汽流量平稳、炉渣热灼减量时刻达标。提高焚烧炉的燃烧效率，降低吨垃圾投资成本。

3.3. 垃圾焚烧发电规模稳步增长，拟建项目比例高于行业平均水平

公司位于江苏，自成立以来深耕江苏及周边市场多年，上市初期，主要焚烧发电运营项目主要分布在江苏的二线城市。目前公司在手和筹建项目分部在全国十多个省市，有从东部

向西部推进，逐渐扩建版图的趋势。江苏（9个）、重庆（4个）和山东（3个）三个省市集中了公司较多项目，客户资源协同性显著。未来随着公司业务版图的进一步扩张，多地客户资源有望助推更多项目落地。

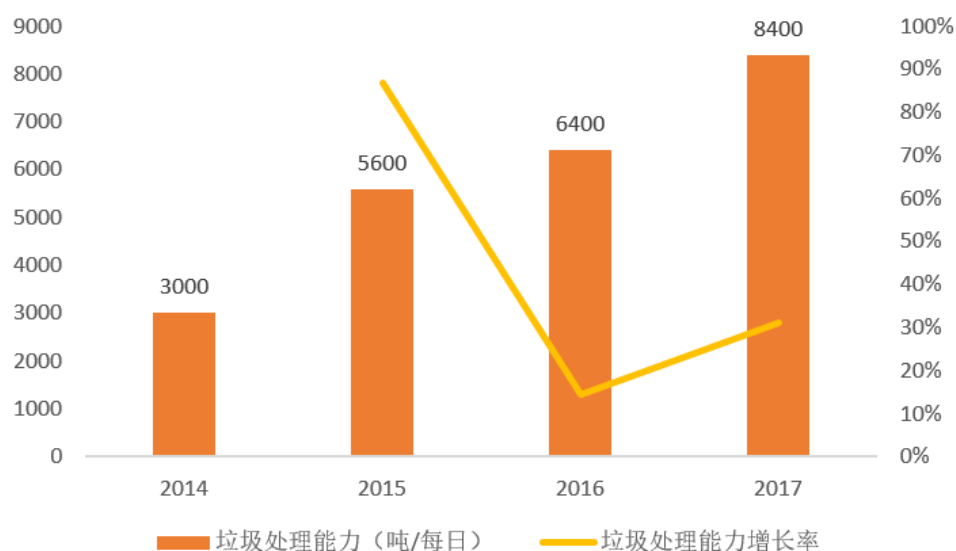
图 25：公司垃圾焚烧业务版图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

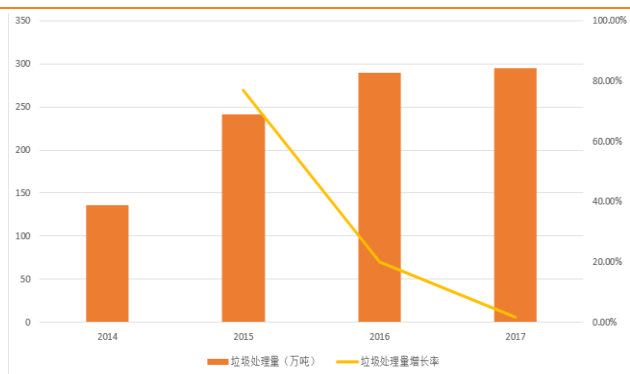
2017 年底，公司拥有垃圾处理能力 8400 吨/日，较 2016 年新增 2000 吨/日，同比增加 31.25%。2017 年，公司有江苏如东、江苏启东、江苏海安、福建连江、山东滨州、深圳天楹、吉林辽源、吉林延吉八个垃圾焚烧发电运营项目，全年共处理垃圾量 295 万吨，比去年同期增长了 1.7%；实现上网发电量 6.5 亿千瓦时，比去年同期增长了 4.8%。公司目前运营项目已处于满负荷状态。

图 26：2014-2017 年公司垃圾处理能力变化



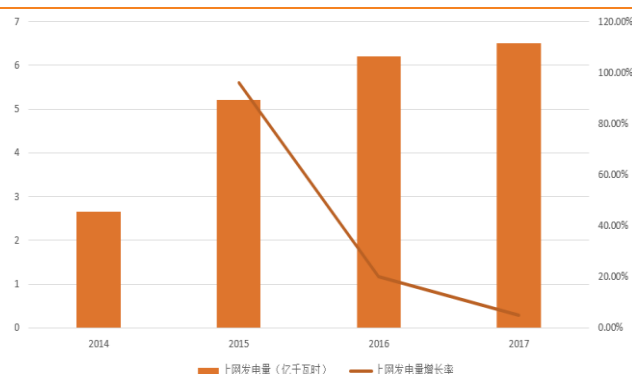
资料来源：wind、天风证券研究所

图 27：2014-2017 公司垃圾处理量



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 28：2014-2017 公司上网发电量

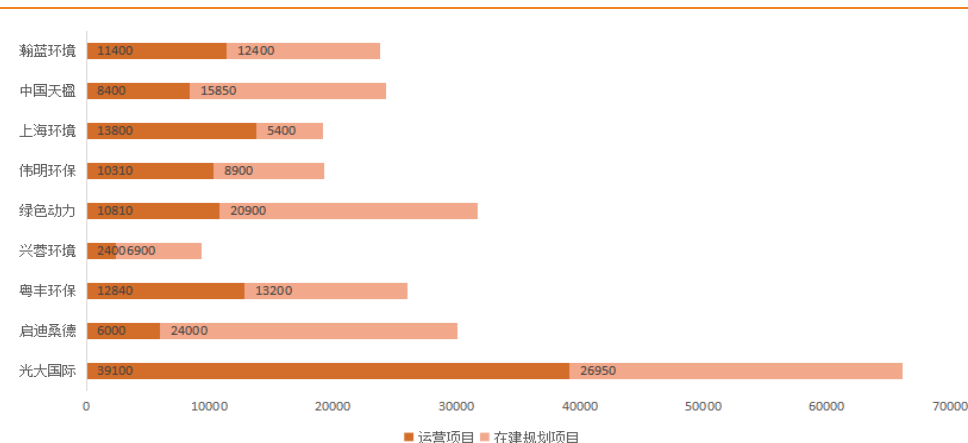


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2017 年签订垃圾处理项目总投资额为 38 亿元,其中国内项目总投资额为 30.5 亿元人民币,国外项目总投资额为 7.5 亿元。根据公司发行的非公开发行预案,延吉项目(一期)项目建设概算中,设备购置支出在建设投资总额中的占比近 40%。因此 2017 年底在手的设备订单额约为 15 亿元,是 2017 年全年设备工程收入的 1.6 倍,未来设备销售收入增长有保证。

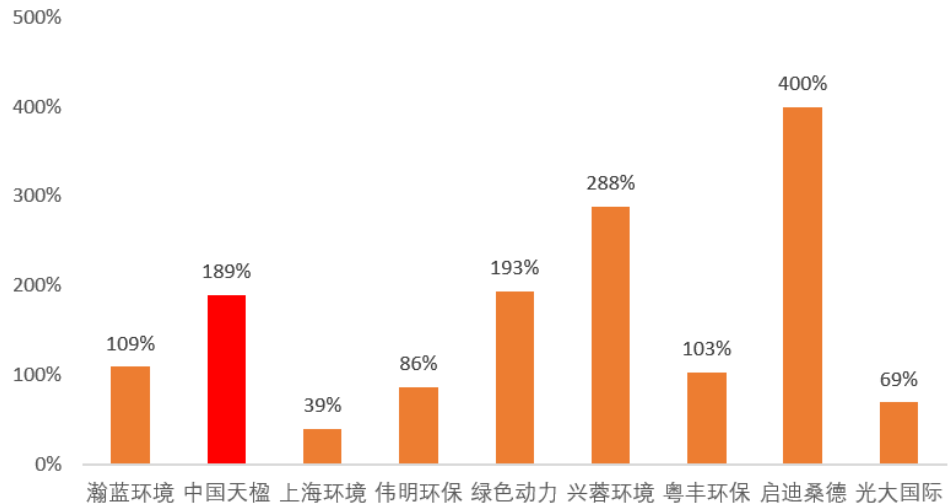
截止 2017 年底,公司国内在建和拟建项目日处理垃圾能力达 9850 吨;签约国外垃圾焚烧发电项目 4 个,日处理垃圾能力达 6000 吨。我们统计了 2017 年上市公司垃圾焚烧发电的运营和拟建产能,公司拟建/运营产能比例为 189%,位列第四,仍处于扩大规模第一梯队。假设公司拟建产能分 5 年建完,每年平均新增产能 3170 吨/天,40 万吨/天的单位投资,需 12.68 亿资金投入,按照 35%的资本金投入来计算,需要 4.44 亿元资本金。截止 2018 年一季度,公司在手现金 5.74 亿元,且尚有加杠杆空间,加上垃圾焚烧发电项目的现金造血功能,拟建项目落地不受融资辖制。

图 29：2017 年上市公司垃圾焚烧发电运营/拟建产能 (吨/天)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 30：2017 年上市公司垃圾焚烧发电拟建产能/运营产能比例



资料来源：公司公告、天风证券研究所

截止 2017 年，山东莒南项目、安徽太和项目正处于调试阶段。公司正在建设和筹备建设的垃圾焚烧发电项目达到 10 个，分别位于陕西蒲城、河南民权、重庆铜梁、长春九台、山东平邑、长春双阳、宁夏固原、扬州江都、越南富寿、新加坡大士。另有已运营项目的扩建工程以及提标改造项目 5 个，分别为滨州二期、连江二期、启东三期、太和二期、深圳天楹提标改造。

