

# 首次覆盖报告：中国天楹（000035.SZ）

## ——乘中国垃圾分类政策东风，全球一流环境服务商价值腾飞在即

2019年9月19日



评级：

推荐（首次）

证券分析师

庞文亮 投资咨询资格编号：S1060518110002

邮箱：PANGWENLIANG732@PINGAN.COM.CN

## 要点总结

- ◆ **收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列：**2019年2月，公司成功完成收购西班牙环保巨头Urbaser，业务涵盖垃圾分类、环卫服务、垃圾焚烧等固废全产业链，年营收规模超过160亿元，已跻身全球一流环境服务商行列。
- ◆ **中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就：**高层重视，我国垃圾分类政策持续超预期。垃圾分类是系统工程，长期将从源头重塑固废产业格局，预计到2025年，生活垃圾全产业链运营空间高达4124.71亿元。垃圾分类大力推广背景下，掌握前端垃圾分类就等于控制了原材料，同时全产业链发展更能通过技术驱动提升产业价值。
- ◆ **技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力：**公司是全球少数拥有固废全产业链技术优势的企业。公司领先垃圾焚烧发电技术可助力Urbaser国际业务开拓，借助Urbaser智慧环卫技术可提升公司环卫运营能力以及迅速抢占国内市场。另外，对标新能源汽车、光伏、风电补贴政策变化趋势，技术驱动也是固废行业价值提振的核心动力。
- ◆ **国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张：**2018年公司国内垃圾焚烧项目投运产能1.07万吨/日，在建产能超过1万吨/日且逐渐进入投产期。收购Urbaser后，公司轻、重资产结合，年经营活动产生的现金流净额超过20亿元，同时Urbaser具备融资优势，贷款利率在2.5%-2.8%。公司可借助国际市场降低融资成本，加速公司业务扩张。
- ◆ **对标国际可比公司，公司价值重估空间充足：**预测公司2019-2021年归母净利润分别为7.30、10.49、13.92亿元，对应PE分别为19.5、13.6、10.3。公司兼具国际固废龙头财务稳健以及国内公司成长性好双重特点，有望借中国垃圾分类政策东风，依靠领先技术优势快速成长。参考国际可比公司估值，给予公司2020年20倍PE，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- ◆ **风险提示：**1) 实际控制人股权质押风险；2) 国内外业务整合风险；3) 项目建设进度低于预期风险；4) 汇率波动风险。



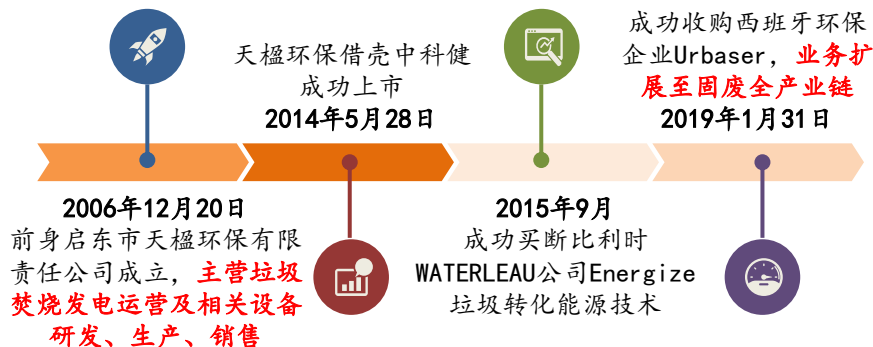
- 收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列
- 中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就
- 技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力
- 国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张
- 对标国际可比公司，公司价值重估空间充足
- 风险提示

# 一、收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列

## 1、公司介绍

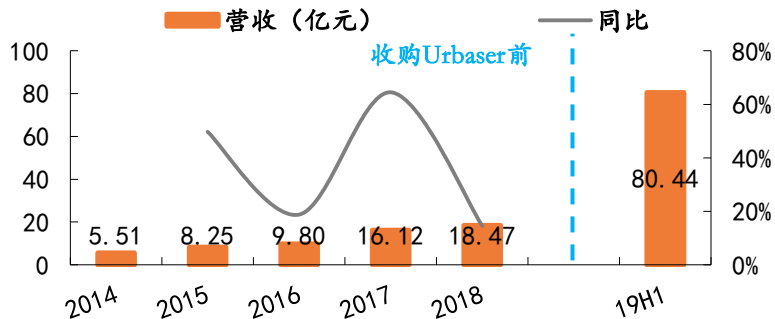
- ◆ 中国天楹成立于2006年，2014年借壳中科健成功上市。上市前公司主营垃圾焚烧发电运营及成套设备的研发、生产、销售。
- ◆ 2016年12月，中国天楹主导成立的江苏德展以82亿元金额收购西班牙环保巨头Urbaser 100%股权。
- ◆ 2019年1月，中国天楹以88.82亿元（现金+股权）收购江苏德展100%股权，Urbaser成功进入上市公司体内。

## ◎ 中国天楹历史沿革



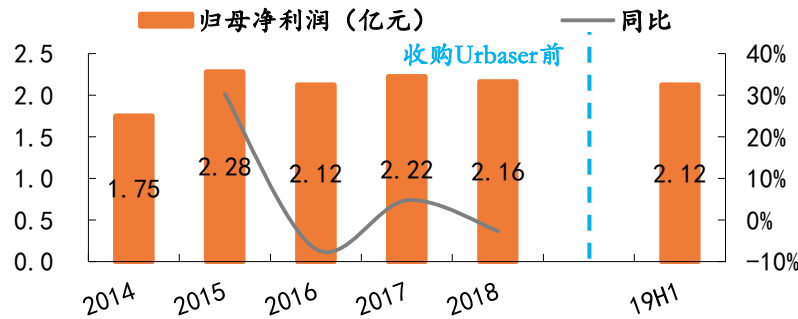
资料来源：公司公告、公司官网、平安证券研究所

## ◎ 公司收购Urbaser前营收稳健增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## ◎ 公司收购Urbaser前归母净利润保持稳定



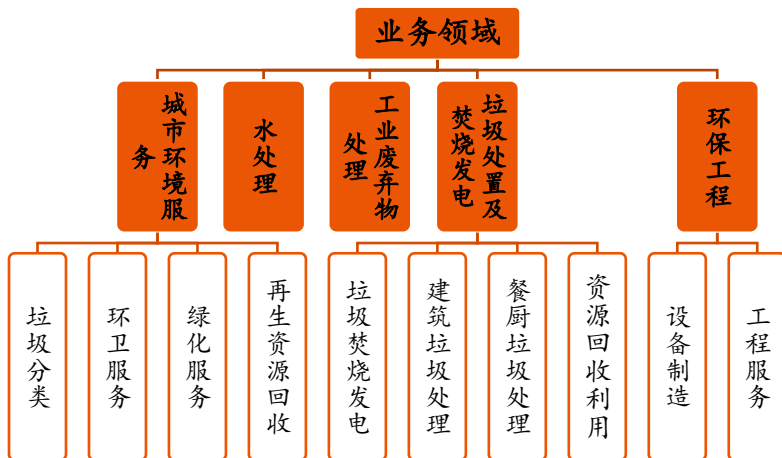
资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 一、收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列

◆ 收购Urbaser前（2014-2018），公司营收稳健增长，由于收购时间较长导致管理费用等增加，公司归母净利润保持约2亿规模。收购Urbaser后，公司业务涵盖垃圾分类、环卫服务、垃圾焚烧、设备制造、资源回收等固废全产业链，已成为国内固废产业链最全的公司。

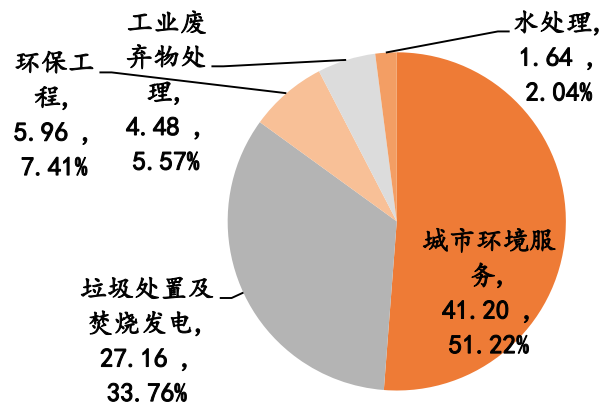
◆ 2019年上半年，公司城市环境服务业务实现营收41.20亿元，营收占比达51.22%，是公司主要收入来源；垃圾处置及焚烧发电实现营收27.16亿元，营收占比达33.76%。

### ◎ 中国天楹业务覆盖固废全产业链



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### ◎ 中国天楹营收结构（19H1，亿元）



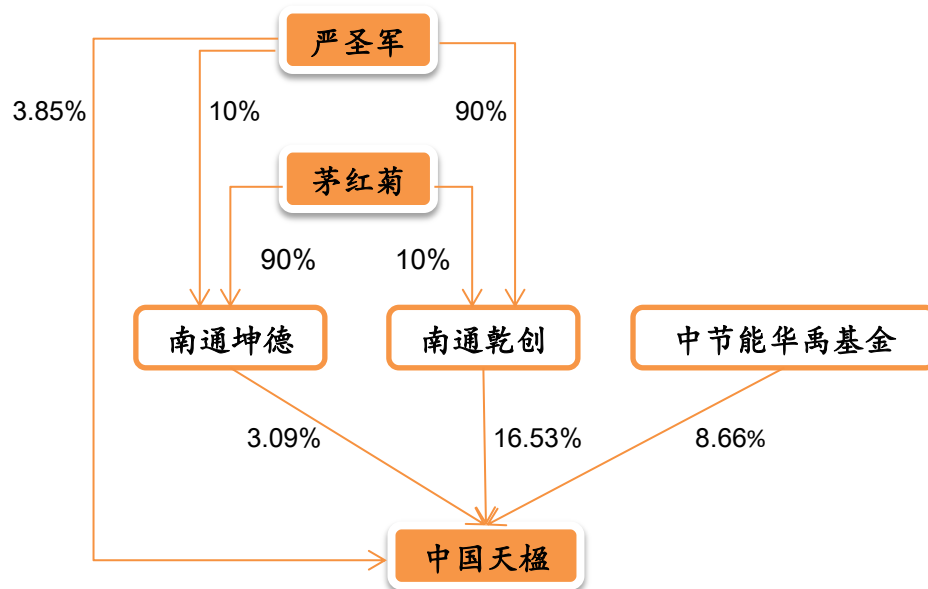
资料来源：公司公告、平安证券研究所

# 一、收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列

## 2、股权结构

◆ 截至2019年6月30日，南通乾创持有公司16.53%的股份，为公司控股股东。严圣军、茅红菊夫妇通过南通乾创和南通坤德以及直接持股合计持有公司23.47%的股份，为公司实际控制人。

### ◎ 中国天楹股权结构（2019/6/30）



## 一、收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列

### 3、对标国内外环保巨头，公司已跻身全球一流环境服务商行列

◆ 将Urbaser 2018年营收并入中国天楹后，中国天楹2018年营收规模约164亿元，位居全球环境服务商第10名，已跻身全球一流环境服务商行列。

#### ◎ 收购Urbaser后，中国天楹已跻身全球一流环境服务商行列

序号	公司名称	主要业务领域	成立时间(年)	核心覆盖区域	2018营收(亿元)	2018归母净利润(亿元)	市值(2019/9/11, 亿元)
1	威立雅环境	水务、固废	166	欧洲	2033	34	1949
2	苏伊士环境集团	水务、固废	139	欧洲	1238	24	679
3	美国废物管理	固废	32	美国	1024	132	3535
4	共和废品处理	固废	139	美国	689	71	1991
5	瑞曼迪斯	固废、水务	85	德国	470	-	-
6	Waste Connections	固废	10	美国、加拿大	338	38	1678
7	Clean Harbors	危废	39	美国	227	5	302
8	中国光大国际	固废、水务	58	中国	240	38	339
9	北控水务集团	水务	26	中国	221	39	391
10	中国天楹	固废	29	欧洲、中国	164	7	153
11	卡万塔控股	固废	27	美国	128	10	160
12	旗帜集团	水务、固废	30	英国	123	18	269

#### ◎ 国内主要固废企业营收规模较小

公司名称	2018营收(亿元)	2018归母净利润(亿元)	市值(2019/9/11, 亿元)
中国光大国际	240	38	339
启迪环境	109	6	145
瀚蓝环境	48	9	140
高能环境	37	3	69
东江环保	32	4	84
上海环境	25	6	113
伟明环保	15	7	203
绿色动力	10	3	115
旺能环境	8	3	68

资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所 说明1：1、苏伊士环境集团营收、归母净利润数据对应2017年；2、瑞曼迪斯营收数据对应2015年 说明2：欧元、美元已按历史汇率兑换为人民币

