

2019年09月02日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
证券分析师：任春阳 S0350517100002  
021-68930177 rency@ghzq.com.cn

## 业绩符合预期，与 Urbaser 协同效应逐步显现 ——中国天楹（000035）2019 半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中国天楹	10.4	31.4	38.7
沪深 300	-0.1	4.7	13.9

市场数据

	2019-08-30
当前价格（元）	5.73
52 周价格区间（元）	3.96 - 6.61
总市值（亿）	13973.96
流通市值（亿）	7340.64
总股本（亿）	243873.64
流通股（万股）	128108.95
日均成交额（百万）	80.56
近一月换手（%）	33.50

相关报告

《中国天楹（000035）三季报点评：业绩符合预期，静待后续发力》——2018-10-22

《中国天楹（000035）事件点评：拟收购 Urbaser，全球环境综合服务商逐步成型》——2018-07-16

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%。

事件：

8 月 30 日晚公司发布 2019 年半年报：上半年公司实现营收 80.44 亿元，同比增长 831.80%，实现归属净利润 2.12 亿元，同比增长 142.62%，实现扣非后的归属净利润 2.06 亿元，同比增长 136.06%。对此，我们点评如下：

投资要点：

### ■ 业绩大增 142.62%，主要源于 urbaser 并表

上半年公司实现营收 80.44 亿元，同比增长 831.80%，实现归属净利润 2.12 亿元，同比增长 142.62%，实现扣非后的归属净利润 2.06 亿元，同比增长 136.06%。上半年业绩大增的主要原因是公司于 2019 年 1 月完成江苏德展的收购，其所持有的 urbaser 实现并表。分行业来看城市环境服务/垃圾处理/环保设备分别实现营收 41.20/27.16/5.96 亿元，分别同比增长 3086.06%/677.80%/54.99%，新增水处理（营收 1.64 亿元）和工业废弃物（营收 4.48 亿元）。公司的主营业务毛利率为 14.66%，比去年同期的 32.38% 下滑 17.72pct，毛利率大幅下滑的主要原因是 urbaser 的海外业务的毛利率比较低，2017 年的综合毛利率在 13.66%，远低于国内的毛利率 38.19%，且海外业务营收占比较大，拉低了公司的综合毛利率。期间费用方面：销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 0.16%/5.55%/3.88%，分别同比减少 3.40/5.76/-0.37pct。经营活动现金流量净额为 7.82 亿元，同比大增 815.07%，主要因为 urbaser 主要为运营项目，能够为公司提供稳定的现金流，助力公司发展。

### ■ 与 Urbaser 协同效应逐步显现，海内外订单进入收获期

收购 Urbaser 后，公司业务遍布全球 31 个多家和地区，涵盖垃圾分类、环卫。垃圾焚烧发电等固废全产业链以及工业再生资源回收处理服务、水务综合管理等的综合环境服务模式，公司已经成为全球知名的固废处理平台。Urbaser 在全球的品牌影响力一方面可以帮助公司拓展海外市场，目前已经中标了越南、约旦、新加坡、伊朗、巴黎 Iss é ane 和法国 TRIFYL 垃圾处理 6 个项目，另一方面其现金的环卫和垃圾分类的技术和经验优势可以带动国内市场升级，公司上半年获取了吉林辉南县、泰州高港区、成都龙泉、启东交投等多个项目，中国

天楹的环保装备制造支撑了 Urbaser 在欧洲垃圾焚烧项目的拓展。此外，Urbaser 稳定的现金流为公司拓展其他项目，降低公司的财务风险奠定了良好基础，海内外双品牌的协同效应正逐步显现。

- **盈利预测和投资评级：维持公司“增持”评级。**我们看好公司收购 Urbaser 后在固废行业的发展前景，预计公司 2019-2021EPS 分别为 0.29、0.37、0.42 元，对应当前股价 PE 为 20、16、14 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**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、汇率波动风险

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1847	16076	18080	19619
增长率(%)	15%	770%	12%	9%
净利润（百万元）	216	710	896	1016
增长率(%)	-3%	228%	26%	13%
摊薄每股收益（元）	0.17	0.29	0.37	0.42
ROE(%)	6.57%	17.57%	17.98%	16.81%

