

强烈推荐-A (维持)

东江环保 002672.SZ

目标估值: 25.55 元
当前股价: 15.8 元
2017 年 08 月 23 日

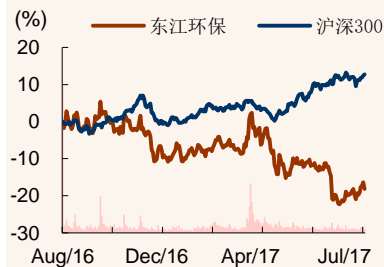
2017中报点评: 上半年积蓄力量, 下半年预期增速更高

基础数据

上证综指	3290
总股本(万股)	88686
已上市流通股(万股)	54208
总市值(亿元)	140
流通市值(亿元)	86
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	15.4
资产负债率	52.3%
主要股东	广东省广晟资产经营
主要股东持股比例	13.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-12	-19
相对表现	1	-19	-31



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东江环保(002672)——纯阳看年报之关于东江环保年报的四点分析, 立足危废或将拓展 PPP 业务, 未来发展可期》2017-03-30
- 2、《东江环保(002672)——2016 年三季报点评: 主业稳健发展, 股权转让投资收益促净利润大增》2016-10-31
- 3、《东江环保(002672)——2016 年

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

弋隽雅

yijunya@cmschina.com.cn
S1090517080004

事件:

2017 年 8 月 21 日, 东江环保发布了 2017 年中报。

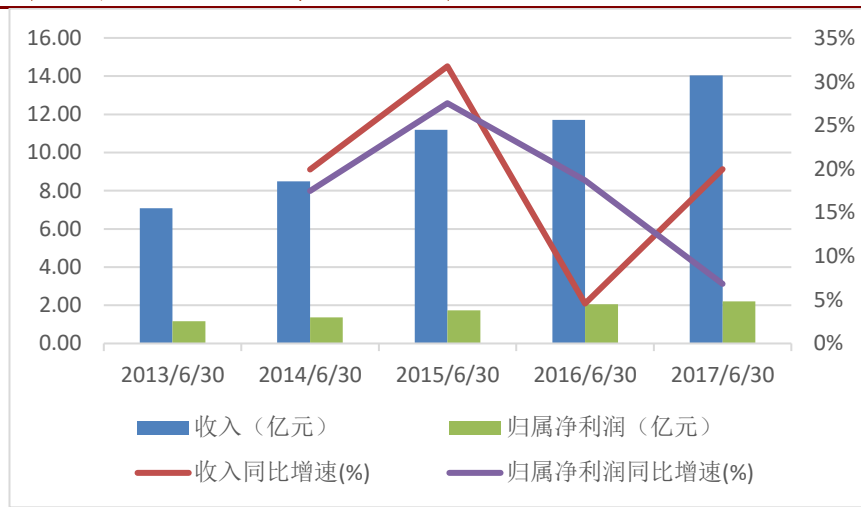
一、 中报点评

1、 收入分析

2017 年 1-6 月, 东江环保实现营业收入 14.03 亿元, 同比增长 19.96%, 归属上市公司股东的净利润 2.2 亿元, 同比增长 6.83%。扣除一次性因素后, 公司的扣非归属母公司净利润为 2.15 亿元, 同比增长 10.80%。基本每股收益 0.25 元, 同比增长 4.17%。

因环保督察影响产量+费用略高于预期, 东江 2017 年中报业绩略低于市场预期, 但是预期下半年产能投产, 产量迅速提高之后, 全年业绩增速要高于上半年水平。

图 1: 东江环保收入和净利润变化图



资料来源: 公司数据、招商证券

东江环保 2017 年上半年收入为 14.03 亿元, 同比增长 19.96%, 收入增长的主要原因是:

危废资源化业务同比增长 50.78%, 工业危废无害化处理同比增长 53.56%, 与此同时包含危废 EPC 的环境工程及服务项目同比增长 31.08%, 危废主业收入的大幅增长, 带动了公司业绩的同比提升。

