



Research and
Development Center

锐意进取，向国际顶尖环境服务商迈进

—— 中国天楹（000035.SZ）深度报告

2019年10月24日

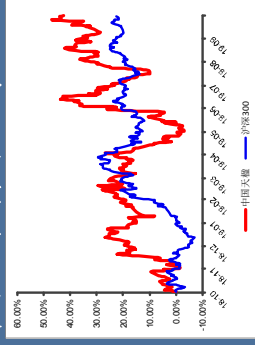
吴漪 行业分析师



吴漪 行业分析师
执业编号: S15000512110003
联系电话: +86 10833326720
邮箱: wuyj@cindasc.com

首次评级

中国天楹相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2019.10.23)

收盘价 (元)	6.26
52 周内股价波动区间(元)	4.28-6.50
最近一月涨跌幅 (%)	2.62
总股本(亿股)	25.2378
流通 A 股比例 (%)	50.76
总市值(亿元)	157.99

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

锐意进取, 向国际顶尖环境服务商迈进

2019年10月24日

本期内容提要:

- ◆ **产业链不断延伸, 生活垃圾处置行业保持高景气度。** 生活垃圾源头分类和收集转运市场开启千亿市场, 环卫行业市场化进程加快。垃圾焚烧发电行业 19-20 年提速, 新增投资过千亿; 准入壁垒提高, 低价竞争缓解; 运营集中度有较大提升空间, 补贴退坡, 标准趋严将重塑行业格局。
- ◆ **中国天楹已构建从垃圾分类到末端处理海内外全产业链。** 公司通过内生性增长和外延性扩张, 已构建垃圾分类-固废分选-智慧环卫-垃圾焚烧发电/资源循环利用全产业链。
- ◆ **核心装备和技术构建公司长远竞争力。** 公司引进欧洲机械炉排炉技术, 经过消化吸收, 研制出拥有多项发明专利的焚烧炉。公司近期研究方向为飞灰处置等离子熔融技术。
- ◆ **天楹+Urbaser “双品牌” 战略打造国际大型环保集团。** 国际化是驱动固废类环保企业成长为巨头的核心因素之一, 天楹与 Urbaser 在业务结构、市场分布和技术工艺等方面均存在互补性, 携手打造具有国际竞争力的大型环保企业集团。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年摊薄 EPS 分别为 0.28、0.42、0.52 元, 对应最新收盘价的 PE 分别为 22 倍、15 倍和 12 倍。中国天楹已构建从垃圾分类到末端处理海内外全产业链, 有望凭借固废全产业链先进技术和运营, 依托“现金牛”, 实现国内外市场的快速扩张。给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素:** 市场竞争加剧风险; 海外业务整合风险; 项目进展、业绩确认和回款不达预期; 汇率变动风险; 商誉减值风险; 控股股东、实际控制人的股权质押风险。

重要财务指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,611.81	1,846.88	18,565.54	21,590.06	23,193.40
增长率 YoY %	64.39%	14.58%	905.24%	16.29%	7.43%
归属母公司净利润(百万元)	222.27	216.49	702.38	1,059.98	1,299.94
增长率 YoY %	4.98%	-2.60%	224.44%	50.91%	22.64%
毛利率 %	38.41%	36.38%	16.30%	18.17%	18.91%
净资产收益率 ROE %	8.75%	6.92%	10.42%	9.80%	10.79%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.16	0.28	0.42	0.52
市盈率 P/E(倍)	38	39	22	15	12
市净率 P/B(倍)	2.80	2.61	1.54	1.39	1.24

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2019 年 10 月 23 日收盘价



目 录

产业链不断延伸，生活垃圾处置行业保持高景气度	1
垃圾分类收运和环卫行业进入快行道	1
垃圾焚烧发电短期新建加速，长期看运营	2
锐意进取，中国天楹向国际顶尖环境服务商迈进	7
构建从垃圾分类到末端处理海内外全产业链	7
前瞻性业务布局充分享受政策红利	9
打造核心装备和技术，构建企业长远竞争力	10
天楹+Urbaser“双品牌”战略打造国际大型环保集团	13
盈利预测及估值分析	18
盈利预测	18
估值分析及投资评级	19
风险因素	20

表 目 录

表 1: 2019 年 1-7 月垃圾焚烧发电新增项目梳理	3
表 2: 中国天楹发展历程	8
表 3: 固废处理行业国际可比公司盈利能力	10
表 4: Urbaser 可比公司估值	16
表 5: 中国天楹在建筹建垃圾焚烧发电项目一览	17
表 6: 中国天楹盈利预测假设	18
表 7: 中国天楹 FCFE 估值主要参数和敏感性分析	19
表 8: 中国天楹 A 股可比公司估值比较	19

图 目 录

图 1: 生活垃圾处置产业链上游和中游环节	1
图 2: 中国环卫龙头年化运营服务金额 (2018)	2
图 3: 2018 年环卫服务企业签约能力 TOP10 (亿元)	2
图 4: 2019-2020 年生活垃圾焚烧处理市场提速	2
图 5: 中国生活垃圾焚烧龙头产能 (2018)	5
图 6: 中国生活垃圾焚烧市场格局	5
图 7: 生活垃圾焚烧发电处理费回升 (单位: 元/吨)	6
图 8: 中国天楹股权结构(截至 2019 年 6 月 30 日)	8
图 9: 中国天楹 2015-2019H1 营业收入及变化情况	9
图 10: 中国天楹 2015-2019H1 归母净利润及变化情况	9
图 11: 中国天楹 2019H1 各业务营收占比	10
图 12: 中国天楹 2015-2019H1 毛利率及净利率变化情况	10
图 13: 垃圾焚烧发电成套设备	12
图 14: 垃圾分类与环卫设备	12
图 15: 餐厨垃圾处理成套设备	12
图 16: 垃圾收运车	12
图 17: Urbaser 固废管理全产业链业务版图	13
图 18: Urbaser 营收结构 (2017)	14
图 19: Urbaser 业务版图 (2017)	14
图 20: 中国天楹 2015-2018 应收账款+票据+其他应收/营收	15
图 21: 中国天楹 2015-2018 经营性净现金流/营业利润	15
图 22: 中国天楹 2015-2018 存货/总资产	16
图 23: 中国天楹 2015-2018 带息债务/全部资本投入	16



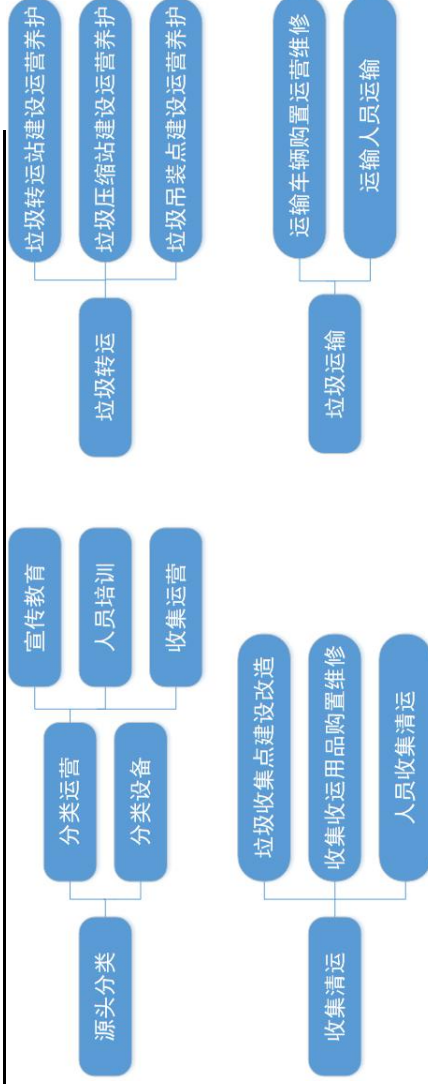
产业链不断延伸，生活垃圾处置行业保持高景气度

垃圾分类收运和环卫行业进入快行道

生活垃圾源头分类和收集转运市场开启千亿市场

生活垃圾处置产业链分为三个环节。上游为源头分类；中游为环卫，包括收集清运、中转和运输处理三个环节；下游为垃圾处置，包括焚烧、填埋、堆肥和回收利用。

图1：生活垃圾处置产业链上游和中游环节



资料来源：信达证券研发中心

虽然我国很早就提出了垃圾分类，但从实施力度看，2019年是垃圾分类的“元年”。2000年6月，住建部发布《关于公布生活垃圾分类收集试点城市的通知》，首次提出八个垃圾分类试点城市；2018年6月，习总书记对垃圾分类工作做出重要指示；2019年6月，发改委、生态环境部等九部门联合印发《住房和城乡建设部等部门关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，通知指出2019年起，在全国地级及以上城市全面启动垃圾分类工作，到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；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；2019年7月1日，上海迎来垃圾分类全面实施，成为我国第一个强制实行垃圾分类的城市。

