

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

签订绵阳工废处置中心投资协议, 战略布局西南区域

——东江环保(002672)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

市场数据(2017-12-01)

发布日期: 2017年12月04日

收盘价(元)	16.30
一年内最高/最低(元)	21.57/14.86
沪深300指数	3998.14
市净率(倍)	4.40
流通市值(亿元)	87.63

投资要点:

事件: 2017年11月30日公司发布公告, 公司与四川省绵阳市涪城区人民政府签订《绵阳工业废弃物资源化利用与无害化处置中心及研发基地项目投资协议书》, 拟建设35万吨/年的工业危废综合处置基地。

点评:

- **积极拓展西南区域, 实现战略布点。** 公司危废处理业务主要在华东、华南地区, 并积极向京津冀等华北地区拓展。本次总投资金额近15亿元, 处置中心建成将形成25万吨/年的无害化、10万吨/年资源化产能。根据《四川省危险废物集中处置设施建设规划》(征求意见稿), 至2020年全省新增危废处理能力40.5万吨/年, 新增医废处理能力8.87万吨/年。绵阳市作为科技城, 预计未来几年危废产量增长迅速, 优先布局者将充分受益。本次投资将会弥补绵阳乃至周边地区危废处理缺口, 扩大公司在西南地区的市场份额, 实现公司全国扩张战略。

基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	3.98
每股经营现金流(元)	0.53
毛利率(%)	36.16
净资产收益率-摊薄(%)	9.24
资产负债率(%)	52.50
总股本/流通股(万股)	88685.71/54207.93
B股/H股(万股)	0/20013.75

- **行业景气度高, 领先企业强者恒强。** 保守估计, 目前危废行业存在近4000万吨/年供需缺口, 焚烧、填埋产能稀缺, 行业持续景气。短期行业面临竞争加剧、异地扩张较为困难、水泥窑协同处理工艺挤占传统工艺市场份额等问题。但由于行业存在资质壁垒、资金壁垒、处理技术壁垒等, 行业领先企业的市场份额有望持续扩大。

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

- **维持公司“买入”评级。** 公司作为国内危废处理行业龙头, 未来三年预计产能扩张复合增长率近25%。公司将受益于行业集中度提升和广晟公司入主后异地扩张能力、融资能力的增强。预计公司2017、18年全面摊薄EPS分别为0.54、0.74元, 按照12月1日16.3元/股收盘价计算, 对应PE分别为30.2和22.0倍。考虑公司较高的成长预期和目前合理的估值水平, 维持公司“买入”评级。

- **风险提示:** 危废集中处理设施建设进度不及预期; 危废处理价格下降。

相关报告

1 《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

2 《东江环保(002672)公司深度分析: 危废处理龙头, 产能有望稳步提高》2017-09-26

3 《东江环保(002672)中报点评: 中报业绩增长不及预期, 不改长期龙头地位》2017-08-24

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,403.0	2,617.1	3,378.4	4,582.8	5,655.6
增长比率	17.4%	8.9%	29.1%	35.7%	23.4%
净利润(百万元)	332.5	533.8	478.8	657.4	802.1
增长比率	32.2%	60.5%	-10.3%	37.3%	22.0%
每股收益(元)	0.37	0.60	0.54	0.74	0.90
市盈率(倍)	43.5	27.1	30.2	22.0	18.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券

