

2021 年年报点评：剥离 Urbaser 负债率降至 54%，固废海外拓展颇丰&新能源加速落地增持（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	20,593	7,175	8,740	9,967
同比	-5.83	-65.16	21.81	14.04
归属母公司净利润（百万元）	729	726	1,005	1,193
同比	11.54	-0.48	38.52	18.70
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.29	0.29	0.40	0.47
P/E（现价&最新股本摊薄）	17.48	17.57	12.68	10.68

投资要点

- **事件：**2021 年公司实现营收 205.93 亿元，同减 5.83%；归母净利润 7.29 亿元，同增 11.54%；扣非归母净利润 7.28 亿元，同增 15.08%。
- **2021 年公司归母同增 11.54%至 7.29 亿元，Urbaser 剥离后城服&垃圾处理毛利率回升。**2021 年公司毛利率 14.13%，同降 0.6pct。2021 年公司以 109.37 亿元出售 Urbaser100% 股权，年初至出售日 Urbaser 为公司贡献的净利润为 5.03 亿元，占公司净利润总额的 69.01%。分业务来看，1) **城市环境服务：**营收 90.84 亿元，同降 13.28%，毛利率 12.15%，同增 0.03pct；2) **垃圾处理：**营收 57.14 亿元，同降 14.16%，毛利率 17.95%，同增 0.82pct；3) **水处理：**营收 3.41 亿元，同降 18.43%，毛利率 19.89%，同增 0.06pct；4) **工业废弃物处理：**营收 12.39 亿元，同降 3.32%，毛利率 21.32%，同增 0.56pct；5) **环保设备及其他：**营收 42.15 亿元，同增 38.83%，毛利率 10.64%，同降 4.55pct，主要系 2021 年根据新会计准则确认 BOT 项目的建造收入 12.29 亿元，建造收入的毛利率水平较低。
- **出售 Urbaser 优化资产结构，在手资金充沛盈利能力回升。**剥离 Urbaser 后公司财务状况迎三大转变，1) **商誉和负债率下降：**2021 年底商誉由 56 亿元下降至 0.66 亿元，消除减值风险，资产负债率同降 20.72pct 至 54.48% 留出融资空间。2) **在手现金充裕：**交易所获现金用于偿还债务减小财务压力，余留资金充沛可供业务拓展。3) **盈利指标将显著回升。**
- **2021 年底焚烧运营产能 1.16 万吨/日存翻倍空间，运营提效&海外拓展丰厚。**1) **焚烧规模：**2021 年底焚烧运营（含试运营）产能 11550 万吨/日，境内外在筹建规模约 2 万吨/日，在筹建/已建比例 172%。2) **发电效率：**2021 年吨上网电量同增 11% 至 262 度/吨，运营持续提效。3) **市场拓展：**2021 年公司联合中标印尼雅加达首都特区项目，规模 1500 吨/日。2021 年底公司海外产能 7800 吨/日居同业首位，占在手产能的 25%。
- **等离子体处置飞灰&医废项目落地，加速新能源布局响应双碳目标。**公司等离子体技术全国领先且具备产业化条件，技术内驱&政策外推等离子体处置工艺推广可期，截至 2021 年末公司已拥有 7 个医废处置和 3 个飞灰处置项目。公司与如东县签署新能源产业投资协议，规划光伏与风电等新能源项目开发、储能项目研发、区域能源中心和互联网平台建设、零碳基础设施平台建设；与 EV 合作建设中国境内首个 100 兆瓦时重力储能项目。公司加速新能源产业布局，抢占零碳产业竞争的制高点。
- **盈利预测与投资评级：**根据公司在建项目进度及新拓展业务情况，我们将 2022 年归母净利润从 7.98 亿元调降至 7.26 亿元，2023 年归母净利润预测维持 10.05 亿元，预计 2024 年归母净利润为 11.93 亿元，2022-2024 年分别同比下降 0.48%、增加 38.52%、增加 18.70%，EPS 分别为 0.29/0.40/0.47 元，当前市值对应 PE 为 18/13/11 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**项目建设进度低于预期，政策风险，汇率波动风险

2022 年 04 月 06 日

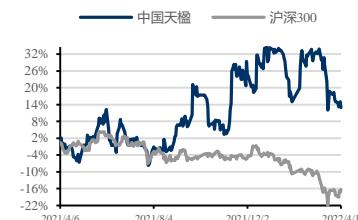
证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.05
一年最低/最高价	4.12/6.02
市净率(倍)	1.17
流通 A 股市值(百万元)	12,389.39
总市值(百万元)	12,745.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.33
资产负债率(% ,LF)	54.48
总股本(百万股)	2,523.78
流通 A 股(百万股)	2,453.35