资料来源：WIND、平安证券研究所



- 收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列
- 中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就
- 技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力
- 国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张
- 对标国际可比公司，公司价值重估空间充足
- 风险提示



## 二、中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就

### 1、垃圾分类政策持续超预期

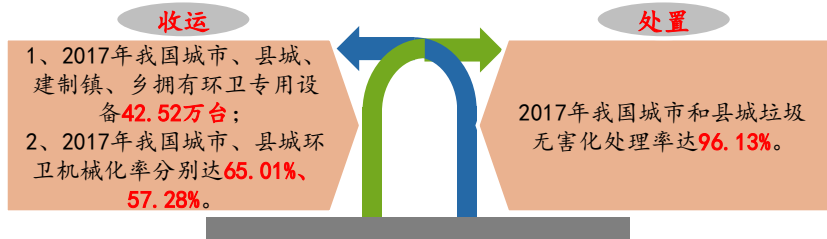
◆ **垃圾分类，迫在眉睫**：十九大报告提出，我国社会主要矛盾已经转化为**人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾**。

◆ **垃圾分类**：1) 缓解城镇化背景下的“垃圾围城”困境；2) 防止二噁英等对空气的污染；3) 减少渗滤液等对水体的污染；4) 减少对土地的侵占；5) **提高湿垃圾、可回收垃圾等的资源化利用**。

◆ **我国经济持续发展，社会文明与居民素质持续提高**

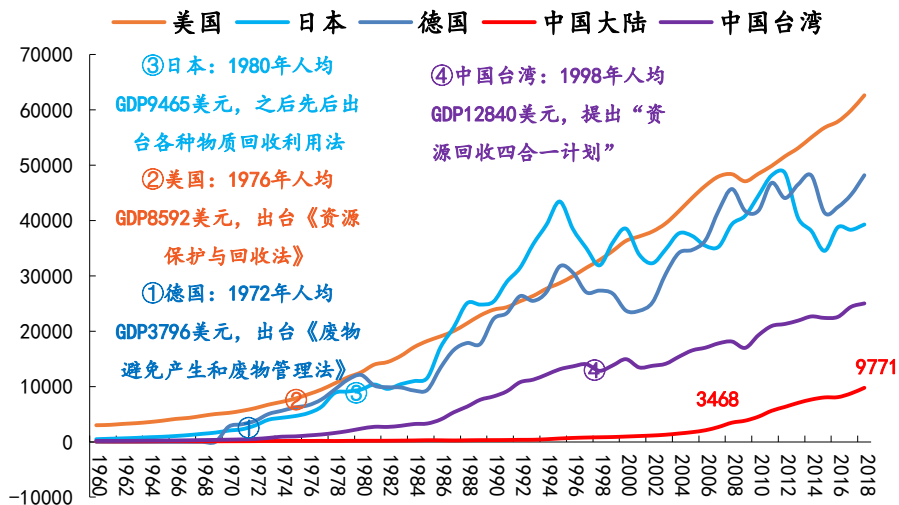
2018年我国大陆人均GDP达9771美元，与主要发达国家以及中国台湾大力推广垃圾分类时的人均GDP相当，已具备垃圾分类基础。

#### ◎ 我国垃圾收运体系及后端处置体系已逐步完善



资料来源：国家统计局、住建部、平安证券研究所

#### ◎ 2018年我国大陆人均GDP达9771美元（美元）



资料来源：世界银行、中国台湾统计局、平安证券研究所

## 二、中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就

- ◆ 2019年6月3日，国家主席习近平强调，**培养垃圾分类的好习惯，为改善生活环境作努力，为绿色发展可持续发展作贡献。**
- ◆ 政策推动，垃圾分类逐渐从局部示范向全国推广，**目标到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。**
- ◆ 目前，46个重点城市均已公布垃圾分类实施方案。**2019年7月1日，上海成为我国第一个实施生活垃圾强制分类的城市。**

### ◎ 习近平对垃圾分类工作高度重视

时间	会议/活动	指示
2016年12月	中央财经领导小组第十四次会议	要加快建立分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的垃圾处理系统，形成以法治为基础、政府推动、全民参与、城乡统筹、因地制宜的垃圾分类制度，努力提高垃圾分类制度覆盖范围
2018年11月	上海考察	垃圾分类工作就是新时尚
2019年6月	-	习近平对垃圾分类工作作出重要指示强调，培养垃圾分类的好习惯，为改善生活环境作努力、为绿色发展可持续发展作贡献

资料来源：新华网、平安证券研究所

### ◎ 垃圾分类逐渐从局部示范向全国推广



资料来源：政府官网、平安证券研究所

## 二、中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就

### ◆ 各地垃圾分类奖惩措施相继出台，从罚款到纳入信用管理

#### ◎ 各地垃圾分类奖惩措施相继出台

城市	惩罚措施		奖励措施	执行时间
	个人	单位		
上海	处50-200元罚款	处5000-50000元罚款	对做出突出贡献和优异成绩的单位和个人，给予表彰奖励	2019年7月1日
深圳 (草案)	处500元罚款，情节严重的处1000元罚款	处5000元罚款；情节严重的，处10000元罚款	采用积分奖励等方式开展可回收物回收，对成绩突出的单位、个人给予适当表扬或奖励	-
重庆	处200元以下罚款	处1000元以下罚款	市、区县（自治县）人民政府按照相关规定对生活垃圾分类工作中成绩显著的单位和个人给予表扬和奖励	2019年1月1日
厦门	处50-500元罚款，拒不改正的，处1000元罚款	处10000-50000元罚款	有关单位可以通过可兑换积分奖励等方式引导个人正确分类投放生活垃圾，对在生活垃圾分类工作中成绩突出的单位和个人予以表彰奖励	2017年9月10日
合肥	处50-200元罚款	处1000-5000元罚款	对生活垃圾减量与分类工作中成绩突出的单位和个人给予表扬和奖励	2018年3月31日
宁波	拒不改正的，处20-200元罚款；情节严重的，处200-500元罚款	拒不改正的，处500-5000元罚款	通过礼品兑换、物质奖励等方式，调动村（居）民分类投放生活垃圾的积极性，对在生活垃圾分类工作中成绩突出的单位和个人予以奖励	2019年10月1日
杭州	个人处200元以下罚款，单位处500-5000元罚款单位，违反规定受到的行政处罚，依法构成不良信息的，记入个人、单位的信用档案。			

资料来源：政府官网、平安证券研究所

## 二、中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就

### 2、短期垃圾分类服务订单大幅增长

- ◆ **主流模式：**政府付费，企业雇佣垃圾分类员提供分类服务，同时建立垃圾分类体系。
- ◆ **行业特点：**进入门槛低、单体金额小、服务期限短、现金流好、市场极度分散。
- ◆ 从采招网数据看，近期分类服务订单大幅增长。

### ◎ 部分公共机构垃圾分类项目案例

公告时间	城市	项目名称	年限	合同金额 (万元)	平均 (元/年/个)
2018年12月29日	长春	净月区26家公共机构生活垃圾分类	1	88	33769
2019年4月1日	合肥	256个公共机构生活垃圾分类	3	303	3941

资料来源：中国采招网、平安证券研究所

### ◎ 部分居民垃圾分类服务项目案例

公告时间	城市	类型	项目名称	中标企业	年限	合同金额 (万元)	户均 (元/年)
2019年2月25日	北京	一线	2019年东花市街道垃圾分类项目	北京天龙天天洁再生资源回收利用有限公司	1	443	192
2019年3月18日	北京	一线	城子街道垃圾分类服务	北京思迪环保科技有限公司	1	139	98
2019年5月24日	北京	一线	2019年垃圾分类小区全覆盖聘请第三方服务项目	绿景盛世(北京)环境技术服务有限公司	1	460	144
2019年3月5日	上海	一线	练塘镇垃圾分类服务	上海程胜环保科技有限公司	1	275	305
2018年9月14日	成都	新一线	龙泉驿区生活垃圾分类收集运营服务采购项目	中国天楹股份有限公司	1	340	79
2019年5月23日	杭州	新一线	丁兰街道办事处垃圾分类第三方服务项目	杭州村口环保科技有限公司	1	150	239
2019年4月1日	合肥	二线	合肥市瑶海区城市生活垃圾分类收集处置运行	浙江联运环境工程股份有限公司	3	1792	285
<b>平均</b>							<b>192</b>

资料来源：中国采招网、平安证券研究所

## 二、中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就

- ◆ **市场空间**（以主流垃圾分类督导为例）：1) 居民服务单价假设：200元/户/年；2) 公共机构、事业单位等保守估计假设：4000元/个/年；3) 预计**2020年垃圾分类服务市场空间有望达181.91亿元，2025年市场空间达363.82亿元。**
- ◆ **长期趋势**：居民垃圾分类意识提升，垃圾收费制度的建立激励用户从源头进行分类，远期垃圾分类服务需求将下滑。

### ◎ 垃圾分类服务市场空间估计

类别		2020E	2025E
居民	居民垃圾分类户均费用（元/户/年）	200	200
	推广力度	到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统	全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统
	对应户数（亿户）	0.8	1.6
	垃圾分类服务市场空间（亿元）	160	320
公共机构	公共机构垃圾分类平均费用（元/个/年）	4000	4000
	推广力度	2020年底前，直辖市、省会城市、计划单列市和住房城乡建设部等部门确定的生活垃圾分类示范城市的城区范围内公共机构实现生活垃圾强制分类。	-
	公共机构总数量（万个）	136.93	
	完成比例	40%	80%
	垃圾分类服务市场空间（亿元）	21.91	43.82
合计	市场空间（亿元）	<b>181.91</b>	<b>363.82</b>

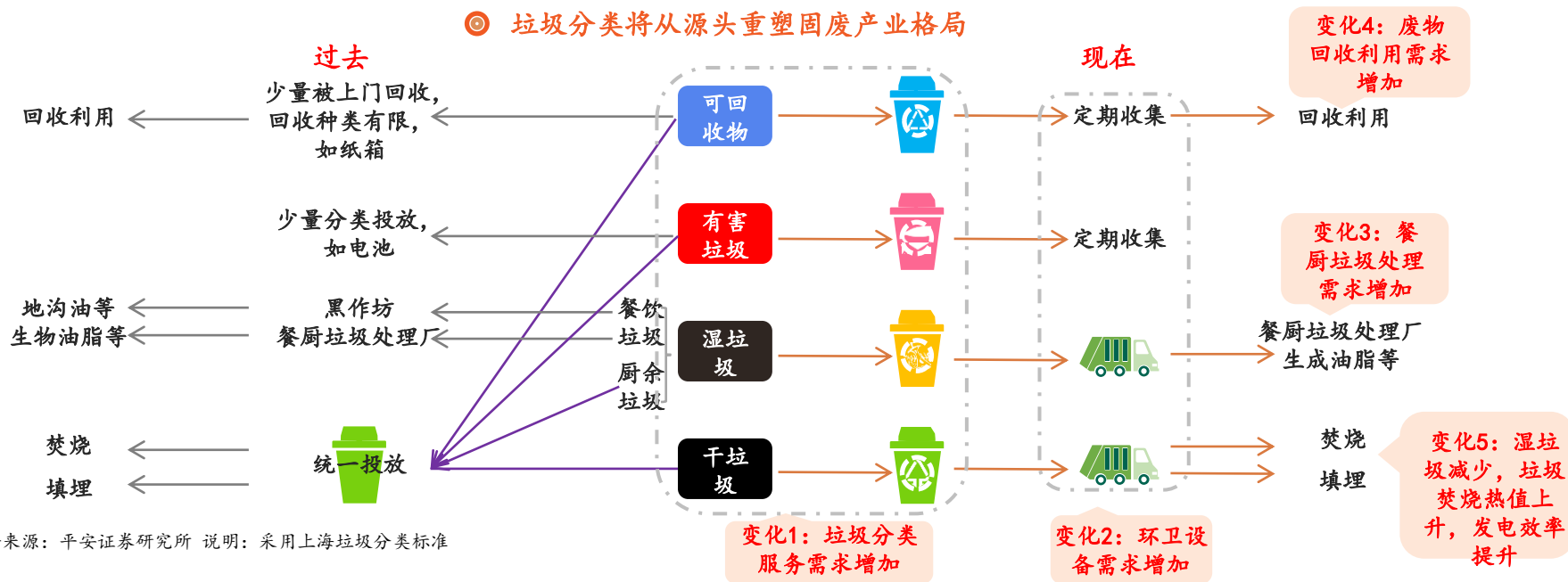
资料来源：中国采招网、国家统计局、平安证券研究所 说明1：公共机构指2017年机关法人单位、事业法人单位、社会团体法人单位之和；2、对应户数为估计值

## 二、中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就

### 3、长期垃圾分类将从源头重塑固废产业格局

- ◆ 垃圾分类投放背景下，环卫设备需求增加，如湿垃圾收集、转运设备；
- ◆ 餐厨垃圾回收率提升，餐厨垃圾处理需求大幅增加，另外废物回收利用需求也会相应增加；
- ◆ 干湿垃圾分离后，单位干垃圾热值上升，焚烧发电效率提升，**前端收集能力直接决定后期处理效率的提升。**