假设一：公司产能利用率 100%。从历史年实际处理量和当年产能分析，公司历年来均处于满负荷状态。由于存在产能利用爬坡期，从 2018 年起，我们假设当年新增产能的 50%计入实际处理量。

假设二：垃圾处理费为 50 元/吨。从公司历史项目情况分析，垃圾处理费均在 50 元/吨以上。

假设三：每吨生活垃圾折算上网电量 280 千瓦时，上网电价 0.65 元/吨（含税）。2012 年 3 月 28 日，国家发改委发布的《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，要求“以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元（含税）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价”。该通知自 2012 年 4 月 1 日起执行，2006 年 1 月 1 日后核准的垃圾焚烧发电项目均按该规定执行。目前公司在手项目中，除深圳平湖二期项目外（上网电价 0.58 元/吨，与供电局约定），其余项目均是 2006 年以后核准开工建设，执行 0.65 元/吨（含税）的上网电价。

我们预计公司 2018-2020 年垃圾焚烧发电实现营收 8.13/10.92/13.95 亿元，实现毛利 3.71/4.98/6.36 亿元。

图 31：2018-2020 年垃圾焚烧发电收入盈利预测

项目	状态	投运时间	规模 吨/天	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
如东一期	投运	2011	500	500	500	500	500	500	500	500
如东二期	投运	2013	500	500	500	500	500	500	500	500
启东一期	投运	2009	500	500	500	500	500	500	500	500
启东二期	投运	2010	250	250	250	250	250	250	250	250
江苏海安	投运	2014	750	750	750	750	750	750	750	750
深圳平湖	投运	2015	1000		1000	1000	1000	1000	1000	1000
福建连江	投运	2012	500	500	500	500	500	500	500	500
如东三期	投运	2015	800		800	800	800	800	800	800
滨州一期	投运	2015	800		800	800	800	800	800	800
吉林辽源	投运	2016	800			800	800	800	800	800
吉林延吉	投运	2017	800				800	800	800	800
山东莒南	调试	2017	600				600	600	600	600
太和一期	调试	2017	600				600	600	600	600
陕西蒲城	筹建		1000							
河南民权	筹建		1000							
滨州二期	改造		400					400	400	400
连江二期	改造		500					500	500	500
启东三期	改造		600					600	600	600
太和二期	改造		300					300	300	300
越南富寿	筹建		1000						1000	1000
越南河内	筹建		4000						1000	4000
越南清化	筹建		1000						1000	1000
新加坡大士	筹建		300							
重庆铜梁	筹建		1200						1200	1200
长春九台	筹建		1200							1200
扬州江都	筹建		700							700
通州湾	筹建		1000							
牡丹江	筹建		1200							
长春双阳	筹建		1050							1050
平邑项目	筹建		600					600	600	600
固原环卫一体化	筹建		1050							
合计				3000	5600	6400	8400	10800	15000	20950
增速					86.67%	14.29%	31.25%	28.57%	38.89%	39.67%
垃圾处理量（万吨）				136	241	290	295	350	471	601
垃圾处理收入（亿）				1.01	1.23	1.25	1.43	1.75	2.35	3.01
上网发电量（亿千瓦时）				2.65	5.20	6.20	6.50	9.81	13.18	16.84
发电收入（亿）				1.72	3.38	4.03	4.23	6.38	8.57	10.94
合计收入（亿）				2.73	4.61	5.28	5.65	8.13	10.92	13.95
增速					68.86%	14.53%	7.01%	43.88%	34.38%	27.71%
毛利率				65.10%	56.48%	49.19%	45.60%	45.60%	45.60%	45.60%
毛利（亿）				1.78	2.60	2.60	2.58	3.71	4.98	6.36

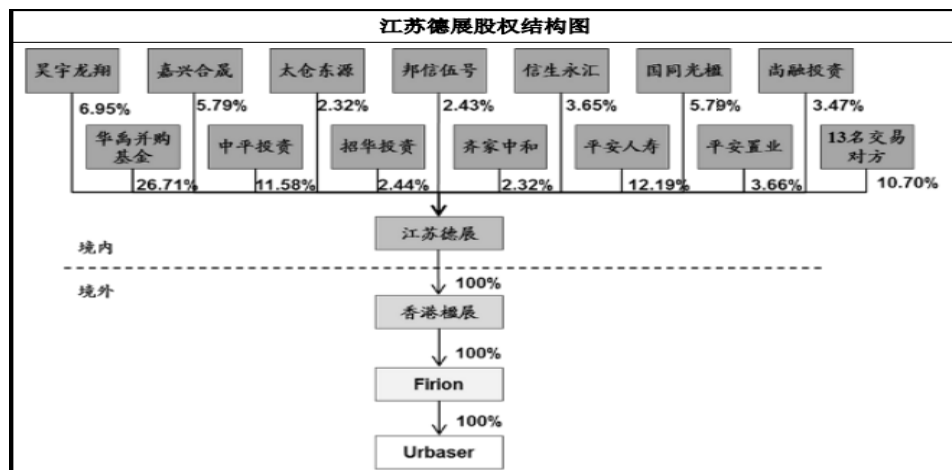
资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 收购 Urbaser，海外优质固废公司形成良好协同

4.1. 现金+发行股份，88.82 亿元收购 Urbaser100%股权

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，发行10.872亿股），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。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Urbaser100%股权。天楹实际控制人承诺2018-2020年业绩不低于4975/5127/5368万欧元。

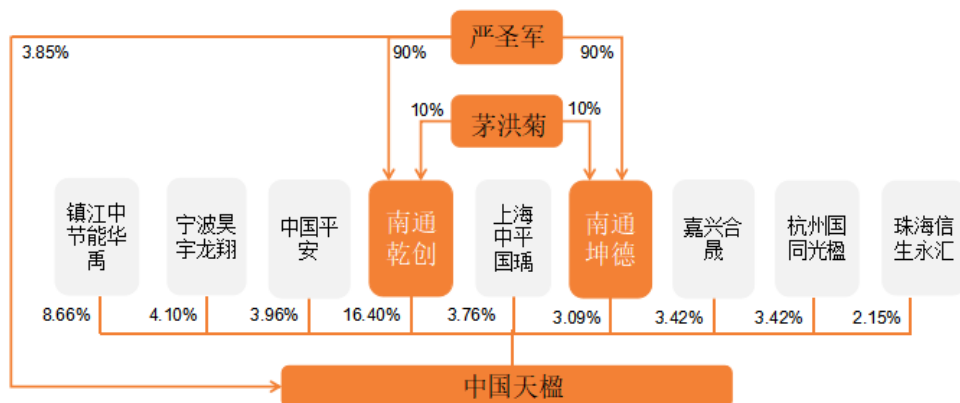
图 32: 江苏德展股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

收购完成后，严圣军仍为公司实际控制人，与茅洪菊持股比例合计为 23.34%。

图 33: 收购完成公司前十大股东



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从 EV/EBITDA 的角度看，与此次交易类型相似的国际、国内可比交易中废物能源利用行业对应的 EV/EBITDA 均值为 8.84，中位数为 9.30；工业固废处理行业对应的 EV/EBITDA 均值为 10.83，中位数为 11.00；综合固废处理行业对应的 EV/EBITDA 均值为 9.70，中位数为 8.75；本次交易的 EV/EBITDA 指标为 8.03，低于同行业国际及国内并购 EV/EBITDA 指标的平均值与中位数，由此可见，**上市公司本次交易评估作价公允合理。**

表 2: 收购估值 EV/EBITDA 对比

项目	EV	EBITDA	EV/EBITDA
Urbaser100%股权 (金额单位:万欧元)	113,760.00	14166.87422	8.03
废物能源利用行业	-	-	8.84
工业固废处理行业	-	-	10.83
综合固废处理行业	-	-	9.7

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.2. 质地优良的老牌固废处理综合服务商

4.2.1. 欧洲领先的综合环境管理服务平台，2018 以来增长加速

Urbaser 是一家西班牙公司，深耕城市固废处理 27 载，是欧洲领先的综合环境管理服务平

台，世界排名第六，年营收超过 120 亿。Urbaser 运营着西班牙最大的废物转运站网络，亦是西班牙工业垃圾填埋场的最大所有者。2016 年，公司旗下有 128 个处理厂，其中包含 8 个焚烧能源利用流程，其装机发电功率达到 234MW、56 个堆肥流程、29 个生物甲烷化流程、52 个包装容器分类流程、71 个非危险废弃物控制堆放场、48 个（废弃物堆放和生物甲烷化产生的）沼气能源生产和输出设施，其装机发电功率达 172MW。

历史发展平稳，2018 以来增长加速。2017 年，Urbaser 实现营收 135.84 亿元，同比增长 5.96%；实现归母净利润 3.95 亿元。由于 2016 年计提了 Essex 项目延迟验收事项导致的资产减值，导致净利润低于正常值。2018 年以来，Urbaser 与公司协同效应显著，1-4 月实现归母净利润 1.79 亿元，已超 2016 年全年水平，2018 年 Urbaser 全年业绩可期。

图 34：2016-2018 年前四月营收数据（亿元）

	2015	2016	2017	2018年1-4月
营业总收入	131.08	128.21	135.84	48.02
资产减值损失	-0.05	4.52	0.03	0.06
营业利润	5.35	2.29	6.65	2.6
净利润	4.50	1.15	4.45	1.95
归母净利润	3.80	1.58	3.95	1.79

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 35：2016-2017 财务指标

项目名称 \ 年份	2016	2017
利润表指标		
主营业务毛利率	13.68%	13.66%
营业税金比率	1.59%	1.85%
管理费用比率	4.50%	4.47%
财务费用比率	3.37%	3.83%
营运能力		
存货周转率	47.21	44.79
应收账款周转率	3.23	3.24
流动资产周转率	1.81	1.79
资产周转率	0.74	0.75
短期偿债能力		
流动比率	1.51	1.33
速动比率	1.45	1.27
获利能力		
销售净利率	3.67%	2.72%
资产净利率	2.70%	1.96%
成本费用利润率	4.25%	3.14%
净资产收益率	9.89%	7.74%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

