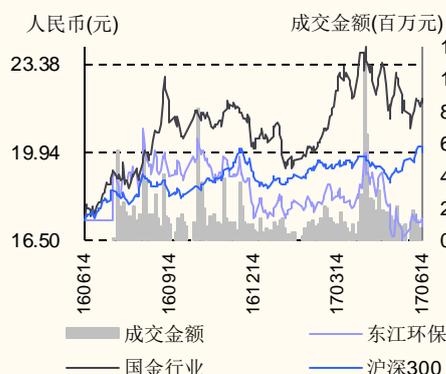


市场价格(人民币): 17.10元  
 目标价格(人民币): 22.00-25.00元

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)	437.28
流通港股(百万股)	200.14
总市值(百万元)	15,170.30
年内股价最高最低(元)	20.85/16.50
沪深300指数	3535.30
深证成指	10151.53



## 危废处理绝对龙头，风物长宜放眼量

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.383	0.602	0.611	0.828	1.066
每股净资产(元)	3.17	3.71	4.32	5.14	6.21
每股经营性现金流(元)	0.26	0.77	0.66	1.20	1.51
市盈率(倍)	52.73	29.25	28.47	21.03	16.34
行业优化市盈率(倍)	32.32	32.32	32.32	32.32	32.32
净利润增长率(%)	32.17%	60.52%	1.62%	35.37%	28.73%
净资产收益率(%)	12.08%	16.23%	14.17%	16.09%	17.16%
总股本(百万股)	869.38	887.15	887.15	887.15	887.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

■ 国内危废行业绝对龙头，在蓝海市场具备持续成长能力。公司目前危废处理资质为 147 万吨/年，约为全国第二名的企业处置量的 3.5 倍。2016 年广晟资产(总资产近 1500 亿元)成为公司的大股东，将借力国有资本在全国环保领域开疆扩土。公司完成股权激励的首期授予，授予价格为 8.71 元，发行数量为 1,814 万股，授予对象为 332 名核心骨干员工，未来激励考核机制有望进一步提升。

■ 危废是环保领域少有的大蓝海市场，市场空间 5000 多亿元，壁垒极高。2016 我国工业危废产生量近 5000 万吨。据环保部固废与化学品管理中心估算，2016 年实际产生量超过 1 亿吨，远超官方统计数字，中期潜在市场空间 5000 多亿元；2015 年全国 2034 张危废资质，总量约 5263 万吨/年，实际处理规模 1536 万吨/天。平均处理规模仅为 2.6 万吨/年。90% 以上的企业为资源利用型，处理种类单一，最终处置产能稀缺，处置产能供不应求。危废行业壁垒极高，资质壁垒、技术壁垒、资金壁垒、管理壁垒令很多国有企业和民企望而却步。

■ 2017 年危废处置量有望突破 200 万吨/年，从资源化向无害化转型。2016 年东江威立雅焚烧扩建项目 2 万吨/年、沿海固废 2.69 万吨/年焚烧项目及南通惠天然 2 万吨/吨危废填埋项目正式投产运营。整体危废无害化年处理资质质量达到 73 万吨，16 年业务收入达到 8.43 亿元。2017 年江西项目和潍坊蓝海项目落成后将提高 48 万吨/年的资质质量，危废处理量有望突破 200 万吨/年。未来三年 6 大危废无害化项目逐步进入收获期，营收增速有望回升到 20% 左右。同时公司将成熟的市场管理模式复制至华中、华北等区域。譬如江西危废项目投产后年利润可达到 1.5 亿元利润。

■ 以危废为核心，打造多层次环保服务平台：公司积极发展水治理、环境工程、环境检测及 PPP 等业务，构建完整产业链，铸造废物资源化为核心的多层次环保服务平台。为企业的不同发展阶段定制和提供一站式环保服务，并可为城市废物管理提供整体解决方案。2016 年公司市政废物处理业务、环境工程及服务收入 6.4 亿元，毛利润 1.6 亿元。未来危废环境工程建设咨

### 相关报告

- 1.《立足危废，PPP 或成新增长点-东江环保公司点评》，2017.4.28
- 2.《无害化业务持续扩张，多业务模式协同发展-东江环保公司点评》，2017.3.30
- 3.《业绩增长符合预期，广晟助公司项目加速拓展》，2017.2.28
- 4.《国资入主落地，危废无害化持续扩张-东江环保业绩点评》，2016.10.31
- 5.《国资入主助力东江，危废龙头全速扩张-东江环保公司深度研究》，2016.8.1

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
 (8610)66216815  
 subaoliang@gjzq.com.cn

询将成为公司新的业绩增长点。

### 投资建议

- 公司立足于核心业务危废处理，积极拓展全产业链，现已成为国内危废处理绝对龙头企业。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.61/0.83/1.07，对应 PE 为 28X/20X/16X。考虑到公司强劲的竞争实力，内生业绩持续高增长，给予 2018 年 25XPE，目标价 22 元，维持“买入”评级。

### 风险

- 项目进展不顺利

## 内容目录

立足危废处理，打造行业龙头企业.....	5
东江环保深耕危废，打造多层次环保服务平台.....	5
广晟入主开创发展新局面，定增募资增强危废处置规模.....	5
集中发展危废处理核心业务，业绩实现稳步提升.....	6
危废行业 5000 亿元蓝海市场，壁垒极高.....	8
危废行业利好政策频出，管理渐入正轨.....	8
危废产生量巨大，存在千亿蓝海市场.....	9
有效处理量不足，壁垒重重为危废发展带来较大挑战.....	11
东江作为危废龙头，在全国开疆拓土.....	12
深耕危废，从资源化向无害化转型.....	12
进军华东战场，实现异地扩张.....	13
“内生+外延”，公司核准资质质量进一步提升.....	14
剥离部分废弃电器电子产品拆解业务，专注危废处理.....	15
完善全产业链布局，积极打造多层次环保服务平台.....	16
环境工程及服务水平有所提升，营业收入持续增长.....	16
市政废物处理及再生能源利用稳步发展.....	17
盈利预测与估值.....	17
风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	5
图表 2：广晟入主后公司股权结构.....	5
图表 3：公司近三年营收稳定增加，增速降低.....	6
图表 4：公司近三年归母净利润高速增长.....	6
图表 5：公司危废处置占比超过六成.....	6
图表 6：公司近年毛利润率逐步提升（单位：%）.....	7
图表 7：无害化处理毛利润率高于其他业务（单位：%）.....	7
图表 8：工业危废无害化处理占比逐年提升.....	7
图表 9：工业危废无害化处理比重反超资源化处理.....	7
图表 10：环保工程服务营收及毛利润稳步提升.....	8
图表 11：市政废物处理营收及毛利润稳步提升.....	8
图表 12：近年来危废相关法规政策.....	9
图表 13：工业危废产生量 2011 年高增，近年总体呈上升趋势.....	10
图表 14：各省市危废处理价格（元/公斤）.....	11
图表 15：2015 年我国危废处理许可证数量达到 2034.....	11
图表 16：2014 年国内各省危废处理许可证数量.....	12
图表 17：危废处理量低于 50 吨/日的企业超八成.....	12

图表 18: 危废处理种类低于 5 种的企业近九成.....	12
图表 19: 公司危废处理核准资质国内遥遥领先.....	13
图表 20: 公司产能主要分布于广东 (单位: 万吨/年) .....	14
图表 21: 公司业务分布情况.....	14
图表 22: 2016 年公司重大项目变动情况.....	14
图表 23: 2016 年公司资源化危废处理产能.....	15
图表 24: 2016 年公司无害化处理产能.....	15
图表 25: 公司废弃电子产品拆解业务毛利率逐年下降 .....	16
图表 26: 环境工程及服务业务近四年业绩稳步提升, 毛利率稳定.....	16
图表 27: 市政废物处理业务业绩稳步提升.....	17
图表 28: 再生能源及 CDM 交易收入业务业绩稳步提升.....	17
图表 29: 各版块盈利预测.....	18

## 立足危废处理，打造行业龙头企业

### 东江环保深耕危废，打造多层次环保服务平台

- **公司主营市政及工业危废资源化和无害化处置。**东江环保股份有限公司成立于 1999 年，集中发展主营业务市政及工业危废的资源化利用以及无害化处理的。公司于 2003 年在香港联交所创业板挂牌上市，成为国内第一家在境外上市的民营环保企业。2007 年公司突破自身业务领域，进军填埋气综合利用、生活垃圾、市政污泥、餐厨垃圾处理等业务领域。2012 年，公司首次公开发行 A 股股票并在深交所上市。目前，公司一方面大力发展自身主营业务危废处理，另一方面积极拓宽整个环保服务产业链，在全国范围内布局，打造全方位环保服务综合平台。