#### ◎ 垃圾分类将从源头重塑固废产业格局



资料来源：平安证券研究所 说明：采用上海垃圾分类标准

## 二、中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就

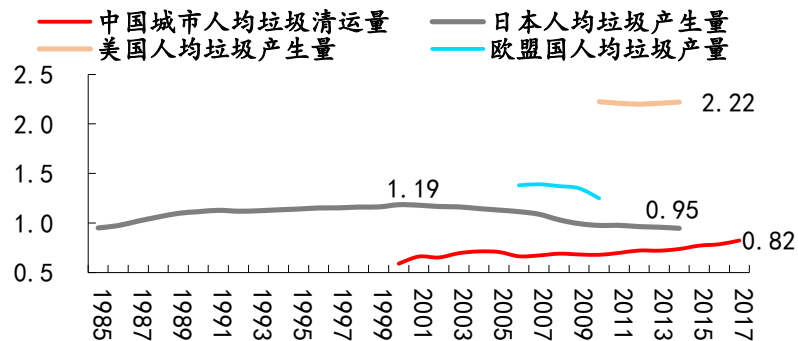
### 4、城市环境服务行业的黄金赛道已在铺就

#### ◆ 需求侧分析：垃圾处理刚性需求，空间巨大

1) 2017年我国城市县城垃圾清运量2.82亿吨，2013-2017年CAGR4.46%。城镇化率提升，快递、外卖等行业的兴起驱动垃圾清运量持续增长。

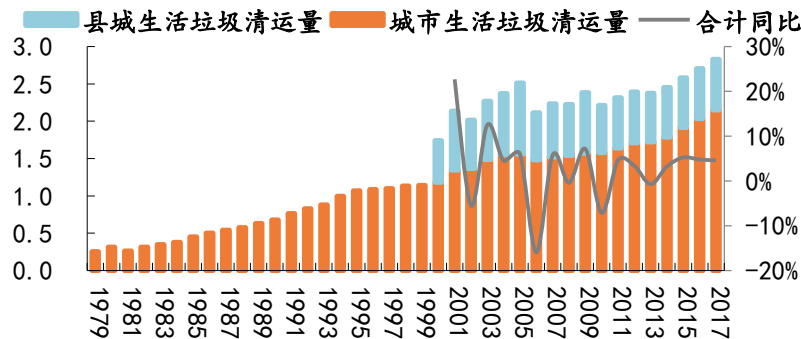
2) 国际、国内对比，我国城市尤其是二线及以下城市日人均垃圾清运量仍有增长空间。以人均垃圾产量达到1kg/d算，全国13.95亿人未来垃圾产量高达5.09亿吨/年。

#### ◎ 我国城市人均垃圾清运量处于上升趋势 (kg/d)



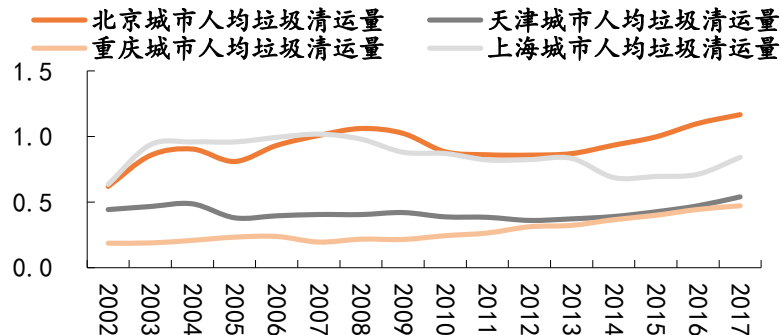
资料来源：日本环境省、欧洲环保局、美国环保局、国家统计局、平安证券研究所

#### ◎ 城市县城垃圾清运量稳健增长



资料来源：城乡建设统计年鉴、平安证券研究所

#### ◎ 北京、上海城市人均垃圾清运量较高 (kg/d)



资料来源：国家统计局、平安证券研究所 说明：由于无城市常住人口，用常住人口代替，因此实际城市日人均垃圾清运量高于图表值

## 二、中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就

3) 参照我们8月23日发布的《生活垃圾产业全景图》，垃圾强制分类背景下，预计到2020年，生活垃圾全产业链运营空间高达3398.72亿元，2025年运营空间高达4124.71亿元，叠加可回收垃圾带来的价值以及后端垃圾焚烧尾气治理等空间更大。

### ◎ 生活垃圾全产业链运营空间估计

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
垃圾分类 (亿元)	23.29	34.38	45.48	90.95	181.91	227.39	262.86	297.25	331.08	363.82
环卫运营 (亿元)	2298.14	2368.76	2445.66	2513.89	2571.61	2617.12	2655.07	2685.77	2708.71	2723.50
垃圾焚烧 (亿元)	206.07	243.29	298.12	360.81	424.93	484.66	546.86	601.21	656.85	702.13
餐厨垃圾处理 (亿元)	28.70	44.08	59.98	92.88	125.28	154.66	185.21	211.46	237.92	258.21
垃圾填埋 (亿元)	93.23	95.97	101.21	98.96	95.00	91.43	86.86	83.56	79.47	77.04
合计 (亿元)	2649.43	2786.47	2950.44	3157.50	3398.72	3575.27	3736.87	3879.25	4014.05	4124.71

资料来源：平安证券研究所 说明：由于部分基础数据无2016-2018年数据，所以2016-2018年市场空间也为预测值

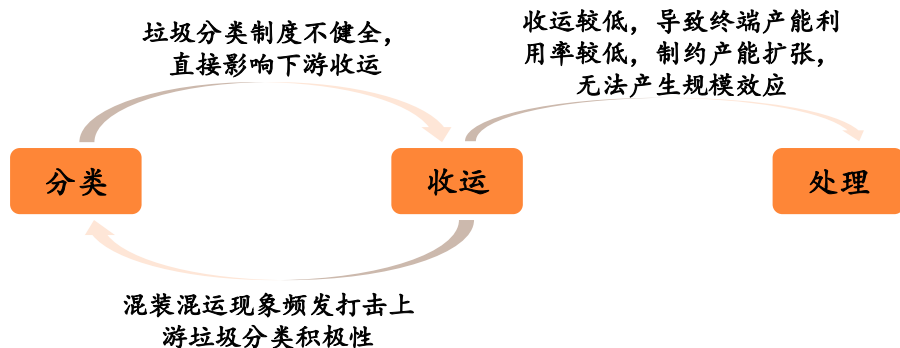


## 二、中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就

### ◆ 供给侧分析：垃圾分类是系统工程，大力发展需依靠技术驱动

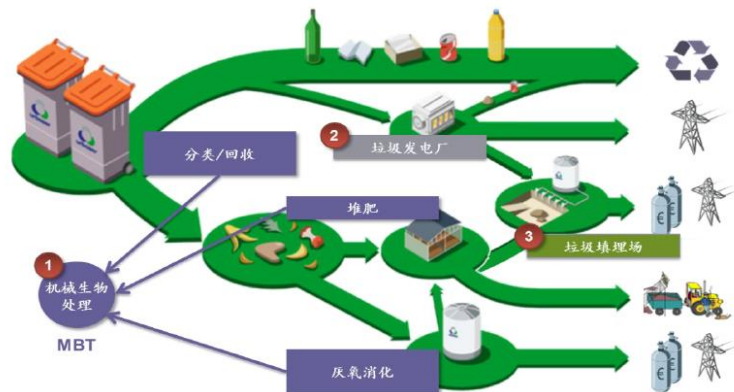
1) 垃圾分类是系统工程。我国部分城市从2000年就开始推行垃圾分类试点，但效果较差，核心原因是推行垃圾分类需上下游协同配合，早期垃圾分类制度不健全，直接影响下游餐厨垃圾收运，混装混运现象频发则打击上游垃圾分类积极性，收运规模较小导致终端产能利用率较低，项目盈利能力较差，企业投资意愿较低，制约新增产能扩张，进而制约上游收运积极性。

#### ◎ 垃圾分类推广困境



资料来源：平安证券研究所

#### ◎ 城市垃圾一体化外综合处理



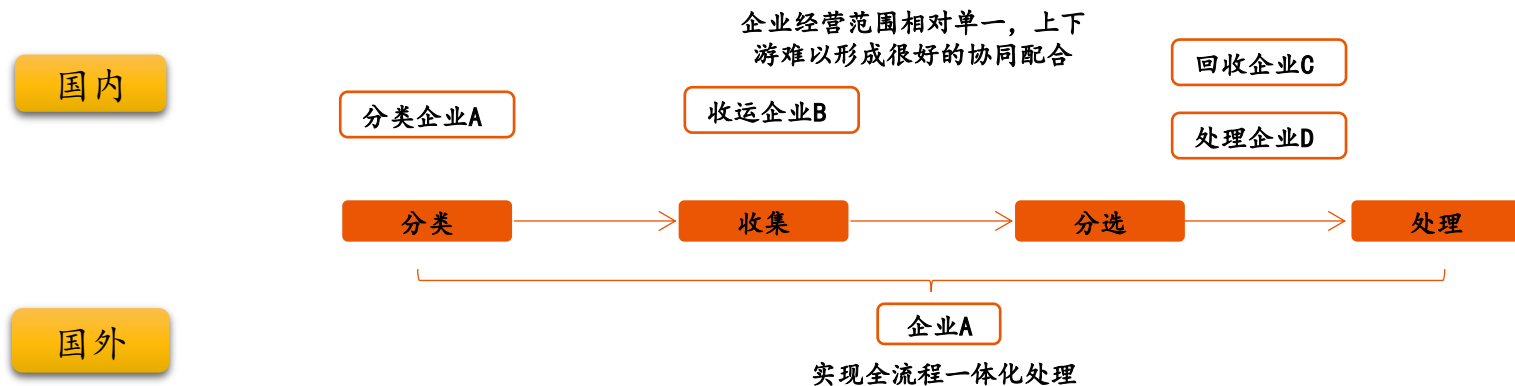
资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就

2) 生活垃圾全产业链发展需依靠技术驱动。国内主要固废企业多集中在固废行业某几个环节，技术驱动价值提升空间有限，如下游焚烧，在上游环卫企业供应垃圾成分固定的情况下，技术发展方向更多是提升焚烧炉燃烧效率，且产能利用率也依赖上游供应。全产业链处理背景下，企业可通过前期垃圾分类投放、分类收集、分选等技术实现垃圾的彻底分类，提升垃圾热值，同时从源头介入，更易实现垃圾焚烧、餐厨垃圾处理等产能的合理利用，价值提升空间巨大。

3) 垃圾分类未推广背景下，企业进入相对成熟的下游垃圾焚烧行业更易获利。在垃圾分类大力推广背景下，**掌握前端垃圾分类就等于控制了原材料**。另外，垃圾全产业链处理收入主要来自政府付费以及补贴，随着处理规模增加，政府支出压力加大，降补动力较强。企业需不断提升技术实力，进而提高运营能力，才能在未来的退补情况下占据主动地位。

### ◎ 国内外固废企业差别





- 收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列
- 中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就
- 技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力
- 国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张
- 对标国际可比公司，公司价值重估空间充足
- 风险提示

## 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

### 1、领先垃圾焚烧发电技术，助力Urbaser国际业务开拓

- ◆ 早期，公司的垃圾焚烧发电技术主要来自比利时WATERLEAU集团的技术许可，如海安（750吨/日）、滨州（1200吨/日）、辽源（1200吨/日）三个项目，公司需支付160万欧元的许可使用费。
- ◆ 2015年9月，公司买断了比利时WATERLEAU公司Energize®垃圾转化能源技术，奠定了世界范围内的行业技术优势。

#### ◎ 中国天楹机械炉排炉技术优势

三段式炉排结构且炉排采用模块化设计。形成的落差带来良好的垃圾均匀搅拌效果，有效松解垃圾，使燃烧稳定。

领先的自动燃烧控制（ACC系统）。实现垃圾层厚、主蒸汽流量、炉内温度、热灼减量、烟气中的氧含量稳定。

#### 优势

最合适的供应燃烧空气。针对不同热值垃圾、分配不同的风量，供应燃烧空气。

控制二噁英合成。针对中国垃圾组分的特点，设计的焚烧炉形状和焚烧控制系统，可保证垃圾焚烧烟气温度850℃以上停留时间大于2秒。

资料来源：平安证券研究所

#### ◎ 公司的三段往复式炉排炉



资料来源：公司官网、平安证券研究所

- ◆ 中国天楹针对我国生活垃圾高水分、高灰分、低热值、不易分拣的特点，消化、吸收比利时先进技术，成功研发出**适应我国垃圾特性的单台处理量为250t-850t新型高效三段式焚烧炉排炉**，具有设备成本低、运行费用小、漏渣防磨损、燃烧充分、燃烧稳定等特点。