相关研究

《中国天楹(000035)：海外技术&管理经验内化，剥离 Urbaser 资金充裕谋新篇》

2021-12-16

事件：2021 年公司实现营业收入 205.93 亿元，同比减少 5.83%；归母净利润 7.29 亿元，同比增长 11.54%；扣非归母净利润 7.28 亿元，同比增长 15.08%；加权平均 ROE 同比提高 0.44pct，至 6.25%。

1. 归母净利润同增 11.54%至 7.29 亿元，Urbaser 剥离后城服&垃圾处理毛利率回升

2021 年公司归母同增 11.54%至 7.29 亿元，Urbaser 并表期间净利润 5.03 亿元贡献占比 69%。2021 年公司实现营业收入 205.93 亿元，同比减少 5.83%；归母净利润 7.29 亿元，同比增长 11.54%，销售毛利率 14.13%，同比下降 0.60pct。2021 年公司以 109.37 亿元出售 Urbaser100% 股权，自 2021 年 10 月 21 日交割日后 Urbaser 不再纳入公司合并报表范围，2021 年初起至出售日 Urbaser 为上市公司贡献的净利润为 **5.03 亿元**，占上市公司净利润总额的比例为 **69.01%**。分业务来看，**1) 城市环境服务：**营业收入 90.84 亿元，同比下滑 13.28%，毛利率 12.15%，同比提升 0.03pct；**2) 垃圾处理：**营业收入 57.14 亿元，同比下滑 14.16%，毛利率 17.95%，同比提升 0.82pct；**3) 水处理业务：**营业收入 3.41 亿元，同比下滑 18.43%，毛利率 19.89%，同比提升 0.06pct；**4) 工业废弃物处理：**营业收入 12.39 亿元，同比下滑 3.32%，毛利率 21.32%，同比提升 0.56pct；**5) 环保设备及其他：**营业收入 42.15 亿元，同比提升 38.83%，毛利率 10.64%，同比下滑 4.55pct，主要系公司 2021 年根据新会计准则确认 BOT 项目的建造收入 12.29 亿元，建造收入的毛利率水平较低。

2021 年底焚烧运营产能 1.16 万吨/日，项目运营提效&海外拓展实力强劲。**1) 运营规模：**2021 年通州湾项目和平邑项目建成并网，截至 2021 年底，公司垃圾焚烧运营（含试运营）规模达 11550 吨/日，境内外在建及筹建规模合计约 2 万吨/日，在筹建/已建的比例为 172%，投运规模提升空间大。**2) 发电效率：**2021 年生活垃圾入库量 409 万吨，上网电量 10.7 亿度，吨垃圾上网电量同增 11%至 262 度/吨，运营效率持续提升。**3) 市场拓展：**推行国内国际双循环发展模式，实现垃圾焚烧发电出海。2021 年公司与 PT Aka Sinergi 集团联合中标印尼雅加达首都特区南部服务区垃圾处理合作项目，处理规模达 1500 吨/日，截至 2021 年底公司在手海外产能 **7800 吨/日**，占公司在手产能的 25%。公司在海外市场竞争力强劲，打开垃圾焚烧成长新空间。

环保装备实现海外输出，飞灰医废领域等离子体应用项目落地。城市环境服务方面，公司中标了乌海市滨河新区、如皋长江镇等多个城市环境服务一体化项目，业务覆盖 18 个省市自治区内的 35 个城市。**环保装备方面**，公司以国际 EPC 为战略导向带动装备制造的产能输出，2021 年签订了《马尔代夫生活垃圾焚烧发电项目设计与采购（EP）合同》，合同总价为 5150 万美元；子公司欧洲天楹有限公司签订《Valo'Marne 垃圾焚烧发电厂设备承包合同》，合同总价 3500 万欧元。**等离子体方面**，公司已建成了全球最大

的等离子飞灰处置项目和全球第一个等离子医疗废弃物处置项目，开发出 300 千瓦大功率等离子炬，打破国外垄断。公司利用等离子体技术处置危废的优势，积极开拓市场，截至 2021 年末，公司已拥有 7 个医疗废弃物处置项目和 3 个飞灰处置项目。

拓展光伏风电&重力储能，新能源产业强势崛起。2021 年公司正式进军新能源，就滩涂光伏发电、海上风电、储能、氢能、零碳数据中心等新能源业务与如东县政府达成深度战略合作协定；与中国投资协会能源投资专业委员会、美国 STERA 能源公司、天空塔储能公司正式签订中国境内首个 100 兆瓦时重力储能项目战略合作协议。2022 年 1 月 30 日，公司控股子公司 Atlas 与重力储能技术开发商 EV 公司签署了《技术许可使用协议》。2022 年 3 月 14 日，子公司江苏能楹、子公司天勤投资、天空塔、Atlas 共同投资设立合资公司，持股比例分别为 50%、10%、30%、10%，持续推进储能项目落地。

