

2017年04月28日

东江环保 (002672.SZ)

公司快报

危废主业稳健增长，环境工程有望成为新增长极

投资要点

事件：4月28日公司披露2017年第一季度报告，报告期内公司实现营业收入6.76亿元，归母净利润1.04亿元，分别同比增长35.29%、22.86%。公司预计2017年上半年实现归母净利润2.47-2.89亿元，变动幅度20%-40%。

◆ **业绩符合预期，内生增长稳健：**2017年一季度公司扣非后归母净利润9,687.67万元，同比增长35.96%，符合预期；盈利能力方面，公司毛利率37.03%，稳中有升；现金流方面，一季度公司经营性现金净流量9,863.25万元，同比增加13倍，系家电拆解业务的剥离使得现金流得到改善。

◆ **聚焦危废无害化，完善业务布局：**从2016年年报看，公司持续聚焦危废无害化主业，危废无害化业务在营收、毛利中的占比分别达到32.22%和44.58%，处于逐年递增趋势。资源化业务发展成熟，企稳态势初显，报告期内营收同比增长2.34%，打破2013-2015年的下滑趋势。从产能投产进度看，公司站稳江浙地区，初步布局山东、河北等环渤海湾地区，全国性布局一家独大。2016年相继正式投运的项目有：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/年危废填埋项目；已进入试运行阶段的项目有：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。在危废处置市场供不应求的背景下，投运项目可快速达到满负荷稳定运行状态。截至报告期末公司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，危废资质质量近150万吨/年，其中无害化资质质量占比近50%，达72万吨/年，资源化资质质量约73万吨/年，龙头地位稳固。

◆ **业务模式多样化，打造环境工程及服务新增长极：**在保证危废板块稳健增长的基础上，公司丰富业务模式，打造环境工程及服务的新增长。公司积极顺应PPP趋势，与兴业科技联合中标我国第一个危废PPP项目：泉州市工业废物综合处置中心PPP项目，本项目总规模合计9.47万吨/年，东江环保持有项目公司42.5%的股权。2016年公司新签约环保工程项目14个，合同金额2.2亿元，稳步推进工业废水、市政生活废水处理工程的拓展，一站式综合环保服务能力进一步提升。

◆ **广晟公司入主锦上添花，融资便利渐显：**截至目前广晟公司及其子公司合计持有公司15.72%股份。近日公司亦与广晟财务公司签署《金融服务协议》，广晟入股为公司带来的融资便利渐显。2017年3月，公司成功公开发行深交所首单绿色公司债券，以及深交所首单国家发改委PPP资产证券化项目，总规模不超过9.2亿元。广晟公司的全力支持有效推动公司融资渠道拓宽，融资方式多样化。

◆ **投资建议：**在危废行业景气度高且存在较高壁垒的情形下，我们坚定看好东江环保在手资质优势以及国企资源优势，公司危废主业稳健增长可期；在此基础上，公司着力丰富业务结构，有望打造环境工程及服务增长极。我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为0.60、0.73、0.88元，我们维持公司买入-A投资评级，我

电力及公用事业 | 环保 III

投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

24元

股价(2017-04-27)

18.90元

交易数据

总市值(百万元)

16,767.17

流通市值(百万元)

8,415.96

总股本(百万股)

887.15

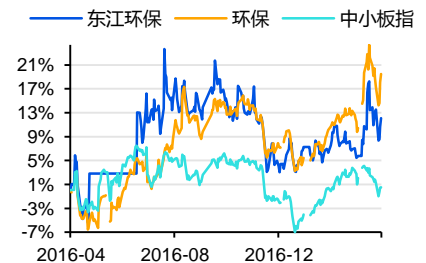
流通股本(百万股)