### 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

◆ **五大措施控制二噁英合成。**中国天楹通过采用垃圾均质化、充分燃烧、防止低温再合成、活性炭吸附二噁英烟气处理、低温布袋除尘五大措施后，烟气中二噁英含量可达欧盟2000标准，已运营的启东、如东项目二噁英排放量均已控制在0.1ng-TEQ/Nm<sup>3</sup>以下。

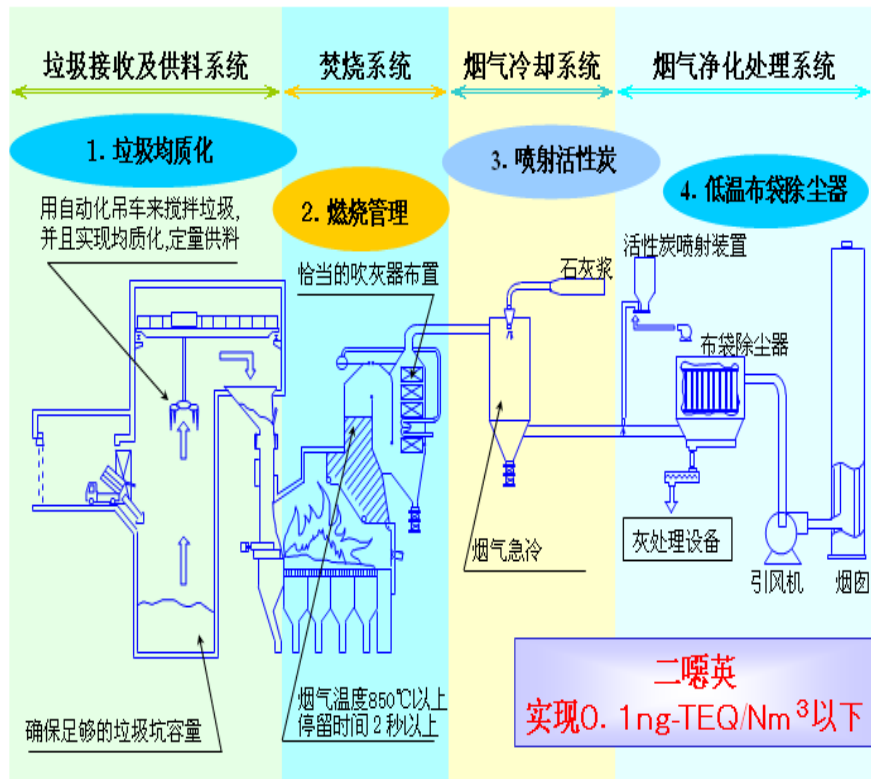
◆ **公司垃圾焚烧技术获得多个奖项。**其中，海安垃圾焚烧发电项目荣获了“2014-2015年度中国建设工程鲁班奖”。

#### ◎ 公司垃圾焚烧技术获得多个奖项

序号	重要奖项
1	海安垃圾焚烧发电项目荣获了“2014-2015年度中国建设工程鲁班奖”
2	“高效生活垃圾焚烧炉排炉及配套烟气净化成套技术与装备”获得中国机械工业科技进步奖三等奖
3	“新型环保大吨位垃圾焚烧装备的研发及产业化项目”入选江苏省重大科技成果转化专项资金项目
4	“天楹牌垃圾焚烧发电成套设备”获评江苏省名牌产品
5	天蓝公司通过国家级高新技术企业的重新认定，并获评“江苏省科技小巨人企业”
6	“国家火炬计划——单元模块化大型生活垃圾焚烧炉项目”的承载者

资料来源：公司公告、平安证券研究所

#### ◎ 五大措施保证二噁英排放可达欧盟2000标准



资料来源：公司官网、平安证券研究所

### 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

◆ 公司持续加大研发投入。2018年公司研发投入0.48亿元，同比增长27.61%，营收占比达2.62%，在主要垃圾焚烧上市公司中位居第2。

◆ 公司建有目前江苏省唯一的经科技厅立项的废弃物焚烧发电及装备制造工程技术研究中心，同时与清华大学、复旦大学、同济大学、河北工业大学等高校建立了长期合作关系，获批准设立国际博士后科研工作站。

◆ 公司焚烧技术在满足内部项目使用的同时，也充分挖掘外部客户。目前公司已为兴蓉环境、圣元环保等优质客户提供垃圾焚烧相关设备。

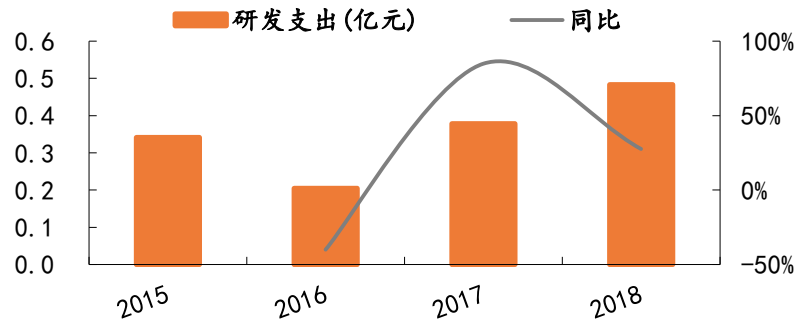
#### ◎ 公司焚烧技术应用于兴蓉环境等知名企业



西北电力设计院

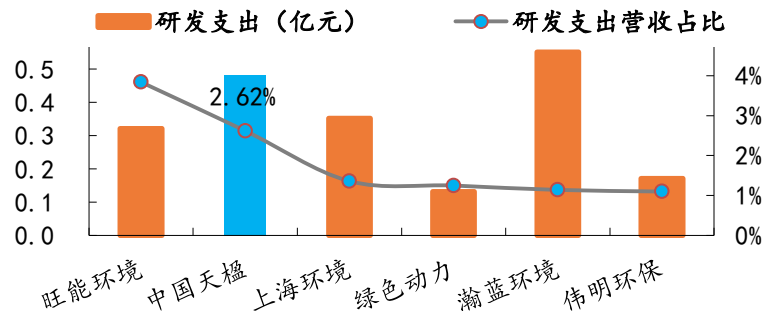
资料来源：公司公告、平安证券研究所

#### ◎ 公司研发投入持续增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

#### 2018年公司研发投入营收占比2.62%



资料来源：WIND、平安证券研究所

### 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

- ◆ **领先技术助力公司海外垃圾焚烧业务开拓。**2018年以来，公司相继获得越南、法国、西班牙多个垃圾处理项目，其中越南河内4000吨/日的项目为全球第二大生活垃圾焚烧发电厂项目，垃圾处置费高达21美元/吨，售电价格为10.05美分/度，特许经营期长达49年，垃圾处理费在国内也处于较高水平。
- ◆ **国内领先技术+Urbaser品牌助力公司在全球范围内寻找优质项目。**海外尤其是一带一路国家垃圾处理行业仍有较大发展空间。

#### ◎ 公司获得国外许多优质垃圾处理项目

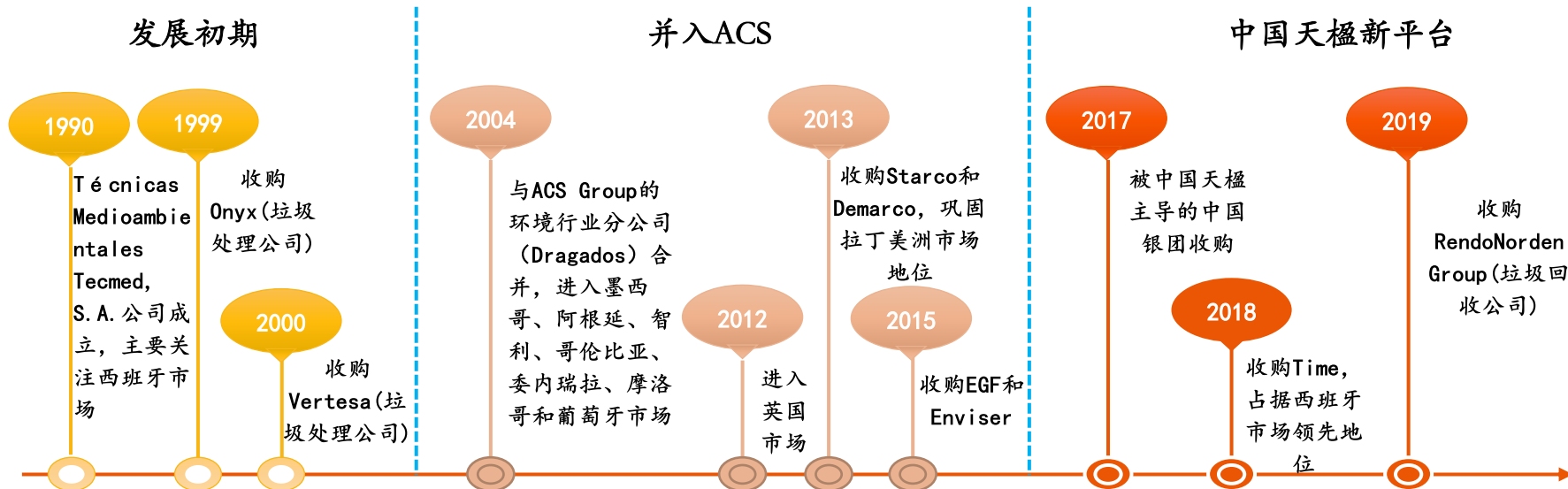
序号	公告时间	项目名称	区域	规模 (吨/日)	金额	运营期
1	2018/4/18	越南河内垃圾焚烧发电项目	越南	4000.00	32000万美元	49年
2	2018/5/22	越南清化垃圾焚烧发电项目	越南	1000.00	-	49年
3	2019/7/19	法国TRIFYL垃圾处理项目	法国	-	11210万欧元	5年
4	2019/7/3	巴黎Isséane垃圾焚烧发电厂运营项目	法国	-	22000万欧元	8年3个月
5	-	Guipuzcua垃圾处理合同	西班牙	-	39570万欧元	35年

### 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

#### 2、借助Urbaser智慧环卫技术优势，把握国内垃圾分类、环卫服务市场机遇

◆ Urbaser深耕固废领域近30载，综合技术实力全球领先。Urbaser成立于1990年，主营业务集中于城市环境服务、垃圾处理、水资源处理等领域，业务覆盖国家超过25个，年垃圾收集量超过500万吨，年街道累计清扫面积超过3万平方千米，年垃圾处理量超过1000万吨。

#### ◎ Urbaser发展历程





### 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

◆ Urbaser固废业务在欧洲多个国家市占率居前。2017年，Urbaser智慧环卫业务实现收入76.55亿元，占比达56.36%，西班牙本土实现收入81.07亿元，占比59.68%。

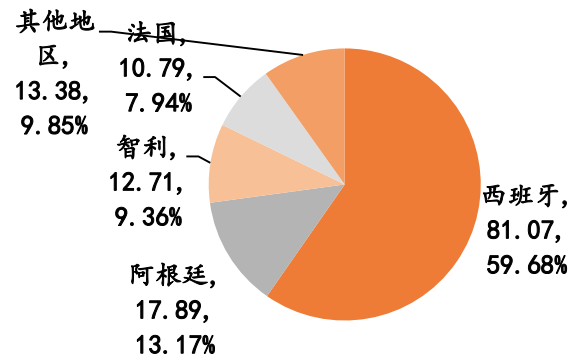
◆ 公司垃圾收集业务在智利、葡萄牙、巴林等多个国家市占率位居第一，在西班牙、阿根廷位居第二。

#### ◎ Urbaser固废业务在欧洲多个国家市占率居前

国家	垃圾收集		垃圾处理	
	市占率	排名	市占率	排名
西班牙	18%	第二	27%	第一
阿根廷	16%	第二	-	-
智利	-	第一	-	第一
葡萄牙	-	第一	-	第一
巴林	-	第一	-	-
瑞典	-	第一	-	-
芬兰	-	第三	-	-