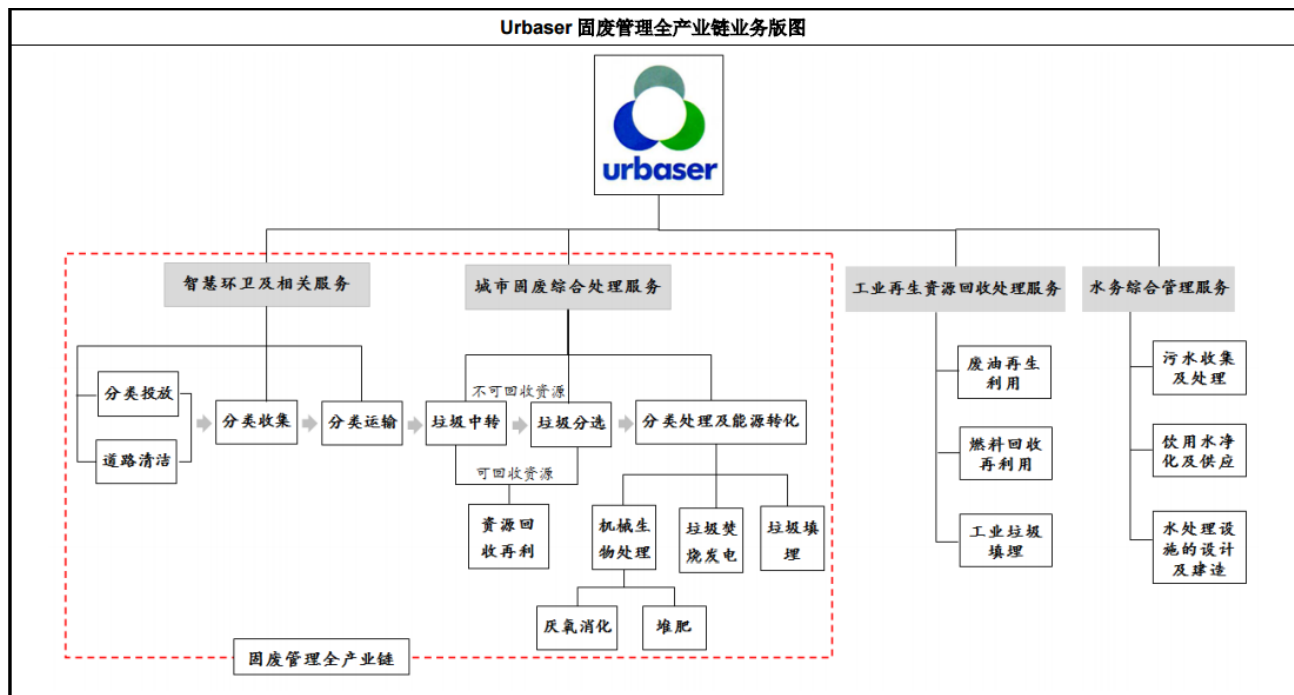
4.2.2. 智慧环卫贡献营收毛利过半，毛利率保持稳定

其全球业务由**智慧环卫及相关服务、城市固废综合处理服务、工业再生资源回收处理服务以及水务综合管理服务**四大业务板块构成：

智慧环卫是 Urbaser 的第一大业务。涵盖“城市垃圾分类投放、道路清洁、垃圾分类收集、分类运输”等业务环节。建立智慧环卫数据运营服务平台，通过为各环卫管理元素（包括垃圾收集设施、各类环卫器械及设备、环卫作业/管理车辆、环卫作业/管理人员等）配备感知设备、智能终端，形成信息互联互通的物联网，对城市环卫所涉人、车、物、事进行全过程实时管控。

城市固废综合处理服务是 Urbaser 的第二大业务，涵盖“垃圾中转、垃圾分选、垃圾分类处理及能源转化”等业务环节，Urbaser 依托覆盖城市固废管理全产业链的技术工艺和运营管理优势，拥有城市垃圾一体化综合处理能力和经验，通过全产业链上游“智慧环卫”整体解决方案中的垃圾分类投放、分类收集、分类运输，以及下游垃圾分类处理中的机械生物处理（MBT）、垃圾焚烧发电（WTE）、垃圾填埋等有机结合，Urbaser 可根据垃圾成分、种类和特性提供个性化的垃圾分类处理整体解决方案，依托垃圾分类处理与分类回收技术的充分结合，实现“零垃圾”排放。

图 36：Urbaser 业务分类



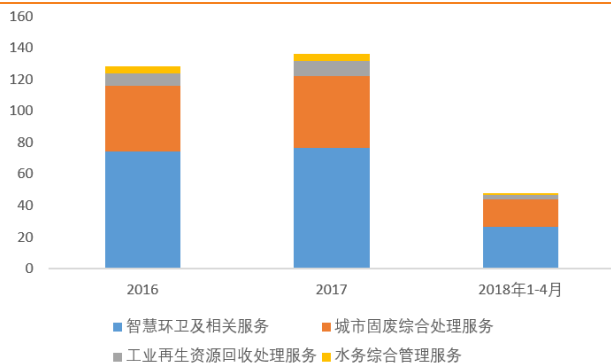
资料来源：公司公告、天风证券研究所

智慧环卫贡献营收毛利过半。智慧环卫及相关服务收入主要来源于 Urbaser 为市政机构客户提供城市垃圾分类投放、道路清洁、垃圾分类收集、分类运输和园艺/绿区养护管理等服务收取的特许经营收入。2016-2018 年前 4 月，智慧环卫贡献收入金额和占比较为稳定。

城市固废综合处理服务贡献营收毛利超 33%。城市固废综合处理服务收入主要来源于 Urbaser 为市政机构客户提供垃圾处理服务收取的垃圾处置特许经营收入、销售垃圾处理副产品（如：电能、沼气）收入等。2016-2018 年前 4 月，城市固废综合处理服务贡献收入金额和占比较为稳定。

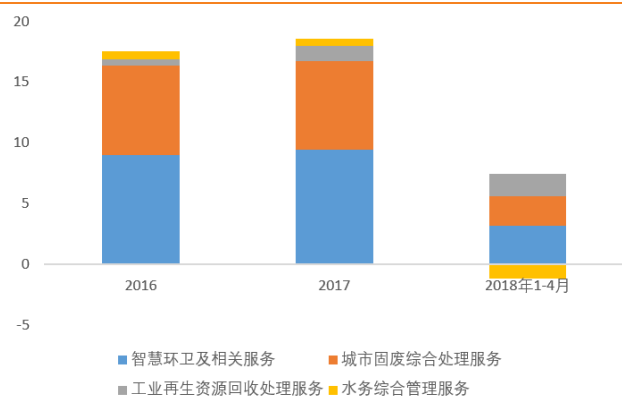
工业再生资源回收处理服务收入主要来源于 Urbaser 对外销售废油再生利用产生的润滑油、燃料回收再利用产生的燃料，以及垃圾转运费和垃圾填埋处理费收入。工业再生资源回收处理服务营业收入 2017 年度企稳回升，主要系西班牙燃料和原油市场价格回升和需求增长带来燃料回收和废油再生业务营业收入规模和毛利率同步增长。**水务综合管理服务收入**主要来源于 Urbaser 为客户提供污水收集及处理运营服务、饮用水净化及供应运营服务和水处理设施的设计及建造服务而收取的收入。

图 37：2016-2018 年前 4 月营收（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 38：2016-2018 前 4 月毛利（亿元）

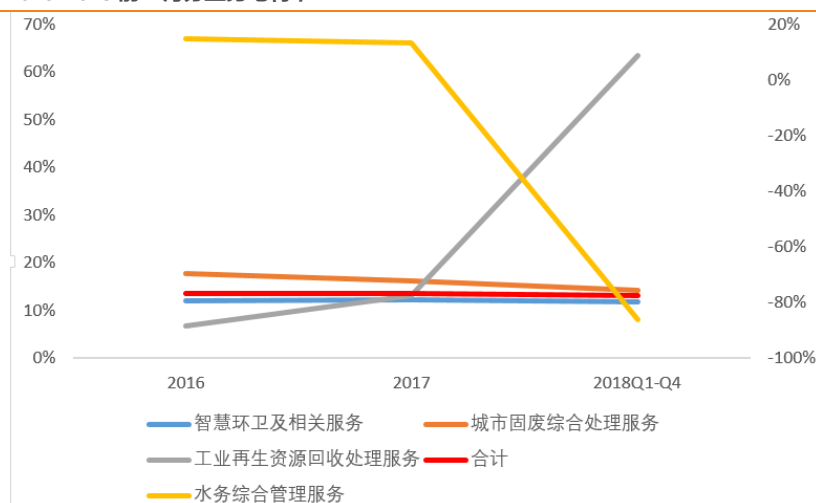


资料来源：公司公告、天风证券研究所

毛利率总体稳定近 14%。2016-2018 年前 4 月，智慧环卫毛利率一直稳定在 12% 左右。城市固废综合处理服务业务毛利率 2017 年度和 2018 年 1-4 月毛利率略有下降，主要由于业务运营所需开展部分低毛利的建造业务。2017 年度工业再生资源回收处理服务收入占比有

所上升，主要系西班牙燃料市场价格回升和燃料销售量上升带来燃料回收业务规模增长，废油再生利用收入亦同步增长。水务综合管理业务毛利率水平走低系毛利率较低的水管理建造业务增加所致。