图表 1：公司历史沿革



来源：公司官网、国金证券研究所

### 广晟入主开创发展新局面，定增募资增强危废处置规模

- 2016 年 10 月，公司控股股东变更为广晟公司，实际控制人变更为广东省国资委，形成了以国有资本为主导，以民营资本为助力的资本结构，在投融资、运营管理、人才梯队建设等方面实现优势互补，形成股东结构多元、股东行为规范、内部约束有效、高效灵活的经营管理机制，保障公司的决策质量和效率。

图表 2：广晟入主后公司股权结构



来源：公司业绩报告、国金证券研究所

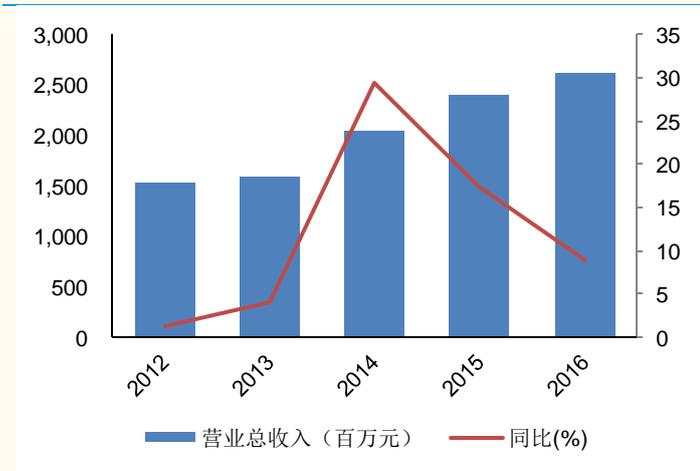
- **公司完成股权激励的首期授予。**2016 年 11 月 8 日公司完成了股权激励的首期授予，授予价格为 8.79 元，发行数量为 1,814 万股，授予人数为 332 名核心骨干员工，有利于稳定公司现有经营团队，助力公司持续发展。
- **17 年重启定增，进一步扩大危废规模。**公司于 2017 年 5 月 10 日发布 2017 年非公开发行 A 股股票预案。定价基准日为发行期首日，发行价格不高于定价基准日前二十个交易日 A 股股票交易均价的 90%。发行数量不超

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。本次定增所募集的资金将主要用于公司 6 大危废项目的推进工作，将合计增加危废无害化处理量 45.62 万吨/年，危废资源化处理 39.13 万吨/年。项目落成后将为公司的营业收入及盈利带来很大帮助，所以本次定增大大提升了自身核心业务危废处理的业务能力，极大地促进了公司的发展。

**集中发展危废处理核心业务，业绩实现稳步提升**

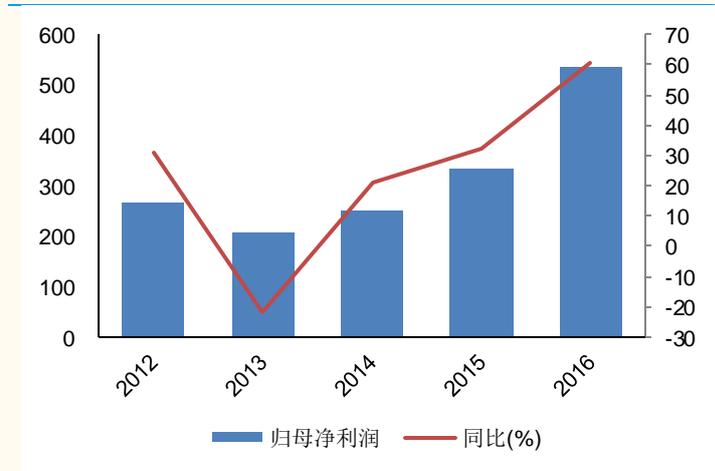
- **公司近三年净利润增速快速上升。**公司自成立以来，一直以工业及市政危废处理为核心业务，拥有全国领先危废处理技术的东江环保在危废处理量上一直处于全国行业龙头地位。2013 年到 2014 年，公司大力拓展无害化处置业务，加快全国性布局，扩张至福建、江西、安徽、新疆等地区。在优化布局的影响下，公司加大产能，实现了业绩较大释放，在 2014 年营收开始实现高速增长。在归母净利润上，2014 年公司更是实现了扭亏为盈的巨大转变，同时在 2014-2016 年实现高速增长且增速逐步加快，由 2014 年的 20.8% 提高到 2016 年的 60.53%。

**图表 3：公司近三年营收稳定增加，增速降低**



来源：公司公告、国金证券研究所

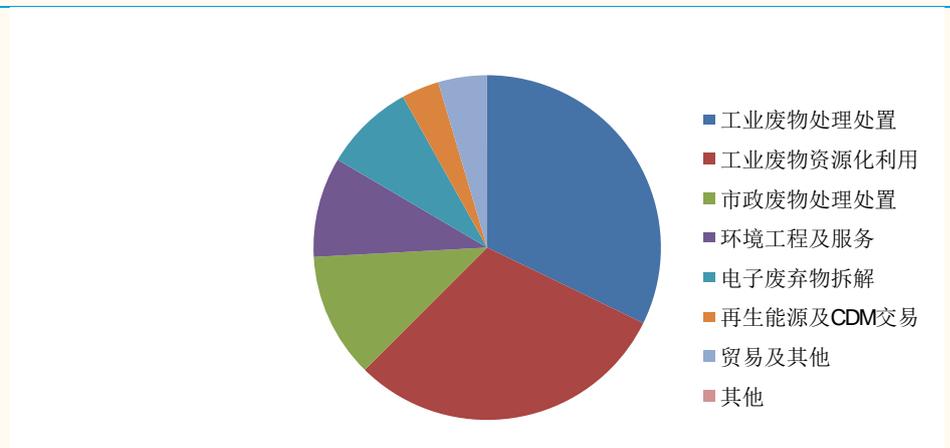
**图表 4：公司近三年归母净利润高速增长**



来源：公司公告、国金证券研究所

- **危废处理业务占比达六成，资质量达 147 万吨/年。**公司致力于工业和市政废物的资源化利用与无害化处理，配套发展水治理、环境工程、环境检测及 PPP 等业务，构建完整产业链。现今已经形成了四大主营业务：工业废物处理、市政废物处理、环保工程服务、增值性服务。其中，公司重点布局工业废物处理业务，工业废物处理收入分为工业废物处理处置服务收入以及资源化利用产品销售收入，分别占公司业绩的 32.22% 和 30.23%，共计占比 62.45%。