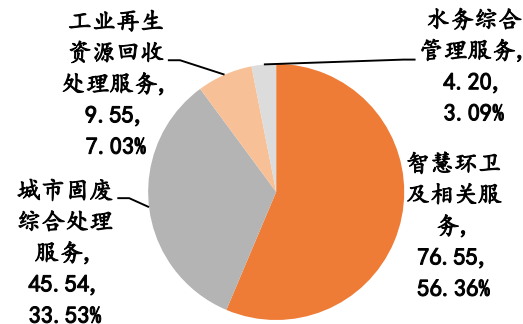
资料来源：公司公告、公司调研、平安证券研究所

#### ◎ Urbaser营收结构（2017，亿元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

#### ◎ Urbaser营收结构（2017，亿元）



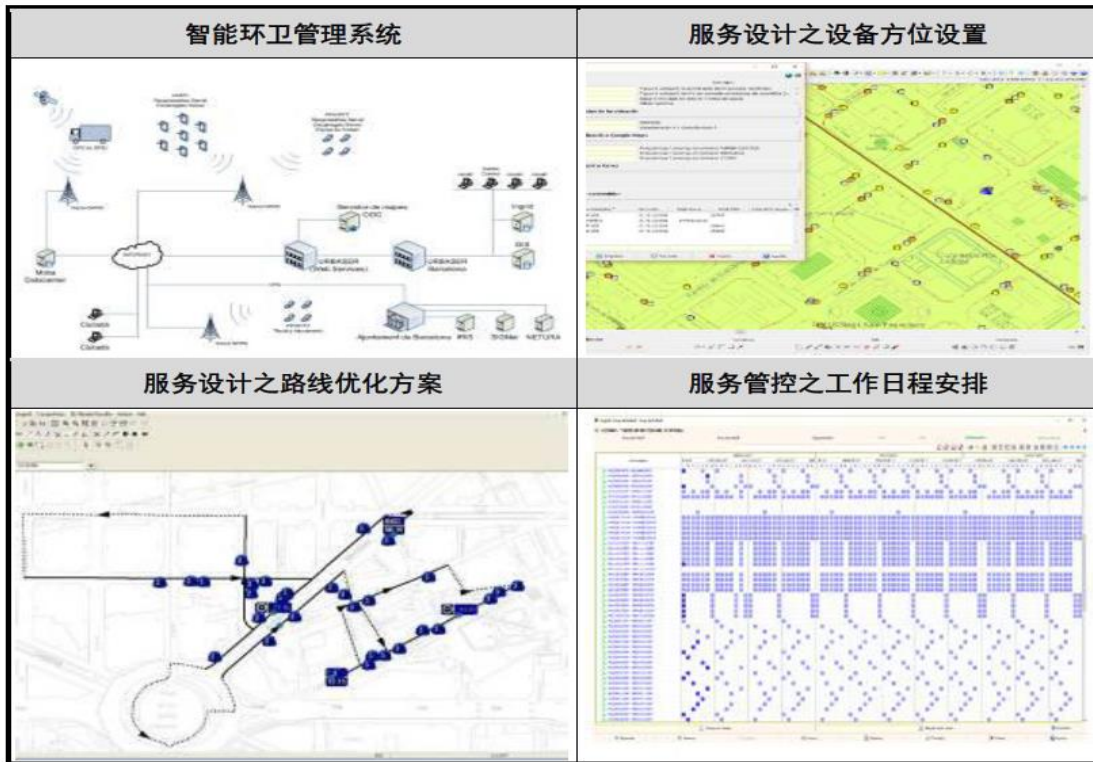
资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

### ◎ Urbaser 智慧环卫系统

#### ◆ Urbaser 智慧环卫业务运营能力极强。

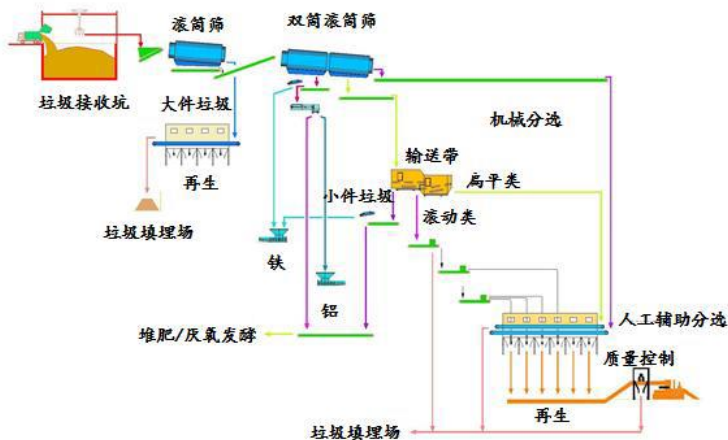
Urbaser以城市智慧环卫服务为核心，依托物联网、互联网和云计算等最新技术建立智慧环卫数据运营服务平台，成功研发并运用国际领先的“智慧环卫”整体解决方案，通过为各环卫管理元素（包括垃圾收集设施、各类环卫器械及设备、环卫作业/管理车辆、环卫作业/管理人员等）配备感知设备、智能终端，形成信息互联互通的物联网络，对城市环卫所涉人、车、物、事进行全过程实时管控，同时借助对环卫数据库的分析、挖掘、应用和管理，实现城市环卫工作的专业化、高效化、信息化和智慧化，提高环卫工作质量，降低环卫运营成本。



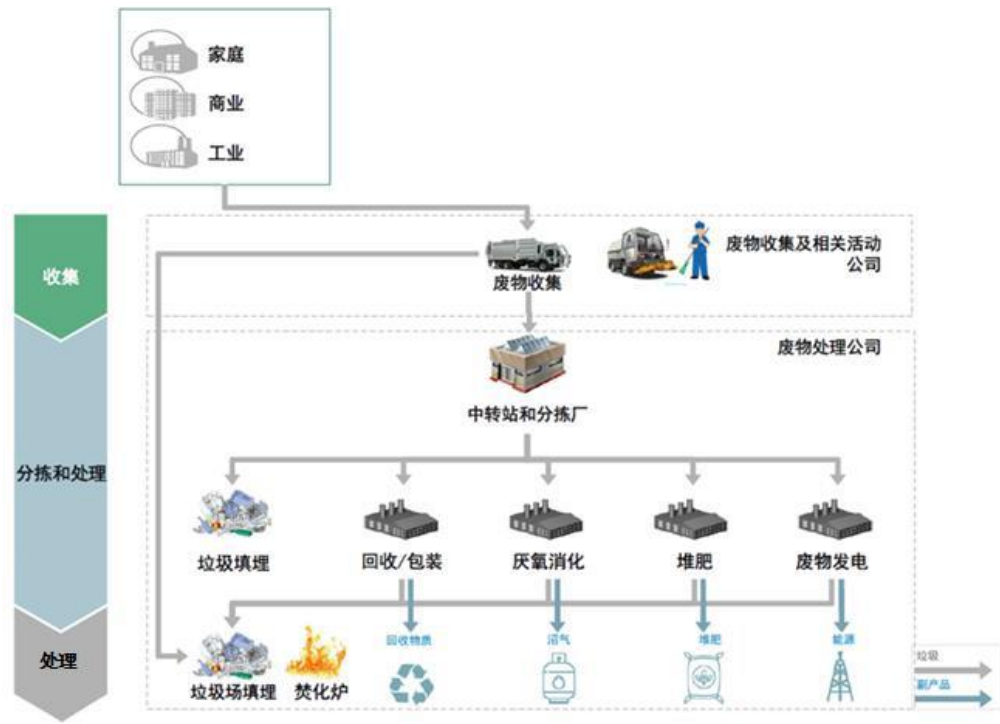
### 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

◆ 欧洲是推行垃圾分类最早的区域，以Urbaser为例，已形成从垃圾分类、垃圾分选到后端处置非常成熟的产业链。国内除道路清洁、垃圾收运模式相对成熟外，其他环节尚处于起步阶段。

◎ Urbaser垃圾分选及预处理流程图



◎ Urbaser拥有垃圾分类、收集、分拣、处理全产业链



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

#### ◆ 国内环卫市场化持续推进，效率仍有较大提升空间。

19H1国内环卫服务中标年化金额达264亿元，同比增长17.33%。以近几年环卫服务订单计算，**目前我国环卫服务市场化率约50%，仍有1000亿元以上的市场化空间。**

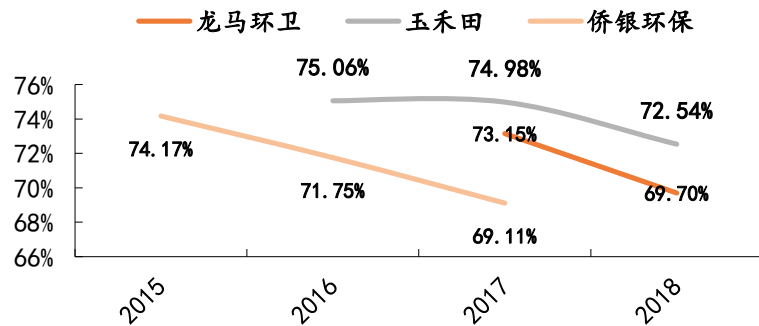
◆ 主要环卫服务企业中车辆设备等折旧摊销占比仅10%，人力成本占比虽然呈下降趋势，但占比仍在70%左右，效率较低。

#### ◎ 国内环卫服务市场化持续推进

	中标年化金额(亿元)	同比	中标合同总金额(亿元)	同比	平均年限(年)
2016	224	-	861	-	3.84
2017	314	40.18%	1701	97.56%	5.42
2018	491	56.37%	2278	33.92%	4.64
17H1	126	-	571	-	4.13
18H1	225	78.57%	1046	100.00%	4.65
19H1	264	17.33%	-	-	-

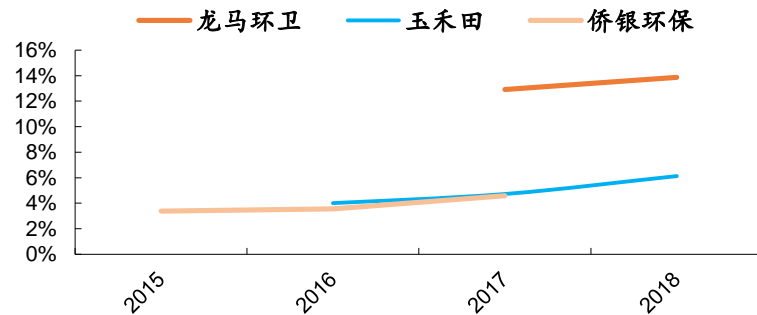
资料来源：环境司南、平安证券研究所

#### ◎ 主要企业环卫服务成本中人力成本占比处于较高水平



资料来源：WIND、平安证券研究所

#### ◎ 主要企业环卫服务成本中折旧占比较低



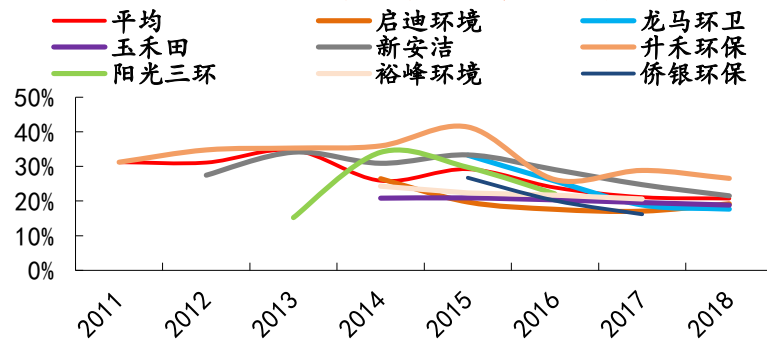
资料来源：WIND、平安证券研究所

### 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

◆ 国内环卫服务行业平均毛利率从2013年的30%降至2018年的20%，平均净利率从2013年的10%降至2018年的7.5%，盈利能力呈下滑趋势。

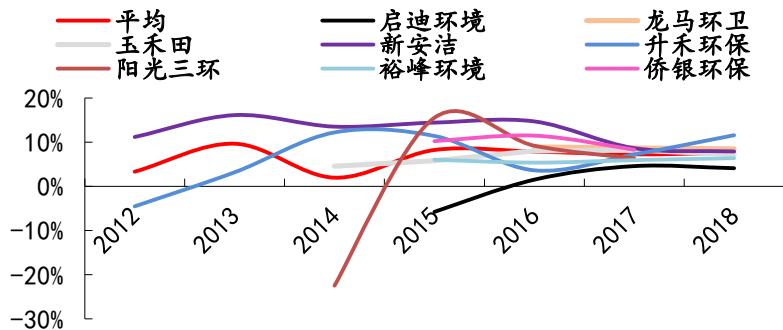
◆ 从人均创收看，目前国内环卫企业2018年人均创收仅5万元左右，远低于Urbaser的29.31万元。**中国天楹可充分借助Urbaser智慧环卫技术提升环卫运营能力以及迅速抢占国内市场。**

◎ 主要公司环卫服务业务毛利率呈下滑趋势



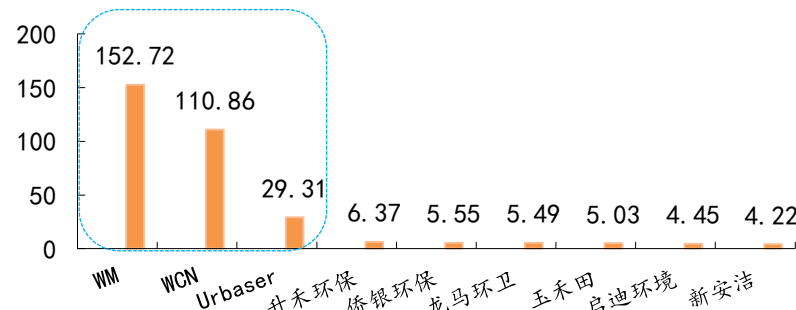
资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：启迪环境指环卫业务；龙马环卫指环卫产业服务；侨银环保指城乡环卫保洁；玉禾田、新安洁、升禾环保、阳光三环、裕峰环境指全部业务