图 39：2016-2018 前 4 月分业务毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.2.3. 客户以各国政府为主，核心商业模式为获取长期特许经营权

Urbaser 的客户以政府为主，企业客户较少。智慧环卫及相关服务、城市固废综合处理服务和水务综合管理服务的客户为政府机构，以 BOT 模式为主，工业再生资源回收处理服务的客户为企业，以定期付处理费为主。2017 报告期内前五大客户贡献营收 19.43%。皆为各国市政府，分别为西班牙马德里市政厅、阿根廷布宜诺斯艾利斯自治市政府、西班牙巴塞罗那大都会区政府、法国普罗旺斯省马赛市政府、西班牙巴塞罗那市政厅。

图 40：城市固废综合处理服务代表客户

国家	客户（市议会/市政府/公共机构）
	     
	  
	  
	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

核心商业模式是与全球政府客户签署的长期特许经营项目。这类业务往往具有稳定、持续的盈利能力和现金流入。Urbaser 的智慧环卫及相关服务、城市固废综合处理服务和水务综合管理服务均采用政府授予的**特许经营权模式**，其他废油再生利用、燃料回收再利用、工业垃圾填埋厂（由政府授权许可建设和运营）等业务为面向企业客户的**非特许经营权业务**。其中特许经营业务又根据政府特许内容进一步分类为“建设、运营和移交”模式以及“运营、移交”模式。

政府通常采用授予特许经营权的模式将城市道路清洁、垃圾分类收集和运输、园艺绿区养护管理、城市固废处理等项目的建设、运营和管理业务通过公开招投标的方式交由具备资质的专业化企业经营。政府通过向企业购买服务这种模式，在节约大量财政投入的同时，可以充分解决市政废物的污染治理问题。

图 41：公司部分智慧环卫项目

合同名称	合同对方	服务内容	特许经营区域	合同期限
Urbaser Limp y Recog. Jerez	赫雷斯-德拉弗龙特拉市议会	1、提供街道清扫服务 2、提供垃圾收集和运输服务	西班牙赫雷斯-德拉弗龙特拉市	1995.01.23-2027.12.31 1995.01.23-2019.12.31
Urbaser - Recogida y Limpieza en Elche	埃尔切市议会	提供城市废物收集、街道清洁、海滩清洁以及其它特别和补充服务	西班牙埃尔切市	2000.08.18-2019.08.18
Urbaser - Limp y Recog. La Laguna	拉古纳的圣克里斯托瓦尔市议会	提供废物收集、运输和街道清洁服务	西班牙拉古纳-圣克里斯托瓦尔市	2008.09.16-2018.09.16
Urbaser - RSU Barceña Zona Este	巴塞罗纳市议会	提供城市垃圾收集和街道清洁公共服务	西班牙巴塞罗纳市东区	2009.10.28-2019.11.01 经巴塞罗纳市议会要求，Urbaser 有义务接受为两年期的合同延期
Urbaser - Recogida, Transporte RSU y Limpieza Vía Pública en Mostoles	莫斯托莱斯市议会	提供街道清洁、废物收集和运输的公共服务	西班牙莫斯托莱斯市	2012.01.01-2019.12.31 合同期满可延期 2 年
Urbaser - Servicio de Limpieza urgente (SELUR)	马德里市议会	提供公共场所紧急清理服务	西班牙马德里市	2014.11.01-2021.11.01
Moron Contract	阿根廷莫龙市政当局	提供废物管理服务，包括：1、生活、装袋和清扫废物的收集、运输和处置 2、人工扫街服务 3、机械扫街服务 4、废物箱收集 5、特种服务及 6、大件废物、垃圾和树枝清除	阿根廷莫龙市	2015.04.20-2021.04.19 合同期满莫龙市政府可延期两年
Resurja - Recogida y Transferencia	哈恩省议会	提供城市垃圾收集和处理服务，以及选择性收集、包装处理和销售可副产品（堆肥，钢铁，煤炭等）等服务	西班牙哈恩省	2016.06.08-2031.06.08 合同期满每五年延期一次，累计延期不超过 25 年
关于向巴林北部和南部地区各市提供垃圾收集和清理服务的服务合同	巴林工程、市政和城市规划部 (the MOW)	提供垃圾收集服务	巴林北部和南部地区各市	2016.07.04-2021.07.03 合同期满可延期三年

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 42：公司部分固废项目

合同名称	合同对方	服务内容	特许经营区域	合同期限
Urbaser - Ptsu - Las Lomas	马德里市议会	建设、开办并运营位于马德里（拉斯洛马斯）的一处城市固体废物回收厂	西班牙马德里	1990.07.30-2020.06.05
Tirantabrá - Ptsu Merueb	坎塔布里亚地区议会	设计、建造并管理一处城市和非特殊工业废物处理厂维持坎塔布里亚省贝萨亚地区卫生	西班牙坎塔布里亚	1991.06.27-2028.06.27 合同期满可每十年续期一次，最长不超过法律规定的期限
Urbaser - Ptsu Costa del Sol	Mancomunidad de Municipios Costa del Sol Occidental	城市垃圾综合处理厂的设计、建造、融资和运营，用于处理如下各地所产生的城市废物：贝纳阿维斯、贝纳尔马德纳、卡萨雷斯、埃斯特波纳、福恩吉罗拉、伊斯坦、马尼瓦、马贝拉、米哈斯、奥亨及托雷斯莫里斯	西班牙贝纳阿维斯、贝纳尔马德纳、卡萨雷斯、埃斯特波纳、福恩吉罗拉、伊斯坦、马尼瓦、马贝拉、米哈斯、奥亨、托雷斯莫里斯	1995.06.15-2020.06.15
UTE Dehesas - Ptsu "Las Dehesas"	马德里市议会	设计、建设并运营一座垃圾处理厂，处理马德里市所产生城市固体废物	西班牙马德里	1997.12.04-2026.02.17
Ecoparc de Barceña - Ecoparc I - Zona Franca Montada i Reixac	Entidad Metropolitana de Servicios Hídricos y Tratamiento de Residuos de Barceña	建设、开办并管理一处位于巴塞罗纳的市政处理厂，用于通过不同工艺综合处理城市废物	西班牙巴塞罗纳	1999.07.14-2030.06.02
UTE Ebro - PTRSU Zaragoza	萨拉戈萨市议会	城市固体废物处理厂和垃圾填埋场建设项目设计、建造施工及管理	西班牙萨拉戈萨	2002.04.10-2031.07.18
Délegation de service public,	Communauté urbaine Marseille Provence Méditerranée (CUMPM)	负责垃圾处理设施的设计、融资、建设和运营，并提供废物处理和回收的公共服务	法国马赛	2005.07.18-2028.07.17

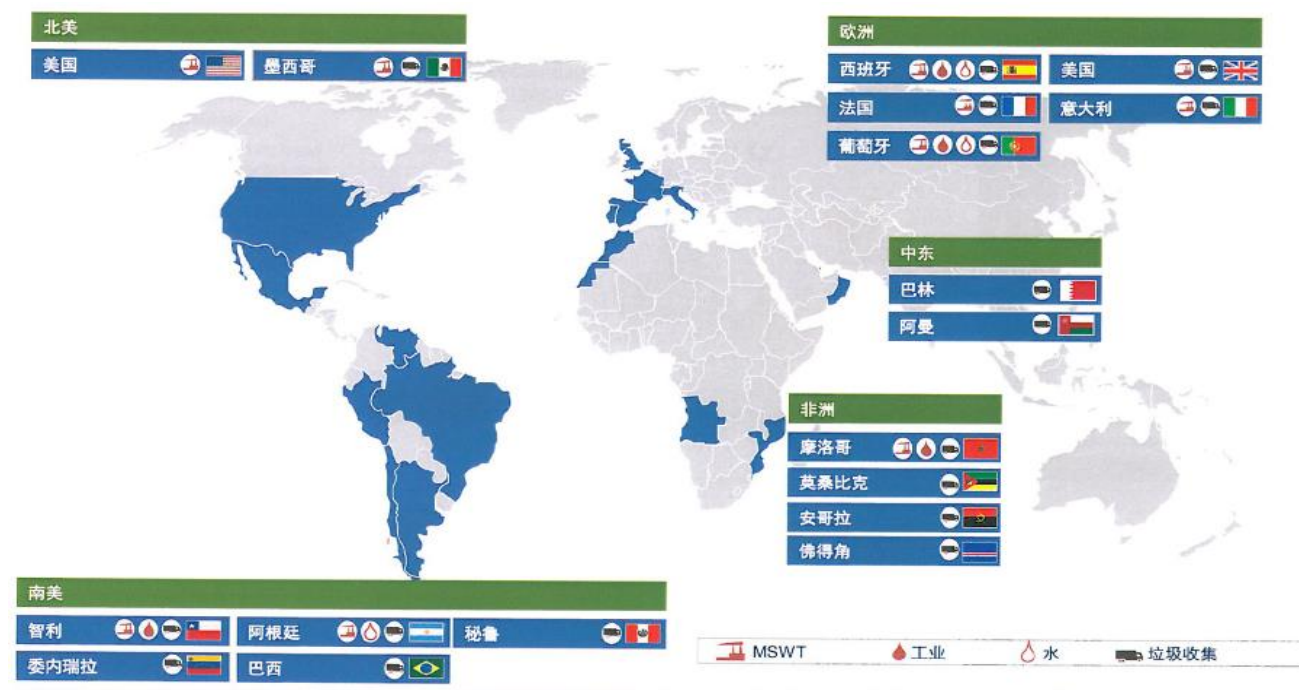
资料来源：公司公告、天风证券研究所

特许经营权招投标经验丰富，持续获取优质海内外项目。由于特许经营权的授予通常采用公开招投标的方式，经过多年的发展，Urbaser 内部已经形成一套完整成熟的项目竞标体系，具备高效率流程化的竞标工作机制，能对政府招标信息快速做出响应。为配合海外发展战略，Urbaser 通常会采取海外收购、联合本土企业设立合资企业等方式与当地企业合作共同竞标，迅速渗透目标市场，并已在美洲、北非、亚洲等新兴市场成功复制项目竞标经验。成熟的内部竞标体系和丰富的竞标经验有助于 Urbaser 持续获取优质的海内外固废管理项目。

