

# 中国天楹 (000035)

## 收购 Urbaser 成功过会，固废行业新龙头扬帆起航

**事件：**9月21日，证监会并购重组委公告，中国天楹发行股份购买资产获有条件通过。

**点评：**

**现金+发行股份，88.82亿元收购 Urbaser100%股权。** 现金（24.78亿元）+发行股份（64.04亿元），共计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，在 Urbaser 未达到承诺业绩时自愿提供现金补偿。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 9.7 与中位数 8.75。

**Urbaser 为欧洲质地优良的老牌固废处理综合服务商。** Urbaser 位于西班牙，深耕城市固废处理 27 载，世界排名第六。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。2018 年以来，Urbaser 与公司协同效应显著，1-4 月实现归母净利 1.79 亿元，已超 2016 年全年水平。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，西班牙地区贡献营收超 58%，阿根廷、智利、法国贡献营收比例也较为稳定。

**特许经营为主，现金造血能力强。** Urbaser 核心商业模式为获取长期特许经营权，智慧环卫相关业务合同期限主要为 8-12 年，城市固废综合处理服务和水务综合管理服务业务合同期限主要为 15-30 年，主营业务具有稳定、持续的盈利能力和现金流入。Urbaser2016-2017 年经营现金流量净额/净利润比例为 327%和 434%，远高于 A 股同行业公司 30%和-29%，现金流良好。且 Urbaser 位于欧洲，融资优势明显。

**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 作为欧洲领先的综合固废管理平台，在智慧环卫领域积累了丰富的行业经验和客户资源。上市公司目前已经获取郟城、固原、海安等地环卫项目，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，上市公司前端分类+智慧环卫+设备自造+后端垃圾焚烧处理全产业链打造完毕，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的同时，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：**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 21 倍、15 倍、12 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、0.40 元/股，对应 PE 为 21、14、12 倍。给予“买入”评级。

**风险提示：**人民币兑欧元大幅升值、Urbaser 项目获取不及预期、协同效应不及预期、商誉减值风险

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)	29.81	28.40	20.55	14.91	11.67
市净率(P/B)	3.06	2.09	1.46	1.33	1.19
市销率(P/S)	6.44	3.92	3.53	2.77	2.24
EV/EBITDA	7.42	5.84	8.97	8.34	7.47

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（维持评级）

当前价格 4.67 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)	6,311.61
流通 A 股市值(百万元)	5,982.72
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**

- 1 《中国天楹-首次覆盖报告:收购海外优质资产 Urbaser，固废行业新龙头已现》 2018-08-29



## 内容目录

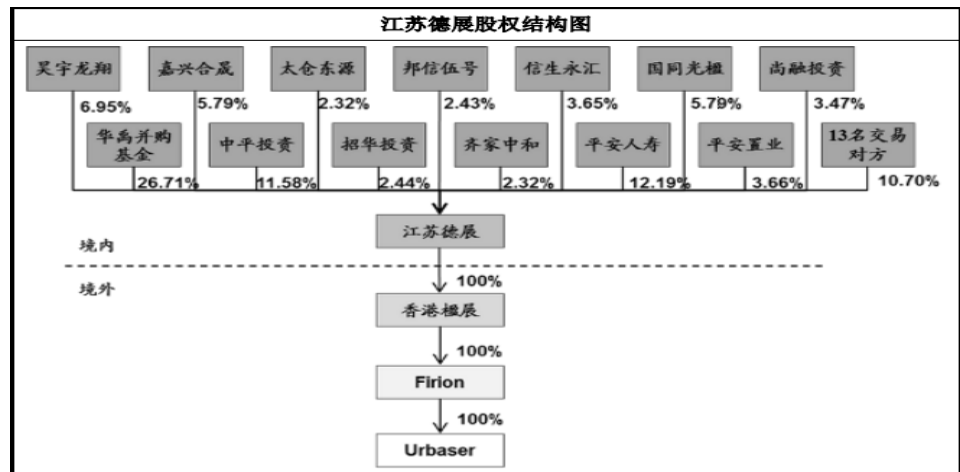
1. 收购 Urbaser，海外优质固废公司形成良好协同.....	3
1.1. 现金+发行股份，88.82 亿元收购 Urbaser100%股权 .....	3
1.2. 质地优良的老牌固废处理综合服务商 .....	4
1.2.1. 欧洲领先的综合环境管理服务平台，2018 以来增长加速 .....	4
1.2.2. 智慧环卫贡献营收毛利过半，毛利率保持稳定 .....	4
1.2.3. 客户以各国政府为主，核心商业模式为获取长期特许经营权.....	6
1.2.4. 深耕西班牙，业务遍布欧美 .....	7
1.3. 国内外竞争格局分析 .....	7
1.3.1. 国外成熟地区行业集中度较高，Urbaser 业务覆盖范围的市场份额靠前 .....	7
1.3.2. 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 .....	7
1.4. 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 .....	8
2. 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.....	9
3. 盈利预测.....	11

## 1. 收购 Urbaser，海外优质固废公司形成良好协同

### 1.1. 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26.08亿元。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。

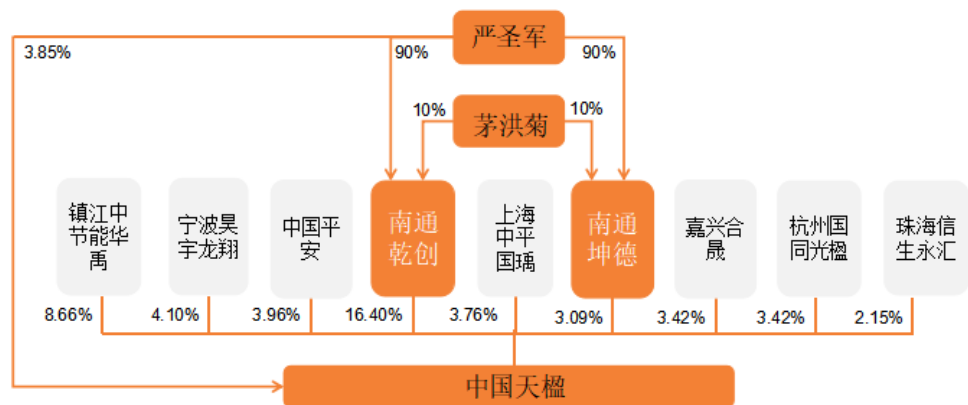
图 1：江苏德展股权结构



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 2：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 1：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

## 1.2. 质地优良的老牌固废处理综合服务商

### 1.2.1. 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。

**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 3：2016-2018 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 4：2016-2017 财务指标

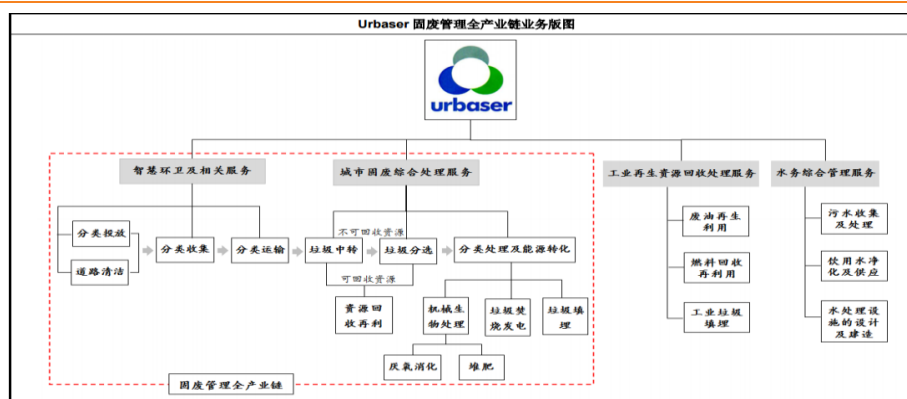
项目名称 \ 年份	2016	2017
<b>利润表指标</b>		
主营业务毛利率	13.68%	13.66%
营业税金比率	1.59%	1.85%
管理费用比率	4.50%	4.47%
财务费用比率	3.37%	3.83%
<b>营运能力</b>		
存货周转率	47.21	44.79
应收账款周转率	3.23	3.24
流动资产周转率	1.81	1.79
资产周转率	0.74	0.75
<b>短期偿债能力</b>		
流动比率	1.51	1.33
速动比率	1.45	1.27
<b>获利能力</b>		
销售净利率	3.67%	2.72%
资产净利率	2.70%	1.96%
成本费用利润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

### 1.2.2. 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：

图 5：Urbaser 业务分类



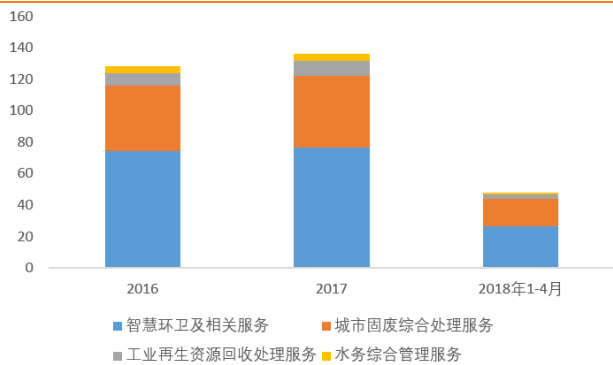
资料来源：公司公告、天风证券研究所

**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。

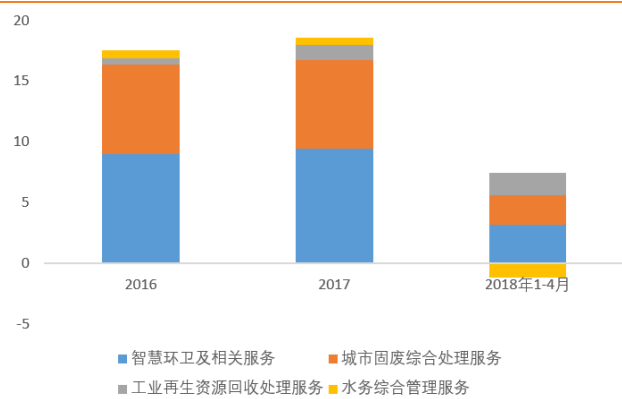
**工业再生资源回收处理服务收入**主要来源于 Urbaser 对外销售废油再生利用产生的润滑油、燃料回收再利用产生的燃料，以及垃圾转运费和垃圾填埋处理费收入。工业再生资源回收处理服务营业收入 2017 年度企稳回升，主要系西班牙燃料和原油市场价格回升和需求增长带来燃料回收和废油再生业务营业收入规模和毛利率同步增长。**水务综合管理服务收入**主要来源于 Urbaser 为客户提供污水收集及处理运营服务、饮用水净化及供应运营服务和水处理设施的设计及建造服务而收取的收入。

