

# 东江环保 (002672.SZ) 环保设备行业

评级: 增持 维持评级

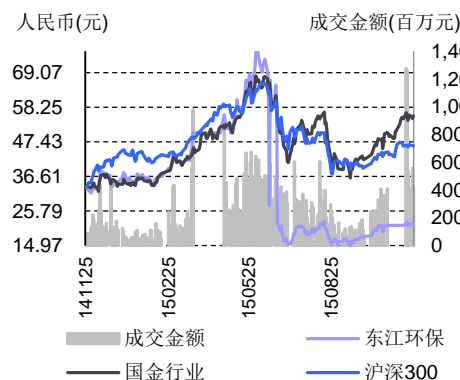
公司点评

市场价格(人民币): 21.37元  
目标价格(人民币): 20.00-20.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	429.19
流通港股(百万股)	200.14
总市值(百万元)	18,581.58
年内股价最高最低(元)	75.76/14.97
沪深300指数	3753.89
深证成指	12694.86



## 相关报告

- 《业务增速符合预期, 黑天鹅事件加大风险-东江环保三季报点评: 业...》, 2015.11.2
- 《坚定长期信心, 看淡短期扰动-东江环保点评: 坚定长期信心, 看淡...》, 2015.9.25
- 《产能爆发就在眼前, 标的稀缺更显珍贵-东江环保: 产能爆发就在眼...》, 2015.9.7

戚政韬 CFA 联系人  
qizhengtao@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 大进军, 挺进江浙沪

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015	2016	2017
摊薄每股收益(元)	0.61	0.73	0.38	0.51	0.60
每股净资产(元)	10.85	8.16	4.50	4.95	5.48
每股经营性现金流(元)	1.52	0.48	0.58	0.68	0.94
市盈率(倍)	56.85	47.82	55.76	41.66	35.89
净利润增长率(%)	-17.13%	15.94%	37.90%	30.14%	16.46%
净资产收益率(%)	28.75%	15.77%	15.07%	16.48%	16.51%
总股本(百万股)	225.71	347.84	869.52	869.52	869.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 东江环保于 24 日晚间发布公告, 宣布以自有资金人民币 2.5 亿元收购两家江苏危废处理企业如东大恒和南通惠天然 100% 的股份。预期到 2016 年底共增加危废无害化处理能力 3.9 万吨/年及工业废物处理能力 1 万吨/年。公司最近在危废扩张方向上的连续动作引人注目。

### 经营分析

- 持续加码江浙市场:** 截止到 2013 年底, 江苏和浙江工业危废产量分别位列全国的第三和第四位, 年产量超过 400 万吨, 占全国当年 2937 万吨总产生量的 13.5%。公司通过前期收购江联环保, 近期累计在江浙地区新增处理能力 5.88 万吨/年处理能力, 比原先预期的年底 2 万吨的处理能力扩张了 194%, 迅速在江浙市场打开了局面。
- 无害化焚烧领域将是未来的侧重点:** 公司近期收购的项目, 均为危废无害化焚烧项目, 长期来看, 将显著增强公司的盈利能力。从处理价格来看, 目前全国填埋价格在 1800-2000 元/吨, 焚烧价格在 3500-4000 元/吨左右, 最高的如江苏, 焚烧价格可以在 6000+元/吨。公司目前危废领域的毛利率在 40% 以上, 我们有信心看到随着焚烧业务的加码, 公司危废业务的毛利呈现上升的趋势。
- 明年业绩存在超预期的可能:** 虽然近期收购的三家公司按 15 年全年营业收入来看, 只占我们 16 年预测收入的 1.3%, 但我们认为公司近期迅速的扩张势头很可能预示着明年并购业务的提速。目前公司管理层稳定, 通过迅速的扩张也彰显出对自身发展思路的自信。

