

公司研究/公告点评

2017年05月11日

公用事业/环保 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 17.2
合理价格区间(元): 20.52~21.60

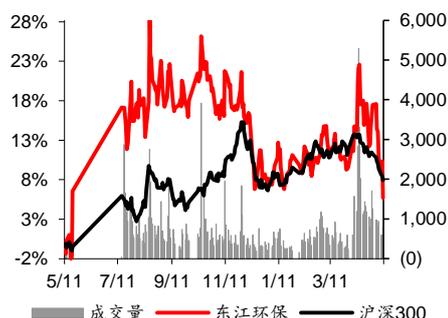
何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

徐科 010-56793939
联系人 xuke2@htsc.com

相关研究

- 1《东江环保(002672,增持):危废项目推进利好业绩持续增长》2017.03
- 2《东江环保(002672,增持):发行绿色债券助力公司业务持续发展》2017.03
- 3《东江环保(002672):定增推进项目进度,为持续增长注动力》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

通过定增大幅提升危废业务规模

东江环保(002672)

公司发布 2017 年非公开发行 A 股股票预案概况

公司于 2017 年 5 月 10 日发布 2017 年非公开发行 A 股股票预案。定价基准日为发行期首日,发行价格不低于定价基准日前二十个交易日 A 股股票交易均价的 90%。发行数量不超过发行前总股本的 20%,即不超过 177,430,420 股,募集资金上限为 23.0 亿元。非公开发行对象包括大股东广晟公司,其认购不超过 33%,且认购金额不超过 7.59 亿元。广晟公司锁定期为 3 年,其他发行对象锁定期为 1 年。

推进危险废物处理处置业务进程

公司本次募集资金,推进 6 大危废项目的进程,包括:江西危废中心(39.68 万吨/年),潍坊东江(19.59 万吨/年),福建绿洲(6 万吨/年),南通东江(3.68 万吨/年),东莞恒建(8.05 万吨/年),衡水睿韬(7.75 万吨/年),合计增加无害化业务规模约 45.62 万吨/年,增加资源化业务约 39.13 万吨/年。6 大项目的投资回收期范围在 7.15-10.2 年,内部收益率范围在 10.99%-13.65%,可行性均较高,故本轮定增的推进能大大提升公司危废处置业务的能力。

加强研发,增加新业务,补充流动资金

公司本次定增的其它目的:1)建设国家环境保护工程技术研究中心,在高附加值低毒性资源化产品、高浓度有机废水处理、危废无害化、以及城市污水及水环境相关技术研发方向寻求进一步提高。2)依托现有服务网点,建设和完善环保检测实验室,开启检测业务。3)建设“环保产业互联网综合运营平台”,整合供应商、采购商、服务商,打造综合运营平台。4)补充流动资金 3.0 亿元,满足业务规模扩张和新增业务的营运资金需求,截止 2017 年 3 月 31 日,公司资产负债率为 55.27%,本次发行后,财务结构得到改善,偿债能力得到提高。

危废处理处置行业未来景气,为公司带来机遇

“十三五”以质为导向,危废的环境风险大,必然成为监管的重中之重;危废无害化处置规模尚存较大缺口,故随着危废行业监管的不断趋严,危废处理处置行业有望迎来量价齐升的时点。而公司完善了华东业务产业链,并形成环渤海市场布局,本次定增再次推进危废业务规模;且广晟公司控股后,为公司带来国资背景,利于在危废领域进一步获得业务拓展;另外,公司通过实施股权激励,核心团队稳定,这些均利于公司抓住机遇,持续发展。

公司业务持续发展持续向好,维持“增持”评级

公司通过定增进一步加大危废业务规模,巩固领先地位,并重点发展无害化,使得公司业务结构不断优化;公司将大力拓展 PPP 项目,并开启新业务一起形成新的协同,考虑增发摊薄,预计 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.69 元、0.90 元;在 2017 年的盈利预测基础上,扣除非经常损益预期,并按现有总股本进行估算,预计 EPS 为 0.53 元,给予 2017 年 38-40 倍的 PE 估值,则对应目标价 20.52-21.60 元/股,维持“增持”评级。

风险提示:危废项目推进速度不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	887.15
流通 A 股(百万股)	541.94
52 周内股价区间(元)	16.02-20.85
总市值(百万元)	15,259
总资产(百万元)	8,922
每股净资产(元)	3.83

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

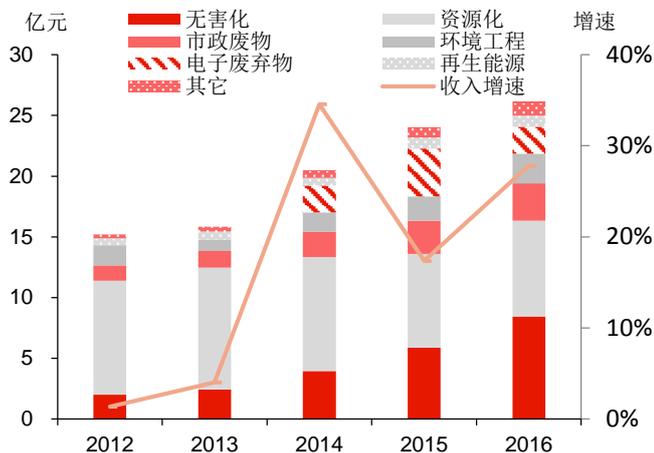
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,403	2,617	3,368	4,125	4,951
+/-%	17.36	8.91	28.71	22.47	20.01
归属母公司净利润(百万元)	332.53	533.81	540.72	702.02	911.05
+/-%	32.16	60.53	1.29	29.83	29.78
EPS(元,最新摊薄)	0.33	0.53	0.53	0.69	0.90
PE(倍)	52.32	32.59	32.17	24.78	19.10

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

公司经营概况

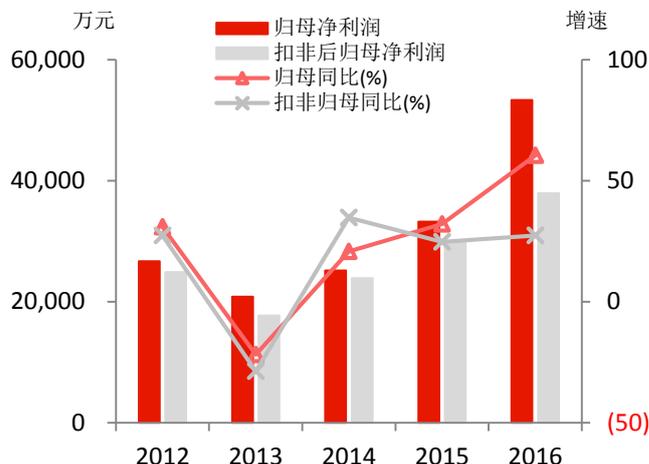
东江环保主营业务为危险废物处理处置，目前致力于发展无害化业务，使得业务结构得到不断优化。公司的营收规模、归母净利润等指标实现持续增长，反映了公司良好的经营状况。危废行业目前处于发展初期，当前市场上无害化资质稀缺，公司所处行业发展前景乐观。公司作为行业龙头，积极进行市场拓展，完善技术，我们看好公司未来持续提升盈利能力，业绩保持较高的增速，故对公司给与“增持”评级。

图表1：东江环保近年营收变化情况



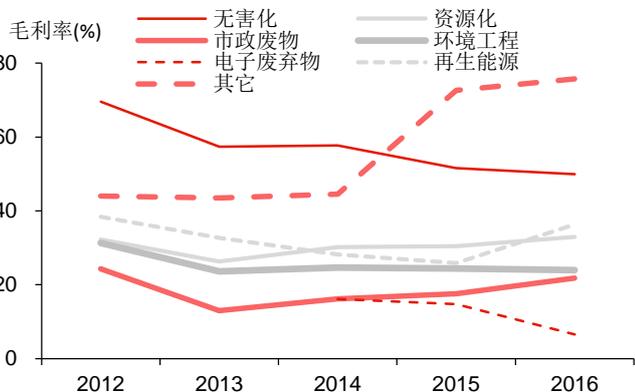
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表2：东江环保近年归母净利润的变化情况



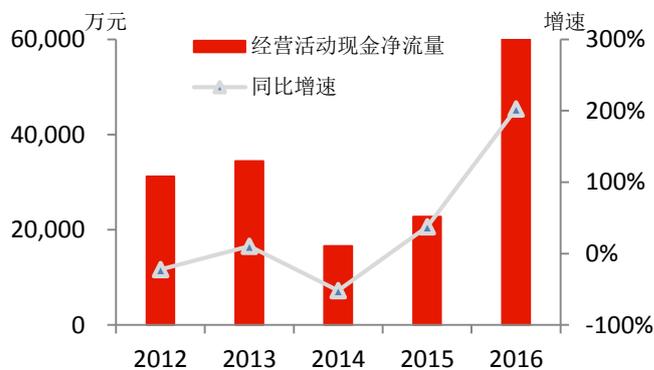
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表3：东江环保近年各业务毛利率的变化情况



资料来源：wind，华泰证券研究所

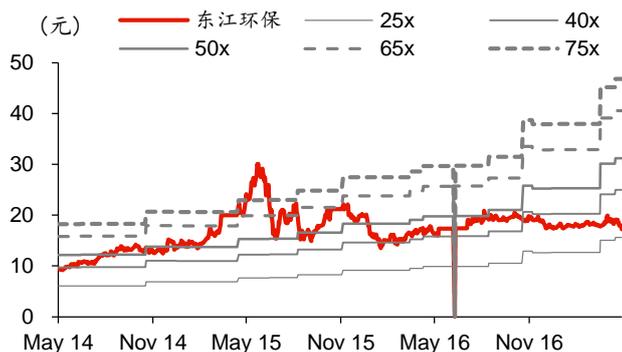
图表4：东江环保近年经营活动现金流的变化情况



资料来源：wind，华泰证券研究所

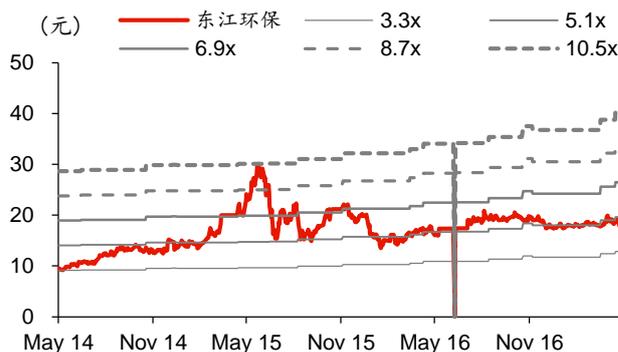
PE/PB - Bands (东江环保)

图表5：东江环保历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：东江环保历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,323	2,712	3,151	3,448	3,766
现金	857.73	1,160	1,499	1,480	1,816
应收账款	708.87	493.35	634.97	777.64	933.28
其他应收账款	111.52	250.74	354.99	456.49	248.12
预付账款	72.93	58.63	65.78	62.20	63.99
存货	269.27	267.17	268.31	267.93	268.06
其他流动资产	302.50	481.73	327.07	404.35	436.39
非流动资产	4,362	5,477	6,256	7,348	8,444
长期投资	135.10	138.08	137.08	137.41	137.30
固定投资	1,300	1,397	2,030	2,620	3,165
无形资产	734.91	828.35	954.74	888.65	802.15
其他非流动资产	2,192	3,114	3,134	3,703	4,339
资产总计	6,685	8,189	9,406	10,797	12,209
流动负债	2,593	3,408	3,099	3,480	3,850
短期借款	1,271	1,736	1,389	1,528	1,680
应付账款	446.94	713.26	733.75	921.40	1,086
其他流动负债	874.63	958.68	976.08	1,031	1,084
非流动负债	872.92	915.65	1,502	1,725	1,760
长期借款	378.61	397.91	997.91	1,198	1,218
其他非流动负债	494.30	517.74	504.10	527.56	542.22
负债合计	3,466	4,323	4,601	5,206	5,610
少数股东权益	466.38	576.80	641.24	723.95	820.31
股本	869.38	887.15	1,011	1,011	1,011
资本公积	360.92	518.92	518.92	518.92	518.92
留存公积	1,621	2,084	2,634	3,336	4,247
归属母公司股	2,753	3,289	4,164	4,867	5,778
负债和股东权益	6,685	8,189	9,406	10,796	12,208

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	227.78	689.84	985.36	1,328	2,027
净利润	385.17	577.14	605.17	784.72	1,007
折旧摊销	209.30	286.28	400.10	563.84	730.85
财务费用	64.51	96.09	99.63	113.24	120.97
投资损失	(29.65)	(178.84)	(60.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(432.31)	(119.21)	(56.80)	(119.11)	202.10
其他经营现金	30.76	28.39	(2.73)	15.72	(4.50)
投资活动现金	(915.60)	(654.14)	(1,122)	(1,599)	(1,768)
资本支出	475.90	839.11	1,348	1,480	1,626
长期投资	(226.05)	(84.65)	(22.18)	1.37	0.41
其他投资现金	(665.76)	100.32	204.12	(117.55)	(142.02)
筹资活动现金	479.71	287.48	475.99	250.39	77.57
短期借款	711.93	464.67	(347.17)	138.87	152.76
长期借款	2.15	19.30	600.00	200.00	20.00
普通股增加	521.55	17.77	124.32	0.00	0.00
资本公积增加	(513.79)	158.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(242.13)	(372.26)	98.83	(88.48)	(95.19)
现金净增加额	(208.34)	323.70	339.42	(19.85)	336.10

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,403	2,617	3,368	4,125	4,951
营业成本	1,624	1,672	2,157	2,573	2,988
营业税金及附加	17.38	38.11	35.28	46.60	57.26
营业费用	53.48	57.85	74.62	91.32	109.63
管理费用	298.30	339.80	441.42	529.43	642.33
财务费用	64.51	96.09	99.63	113.24	120.97
资产减值损失	12.21	9.15	2.36	2.60	2.85
公允价值变动收益	(0.51)	1.14	0.45	0.36	0.65
投资净收益	29.65	178.84	60.00	30.00	30.00
营业利润	361.97	584.31	618.06	799.53	1,060
营业外收入	92.16	117.69	109.18	112.01	111.07
营业外支出	4.77	28.29	30.37	5.73	6.30
利润总额	449.35	673.71	696.86	905.81	1,165
所得税	64.18	96.57	91.70	121.09	157.84
净利润	385.17	577.14	605.17	784.72	1,007
少数股东损益	52.64	43.32	64.44	82.71	96.36
归属母公司净利润	332.53	533.81	540.72	702.02	911.05
EBITDA	635.78	966.68	1,118	1,477	1,912
EPS (元)	0.38	0.60	0.53	0.69	0.90

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	17.36	8.91	28.71	22.47	20.01
营业利润	19.37	61.43	5.78	29.36	32.64
归属母公司净利润	32.16	60.53	1.29	29.83	29.78
获利能力 (%)					
毛利率	32.41	36.12	35.95	37.63	39.65
净利率	13.84	20.40	16.05	17.02	18.40
ROE	12.08	16.23	12.99	14.43	15.77
ROIC	8.62	11.24	10.34	10.98	12.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.84	52.79	48.91	48.22	45.95
净负债比率 (%)	57.94	56.21	57.68	57.74	56.90
流动比率	0.90	0.80	1.02	0.99	0.98
速动比率	0.79	0.72	0.93	0.91	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.35	0.38	0.41	0.43
应收账款周转率	3.96	4.23	5.76	5.64	5.59
应付账款周转率	4.40	2.88	2.98	3.11	2.98
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.53	0.53	0.69	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.68	0.97	1.31	2.00
每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.25	4.12	4.81	5.71
估值比率					
PE (倍)	52.32	32.59	32.17	24.78	19.10
PB (倍)	6.32	5.29	4.18	3.57	3.01
EV_EBITDA (倍)	26.81	17.63	15.25	11.54	8.91

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com