期间费用率同比提升 1.15pct 至 9.73%。2021 年公司期间费用同比增长 6.85%至 20.03 亿元，期间费用率上升 1.15pct 至 9.73%。其中，销售费用同比上升 53.96%至 0.33 亿元，主要系加强市场开发力度；管理费用同比上升 33.98%至 12.92 亿元，主要系出售 Urbaser 一次性费用支出 2.63 亿元；财务费用同比下降 26.60%至 6.22 亿元，主要源于偿还并购贷款；研发费用同比上升 34.93%至 0.56 亿元，主要是公司加大等离子体研发投入。2021 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.06pct、上升 1.86pct、上升 0.08pct、下降 0.85pct 至 0.16%、6.27%、0.27%、3.02%。

2. 剥离 Urbaser 优化资产结构，负债率同降 20.72pct 至 54.48%

剥离 Urbaser 后资产负债率同降 20.72pct 至 54.48%，资产结构改善营运效率提升。公司出售 Urbaser 100% 股权，优化资产结构，截至 2021 年底，公司资产负债率为 54.48%，同比下降 20.72pct，商誉由 56 亿元下降至 0.66 亿元。2020 年公司应收账款同比减少 79.12% 至 12.43 亿元，应收账款周转天数同比减少 33.2 天至 62.91 天；存货同比减少 34.8% 至 4.96 亿元，存货周转天数同比减少 0.68 天至 12.78 天；应付账款同比减少 60.07% 至 20.85 亿元，应付账款周转天数同比减少 15.78 天至 74.37 天，使净营业周期同比减少 18.09 天至 1.32 天。

销售净利率和总资产周转率提升，加权平均 ROE 同增 0.44pct 至 6.25%。2021 年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.44pct 至 6.25%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2021 年公司销售净利率为 4.22%，同比上升 0.43pct，总资产周转率为 0.55 (次)，同比上升 0.1 (次)，权益乘数从 20 年的 4.34 下降至 21 年的 3.31。

3. 经营性现金流净额同减 16.03% 至 25.25 亿元

公司经营性现金流净额同比减少 16.03% 至 25.25 亿元。1) 2021 年公司经营活动现

现金流净额 25.25 亿元，同比减少 16.03%；2) 投资活动现金流净额 47.04 亿元，同比增加 231.82%，主要是由于出售 Urbaser100% 股权收到现金；3) 筹资活动现金流净额 -61.13 亿元，同比减少 4499.75%，主要是由于剥离 Urbaser 后偿还并购贷款及部分银行贷款。

4. 固废海外市场竞争力强劲，剥离 Urbaser 资金充裕谋局新能源

出售 Urbaser 优化资产结构，在手资金充沛盈利能力回升。 Urbaser 买卖价差达 3.2 亿欧元，**PB** 下降安全边际拔高。公司财务状况迎三大转变，1) **商誉和负债率下降：** 截至 2021 年底，商誉由 56 亿元下降至 0.66 亿元，消除减值风险，资产负债率同比下降 **20.72pct** 至 **54.48%**，留出融资空间。2) **在手现金充裕：** 交易所获现金用于偿还债务减小财务压力，余留资金充沛可供业务拓展。3) **盈利指标回升：** 海外资产毛利率低，剥离后公司整体毛利率将得到显著提升。

公司垃圾焚烧投运产能存翻倍空间，国际化优势显著拥抱境外蓝海市场。 国内垃圾焚烧行业刚性扩容十四五复合增速 **9%**；商业模式 C 端理顺现金流有望改善。公司 1) **投运产能存翻倍空间：** 2021 年底投运产能 1.16 万吨/日，在建筹建产能约 2 万吨/日，在筹建/已建比例为 172%，近两年迎密集投产期。2) **领先技术&Urbaser 品牌助力海外自主开拓：** 掌握比利时垃圾转化能源技术，Urbaser 品牌力助力海外蓝海市场开拓，公司陆续中标越南、新加坡、印尼等地项目。截至 2021 年底，公司境外在手产能 **7800 吨/日** 居国内上市公司首位，在手产能中境外产能占比 **25%**，境外项目处置费优厚，不受国内补贴退坡政策的影响。

城市环境全产业链布局，技术&管理经验内化在手合同达百亿。 市场化带动环服行业 2019-2025 年复合增速 **15%**，物业化强化资金&装备&管理壁垒，促行业集中度提升。公司借力 Urbaser 完成城市环境全产业链布局，技术&管理经验内化，2016~2020 年境内合同总额完成 0 到 100 亿元的突破，随垃圾分类政策全国推进，公司订单将加速积累。

