

审慎推荐-A (维持)

东江环保 002672.SZ

当前股价：17.78 元
2017 年 03 月 30 日

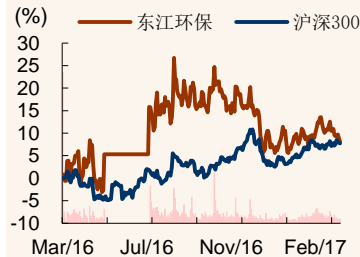
纯阳看年报之关于东江环保年报的四点分析，立足危废或将拓展 PPP 业务，未来发展可期

基础数据

上证综指	3241
总股本 (万股)	88715
已上市流通股 (万股)	43728
总市值 (亿元)	158
流通市值 (亿元)	78
每股净资产 (MRQ)	3.5
ROE (TTM)	14.4
资产负债率	53.5%
主要股东	张维仰
主要股东持股比例	20.94%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-6	10
相对表现	-2	-14	1



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东江环保 (002672) —2016 年三季度报点评：主业稳健发展，股权转让投资收益促净利润大增》2016-10-31
- 2、《东江环保 (002672) —2016 年中报点评：危废龙头业绩利润持续增长，今年预计完成两大战略转型》2016-08-25
- 3、《东江环保 (002672) —剥离电

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

研究助理

弋隽雅

yijunya@cmschina.com.cn

我们从利润、盈利质量、大事件、盈利预期四个角度对东江环保的年报进行了立体分析。东江环保 2016 年危废业务有序推进，高毛利率无害化业务收入同比增长 43.65%，抵消剥离部分拆解业务带来的收入下降，预计近期危废业务因新基地投产和老基地产能利用率提高而保持持续增长。2016 年东江完成控股股东变更，未来东江在广晟的支持下，或将拓展环保产业园和 PPP 项目，这些新的业绩增长点将为公司发展带来额外的弹性，维持“审慎推荐-A”评级。