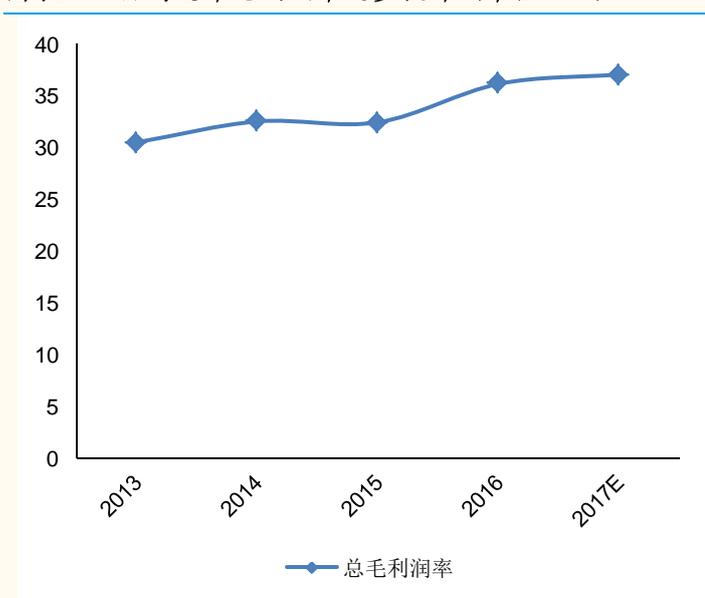
**图表 5：公司危废处置占比超过六成**



来源：公司公告、国金证券研究所

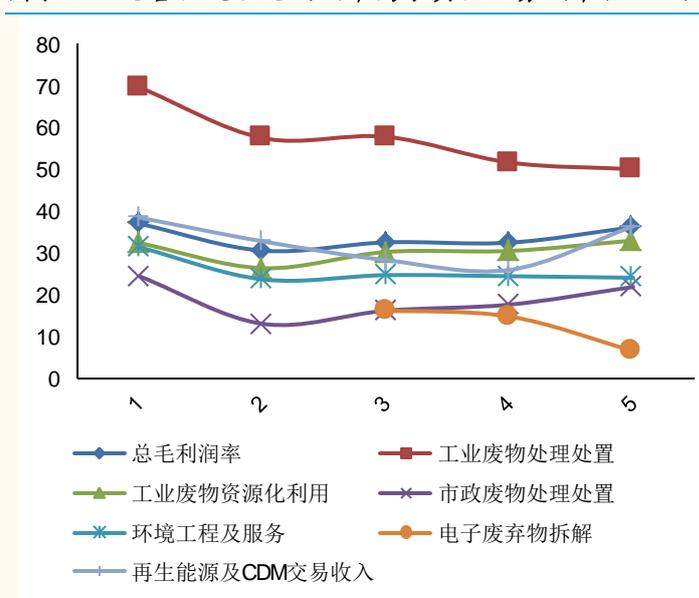
- **危废无害化处理毛利润高达 50%，拉动整体毛利率上涨至 36.12%。**近年来，公司毛利润率持续上涨，上市以来，从 2013 年的销售毛利润率 30.48% 上涨到 2016 年的 36.12%，预计 2017 年毛利润率能达到 37.03%。毛利润率持续上涨的原因在于公司注重布局危废无害化处理。危废无害化处理毛利润率较高，可以达到 50% 左右，近几年由于危废行业竞争加剧，危废无害化处理的毛利润率有点下降，但是无害化处置的毛利润率依旧高于资源化处理以及公司其他业务。公司加大无害化处理的占比，极大的拉动了公司毛利润率的上涨。

图表 6：公司近年毛利润率逐步提升（单位：%）



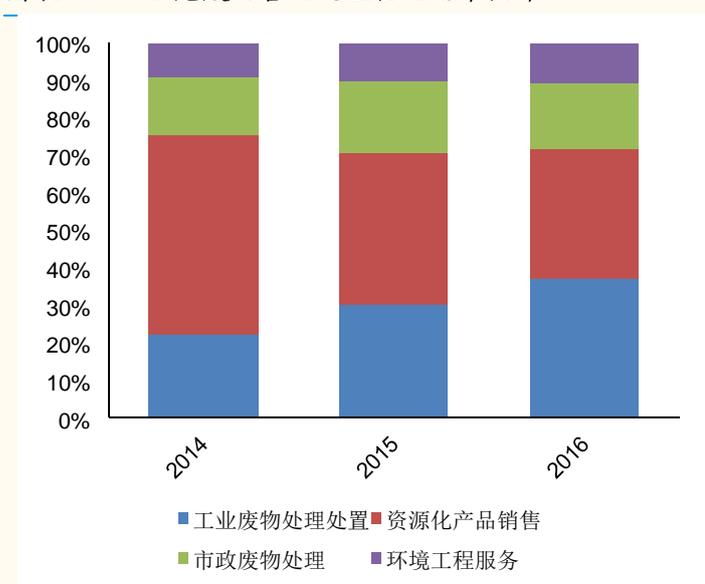
来源：公司公告；国金证券研究所

图表 7：无害化处理毛利润率高于其他业务（单位：%）



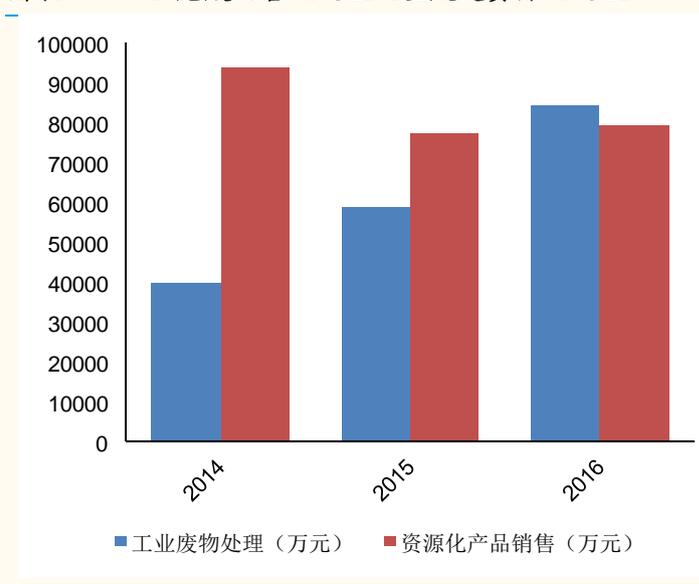
来源：公司公告；国金证券研究所

图表 8：工业危废无害化处理占比逐年提升



来源：公司业绩报告、国金证券研究所

图表 9：工业危废无害化处理比重反超资源化处理

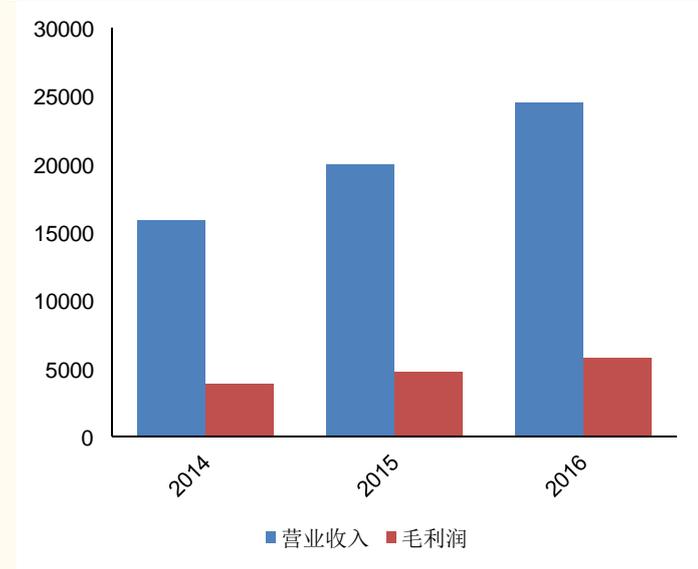


来源：公司公告、国金证券研究所

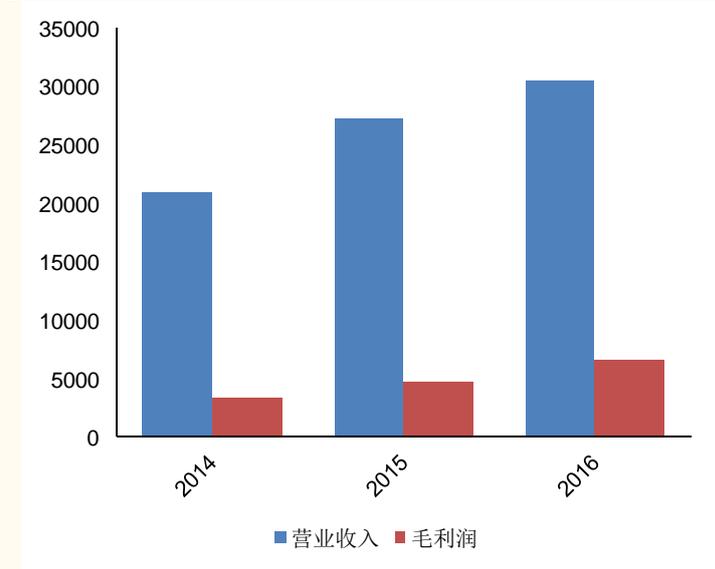
- **拓宽环保服务及市政废物产业链，实现业务协同。**公司除重点布局工业危废处理外，在环保服务工程及市政废物处理业务上也努力拓展市场，寻求利润。

- 在环保服务方面，通过拓宽市场区域和行业业务范围，优化提升废水处理工艺技术，提升服务水平等手段，经营业绩同比实现快速增长。2016年新签约环保工程项目14个，合同金额2.2亿元。全年环保工程服务业务实现年度营业收入2.45亿元。
- 在市政废物处理方面，公司全年上网电量达到1.55亿度，再生能源、合肥新冠和青岛东江三家发电厂均超额完成预算目标。污水处理、垃圾填埋及中转等运营均如期完成目标。全年贡献收入3.06亿元。

图表 10：环保工程服务营收及毛利润稳步提升



图表 11：市政废物处理营收及毛利润稳步提升



来源：公司业绩报告、国金证券研究所

来源：公司业绩报告、国金证券研究所

## 危废行业 5000 亿元蓝海市场，壁垒极高

### 危废行业利好政策频出，管理渐入正轨

- 近年来危废处置政策趋于全面化，细致化，惩处力度加大。自 1996 年我国第一部《固体废物污染环境防治法》出台，危废正式被纳入固废的一种实行监管。1998 年，国家发改委印发了第一版《国家危险废物名录》，对危险废物大小类别进行了细致的划分，之后，国家频频出台危废相关政策，加强对危废处理的监管，危废行业逐渐兴起。