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

证券代码:	000035.SZ				股价:	5.73	投资评级:	增持	日期:	2019-08-30
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值		2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	7%	18%	18%	17%	EPS		0.17	0.29	0.37	0.42
毛利率	36%	17%	17%	17%	BVPS		2.61	1.62	1.98	2.39
期间费率	22%	10%	9%	9%	<b>估值</b>					
销售净利率	12%	4%	5%	5%	P/E		32.79	19.69	15.61	13.75
<b>成长能力</b>					P/B		2.19	3.55	2.90	2.40
收入增长率	15%	770%	12%	9%	P/S		3.84	0.87	0.77	0.71
利润增长率	-3%	228%	26%	13%	<b>利润表 (百万元)</b>					
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	0.21	0.50	0.53	0.54	营业收入	1847	16076	18080	19619	
应收账款周转率	3.13	2.92	3.17	3.32	营业成本	1175	13362	14985	16248	
存货周转率	10.29	22.81	24.33	26.07	营业税金及附加	39	177	181	196	
<b>偿债能力</b>					销售费用	60	26	29	31	
资产负债率	63%	87%	85%	83%	管理费用	186	836	922	981	
流动比	0.43	1.11	1.16	1.22	财务费用	125	573	561	564	
速动比	0.40	1.05	1.09	1.16	其他费用/(-收入)	(2)	36	41	41	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>营业利润</b>	<b>287</b>	<b>1139</b>	<b>1443</b>	<b>1638</b>	
现金及现金等价物	532	2607	3475	4617	营业外净收支	7	5	0	0	
应收款项	590	5506	5697	5912	<b>利润总额</b>	<b>293</b>	<b>1144</b>	<b>1443</b>	<b>1638</b>	
存货净额	114	593	623	631	所得税费用	71	389	491	557	
其他流动资产	556	1768	1989	2158	<b>净利润</b>	<b>222</b>	<b>755</b>	<b>953</b>	<b>1081</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>1792</b>	<b>10474</b>	<b>11783</b>	<b>13318</b>	少数股东损益	6	45	57	65	
固定资产	1325	7836	8394	9109	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>216</b>	<b>710</b>	<b>896</b>	<b>1016</b>	
在建工程	2335	2935	2935	2735	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
无形资产及其他	2832	9332	9538	9527	<b>经营活动现金流</b>	<b>210</b>	<b>(2231)</b>	<b>2055</b>	<b>2144</b>	
长期股权投资	4	887	887	887	净利润	222	755	953	1081	
<b>资产总计</b>	<b>8809</b>	<b>31986</b>	<b>34058</b>	<b>36097</b>	少数股东权益	6	45	57	65	
短期借款	705	2505	2655	2855	折旧摊销	210	183	834	878	
应付款项	1996	5378	6025	6533	公允价值变动	1	1	1	1	
预收帐款	5	44	50	54	营运资金变动	(229)	(10058)	(1093)	(905)	
其他流动负债	1468	1468	1468	1468	<b>投资活动现金流</b>	<b>(619)</b>	<b>(7966)</b>	<b>(558)</b>	<b>(515)</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>4174</b>	<b>9396</b>	<b>10198</b>	<b>10910</b>	资本支出	(396)	(7112)	(558)	(515)	
长期借款及应付债券	812	14312	14462	14562	长期投资	1	(883)	0	0	
其他长期负债	528	4238	4418	4578	其他	(225)	29	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>1340</b>	<b>18550</b>	<b>18880</b>	<b>19140</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2484</b>	<b>15290</b>	<b>288</b>	<b>286</b>	
<b>负债合计</b>	<b>5514</b>	<b>27946</b>	<b>29078</b>	<b>30050</b>	债务融资	(248)	15300	300	300	
股本	1239	2439	2439	2439	权益融资	22	0	0	0	
股东权益	3295	4040	4980	6047	其它	2710	(10)	(12)	(14)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8809</b>	<b>31986</b>	<b>34058</b>	<b>36097</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>2074</b>	<b>5094</b>	<b>1785</b>	<b>1915</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【环保组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、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。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、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，3 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。