平安证券

环保公用

2020 年 04 月 30 日

中国天楹 (000035)

Urbaser整合效果显著，一流环境服务商逐渐成型

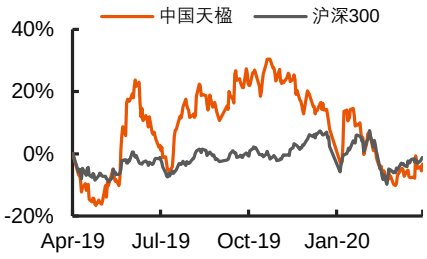
推荐（维持）

现价：4.96 元

主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.ctyi.com.cn
大股东	南通乾创投资有限公司/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)	2,368
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	125.18
流通 A 股市值(亿元)	117.47
每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	75.6

行情走势图



相关研究报告

《中国天楹*000035*与华夏保险签署战略协议，开固废、保险公司合作先河》 2019-11-21
《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.COM.CN

投资要点

事项：

中国天楹披露年报：2019年实现收入185.87亿元，同比增长906.40%；归母净利润7.13亿元，同比增长229.34%。另外，公司披露2020年一季报，实现收入50.46亿元，同比增长54.82%，归母净利润1.08亿元，同比增长35.28%。

平安观点：

- **Urbaser 超额完成业绩承诺，整合效果显著。**公司营收净利大幅增长主要是 2019 年 2 月收购 Urbaser 所致。2019 年 Urbaser 全年实现收入 21.38 亿欧元，同比增长 15.48%，EBITDA 达 4.05 亿欧元，同比增长 16.30%，实现归母净利润 0.62 亿欧元，远超承诺的 0.51 亿欧元。实现了从收购前的个位数增长到两位数增长。

- **双平台优势互补，助力公司国内外项目开拓。**收购 Urbaser 后，公司借助 Urbaser 领先的智慧环卫、垃圾分选等技术帮助国内项目有效扩展产业链。截至 2019 年末，公司在手垃圾分类订单 255 个，合同总额 4.23 亿元；环卫一体化项目 62 个，合同总额 78.84 亿元，处于业内领先水平。另一方面，Urbaser 可依托公司垃圾发电的核心技术和运营优势，支撑垃圾焚烧发电等项目拓展。2019 年，Urbaser 新增合同数量 38 个，新增项目在手合同金额占总在手合同金额的 11%。

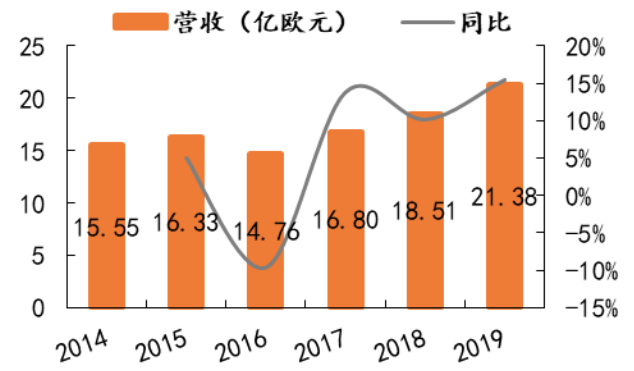
- **国内垃圾焚烧项目储备充足，公司现金流充裕，支撑公司快速扩张：**2019 年公司国内垃圾焚烧项目投运产能 1.05 万吨/日，国内垃圾焚烧发电项目（含运营、在建和拟建）日处理垃圾规模达 2.26 万吨，储备项目充足。2019 年公司经营活动产生的现金流净额 24.00 亿元，同比增长 1044.11%，现金流充裕，助力公司项目加速建设，我们预计公司 2020 年投产产能接近 1 万吨/日。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,847	18,587	20,256	21,796	22,868
YoY(%)	14.6	906.4	9.0	7.6	4.9
净利润(百万元)	216	713	1,010	1,352	1,645
YoY(%)	-2.6	229.3	41.6	33.9	21.7
毛利率(%)	36.4	15.2	15.4	16.5	17.5
净利率(%)	11.7	3.8	5.0	6.2	7.2
ROE(%)	6.7	6.6	8.5	10.3	11.1
EPS(摊薄/元)	0.09	0.28	0.40	0.54	0.65
P/E(倍)	57.8	17.6	12.4	9.3	7.6
P/B(倍)	3.9	1.2	1.1	1.0	0.8

- **盈利预测：**根据公司最新经营情况，我们调整公司 2020-2022 年归母净利润预测分别为 10.10、13.52、16.45 亿元（2020-2021 年原值为 10.49、13.92 亿元），对应 PE 分别为 12.4、9.3、7.6。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，维持公司“推荐”评级。

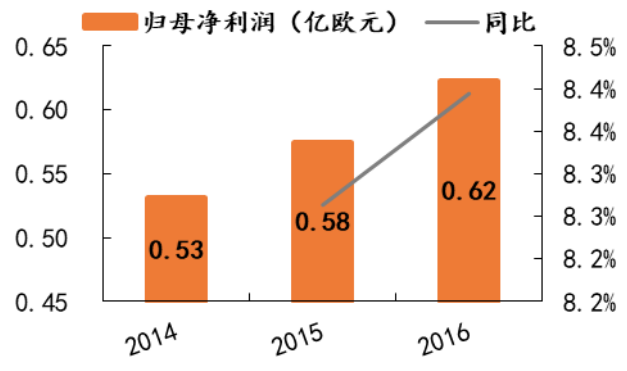
- **风险提示：**1）实际控制人股权质押风险：目前，上市公司控股股东及其一致行动人已质押股份数量占其合计持有上市公司股份总数的 85.70%。若未来股票市场持续下行，可能存在其质押的股票被强制平仓的风险；2）项目建设进度低于预期风险：Urbaser 固废管理业务除遍布欧洲发达国家和地区外，也触及阿根廷、智利等美洲国家。上述国家的法律环境、政治波动等政治风险，可能对当地项目进度产生影响；3）汇率波动风险：目前，公司超过 70%的营收来自海外 Urbaser。由于各种货币汇率变动具有一定不确定性，汇率波动或将对 Urbaser 产生影响，进而对上市公司业绩产生影响。

图表1　Urbaser 营收稳健增长



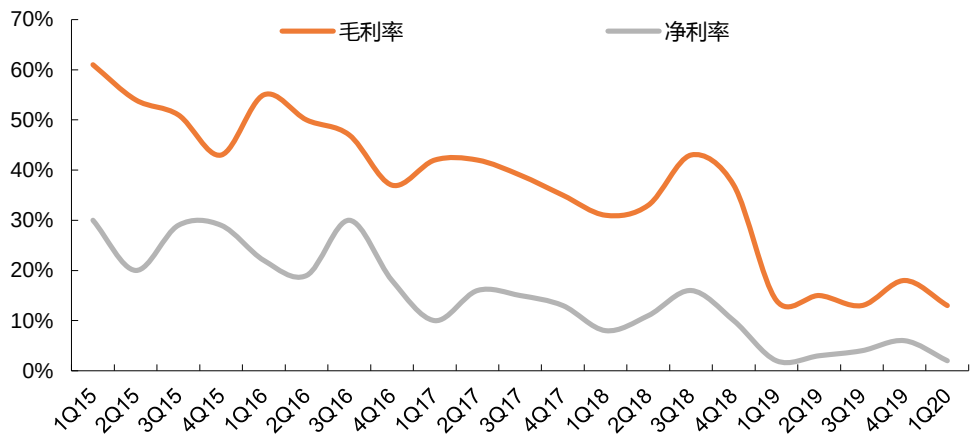
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表2　Urbaser 归母净利润稳健增长



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表3　公司各个季度毛利率及净利率



资料来源：wind、平安证券研究所

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12031	10398	11097	12726
现金	3795	1164	1174	1531
应收票据及应收账款	5772	6504	6705	7587
其他应收款	208	242	303	350
预付账款	295	442	648	738
存货	634	736	847	1040
其他流动资产	1328	1310	1420	1480
非流动资产	35265	38627	42541	45077
长期投资	1345	2245	2365	2505
固定资产	7503	8110	8521	8721
无形资产	10701	13988	17080	19028
其他非流动资产	15716	14285	14575	14824
资产总计	47297	49025	53638	57803
流动负债	13246	16193	19774	22591
短期借款	2662	3000	3500	4000
应付票据及应付账款	5688	6550	8018	9132
其他流动负债	4896	6643	8256	9459
非流动负债	22348	20037	19607	19176
长期借款	14653	14922	14392	13861
其他非流动负债	7695	5114	5215	5315
负债合计	35593	36230	39380	41767
少数股东权益	901	982	1092	1226
股本	356	356	356	356
资本公积	8412	8412	8412	8412
留存收益	1914	3006	4468	6246
归属母公司股东权益	10803	11813	13165	14810
负债和股东权益	47297	49025	53638	57803

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2400	3219	5837	4990
净利润	770	1092	1462	1779
折旧摊销	1986	1875	2315	2712
财务费用	556	633	573	576
投资损失	-78	-100	-120	-140
营运资金变动	-1022	-81	1592	45
其他经营现金流	188	-200	16	18
投资活动现金流	-4821	-5391	-6124	-5126
资本支出	3553	7206	3693	2296
长期投资	-1051	-900	0	-140
其他投资现金流	-2320	915	-2431	-2970
筹资活动现金流	4864	-459	296	493
短期借款	1957	338	500	500
长期借款	13841	269	-531	-531
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	6730	0	0	0
其他筹资现金流	-17663	-1066	327	524
现金净增加额	2458	-2631	10	357

利润表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18587	20256	21796	22868
营业成本	15754	17132	18209	18865
营业税金及附加	237	257	277	290
营业费用	25	41	44	46
管理费用	1002	1013	1046	1052
研发费用	53	61	65	69
财务费用	556	633	573	576
资产减值损失	-27	-30	-33	-36
其他收益	91	100	110	120
公允价值变动收益	-12	-14	-16	-18
投资净收益	78	100	120	140
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	910	1335	1828	2248
营业外收入	200	220	240	260
营业外支出	52	55	60	65
利润总额	1057	1500	2008	2443
所得税	288	408	546	665
净利润	770	1092	1462	1779
少数股东损益	57	82	110	133
归属母公司净利润	713	1010	1352	1645
EBITDA	3807	3808	4796	5632
EPS（元）	0.28	0.40	0.54	0.65

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	906.4	9.0	7.6	4.9
营业利润(%)	217.3	46.7	37.0	23.0
归属于母公司净利润(%)	229.3	41.6	33.9	21.7
获利能力				
毛利率(%)	15.2	15.4	16.5	17.5
净利率(%)	3.8	5.0	6.2	7.2
ROE(%)	6.6	8.5	10.3	11.1
ROIC(%)	3.7	3.6	4.4	4.9
偿债能力				
资产负债率(%)	75.3	73.9	73.4	72.3
净负债比率(%)	180.3	199.9	185.5	169.3
流动比率	0.9	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.7	0.5	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.9	3.3	3.3	3.2
应付账款周转率	4.1	2.8	2.5	2.2
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.40	0.54	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.28	2.31	1.98
每股净资产(最新摊薄)	4.28	4.68	5.22	5.87
估值比率				
P/E	17.6	12.4	9.3	7.6
P/B	1.2	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.2	7.4	6.1	5.4

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：

此报告旨为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 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 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