**医疗废物被列入危废清单。**2016 年最新颁布的《国家危险废物名录》中将危废分为 46 个大类，新增了 117 种危险废物种类，增至 479 种，将 16 种危废加入豁免清单，并将医疗废物列入危废名单。随着新标准的制定，对于危废的识别将更加清晰，危废的处理将更有据可循。

2013 年 6 月，最高人民法院和最高人民检察院发布关于《关于办理环境污染刑事案件适用于若干问题的解释》(以下简称“解释”)，“解释”是我国历史上对危废非法处置的最严惩处司法解释。“解释”严格定义了“严重污染环境”等行为的范围，同时严格制定了对行为人违反规则的惩处。2014 年 4 月，我国修订《环境保护法》并于 2015 年开始实施，新环境法对政府环保部门自身的管理以及对于污染企业的监管提出的高标准的要求，同时从法律的角度加大了对企业环保的要求力度。“解释”与新环境法的出台使我国危废处理的执法力度得到了极大提高，使我国的危废处理渐入正轨。

图表 12：近年来危废相关法规政策

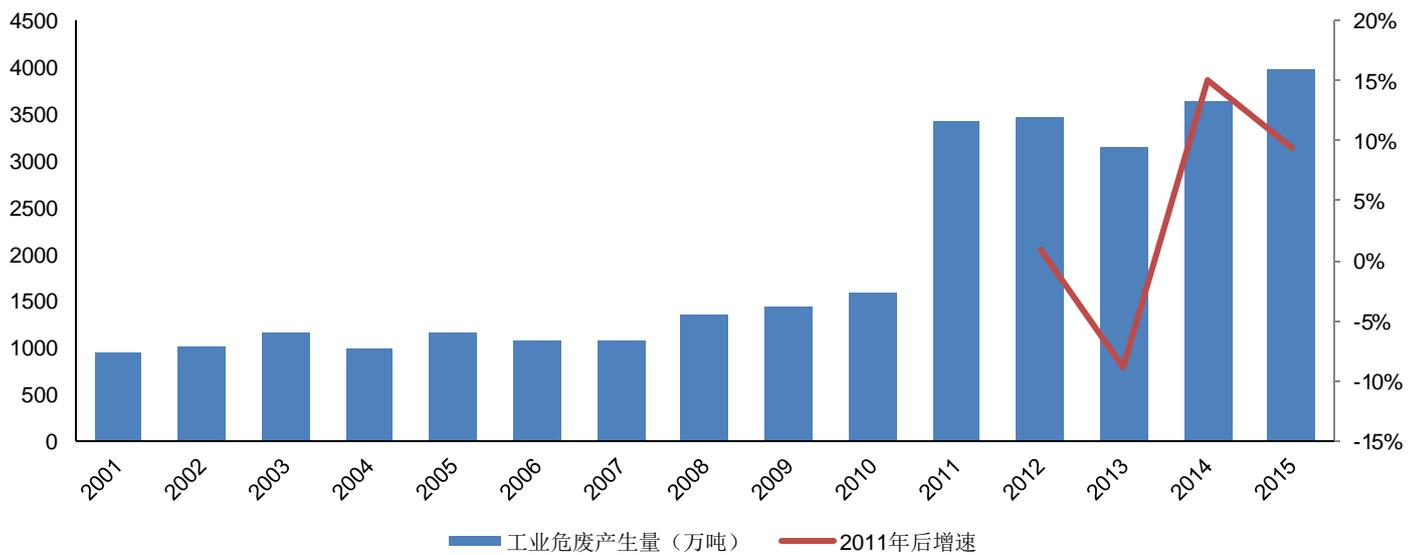
年份	部门	政策
1996	全国人大委员会	《固体废物污染环境防治法》
1996	环保部	《危险废物鉴别标准》
1998	发改委	第一版《国家危险废物名录》
2001	环保部	《危险废物污染防治技术政策》
2002	环保部	《危险废物焚烧污染控制标准》
2002	环保部	《危险废物储存污染控制标准》
2002	环保部	《危险废物填埋污染控制标准》
2003	国务院	《医疗废物管理条例》
2004	国务院	《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》
2004	环保部	《危险废物经营许可证管理办法》
2008	发改委	《国家危险废物名录》（2008年版）
2008	环保部	《危险废物出口核准管理办法》
2012	环保部、发改委	《“十二五”危险废物污染防治规划》
2012	环保部	《危险废物收集、贮存、运输技术规范》
2013	最高人民法院、 最高人民检察院	《关于办理环境污染刑事案件适用于若干问题的解释》
2014	人代会	修订《中华人民共和国环境保护法》
2016	发改委	《国家危险废物名录》（2016年版）

来源：国金证券研究所整理

### 危废产生量巨大，存在千亿蓝海市场

- **2016年工业危废产量达5000万吨/年。**2010年之前（包括2010年）我国危废产生量的申报口径是一年内产生量10千克以上的纳入统计，2011年开始，一年内危废产量在1kg以上的均纳入统计，所以2011出现危废产生量的飞跃。2011年由原来的每年产生量1500万吨左右飞跃到3400多万吨。2016年工业危废产量达5000万吨/年。
- **工业危废实际产生量巨大，发展空间被严重低估。**尽管在统计标准上发生改变，危废产生量统计数出现大幅提升，但是国内对于危废产量的统计依旧不准确。《环境状况公报》和《国家统计年鉴》统计数据均为企业自行上报的产量，为降低处置费用，加之监管不严为企业私自偷排提供方便。同时，对于年产生危废量在10吨以下的中小微企业并没有纳入统计口径使得上报废物量低于实际排污量。2010年，两部一局联合公布《第一次全国污染源普查公告》（简称《公告》），《公告》显示，2007年全国危废产量为4574万吨，远大于统计年鉴上企业自行申报的1079万吨。而2016年估计危废产生量4200万吨，而固废总量预计有33亿吨，危废占比仅有1.27%，远低于发达国家5%-10%的水平。

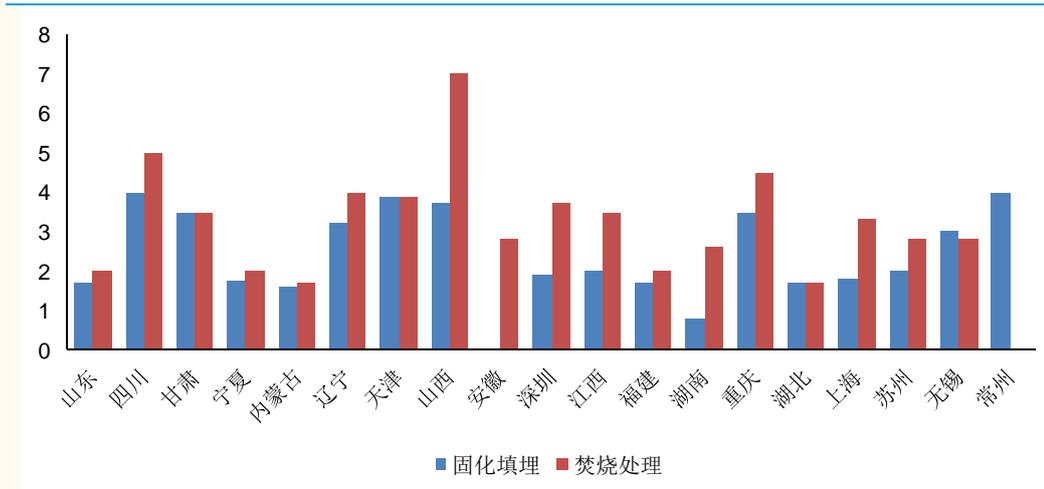
图表 13：工业危废产生量 2011 年高增，近年总体呈上升趋势



来源：环保部、国金证券研究所

- **盈利模式清晰，无害化净利率率可达 20%-30%。**我国危废处理方式基本以无害化处理及资源化利用为主。其中无害化处置是处置企业根据政府机构定价向产废企业收取费用，而资源化利用的收益主要受上游产废企业收取价格及下游金属利用企业的价格影响。相比之下，无害化处置的净利率较高，毛利润率可高达 50%左右，净利率也有 20%-30%，资源化利用受上下游产品影响，净利率在 20%上下浮动。随着行业走向正规化以及市场的发展，受竞争影响净利率可能有所下降，但是大概率仍保持较高水平。
- **危废产量与处理量缺口大，各地处理费用不一。**由于国家利好政策的不断支持，危废处理将迎来黄金期，危废处理的价格也是居高不下，从各地的危废处置定价来看，填埋处置的价格一般在 2000-4000 元/吨，焚烧处置的价格一般在 2000-5000 元/吨，各地价格差异较大，主要是受危废产量与处理量缺口大小影响，缺口较大的地区如山西、四川，处理费用相对较高。
- **市场空间巨大，潜在空间可达 5000 亿元。**根据市场上危废处置的价格每吨 2000-4000 元，若按照我国统计的数据，每年垃圾产生量至少达到 4000 万吨，那么危废处置市场现存至少 800 亿元-1600 亿元的发展空间。未来三年随着垃圾产生量的稳定增加，市场空间将达到 2000 亿元。如果考虑到统计数据远低于我国实际危废产生水平，那么危废市场的潜在市场空间预计可以达到 5000 亿元。千亿蓝海市场将为危废处理企业提供无限机遇。

图表 14：各省市危废处理价格（元/公斤）

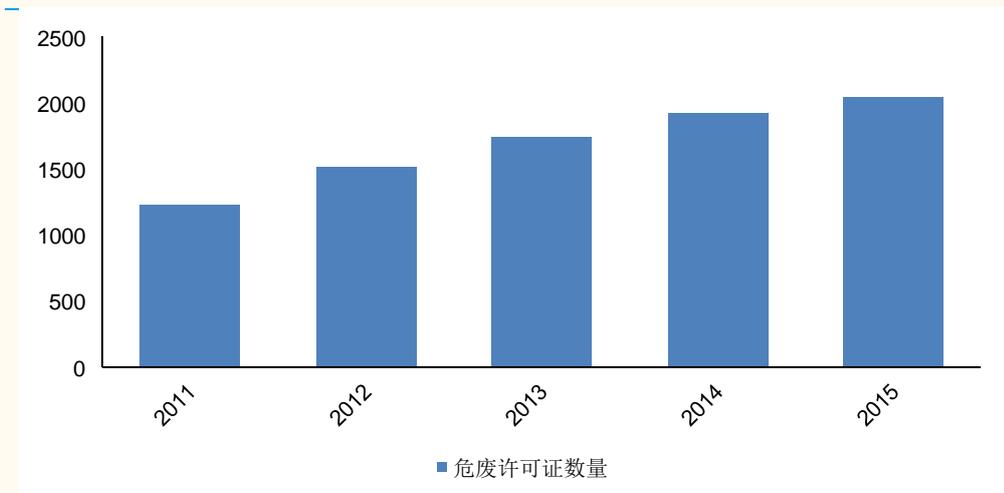


来源：环保部、国金证券研究所

**有效处理量不足，壁垒重重为危废发展带来较大挑战**

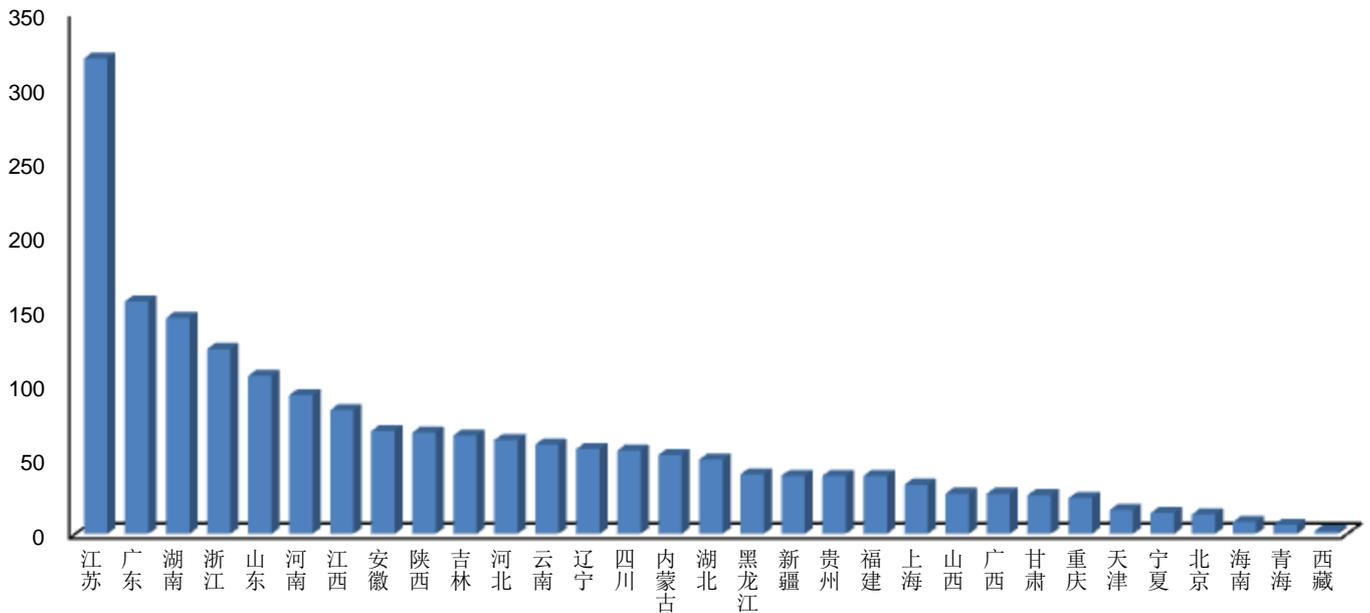
- **危废处理存在千万吨缺口，但有效处理资质质量不足 1/3。**根据国家环保部统计的数据，我国危废处理行业存在较大缺口。以 2015 年的统计数据为例，2015 年全年全国危废产生量为 3976 万吨，处置量为 1174 万吨，综合利用量为 2050 万吨，综合利用处置率达到 81.08%，危废的处置上仍存在较大缺口。同时，虽然我国危废处理缺口较大，但是国内有效处理的资质却十分不足，截止 2015 年，全国各省(区、市)持危险废物经营许可证的单位设计处置能力为 5263 万吨，但实际经营规模只有 1536 万吨，不到 1/3 的实际经营规模比例仍是一个偏低的数字。
- **资质、技术、资金、管理四大壁垒限制企业进入危废行业。**由于危废本身就具有高危型和复杂性，危废的处理处置行业存在这较高的进入壁垒，主要还是体现在资质壁垒、技术壁垒、资金壁垒、管理壁垒四个方面。相当一部分具有处理能力的企业规模较小，由于开展项目需要大量周转资金，因此限制发展。一些具有资金实力的企业想要进入行业，又因为许可证的申请、获取过程漫长，建立完善处理技术体系需要较长时间等原因，只能采取并购等方式提升自身处置能力，这些因素都阻碍了企业进入市场，为行业发展带来挑战。

图表 15：2015 年我国危废处理许可证数量达到 2034



来源：wind、国金证券研究所

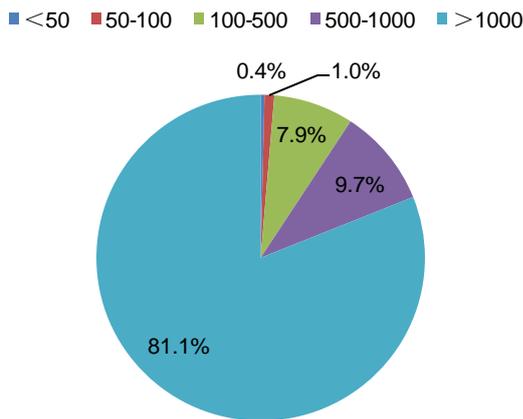
图表 16：2014 年国内各省危废处理许可证数量



来源：wind、国金证券研究所

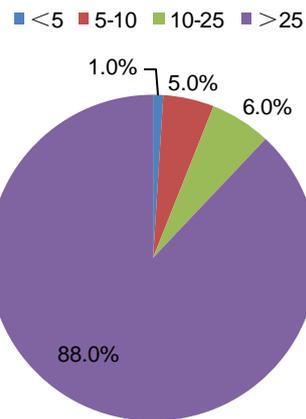
- **危废处理成熟企业数量有限，行业市场集中度不高。**据统计，全国 1500 多家具有危废处理资质的企业的处理类别和能力。结果显示，全国 62% 的企业仅能处理 1-10 种危废品类，而能处理 25 种以上危废品类的企业仅占 1%。从处理量上来看，处理能力达到 1000 吨/日的企业仅占 0.3%。从地域上看，也能明显发现，危废处理的企业主要集中在山东，江苏和广东，占全国等级危废处理能力的近 40%。危废处理行业显现出向发达地区集中的趋势，这代表着污染大省的就地处理能力严重不足，很多危废需要运输到外地处理。