在我们2019年9月26日发布的《生活垃圾何其多，运营空间细琢磨》专题报告中，我们预计到2025年，生活垃圾分类的运营市场规模将达到234亿元/年，生活垃圾收集转运的运营市场规模将达到943亿元/年。

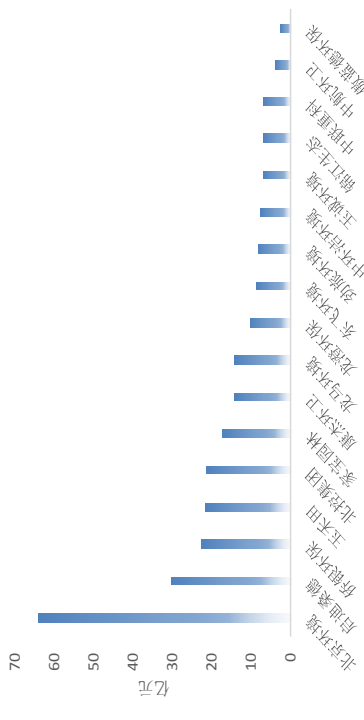
环卫行业市场化进程加快



中国环卫行业市场化进程处于加速中，新进入者众多，行业较为分散。根据 E20 环境平台统计，近三年来，参与环卫市场化项目争夺的环卫企业从 5000 家涨到了 10000 家，参与主体大幅扩增导致行业集中度未出现增长，CR10 维持在 20%左右。E20 统计的 2018 年前 10 家环卫龙头在手的年化运营服务金额为 225 亿元，以 20%集中度计算，则 2018 年环卫运营市场服务金额为 1100 亿元/年。环境司南数据显示，2018 年环卫运营项目合同总金额排名前五的公司分别为北京环境、启迪桑德、玉禾田、中联重科和中环洁。

根据环境司南数据，目前我国环卫服务类项目的内容涵盖“环卫服务、垃圾收运、水域保洁、垃圾分类、市容管理、餐厨垃圾(收运)、公厕管养、第三方监管、农村垃圾治理、智慧环卫、环卫 PPP、大件垃圾”等 12 个细分领域。生活垃圾收集和转运只是其中的一部分内容。根据我们 2019 年 9 月 26 日发布的《生活垃圾何其多，运营空间细琢磨》专题报告，**2025 年我国环卫市场的运营服务市场规模将达到 3500 亿元。**

图 2：中国环卫龙头年化运营服务金额（2018）



资料来源：E20 环境研究所，信达证券研发中心

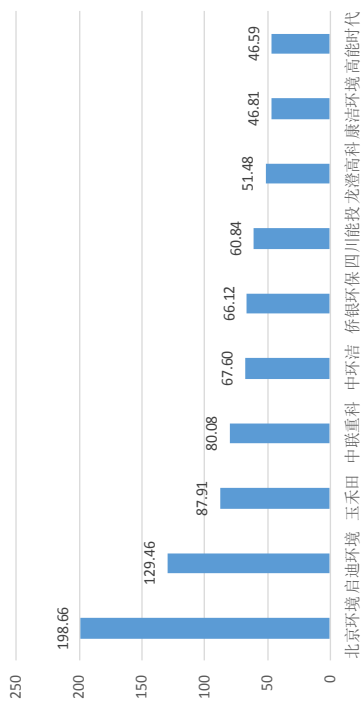
垃圾焚烧发电短期新建加速，长期看运营

垃圾焚烧发电行业 2019-2020 年提速，新增投资过千亿

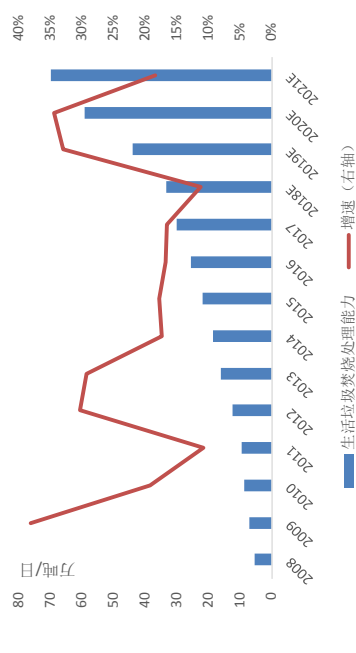
根据中国统计年鉴，2009-2013 年我国生活垃圾焚烧处理能力经历了“跑马圈地”的扩容高峰，年复合增速 25.2%；其后，2014-2018 年下了一个台阶，复合增速为 15.8%。

图 4：2019-2020 年生活垃圾焚烧处理市场提速

图 3：2018 年环卫服务企业签约能力 TOP10（亿元）



资料来源：环境司南，信达证券研发中心



资料来源：中国统计年鉴，信达证券研发中心预测

按照“十三五”规划测算，2019-2020年我国城镇生活垃圾焚烧发电处理能力年均市场增量约11-14万吨/日，年均增速超30%。

- 1) 根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设工程规划》，2015年全国城镇生活垃圾焚烧处理设施处理能力为23.52万吨/日，到2020年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到59.14万吨/日，占无害化处理总能力50%以上，其中东部地区占60%以上。
- 2) 《2018年中国生态环境状况公报》显示，截至2018年底我国城市生活垃圾无害化处理能力达到72万吨/日，无害化处理率达98.2%。根据中国统计年鉴数据，2017年底焚烧无害化处理能力29.81万吨/日，焚烧占无害化处理能力的43.84%。以2018年底垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力45-47%计算，2018年底我国生活垃圾焚烧处理能力在32.4-33.8万吨/日。
- 3) 根据中国统计年鉴，2014-2018年我国生活垃圾焚烧处理能力的年复合增速15.8%，为达到2020年底规划目标，2019-2020年我国垃圾焚烧发电尚有23.1-26.7万吨/日的市场增长空间，年均增量约11-14万吨/日，年均复合增速33.6%。

从实际项目释放来看，2019-2020年我国垃圾发电增量符合预期，完成规划是大概率事件。按垃圾发电新中标项目6个月筹备期和18个月建设期计算，2018-2019年的新中标项目将在2019-2020年处于集中建设期。根据中国固废网不完全统计数据，2018年我国垃圾焚烧发电新中标、签约的项目数量超过100个，新增垃圾处理规模约11.25万吨/日，预计总投资逾600亿元。2019年行业新增项目释放继续加速。我们细致梳理了2019年1-7月预中标、中标和签约的国内垃圾焚烧发电项目至少78个，新增垃圾焚烧总处理规模达9.88万吨/日，预计总投资超过470亿元；其中新增近期处理规模6.32万吨/日。2019年全年新增的项目数量和规模要大于2018年。

表1: 2019年1-7月垃圾焚烧发电新增项目梳理

省份	项目数量	市 县级市/县/区	总规模 (吨/日)	总投资 (亿元)	一期规模 (吨/日)	一期规模≥1200吨/日的项目数量
----	------	-----------	-----------	----------	------------	-------------------



福建	1	0	1	600	2.51	300	2
江苏	2	1	1	4200	20.64	3600	2
山东	4	3	1	2650	14.37	2250	0
浙江	7	1	6	6900	39.09	5500	3
广西	2	2	0	2400	11.69	1400	2
广东	3	1	2	2600	12.41	1900	0
海南	1	1	0	1200	5.19	800	1
河北	12	2	10	13800	43.37	9800	6
吉林	2	2	0	1000	3	1000	0
辽宁	4	4	0	6150	30.45	5650	4
黑龙江	3	3	0	3450	29.94	3450	1
				13100	84.76		
湖北	4	4	0	7200	39.7	4600	3
湖南	4	2	2	3750	19.52	3100	0
江西	4	1	3	2900	15.8	2500	1
河南	16	6	10	21450	76.79	13600	11
山西	1	1	0	1200	6.48	800	1
云南	4	3	1	2800	12.87	1800	0
重庆	1	0	1	1050	4	700	0
贵州	1	0	1	400	2.4	400	0
国内合计	77	37	39	98800	474.98	63150	
国内运营商在海外	2			约 5400		约 5400	2

资料来源：中国固废网，北极星环保网，信达证券研发中心整理

从分布区域看，河北、河南两省的新增项目突出。2019年1-7月河北河南共释放出28个项目合计规模3.53万吨，占项目总数1/3左右。这主要因为河南、河北省近期的政策推动力度大。2018年11月，《河南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018-2030年)》发布，规划2020年前计划开工建设项目53个，合计处理能力5.1万吨/日、装机容量约100万千瓦。2019年6月，《河北省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018-2030年)》发布，规划2020年前要建成垃圾焚烧发电项目65项，新增垃圾焚烧处理能力5.95万吨/日，设城市全部建成垃圾焚烧发电项目，实现城区原生垃圾零填埋。

从项目规模来看，半数以上项目集中在县域，特大型(≥2000吨/日)和I类(1200-2000吨/日)项目主要出现在垃圾发电起步较晚的新兴省份。总处理规模≥1200万吨/日的项目数量37个，占比项目总量的48%，且分布在河南、河北、辽宁、湖北等省份，



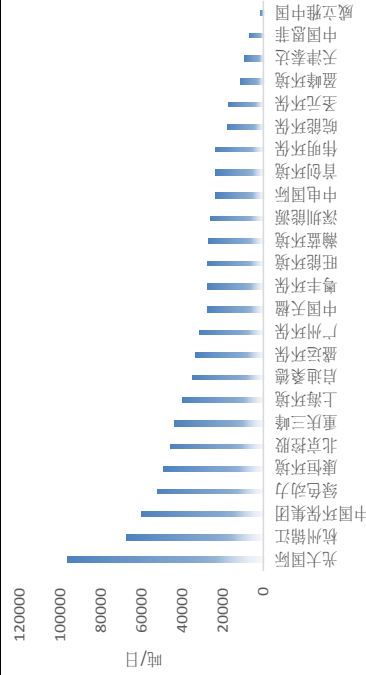
传统江浙市场放出的大中型项目减少。究其原因，一方面，我国大中型城市的垃圾焚烧市场接近饱和，项目逐渐下沉至县域；另一方面，随着县域人口增多，垃圾处理压力凸显，再加上美丽乡村建设等政策的倾斜，小规模县域垃圾焚烧项目在加速释放。

运营集中度有较大提升空间，补贴退坡、标准趋严将重塑行业格局

我国生活垃圾焚烧新增投资和建设市场增速将放缓。根据 Wind 数据，2017 年我国城市生活垃圾无害化焚烧量为 0.85 亿吨，占城市生活垃圾清运量的 39%。根据我们 2019 年 9 月 26 日发布的《生活垃圾何其多，运营空间细琢磨》专题报告，我们预测 2035 年我国生活垃圾焚烧处置量为 3.29 亿吨，占比垃圾清运量的 60%；**2020-2035 年垃圾焚烧新增投资和建设市场空间约为 809.2 亿元**，相比 2015-2020 年垃圾焚烧发电设施 1141 亿元的规划投资额，新建项目市场增速明显放缓。

垃圾发电行业运营空间广阔。我们在专题报告中预测，**2035 年垃圾焚烧发电项目的运营空间大约 739 亿元/年**，较 2020 年新增 301 亿元/年。

图 5：中国生活垃圾焚烧龙头产能（2018）

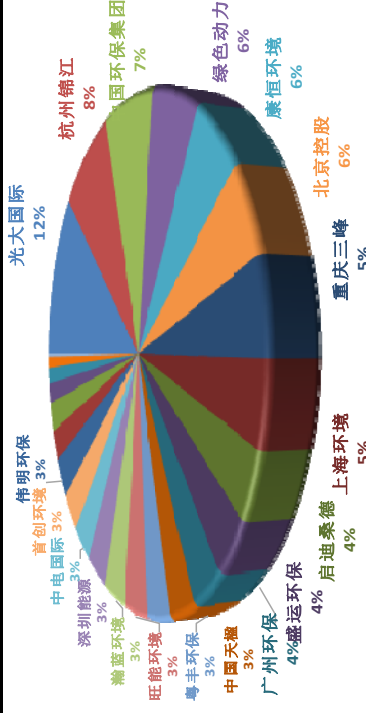


资料来源：E20 环境研究所，上市公司年报，信达证券研发中心

从市占率可以看到，我国垃圾焚烧发电市场集中度不高，除光大国际市占率超过 10%，其他公司市占率都在个位数且相差不大。但是排名前十的公司市占率已达到 63%，排名 20 位的公司其焚烧项目总规模也达到了 18000 吨/日，新进入者已经很难对行业格局产生影响。龙头固废环保公司中，光大国际、绿色动力、粤丰环保、中电国际在港股上市；上海环境、启迪桑德、中国天楹、旺能环境、瀚蓝环境、首创环境、盈峰环境、泰达环保、绿色动力在 A 股上市；重庆三峰、圣元环保拟分别上市主板和创业板；康恒环境 2018 年拟借壳上市但中止；中国环保集团、北京控股、广州环保投资、皖能环保发电为央企或国企的子公司，未上市；盛运环保存在重大违法强制退市的风险，瀚蓝环境等环保公司已承接部分项目。

由于垃圾焚烧发电项目普遍采用 BOT/BOO/TOT 等特许经营模式，期限一般长达 25-30 年，因此在项目公司不转让特许经营

图 6：中国生活垃圾焚烧市场格局



资料来源：E20 环境研究所，各上市公司年报，信达证券研发中心



权的情况下，运营市场的格局基本定型。然而，我们认为，未来垃圾焚烧发电市场的运营格局并非如此稳定，行业格局转变的主要影响因素将是电价补贴退坡以及技术路径改变。

作为可再生能源补贴的一种，0.65元/kwh的垃圾发电补贴电价如果取消，将对行业生态带来巨大改变。2012年以来垃圾发电补贴电价、处理费的政策实施带动了行业迅猛发展，成为环保行业中为数不多的成功的市场化细分领域。对于垃圾发电项目，如果它的发电效率和项目所在地燃煤电价都较高，电价补贴完全取消后，营收和利润下滑有限；如果项目的发电效率偏低、所在地燃煤电价也较低，项目将失去经济性。

垃圾燃烧技术主要有层状燃烧、流化床燃烧和旋转燃烧三类技术，与之相应的焚烧炉为机械炉排炉、流化床炉和回转窑式炉。国内垃圾发电行业主要使用的技术包括机械炉排炉技术以及循环流化床技术。垃圾焚烧产业链整体环保标准的提高，对产业的技术路径有很大的影响。

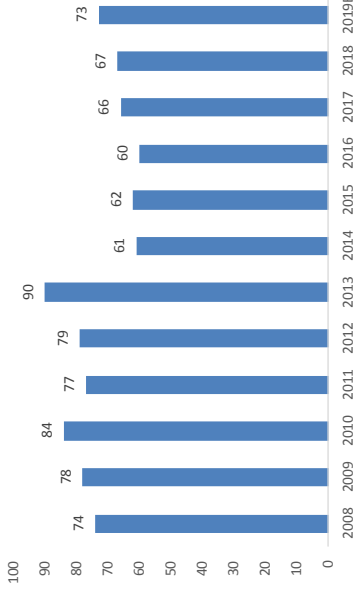
不管是垃圾发电补贴退坡还是环保标准趋严带来技术路径的改变，掌握核心区域发电资产、先进环保技术、精细化运营管理经验的固废公司都将在政策变化带来的震荡中对行业格局进行重塑。

准入壁垒提高，低价竞争缓解

近年来垃圾焚烧发电的标准不断严格，行业的准入壁垒提高。2014年5月原环保部新修订的《生活垃圾焚烧污染控制标准》，将二恶英等多项排放物的指标向欧盟标准看齐。2017年4月，生态环境部印发《关于生活垃圾焚烧厂安装污染物排放自动监控装备和联网有关事项的通知》，要求全国所有投运的垃圾焚烧发电厂要安装自动监测设备，在厂区门口竖立电子显示屏公布数据，与生态环境部门联网。2018年3月生态环境部印发《生活垃圾焚烧发电建设项目环境准入条件(试行)》，进一步规范生活垃圾焚烧发电建设项目环境管理。

垃圾焚烧处理费平均水平回升，低价竞争得到一定缓解。根据中国固废网数据，2008-2018年，垃圾焚烧平均价格在60-90元之间，最高为2013年的90元/吨，最低为2016年的60元/吨。2014-2016年，垃圾发电行业处于跑马圈地期，出现了恶性低价竞争，由此带来了项目建设、运营、排放多方隐患。随着2016年开始的大规模环保督查，大批不达标的垃圾发电项目被整改，垃圾发电处理费逐步走出低价中标，回归理性价格。2018年垃圾焚烧价格均值已经回复到67元/吨。我们统计的2019年1-7月63个新增项目垃圾处理费均值73元/吨，出现明显回升，这种回升是在县级项目占比较大的背景下实现的，难能可贵。

图7：生活垃圾焚烧发电处理费回升（单位：元/吨）



资料来源：中国固废网，信达证券研发中心

锐意进取，中国天楹向国际顶尖环境服务商迈进

构建从垃圾分类到末端处理海内外全产业链

中国天楹成立于 2006 年，2014 年借壳中科健上市，股票代码为 000035.SZ。公司致力于在城市固废管理从前端到末端的全产业链领域精耕细作，成为国际一流的城市环境综合服务运营商。目前公司已构建垃圾分类-固废分选-智慧城乡环卫-垃圾焚烧发电/资源循环利用/危险废物安全处置全产业链，并集投资建设、设计咨询、技术研发、装备制造和运营维护于一体。