### 盈利调整

- 我们维持公司 2015/2016 年实现净利润 3.89/5.06 亿的盈利预测, 对应 EPS 0.38/0.51 元/股。

### 投资建议

- 目前股价对应摊薄后 56x15/42x16PE。维持增持评级。

## 附录：公司报表摘要

## 损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>主营业务收入</b>	<b>1,522</b>	<b>1,583</b>	<b>2,048</b>	<b>2,654</b>	<b>3,609</b>	<b>4,237</b>
增长率		4%	29%	30%	36%	17%
<b>主营业务成本</b>	<b>-960</b>	<b>-1,100</b>	<b>-1,382</b>	<b>-1,755</b>	<b>-2,401</b>	<b>-2,819</b>
<b>% 销售收入</b>	<b>63.1%</b>	<b>69.5%</b>	<b>67.5%</b>	<b>66.1%</b>	<b>66.5%</b>	<b>66.5%</b>
<b>毛利</b>	<b>562</b>	<b>483</b>	<b>665</b>	<b>898</b>	<b>1,208</b>	<b>1,417</b>
% 销售收入	36.9%	30.5%	32.5%	33.9%	33.5%	33.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-15</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>	<b>-20</b>
% 销售收入	1.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>营业费用</b>	<b>-34</b>	<b>-38</b>	<b>-32</b>	<b>-42</b>	<b>-57</b>	<b>-67</b>
% 销售收入	2.2%	2.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
<b>管理费用</b>	<b>-208</b>	<b>-221</b>	<b>-285</b>	<b>-369</b>	<b>-502</b>	<b>-590</b>
% 销售收入	13.7%	14.0%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>305</b>	<b>213</b>	<b>338</b>	<b>475</b>	<b>632</b>	<b>741</b>
% 销售收入	20.1%	13.5%	16.5%	17.9%	17.5%	17.5%
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-24</b>	<b>-84</b>	<b>-109</b>	<b>-120</b>
% 销售收入	0.2%	0.1%	1.2%	3.2%	3.0%	2.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>2</b>	<b>-8</b>	<b>-48</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>12</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>
% 税前利润	3.5%	13.2%	11.2%	8.0%	6.3%	5.4%
<b>营业利润</b>	<b>316</b>	<b>239</b>	<b>303</b>	<b>422</b>	<b>553</b>	<b>650</b>
营业利润率	20.8%	15.1%	14.8%	15.9%	15.3%	15.3%
<b>营业外收支</b>	<b>17</b>	<b>33</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>24</b>
<b>税前利润</b>	<b>333</b>	<b>271</b>	<b>322</b>	<b>448</b>	<b>575</b>	<b>673</b>
利润率	21.9%	17.2%	15.7%	16.9%	15.9%	15.9%
<b>所得税</b>	<b>-39</b>	<b>-28</b>	<b>-39</b>	<b>-58</b>	<b>-68</b>	<b>-83</b>
所得税率	11.6%	10.3%	12.1%	13.0%	11.8%	12.3%
<b>净利润</b>	<b>294</b>	<b>244</b>	<b>282</b>	<b>390</b>	<b>507</b>	<b>590</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>27</b>	<b>35</b>	<b>31</b>	<b>54</b>	<b>58</b>	<b>70</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>267</b>	<b>208</b>	<b>252</b>	<b>335</b>	<b>449</b>	<b>521</b>
净利率	17.5%	13.2%	12.3%	12.6%	12.4%	12.3%

## 现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>294</b>	<b>244</b>	<b>282</b>	<b>390</b>	<b>507</b>	<b>590</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>73</b>	<b>104</b>	<b>182</b>	<b>210</b>	<b>248</b>	<b>287</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-25</b>	<b>-54</b>	<b>-29</b>	<b>-87</b>	<b>-150</b>	<b>-55</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-30</b>	<b>50</b>	<b>-270</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>	<b>-6</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>312</b>	<b>344</b>	<b>166</b>	<b>502</b>	<b>594</b>	<b>817</b>
<b>资本开支</b>	<b>-257</b>	<b>-462</b>	<b>-1,008</b>	<b>-758</b>	<b>-822</b>	<b>-830</b>
<b>投资</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>38</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-256</b>	<b>-459</b>	<b>-970</b>	<b>-758</b>	<b>-822</b>	<b>-830</b>
<b>股权募资</b>	<b>957</b>	<b>-84</b>	<b>4</b>	<b>-84</b>	<b>-112</b>	<b>-130</b>
<b>债权募资</b>	<b>-212</b>	<b>138</b>	<b>903</b>	<b>1,162</b>	<b>629</b>	<b>273</b>
<b>其他</b>	<b>-32</b>	<b>-20</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>713</b>	<b>33</b>	<b>894</b>	<b>1,078</b>	<b>517</b>	<b>142</b>
<b>现金净流量</b>	<b>769</b>	<b>-82</b>	<b>89</b>	<b>822</b>	<b>289</b>	<b>129</b>

