

## 危废处理产能不断投放，业绩增速符合预期

——东江环保(002672)年报点评

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

### 证券研究报告-年报点评

买入(维持)

市场数据(2018-03-30)

发布日期: 2018年04月02日

收盘价(元)	15.18
一年内最高/最低(元)	21.57/13.50
沪深300指数	3898.5
市净率(倍)	3.62
流通市值(亿元)	82.48

基础数据(2017-12-31)

每股净资产(元)	4.20
每股经营现金流(元)	0.76
毛利率(%)	35.88
净资产收益率-摊薄(%)	12.69
资产负债率(%)	53.23
总股本/流通股(万股)	88823.71/55903.21
B股/H股(万股)	0/20013.75

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

- 《东江环保(002672)公司点评报告: 实际业绩增速符合预期, 期待18年产能持续投放》 2018-03-02
- 《东江环保(002672)公司点评报告: 签订绵阳工废处置中心投资协议, 战略布局西南区域》 2017-12-04
- 《东江环保(002672)季报点评: 扣非后归母净利润同比增长17.19%, 产能扩张稳步进行》 2017-11-01

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

### 投资要点:

- 扣非后净利润增速符合预期。**公司实现营业总收入31.00亿元, 同比增长18.44%; 扣非后归属于上市公司股东净利润4.64亿元, 同比增长22.23%。扣非后净利润增长的主要原因为公司聚焦危险废物处理业务, 新增湖北天银、珠海永兴盛、东莞恒建产能, 并完成江门东江、永兴盛等技改优化和资质扩充; 另外, 公司的资源化业务也实现快速放量。
- 核心业务发展动力足。**17年公司工业废物处理处置业务实现营业收入11.67亿元, 同比增长38.44%; 资源化业务实现营业收入11.82亿元, 同比增长49.33%。17年公司新增处理能力51万吨/年, 收购富龙环保、东莞丰业环保、唐山曹妃甸项目, 并与海螺水泥、韩国德山实业签订战略合作协议。18年, 公司计划加快投产衡水睿韬、潍坊蓝海、泉州东江、南平项目、沿海固废、南通东江及江西东江铜冶炼项目, 以及适时启动新建项目, 有望新增70万吨/年的处理能力, 继续领跑行业。
- 资源化和处理处置业务毛利率小幅下行。**17年公司销售毛利率35.88%, 同比回落0.24个百分点; 其中, 工业废物资源化业务毛利率27.28%, 同比回落5.64个百分点; 工业废物处理处置业务毛利率47.74%, 同比回落2.24个百分点; 资源化业务毛利率下降主要受产品价格调整滞后以及道路运输成本上升影响; 处理处置业务毛利率下降受业务结构调整和新增产能爬坡影响。预计18年, 焚烧业务投产规模增长, 资源化产品价格逐步调整, 公司毛利率水平改善。
- 维持公司“买入”投资评级。**预计公司2018、2019年全面摊薄EPS分别为0.68元、0.82元, 按照2018年3月30日收盘价15.18元/股计算, 相应PE为22.2倍、18.5倍。公司未来成长预期良好, 维持公司“买入”投资评级。
- 风险提示:** 集中处理设施建设进度不及预期; 竞争趋于激烈, 焚烧及填埋处理价格下降; 资源化业务市场饱和, 毛利率下降。

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,617.1	3,099.7	4,082.3	5,037.5	6,165.9
增长比率	8.9%	18.4%	31.7%	23.4%	22.4%
净利润(百万元)	533.8	473.4	606.9	729.4	891.7
增长比率	60.5%	-11.3%	28.2%	20.2%	22.2%
每股收益(元)	0.60	0.53	0.68	0.82	1.00
市盈率(倍)	25.3	28.5	22.2	18.5	15.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

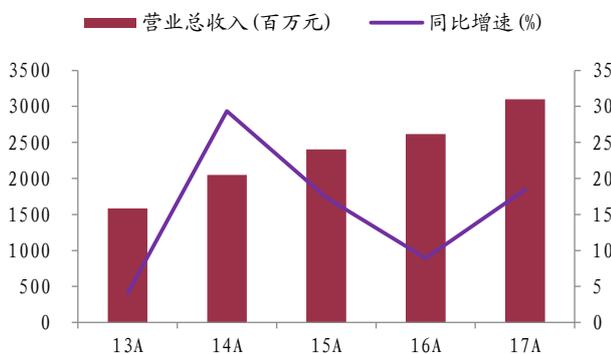
## 1. 事件

18年3月30日,公司发布17年年报:公司实现营业总收入31.00亿元,同比增长18.44%;归属于上市公司股东净利润4.73亿元,同比下降11.32%;扣非后归属于上市公司股东净利润4.64亿元,同比增长22.23%;加权平均净资产收益率13.53%,同比回落4.12个百分点;基本每股收益0.55元,预计每股派发红利0.16元。

## 2. 点评

**扣非后净利润增速符合预期。**17年公司实现归属于上市公司股东净利润4.73亿元,同比下降11.32%。业绩下降的主要原因为16年三季度公司出售清远东江及湖北东江100%股权产生1.44亿元投资收益,本期投资净收益较少。剔除非经常性损益影响,公司扣非后归母净利润4.64亿元,同比增长22.23%,基本符合预期。扣非后净利润增长的主要原因为公司聚焦危险废物处理业务,新增投放湖北天银、珠海永兴盛、东莞恒建产能,并完成江门东江、永兴盛等技改优化和资质扩充,另外,公司的资源化业务也实现快速放量。截至到17年底,公司危险废物处理资质160万吨/年。18年公司计划全力推进重点项目建设,预计新增危险废物处理资质70万吨/年,业务规模有望得到显著提高。

图 1: 13-17 年公司营业总收入及同比增速



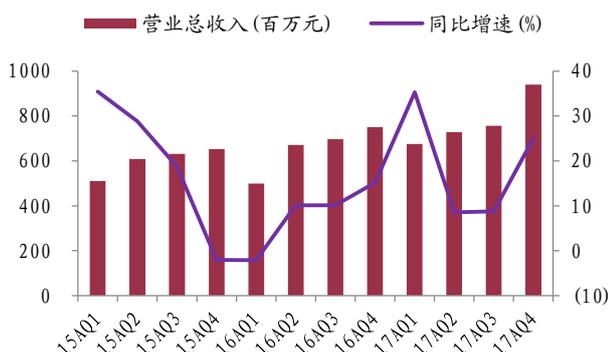
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 13-17 年公司归母净利润及同比增速



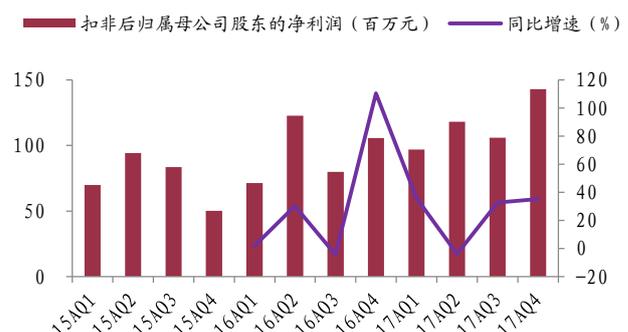
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 15-17 年公司单季度营收及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 15-17 年公司单季度归母净利润及同比增速



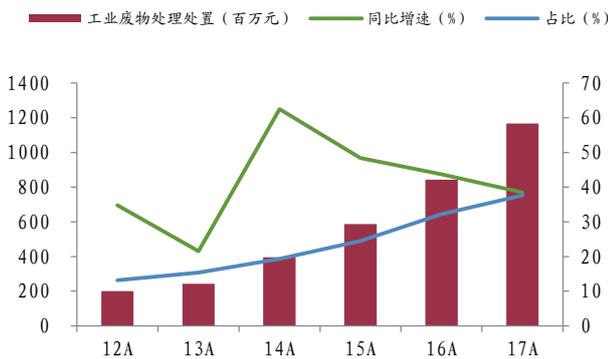
资料来源: Wind, 中原证券

**核心业务收入高速增长，“自建+收购+合作”模式扩大业务规模。**公司目前业务涵盖工业废物资源化利用、工业废物处理处置、市政废物处理处置、再生资源利用、环境工程及服务、贸易及其他、电子废弃物拆解等七个方面。其中，工业废物的资源化与处理处置作为核心业务，占比不断提升。17年公司工业废物处理处置业务实现营业收入11.67亿元，同比增长38.44%，占比37.66%；资源化业务实现营业收入11.82亿元，同比增长49.33%，占比38.12%。

公司作为国内最大的危险废弃物处理企业，通过“自身建设+收购+合作”模式实现规模增长与区域扩张。第一，17年公司签约多个危险废弃物处理项目，新增处理能力51万吨/年；第二，公司收购富龙环保、东莞丰业环保、唐山曹妃甸项目夯实珠三角与京津冀地区的战略布局；第三，公司与海螺水泥、韩国德山实业签订战略合作协议，联合资源，优势互补。

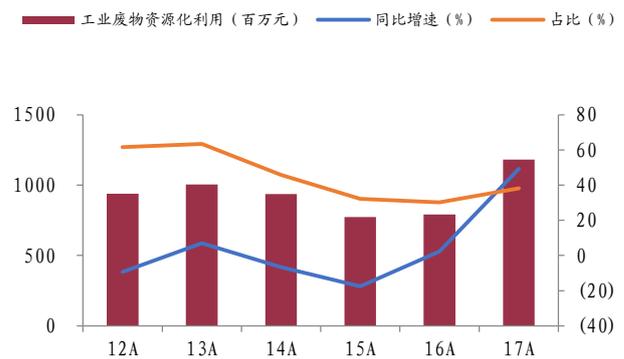
公司未来业绩增长的持续动力在于产能的持续释放以及经营效率上的提升。根据公司规划，预计到2020年公司有望实现350万吨/年的处理能力，复合增长率27%。而广晟公司作为广东省国资委控股企业，入主公司以后有望依靠自身的资源优势为公司异地项目提供助力。未来水泥窑系统处理工艺路径对公司的传统工艺形成替代，叠加行业内在建的危废产能较多，危废处理价格预计较难出现上涨。而公司依靠在危废处理行业的多年经营管理经验，精耕细作，有望提高经营管理效率，增强客户服务，逐步提高市占率。

图 5：17 年公司工业废物处理处置营收增速及占比



资料来源：公司公告，中原证券

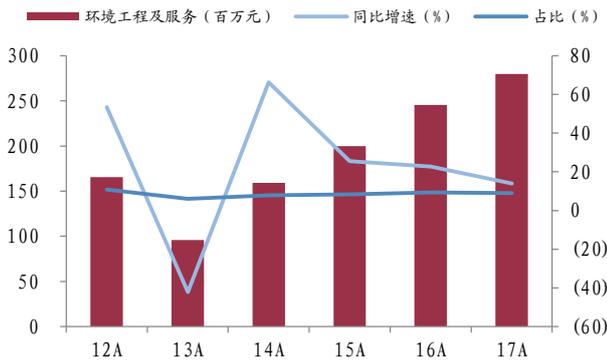
图 6：17 年公司工业废物资源化利用营收增速及占比



资料来源：公司公告，中原证券

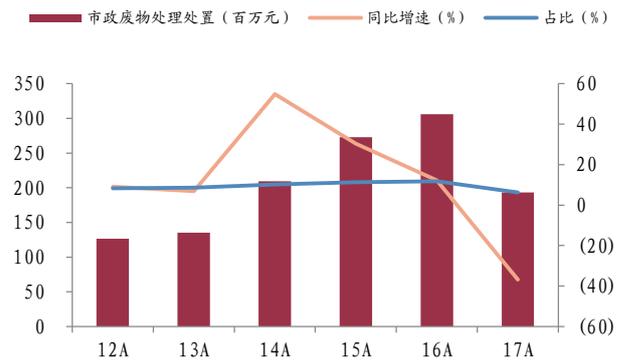
**环境工程及服务业务发展稳健，市政废物处理业务萎缩。**公司环境工程及服务业务实现营业收入2.8亿元，同比增长9.03%。17年签约合同金额4亿元，包含多个危废EPC订单。危废EPC作为公司技术输出的方式，有望在行业产能扩张中受益。公司市政废物处理处置业务实现营业收入1.93亿元，同比下降36.89%，主要受福永污泥填埋场填满，移交政府关停影响。

图 7: 17 年公司环境工程及服务营收增速及占比



资料来源：公司公告，中原证券

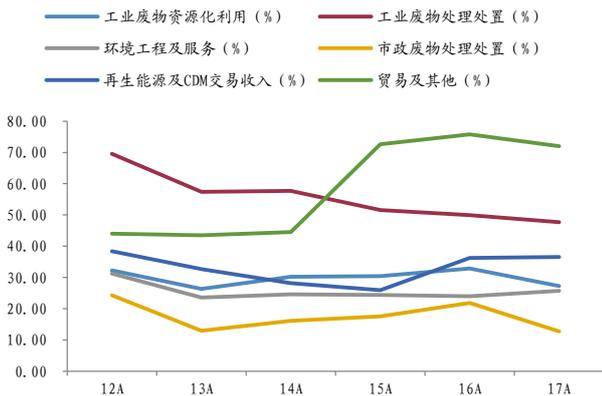
图 8: 17 年公司市政废物处理处置营收增速及占比



资料来源：公司公告，中原证券

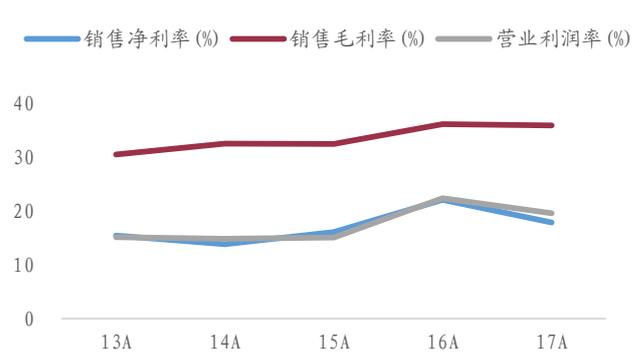
受项目新投产、原材料、人工成本增长较快影响，资源化及处理处置业务毛利率下行。17 年公司销售毛利率 35.88%，同比回落 0.24 个百分点；具体分业务来看，工业废物资源化业务毛利率 27.28%，同比回落 5.64 个百分点；工业废物处理处置业务毛利率 47.74%，同比回落 2.24 个百分点；市政废物处理处置业务毛利率 12.78%，同比回落 9.04 个百分点；环境工程及服务毛利率 25.72%，同比提升 1.71 个百分点。资源化业务原材料采购价格与基本金属价格挂钩，受产品价格传导滞后影响，成本端涨幅高于收入端；另外，道路运输规划变相增加单位运输单价，拉高了运输成本；因此，资源化业务毛利率出现下滑。处理处置业务毛利率下降的原因：一方面，业务结构调整，即低毛利率的物化业务增速超过高毛利率焚烧业务毛利率；另一方面，新增产能爬坡需要一定时间，固定资产折旧较大；另外，行业竞争逐步趋于激烈。预计 18 年公司毛利率改善，主要基于高毛利率焚烧业务投产规模增长，资源化产品价格调整顺利。

图 9: 17 年公司各项业务毛利率



资料来源：Wind，中原证券

图 10: 17 年公司盈利能力变化

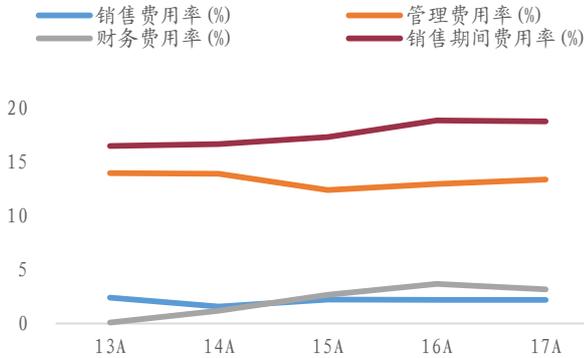


资料来源：Wind，中原证券

期间费用控制较好，财务费用率下降明显。17 年公司期间费用合计 5.82 亿元，同比增长 18%，基本与收入增速匹配。其中，销售费用 0.69 亿元，同比增长 18.64%；管理费用 4.15 亿元，同比增长 22.21%；财务费用 0.99 亿元，同比增长 2.7%。值得关注的是，财务费用并没有出现大幅度上升。公司总体费用控制良好，体现较好的经营管理能力。18 年，公司计划加快在建项目的建设进度，及时投产衡水睿韬、潍坊蓝海、泉州东江、南平项目、沿海固废、南

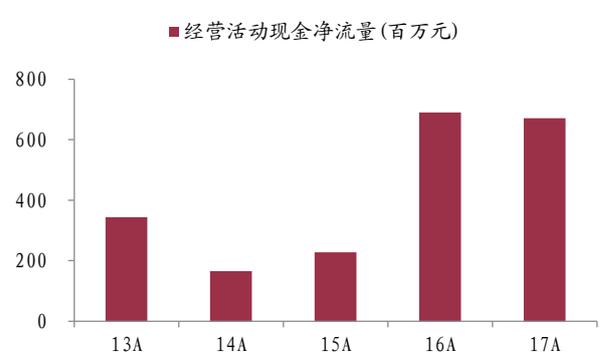
通东江及江西东江铜冶炼项目，以及启动东莞丰业、曹妃甸项目、佛山富龙、四川绵阳、华鑫焚烧技改及与水泥窑协同处置等新建项目。公司目前经营活动现金净流量较为充裕，但考虑到未来较大的资本支出，预计财务费用上升。

图 11: 17 年公司期间费用率变化情况



资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 17 年公司现金流变化情况



资料来源: Wind, 中原证券

**聚焦危废主业，铸就行业龙头地位。**在环保整治趋严、私排入刑、公安部大力打击违法行为的背景下，工业危险废物加速进入正规处理渠道。山东、江浙等危险废物排放大省积极支持集中式危险废物处理设施的建立。行业存在着快速扩张的契机。目前跨界者加入，并且水泥窑协同处理工艺对传统焚烧工艺形成替代，行业竞争趋于激烈，未来存在打价格战的可能性。但是，公司作为国内危险废物处理行业细分领域龙头企业，具备较强竞争优势，主要体现在以下几个方面：其一，占据华东、华南核心产废区域，并积极向京津冀、西南地区扩张，考虑到运输半径问题，跑马圈地年代先行者胜；其二，公司深耕危险废物处理行业多年，具备丰富的经营管理经验与技术积淀，客户优势较为明显；其三，广晟公司入主以后，国资背景背书对异地项目扩张、融资方面提供便利，有利于增强公司资本实力，降低财务成本，加快项目实施进度。综上，公司有望不断提高市场份额，做大做强。

### 3. 盈利预测及估值

**维持公司“买入”投资评级。**公司作为国内危险废物处理行业领先企业，18 年有望新增 70 万吨/年的处理能力，继续领跑行业。短期行业存在竞争加剧风险，但是考虑到公司的快速布局，深厚的经营管理经验，多元化融资渠道，中期市场份额扩大的趋势不变。预计公司 2018、2019 年全面摊薄 EPS 分别为 0.68 元、0.82 元，按照 2018 年 3 月 30 日收盘价 15.18 元/股计算，相应 PE 为 22.2 倍、18.5 倍。公司未来成长预期良好，维持公司“买入”投资评级。

### 4. 风险提示

- 1) 集中处理设施建设进度不及预期;
- 2) 行业热度较高、竞争趋于激烈，焚烧及填埋处理价格下降;
- 3) 资源化业务市场饱和，毛利率下降。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,617.1	3,099.7	4,082.3	5,037.5	6,165.9	成长性					
减: 营业成本	1,671.8	1,987.5	2,542.4	3,152.5	3,884.5	营业收入增长率	8.9%	18.4%	31.7%	23.4%	22.4%
营业税费	38.1	42.0	55.1	68.0	83.2	营业利润增长率	61.4%	3.7%	29.4%	20.6%	22.6%
销售费用	57.8	68.6	90.2	111.3	136.3	净利润增长率	60.5%	-11.3%	28.2%	20.2%	22.2%
管理费用	339.8	415.3	506.2	624.6	764.6	EBITDA 增长率	52.1%	-11.3%	47.5%	26.7%	19.5%
财务费用	96.1	98.7	113.3	143.6	146.4	EBIT 增长率	59.5%	-12.0%	49.8%	21.3%	19.9%
资产减值损失	9.2	11.4	12.0	12.0	12.0	NOPLAT 增长率	59.4%	7.4%	27.4%	21.3%	19.9%
加: 公允价值变动收益	1.1	0.4	1.1	-0.2	-0.3	投资资本增长率	20.3%	21.0%	2.2%	14.9%	-2.4%
投资和汇兑收益	178.8	23.7	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	20.1%	11.8%	14.8%	12.7%	13.8%
营业利润	584.3	605.8	784.1	945.3	1,158.7	利润率					
加: 营业外净收支	89.4	16.8	14.0	14.0	14.0	毛利率	36.1%	35.9%	37.7%	37.4%	37.0%
利润总额	673.7	622.6	798.1	959.3	1,172.7	营业利润率	22.3%	19.5%	19.2%	18.8%	18.8%
减: 所得税	96.6	69.2	88.8	106.7	130.4	净利润率	20.4%	15.3%	14.9%	14.5%	14.5%
净利润	533.8	473.4	606.9	729.4	891.7	EBITDA/营业收入	36.8%	27.6%	30.9%	31.7%	31.0%
EBIT/营业收入						26.0%	19.3%	22.0%	21.6%	21.2%	
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	运营效率					
货币资金	1,160.1	1,242.4	1,636.2	2,019.0	2,471.3	固定资产周转天数	186	177	182	200	187
交易性金融资产	1.7	-	1.1	0.9	0.7	流动营业资本周转天数	43	38	33	31	27
应收帐款	744.1	990.7	1,294.0	1,525.4	1,925.5	流动资产周转天数	346	334	309	309	304
应收票据	43.8	86.4	85.1	126.5	132.5	应收帐款周转天数	108	101	101	101	101
预付帐款	58.6	49.2	88.8	82.4	128.5	存货周转天数	37	34	33	33	33
存货	267.2	312.6	429.1	490.6	642.6	总资产周转天数	1,023	1,012	874	800	724
其他流动资产	436.2	355.0	436.2	436.2	436.2	投资资本周转天数	622	633	533	469	405
可供出售金融资产	14.9	13.4	13.4	13.4	13.4	投资回报率					
持有至到期投资	-	20.0	20.0	20.0	20.0	ROE	16.2%	12.7%	14.2%	15.3%	16.5%
长期股权投资	138.1	243.3	243.3	243.3	243.3	ROA	7.0%	6.0%	6.7%	7.2%	8.0%
投资性房地产	66.4	89.7	89.7	89.7	89.7	ROIC	14.2%	12.7%	13.4%	15.9%	16.5%
固定资产	1,397.2	1,649.5	2,478.1	3,118.2	3,278.6	费用率					
在建工程	1,455.6	1,605.7	1,161.3	1,118.2	1,101.0	销售费用率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
无形资产	828.3	912.3	881.9	851.5	821.1	管理费用率	13.0%	13.4%	12.4%	12.4%	12.4%
其他非流动资产	1,576.9	1,669.8	1,712.8	1,687.9	1,679.0	财务费用率	3.7%	3.2%	2.8%	2.8%	2.4%
资产总额	8,189.1	9,240.1	10,570.8	11,823.1	12,983.4	三费/营业收入	18.9%	18.8%	17.4%	17.5%	17.0%
短期债务	1,735.9	1,872.6	2,773.7	3,184.4	3,039.1	偿债能力					
应付帐款	1,099.6	1,012.4	1,689.4	1,660.6	2,467.3	资产负债率	52.8%	53.2%	53.1%	52.7%	51.0%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	111.8%	113.8%	113.0%	111.3%	103.9%
其他流动负债	572.3	285.1	582.6	550.1	591.3	流动比率	0.80	0.96	0.79	0.87	0.94
长期借款	397.9	292.6	44.6	315.2	-	速动比率	0.72	0.86	0.70	0.78	0.84
其他非流动负债	517.7	1,455.6	517.8	517.8	517.8	利息保障倍数	7.08	6.07	7.92	7.58	8.92
负债总额	4,323.5	4,918.3	5,608.0	6,228.1	6,615.5	分红指标					
少数股东权益	576.8	592.8	695.3	818.5	969.1	DPS(元)	0.12	0.16	0.21	0.25	0.30
股本	887.2	888.2	888.2	888.2	888.2	分红比率	20.1%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%
留存收益	2,602.8	2,955.7	3,379.3	3,888.3	4,510.6	股息收益率	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%	2.0%
股东权益	3,865.7	4,321.8	4,962.7	5,595.0	6,367.9	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.60	0.53	0.68	0.82	1.00
净利润	577.1	553.4	606.9	729.4	891.7	BVPS(元)	3.70	4.20	4.80	5.38	6.08
加: 折旧和摊销	286.3	259.3	363.1	508.5	604.0	PE(X)	25.3	28.5	22.2	18.5	15.1
资产减值准备	9.2	11.4	-	-	-	PB(X)	4.1	3.6	3.2	2.8	2.5
公允价值变动损失	-1.1	-0.4	1.1	-0.2	-0.3	P/FCF	109.3	123.0	32.9	29.6	24.0
财务费用	102.1	105.4	113.3	143.6	146.4	P/S	5.2	4.3	3.3	2.7	2.2
投资收益	-178.8	-23.7	-20.0	-20.0	-20.0	EV/EBITDA	15.7	18.4	12.2	9.8	7.8
少数股东损益	43.3	80.0	102.5	123.2	150.6	CAGR(%)	13.9%	23.5%	22.6%	13.9%	23.5%
营运资金的变动	-179.9	-142.3	179.7	-317.4	292.3	PEG	1.8	1.2	1.0	1.3	0.6
经营活动产生现金流量	689.8	671.4	1,346.5	1,167.2	2,064.7	ROIC/WACC	1.5	1.4	1.4	1.7	1.8
投资活动产生现金流量	-654.1	-992.8	-704.8	-1,054.9	-696.3	REP	2.0	1.9	1.7	1.3	1.2
融资活动产生现金流量	287.5	404.1	-248.0	270.6	-916.1						

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。