

## 中国天楹 (000035)

## 与华夏保险签署战略合作协议，开固废、保险公司合作先河

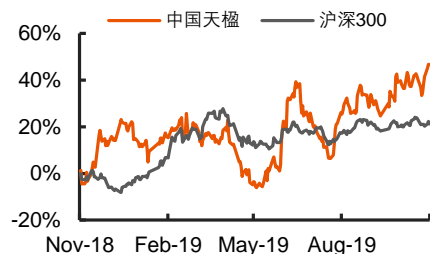
## 推荐 (维持)

现价: 6.69 元

## 主要数据

|               |                       |
|---------------|-----------------------|
| 行业            | 环保公用                  |
| 公司网址          | www.ctyi.com.cn       |
| 大股东/持股        | 南通乾创投资有限公司<br>/16.20% |
| 实际控制人         | 茅洪菊                   |
| 总股本(百万股)      | 2,524                 |
| 流通 A 股(百万股)   | 1,281                 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                     |
| 总市值 (亿元)      | 168.84                |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 85.70                 |
| 每股净资产(元)      | 3.94                  |
| 资产负债率(%)      | 74.5                  |

## 行情走势图



## 相关研究报告

《中国天楹\*000035\*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》  
2019-09-19

## 证券分析师

庞文亮 投资咨询资格编号  
S1060518110002  
010-53827011  
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO  
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## 事项:

11月20日，公司与华夏人寿保险股份有限公司签署《战略合作协议》，双方拟在城市环境服务及相关领域开展保险资本与环境服务产业广泛合作和深度融合，共同参与中国及海外环境服务产业的发展。

## 平安观点:

- **携手华夏保险，进一步提升公司固废行业领先地位：**本次签约，公司成为首家与保险公司合作的固废公司。华夏保险将发挥专业化金融市场及产品优势，为公司提供强有力的资金支持，用以满足公司在存量和增量项目上的投资、运营、退出阶段的金融需求，合作模式包括但不限于直接增资、共同投资、资产证券化、项目贷款、融资租赁等。目前，我国固废行业正处于快速发展阶段且资金需求巨大，拥有资本优势的企业更易获得快速发展。公司收购 Urbaser 后，年经营现金流净额超过 20 亿元，远领先于同行业公司，此次合作有望进一步提升公司资本实力，扩大公司领先优势。
- **收购 Urbaser 协同效应显现，营收净利快速增长。**2019 年 2 月，公司成功完成收购西班牙环保巨头 Urbaser，成为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。2019 年前三季度，公司实现营收 130.67 亿元，实现归母净利润 3.91 亿元，经营活动产生的现金流净额高达 14.91 亿元，其中三季度单季实现营收 50.24 亿元，环比增长 4.99%，实现归母净利润 1.79 亿元，环比增长 35.61%，保持快速增长趋势。
- **投资建议：**我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测分别为 7.30、10.49、13.92 亿元，对应 PE 分别为 23.1、16.1、12.1。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，维持公司“推荐”评级。

|           | 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   | 7.8    | 9.8    | 11.3   |
| EPS(摊薄/元) | 0.09  | 0.09  | 0.29   | 0.42   | 0.55   |
| P/E(倍)    | 76.0  | 78.0  | 23.1   | 16.1   | 12.1   |
| P/B(倍)    | 5.6   | 5.2   | 1.6    | 1.4    | 1.3    |

- **风险提示：**1) 与华夏保险合作低于预期风险：本次战略合作协议仅是双方形成合作关系的意向性文件，后续具体合作及实施存在一定不确定性；2) 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84.83%。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；3) 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。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；4) 限售股解禁风险：2020年2月3日，公司合计有10.87亿股解禁，可能对公司未来股价产生较大影响。

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  | 18533 | 20467 | 22499 |
| 短期借款             | 705   | 5723  | 6147  | 5717  |
| 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  | 32038 | 34310 | 36680 |
| 少数股东权益           | 55    | 184   | 327   | 482   |
| 股本               | 356   | 2524  | 2524  | 2524  |
| 资本公积             | 1682  | 8445  | 8445  | 8445  |
| 留存收益             | 1201  | 2060  | 3252  | 4798  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 3239  | 12900 | 13949 | 15341 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 8809  | 45122 | 48587 | 52503 |

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  | 1547  |
| 折旧摊销           | 223   | 731    | 966   | 1070  |
| 财务费用           | 125   | 666    | 662   | 692   |
| 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  | 24633  | 975   | 1145  |
| 短期借款           | 125   | 2295   | 500   | 500   |
| 长期借款           | -373  | 11038  | 238   | 238   |
| 普通股增加          | 0     | 2168   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 3     | 6763   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -230  | 2369   | 238   | 408   |
| <b>现金净增加额</b>  | -884  | -19    | 368   | 1175  |

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   | 662   | 692   |
| 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  | 1547  |
| 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   | 2054  | 2924  | 3473  |
| EPS (元)         | 0.09  | 0.29  | 0.42  | 0.55  |

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  | 29.9  |
| 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   | 7.8   | 9.8   | 11.3  |
| ROIC(%)        | 4.2   | 3.2   | 4.4   | 5.1   |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 62.6  | 71.0  | 70.6  | 69.9  |
| 净负债比率(%)       | 77.8  | 172.1 | 165.7 | 151.8 |
| 流动比率           | 0.4   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 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  | 0.29  | 0.42  | 0.55  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.39  | 0.76  | 1.01  | 1.26  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 1.28  | 4.29  | 4.70  | 5.25  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 78.0  | 23.1  | 16.1  | 12.1  |
| P/B            | 5.2   | 1.6   | 1.4   | 1.3   |
| EV/EBITDA      | 33.9  | 17.5  | 12.8  | 11.0  |

## 平安证券研究所投资评级：

### 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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。

### 免责条款：

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。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033