来源：国金证券研究所

## 资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>货币资金</b>	<b>1,028</b>	<b>947</b>	<b>1,028</b>	<b>1,846</b>	<b>2,135</b>	<b>2,264</b>
<b>应收款项</b>	<b>207</b>	<b>180</b>	<b>471</b>	<b>727</b>	<b>986</b>	<b>1,161</b>
<b>存货</b>	<b>258</b>	<b>244</b>	<b>300</b>	<b>727</b>	<b>986</b>	<b>1,161</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>273</b>	<b>256</b>	<b>441</b>	<b>219</b>	<b>297</b>	<b>349</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,767</b>	<b>1,627</b>	<b>2,241</b>	<b>3,519</b>	<b>4,404</b>	<b>4,935</b>
% 总资产	56.8%	49.8%	45.0%	55.2%	58.5%	59.1%
<b>长期投资</b>	<b>81</b>	<b>104</b>	<b>101</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>572</b>	<b>588</b>	<b>790</b>	<b>994</b>	<b>1,080</b>	<b>1,151</b>
% 总资产	18.4%	18.0%	15.8%	15.6%	14.4%	13.8%
<b>无形资产</b>	<b>690</b>	<b>949</b>	<b>1,853</b>	<b>1,859</b>	<b>2,042</b>	<b>2,260</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,343</b>	<b>1,641</b>	<b>2,744</b>	<b>2,853</b>	<b>3,122</b>	<b>3,411</b>
% 总资产	43.2%	50.2%	55.0%	44.8%	41.5%	40.9%
<b>资产总计</b>	<b>3,110</b>	<b>3,267</b>	<b>4,985</b>	<b>6,372</b>	<b>7,526</b>	<b>8,346</b>
<b>短期借款</b>	<b>38</b>	<b>266</b>	<b>559</b>	<b>839</b>	<b>1,091</b>	<b>1,200</b>
<b>应付款项</b>	<b>210</b>	<b>158</b>	<b>291</b>	<b>364</b>	<b>493</b>	<b>580</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>376</b>	<b>182</b>	<b>467</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>流动负债</b>	<b>623</b>	<b>606</b>	<b>1,317</b>	<b>1,202</b>	<b>1,584</b>	<b>1,780</b>
<b>长期贷款</b>	<b>111</b>	<b>125</b>	<b>376</b>	<b>1,258</b>	<b>1,636</b>	<b>1,799</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>102</b>	<b>87</b>	<b>453</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>837</b>	<b>817</b>	<b>2,147</b>	<b>2,461</b>	<b>3,219</b>	<b>3,579</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,094</b>	<b>2,242</b>	<b>2,442</b>	<b>3,461</b>	<b>3,797</b>	<b>4,188</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>179</b>	<b>208</b>	<b>396</b>	<b>451</b>	<b>509</b>	<b>579</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,110</b>	<b>3,267</b>	<b>4,985</b>	<b>6,372</b>	<b>7,526</b>	<b>8,346</b>

## 比率分析

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.230	0.610	0.726	0.383	0.513	0.595
每股净资产	15.105	10.854	8.161	4.498	4.952	5.482
每股经营现金净流	2.072	1.524	0.476	0.577	0.683	0.940
每股股利	0.400	0.308	0.150	0.096	0.129	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	27.20%	28.75%	15.77%	15.07%	16.48%	16.51%
总资产收益率	9.87%	6.29%	5.83%	7.38%	8.32%	8.79%
投入资本收益率	12.14%	8.58%	6.84%	6.48%	7.21%	7.60%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.36%	4.04%	29.35%	29.61%	36.00%	17.39%
EBIT增长率	22.71%	-21.79%	41.71%	60.68%	28.39%	16.88%
净利润增长率	34.14%	-17.13%	15.94%	37.90%	30.14%	16.46%
总资产增长率	5.08%	52.58%	27.81%	18.10%	10.90%	8.58%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	60.5	53.7	99.2	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	98.6	81.1	79.3	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	50.5	36.4	51.8	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	108.6	98.4	126.7	130.0	130.0	130.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-38.66%	-22.71%	-3.24%	6.42%	13.74%	15.41%
EBIT利息保障倍数	96.2	139.9	12.0	5.6	5.7	6.1
资产负债率	26.91%	25.02%	43.06%	38.62%	42.78%	42.89%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

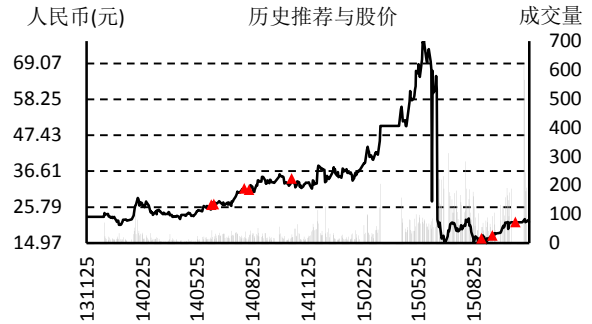
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-06-19	买入	37.92	50.00~0.00
2	2014-06-23	买入	41.09	50.00~54.00
3	2014-08-12	买入	31.29	N/A
4	2014-08-20	买入	30.52	N/A
5	2014-10-29	买入	33.62	N/A
6	2015-09-07	买入	16.24	20.00~20.00
7	2015-09-25	买入	16.79	N/A
8	2015-11-02	增持	21.28	20.00~20.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD