

# 东江环保 (002672.SZ) 环保设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

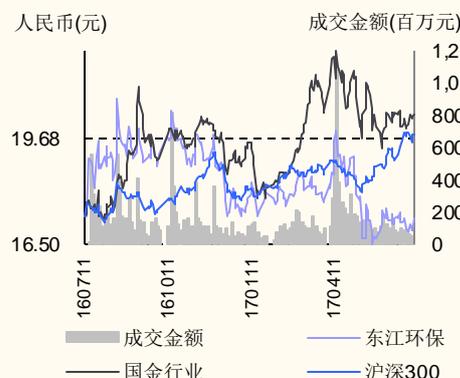
市场价格 (人民币): 17.28 元

## 设立环保产业基金，推进产业整合

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)	443.73
流通港股(百万股)	200.14
总市值(百万元)	15,329.99
年内股价最高最低(元)	20.85/16.50
沪深 300 指数	3655.93
深证成指	10563.72



### 相关报告

- 《危废处理绝对龙头，风物长宜放眼量-东江环保公司深度研究》，2017.6.15
- 《立足危废，PPP 或成新增长点-东江环保公司点评》，2017.4.28
- 《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
- 《业绩增长符合预期，广晟助公司项目加速拓展-东江环保公司点评》，2017.2.28
- 《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

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

陈苗苗 联系人  
(8621)60230249  
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

### 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	28.26	20.88	16.22
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

### 事件

- 公司拟与大股东广晟公司旗下全资子公司广晟金控签署合作协议，共同发起设立广晟东江环保产业并购基金母-子基金总规模为人民币 30 亿元，广晟金控或广晟金控指定主体作为有限合伙人 (LP1) 认缴不超过人民币 5 亿元，公司作为有限合伙人 (LP2) 认缴 5000 万元，基金投资领域主要为环保领域。

### 点评

- 参与设立并购基金，拓宽融资渠道，深入推进产业整合：**公司与大股东旗下子公司广晟金控共同发起设立 30 亿环保并购基金，在整体资本趋严的市场下，管理层通过创新的融资方式（先前有广晟东江环保虎门绿源 PPP+ABS 项目）为东江环保在横纵向产业链整合提供基础。公司是国内危废领域的绝对龙头（危废处理资质为 147 万吨/年），并且战略目标积极发展水治理、环境工程、环境检测及 PPP 等业务，构建完整产业链。并购基金的设立一方面可引入专业的并购机构去优先获取优质稀缺的环保资源；另一方面合作方广晟金控旗下有三只产业基金，深谙资本运作，将在战略和业务上共助公司成为以危废为基础的中国领先一站式综合环保服务提供商。
- 2017 年危废处置量将达 200 万吨/年，未来 6 大项目产能释放增厚业绩：**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，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询将成为公司新的业绩增长点。

### 投资建议

- 预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.61/0.83/1.07，对应 PE 为 28X/21X/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。