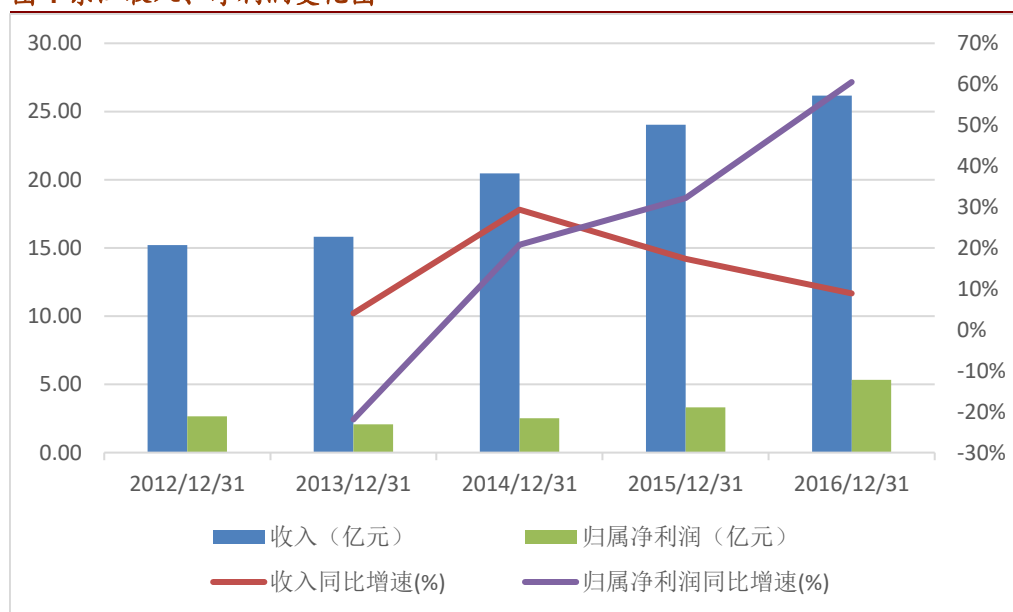
- **利润表分析：**2016 年公司实现营业收入 26.17 亿元，同比增长 8.91%。公司收入仍然增长但是增速下降，主要是因为部分家电拆解业务剥离导致该部分业务收入较 2015 年全年下降 1.74 亿元。无害化业务的迅猛增长抵消了拆解业务对收入的不利影响。2015 年和 2016 年，公司主营业务综合毛利率分别为 32.41%和 36.12%，2016 年较上年同期提升 3.71pct。2016 年的费用率较 2015 年同期提高了 2.11pct，小于毛利率提升的 3.71pct。其中，财务费用率从 2.7%提升至 3.7%，同比提高了 1.0pct，为提升最明显的一项。
- **现金流量分析：**2016 年，东江销售商品、提供劳务收到的现金 27.86 亿元，同比增长 13%，增速高于收入 8.91%的增速，占营业收入的比重为 106%，同比提高 4pct。另外，应收账款降低 2.1 亿元，同比减少 30.40%，变动幅度较大。现金流情况好转和应收账款减少，主要是因为剥离了现金流量较差的部分家电拆解业务。
- **大事件：**(1) 广晟成为控股股东，不断增持彰显发展信心。截至 2016 年年报发布日，广晟公司及其下属子公司持有公司股份合计 139,456,690 股，占公司股本的 15.72%。(2) 绿色公司债券成功发行，拓展公司融资渠道。首期发行规模为 6 亿元，占核准债券发行规模六成，发行票面利率为 4.9%。(3) 2016 年 11 月 8 日东江完成了股权激励的首期授予，授予价格为 8.79 元，发行数量为 1,814 万股，授予人数为 332 名核心骨干员工。
- **投资建议及盈利预测：**若新建及改扩建的各危废基地投产进度良好，市场拓展顺利，则公司危废业务仍将保持较高的增速，从而为公司的业绩增长做出显著贡献。若未来公司成功拓展 PPP 业务并借助控股股东帮助使项目迅速落地转化为业绩，则将为公司业绩带来额外的弹性。我们预计公司 2017、2018 年归属净利润分别是 5.4 亿元、6.8 亿元，对应 EPS 分别是 0.60、0.77，2017 年 3 月 29 日收盘价 17.78 元/股对应 2017-2018 年的估值分别是 29 倍、23 倍。若按照 2018 年业绩给予 35 倍 PE，则目标价为 27.0 元，维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示：**项目投产进度或市场开拓不及预期。并购进度和规模不达预期。

事件：

东江环保 2017 年 3 月 29 日晚间发布 2016 年年报，2016 年公司实现营业收入 26.17 亿元，同比增长 8.91%；综合毛利率 36.12%，较去年同期上升 3.71pct，归属上市公司股东的净利润为 5.34 亿元，同比增长 60.53%，扣非归属净利润为 3.79 亿元，同比增长 27.39%，基本每股收益 0.62 元/股。

利润分配：以 2016 年 12 月 31 日总股本 887,152,102 股，扣除拟回购注销的限制性股票 295,000 股，即以 886,857,102 为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.21 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。