445.29

12个月价格区间

15.79/21.67元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

8.16

-0.21

12.48

绝对收益

5.41

4.54

12.73

分析师

徐曼

SAC 执业证书编号：S0910516020001

xuman@huajinsec.cn

021-20655643

报告联系人

宋怡萱

songyixuan@huajinsec.cn

021-20655737

相关报告

东江环保：业绩符合预期，看好危废主业稳健增长前景 2017-03-31

东江环保：业绩符合预期，危废主业稳步提升 2017-02-28

东江环保：聚焦主业，看好公司危废项目扩张进度 2016-11-03

东江环保：广晟公司控股落地，国企资源锦上添花 2016-10-12

东江环保：广晟入股为危废龙头保驾护航，全年业绩无忧 2016-08-28

们给予公司 40 倍 PE 估值，6 个月目标价 24 元。

◆ **风险提示：**项目建设和投产进度不达预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,403.0	2,617.1	3,804.8	4,776.2	5,795.2
同比增长(%)	17.4%	8.9%	45.4%	25.5%	21.3%
营业利润(百万元)	362.0	584.3	628.8	766.2	927.4
同比增长(%)	19.4%	61.4%	7.6%	21.9%	21.0%
净利润(百万元)	332.5	533.8	535.4	650.4	781.8
同比增长(%)	32.2%	60.5%	0.3%	21.5%	20.2%
每股收益(元)	0.37	0.60	0.60	0.73	0.88
PE	47.5	29.6	29.5	24.3	20.2
PB	5.7	4.8	3.7	3.2	2.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,403.0	2,617.1	3,804.8	4,776.2	5,795.2	年增长率					
减:营业成本	1,624.3	1,671.8	2,506.5	3,146.5	3,817.8	营业收入增长率	17.4%	8.9%	45.4%	25.5%	21.3%
营业税费	17.4	38.1	55.4	57.9	79.7	营业利润增长率	19.4%	61.4%	7.6%	21.9%	21.0%
销售费用	53.5	57.8	84.1	105.8	128.2	净利润增长率	32.2%	60.5%	0.3%	21.5%	20.2%
管理费用	298.3	339.8	473.3	602.4	734.8	EBITDA 增长率	38.3%	52.1%	11.9%	20.7%	13.1%
财务费用	64.5	96.1	74.7	82.5	91.8	EBIT 增长率	30.3%	59.5%	3.4%	20.6%	20.1%
资产减值损失	12.2	9.2	23.0	14.8	15.7	NOPLAT 增长率	27.1%	59.4%	4.3%	20.0%	20.2%
加:公允价值变动收益	-0.5	1.1	1.1	-0.1	0.0	投资资本增长率	39.0%	20.3%	16.9%	12.1%	10.2%
投资和汇兑收益	29.7	178.8	40.0	-	-	净资产增长率	13.4%	20.1%	26.2%	17.1%	13.4%
营业利润	362.0	584.3	628.8	766.2	927.4						
加:营业外净收支	87.4	89.4	65.0	80.6	78.3	盈利能力					
利润总额	449.4	673.7	693.8	846.8	1,005.7	毛利率	32.4%	36.1%	34.1%	34.1%	34.1%
减:所得税	64.2	96.6	94.3	119.1	140.8	营业利润率	15.1%	22.3%	16.5%	16.0%	16.0%
净利润	332.5	533.8	535.4	650.4	781.8	净利润率	13.8%	20.4%	14.1%	13.6%	13.5%
						EBITDA/营业收入	26.4%	36.8%	28.3%	27.3%	25.4%
						EBIT/营业收入	17.7%	26.0%	18.5%	17.8%	17.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	51.8%	52.8%	46.7%	45.8%	48.9%
货币资金	857.7	1,160.1	1,521.9	1,910.5	2,318.1	负债权益比	107.6%	111.8%	87.8%	84.5%	95.7%
交易性金融资产	1.5	1.7	1.8	1.7	1.7	流动比率	0.90	0.80	1.03	1.13	1.01
应收帐款	820.4	744.1	735.5	1,387.2	1,377.3	速动比率	0.79	0.72	0.84	1.01	0.85
应收票据	37.3	43.8	139.2	63.8	171.1	利息保障倍数	6.61	7.08	9.42	10.29	11.11
预付帐款	72.9	58.6	94.6	139.8	132.9	营运能力					