图表 17：危废处理量低于 50 吨/日的企业超八成



来源：北极星环保网、国金证券研究所

图表 18：危废处理种类低于 5 种的企业近九成



来源：北极星环保网、国金证券研究所

### 东江作为危废龙头，在全国开疆拓土

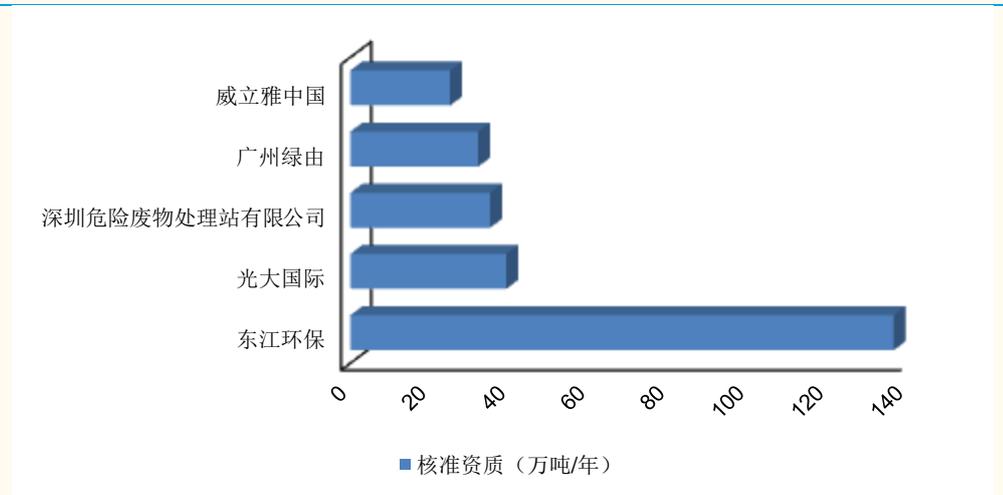
#### 深耕危废，从资源化向无害化转型

- **公司目前危废处理资质质量为 147 万吨/年，约为全国第二名的企业处置量的 3.5 倍。**公司近年来紧抓契机，加快布局市场前景较好的焚烧、填埋、物化等危废无害化业务，从处理能力建设、资质总量扩增、资质结构优化、处

理技术能力提升等多方面入手，综合提升公司的盈利能力。目前，公司已经拥有国家危险废物名录中 46 大类中的 44 类危废经营资质，截止 2015 年，公司取得工业危废处理资质 136 万吨/年，增速为 89%，资质质量得到了相当大提升。到 2016 年底，公司取得工业危险废物处理资质 147 万吨/年，其中资源化处理 74 万吨/年，工业化处置 73 万吨/年。

- **2017 年预计获得 20+28 万吨资质提升至 200 万吨/年。**公司在 2017 年预计可以落实 28 万吨/年资质的江西项目及 20 万吨/年资质的山东潍坊蓝海项目，保守估计资质质量可以提升近 50 万吨/年，公司总体处理资质质量将达到 200 万吨/年左右。
- **产能超百万吨，危废处理资质遥遥领先。**目前市场上危废处理规模较大的危废企业处理量仍一般不超过 50 万吨/年，但是公司实际处理量就已经达到 147 万吨/年，资质质量在全国范围内遥遥领先。根据 2015 年公开数据，全国危废处理资质质量第二名的光大国际资质质量仅有 39 万吨/年，相比 136 万吨/年的东江环保，只有不足 30%。

图表 19：公司危废处理核准资质国内遥遥领先



来源：公司公告、国金证券研究所

### 进军华东战场，实现异地扩张

- **扩大布局，业务遍布 17 省、地区 33 个城市。**公司以江浙为主，实行多区域布局。公司不断完善产业链及市场网络，布局以江苏、浙江的华东区域为主，完成南通焚烧项目建设工作，完善了滑动废物处置产业链；完成沿海固废项目建设，提升苏北地区业务处理能力；收购华鑫公司，在浙江形成多点布局；控股河北衡水睿韬，结合山东项目，形成了环渤海湾的初步布局。截止到目前为止，公司已经拥有 60 多家子公司，业务范围已经遍布全国的 17 个省、地区，33 个城市，服务 15000 多家客户。



来源：公司公告、国金证券研究所整理

图表 23：2016 年公司资源化危废处理产能

项目名称	主营业务	处置能力 (万吨/年)
沙井基地	铜盐、废矿物油等	8.1
惠州东江	铜、镍等化学制品	3.0
东莞恒建	铜盐产品等	5.0
珠海永兴盛	铜类产品、废矿物油	1.0
粤北危废	回收铜、铅等	43.0
江门东江	铜盐、镍盐、轻质油等	11.9
清远新绿	铜、锡产品	2.6
昆山处置	铁、镍等	6.7
嘉兴德达	铜铅制品等	3.8
江西固废中心	危废物化、焚烧、固化等	3.6
山东潍坊	焚烧、填埋危废	1.5
衡水睿韬	医疗工业危废	1.1
湖北天银	危废处置	3.0
克拉玛依	焚烧、填埋危废	1.0
合计		95.3

来源：公司公告、国金证券研究所

注：表中数据为项目满产产能，因部分项目未释放全部产能，因此略高于实际产能

图表 24：2016 年公司无害化处理产能

项目名称	主营业务	处置能力 (万吨/年)
沙井基地	铜盐、废矿物油等	11.9
龙岗处置	垃圾焚烧飞灰等	2.4
惠州东江	铜、镍等化学制品	5.1
东江威立雅	废物焚烧填埋	8.3
珠海永兴盛	铜类产品、废矿物油	4.5
粤北危废	回收铜、铅等	7.0
江门东江	铜盐、镍盐、轻质油等	8.0
昆山处置	铁、镍等	1.3
沿海固废	焚烧医疗、农药危废等	3.3
厦门绿洲	焚烧工业危废	8.7
江西康泰	焚烧、物化固化含汞危废	2.9
南通惠天然	工业废物填埋	3.0
江西固废中心	危废物化、焚烧、固化等	5.0
如东大恒	化工废物、医疗废物焚烧处理	1.9
山东潍坊	焚烧、填埋危废	1.0
衡水睿韬	医疗工业危废	1.0
湖北天银	危废处置	0.5
克拉玛依	焚烧、填埋危废	4.0
合计		79.8

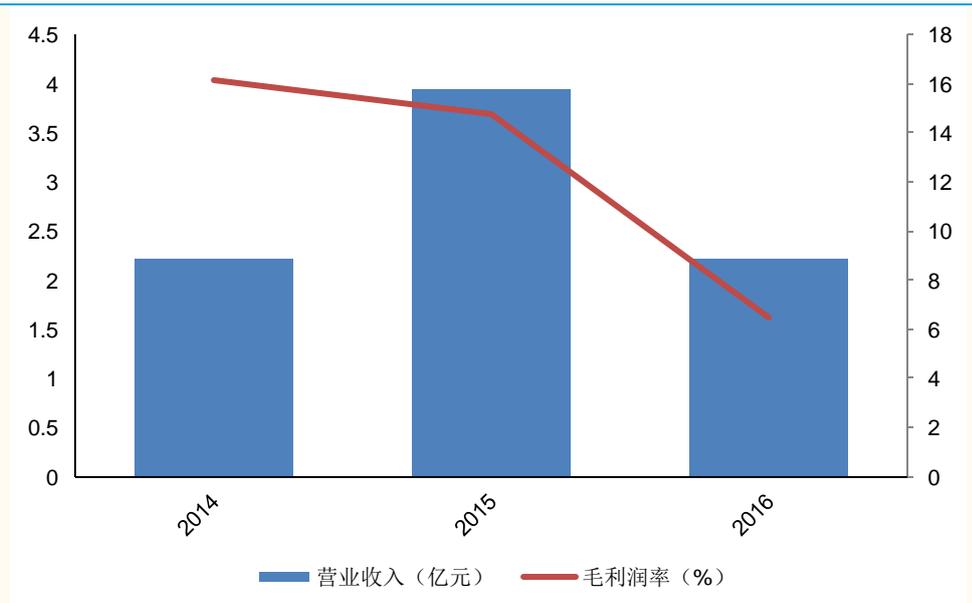
来源：公司公告、国金证券研究所

注：表中数据为项目满产产能，因部分项目未释放全部产能，因此略高于实际产能

### 剥离部分废弃电器电子产品拆解业务，专注危废处理

- 2014 年，公司确立了废弃电器电子产品拆解业务为集团一项新的重要业务，形成了完整的回收、拆解、处理及资源化生产链。2014 年一举实现 2.21 亿元的营业收入，同比增长 437.5%，占 2014 年度集团营业收入 10.08%。但是由于业务成本在 2015 年急速增长，由 2014 年的 1.86 亿元增长至 3.37 亿元，增幅达到 81.2%，且废弃电器电子产品拆解业务难以与公司主营业务形成协同效应，导致业务毛利润率在近两年不断下滑。同时，由于电子产品拆解业务收入大部分来自废弃电子补贴基金，因此回款效果不佳，公司相关子公司在废弃电子补贴上的营收账款持续走高，现金流较差。