### 风险提示

- 政策风险；项目进展不达预期；大宗商品价格下跌影响资源化产品价格。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	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>
增长率		17.4%	8.9%	26.8%	27.6%	29.0%
主营业务成本	-1,382	-1,624	-1,672	-2,109	-2,662	-3,425
%销售收入	67.5%	67.6%	63.9%	63.5%	62.8%	62.7%
毛利	665	779	945	1,211	1,574	2,038
%销售收入	32.5%	32.4%	36.1%	36.5%	37.2%	37.3%
营业税金及附加	-10	-17	-38	-46	-59	-76
%销售收入	0.5%	0.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-32	-53	-58	-73	-93	-120
%销售收入	1.6%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-285	-298	-340	-438	-576	-754
%销售收入	13.9%	12.4%	13.0%	13.2%	13.6%	13.8%
息税前利润 (EBIT)	338	410	510	653	846	1,088
%销售收入	16.5%	17.0%	19.5%	19.7%	20.0%	19.9%
财务费用	-24	-65	-96	-97	-56	-44
%销售收入	1.2%	2.7%	3.7%	2.9%	1.3%	0.8%
资产减值损失	-48	-12	-9	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	1	0	0	0
投资收益	36	30	179	40	41	45
%税前利润	11.2%	6.6%	26.5%	5.8%	4.4%	3.8%
营业利润	303	362	584	596	830	1,089
营业利润率	14.8%	15.1%	22.3%	17.9%	19.6%	19.9%
营业外收支	18	87	89	90	91	92
税前利润	322	449	674	686	921	1,181
利润率	15.7%	18.7%	25.7%	20.7%	21.8%	21.6%
所得税	-39	-64	-97	-98	-132	-169
所得税率	12.1%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.4%
净利润	282	385	577	587	789	1,011
少数股东损益	31	53	43	45	55	66
<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>
净利率	12.3%	13.8%	20.4%	16.3%	17.3%	17.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	282	385	577	587	789	1,011
少数股东损益	31	53	43	45	55	66
非现金支出	178	219	292	270	328	392
非经营收益	-1	53	-64	-11	-55	-71
营运资金变动	-296	-432	-119	-258	3	8
<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>
资本开支	-500	-476	-839	387	-908	-957
投资	-478	-595	-39	0	0	0
其他	9	155	223	40	41	45
<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>
股权募资	132	8	160	0	0	0
债权募资	903	714	420	-1,052	-85	-357
其他	-141	-243	-291	-124	-77	-66
<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>
<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>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,028	858	1,160	1,000	1,036	1,041
应收款项	636	858	788	1,151	1,473	1,904
存货	300	269	267	338	427	554
其他流动资产	277	338	497	528	547	578
流动资产	2,241	2,323	2,712	3,017	3,485	4,078
%总资产	45.0%	34.7%	33.1%	38.0%	38.4%	39.5%
长期投资	257	382	445	445	445	445
固定资产	1,514	2,221	2,853	3,297	3,842	4,362
%总资产	30.4%	33.2%	34.8%	41.6%	42.4%	42.3%
无形资产	851	1,418	1,962	948	1,074	1,211
非流动资产	2,744	4,362	5,477	4,911	5,582	6,240
%总资产	55.0%	65.3%	66.9%	62.0%	61.6%	60.5%
<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>
短期借款	717	1,629	2,032	385	300	300
应付款项	502	839	1,222	1,388	1,767	2,292
其他流动负债	98	124	153	192	248	318
流动负债	1,317	2,593	3,408	1,965	2,314	2,911
长期贷款	376	379	398	398	398	398
其他长期负债	453	494	518	1,114	1,114	757
<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>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>
少数股东权益	396	466	577	622	677	743
<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>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.723	0.383	0.602	0.611	0.828	1.066
每股净资产	7.022	3.167	3.707	4.317	5.144	6.210
每股经营现金净流	0.470	0.259	0.774	0.663	1.202	1.510
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.30%	12.08%	16.23%	14.17%	16.09%	17.16%
总资产收益率	5.05%	4.97%	6.52%	6.84%	8.10%	9.16%
投入资本收益率	6.93%	6.28%	6.56%	9.03%	10.50%	12.34%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	29.35%	17.36%	8.91%	26.83%	27.62%	28.98%
EBIT 增长率	58.51%	21.07%	24.42%	28.15%	29.49%	28.67%
净利润增长率	20.80%	32.17%	60.52%	1.62%	35.37%	28.73%
总资产增长率	52.58%	34.09%	22.50%	-3.19%	14.37%	13.79%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	58.0	89.6	83.8	84.0	84.2	84.3
存货周转天数	71.9	64.0	58.6	58.5	58.6	59.0
应付账款周转天数	59.2	82.9	126.7	126.9	127.0	127.2
固定资产周转天数	140.8	197.5	194.9	169.5	145.3	120.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	14.78%	46.75%	42.06%	16.59%	11.77%	4.08%
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%

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	1	1	1	1	8
增持	1	1	1	1	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.50	1.50	1.38

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	2015-11-25	增持	21.37	20.00~20.00
2	2016-04-13	增持	17.06	N/A
3	2016-08-01	买入	19.14	29.00~30.00
4	2016-10-31	买入	19.35	25.00~26.00
5	2017-02-28	买入	18.27	23.00~25.00
6	2017-03-30	买入	17.78	N/A
7	2017-04-28	买入	18.90	N/A
8	2017-06-15	买入	17.10	22.00~25.00

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