存货	269.3	267.2	623.2	453.7	842.3	固定资产周转天数	157	186	149	142	116
其他流动资产	263.6	436.2	304.1	334.6	358.3	流动营业资本周转天数	79	43	38	58	38
可供出售金融资产	14.4	14.9	9.8	13.1	12.6	流动资产周转天数	342	346	290	291	295
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	103	108	70	80	86
长期股权投资	135.1	138.1	138.1	138.1	138.1	存货周转天数	43	37	42	41	40
投资性房地产	53.9	66.4	66.4	66.4	66.4	总资产周转天数	874	1,023	821	731	650
固定资产	1,300.2	1,397.2	1,750.2	2,025.1	1,700.0	投资资本周转天数	528	622	506	461	422
在建工程	920.8	1,455.6	1,455.6	1,455.6	1,455.6						
无形资产	734.9	828.3	800.4	672.4	544.5	费用率					
其他非流动资产	1,203.1	1,576.9	1,519.6	1,576.3	1,555.4	销售费用率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
资产总额	6,685.2	8,189.1	9,160.2	10,238.3	10,674.2	管理费用率	12.4%	13.0%	12.4%	12.6%	12.7%
短期债务	1,271.2	1,735.9	1,805.7	2,020.1	2,299.6	财务费用率	2.7%	3.7%	2.0%	1.7%	1.6%
应付帐款	760.7	1,099.6	1,029.8	1,242.7	2,173.6	三费/营业收入	17.3%	18.9%	16.6%	16.6%	16.5%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	560.9	572.3	476.1	521.8	666.1	ROE	12.1%	16.2%	12.6%	13.0%	13.8%
长期借款	378.6	397.9	482.1	542.6	557.8	ROA	5.8%	7.0%	6.5%	7.1%	8.1%
其他非流动负债	494.3	517.7	488.4	500.1	502.1	ROIC	12.4%	14.2%	12.3%	12.6%	13.6%
负债总额	3,465.7	4,323.5	4,282.0	4,827.4	6,199.3	分红指标					
少数股东权益	466.4	576.8	640.9	718.3	801.4	DPS(元)	0.08	0.12	0.12	0.15	0.18
股本	869.4	887.2	887.2	887.2	887.2	分红比率	20.9%	20.1%	20.6%	20.5%	20.4%
留存收益	1,982.1	2,602.8	3,350.1	4,105.5	4,786.4	股息收益率	0.4%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%
股东权益	3,219.5	3,865.7	4,878.2	5,710.9	6,474.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.37	0.60	0.60	0.73	0.88
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	3.10	3.71	4.78	5.63	6.40
净利润	385.2	577.1	535.4	650.4	781.8	PE(X)	47.5	29.6	29.5	24.3	20.2
加:折旧和摊销	209.3	286.3	375.0	453.0	453.0	PB(X)	5.7	4.8	3.7	3.2	2.8
资产减值准备	12.2	9.2	-	-	-	P/FCF	164.2	127.9	-93.2	27.9	7.5
公允价值变动损失	0.5	-1.1	1.1	-0.1	0.0	P/S	6.6	6.0	4.1	3.3	2.7
财务费用	80.8	102.1	74.7	82.5	91.8	EV/EBITDA	26.5	18.1	16.1	13.3	11.7
投资损失	-29.7	-178.8	-40.0	-	-	CAGR(%)	23.6%	14.4%	28.5%	23.6%	14.4%
少数股东损益	52.6	43.3	64.1	77.3	83.1	PEG	2.0	2.0	1.0	1.0	1.4
营运资金的变动	-719.0	-179.9	-451.9	-308.7	611.0	ROIC/WACC	1.3	1.5	1.3	1.4	1.5
经营活动产生现金流量	227.8	689.8	558.5	654.4	520.8						
投资活动产生现金流量	-915.6	-654.1	-664.3	-601.9	-197.7						
融资活动产生现金流量	479.7	287.5	467.6	336.1	84.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn