

中国天楹 (000035)

接连中标环卫大单，收购 Urbaser 协同效应显现

事件：

12月7日晚，公司公告两则中标信息：①与南通中宏环境共同预中标通州区环卫作业市场化运营项目，中标金额为9088.98万元/年，运营期限为25年；②11月12日预中标的高港区城乡环卫一体化及垃圾分类服务项目，正式受到中标通知书，中标金额为5839.90万元/年，运营期限为8年。

点评：

接连中标环卫大单，与 Urbaser 协同效应显著。2017年上市公司在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，获取海安、项城等地环卫项目，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。2018年以来公司已公告中标7个环卫运营、垃圾分类项目，年运营费用合计达2.47亿元，其中4个位于江苏，在云南、陕西、吉林亦有拓展，省内省外齐发力，环卫业务多点开花。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。智慧环卫贡献 Urbaser 营收毛利过半，且毛利率保持稳定。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，凭借品牌及后端处理优势迅速抢占国内环卫市场，收购协同效应显著。

收购 Urbaser 已获得证监会核准批复。现金(24.78亿元)+发行股份(64.04亿元，发行价格为5.89元/股)，共计88.82亿元收购 Urbaser 100%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。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。11月1日，获得证监会核准批复。收购进度顺利。

公司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，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。

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年备考EPS为0.23、0.34、0.40元/股，对应备考PE为21、14、12倍。给予“买入”评级。

风险提示：预中标尚存在一定的不确定性、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)	29.87	28.46	20.60	14.94	11.70
市净率(P/B)	3.07	2.09	1.46	1.33	1.20
市销率(P/S)	6.45	3.92	3.54	2.78	2.24
EV/EBITDA	7.42	5.84	8.99	8.27	7.50

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	4.68元
目标价格	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)	1,281.09
A股总市值(百万元)	6,325.12
流通A股市值(百万元)	5,995.50
每股净资产(元)	2.36
资产负债率(%)	61.66
一年内最高/最低(元)	6.05/3.95

作者

于夕蒙	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001	
yuximeng@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-季报点评:业绩增长平稳，看好公司固废全产业链发展》 2018-10-23
- 2 《中国天楹-公司点评:收购 Urbaser 成功过会，固废行业新龙头扬帆起航》 2018-09-25
- 3 《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

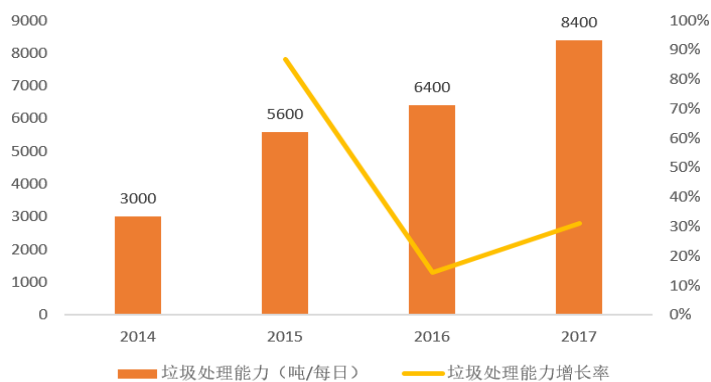


表 1：2018 年以来中国天楹公告环卫项目

项目名称	中标时间	中标联合体单位	中标地域	中标金额(年运营费用)	运营年限
罗平县城区环卫一体化保洁服务采购项目（一标）	2018 年 2 月 7 日	无	云南省曲靖市罗平县	1088 万元/年	5 年
如皋市长江镇道路、河道保洁、垃圾清运、绿化养护及农村环境“七位一体”项目	2018 年 2 月 14 日	江苏卓正园林工程有限公司	江苏省如皋市长江镇	1469 万元/年	3 年
阎良区城区环卫作业项目市场化运作采购项目	2018 年 8 月 20 日	无	陕西省西安市阎良区	2447.14 万元/年	3 年
高港区城乡环卫一体化及垃圾分类服务项目	2018 年 11 月 12 日	无	江苏省泰州市高港区	5839.90 万元/年	8 年
泗阳县城区生活垃圾分类采购项目	2018 年 11 月 14 日	无	江苏省宿迁市泗阳县	916.50 万元/年	5 年
辉南县环境卫生管理处辉南城乡环卫一体化政府购买服务项目	2018 年 12 月 4 日	无	吉林省通化市辉南县	3793.29 万元/年	3 年
通州区环卫作业市场化运营项目	2018 年 12 月 7 日	南通中宏环境发展有限公司	江苏省南通市通州区	9088.98 万元/年	25 年
			合计	24642.81	

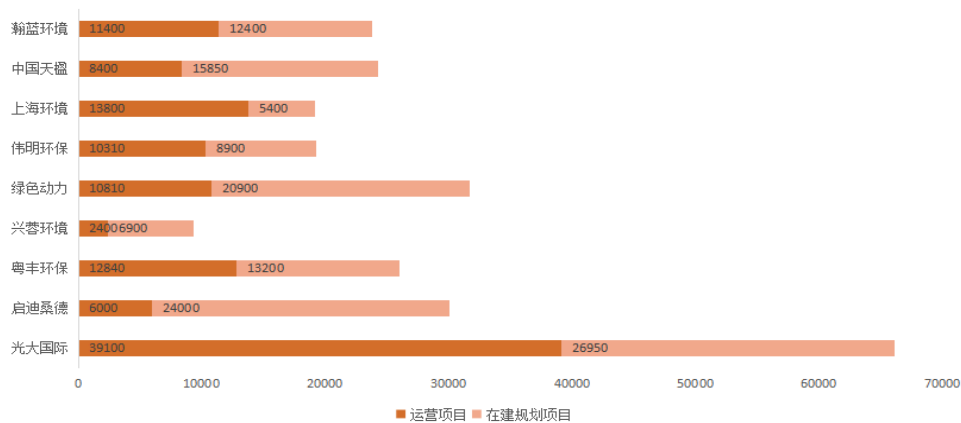
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 1：2014-2017 年公司垃圾处理能力变化



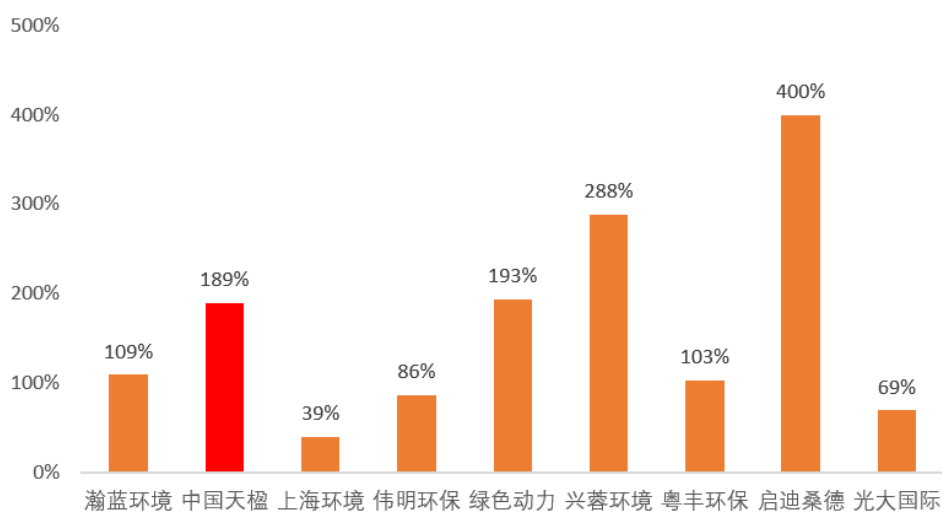
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：2017 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 3：2017 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

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	1,924.05	2,187.71	2,310.89
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	433.91
流动资产合计	789.09	2,183.08	3,211.09	3,082.40	3,839.55
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	2,734.37	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	7,535.70	8,160.63
资产总计	5,998.49	8,130.26	9,052.32	10,618.10	12,000.18
短期借款	698.00	580.00	530.00	590.00	650.00
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	1,040.72	1,066.34
流动负债合计	2,153.28	2,879.32	2,643.92	3,057.98	3,301.87
长期借款	1,042.20	1,184.79	1,176.67	1,876.67	2,436.67
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	740.55	1,017.78	878.00	901.47	932.42
非流动负债合计	1,782.75	2,202.56	2,054.67	2,778.14	3,369.09
负债合计	3,936.03	5,081.88	4,698.59	5,836.12	6,670.96
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)
股东权益合计	2,062.46	3,048.38	4,353.73	4,781.98	5,329.22
负债和股东权益总	5,998.49	8,130.26	9,052.32	10,618.10	12,000.18

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)	717.96	(434.37)
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	1,411.61	380.41
资本支出	252.32	1,461.24	199.78	1,933.24	853.59
长期投资	0.03	(0.15)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,680.84)	(1,458.11)	(259.78)	(2,013.24)	(904.59)
投资活动现金流	(1,428.49)	2.98	(60.00)	(80.00)	(51.00)
债权融资	2,169.29	2,455.48	2,137.94	2,983.69	3,633.00
股权融资	(116.40)	580.22	910.65	(37.00)	(21.00)
其他	(855.76)	(2,076.60)	(2,455.48)	(4,014.61)	(4,369.44)
筹资活动现金流	1,197.13	959.10	593.10	(1,067.92)	(757.44)
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	661.44	263.72	(427.99)

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%	10.82%
偿债能力					
资产负债率	65.62%	62.51%	51.90%	54.96%	55.59%
净负债率	25.98%	49.45%	31.32%	13.31%	12.47%
流动比率	0.37	0.76	1.21	1.01	1.16
速动比率	0.32	0.71	1.15	0.99	1.07
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	0.23	0.25
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	1.04	0.28
每股净资产	1.53	2.23	3.20	3.51	3.91
估值比率					
市盈率	29.87	28.46	20.60	14.94	11.70
市净率	3.07	2.09	1.46	1.33	1.20
EV/EBITDA	7.42	5.84	8.99	8.27	7.50
EV/EBIT	10.42	7.95	12.74	11.50	10.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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