4.2.4. 深耕西班牙，业务遍布欧美

Urbaser 凭借优势业务智慧环卫，将业务遍布欧美二十多个国家，西班牙等欧洲地区是收入主要来源，为 Urbaser 历史经营业绩提供了有效支撑。同时，Urbaser 在保持西班牙、阿根廷、智利等市场份额稳定的同时，亦持续开拓等其他国家和地区市场，拥有丰富的海外项目拓展经验和管理经验。

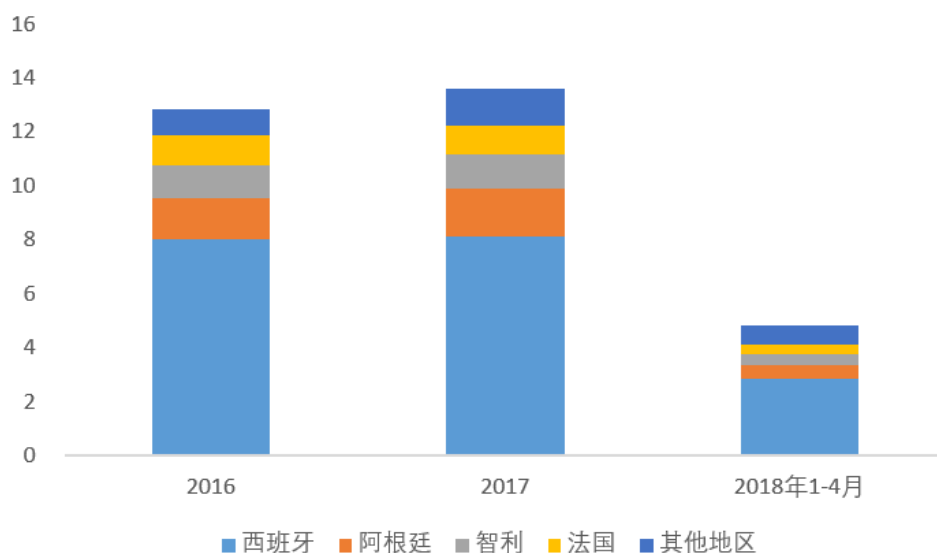
图 43: Urbaser 全球业务版图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

西班牙地区贡献营收超 58%，优势地区贡献比例稳定。作为大本营，公司在西班牙地区一直保持优势，阿根廷、智利、法国贡献营收比例也较为稳定。随着公司海外布局的展开，其他地区营收占比逐渐上升，从 2016 年的 7.40% 上升至 2018 年 4 月的 14.28%，2018 年前 4 月的营收为 0.69 亿元，已超 2016 年全年营收，海外业务拓展成果喜人。

图 44: 2016-2018 年前 4 月分地区营收情况 (亿元)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.3. 国外市场稳定增长，国内市场放量明显

4.3.1. 西班牙等地区垃圾处理市场预计个位数增长

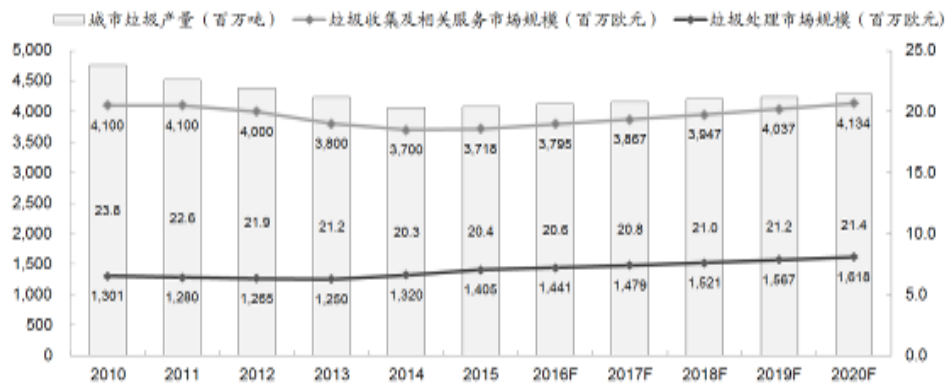
● 西班牙

根据 BCG 咨询报告，西班牙垃圾处理市场规模保持稳定增长趋势，由 2010 年的 13.01 亿元上升至 2015 年的 14.05 亿元，年均复合增长率约为 1.6%，其中 2015 年西班牙城市垃圾收集总量为 2,040 万吨，垃圾收集及相关服务市场规模为 37.18 亿欧元，相比 2014 年均有所增加。同时，根据西班牙统计局数据，2015 年西班牙经济开始企稳，2015 年西班牙 GDP

同比增长率为 3.2%。

随着西班牙经济的逐步回暖、CPI 指数的上扬以及固废处置率的进一步提升，预计 2016 年至 2020 年西班牙固废管理市场将迎来持续反弹，其中垃圾收集及相关服务行业规模将由 2015 年的 37.18 亿欧元上升至 2020 年的 41.34 亿欧元，年均复合增长 2.1%；垃圾处理市场规模预计由 2015 年的 14.05 亿欧元上升至 16.18 亿欧元，年均复合增长 2.9%。

图 45：西班牙城市垃圾产量和固废管理市场规模历史情况及未来预测



资料来源：公司公告、天风证券研究所

● 阿根廷

Urbaser 在阿根廷的垃圾收集及相关服务主要集中在布宜诺斯艾利斯地区。受益于经济和人口稳定增长以及当地环保政策的支持，布宜诺斯艾利斯地区垃圾收集及相关服务的市场规模预计由 2015 年的 82.66 亿阿根廷比索增加至 2020 年的 88.13 亿阿根廷比索，年均复合增长约 1.3%。

图 46：布宜诺斯艾利斯垃圾收集及相关服务市场历史情况及未来预测



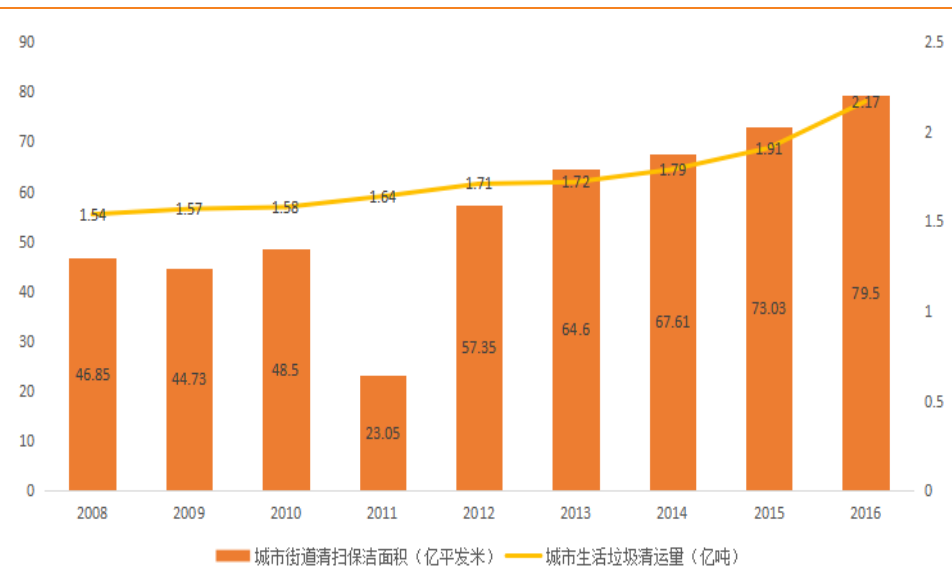
资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.3.2. 国内环卫+垃圾分类市场启动，预计 2020 年近 1900 亿元

近年来，随着我国经济维持中高速发展以及城镇化进程不断推进，我国固废管理需求也处于快速增长中，但固废管理产业发展相对滞后，现有固废管理行业规模、固废处理能力和环保技术尚不能满足市场需求。随着国家政策大力支持以及社会各界对生活环境改善需求日益提高，未来，中国固废管理行业将呈现持续增长态势。

根据历年《中国统计年鉴》以及《2016 年城乡建设统计公告》的统计数据，我国城市街道清扫保洁面积由 2008 年的 46.85 亿平方米上升至 2016 年的 79.5 亿平方米，年均复合增长约 6.83%；我国城市生活垃圾清运量由 2008 年的 1.54 亿吨上升至 2016 年的 2.17 亿吨，年均复合增长约 4.35%。

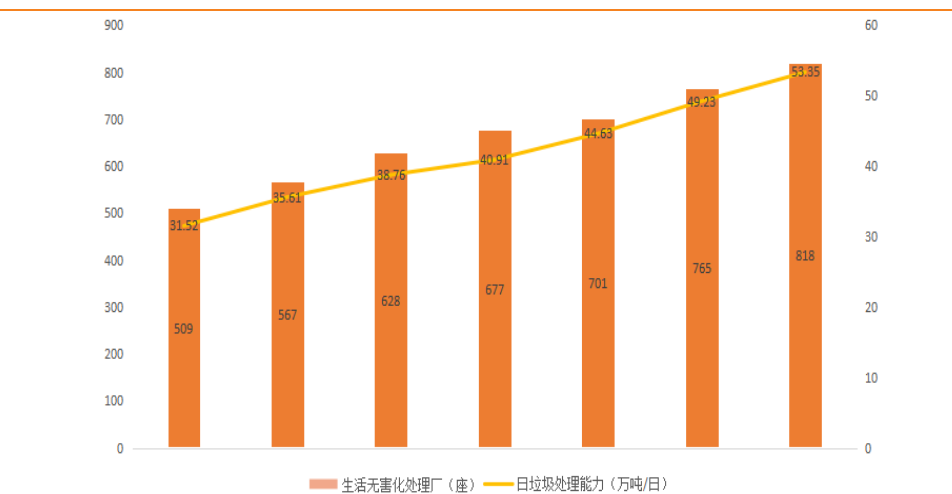
图 47：2008-2016 城市垃圾清运量和保洁面积



资料来源：住建部、WIND、天风证券研究所

根据历年《中国城乡建设统计年鉴》以及《2016 年城乡建设统计公告》的统计数据，我国城市生活垃圾无害化处理厂由 2008 年的 509 座上升至 2016 年的 940 座，年均复合增长约 7.97%；我国城市生活垃圾无害化处理厂的日垃圾处理能力由 2008 年的 31.52 万吨/日上升至 2016 年的 62.1 万吨/日，年均复合增长约 8.85%。

图 48：2008-2016 垃圾处理能力



资料来源：住建部、wind、天风证券研究所

我国尚未建立精准有效的垃圾分类收运体系，因此只能采取“集中收运+集中处理”的粗放管理模式，生活垃圾的资源化利用率较低，并限制了我国固废处理行业的技术选择。随着政策推动以及政府外包模式的逐渐成熟，环卫市场化迎来快速增长。2015 年之前，环卫市场化进程相对比较平静。进入 2016 年，环卫市场化呈现出快速增长态势，合同金额同比 2015 年高达 223%。2017 年我国的环卫市场化延续了 2016 年的强劲走势，**预计到 2020 年，我国环卫市场可达 1735 亿元，未来三年复合增长率达 10.18%。**

表 3：环卫市场历史情况及预测

类别	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
道路清扫保洁面积 (亿平方米)	73.03/2 3.75	80.34/24.94	88.37/26.93	96.32/28.82	104.03/30.55	111.31/32.07
清扫保洁费用 (元/平方米)	-	10/5	10/5	10/5	10/5	10/5

	清扫保洁小计 (亿元)	-	803/125	884/135	963/144	1040/153	1113/160
	生活垃圾清运量 (亿吨)	1.91/0.67	2.07/0.68	2.25/0.70	2.43/0.71	2.60/0.72	2.76/0.72
城市/	垃圾清运费用 (元/吨)	-	75/60	75/60	75/60	75/60	75/60
县城	垃圾清运小计 (亿元)	-	155/41	169/42	183/43	195/43	207/43
	公厕数量 (万座)	12.63/4.35	12.82/4.38	13.02/4.41	13.21/4.44	13.41/4.47	13.61/4.50
	公厕运行费用 (万元/座)	-	13.50/5	13.50/5	13.50/5	13.50/5	13.50/5
	公厕运行小计 (亿元)	-	174/22	177/22	181/22	195/22	207/22
	市场规模 (亿元)	-	1132/187	1230/199	1327/209	1420/218	1508/226
	总计 (亿元)		1320	1429	1536	1639	1735

资料来源：住建部、wind、天风证券研究所

国内有 90%以上可以利用的废弃物被填埋或焚烧掉。例如每年 15 亿多吨建筑垃圾，再生利用的仅有几千吨，而实现最大利用的前提便是垃圾分类。在北京、杭州等，垃圾分类试点已经推行了 14 年，却未见明显实效，尽管小区门口放了不同颜色的垃圾桶，但仍然各种垃圾混杂、免费发放的可降解垃圾袋也被用来装其他垃圾。

4.4. 国内外竞争格局分析

4.4.1. 国外成熟地区行业集中度较高，Urbaser 业务覆盖范围的市场份额靠前

全球固废管理行业规模巨大，参与者众多，且具备明显的区域性特征。从产业链分工和业务分布看，与 Urbaser 构成直接竞争关系的公司主要包括两类，一类是以威立雅集团 (VEOLIA)、苏伊士集团 (SUEZ)、美国废物管理公司、西班牙 FCC 集团和德国 Remondis 集团为代表的跨国型环保企业，这些公司固废管理业务遍布全球多个地区，与 Urbaser 在全球范围内构成竞争关系；另一类是一些区域性的本土环保企业，这类企业规模较小，业务分布范围有限，仅在局部市场与 Urbaser 形成竞争。

受地区经济发展水平、地理位置和环保政策影响，不同区域的行业竞争状况存在较大差异。在固废管理行业发展较为成熟的法国和西班牙，其行业集中度相对较高，市场份额主要集中在几大固废管理巨头中，新的市场参与者较难进入这类成熟市场。而对于固废处理行业尚处于发展前期的新兴市场，行业参与者数量较多，其中本土企业是当地固废管理市场的重要参与者，市场集中度较低，市场发展潜力较大。

表 4：西班牙等地区行业集中度

	西班牙	法国	阿根廷布宜诺斯艾利斯	智利
行业集中度	1、FCC 集团、Urbaser、Ferrovia Servicios 集团、Valoriza 集团和 Sogama 公司合计占比 69.5% 2、在固废管理行业细分领域中，Urbaser 在垃圾处理领域位居西班牙第一，在垃圾收集及相关服务领域排名第二	威立雅集团和苏伊士集团占比 73%	6 家环保公司占据了 65% 的市场份额，其中 Urbaser 占据了约 13% 的市场份额。在当地竞争对手主要是布宜诺斯艾利斯当地的本土公司	48 个智利的主要城市中，Urbaser 合计占据 21% 的份额，市场份额排名第一

资料来源：DBK 城市服务报告、BCG 咨询报告、天风证券研究所

4.4.2. 海外可比公司财务指标分析

为了进一步分析 Urbaser 竞争力，我们选取西欧和北美证券市场多家以城市垃圾收集和处理为主营业务的上市公司作为可比上市公司。Urbaser 毛利率与欧洲同行业公司相当，流

动比率和速动比率均优于同行业可比上市公司平均水平，资产负债率略高于行业平均水平，存货周转率及应收账款周转率与欧洲同行业公司中位数相当。

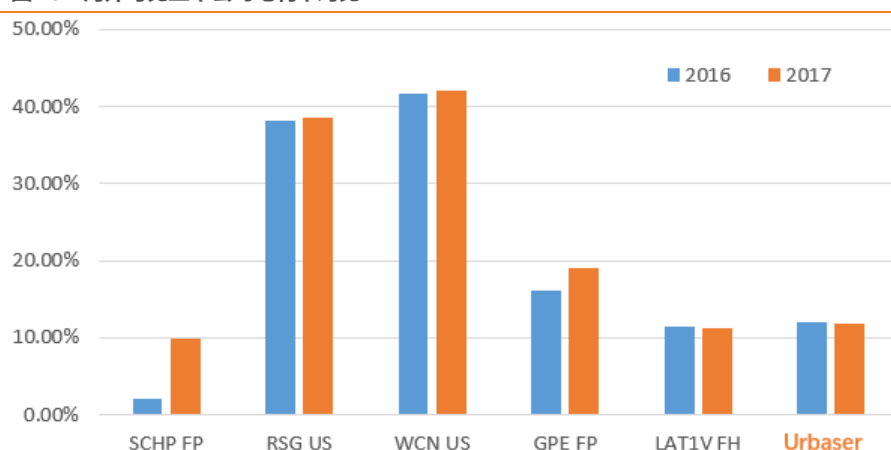
表 5：海外可比上市公司介绍

公司名称	主营业务
法国赛驰环境公司 (SCHP FP)	法国赛驰环境公司于 1997 年 11 月 27 日在泛欧交易所（法国）上市，其主营业务包括为市政客户提供街道清扫、城市固废收集、垃圾焚烧和填埋服务，以及为私人客户提供工业固废的收集、加工和处理等服务
共和废品处理公司 (RSG US)	共和废品处理公司是美国第二大固体废物处理服务公司，为美国市政和个人客户提供固体废物收集和垃圾处理服务
Waste Connections 股份有限公司(WCN US)	Waste Connections 股份有限公司是北美领先的固体废物收集和垃圾处理服务提供商，致力于向市政和私人客户提供各种可回收材料的收集、垃圾填埋和回收服务
法国 Pizzorno 环境公司 (GPE FP)	法国 Pizzorno 环境公司是法国固废管理服务运营商和摩洛哥固废管理服务运营商，主营业务覆盖家庭、城市和工业固体废物的收集、分类、转运和处理，以及水管理服务
拉希拉和迪卡诺亚公司 (LAT1V FH)	拉希拉和迪卡诺亚公司致力于向芬兰的城市、自治区、企业、个人提供环境管理和维护服务，服务内容包括废物管理和回收再利用服务、工业清洁及危险废物管理等

资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

2016 年度和 2017 年度，Urbaser 毛利率与欧洲同行业可比公司相当，毛利率波动趋势与欧洲同行业可比公司基本一致，符合欧洲固废管理公司的行业特征。

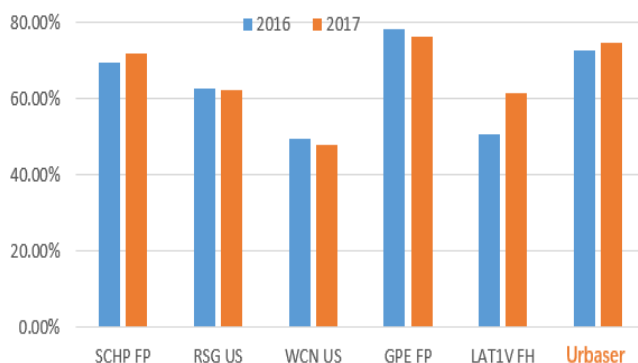
图 49：海外可比上市公司毛利率对比



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

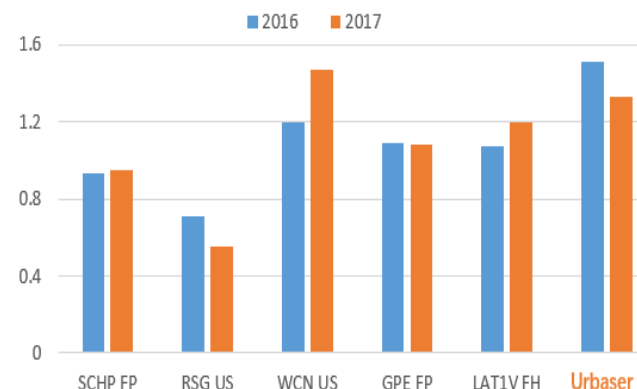
2016 年末和 2017 年末，Urbaser 流动比率和速动比率均优于同行业可比上市公司平均水平，短期偿债能力较强；Urbaser 资产负债率略高于行业平均水平，主要系同行业可比上市公司主营业务以街道清扫和固废收集为主，垃圾处理占比较低，由于垃圾处理的资本性投资强度大于街道清扫和固废收集，因此 Urbaser 因垃圾处理业务占比相对高于同行业而使资产负债率亦略高，与其业务属性和经营情况相符。

图 50: 海外可比上市公司资产负债率



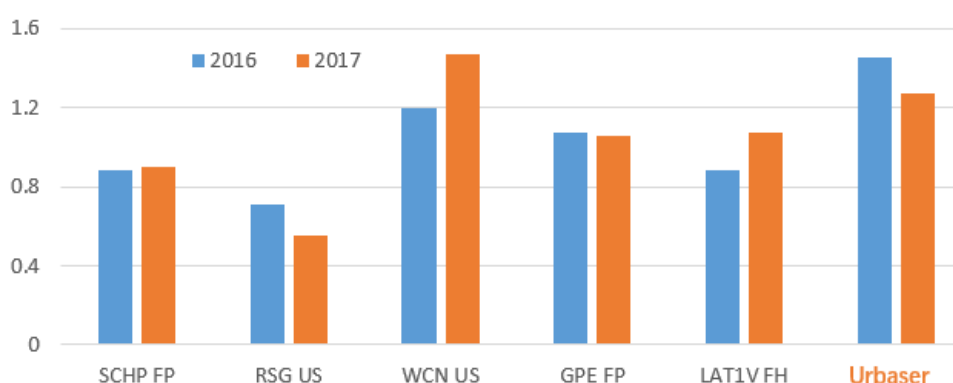
资料来源: Bloomberg、天风证券研究所

图 51: 海外可比上市公司流动比率



资料来源: Bloomberg、天风证券研究所

图 52: 海外可比上市公司速动比率比较



资料来源: Bloomberg、天风证券研究所

2016 年度和 2017 年度, Urbaser 应收账款周转率与欧洲同行业公司法国赛驰环境公司、法国 Pizzorno 环境公司可比, 低于北美共和废品处理公司和 Waste Connections 股份有限公司, 由于全球不同区域政府机构付款周期存在差异, 因此 Urbaser 应收账款周转率与欧洲同行业可比上市公司平均水平相当, 符合行业区域特征。2016 年度和 2017 年度, Urbaser 存货周转率与欧洲同行业公司法国赛驰环境公司可比, 低于法国 Pizzorno 环境公司, 主要系法国 Pizzorno 环境公司业务以垃圾收集、转运等为主, 存货规模远小于同行业公司。因此, Urbaser 存货周转率与欧洲同行业可比上市公司中位数水平相当, 符合业务经营特征。

表 6: 海外可比上市公司应收账款及存货周转率比较

公司名称	应收账款周转率 (次)	
	2017 年度	2016 年度
SCHP FP	3.61	3.19
RSG US	9.56	9.28
WCN US	8.92	8.78
GPE FP	3.37	3.05
Urbaser	3.23	3.24
公司名称	存货周转率 (次)	
	2017 年度	2016 年度
SCHP FP	39.97	37.65
GPE FP	83.97	97.84
LAT1V FH	25.86	24.20

Urbaser

47.21

44.79

资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

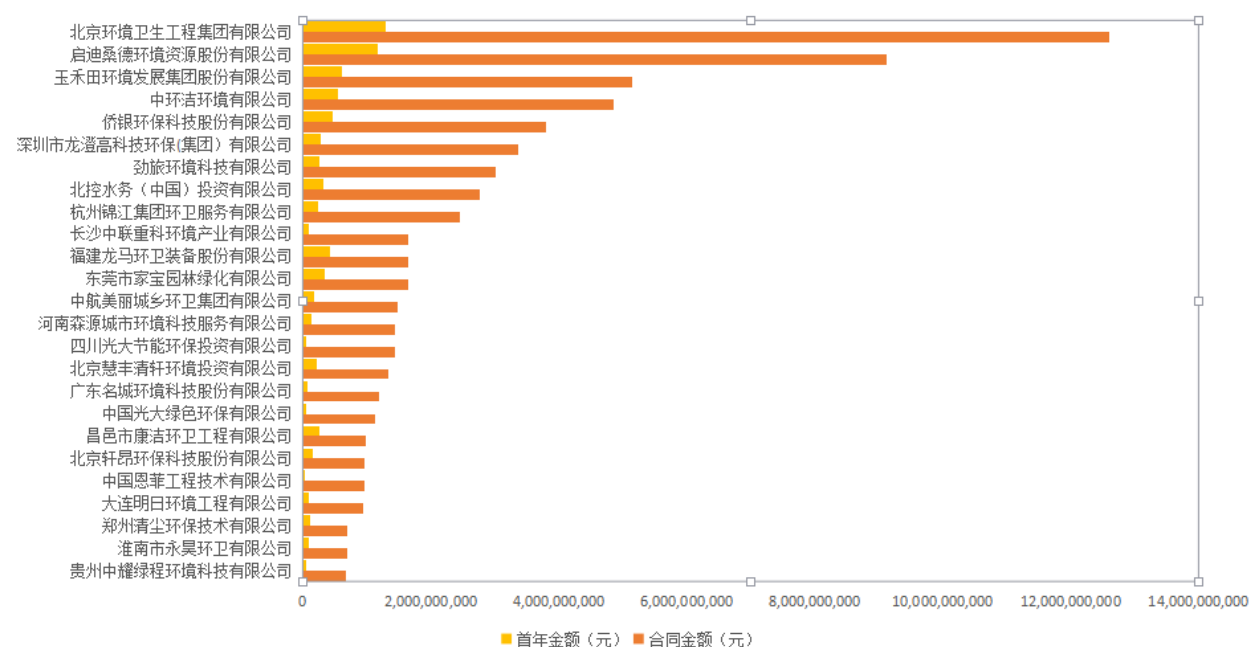
4.4.3. 国内行业集中度具有提升空间，经验丰富+打通后端焚烧企业有望受益

目前，环卫产业且初具规模的公司，主要分为 4 类：

- 1) 环卫服务起家，逐渐长大的**老牌环卫公司**，典型代表新安洁、玉禾田，该类公司项目经验丰富，具有一定品牌优势，具有先发优势，但资本实力相对较差；
- 2) **环卫设备商**，向环卫服务转型，典型如龙马环卫、中联重科，环卫设备领域龙头企业，市占率高，具有很好的品牌优势，且具备资本实力、亦有一定政府关系，但由于业务模式差异较大，项目管理经验上有欠缺；
- 3) **垃圾处理公司**，向上游拓展，典型如启迪桑德、中国天楹，政府关系、大项目管理能力、资本实力、异地扩张能力层面均非常强，在品牌影响力和环卫项目经验上有欠缺；
- 4) **地方国资企业**，如北环集团、上海城投，优势在于政府资源、缺点在于市场化竞争力相对较差。

2018 年上半年环卫市场化，无论从招投标项目数量、合同金额和新签项目首年金额等均再创历史新高。今年 1-6 月，全国共开标环卫市场化项目/标段 5862 个，合同总金额突破 1000 亿元（2017 年全年为 1700 多亿），新签项目首年金额也高达 225 亿（2017 年全年为 321 亿），中标企业数量达到 3053 家。**前 25 公司中标金额合计为 657.98 亿元，占全市场 60% 以上的份额。其中北环集团、启迪桑德、玉禾田、中环洁、侨银环保五家公司中标金额合计为 316.91 亿元，占前 25 名中标金额 54%，占全市场中标金额 30% 以上。**从中标企业的情况来看，经验丰富的老牌环卫公司、打通后端的垃圾处理公司和地方国资企业竞争力突出。

图 53：2018 上半年环卫市场订单金额



资料来源：环境司南、天风证券研究所

4.5. 引入先进技术夯实前端布局，叠加公司自造设备优势，协同效应显著

Urbaser 智慧环卫技术先进，补齐公司垃圾处理前端布局。Urbaser 作为欧洲领先的综合固废管理平台，具备横跨固废处理全产业链的综合技术及服务优势，特别是在智慧环卫领域

积累了丰富的行业经验和客户资源。上市公司目前已经在 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。本次交易完成后，Urbaser 全球固废管理业务将纳入上市公司的业务体系中，上市公司的业务规模、收入规模和资产规模迅速增加，品牌知名度和行业影响力也随之大幅提升，助力公司从垃圾末端处置向上游的分类、收运、中转等综合环卫方向拓展。

