

公司研究/公告点评

2017年06月29日

公用事业/环保II

投资评级：增持（维持评级）

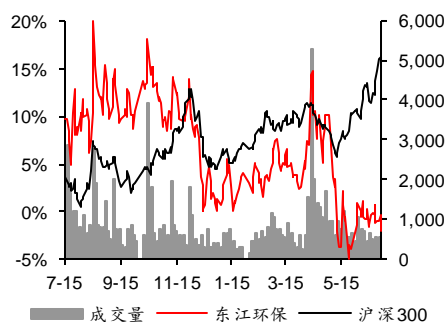
当前价格(元): 17.02
合理价格区间(元): 18.02-19.08

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 wangweijia@htsc.com

相关研究

- 1《东江环保(002672,增持): 通过定增大幅提升危废业务规模》2017.05
- 2《东江环保(002672,增持): 危废项目推进利好业绩持续增长》2017.03
- 3《东江环保(002672,增持): 发行绿色债券助公司业务持续发展》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

新老交替, 借力国资, 危废龙头再起航

东江环保(002672)

高管顺利更迭, 符合预期

6月28日晚, 东江环保发布公告: 公司总裁陈曙生和副总裁兰永辉及曹庭武任期已满, 将不在公司担任总裁及其他高管职务。同时, 第六届董事会第一次会议决议同意聘任李永鹏为公司总裁。我们认为, 此次高管更迭是东江环保在发展过程中的必然, 符合市场预期; 同时也是新的国资大股东(广晟资产)入驻后, 梳理公司战略和人事的重要环节。

第一代创业团队年事较高, 新老交替是必然

东江环保成立于1999年, 2003年港股上市, 2012年A股上市, 短短十几年即成长为中国危险废物行业的龙头+标杆企业, 创始人张维仰和第一代管理层功不可没。公司原总裁陈曙生2001年即加入东江环保, 2012年担任公司总裁; 原副总裁兰永辉和曹庭武2004/2007年加入公司, 为东江环保的发展做出了极大贡献。同时我们也注意到, 三位高管出身于1958-1966年, 年事相对较高, 新老交替是公司发展的必然。

新任管理团队经验丰富, 年富力强劲显活力

公司新任总裁李永鹏, 是东江环保的元老级灵魂人物, 创业之初就加入公司。李总2002年至今任公司执行董事, 2003年至2005年担任公司行政人力总监, 2005年至2012年9月先后担任公司下属子公司总经理及工业危废事业部副总经理, 2012年10月至今任公司副总裁, 并于2016年10月至今任公司副董事长。另两位副总裁王恬和周耀明均在公司任职15年以上, 经验丰富。三位留任高管均是70后出身, 年富力强, 将为东江环保的后续发展注入新的活力; 我们期待后续高管的聘任将为公司带来更多的资源并进一步提升协同。

危废龙头再起航

危废行业因其1) 门槛高(牌照/资金/技术壁垒), 2) 空间大(供给需求缺口严重), 3) 盈利好的特点, 是我们环保行业里格局最好的子版块之一。东江环保, 作为行业龙头, 将凭借其先发优势、前瞻布局和丰富的人才储备在未来几年将借力新的国资大股东(广晟资产)实现高速扩张。我们预测, 在不考虑外延收购的情况下, 公司有望在2017-18两年实现36%的复合增速(2016年剔除非经常性剥离资产损益)。

维持增持评级

我们预测公司2017-19年的EPS分别为0.53/0.69/0.90, 当前股价对应17-19年PE为32/25/19倍, 行业发展向好, 龙头公司溢价, 给予公司17年34-36倍PE, 微调目标价至18.02-19.08元, 维持增持评级。

风险提示: 项目进度晚于预期, 金属价格波动。

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)	16.50-20.85
总市值(百万元)	15,099
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

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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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

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：AOK809

©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 1063211166/传真：86 1063211275

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