2019 年 1 月中国天楹通过重大资产重组收购西班牙固废处理服务商 Urbaser 100%股权，产业发展的国际化征程加速。Urbaser 公司主营智慧环卫、市政和工业固废处理，是西班牙最大的垃圾收运与垃圾处理运营服务公司，业务遍布欧美十多个国家，具有稳定的盈利能力和优异的现金流表现。Urbaser 在垃圾收运和垃圾处理方面有丰富的项目运营经验和成熟的管理团队，天楹将借助 Urbaser 的技术、经验和渠道，深入完善固体废弃物处理全产业链，在中国全面推行垃圾分类和无废城市建设的大潮中抢得先机。

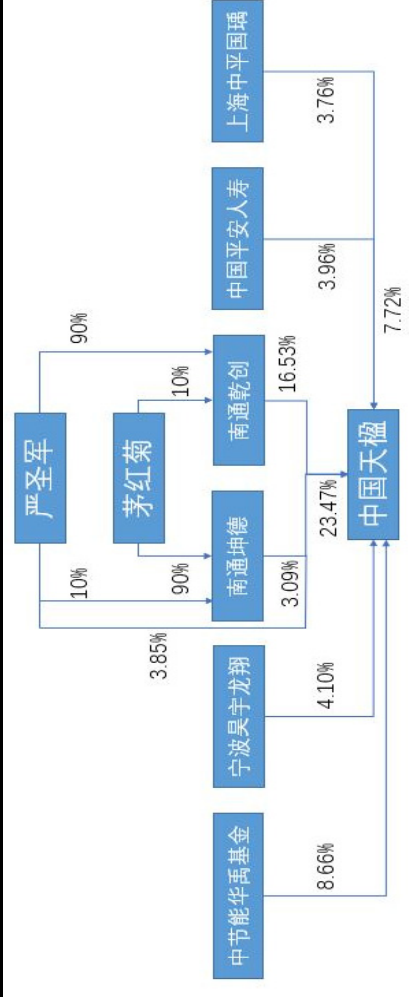
经过十几年的快速发展，中国天楹已经构建了从垃圾分类到末端处理海内外全产业链，全球固废管理行业龙头初具雏形。截至 2019 年 6 月，截至 2019 年 6 月，公司业务范围涉及欧洲、美洲、亚洲、非洲等 31 个国家和地区，运营项目达 2000 多个，其中垃圾处理项目 400 多个，年垃圾处理能力达 3000 万吨。根据我们 2019 年 9 月 26 日发布的《生活垃圾何其多，运营空间细琢磨》专题报告，全球 2016 年产生垃圾 20.1 亿吨，垃圾处理比例 67%，即年处理垃圾量达到 13.5 亿吨。目前天楹的垃圾处理产能占比全球 2.2%，已经具备了全球固废龙头的处理产能。全球固废龙头美国废物处理公司 2017 年垃圾处理量分别为 1.13 亿吨；威立雅环境集团 2018 年来垃圾处置利用量为 3000 万吨。

表 2: 中国天楹发展历程

时间	事件
2006	前身启东市天楹环保有限责任公司成立, 主营垃圾焚烧发电运营及相关设备研发、生产、销售
2014	公司借壳中科健上市
2015	公司收购深圳大贸环保实现外延扩张; 买断比利时 WATERLEAU 公司 Energize®垃圾转化能源技术; 参与德国 EEW 项目并进入最后一轮, 积累了国际化道路的宝贵经验; 成立海外事业部负责开拓国际市场
2016	公司成功切入分类收运及环卫一体化市场; 公司参与投资设立的中节能华禹(镇江)绿色产业并购投资基金完成对西班牙 Urbaser 公司 100% 股权的收购。
2017	公司制定打造固废处理全产业链平台的发展战略, 4 款机械式垃圾桶已进行大批量生产, 为垃圾分类业务奠定坚实的基础; 获批江苏省博士后创新实践基地, 被评为国家知识产权优势企业、江苏省重点研发机构优秀企业荣誉称号。
2018	公司被列为江苏省三家标准化试点单位之一, 制定《生活垃圾焚烧飞灰熔融玻璃化处置技术规范》企业标准升级为江苏省标准; 被中国国家知识产权局认定为国家知识产权示范企业, 并获得了工信部颁发的两化融合管理体系证书
2019	完成重大资产重组事项, 通过发行股份及支付现金收购江苏德展 100% 股权, 间接收购了城市环境及垃圾处理领域的世界翘楚 Urbaser 公司 100% 的股权

资料来源: 公司官网, 公司公告, 信达证券研发中心整理

截至 2019 年 10 月 23 日, 公司注册资本为 25.2 亿元, 控股股东和实际控制人为严圣军。截至 2019 年 6 月 30 日, 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 8: 中国天楹股权结构(截至 2019 年 6 月 30 日)


资料来源: 公司 2019 年年报, 信达证券研发中心整理



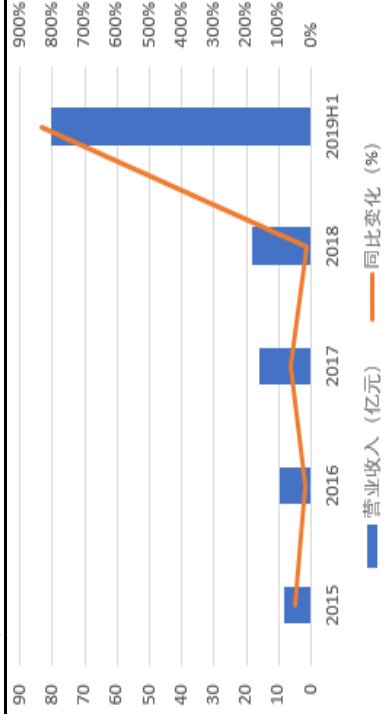
前瞻性业务布局充分享受政策红利

中国天楹锐意进取，通过内生性拓展和外延性并购，其产业链条从垃圾焚烧发电扩展到垃圾分类和环卫领域，其区域布局从中国延伸到东南亚和欧洲。2018年公司实现营业收入18.47亿元，其中垃圾焚烧发电、环保工程设备、城市环境服务分别占比38.89%、41.12%、19.66%。2019年上半年，公司实现营业收入80亿元人民币，其中城市环境服务、垃圾处理、水处理业务、工业废弃物处理、环保设备及其他分别占比51.22%、33.76%、2.04%、5.56%、7.41%；国内、国外营收占比分别为9.58%、90.22%。

中国天楹抓住末端焚烧从高速增长向高质量增长的转换，以及前端分类和清运的爆发性增长机遇，充分享受国内政策红利。公司的产业布局具有前瞻性，踏烧处理节奏。中国垃圾焚烧发电市场规模从2011年开始提速，经历了“十二五”期间较为粗放型的高速增长后，焚烧处理率于2015年底达到31%，其中东部地区达到48%。随着一系列新的垃圾焚烧控制标准和监测标准出台，“十三五”期间垃圾焚烧发电行业进入了新一轮发展，在污染控制和运营管理不断规范下，末端焚烧处理市场年均增速仍超过20%。末端处理外，前端的垃圾分类和清运也进入资本视野，2016年垃圾清运市场化进程开始加速，2018年垃圾分类开始试点并于2019年于全国全面推行。

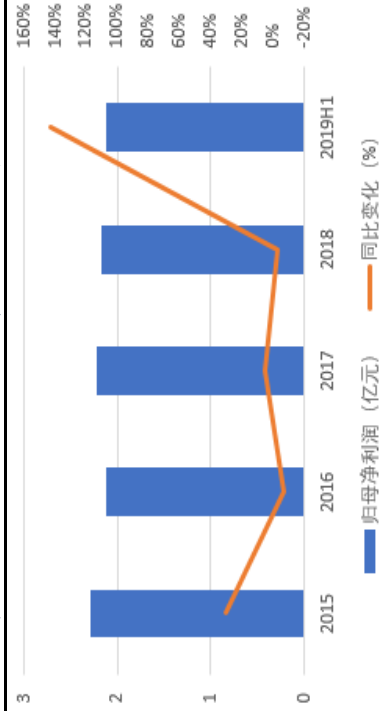
由于业务结构发生大幅变化，收购 Urbaser 后公司毛利率和净利率下滑。2018年，公司销售毛利率为36.38%；销售净利率为12.04%。2019年1-6月，公司销售毛利率为14.66%，销售净利率为3.27%。从可比国际固废公司2018年盈利能力来看，公司的净利率水平比威立雅、苏伊士、法国赛池环境等环卫业务占比较大的公司要高。

图 9：中国天楹 2015-2019H1 营业收入及变化情况

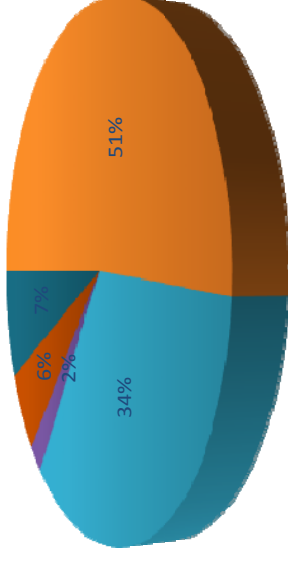


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：中国天楹 2015-2019H1 归母净利润及变化情况

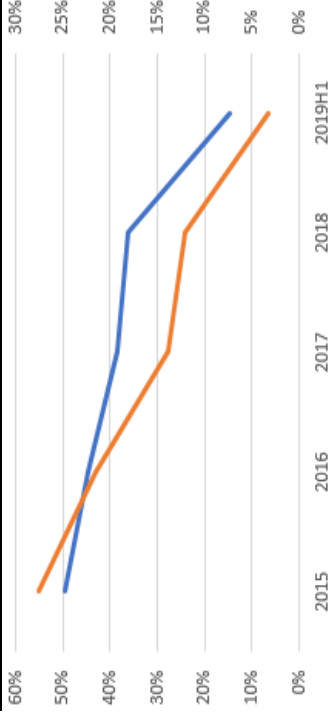


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：中国天楹 2019H1 各业务营收占比


■ 城市环境服务 ■ 垃圾处理 ■ 水处理 ■ 工业废弃物处理 ■ 环保设备及其他

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：中国天楹 2015-2019H1 毛利率及净利率变化情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：固废处理行业国际可比公司盈利能力

公司	收入 (人民币亿元)	毛利率 (%)	普通股净利率 (%)	ROE (%)
威立雅环境	2033	16.36	1.70	6.52
苏伊士环境集团	1238		1.93	6.88
美国废物管理	1024	31.39	0.97	
共和废品处理	689	38.75	10.32	13.05
Waste Connections	338	41.79	11.11	8.60
Clean Harbors	227	30.14	1.99	5.57
中国光大国际	240	34.64	15.86	15.29
北控水务集团	221	35.68	18.18	19.33
卡万塔控股	128	29.28	8.14	33.26
法国赛驰环境公司	46		2.66	6.29
法国 Pizzorno 公司	18		-0.17	-0.55

资料来源：彭博，公司公告，信达证券研发中心，注：数据为 2018 财年。

打造核心装备和技术，构建企业长远竞争力

中国天楹引进了在欧洲广泛应用的水平往复式机械炉排炉制造技术，经过消化吸收，研制出成本低、运行安全稳定并适应中国垃圾特性的新型高效垃圾焚烧炉排炉，获得多项发明专利。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。公司联合中国科学院工程研究所建立了江苏省废弃物焚烧发电及装备制造工程技术研究中心，



对国外技术进行消化吸收，针对中国城市生活垃圾高水分、高灰分、低热值、不易分拣等特点，研制出成本低、运行安全稳定的可靠并适应中国垃圾特性的新型高效垃圾焚烧炉排炉，获得多项发明专利。近两年公司的垃圾焚烧炉除运用到自身的项目中，还外销给兴蓉环境、圣元环保等国内知名的垃圾发电运营公司。

公司拥有智能化的新型环保成套装备制造总装基地。 厂房占地 40000 m²，拥有从零件加工到成品装配、调试的制造、检测设备近百台套，配备了工业机器人焊接系统、MES 系统和全自动化加工中心。公司主要产品包括：

垃圾焚烧发电成套设备：可生产制造单台处理量为 250t-850t 的生活垃圾焚烧处理成套设备，并提供垃圾焚烧发电从设计、制造、安装、调试、运营、移交、项目咨询到人员培训的整体解决方案。

餐厨垃圾处理成套设备：提供生活垃圾焚烧协同处理、厌氧发酵等多种餐厨垃圾处理工艺的成套设备。

垃圾分类设备/垃圾收运车：生产制造智能分类设备、收运清扫车辆装备、转运站设备等。公司旗下的 GeesinkNorba 是欧洲的垃圾收运车制造商，可制造移动式压缩转运装备、后装式垃圾收运车产品。

渗沥液处理设备：垃圾渗滤液经预制前处理后，依次通过 UASB、A/O、超滤、纳滤反渗透系统。UASB 系统采用自主设计的三相分离器，气、液、固分离效果好；COD 降解率可达 80%以上；A/O 系统实现前置反硝化，采用高效硝化和反硝化菌种，对于高氨氮的渗滤液处理效果显著，生化出水总氮量低于 40mg/L；膜处理系统进一步截留污水中剩余的难降解物质，RO 出水可达到生活垃圾填埋场污染控制标准（GB 16889-2008）。

污泥处理设备：太阳能污泥干化工艺设备可降低污泥含水率，以便干化后的污泥通过进料装置与生活垃圾一同入炉焚烧。

危废处理设备：生产等离子体气化熔融工艺处理危废的主体设备，研制出了大功率等离子体炬，功率等级覆盖 10KW 到 300KW。

臭气处理设备：制备化学洗涤除臭、植物提取液喷淋等组合设备，在除臭装置内进行吸收反应，彻底去除臭气。



图 13: 垃圾焚烧发电成套设备



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 15: 餐厨垃圾处理成套设备



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 14: 垃圾分类与环卫设备



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 16: 垃圾收运车



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司技术研发中心长期致力于垃圾焚烧发电整体解决方案的研究。公司拥有高新技术创新团队, 十余人获得中国国家科技部创新创业人才、双创人才、“333”人才培养工程培养对象、江苏省有突出贡献中青年专家等荣誉, 建立了 1 个博士后流动站, 4 个技术中心, 5 个创新实验室。截至 2019 年 5 月, 中国天楹及下属全资子公司已拥有中国授权专利 445 项, 发明专利授权 25 项, 发明专利进入实审 80 项, 实用新型专利授权 406 项。公司的创新成果获得包括中国的国家机械工业科技进步奖、江苏省科技进步奖、江苏机械工业科技进步奖、江苏省专利优秀奖; 西班牙加泰罗尼亚自治区政府的智能移动性 EEST 奖、加泰罗尼亚生态设计奖; ISWA 国家协会 Ategrus 的辛勤研发首创新性生物能源白金奖、最佳创新奖等多个奖项。

公司的焚烧发电项目采用更高标准、更低排放的“蓝色焚烧”设计运营理念, 如烟气的低标准排放、高效利用、数字化透明运营、环境绿色近邻等, 积极应对垃圾焚烧处理需求的快速增长和“邻避现象”的现实矛盾。公司是生活垃圾焚烧设施建造



工艺“鲁班奖”的获得者，在烟气净化、飞灰稳定化、渗滤液处理等技术上有着丰富经验。

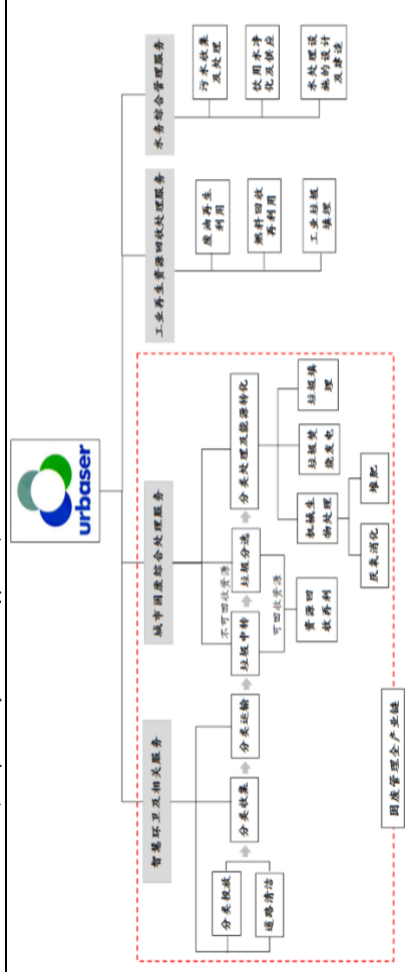
飞灰处置是公司近期的主要研究方向，体现了公司在核心技术上的竞争力。2016年新修订的《国家危险废物名录》明确将飞灰列为编号HW18 危废，而关于飞灰的减量化、无害化处置，我国主要采用固定稳定化技术，但是存在整合物长期稳定性不确定以及占地面积大的问题。目前我国对于飞灰处置尚缺乏统一的标准和成熟的技术，正在探索的技术路径包括水泥窑协同处置、烧结和等离子体熔融等。公司致力于等离子体等飞灰处置的无害化、减量化和资源化，是业内飞灰处置高标准的倡导者和领军人。公司开发的等离子体飞灰熔融工艺，能够实现飞灰处理的无害化、减量化和资源化，是业内飞灰处置高标准的倡导者和领军人。

天楹+Urbaser “双品牌” 战略打造国际大型环保集团

收购 Urbaser 引入固废全产业链先进技术和管

Urbaser 依托自身横跨固废管理全产业链的综合技术工艺及运营管理优势，为市政机构和企业客户提供“一体化城市环境综合管理服务”，形成以覆盖“垃圾分类投放、道路清洁、垃圾中转、垃圾分选、垃圾分选、垃圾分选、垃圾分类处理及能源转化”等城市固废管理全产业链为主的全球综合业务版图。Urbaser 在 27 个国家共拥有 128 个固废处理设施，2017 年处理市政垃圾 1780 万吨，产生电力 1592GWh。Urbaser 的两大业务为智慧环卫服务和城市固废综合处理服务，其近年来在稳步发展西班牙、法国等成熟市场固废管理业务基础上，也在阿根廷、智利、巴林、阿曼、墨西哥等多个新兴国家成功卡位。

图 17: Urbaser 固废管理全产业链业务版图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理



图 18: Urbaser 营收结构 (2017)

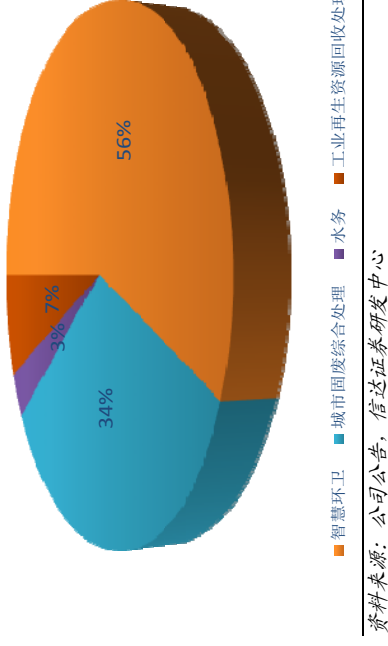
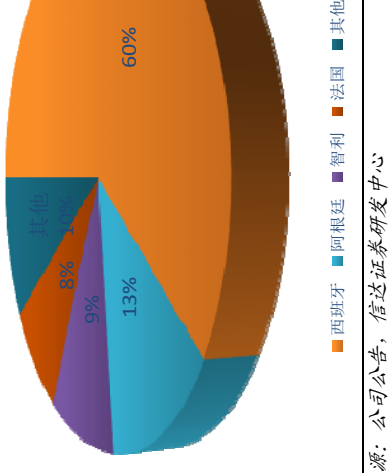


图 19: Urbaser 业务版图 (2017)



Urbaser 深耕城市固废处理 27 载, 掌握并运用了先进、成熟的废物处理全产业链技术和工艺, 包括垃圾收集技术、垃圾分类和预处理技术、垃圾焚烧发电技术、堆肥技术、干型/湿型厌氧消化技术、垃圾填埋技术、垃圾渗滤液处理技术、污水/供水处理技术、油再生技术和燃料回收处理技术等。尤其是在智慧环卫领域, Urbaser 实现了垃圾收运管理的智能化、自动化, 垃圾分选的高精度、高效率, 成功研发并运用国际领先的“智慧环卫”整体解决方案, 依托物联网、互联网和云计算等最新技术, 对城市环卫全过程实时监控、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。

国际化是驱动固废类环保企业成长为巨头的核心因素之一。全球固废管理知名企业主要集中于以美国、法国、西班牙为代表的欧美发达国家, 从美国最大垃圾处理企业 Waste Management 公司、法国综合运营服务商威立雅集团和苏伊士集团为代表的国际环保巨头发展历程来看, 依靠内生发展和外延并购实现全球化布局是环保企业实现跨越式发展的关键举措。

天楹和 Urbaser 发挥协同效应, 打造具有国际竞争力的大型环保企业集团。天楹与 Urbaser 在业务结构、市场分布和技术工艺等方面均存在互补性。业务结构和技术工艺上, 借助 Urbaser 领先的智慧环卫、垃圾分选、机械生物处理、厌氧发酵、垃圾填埋、工业资源再生处理等业务技术优势, 天楹将有效拓展产业链, 实现业务多样化, Urbaser 亦可依托上市公司垃圾焚烧发电的核心技术和运营优势, 进一步提升固废综合处理能力。市场分布上, 天楹将获得 Urbaser 遍布全球的长期政府特许经营业务, 业务布局顺利进入欧洲和美洲市场, Urbaser 亦可顺利进军亚洲及周边市场。2019 年上半年, 中国天楹实现营业收入 80 亿元人民币, 较上年同期增长 832%; 其中欧洲地区营业收入约为 58 亿元人民币, 美洲地区约 13 亿元人民币, 占总收入比约 90%。

收购 Urbaser 变身“现金牛”提升公司价值

收购 Urbaser 之前天楹的现金流情况在同行业中较好。从事工程施工和设备销售的环保企业, 其投入资本往往沉淀在存货和

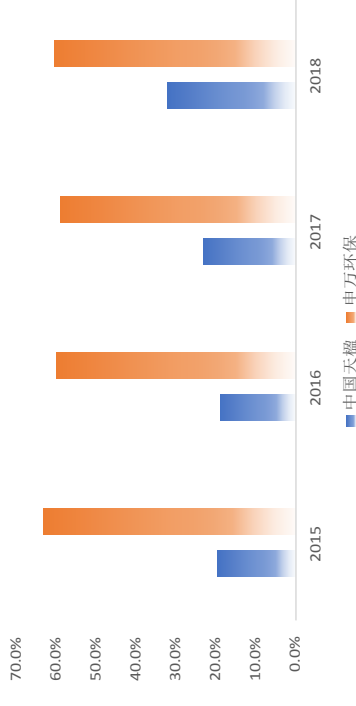


应收账款里，而公司的运营属性较强，在环保公司中现金流较好。2015-2018 年公司的应收账款+应收票据+其他应收款占营业收入的比例分别为 19.4%、18.8%、23.2%、32.0%，而同期申万环保工程板块的均值分别为 63.0%、59.7%、58.9%、60.5%。2015-2018 年公司的存货占总资产的比例分别为 1.6%、1.7%、1.6%、1.3%，而同期申万环保工程板块的均值分别为 10.1%、11.3%、10.8%、11.4%。2015-2018 年公司的无形资产（主要是运营的 BOT 项目）占总资产的比例分别为 40.9%、29.1%、26.6%、32.2%，而同期申万环保工程板块的均值分别为 10.5%、10.9%、11.7%、12.5%。

公司利润转化为经营性净现金流的比例较高，体现了良好的现金流管控能力。2015-2018 年公司经营性净现金流均为正，经营性净现金流占比营业利润分别为 65.3%、115.8%、12.1%、73.2%，而同期申万环保工程板块该比例的算数年均值分别为 -76.0%、82.4%、-5.2%、-30.7%。

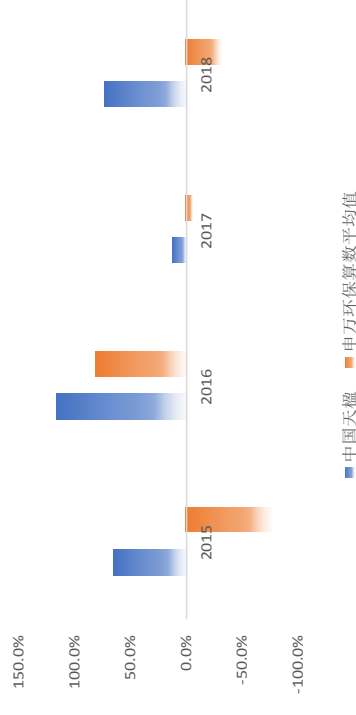
公司带息债务/全部资本投入高于行业平均水平，但差距在缩小。2015-2018 年公司带息债务/全部投入资本分别为 48.3%、54.7%、47.6%、44.4%，而同期申万环保工程板块的均值分别为 35.6%、34.8%、38.9%、40.3%。

图 20: 中国天楹 2015-2018 应收账款+票据+其他应收/营收



资料来源：万得，信达证券研发中心

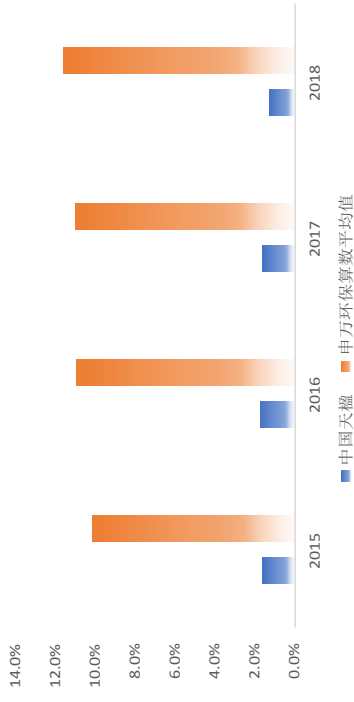
图 21: 中国天楹 2015-2018 经营性净现金流/营业利润



资料来源：万得，信达证券研发中心

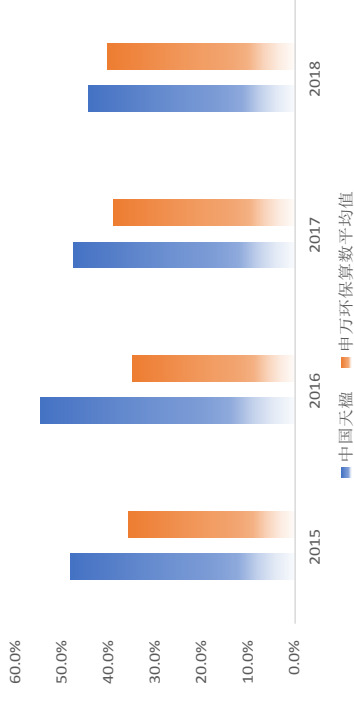


图 22: 中国天楹 2015-2018 存货/总资产



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 中国天楹 2015-2018 带息债务/全部资本投入



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

中国天楹收购 Urbaser 价格合理。我们选取了 12 家以固废为主业的全球主要环境服务商作为可比公司, 目前 12 家可比公司的市盈率 (PE) 均值为 26, 企业价值倍数 (EV/EBITDA) 平均值是 12.7。收购报告中, 以 2017 年 12 月 31 日为基准日, 按 2018 年承诺净利润计算的 Urbaser 市盈率是 22.87 倍, 企业价值倍数是 8.03。

表 4: Urbaser 可比公司估值

代码	公司名称	PE (LYR)	EV/EBITDA
VIE.PA	威立雅环境	29.5	
ENGI.PA	法国苏伊士集团	35.3	
WM.N	美国废物管理	25.0	13.90
RSGN	共和废品处理	26.8	12.43
WCN.N	WASTE CONNECTIONS	44.4	18.42
CLH.N	CLEAN HARBORS	65.4	11.67
0257.HK	中国光大国际	8.5	8.42
0371.HK	北控水务集团	9.3	12.17
CVA.N	卡万塔控股	13.2	12.02
SCHP.PA	SECHE ENVIRONNEMENT	19.7	
GPE.PA	GPE GROUPE PIZZORNO	6.2	
LAT1V.FIN	LASSILA & TIKANOJA OYJ	29.1	
平均值		26	12.7
Urbaser		22.87	8.03

资料来源: 彭博, 公司公告, 信达证券研发中心. Urbaser EPS 为 17 年, 其他公司 EPS 为 18 年. 股价取 10/23 日



收购 Urbaser 带来大量现金流，保障快速扩张。作为轻资产的运营服务环保公司，Urbaser 现金流充沛，2015-2018 年的经营性现金流净额分别为 13.71、16.07、19.30、21.92 亿元。收购 Urbaser 后，2019 年上半年中国天楹经营活动现金净流量为 7.82 亿元，同比增加 820%。目前公司在建、筹建项目众多，充沛的现金流有利于公司快速扩张。

表 5：中国天楹在建筹建垃圾焚烧发电项目一览

项目名称	项目总投资 (亿元)	处理规模 (吨/日)	垃圾处置费 (元/吨)	预计投入运营
新建项目				
扬州天楹环保能源有限公司 (江都项目)	3.2	700	85	2020.4
河内天禹环保能源股份有限公司 (河内项目)	20.08	4000	21 美元/吨	2020.10
南通天楹环保能源有限公司 (通州湾项目)	6.9	1200		2020.10
蒲城天楹环保能源有限公司 (蒲城项目)	3.61	1000	65.5	2020.11
重庆市铜梁区天楹环保能源有限公司 (铜梁项目)	4.8	1200	68	2020.12
平邑天楹环保能源有限公司 (平邑项目)	3.1	600	50	2020.12
长春九台区天楹环保能源有限公司 (九台项目)	4.8	1200	55	2020.12
固原市循环经济产业园 (垃圾焚烧发电部分)	5.16	1050	69	2020.12
华楹私人有限公司 (新加坡大士项目)	2.41	300	不低于 55 新币/吨	2021.03
清化天禹环保能源有限公司 (清化项目)	5.9	1000	320000 越南盾/吨	2021.3
富孝天禹环保能源有限公司 (富孝项目)	5.9	1000	16 美元/吨	2022.01
牡丹江天楹环保能源有限公司 (牡丹江项目)	4.8	1200	60	2022.09
民权天楹环保能源有限公司 (民权项目)	2.8	1000	68	待定
长春双阳区天楹环保能源有限公司 (双阳项目)	4.8	1050	55	待定
项城垃圾焚烧发电项目	4.45	1200	68	待定
扩建项目				
启东天楹 (启东 5 号炉)		600	96	2019.12
福州天楹 (连江项目)		500	57.6	2019.12
太和天楹 (太和二期)		300	48.8	2019.12
合计	82.71	19100		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理



盈利预测及估值分析

盈利预测

核心假设

- (1) 天楹中国、越南等地在建项目投产、达产符合预期，国内环卫业务开拓顺利，垃圾处理和城市环境服务收入大幅增长；
- (2) Urbaser 在欧美业务整合顺利，平稳运行。

表 6: 中国天楹盈利预测假设

	2018 年	2019E	2020E	2021E
城市环境服务				
收入 (万元)	36304	956319	1074320	1165183
增长率 (%)		2534.21%	12.34%	8.46%
毛利率 (%)	36.38%	12.27%	12.33%	12.49%
垃圾处理				
收入 (万元)	71832	655000	839687	896159
增长率 (%)		811.85%	28.20%	6.73%
毛利率 (%)	41.65%	21.29%	24.03%	25.72%
水处理				
收入 (万元)		38500	42000	42000
增长率 (%)			9.09%	0.00%
毛利率 (%)		13.34%	13.34%	13.34%
工业废弃物处理				
收入 (万元)		94631	106331	109521
增长率 (%)			12.36%	3.00%
毛利率 (%)		13.12%	13.12%	13.12%
环保设备及其他				
收入 (亿元)	76553	113907	98694	108563
增长率 (%)		48.80%	-13.36%	10.00%
毛利率 (%)	43.36%	25.00%	39.38%	39.38%

资料来源：公司年报，信达证券研发中心



根据以上假设条件，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 185.65、215.90、231.93 亿元，同比增长 905%、16.3%、7.4%，归属母公司股东的净利润分别为 7.02、10.60、13.00 亿元，同比增长 224%、50.9%、22.6%，以最新股本计算，摊薄 EPS 分别为 0.28、0.42、0.52 元，对应 2019 年 10 月 23 日收盘价的动态 PE 分别为 22 倍、15 倍和 12 倍。

估值分析及投资评级

绝对估值

我们采用 FCFE 法估值，假设公司分 2 个阶段增长。2019-2021 年为显性增长阶段，股权自由现金流按盈利预测报表估算；2022-2028 年为半显性增长阶段，增速均为 3%；永续增长阶段增速 0.3%。无风险收益率、市场预期回报率、行业平均 beta、公司权益 beta 以 Urbaser 评估报告披露的数据结合国内市场数据加权平均得到，在股权资本成本为 11.12%的情况下，公司每股内在价值为 8.46 元。给予公司“买入”评级。

表 7：中国天楹 FCFE 估值主要参数和敏感性分析

估值假设	股权资本成本							
	行业平均 Beta	0.55	10.00%	10.50%	11.12%	11.50%	12.00%	
权益 Beta	0.79	永续增长率	0.00%	9.42	8.92	8.35	8.04	7.66
无风险利率	2.79%	(TV)	0.10%	9.47	8.96	8.39	8.07	7.69
市场收益率	13.33%		0.20%	9.52	9.00	8.42	8.10	7.72
永续增长率(TV)	0.30%		0.30%	9.57	9.04	8.46	8.14	7.74
股权资本成本	11.12%		0.40%	9.62	9.09	8.50	8.17	7.77

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。

相对估值

我们选取国内外固废处理行业上市公司作为可比公司。如表 4 所示，目前海外固废处理行业的估值为 26 倍；如表 8 所示，A 股固废处理行业 2019 年万得一致预测市盈率的均值为 20 倍。中国天楹 2019 年市盈率估值比 A 股行业均值略高，比海外低。考虑到公司已构建从垃圾分类到末端处理海内外全产业链，有望凭借固废全产业链先进技术和管理，依托“现金牛”，实现国内外市场的快速扩张，估值仍有提升空间。