◎ 主要公司净利率呈下滑趋势



资料来源：平安证券研究所 说明：所有公司对应全部业务

◎ 国外环卫企业人均创收远高于国内 (万元)



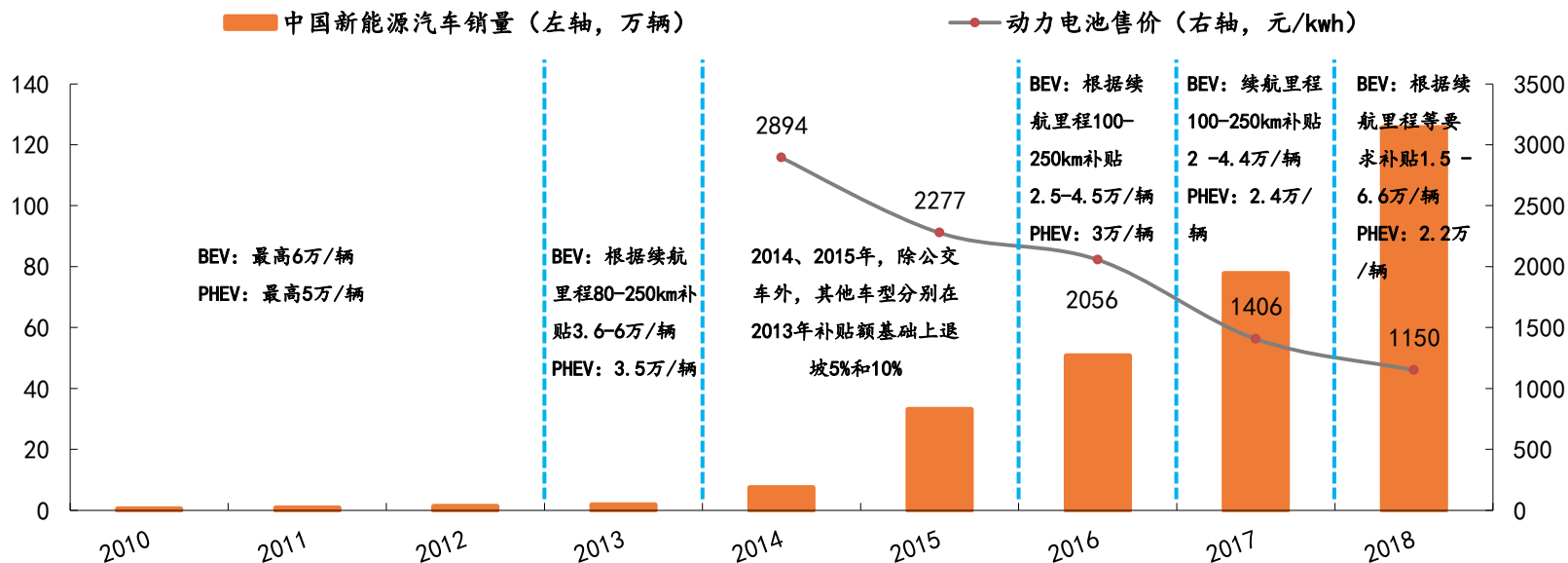
资料来源：WIND、平安证券研究所 说明1：欧元、美元按历史汇率兑换为人民币 说明2：龙马环卫、启迪环境环卫营收和员工人数数据计算方法为2018年数据减2015年数据 说明3：侨银环保对应2017年数据

## 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

### 3、对标新能源汽车、光伏、风电补贴政策变化趋势，技术驱动也是固废行业价值提振的核心动力

◆ 回顾新能源汽车补贴历程，早期政府通过加大补贴推动行业发展，随之产量提升规模效应显现，技术不断升级，动力电池售价逐步降低，国家逐渐减少补贴，同时补贴逐渐向高性能新能源汽车倾斜，推动行业技术持续变革。

#### ◎ 我国新能源汽车产业发展趋势

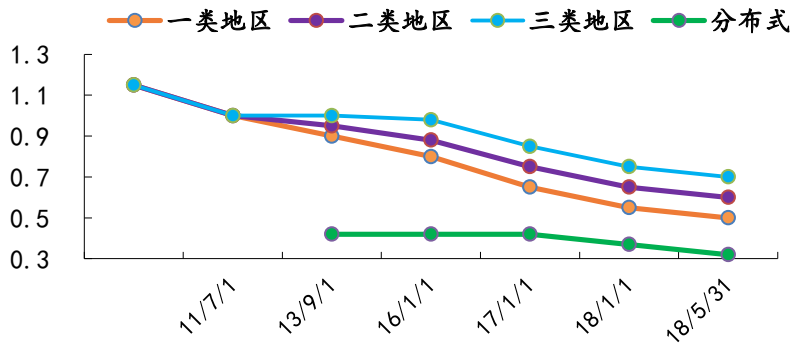


### 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

◆ 光伏、风电行业发展初期，发电成本较高。初期光伏度电补贴高达1.15元，随着装机规模上升，参与企业增加，行业技术变革加速，驱动发电成本持续降低，补贴也随之降低，驱动行业技术进一步变革。

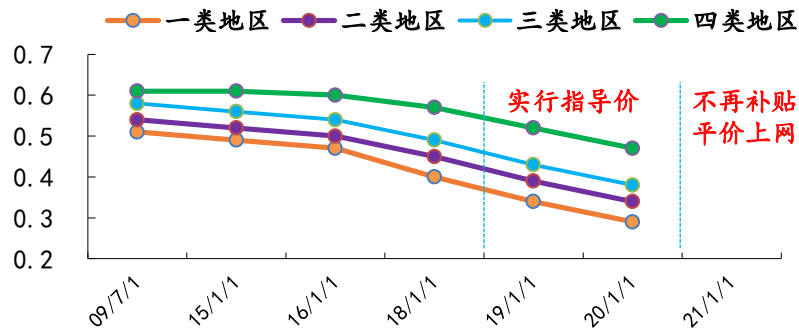
◆ 固废行业的发展也将保持这一路径，首先通过补贴促进行业规模上升，驱动行业技术变革，随后降补直至退补。拥有领先技术优势的企业可率先实现无补贴情况下盈利，最终在市场竞争中占据主动地位。

◎ 光伏上网电价补贴呈下降趋势（元/度）



资料来源：发改委、平安证券研究所

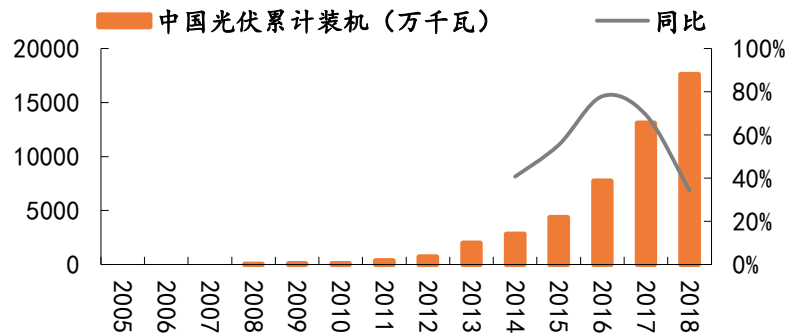
◎ 集中式陆上风电上网电价补贴呈下降趋势（元/度）



资料来源：发改委、平安证券研究所

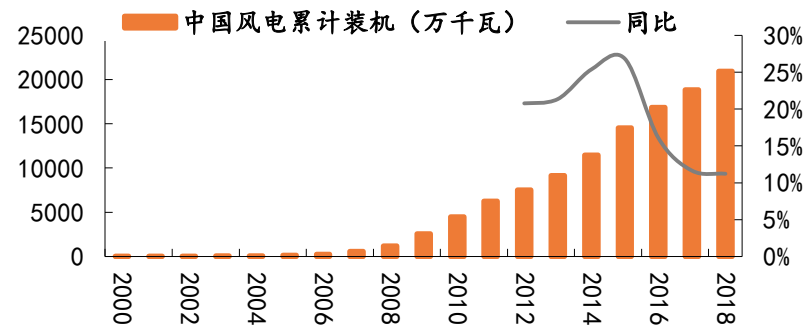
### 三、技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力

#### ◎ 中国光伏累计装机规模呈快速上升趋势



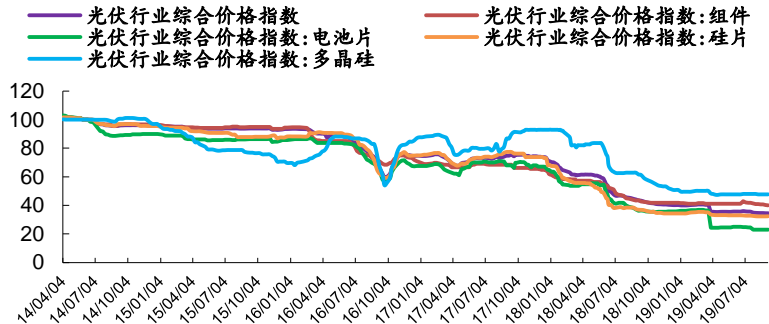
资料来源：21世纪可再生能源政策网络、平安证券研究所

#### ◎ 中国风电装机规模快速增长



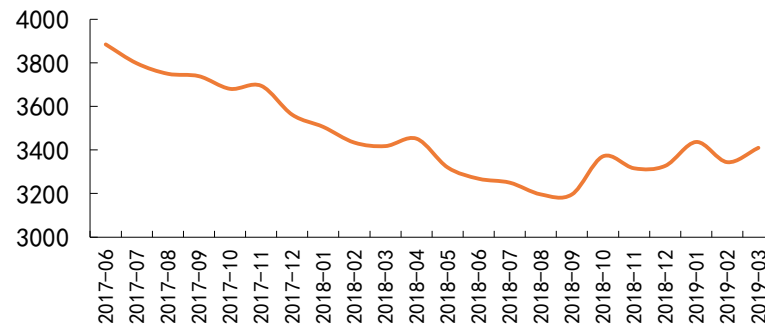
资料来源：中国风能协会、平安证券研究所

#### ◎ 光伏行业综合价格指数呈下降趋势



资料来源：SOLARZOOM、平安证券研究所

#### ◎ 国内2MW风机投标均价走势 (元/kW)



资料来源：金风科技官网、平安证券研究所





- 收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列
- 中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就
- 技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力
- 国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张
- 对标国际可比公司，公司价值重估空间充足
- 风险提示

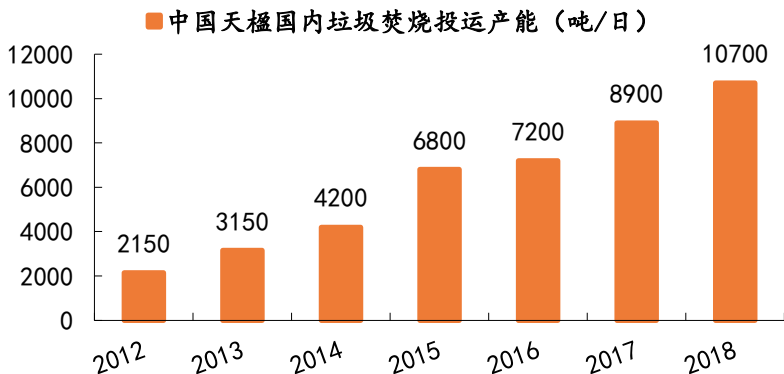
## 四、国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张

### 1、国内项目储备充足，即将迎来投产期

◆ 公司国内投运项目已具规模。公司垃圾焚烧累计投运产能从2012年的2150吨/日增至2018年的10700吨/日，CAGR=30.66%，投运项目已具规模，可贡献稳定现金流。

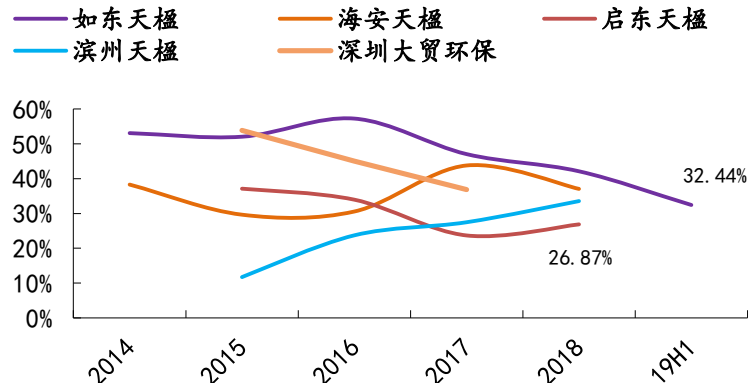
◆ 公司投运项目盈利能力较强。项目净利率多在25%以上，滨州项目2018年净利率33.56%，如东项目19年上半年净利率达32.44%。