图 6：2016-2018 年前 4 月营收（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

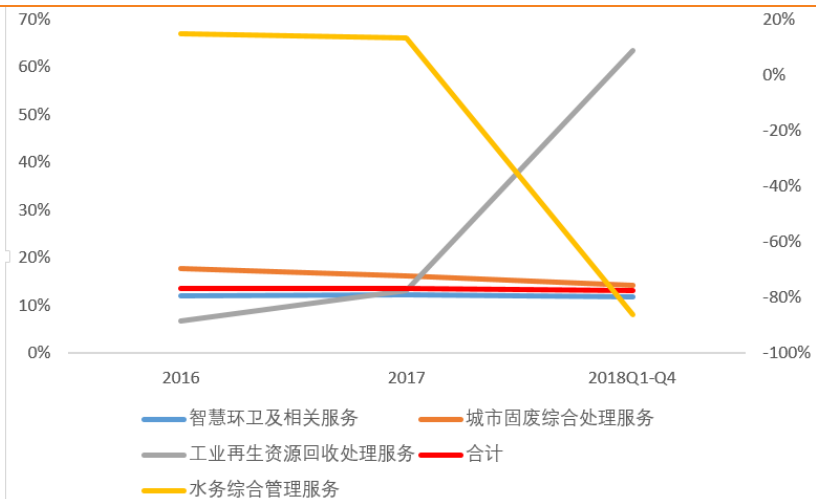
图 7：2016-2018 前 4 月毛利（亿元）



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 8：2016-2018 前 4 月分业务毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1.2.3. 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 9：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取政府授予的**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**非特许经营权服务**。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。

图 10：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 Eliche	埃尔切市议会	提供城市废物收集、街道清洁、海滩清洁以及其他特别和补充服务	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 Barcelona Zona Este	巴塞罗那市议会	提供城市垃圾收集和街道清洁公共服务	西班牙巴塞罗那市东区	2009.10.28-2019.11.01 经巴塞罗那市议会要求，Urbaser 有义务接受为两年合同延期
Urbaser - Recogida, Transporte RSU y Limpieza Vial 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 Recorferencia	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、包装处理和销售可分割产品（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 11：公司部分固废项目

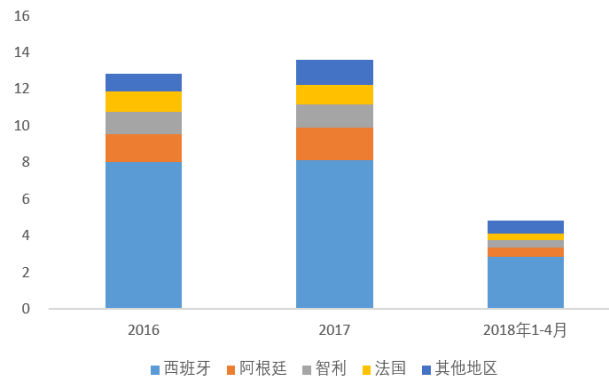
合同名称	合同对方	服务内容	特许经营区域	合同期限
Urbaser - Ptrsu - Las Lomas	马德里市议会	建设、开办并运营位于马德里（拉斯洛马斯）的一处城市固体废物回收厂	西班牙马德里	1990.07.30-2020.06.05
Tircantabria - Ptrsu Meruelo	坎塔布里亚地区议会	设计、建造并管理一处城市和非特殊工业废物处理厂维持坎塔布里亚省贝萨亚河地区卫生	西班牙坎塔布里亚	1991.06.27-2028.06.27 合同期满可每十年续期一次，最长不超过法律规定的期限
Urbaser - Ptrsu Costa del Sol	Mancomunidad 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、托雷莫里斯	1995.06.15-2020.06.15
UTE Dehesas - Ptrsu "Las Dehesas"	马德里市议会	设计、建设并运营一座垃圾处理厂，处理马德里市区产生城市固体废物	西班牙马德里	1997.12.04-2026.02.17
Ecoparc de Barcelona - Ecoparc I - Zona Franca Montcada i Reixac	Entidad Metropolitana de Servicios Hidráulicos y Tratamiento de Residuos de Barcelona	建设、开办并管理一处位于巴塞罗那的市政处理厂，用于通过不同工艺综合处理城市废物	西班牙巴塞罗那	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 Métropole (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

### 1.2.4. 深耕西班牙，业务遍布欧美

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 12：2016-2018 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

## 1.3. 国内外竞争格局分析

### 1.3.1. 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 2：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、Ferrovial 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：BCG 咨询报告、天风证券研究所