等离子体处置医废替代空间广阔，加速新能源布局响应双碳目标。 公司等离子体技术全国领先且具备产业化条件，等离子体处置医废具有低污染高效率的优点，环保标准趋严 2022 年起医废处置排放限值缩紧 **50%** 左右，技术内驱&政策外推等离子体处置医废替代推广可期，截至 2021 年末，公司已拥有 7 个医疗废弃物处置项目。公司与如东县签署新能源产业投资协议，规划光伏与风电等新能源项目开发、储能项目研发、区域能源中心和互联网平台建设、零碳基础设施平台建设；与 EV 合作建设中国境内首个 100 兆瓦时重力储能项目。公司积极响应双碳目标，抢占未来全球零碳产业竞争的制高点。

盈利预测： 根据公司在建项目进度及新拓展业务情况，我们将 2022 年归母净利润从 7.98 亿元调降至 7.26 亿元，2023 年归母净利润预测维持 10.05 亿元，预计 2024 年归

母净利润为 11.93 亿元, 2022-2024 年分别同比下降 0.48%、增加 38.52%、增加 18.70%, EPS 分别为 0.29/0.40/0.47 元, 当前市值对应 PE 为 18/13/11 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 项目建设进度低于预期, 政策风险, 汇率波动风险

中国天楹三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,777	6,520	7,896	9,501	营业收入	20,593	7,175	8,740	9,967
货币资金及交易性金融资产	3,876	3,418	4,296	5,502	营业成本(含金融类)	17,683	5,458	6,378	7,162
经营性应收款项	1,579	1,741	2,103	2,391	税金及附加	271	86	141	179
存货	496	523	612	687	销售费用	33	7	13	15
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,292	282	350	399
其他流动资产	826	838	885	922	研发费用	56	11	24	27
非流动资产	17,722	19,282	20,758	22,144	财务费用	622	216	274	327
长期股权投资	296	296	296	296	加:其他收益	95	16	16	17
固定资产及使用权资产	2,051	2,898	3,705	4,464	投资净收益	461	22	22	23
在建工程	420	729	868	931	公允价值变动	-32	0	0	0
无形资产	10,861	11,266	11,795	12,360	减值损失	-32	0	0	0
商誉	66	66	66	66	资产处置收益	-10	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	1,116	1,152	1,599	1,898
其他非流动资产	4,012	4,012	4,012	4,012	营业外净收支	44	0	0	0
资产总计	24,499	25,802	28,654	31,645	利润总额	1,160	1,152	1,599	1,898
流动负债	5,650	6,089	7,241	8,309	减:所得税	292	288	400	474
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,358	2,558	3,158	3,758	净利润	868	864	1,199	1,423
经营性应付款项	2,560	2,766	3,232	3,630	减:少数股东损益	139	138	194	231
合同负债	41	49	57	64	归属母公司净利润	729	726	1,005	1,193
其他流动负债	690	715	793	857					
非流动负债	7,697	7,697	8,197	8,697	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.29	0.40	0.47
长期借款	3,796	3,796	4,296	4,796	EBIT	1,320	1,331	1,835	2,185
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	3,433	1,971	2,560	2,999
租赁负债	35	35	35	35					
其他非流动负债	3,866	3,866	3,866	3,866					
负债合计	13,347	13,786	15,438	17,007	毛利率(%)	14.13	23.93	27.03	28.14
归属母公司股东权益	10,935	11,661	12,666	13,858	归母净利率(%)	3.54	10.11	11.50	11.97
少数股东权益	217	355	550	780					
所有者权益合计	11,152	12,016	13,215	14,639	收入增长率(%)	-5.83	-65.16	21.81	14.04
负债和股东权益	24,499	25,802	28,654	31,645	归母净利润增长率(%)	11.54	-0.48	38.52	18.70

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,525	1,797	2,291	2,683	每股净资产(元)	4.33	4.62	5.02	5.49
投资活动现金流	4,704	-2,178	-2,178	-2,177	最新发行在外股份 (百万股)	2,524	2,524	2,524	2,524
筹资活动现金流	-6,113	-78	766	699	ROIC(%)	3.85	5.58	7.04	7.46
现金净增加额	837	-459	879	1,205	ROE-摊薄(%)	6.67	6.22	7.93	8.61
折旧和摊销	2,113	640	725	814	资产负债率(%)	54.48	53.43	53.88	53.74
资本开支	-2,512	-2,200	-2,200	-2,200	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.48	17.57	12.68	10.68
营运资本变动	-949	25	24	41	P/B (现价)	1.17	1.09	1.01	0.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>