表 8：中国天楹 A 股可比公司估值比较

代码	公司名称	股价	市值 (亿)	PE		
				2018A	2019E	2021E
603568.SH	伟明环保	21.57	203.13	20.0	21.7	18.0
300190.SZ	维尔利	7.87	61.68	27.1	18.0	13.3
						10.5



002034.SZ	旺能环境	16.60	69.15	22.4	17.1	13.7	11.2
601200.SH	上海环境	11.60	105.94	14.1	18.0	14.9	12.4
000826.SZ	启迪环境	9.29	132.90	24.4	19.0	15.7	12.6
600323.SH	瀚蓝环境	18.63	142.76	16.3	15.4	12.8	11.3
601330.SH	绿色动力	11.45	98.33	45.8	33.7	21.6	16.1
	行业均值			24	20	16	13
000598.SZ	中国天楹	6.26	157.99	39	22	15	12

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：数据截止到2019/10/23，除中国天楹为信达预测外其余为Wind一致预期

风险因素

国内市场竞争加剧风险：随着我国环保政策和监管趋严，环保设备、环保工程需求高速增长，大量原有业务与环保并不相关的国企、民企均携资本进军环保产业，市场竞争加剧。此外，由于地方经济发展水平参差不齐，各地方政府市政相关服务的市场化程度各异，由于环保行业具有区域性，可能存在业务拓展不达预期的风险。

海外业务整合风险：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，在法律法规、会计税收制度、商业惯例和企业文化等方面与上市公司存在差异。上市公司对Urbaser业务进行统一的管理及控制，对组织机构、管理层能力、员工素质等提出了更高要求。若与之相匹配的管控制度和激励与约束机制无法及时建立，将存在无法达到预期整合效果的风险。

项目进展、业绩确认和回款不达风险：环保产业许多项目仍处于产业化初期，在技术路径选择、产业化效益、商业模式上存在不成熟的风险。业内公司存在项目进展和业绩确认不达预期的风险。环保公司客户以政府为主，通常采用工程承包或者运营维护的模式，前期资金投入大，有一定回款周期，竣工后存在验收、结算、付费延迟的风险。

汇率变动风险：公司境外全资子公司Urbaser业务涉及欧元、英镑、阿根廷比索、智利比索等多个币种。其中，欧元是Urbaser记账本位币和主要结算货币，欧元占总收入比重保持在70%左右。汇率波动或将对Urbaser经营业绩带来风险。

商誉减值风险：截至2019年6月30日，公司商誉金额合计为61.56亿元，商誉占资产总额的比例为14.80%，主要系历史并购形成。根据《企业会计准则》规定，商誉不作摊销处理，需在未来每年年度终了进行减值测试。若标的公司未来经营状况不达预期，则商誉存在减值风险。商誉减值将直接影响上市公司当期利润，提请投资者注意商誉减值风险。

控股股东、实际控制人的股权质押风险：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83.60%。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。



资产负债表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,183.08	1,792.42	13,203.78	14,299.02	16,382.49
货币资金	1,262.63	532.46	3,455.67	3,233.21	4,616.96
应收票据	18.81	104.84	167.09	194.31	208.74
应收账款	323.71	457.81	6,869.25	7,988.32	8,581.56
预付账款	81.89	114.60	489.50	556.49	592.47
存货	128.53	114.19	763.01	867.42	923.50
其他	367.51	468.52	1,459.26	1,459.26	1,459.26
非流动资产	5,947.19	7,016.49	28,565.82	29,314.50	28,757.87
长期股权投资	4.98	4.11	886.72	886.72	886.72
固定资产(合计)	1,074.81	1,324.76	7,223.47	8,804.29	9,423.29
无形资产	2,162.15	2,832.36	9,440.61	9,144.96	8,636.74
其他	2,705.24	2,855.27	11,015.02	10,478.53	9,811.13
资产总计	8,130.26	8,808.91	41,769.60	43,613.53	45,140.37
流动负债	2,879.32	4,174.22	12,208.20	12,753.34	12,835.81
短期借款	580.00	705.00	2,500.00	2,500.00	2,500.00
应付票据	53.00	505.24	1,538.44	1,748.97	1,862.05
应付账款	1,064.58	1,490.53	3,884.96	4,063.27	3,949.80
其他	1,181.74	1,473.44	4,284.79	4,441.10	4,523.96
非流动负债	2,202.56	1,340.18	18,574.57	18,574.57	18,574.57
长期借款	1,184.79	654.88	14,181.39	14,181.39	14,181.39
其他	1,017.78	685.30	4,393.18	4,393.18	4,393.18
负债合计	5,081.88	5,514.40	30,782.76	31,327.91	31,410.37
少数股东权益	28.21	55.26	745.24	889.78	1,034.22
归属母公司股东权益	3,020.17	3,239.25	10,241.60	11,395.84	12,695.77
负债和股东权益	8,130.26	8,808.91	41,769.60	43,613.53	45,140.37

重要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,611.81	1,846.88	18,565.54	21,590.06	23,193.40
同比(%)	64.39%	14.58%	905.24%	16.29%	7.43%
归属母公司净利润	222.27	216.49	702.38	1,059.98	1,299.94
同比(%)	4.98%	-2.60%	224.44%	50.91%	22.64%
毛利率(%)	38.41%	36.38%	16.30%	18.17%	18.91%
ROE%	8.75%	6.92%	10.42%	9.80%	10.79%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.16	0.28	0.42	0.52
P/E	38	39	22	15	12
P/B	2.80	2.61	1.54	1.39	1.24
EV/EBITDA	7.67	7.37	5.80	4.95	4.46

利润表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,611.81	1,846.88	18,565.54	21,590.06	23,193.40
营业成本	992.66	1,174.94	15,539.83	17,666.39	18,808.56
营业税金及附加	28.33	39.45	279.52	314.36	335.65
销售费用	4.42	59.62	26.98	58.98	77.70
管理费用	174.77	186.16	950.71	1,161.92	1,270.69
研发费用	0.00	22.89	107.91	125.49	134.81
财务费用	155.22	124.87	765.83	891.45	947.67
减值损失合计	13.88	2.52	20.61	23.96	25.74
投资净收益	0.09	-0.74	172.53	182.42	191.44
其他	46.95	50.95	100.00	120.00	144.00
营业利润	289.57	286.66	1,146.68	1,649.92	1,928.02
营业外收支	1.30	6.53	6.53	6.53	6.53
利润总额	290.87	293.19	1,153.21	1,656.45	1,934.55
所得税	65.98	70.89	326.88	451.92	490.17
净利润	224.89	222.30	826.33	1,204.53	1,444.38
少数股东损益	2.63	5.81	123.95	144.54	144.44
归属母公司净利润	222.27	216.49	702.38	1,059.98	1,299.94
EBITDA	611.13	658.87	3,586.63	4,202.77	4,665.16
EPS(当年)(元)	0.17	0.16	0.28	0.42	0.52

现金流量表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	35.15	209.79	2,127.82	2,789.35	3,359.75
净利润	224.89	222.30	826.33	1,204.53	1,444.38
折旧摊销	153.99	223.18	1,692.76	1,665.55	1,791.44
财务费用	166.26	142.50	740.65	880.78	939.16
投资损失	-0.09	0.74	-172.53	-182.42	-191.44
营运资金变动	-514.43	-376.26	-950.00	-796.51	-643.01
其它	4.52	-2.67	-9.39	17.43	19.22
投资活动现金流	2.98	-619.40	-2,642.30	-2,725.28	-1,036.84
资本支出	-836.85	-603.27	-1,714.83	-2,407.70	-1,228.29
长期投资	864.27	92.78	172.53	182.42	191.44
其他	-24.44	-108.91	-1,100.00	-500.00	0.00
筹资活动现金流	959.10	-474.83	4,307.05	-880.78	-939.16
吸收投资	739.44	22.22	6,647.70	0.00	0.00
借款	-286.82	-395.29	-1,600.00	0.00	0.00
支付利息或股息	197.73	187.88	740.65	880.78	939.16
现金流净增加额	997.39	-884.28	3,792.57	-816.71	1,383.75



研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究院高级工程师，在加拿大学习工作7年，从事北美金融 markets 实证研究，多篇金融 market 论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，环保/有色金属行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2014年开始兼任环保行业研究。

丁士涛，有色金属/建材行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3年银行行业工作经验，2012年2月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业1年工作经验，2013年4月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

冯孟乾，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事建筑建材行业研究。

环保行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
翰蓝环境	600117.SH	东江环保	600139.SH	中国天楹	000035.SZ	龙净环保	600362.SH	清新环境	600489.SH
高能环境	600547.SH	先河环保	600549.SH	兴蓉环境	000598.SZ	格林美	600711.SH	雪迪龙	600988.SH
								中电环保	600516.SH
								伟明环保	601600.SH

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com



分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中任何特定客户或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司提供其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。