图表 25：公司废弃电子产品拆解业务毛利润率逐年下降



来源：公司公告。国金证券研究所

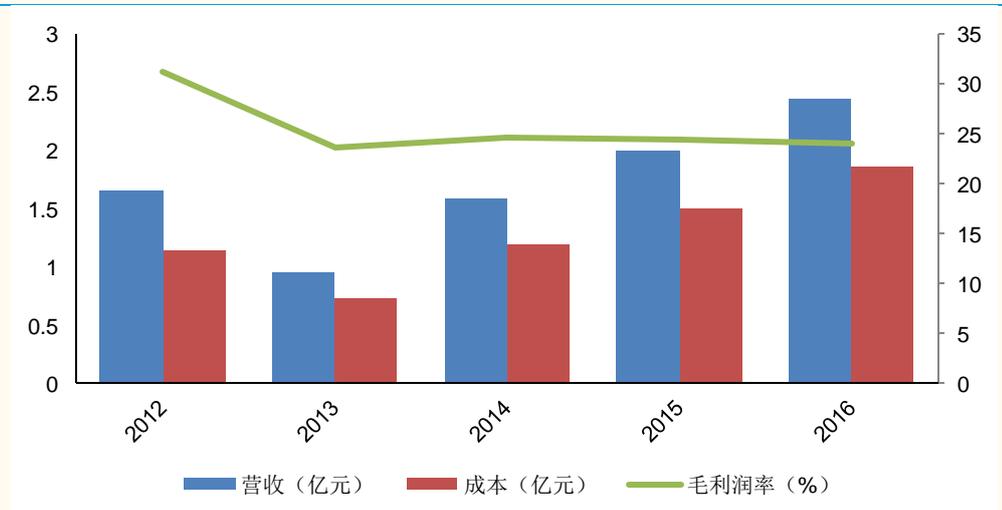
- 2016年8月，公司与桑德天津签订股权转让协议，分别以2.9亿元、0.75亿元和5万元的价格出售清远东江、湖北东江以及重庆松藻100%的股权，收回股东借款2.48亿元；同时以3.2亿元的价格转让厦门绿洲旗下废弃电子产品处理及“城市矿产”项目相关业务。剥离电子产品拆解业务后，公司更加心无旁骛，优化业务格局，聚焦主营业务危废处理，将取得更长足的进步。

### 完善全产业链布局，积极打造多层次环保服务平台

#### 环境工程及服务水平有所提升，营业收入持续增长

- 环保工程业务在市场区域和行业范围得以拓展。2016年，公司新签约环保工程项目14个，合同金额累计达到2.2亿元，公司成功承接了湖北江陵污水处理厂项目、阳新项目等等一批工业和市政污水处理工程新项目。同时，公司经过不断实践和积累，在危废行业EPC总包项目建设能力方面有了较大提升；此外，通过拓宽市场区域和行业业务范围，不断优化提升自身污水处理水平，进一步提升公司环保服务水平。报告期内，环境工程及服务收入达24,543万元，同比增长22.74%。

图表 26：环境工程及服务业务近四年业绩稳步提升，毛利润率稳定

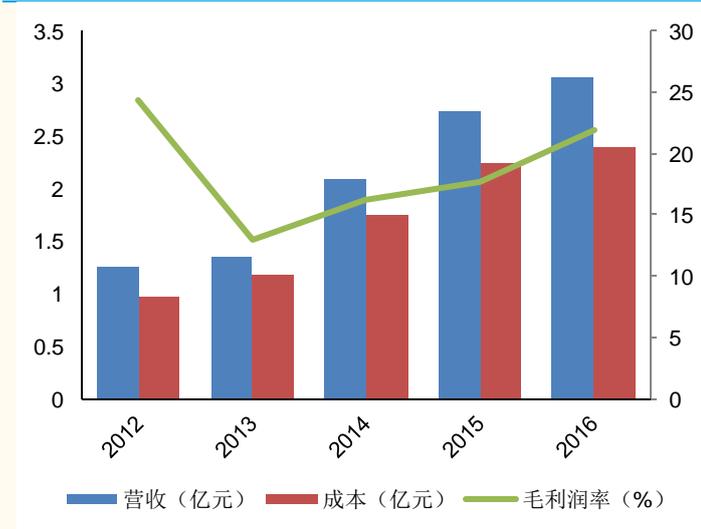


来源：公司公告、国金证券研究所

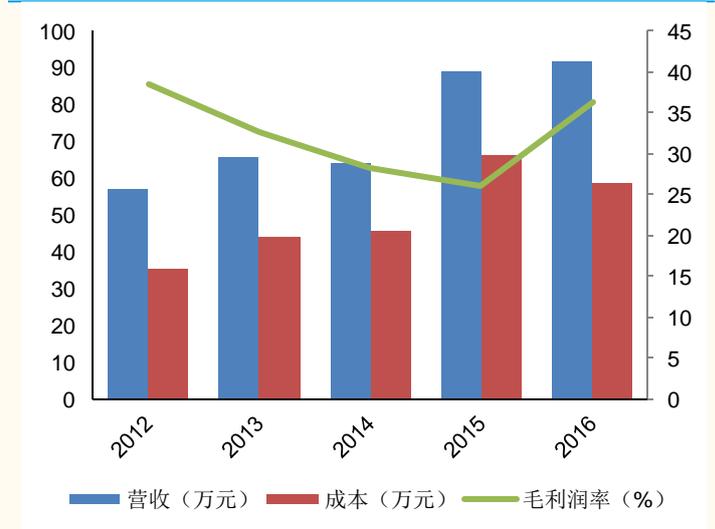
### 市政废物处理及再生能源利用稳步发展

- 市政废物处理处置方面，公司继续采用外部先进技术吸收引进、内部工艺技术持续优化提升的模式。2016 年该项业务实现稳步发展，共实现营业收入 39,764 万元，同比增长 9.90%。业绩增加主要来源市政污水处理、生活垃圾填埋及发电等项目。公司全年上网电量达到 1.55 亿度，再生能源、合肥新冠和青岛东江三家发电厂均超额完成预算目标。罗湖餐厨垃圾项目完成一期 EPC 总承包验收工作，推进了沼渣、沼液、沼气资源化利用工作，日均餐厨垃圾收运量为 120 吨。

图表 27：市政废物处理业务业绩稳步提升



图表 28：再生能源及 CDM 交易收入业务业绩稳步提升



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

### 盈利预测与估值

- 鉴于公司由危废资源化处理向无害化处置转型，项目陆续达产，2017 年公司整体营收增速将有所回升，预计公司 2017 年营收达 33.19 亿元，同比增长 26.8% (2016 年为 8.9%)。归母净利润方面，2016 年由于有较高投资收益，因此净利润增速高达 60%，2017 年预计增速回调，将实现净利润 5.87 亿元，同比增长 10%。
- 公司现有危废处理资质为 147 万吨/年，预计 2017 年潍坊蓝海项目及江西项目将落成，提升公司危废处理资质近 50 万吨/年，2017 年公司危废处置资质有望达 200 万吨/年。2018 年资质预计进一步扩增，达到 260 万吨/年。
- 危废业务方面，公司正处于资源化向无害化处置转型期，公司大力投入无害化处置建设，项目陆续达产；加之 2017 年 5 月份发布定增预案，募集资金投向危废处理项目推进工作，预计 2017 年危废无害化处置及资源化处理将分别贡献收入 11.80 亿元、9.49 亿元，由于无害化处置毛利润率较高，将贡献 5.78 亿元毛利润，资源化利用将贡献 2.84 亿元毛利润。
- 公司其他业务如市政废物处理、再生能源及 CDM 交易等预计均保持稳定增长，由于工程建设力度加大，环境工程及服务业务未来可能有相对较大提升，2017 年累计贡献营业收入 11.89 亿元，累计贡献毛利润 3.5 亿元。
- 考虑到公司业务分布及各项目进展，我们预计各板块营收及毛利润情况如下。其中危废无害化处理市场由于竞争加剧，毛利润率将有可能出现小幅下降，但由于公司向毛利润率较高的无害化处置转型，公司整体利润率仍呈上升趋势。

图表 29: 各版块盈利预测

板块	项目	2017E	2018E	2019E
工业废物处理处置	营业收入	1180.58	1652.81	2313.93
	毛利润	578.48	793.35	1064.41
	毛利润率	49%	48%	46%
工业废物资源化利用	营业收入	949.48	1139.38	1367.26
	毛利润	284.84	341.81	410.18
	毛利润率	30%	30%	30%
市政废物处理处置	营业收入	379.15	470.15	582.98
	毛利润	87.20	112.84	145.75
	毛利润率	23%	24%	25%
环境工程及服务	营业收入	333.78	453.94	617.36
	毛利润	80.11	108.95	148.17
	毛利润率	24%	24%	24%
再生能源及 CDM 交易收入	营业收入	103.43	116.47	131.14
	毛利润	36.20	40.76	45.90
	毛利润率	35%	35%	35%
电子废弃物拆解	营业收入	210.00	200.00	190.00
	毛利润	16.80	16.00	15.20
	毛利润率	8%	8%	8%
其他业务	营业收入	162.80	203.10	260.65
	毛利润	126.98	160.45	208.52
	毛利润率	78%	79%	80%

来源: 国金证券研究所

- 公司立足于核心业务危废处理, 积极拓展全产业链, 现已成为国内危废处理无法撼动的龙头企业。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.61/0.83/1.07, 对应 PE 为 28X/20X/16X。考虑到公司综合实力, 业绩持续快速增长, 维持“买入”评级。

#### 风险提示

- 项目进展不顺利

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,048</b>	<b>2,403</b>	<b>2,617</b>	<b>3,319</b>	<b>4,236</b>	<b>5,463</b>	货币资金	1,028	858	1,160	1,000	1,036	1,041
增长率		17.4%	8.9%	26.8%	27.6%	29.0%	应收款项	636	858	788	1,151	1,473	1,904
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,382</b>	<b>-1,624</b>	<b>-1,672</b>	<b>-2,109</b>	<b>-2,662</b>	<b>-3,425</b>	存货	300	269	267	338	427	554
%销售收入	67.5%	67.6%	63.9%	63.5%	62.8%	62.7%	其他流动资产	277	338	497	528	547	578
<b>毛利</b>	<b>665</b>	<b>779</b>	<b>945</b>	<b>1,211</b>	<b>1,574</b>	<b>2,038</b>	流动资产	2,241	2,323	2,712	3,017	3,485	4,078
%销售收入	32.5%	32.4%	36.1%	36.5%	37.2%	37.3%	%总资产	45.0%	34.7%	33.1%	38.0%	38.4%	39.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-17</b>	<b>-38</b>	<b>-46</b>	<b>-59</b>	<b>-76</b>	长期投资	257	382	445	445	445	445
%销售收入	0.5%	0.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	1,514	2,221	2,853	3,297	3,842	4,362
<b>营业费用</b>	<b>-32</b>	<b>-53</b>	<b>-58</b>	<b>-73</b>	<b>-93</b>	<b>-120</b>	%总资产	30.4%	33.2%	34.8%	41.6%	42.4%	42.3%
%销售收入	1.6%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	无形资产	851	1,418	1,962	948	1,074	1,211
<b>管理费用</b>	<b>-285</b>	<b>-298</b>	<b>-340</b>	<b>-438</b>	<b>-576</b>	<b>-754</b>	非流动资产	2,744	4,362	5,477	4,911	5,582	6,240
%销售收入	13.9%	12.4%	13.0%	13.2%	13.6%	13.8%	%总资产	55.0%	65.3%	66.9%	62.0%	61.6%	60.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>338</b>	<b>410</b>	<b>510</b>	<b>653</b>	<b>846</b>	<b>1,088</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,985</b>	<b>6,685</b>	<b>8,189</b>	<b>7,928</b>	<b>9,067</b>	<b>10,317</b>
%销售收入	16.5%	17.0%	19.5%	19.7%	20.0%	19.9%	短期借款	717	1,629	2,032	385	300	300
<b>财务费用</b>	<b>-24</b>	<b>-65</b>	<b>-96</b>	<b>-97</b>	<b>-56</b>	<b>-44</b>	应付款项	502	839	1,222	1,388	1,767	2,292
%销售收入	1.2%	2.7%	3.7%	2.9%	1.3%	0.8%	其他流动负债	98	124	153	192	248	318
<b>资产减值损失</b>	<b>-48</b>	<b>-12</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	1,317	2,593	3,408	1,965	2,314	2,911
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	376	379	398	398	398	398
<b>投资收益</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>179</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	其他长期负债	453	494	518	1,114	1,114	757
%税前利润	11.2%	6.6%	26.5%	5.8%	4.4%	3.8%	<b>负债</b>	<b>2,147</b>	<b>3,466</b>	<b>4,323</b>	<b>3,477</b>	<b>3,826</b>	<b>4,065</b>
<b>营业利润</b>	<b>303</b>	<b>362</b>	<b>584</b>	<b>596</b>	<b>830</b>	<b>1,089</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,442</b>	<b>2,753</b>	<b>3,289</b>	<b>3,829</b>	<b>4,564</b>	<b>5,509</b>
营业利润率	14.8%	15.1%	22.3%	17.9%	19.6%	19.9%	少数股东权益	396	466	577	622	677	743
<b>营业外收支</b>	<b>18</b>	<b>87</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>91</b>	<b>92</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,985</b>	<b>6,685</b>	<b>8,189</b>	<b>7,928</b>	<b>9,067</b>	<b>10,317</b>
<b>税前利润</b>	<b>322</b>	<b>449</b>	<b>674</b>	<b>686</b>	<b>921</b>	<b>1,181</b>							
利润率	15.7%	18.7%	25.7%	20.7%	21.8%	21.6%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-39</b>	<b>-64</b>	<b>-97</b>	<b>-98</b>	<b>-132</b>	<b>-169</b>		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	12.1%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.4%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>282</b>	<b>385</b>	<b>577</b>	<b>587</b>	<b>789</b>	<b>1,011</b>	每股收益	0.723	0.383	0.602	0.611	0.828	1.066
少数股东损益	31	53	43	45	55	66	每股净资产	7.022	3.167	3.707	4.317	5.144	6.210
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>252</b>	<b>333</b>	<b>534</b>	<b>542</b>	<b>734</b>	<b>945</b>	每股经营现金净流	0.470	0.259	0.774	0.663	1.202	1.510
净利率	12.3%	13.8%	20.4%	16.3%	17.3%	17.3%	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	10.30%	12.08%	16.23%	14.17%	16.09%	17.16%
净利润	282	385	577	587	789	1,011	总资产收益率	5.05%	4.97%	6.52%	6.84%	8.10%	9.16%
少数股东损益	31	53	43	45	55	66	投入资本收益率	6.93%	6.28%	6.56%	9.03%	10.50%	12.34%
非现金支出	178	219	292	270	328	392	<b>增长率</b>						
非经营收益	-1	53	-64	-11	-55	-71	主营业务收入增长率	29.35%	17.36%	8.91%	26.83%	27.62%	28.98%
营运资金变动	-296	-432	-119	-258	3	8	EBIT增长率	58.51%	21.07%	24.42%	28.15%	29.49%	28.67%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>163</b>	<b>225</b>	<b>687</b>	<b>588</b>	<b>1,066</b>	<b>1,340</b>	净利润增长率	20.80%	32.17%	60.52%	1.62%	35.37%	28.73%
资本开支	-500	-476	-839	387	-908	-957	总资产增长率	52.58%	34.09%	22.50%	-3.19%	14.37%	13.79%
投资	-478	-595	-39	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	9	155	223	40	41	45	应收账款周转天数	58.0	89.6	83.8	84.0	84.2	84.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-970</b>	<b>-916</b>	<b>-654</b>	<b>427</b>	<b>-867</b>	<b>-912</b>	存货周转天数	71.9	64.0	58.6	58.5	58.6	59.0
股权募资	132	8	160	0	0	0	应付账款周转天数	59.2	82.9	126.7	126.9	127.0	127.2
债权募资	903	714	420	-1,052	-85	-357	固定资产周转天数	140.8	197.5	194.9	169.5	145.3	120.7
其他	-141	-243	-291	-124	-77	-66	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>894</b>	<b>479</b>	<b>288</b>	<b>-1,176</b>	<b>-162</b>	<b>-423</b>	净负债/股东权益	14.78%	46.75%	42.06%	16.59%	11.77%	4.08%
<b>现金净流量</b>	<b>87</b>	<b>-211</b>	<b>321</b>	<b>-160</b>	<b>36</b>	<b>5</b>	EBIT利息保障倍数	14.0	6.3	5.3	6.7	15.0	24.6
							资产负债率	43.06%	51.84%	52.79%	43.85%	42.20%	39.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	8
增持	0	0	0	0	9
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.61

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	2015-11-02	增持	21.28	20.00~20.00
2	2015-11-25	增持	21.37	20.00~20.00
3	2016-04-13	增持	17.06	N/A
4	2016-08-01	买入	19.14	29.00~30.00
5	2016-10-31	买入	19.35	25.00~26.00
6	2017-02-28	买入	18.27	23.00~25.00
7	2017-03-30	买入	17.78	N/A
8	2017-04-28	买入	18.90	N/A

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 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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% 以上。

**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