#### ◎ 中国天楹国内投运产能稳健增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

#### ◎ 中国天楹运营项目净利率较高



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 四、国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张

◆ 国内在建项目充足。目前公司国内在建项目产能超过1万吨/日，逐渐进入投产期。

### ◎ 中国天楹国内主要垃圾焚烧在建项目一览

序号	项目名称	省份	设计处理能力（吨/日）	投资额（亿元）	2018年进度
1	连江二期	福建	500	1.96	92.68%
2	深圳天楹提标改造项目	广东	-		43.63%
3	太和二期	安徽	600	2.83	21.53%
4	启东四期	江苏	-		
5	蒲城县生活垃圾焚烧发电项目	陕西	1000	2.54	53.17%
6	河南民权垃圾焚烧发电 BOT 项目	河南	1000	2.00	23.81%
7	长春市双阳区生活垃圾焚烧发电特许经营项目合作协议	吉林	1050		
8	平邑县生活垃圾焚烧发电PPP项目		600	2.83	50.42%
9	重庆市铜梁区生活垃圾焚烧发电 BOT项目	重庆	1200	4.80	37.01%
10	长春市九台区生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	吉林	1200	4.80	35.95%
11	扬州江都生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	江苏	700	3.20	53.57%
12	黑龙江牡丹江生活垃圾焚烧发电BOO项目	黑龙江	1200	4.61	
13	长春市双阳区生活垃圾焚烧发电特许经营项目	吉林	1050	4.80	0.05%
14	平邑县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目合同	山东	600		45.99%
15	固原市循环经济产业园及环卫一体化项目	宁夏	-	-	12.54%
16	延吉垃圾焚烧发电项目（二期）	吉林	400		
17	项城市生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	河南	1200	4.45	
18	常宁项目		-		14.31%
19	天楹环保静脉产业园项目				16.18%

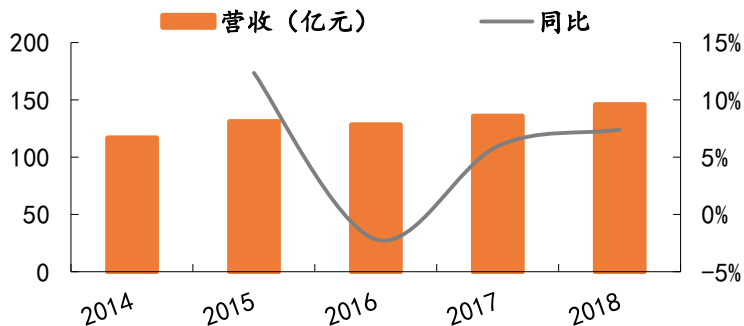
## 四、国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张

### 2、Urbaser财务稳健现金充足，兼具融资优势，支撑公司快速扩张

◆ **Urbaser财务稳健。**营业收入从2014年的116.65亿元增至2018年的145.89亿元，CAGR=5.75%。Urbaser归母净利润从2014年的3.45亿元增至2018年的4.53亿元，CAGR=7.05%。2016年度，Urbaser净利润水平较低，主要系英国Essex垃圾处理项目因垃圾成分不达标而未在合同约定的最晚验收截止日前通过政府项目验收测试而与当地政府产生诉讼，进而计提大额资产减值损失所致。

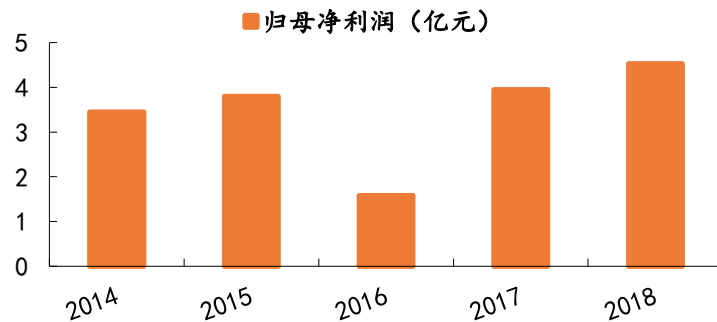
◆ **轻、重资产结合，构筑最佳业务模式。**收购Urbaser后，中国天楹业务结构中，城市环境服务（主要是环卫）占比约50%，垃圾焚烧占比约35%。环卫初始投资低、回款快，可以为垃圾焚烧项目建设提供充足的现金流，且Urbaser垃圾焚烧项目多已进入稳定运营期，现金流充裕。

◎ Urbaser营收稳健增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所 说明：采用历史汇率将欧元兑换为人民币

◎ Urbaser归母净利润变化趋势



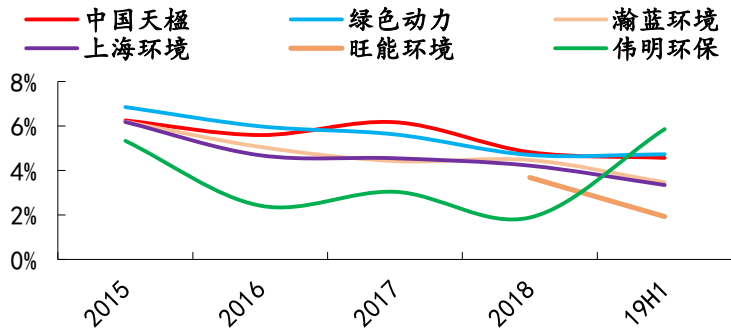
资料来源：公司公告、平安证券研究所 说明：采用历史汇率将欧元兑换为人民币

## 四、国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张

◆ Urbaser年经营活动产生的现金流净额高达20亿元，是其归母净利润的3.5倍，按50%负债率算，公司年现金流可支撑约8000吨/日的垃圾焚烧项目建设。

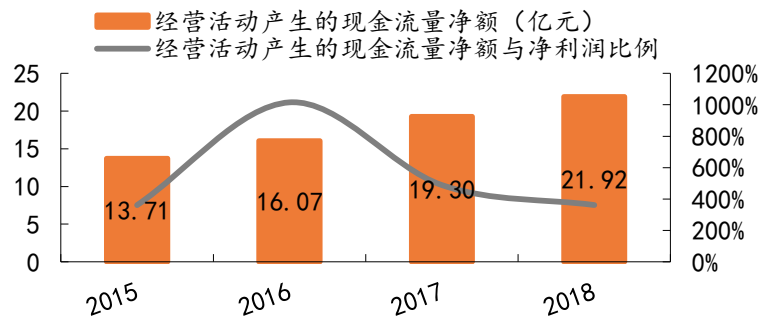
◆ Urbaser具备融资优势。Urbaser最大一笔银团贷款金额为6亿欧元（占目前有息负债规模比例约50%），贷款年利率为欧洲银行间一个月欧元同业拆借利率上浮250个基点。综合看，Urbaser贷款利率在2.5%-2.8%，远低于公司国内约6%的贷款利率，公司可借助国际市场降低融资成本，加速业务扩展。

### ◎ 主要垃圾焚烧企业有息负债利率趋势



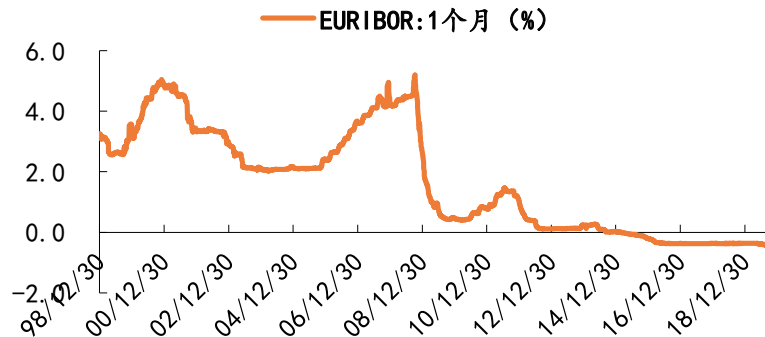
资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：有息负债利率采用年利息支出除以平均有息负债规模，可能与公司实际贷款利率略有出入

### ◎ Urbaser现金生成能力极强



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### ◎ 欧元银行间同业拆借利率处于极低水平



资料来源：欧洲银行联盟、平安证券研究所



- 收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列
- 中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就
- 技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力
- 国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张
- 对标国际可比公司，公司价值重估空间充足
- 风险提示

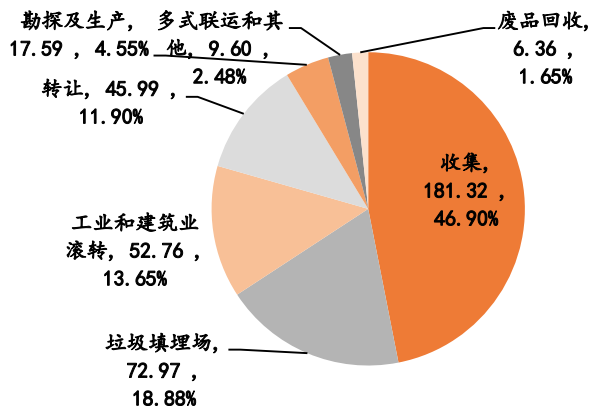
## 五、对标国际可比公司，公司价值重估空间充足

### 1、公司与国际固废巨头业务结构极其相似

◆ **美国废物管理公司 (WM)**：WM是北美地区最大的综合环境解决方案供应商，为美国和加拿大地区超过2100万的居民、商业和工业客户提供垃圾收集、转运、处理以及资源循环利用服务。

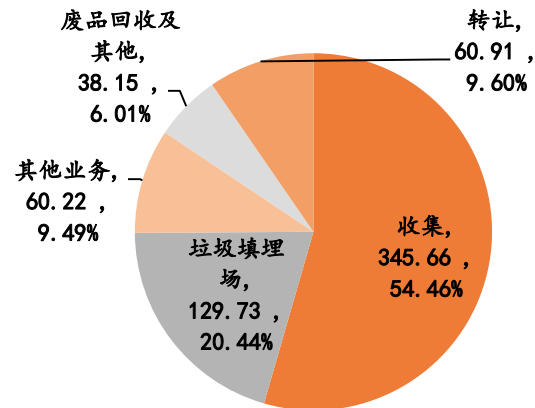
◆ 2019年上半年，WM收集业务实现收入345.66亿元，占比54.46%，填埋业务实现收入129.73亿元，占比20.44%。

#### ◎ WCN营收结构 (2018/12/31, 亿元)



资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：采用历史汇率将美元兑换为人民币

#### ◎ WM公司营收结构 (2019/6/30, 亿元)



资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：采用历史汇率将美元兑换为人民币

◆ **Waste Connections (WCN)**：WCN面向商业、工业、政府以及居民客户提供无毒固体废物收集与处理服务，其业务覆盖美国境内12个州以及哥伦比亚特区和6个加拿大省。

◆ 2018年，WCN收集业务实现收入181.32亿元，占比46.90%，填埋业务实现收入72.97亿元，占比18.88%。**中国天楹与WM、WCN的业务结构极其相似。**

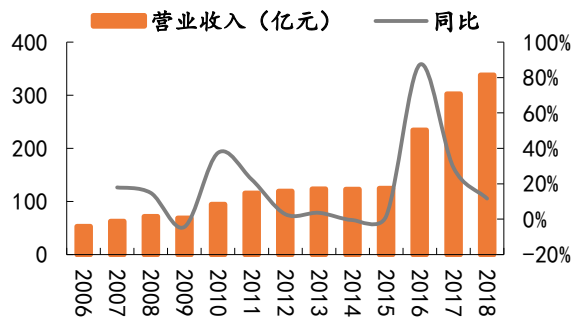
## 五、对标国际可比公司，公司价值重估空间充足

### 2、国际固废巨头营收、归母净利润已具备较大体量

◆ 2018年WM公司实现营收1023.58亿元，同比增长8.15%，实现归母净利润132.12亿元，同比增长3.64%。收入和利润增长放缓主要是美国垃圾处理市场进入成熟期所致。

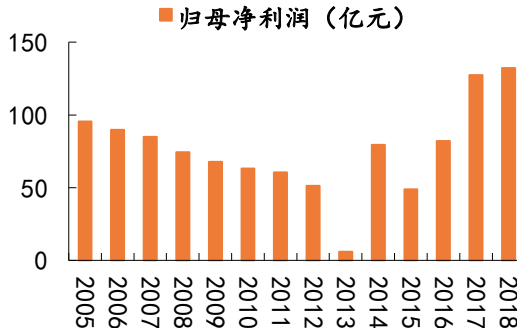
◆ 2018年WCN公司营收、归母净利润分别为337.87、37.53亿元，同样已具备较大体量。