本次年报的业绩及增速略超我们的预期，主要因为出售子公司产生的投资收益略超预期，其他版块业务发展基本符合我们的预期。

评论：**一、利润表分析：收入增长 8.91%，归属净利润增长 60.53%，扣非归属净利润增长 27.39%****图 1 东江收入、净利润变化图**

资料来源：公司年报，招商证券

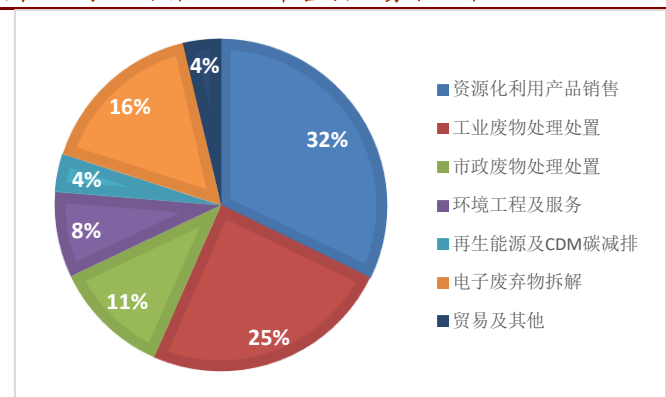
(1) 收入增长 8.91%，归属净利润增长 60.53%

2016 年公司实现营业收入 26.17 亿元，同比增长 8.91%。公司收入仍然增长但是增速下降，主要是因为部分家电拆解业务剥离导致该部分业务收入较 2015 年全年下降 1.74 亿元。无害化业务和环境工程业务发展迅速，资源化业务和市政废物处理处置及再生能源利用业务稳步提升，非拆解业务的迅猛增长抵消了拆借业务对收入的不利影响。

- **无害化业务：**得益于沿海固废、如东大恒等无害化项目相继投产运营，无害化业务较 2015 年有较大增幅。危废焚烧项目的收集量及处置量同比均有较大增幅，同时东江将成熟的市场管理模式复制至华中、华北等区域，新投产项目运行良好。2016 年东江工业废物无害化业务收入 84,327 万元，较 2015 年同期增长 43.65%，占总收入比为 32.22%，已成为东江最主要的效益贡献业务。

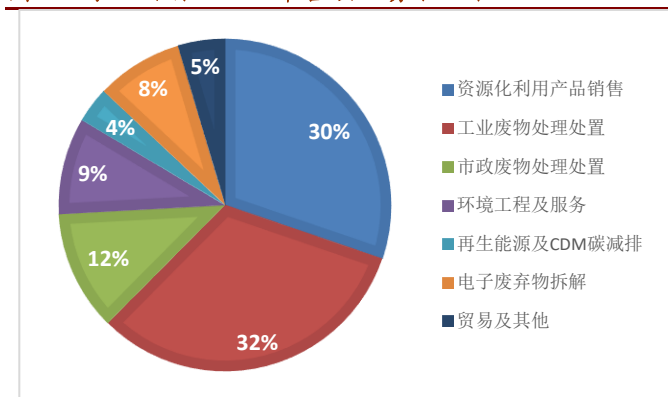
- **资源化业务:** 2016 年内新投产项目增加资源化利用产能提升, 资源化利用产品销售较去年上涨 2.34%, 销售收入 79,123 万元, 占总收入比为 30.23%。
- **家电拆解业务:** 为进一步聚焦主业危废处理业务, 东江通过转让清远东江及湖北东江 100% 股权方式剥离了部分家电拆解资产, 并取得投资收益。
- **环境工程及服务:** 2016 年, 东江新签约环保工程项目 14 个, 合同金额 22,084 万元, 成功承接湖北江陵污水处理厂项目、阳新项目等工业和市政污水处理工程新项目。环境工程及服务收入实现营业收入 24,543 万元, 较去年同期增长 22.74%。
- **市政废物处理处置:** 收入 30,577 万元, 较去年同期增长 12.16%。业绩增长主要来源于市政污水处理、生活垃圾填埋及发电等项目稳步运行, 2016 年罗湖餐厨垃圾项目投入运营, 日均餐厨垃圾收运量为 120 吨, 处理能力逐步上升。

图 2: 东江环保 2015 年各项业务收入占比



资料来源: 年报数据、招商证券

图 3: 东江环保 2016 年各项业务收入占比



资料来源: 年报数据、招商证券

(2) 毛利率和费用率分析

2016 年, 东江归属净利润为 5.34 亿元, 同比增长 60.53%, 扣非归属净利润为 3.79 亿元, 同比增长 27.39%, 增速均超过收入增速。营业收入和净利润同比增速的差别除了拆借业务收入降低的影响, 还由下列因素导致:

- **综合毛利率提高:** 2015 年和 2016 年, 公司主营业务综合毛利率分别为 32.41% 和 36.12%, 2016 年较上年同期提升 3.71pct。其中, 无害化业务因业务监管和要求加严, 处理、管理、运输等成本提升, 毛利率较去年同期降低 1.59pct, 但仍然保持在 49.98% 的较高水平; 资源化业务因 2016 年金属价格提升以及东江价格联动机制控制成本得当, 毛利率提升至 32.92%; 市政废物处理的毛利率也从 2015 年的 17.59% 提升 4.23pct 至 21.82%。整体而言, 综合毛利率的提升主要得益于毛利率较高的无害化业务占比大幅提升, 毛利率较低的电子拆解业务部分剥离占比大幅下降。预计, 若明年无害化业务继续稳健发展, 占比继续提升, 则综合毛利率有望继续提高。
- **费用率小幅提升, 但幅度不及毛利率提升幅度:** 根据费用率的表格可以看出, 2016 年的费用率较 2015 年同期提高了 2.11pct, 小于毛利率提升的 3.71pct。其中, 财务费用率从 2.7% 提升至 3.7%, 同比提高了 1.0pct, 为提升最明显的一项。
 - (1) 2016 年, 东江销售费用为 0.58 亿元, 同比增长 8.17%, 销售费用率为 2.21%, 较去年同期降低 0.02pct。主要是因为 2016 年公司加大了市场开拓力度, 同时相对于 2015 年同期, 合并范围发生改变, 子公司增加所致。

- (2) 管理费用为 3.40 亿元，同比增长 13.91%，管理费用率为 12.98%，较去年同期增长 0.57pct。其中研发投入增加 0.16 亿元，同比提升 13.84%。另外，相对于 2015 年，子公司增加以及国内最低用工成本不断提升也导致管理费用提升。
- (3) 财务费用为 0.96 亿元，同比增长 48.94%，财务费用率为 3.67%，较去年同期增长 0.99pct。由于规模扩大，资金需求不断增加，银行贷款增加，因此利息支出增加。另外，随着募集资金投入使用，银行存款利息也相应减少。
- (4) 总体而言，费用率提升幅度控制得当，未来若定增、绿色债券等低成本融资推进，则财务费用率有望降低。

表 1：费用率分析表（单位：百万元，%）

	销售总收入	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率	营业税金	营业税/收入	资产减值损失	资产减值/收入
2014	2047.5	32.5	1.6%	285.0	13.9%	24.2	1.2%	9.6	0.5%	47.7	2.3%
2015	2403.0	53.5	2.2%	298.3	12.4%	64.5	2.7%	17.4	0.7%	12.2	0.5%
2016	2617.1	57.8	2.2%	339.8	13.0%	96.1	3.7%	38.1	1.5%	9.2	0.3%
2015YoY	17.4%	64.7%	0.6pct	4.7%	-1.5pct	166.5%	1.5pct	81.1%	0.3%	-74.4%	-1.8%
2016YoY	8.9%	8.2%	0.0pct	13.9%	0.6pct	48.9%	1.0pct	119.2%	0.7%	-25.1%	-0.2%

资料来源：公司年报，招商证券

二、现金流状况分析：现金回流变好，应收账款显著降低

2016 年公司现金回流状况优于去年同期水平。公司销售商品、提供劳务收到的现金 27.86 亿元，同比增长 13%，增速高于收入 8.91% 的增速，占营业收入的比重为 106%，同比提高 4pct。现金流情况好转，主要是因为剥离了现金流量较差的部分家电拆解业务。

表 2：现金流量分析（百万元，%）

	营业收入	销售商品提供劳务收到的现金	占营收比重	应收账款	占营收比重	存货	占营收比重	应付账款	预付账款	预收账款	其他应付款
2014	2048	1,999	98%	471	23%	300	15%	291	63	35	176
2015	2403	2,463	102%	709	29%	269	11%	447	73	79	314
2016	2617	2,786	106%	493	19%	267	10%	713	59	123	386
2015YOY	17%	23%	4pct	50%	6pct	-10%	-4pct	54%	16%	126%	78%
2016YOY	9%	13%	4pct	-30%	-10pct	-1%	-1pct	60%	-20%	56%	23%

资料来源：公司年报，招商证券

- 应收账款同比降低 30.40%，应收/营业收入比重为 18.85%，较去年同期降低 10.65pct，变化幅度较大。应收账款降低主要是转让了主营废旧家电拆解业务的清远东江及湖北东江全部股权，该业务回款速度相对缓慢，同时加强了对应收账款的回收。若无重大业务转型，预计未来应收账款占营业收入比重将会保持当前水平附近。
- 存货同比降低 0.78%，存货/营业收入比重为 10.21%，较去年同期降低 1.00pct，变化幅度较小。
- 应付账款同比增长 59.59%，应付账款/营业收入比重为 27.25%，较去年同期提升 8.65pct，变化幅度较大。主要是因为公司议价能力强，在建工程增加，因此应付

账款中原料款和工程款有所提升。

- 预付款同比降低 19.61%，预付款/营业收入比重为 2.24%，较去年同期降低 0.79pct，变化幅度较小。
- 预收账款同比增长 56.14%，预收账款/营业收入比重为 4.69%，较去年同期提升 1.42pct，变化幅度较小。

三、大事件分析：

(1) 广晟成为控股股东，不断增持彰显发展信心

2016 年 10 月，东江控股股东变更为广晟，实际控制人变更为广东省国资委。在广晟的大力支持下，东江根据多年来的发展优势及经验，结合未来环保产业发展态势，未来将“以技术创新为导向、以危废为基础的中国领先一站式综合环保服务提供商”作为发展战略。

2016 年 11 月 8 日至 2017 年 1 月 10 日期间，广晟金控增持公司 A 股股份合计 4,673,592 股，占公司总股本 0.53%，增持均价为人民币 17.93 元/股。

2017 年 1 月 18 日，广晟与张维仰先生签署《关于东江环保股份有限东江 6.88% 股权之转让协议》，广晟受让张维仰先生持有东江 61,030,624 股股份，占东江总股本的 6.88%，转让价格为 22.126 元/股，总价款为 135,036.36 万元。

2017 年 2 月 7 日，6.88% 股份完成过户，转让完成后：广晟将持有东江 134,126,747 股，占东江股本总额的 15.12%，成为第一大股东及控股股东。张维仰先生仍持有东江股份 121,055,678 股，占东江股本总额的 13.66%，为公司第二大股东；本次股权转让完成后，广晟公司可实际支配表决权的上市公司股份数量和比例未发生变化。

2017 年 1 月 12 日至 2017 年 2 月 16 日期间，广晟金控增持公司 A 股股份合计 8,871,576 股，占公司总股本 1.00%，增持均价为人民币 18.14 元/股；

截止 2017 年 3 月 29 日即 2016 年报发布日，广晟公司及其下属子公司持有公司股份合计 139,456,690 股，占公司股本的 15.72%。

(2) 绿色公司债券成功发行，拓展公司融资渠道

在控股股东广晟的全力支持下，东江 2017 年成功发行绿色公司债券“17 东江 G1”。首期发行规模为 6 亿元，占核准债券发行规模六成，发行票面利率为 4.9%。

东江成为首家在深交所公开发行绿色债券并上市的企业，充分体现公司的创新型融资能力，并有助于优化资本结构，降低融资成本，进一步为后续项目运营及拓展提供强有力的资金保障。

(3) 2016 年股权激励计划限制性股票首期成功授予

2016 年 11 月 8 日公司完成了股权激励的首期授予，授予价格为 8.79 元，发行数量为 1,814 万股，授予人数为 332 名核心骨干员工，有利于稳定公司现有经营团队，助力公司持续发展。

四、公司业务发展、盈利预测与投资建议：

1、危废业务持续推进，仍将是近期收入和利润的主要来源

2016 年，东江已拥有国家危险废物名录中 46 大类中的 44 类危废经营资质，已取得工

业危险废物资质近 150 万吨/年，产能结构持续优化。新建工业废物无害化项目产能释放促使公司无害化业务收入利润迅猛提升，且这一情况预计仍会在 2017 年发生。

2016 年正式投产：东江威立雅焚烧扩建项目 2 万吨/年、沿海固废 2.69 万吨/年焚烧项目、南通惠天然 2 万吨/吨危废填埋项目于 2016 年相继正式投产运营。

2016 年试运行：江西省工业固体废物处置中心项目一期无害化项目 8.6 万吨/年、如东大恒 1.9 万吨/年焚烧项目、珠海永兴盛 1 万吨/年焚烧项目及湖北天银 2 万吨/年焚烧项目均进入试运行阶段。

2017 年及后续推进：潍坊东江获得包括 6 万吨/年危废焚烧项目在内的近 20 万吨处置项目环评批复，泉州 PPP 项目亦预计于 2017 年底建成。此外将推进包括东莞恒建、衡水睿涛、山东潍坊、湖北仙桃等项目的建设投产进度，确保江西东江、沿海固废、珠海永兴盛、如东大恒、华鑫环保、湖北天银等的焚烧设施稳态运行，提高产能利用率。同时加快推进江门东江、宝安东江、龙岗处置、华鑫环保、沿海固废等基地的扩改建及优化升级工作，充分匹配市场需求。

2、扩大业务领域，或将拓展 PPP 业务，打造新的盈利增长点：

- 1) 战略：提出打造新的盈利增长点。**根据 2016 年年报提到的发展战略，东江为了巩固龙头地位，在扩大危废处置能力同时，积极拓展多种业态，特别是投资环保 PPP 项目，主要包括市政固废处理（填埋、焚烧）、污水处理、流域治理、土壤修复、环保检测等业务，结合环境产业园，打造新的盈利增长点。
- 2) 能力：研发投入不断提升，为后续获得环境产业园和 PPP 订单做铺垫。**东江组建中澳海绵城市研究中心；并相继与日本综合地球环境学研究所、日本国立环境研究所、日本滋贺县立琵琶湖博物馆建立了中日联合湖泊流域综合治理技术合作平台；与中科院生态环境研究中心在河道流域治理及概念水厂建设领域开展深入的合作；与华中科技大学共建湖北省院士工作站；与南方科技大学建立河道污染综合治理与生态修复工程研发中心。
- 3) 支持：控股股东实力强劲，或将在华南地区 PPP 取得方面提供帮助。**

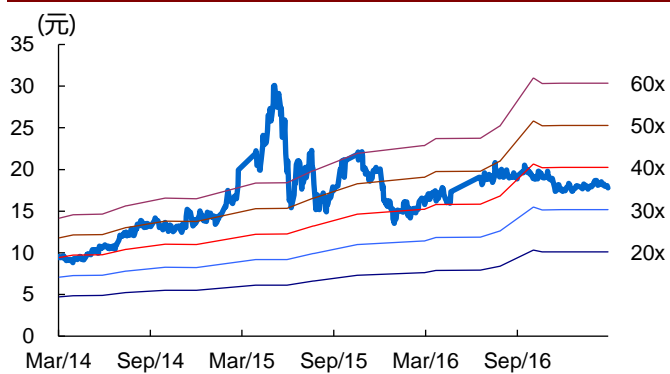
3、盈利预测和投资建议

若新建及改扩建的各危废基地投产进度良好，市场拓展顺利，则公司危废业务仍将保持较高的增速，从而为公司的业绩增长做出显著贡献。若未来公司成功拓展 PPP 业务并借助控股股东帮助使项目迅速落地转化为业绩，则将为公司业绩带来额外的弹性。

我们预计公司 2017、2018 年归属净利润分别是 5.4 亿元、6.8 亿元，对应 EPS 分别是 0.60、0.77，2017 年 3 月 29 日收盘价 17.78 元/股对应 2017~2018 年的估值分别是 29 倍、23 倍。若按照 2018 年业绩给予 35 倍 PE，则目标价为 27.0 元，维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期。市场开拓进度不及预期。并购进度和规模不达预期。大盘系统性风险。

图 4：东江环保历史 PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5：东江环保历史 PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

戈隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。