表 1: 公司危废子公司分布情况

区域	公司名称	危废业务范围
西北	克拉玛依沃森环保科技有限公司	回收利用废矿物油、危废处置
西南	云南东江环保技术有限公司	建筑废弃物资源化利用
华中	湖南东江环保投资发展有限公司 湖北天银循环经济发展有限公司	环保实业及综合利用项目的投资；环保管理咨询 废弃电器电子产品处理、汽车拆解及危险废物处理等细分领域
华南	深圳市宝安东江环保技术有限公司 深圳市华保科技有限公司 深圳东江华瑞科技有限公司 深圳市龙岗区东江工业废物处置有限公司 惠州市东江环保技术有限公司 惠州市东江运输有限公司 惠州东江威立雅环境服务有限公司 东莞市恒建环保科技有限公司 韶关绿然再生资源发展有限公司 清远市新绿环境技术有限公司 珠海市清新工业环保有限公司 珠海市斗门区永兴盛环保工业废弃物回收综合处理有限公司 江门东江绿达精细化工有限公司	废矿物油、有机溶剂等资源化利用产品；废线路板处理、道路危险化学品运输及运营 共 12 大类别 700 余项检测项目，基本能满足各类环境样品的检测需求 铜源饲料添加剂-碱式氯化铜的研究与生产；蚀刻液的研究、生产、经营 HW17、HW18、HW21、HW22、HW23、HW31、HW32、HW33、HW34、HW35、HW36、HW46、HW48、HW49 共 14 类危险废物处理处置 HW17、HW46、HW22、HW21、HW22、HW34、HW35、HW49 的处理 危险废物，一般货物的运输 45 大类废物处理；13 个地级市危险废物处置特许经营权 环保及污染治理技术研究、开发；蚀刻液废液回收处置及综合利用；危险废物运输 42 大类废物处理；金属以及电子废弃物回收；减量化和无害化处理处置 废物回收处理综合利用、环保工程、PCB 行业、铜水、锡水、含铜污泥、锡渣、回收处理 环保设备的批发、零售；废旧物资回收、收集、贮存、处理危险废物 收集、利用电镀硫酸铜废液、线路板含铜边角料、废矿物油、电池、光管等 废有机溶剂资源化综合回收利用、电子级有机溶剂生产销售为主
华东	江苏如东大恒危险废物处理有限公司 绍兴华鑫环保科技有限公司 南通惠天然固体废物填埋有限公司 厦门绿洲环保产业股份有限公司 盐城市沿海固体废物处置有限公司 昆山市千灯三废净化有限公司 嘉兴德达资源循环利用有限公司 江西东江环保技术有限公司	危险废物处置；燃料油销售，环保信息咨询服务；废水处理技术咨询服务 医疗、医药废物、农药废物、有机溶剂废物、染料涂料废物等收集、贮存、利用、焚烧处置 一般工业固废填埋处置；从事与危险废物安全处置有关的咨询 工业危废处理、医疗废物处置以及废家电拆解、环保设施运营管理 焚烧处置医药废物（HW02）、废药物及药品（HW03）、农药废物（HW04）等 含铜、含锡、废酸、废碱进行处理处置及综合利用 线路板蚀刻液、电镀废液、染料、涂料废物等危险废物的收集、贮存、利用 可处理 49 大类危废名录中的 31 种危险废物
华北	潍坊东江环保蓝海有限公司 衡水睿韬环保技术有限公司	废物的处理及综合利用 环保技术研究及咨询、固体废物治理、危险废物治理、再生物资回收

资料来源：公司官网，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,403.0	2,617.1	3,378.4	4,582.8	5,655.6	成长性					
减: 营业成本	1,624.3	1,671.8	2,139.9	2,914.6	3,607.1	营业收入增长率	17.4%	8.9%	29.1%	35.7%	23.4%
营业税费	17.4	38.1	49.3	66.9	82.6	营业利润增长率	19.4%	61.4%	-4.0%	38.7%	23.1%
销售费用	53.5	57.8	84.8	115.0	142.0	净利润增长率	32.2%	60.5%	-10.3%	37.3%	22.0%
管理费用	298.3	339.8	438.5	594.8	734.1	EBITDA 增长率	38.3%	52.1%	4.2%	36.4%	21.3%
财务费用	64.5	96.1	105.1	113.2	132.5	EBIT 增长率	30.3%	59.5%	-2.1%	33.8%	22.3%
资产减值损失	12.2	9.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	27.1%	59.4%	-2.1%	33.8%	22.3%
加: 公允价值变动收益	-0.5	1.1	0.1	-0.1	0.0	投资资本增长率	39.0%	20.3%	20.3%	11.3%	14.0%
投资和汇兑收益	29.7	178.8	-	-	-	净资产增长率	13.4%	20.1%	16.4%	13.4%	14.2%
营业利润	362.0	584.3	560.8	778.0	957.4	利润率					
加: 营业外净收支	87.4	89.4	65.0	80.6	78.3	毛利率	32.4%	36.1%	36.7%	36.4%	36.2%
利润总额	449.4	673.7	625.8	858.6	1,035.8	营业利润率	15.1%	22.3%	16.6%	17.0%	16.9%
减: 所得税	64.2	96.6	89.7	123.0	148.4	净利润率	13.8%	20.4%	14.2%	14.3%	14.2%
净利润	332.5	533.8	478.8	657.4	802.1	EBITDA/营业收入	26.4%	36.8%	29.7%	29.9%	29.4%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	17.7%	26.0%	19.7%	19.4%	19.3%
货币资金	857.7	1,160.1	748.3	1,015.1	1,252.7	运营效率					
交易性金融资产	1.5	1.7	1.8	1.7	1.7	固定资产周转天数	157	186	190	195	184
应收帐款	820.4	744.1	1,633.8	2,563.9	3,216.3	流动营业资本周转天数	79	43	50	64	79
应收票据	37.3	43.8	60.9	81.2	94.2	流动资产周转天数	342	346	330	326	344
预付帐款	72.9	58.6	109.7	103.4	140.3	应收帐款周转天数	103	108	127	165	184
存货	269.3	267.2	483.2	625.6	854.1	存货周转天数	43	37	40	44	47
其他流动资产	263.6	436.2	436.2	436.2	436.2	总资产周转天数	874	1,023	930	807	759
可供出售金融资产	14.4	14.9	9.8	13.1	12.6	投资资本周转天数	528	622	579	493	450
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	135.1	138.1	138.1	138.1	138.1	ROE	12.1%	16.2%	12.4%	15.0%	16.0%
投资性房地产	53.9	66.4	66.4	66.4	66.4	ROA	5.8%	7.0%	5.8%	6.5%	7.1%
固定资产	1,300.2	1,397.2	2,173.1	2,803.0	2,977.6	ROIC	12.4%	14.2%	11.6%	12.9%	14.1%
在建工程	920.8	1,455.6	1,086.2	1,080.7	1,078.5	费用率					
无形资产	734.9	828.3	800.7	773.1	745.5	销售费用率	2.2%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	1,203.1	1,576.9	1,519.6	1,576.3	1,555.4	管理费用率	12.4%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
资产总额	6,685.2	8,189.1	9,267.8	11,277.6	12,569.5	财务费用率	2.7%	3.7%	3.1%	2.5%	2.3%
短期债务	1,271.2	1,735.9	1,767.9	1,974.5	2,288.7	三费/营业收入	17.3%	18.9%	18.6%	18.0%	17.8%
应付帐款	760.7	1,099.6	1,532.0	2,393.5	2,886.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	51.8%	52.8%	51.5%	54.8%	53.7%
其他流动负债	560.9	572.3	663.2	851.4	494.1	负债权益比	107.6%	111.8%	106.0%	121.0%	115.8%
长期借款	378.6	397.9	288.1	437.8	556.4	流动比率	0.90	0.80	0.88	0.92	1.06
其他非流动负债	494.3	517.7	517.8	517.8	517.8	速动比率	0.79	0.72	0.75	0.80	0.91
负债总额	3,465.7	4,323.5	4,768.9	6,175.0	6,743.6	利息保障倍数	6.61	7.08	6.33	7.87	8.23
少数股东权益	466.4	576.8	634.2	712.3	797.6	分红指标					
股本	869.4	887.2	886.9	886.9	886.9	DPS(元)	0.08	0.12	0.11	0.15	0.18
留存收益	1,982.1	2,602.8	2,977.8	3,503.5	4,141.4	分红比率	20.9%	20.1%	20.6%	20.5%	20.4%
股东权益	3,219.5	3,865.7	4,498.9	5,102.7	5,825.8	股息收益率	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	385.2	577.1	478.8	657.4	802.1	EPS(元)	0.37	0.60	0.54	0.74	0.90
加: 折旧和摊销	209.3	286.3	337.9	478.5	572.0	BVPS(元)	3.10	3.70	4.36	4.95	5.67
资产减值准备	12.2	9.2	-	-	-	PE(X)	43.5	27.1	30.2	22.0	18.0
公允价值变动损失	0.5	-1.1	0.1	-0.1	0.0	PB(X)	5.3	4.4	3.7	3.3	2.9
财务费用	80.8	102.1	105.1	113.2	132.5	P/FCF	150.6	117.4	-23.0	38.0	49.0
投资收益	-29.7	-178.8	-	-	-	P/S	6.0	5.5	4.3	3.2	2.6
少数股东损益	52.6	43.3	57.4	78.1	85.3	EV/EBITDA	24.5	16.7	16.5	12.2	10.2
营运资金的变动	-719.0	-179.9	-569.4	-131.9	-756.3	CAGR(%)	24.1%	15.4%	23.8%	24.1%	15.4%
经营活动产生现金流量	227.8	689.8	409.9	1,195.3	835.5	PEG	1.8	1.8	1.3	0.9	1.2
投资活动产生现金流量	-915.6	-654.1	-711.8	-1,078.3	-716.4	ROIC/WACC	1.3	1.5	1.2	1.3	1.5
融资活动产生现金流量	479.7	287.5	-109.8	149.8	118.6	REP	2.9	2.2	2.3	1.9	1.5

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。