#### ◎ WCN营收稳健增长



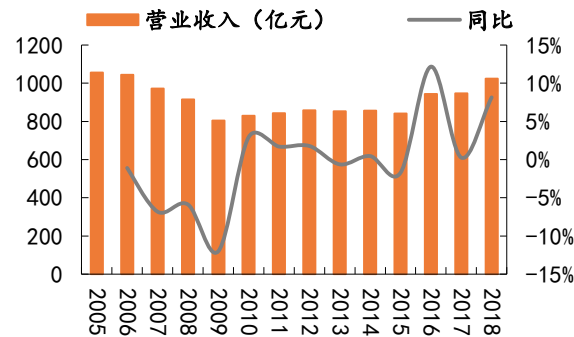
资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：采用历史汇率将美元兑换为人民币

#### ◎ WM归母净利润变化趋势



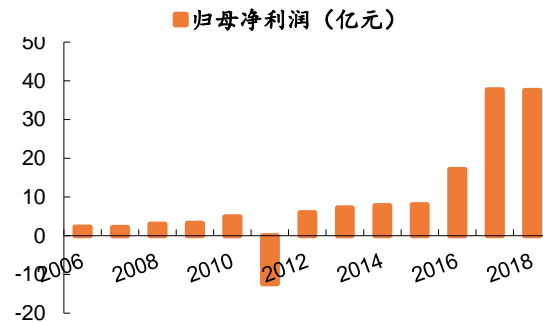
资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：采用历史汇率将美元兑换为人民币

#### ◎ WM营收保持稳定



资料来源：WIND、平安证券研究所说明：采用历史汇率将美元兑换为人民币

#### ◎ WCN归母净利润变化趋势



资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：采用历史汇率将美元兑换为人民币



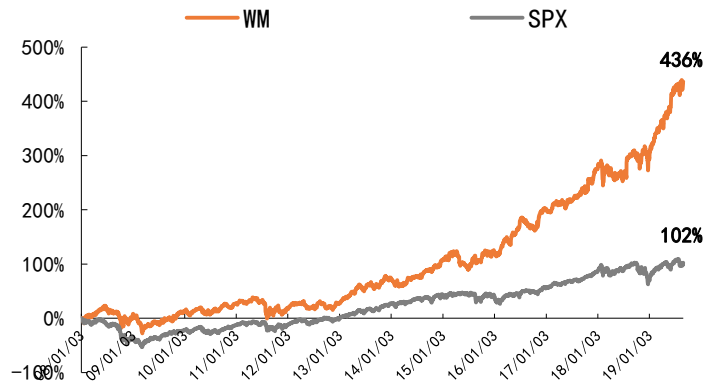
## 五、对标国际可比公司，公司价值重估空间充足

### 3、国际固废巨头长期获得市场认可，股价表现亮眼

◆ 国际固废巨头WM、WCN估值中枢在20倍左右。其中WM公司2008年以来最低估值为10.05倍，WCN最低估值为18.43倍。

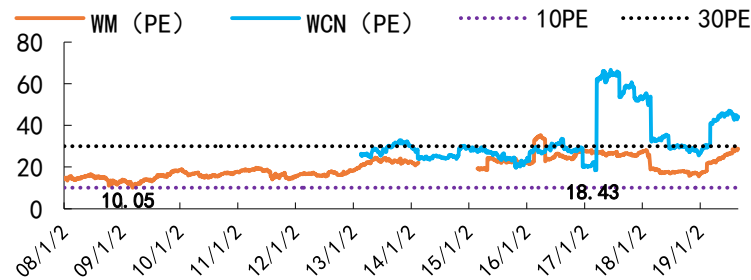
◆ 国际固废巨头股价表现亮眼：2008年以来，WM、WCN累计涨幅分别为436%、723%，跑赢市场分别为334%、512%。

#### ◎ WM股价表现亮眼并显著跑赢指数



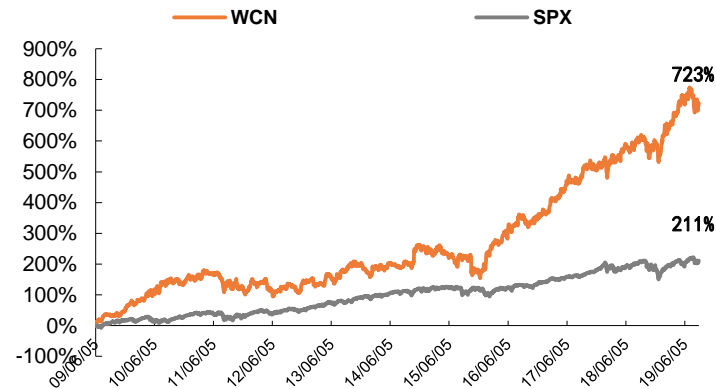
资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：起始日期为2008年1月1日

#### ◎ 国际固废巨头PE估值中枢在20倍左右



资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：PE超过100以及负值已剔除

#### ◎ WCN股价表现亮眼并显著跑赢指数



资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：WCN上市时间为2009年6月5日

## 五、对标国际可比公司，公司价值重估空间充足

### 4、中国天楹兼具稳健和成长优势，价值重估空间充足

◆ 预测公司2019-2021年归母净利润分别为7.30、10.49、13.92亿元，同比分别增长237.3%、43.6%、32.7%，对应PE分别为19.5、13.6、10.3。公司兼具国际固废公司财务稳健以及国内固废公司成长性好双重特点，有望借中国垃圾分类政策东风，依靠领先技术优势快速成长。参考国际可比固废公司以及国内固废公司估值，给予公司2020年20倍PE估值，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

#### ◎ 中国天楹盈利预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,612	1,847	16,181	18,574	20,967
YoY (%)	64.4	14.6	776.1	14.8	12.9
净利润(百万元)	222	216	730	1,049	1,392
YoY (%)	5.0	-2.6	237.3	43.6	32.7
毛利率 (%)	38.4	36.4	16.6	17.1	17.8
净利率 (%)	13.8	11.7	4.5	5.6	6.6
ROE (%)	7.4	6.7	8.1	10.1	11.6
EPS(摊薄/元)	0.09	0.09	0.30	0.43	0.57
P/E(倍)	64.2	65.9	19.5	13.6	10.3
P/B(倍)	4.7	4.4	1.4	1.2	1.1

资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：时间2019年9月18日

## 五、对标国际可比公司，公司价值重估空间充足

### ◎ 可比公司估值对比

名称	代码	股价	EPS				PE				PB
		2019/9/18	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
伟明环保	603568.SH	21.45	0.79	1.02	1.23	1.45	27.15	20.99	17.42	14.78	5.98
瀚蓝环境	600323.SH	18.13	1.14	1.20	1.45	1.69	15.87	15.06	12.52	10.72	2.26
绿色动力	601330.SH	13.14	0.23	0.34	0.51	0.70	55.94	38.18	25.70	18.68	4.93
旺能环境	002034.SZ	16.15	0.74	0.98	1.22	1.49	21.96	16.45	13.28	10.86	1.75
上海环境	601200.SH	11.95	0.63	0.62	0.77	0.92	18.89	19.34	15.53	12.97	1.77
平均							27.96	22.01	16.89	13.60	3.34
中国天楹	000035.SZ	5.85	0.09	0.30	0.43	0.57	65.90	19.54	13.60	10.25	1.46

资料来源：WIND、平安证券研究所 说明：可比公司全部采用万得一致预测



- 收购Urbaser，公司已跻身全球一流环境服务商行列
- 中国垃圾分类政策东风已起，环境服务行业的黄金赛道已在铺就
- 技术驱动是公司发展的核心基因，也是固废行业价值提振的核心动力
- 国内项目储备充足，Urbaser财务稳健现金充裕，支撑公司快速扩张
- 对标国际可比公司，公司价值重估空间充足
- 风险提示

## 五、风险提示

- ◆ **控股股东、实际控制人股权质押风险：**目前，上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人已质押股份数量占其合计持有上市公司股份总数的85.70%。若未来股票市场持续下行，可能存在其质押的股票被强制平仓的风险，从而可能对公司股权结构、日常经营产生影响。
- ◆ **国内外业务整合风险：**由于Urbaser业务版图遍及以欧美市场为主的全球多个国家和地区，整体经营规模的增长或将增加上市公司管理及运作难度，若与之相匹配及适应的管控制度和激励与约束机制无法及时建立，上市公司或将存在无法达到预期整合效果的风险。
- ◆ **项目建设进度低于预期风险：**Urbaser固废管理业务除遍布欧洲发达国家和地区外，也触及阿根廷、智利等美洲国家以及巴林、阿曼等中东国家。一方面，上述国家固废处理行业市场发展空间大，未来增长前景可期，但另一方面，上述国家的法律环境、政治波动、政府更替等政治风险，可能对当地项目进度产生影响。
- ◆ **汇率波动风险：**目前，公司超过80%的营收来自海外Urbaser，Urbaser一般以其经营所处的主要经济环境中的货币为其记账本位币和结算货币。由于各种货币汇率变动具有一定不确定性，汇率波动或将对Urbaser产生影响，进而对上市公司业绩产生影响。

## 附：盈利预测表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1792	12175	13327	15019
现金	532	3236	3529	3774
应收票据及应收账款	563	6250	6784	7929
其他应收款	27	175	197	240
预付账款	115	474	588	683
存货	114	729	810	912
其他流动资产	441	1310	1420	1480
<b>非流动资产</b>	7016	32948	35259	37484
长期投资	4	904	1024	1164
固定资产	1325	8876	9884	10948
无形资产	2914	11406	11856	12263
其他非流动资产	2774	11761	12495	13109
<b>资产总计</b>	8809	45122	48587	52503
<b>流动负债</b>	4174	21060	22995	25027
短期借款	705	8250	8675	8245
应付票据及应付账款	1996	7003	7318	8340
其他流动负债	1473	5807	7002	8442
<b>非流动负债</b>	1340	13505	13843	14181
长期借款	812	11849	12087	12325
其他非流动负债	528	1655	1756	1856
<b>负债合计</b>	5514	34565	36837	39208
少数股东权益	55	184	327	482
股本	1352	2439	2439	2439
资本公积	1682	6998	6998	6998
留存收益	1201	2060	3252	4798
归属母公司股东权益	3239	10373	11422	12813
<b>负债和股东权益</b>	8809	45122	48587	52503

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1847	16181	18574	20967
营业成本	1175	13498	15395	17224
营业税金及附加	39	210	223	252
营业费用	60	32	37	42
管理费用	186	809	892	964
研发费用	23	97	111	126
财务费用	125	666	663	693
资产减值损失	3	3	3	3
其他收益	50	100	110	120
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资净收益	-1	100	120	140
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	287	1067	1482	1924
营业外收入	8	10	12	14
营业外支出	2	3	4	5
<b>利润总额</b>	293	1074	1490	1933
所得税	71	215	298	387
<b>净利润</b>	222	859	1192	1546
少数股东损益	6	129	143	155
<b>归属母公司净利润</b>	216	730	1049	1392
EBITDA	575	2105	3025	3574
EPS (元)	0.09	0.30	0.43	0.57

## 附：盈利预测表

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	210	1922	2549	3184
净利润	222	859	1192	1546
折旧摊销	223	731	966	1070
财务费用	125	666	663	693
投资损失	1	-100	-120	-140
营运资金变动	-376	-190	-150	16
其他经营现金流	15	-44	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-619	-26574	-3155	-3154
资本支出	604	22938	2041	1934
长期投资	0	-900	0	-140
其他投资现金流	-16	-4536	-1115	-1360
<b>筹资活动现金流</b>	-475	22106	975	1145
短期借款	125	2295	500	500
长期借款	-373	11038	238	238
普通股增加	0	1087	0	0
资本公积增加	3	5316	0	0
其他筹资现金流	-230	2369	237	407
<b>现金净增加额</b>	-884	-2547	368	1175

主要财务比率				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	14.6	776.1	14.8	12.9
营业利润(%)	-1.0	272.2	38.9	29.8
归属于母公司净利润(%)	-2.6	237.3	43.6	32.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	36.4	16.6	17.1	17.8
净利率(%)	11.7	4.5	5.6	6.6
ROE(%)	6.7	8.1	10.1	11.6
ROIC(%)	4.2	3.1	4.4	5.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	62.6	76.6	75.8	74.7
净负债比率(%)	77.8	203.3	193.5	176.0
流动比率	0.4	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.6	0.4	0.4
应收账款周转率	4.1	4.8	2.9	2.9
应付账款周转率	0.8	3.0	2.2	2.2
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.30	0.43	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.79	1.05	1.31
每股净资产(最新摊薄)	1.33	4.25	4.68	5.25
<b>估值比率</b>				
P/E	65.9	19.5	13.6	10.3
P/B	4.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	29.4	17.1	12.3	10.7

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。