### 1.3.2. 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；

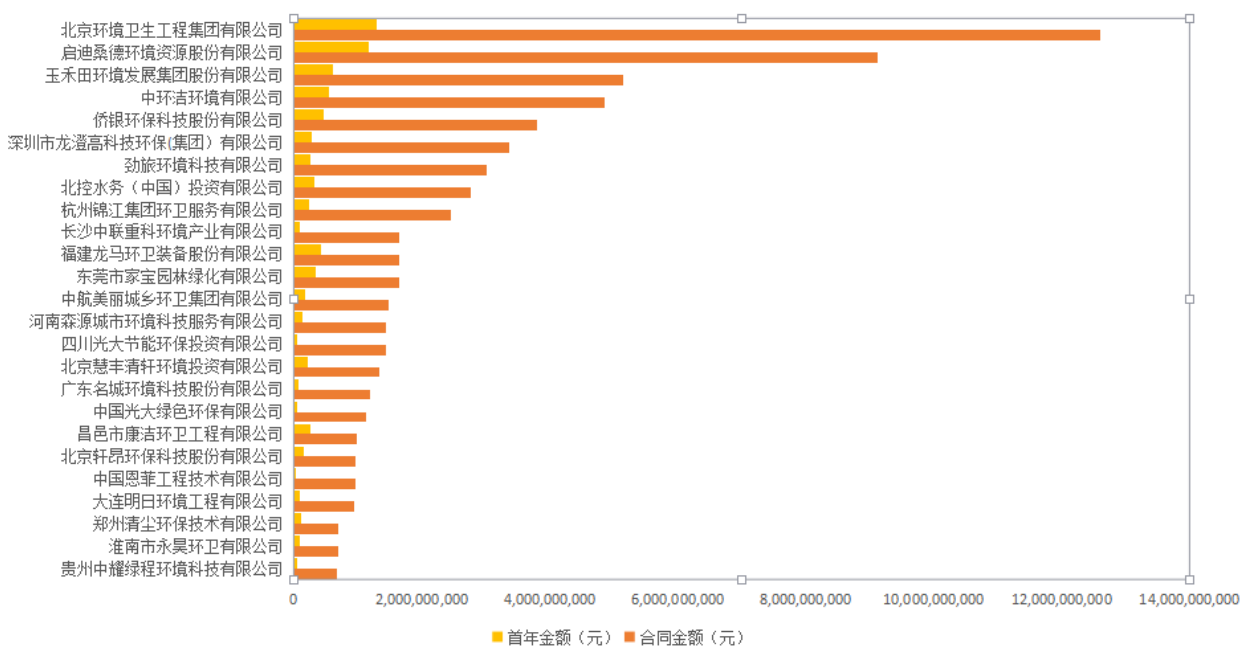
2) **环卫设备商**，向环卫服务转型，典型如龙马环卫、中联重科，环卫设备领域龙头企业，市占率高，具有很好的品牌优势，且具备资本实力、亦有一定政府关系，但由于业务模式差异较大，项目管理经验上有欠缺；

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 13：2018 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