扩大业务版图，实现公司全球业务的跨越式发展。目前公司现有固废项目主要集中在国内，Urbaser 的固废管理业务遍布以欧美市场为主的全球多个国家和地区，拥有丰富的海外项目管理和拓展经验。本次交易有助于上市公司迅速扩大业务版图；通过借鉴 Urbaser 海外项目拓展和运营经验，持续获取优质的海外项目，实现公司海外业务的跨越式发展。Urbaser 亦可顺利进军亚洲及周边市场，公司通过境内和境外两个平台、两个品牌的良性互动，将打造成为具有国际竞争力的大型环保企业集团。

Urbaser 融资优势明显，现金流良好，强强联合发挥协同效应。Urbaser 位于欧洲，相较国内融资环境更宽松，经营业务具有稳定、连续的盈利能力和现金流入，不会给上市公司自身运营带来负担。还可以依托上市公司垃圾焚烧发电的核心技术、装备研发制造和运营优势，进一步提升固废综合处理技术能力，达到双赢的目的。

5. 盈利预测与评级

通过对公司各板块进行盈利预测，暂不考虑 Urbaser 并表，预计公司 2018-2020 年实现净利润 3.07、4.23、5.41 亿元，18-20 年 EPS 分别为 0.23、0.31、0.4 元/股，对应 PE 为 18 倍、13 倍、10 倍。

考虑 2019 年 Urbaser 并表，大股东承诺 2018-2020 年业绩不低于 4975/5127/5368 万欧元。增加收购资产发行股份 10.872 亿股，不考虑配套融资增发股份情况，我们预计公司 2018-2020 年备考利润为 3.07、8.28、9.81 亿元，18-20 年 EPS 为 0.23、0.34、0.41 元/股，对应 PE 为 18、12、10 倍。给予“买入”评级。

表 7：盈利预测拆分

业务	指标	2017A	2018E	2019E	2020E
环保工程	营收 (亿元)	9.45	8.50	9.8	11.2
	成本 (亿元)	6.08	5.44	6.47	7.28
	毛利 (亿元)	3.37	3.06	3.33	3.92
	毛利率	36%	36%	34%	35%
垃圾焚烧发电	营收 (亿元)	5.65	8.13	10.92	13.95
	成本 (亿元)	3.07	4.39	5.90	7.67
	毛利 (亿元)	2.58	3.74	5.02	6.28
	毛利率	46%	46%	46%	45%
城市环境服务	营收 (亿元)	0.97	1.2	2	3
	成本 (亿元)	0.77	0.96	1.60	2.40
	毛利 (亿元)	0.19	0.24	0.40	0.60
	毛利率	20%	20%	20%	20%
房屋租赁	营收 (亿元)	0.06	0.06	0.06	0.06
	成本 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利 (亿元)	0.06	0.06	0.06	0.06
	毛利率	94%	94%	94%	94%

资料来源：wind、天风证券研究所

我们看好公司收购 Urbaser 后发挥的协同效应，前端分类+智慧环卫+设备自造+后端垃圾焚烧处理全产业链打造完毕。同时考虑到收购 Urbaser 以后，公司运营板块贡献收入利润占比将进一步上升，且我们盈利预测仅包括公司在手运营订单，未来有望不断获取新订单继续增厚业绩。由于公司业绩大部分由运营项目贡献，参考同样由运营板块支撑业绩的伟明环保估值，假设收购 Urbaser 成功并在 2019 年并表，依照并表后 2019 年的预测 EPS0.34 元，我们给予公司 2019 年 20 倍 PE，目标价为 6.8 元/股。

表 8：可比公司估值

行业	公司	wind 一致预期对应 2019PE
垃圾焚烧	瀚蓝环境	12
	上海环境	14
	伟明环保	22
	兴蓉环境	11
	启迪桑德	10
环卫	龙马环卫	14

资料来源：wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	259.26	1,262.63	1,416.72	1,552.31	1,699.72
应收账款	184.21	355.78	528.09	236.26	703.42
预付账款	61.13	81.89	91.87	234.65	83.29
存货	104.33	128.53	159.09	58.08	308.04
其他	180.16	354.24	507.99	365.70	432.91
流动资产合计	789.09	2,183.08	2,703.76	2,447.00	3,227.38
长期股权投资	5.13	4.98	4.98	4.98	4.98
固定资产	1,035.07	1,074.81	1,877.70	2,324.15	2,563.11
在建工程	1,105.96	2,189.06	1,349.44	2,757.06	3,142.60
无形资产	1,777.72	2,218.33	2,115.25	2,012.18	2,002.99
其他	1,285.52	460.00	493.85	460.02	446.95
非流动资产合计	5,209.40	5,947.19	5,841.23	7,558.39	8,160.63
资产总计	5,998.49	8,130.26	8,544.99	10,005.40	11,388.01
短期借款	698.00	580.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	511.42	1,088.17	1,086.45	1,427.26	1,585.53
其他	943.87	1,211.15	1,027.46	1,018.00	1,089.06
流动负债合计	2,153.28	2,879.32	2,113.92	2,445.26	2,674.59
长期借款	1,042.20	1,184.79	1,199.37	1,899.37	2,459.37
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	740.55	1,017.78	878.00	878.77	924.85
非流动负债合计	1,782.75	2,202.56	2,077.37	2,778.14	3,384.22
负债合计	3,936.03	5,081.88	4,191.28	5,223.40	6,058.81
少数股东权益	0.00	28.21	31.85	36.86	43.26
股本	356.18	356.18	1,351.50	1,351.50	1,351.50
资本公积	944.13	1,678.96	1,678.96	1,678.96	1,678.96
留存收益	1,706.19	2,663.30	2,970.36	3,393.61	3,934.44
其他	(944.04)	(1,678.27)	(1,678.96)	(1,678.96)	(1,678.96)
股东权益合计	2,062.46	3,048.38	4,353.71	4,781.96	5,329.20
负债和股东权益总	5,998.49	8,130.26	8,544.99	10,005.36	11,388.01

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	211.72	224.89	307.06	423.24	540.83
折旧摊销	130.32	153.99	199.81	228.40	246.55
财务费用	123.81	166.26	84.00	37.00	21.00
投资损失	(0.00)	(0.09)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	490.41	(326.94)	(466.19)	672.55	(373.80)
其它	(730.79)	(182.97)	3.64	5.01	6.40
经营活动现金流	225.48	35.15	128.31	1,366.20	440.98
资本支出	252.32	1,461.24	199.78	1,978.63	815.77
长期投资	0.03	(0.15)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,680.84)	(1,458.11)	(259.78)	(2,058.63)	(865.77)
投资活动现金流	(1,428.49)	2.98	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	2,169.29	2,455.48	1,630.63	2,416.38	3,005.69
股权融资	(116.40)	580.22	910.63	(37.00)	(21.00)
其他	(855.76)	(2,076.60)	(2,455.48)	(3,530.00)	(3,228.27)
筹资活动现金流	1,197.13	959.10	85.78	(1,150.61)	(243.58)
汇率变动影响	0.00	0.06	0.02	0.03	0.04
现金净增加额	(5.89)	997.29	154.11	135.62	147.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	980.50	1,611.81	1,787.61	2,276.70	2,819.01
营业成本	540.81	992.66	1,078.55	1,396.07	1,734.26
营业税金及附加	16.02	28.33	33.61	40.98	50.74
营业费用	1.31	4.42	5.36	6.83	8.46
管理费用	110.99	174.77	176.62	227.67	281.90
财务费用	116.76	155.22	84.00	37.00	21.00
资产减值损失	3.59	13.88	14.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	3.71	2.65	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.15	0.02	0.03	0.04
其他	(7.42)	(49.84)	(0.04)	(0.06)	(0.07)
营业利润	194.73	289.57	395.50	548.18	702.69
营业外收入	55.86	3.14	10.00	10.00	10.00
营业外支出	0.23	1.84	2.00	2.00	2.00
利润总额	250.36	290.87	403.50	556.18	710.69
所得税	38.64	65.98	92.80	127.92	163.46
净利润	211.72	224.89	310.69	428.26	547.23
少数股东损益	0.00	2.63	3.64	5.01	6.40
归属于母公司净利润	211.72	222.27	307.06	423.24	540.83
每股收益（元）	0.16	0.16	0.23	0.31	0.40

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	18.79%	64.39%	10.91%	27.36%	23.82%
营业利润	-19.33%	48.71%	36.58%	38.60%	28.19%
归属于母公司净利润	-7.22%	4.98%	38.15%	37.84%	27.78%
获利能力					
毛利率	44.84%	38.41%	39.67%	38.68%	38.48%
净利率	21.59%	13.79%	17.18%	18.59%	19.19%
ROE	10.27%	7.36%	7.10%	8.92%	10.23%
ROIC	9.04%	12.80%	9.69%	10.98%	10.68%
偿债能力					
资产负债率	65.62%	62.51%	49.05%	52.21%	53.20%
净负债率	25.98%	49.45%	31.32%	23.92%	23.54%
流动比率	0.37	0.76	1.28	1.00	1.21
速动比率	0.32	0.71	1.20	0.98	1.09
营运能力					
应收账款周转率	5.81	5.97	4.04	5.96	6.00
存货周转率	11.25	13.84	12.43	20.97	15.40
总资产周转率	0.19	0.23	0.21	0.25	0.26
每股指标（元）					
每股收益	0.16	0.16	0.23	0.31	0.40
每股经营现金流	0.17	0.03	0.09	1.01	0.33
每股净资产	1.53	2.23	3.20	3.51	3.91
估值比率					
市盈率	26.75	25.48	18.44	13.38	10.47
市净率	2.75	1.88	1.31	1.19	1.07
EV/EBITDA	7.42	5.84	8.02	7.54	6.80
EV/EBIT	10.42	7.95	11.36	10.48	9.11

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com