### 1.4. 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。

## 2. 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

中国天楹位于江苏,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。

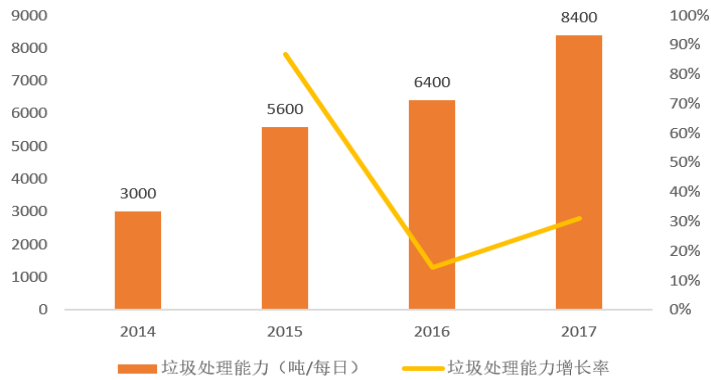
图 14: 公司垃圾焚烧业务版图



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。

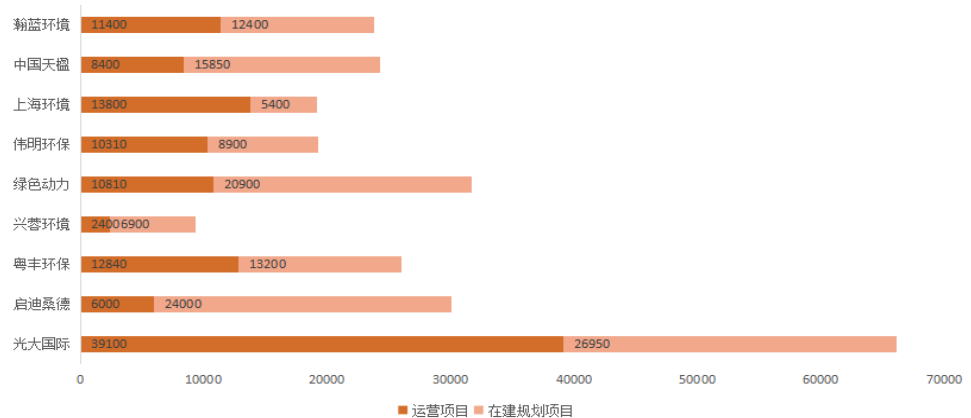
图 15: 2014-2017 年公司垃圾处理能力变化



资料来源: wind、天风证券研究所

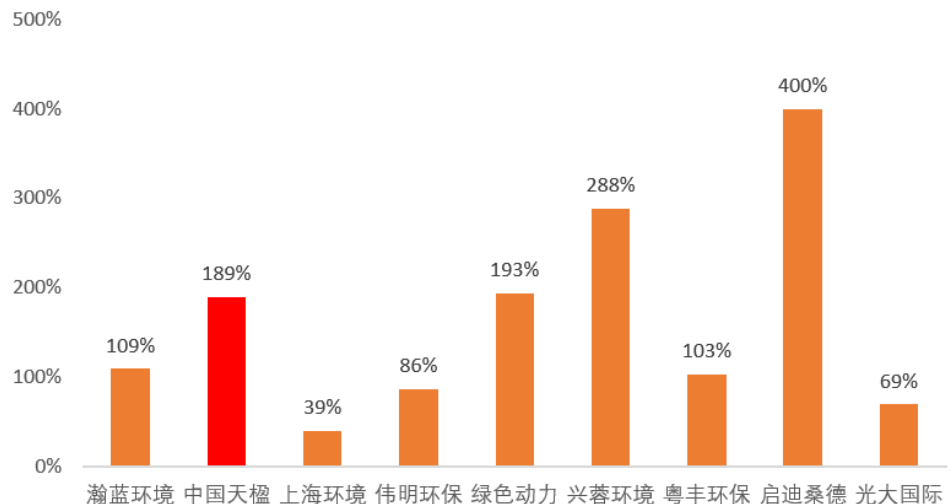
截止 2017 年底, 公司国内在建和拟建项目日处理垃圾能力达 9850 吨; 签约国外垃圾焚烧发电项目 4 个, 日处理垃圾能力达 6000 吨。我们统计了 2017 年上市公司垃圾焚烧发电的运营和拟建产能, 公司拟建/运营产能比例为 189%, 位列第四, 仍处于扩大规模第一梯队。假设公司拟建产能分 5 年建完, 每年平均新增产能 3170 吨/天, 40 万吨/天的单位投资, 需 12.68 亿资金投入, 按照 35% 的资本金投入来计算, 需要 4.44 亿元资本金。截止 2018 年一季度, 公司在手现金 5.74 亿元, 且尚有加杠杆空间, 加上垃圾焚烧发电项目的现金造血功能, 拟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

图 16: 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 17: 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。

图 18：2018-2020 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							
<b>合计</b>				<b>3000</b>	<b>5600</b>	<b>6400</b>	<b>8400</b>	<b>10800</b>	<b>15000</b>	<b>20950</b>
<b>增速</b>					<b>86.67%</b>	<b>14.29%</b>	<b>31.25%</b>	<b>28.57%</b>	<b>38.89%</b>	<b>39.67%</b>
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
<b>合计收入 (亿)</b>				<b>2.73</b>	<b>4.61</b>	<b>5.28</b>	<b>5.65</b>	<b>8.13</b>	<b>10.92</b>	<b>13.95</b>
<b>增速</b>					<b>68.86%</b>	<b>14.53%</b>	<b>7.01%</b>	<b>43.88%</b>	<b>34.38%</b>	<b>27.71%</b>
<b>毛利率</b>				<b>65.10%</b>	<b>56.48%</b>	<b>49.19%</b>	<b>45.60%</b>	<b>45.60%</b>	<b>45.60%</b>	<b>45.60%</b>
<b>毛利 (亿)</b>				<b>1.78</b>	<b>2.60</b>	<b>2.60</b>	<b>2.58</b>	<b>3.71</b>	<b>4.98</b>	<b>6.36</b>

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. 盈利预测

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 21 倍、15 倍、12 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、0.40 元/股，对应 PE 为 21、14、12 倍。给予“买入”评级。

## 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	1,416.74	1,552.30	1,699.74
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
<b>流动资产合计</b>	<b>789.09</b>	<b>2,183.08</b>	<b>2,703.78</b>	<b>2,446.99</b>	<b>3,227.40</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,209.40</b>	<b>5,947.19</b>	<b>5,841.23</b>	<b>7,558.39</b>	<b>8,160.63</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,998.49</b>	<b>8,130.26</b>	<b>8,545.01</b>	<b>10,005.38</b>	<b>11,388.03</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>2,153.28</b>	<b>2,879.32</b>	<b>2,113.92</b>	<b>2,445.26</b>	<b>2,674.59</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,782.75</b>	<b>2,202.56</b>	<b>2,077.37</b>	<b>2,778.14</b>	<b>3,384.22</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,936.03</b>	<b>5,081.88</b>	<b>4,191.28</b>	<b>5,223.40</b>	<b>6,058.81</b>
少数股东权益	0.00	28.21	31.85	36.86	43.26
股本	356.18	356.18	1,351.52	1,351.52	1,351.52
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,062.46</b>	<b>3,048.38</b>	<b>4,353.73</b>	<b>4,781.98</b>	<b>5,329.22</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,998.49</b>	<b>8,130.26</b>	<b>8,545.01</b>	<b>10,005.38</b>	<b>11,388.03</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>225.48</b>	<b>35.15</b>	<b>128.31</b>	<b>1,366.20</b>	<b>440.98</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,428.49)</b>	<b>2.98</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(80.00)</b>	<b>(50.00)</b>
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	910.65	(37.00)	(21.00)
其他	(855.76)	(2,076.60)	(2,455.48)	(3,530.00)	(3,228.29)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,197.13</b>	<b>959.10</b>	<b>85.80</b>	<b>(1,150.61)</b>	<b>(243.60)</b>
汇率变动影响	0.00	0.06	0.02	0.03	0.04
<b>现金净增加额</b>	<b>(5.89)</b>	<b>997.29</b>	<b>154.13</b>	<b>135.62</b>	<b>147.42</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>980.50</b>	<b>1,611.81</b>	<b>1,787.61</b>	<b>2,276.70</b>	<b>2,819.01</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>194.73</b>	<b>289.57</b>	<b>395.50</b>	<b>548.18</b>	<b>702.69</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>250.36</b>	<b>290.87</b>	<b>403.50</b>	<b>556.18</b>	<b>710.69</b>
所得税	38.64	65.98	92.80	127.92	163.46
<b>净利润</b>	<b>211.72</b>	<b>224.89</b>	<b>310.69</b>	<b>428.26</b>	<b>547.23</b>
少数股东损益	0.00	2.63	3.64	5.01	6.40
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>211.72</b>	<b>222.27</b>	<b>307.06</b>	<b>423.24</b>	<b>540.83</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	29.81	28.40	20.55	14.91	11.67
市净率	3.06	2.09	1.46	1.33	1.19
EV/EBITDA	7.42	5.84	8.97	8.34	7.47
EV/EBIT	10.42	7.95	12.71	11.59	10.01

### 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