再生能源和贸易业务收入同比增长 2%~3%, 维持稳定运营。而市政废物处理处置服务, 由于污泥填埋场达到填埋上限已经封顶移交给政府, 再加上个别项目的

服务内容略有减少，因此收入同比下降 35.73%，这块业务已经到达历史低位；下半年，随着公司在广东省肇庆、佛山、江门等地的市政环保业务开拓，预计这块业务将会迎来一段高增长时期。

另外，导致公司收入同比增速显著小于危废业务收入增速的主要原因，也是因为公司电子废弃物拆解业务大部分出售给桑德，因此导致上半年电子废弃物拆解收入同比降低 89.64%，即降低了 1.13 亿元的收入，以及约 0.11 亿元的毛利（按照 2016 年 9.46% 的业务毛利估算）。

若以 2016 年中报扣除电子拆解业务出售部分利润的数据作为基础，则公司 2017 年上半年同比增速可以从约 7% 提升至 12%。下半年，该部分业务预计仍将显著拉低公司收入的同比增速。而出售电子拆解业务带来的投资收益，也会拉低公司报表层面的净利润增速，但是并不影响公司主营业务危废处理业务的实际增长。

2、毛利和毛利率分析

上半年，公司的营业成本为 8.92 亿元，同比增长 20.01%，毛利为 5.11 亿元，同比增长 19.87%。毛利率为 36.47%，较上年同期降低-0.03pct。

公司毛利率有所降低的一个主要原因是各项业务毛利率小幅下降。

表 1：东江环保 2016H1 和 2017H1 各项业务毛利率（单位：%）

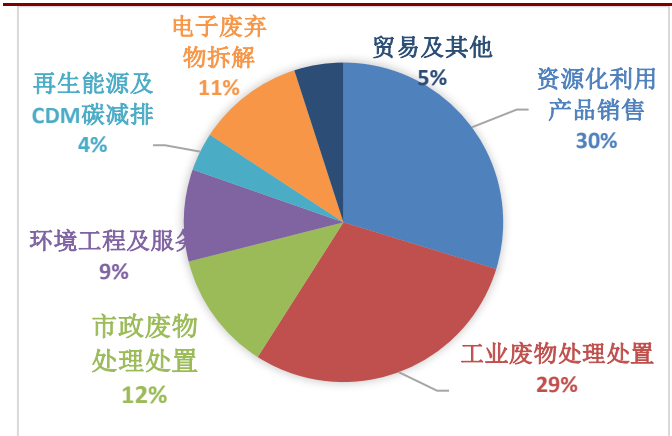
	2016-06-30	2017-06-30
综合毛利率	36.50	36.47
工业废物处理处置（无害化）	49.96	47.34
工业废物资源化利用（资源化）	32.19	29.19
环境工程及服务（含危废 EPC）	26.99	25.13
市政废物处理处置	25.60	13.78
再生能源及 CDM 交易收入	43.41	37.08
电子废弃物拆解	9.46	-1.79
贸易及其他	80.32	74.09

资料来源：中报数据，招商证券

- **无害化处理：**在无害化的三种业务中，焚烧和物化的毛利率比填埋略低一点，2017 年上半年公司焚烧和物化产能产量提升，因此结构变化导致无害化处理综合毛利率波动，实际上各项业务的毛利率基本维持稳定。
- **资源化处理：**公司加大了资源品销售的力度，另一方面收集费用提高，例如深圳今年的金属采购折扣从 42 折上升到 58 折。总体而言毛利率保持较为稳定。
- **环境工程及服务：**较去年同期水平降低 1.86pc，基本维持在 25% 附近，上半年因环保督查和业主环评等手续审核较为严格 EPC 进度略慢，下半年手续齐备之后，这一块业务或许将成为公司未来的一大利润增长点，且毛利率水平预计会有显著提高。
- **市政：**收入降低，但是固定费用不变，导致毛利率有所降低。
- **电子废弃物拆解：**下降 11.25%，主要是因为业务剥离，收入利润减少导致的。

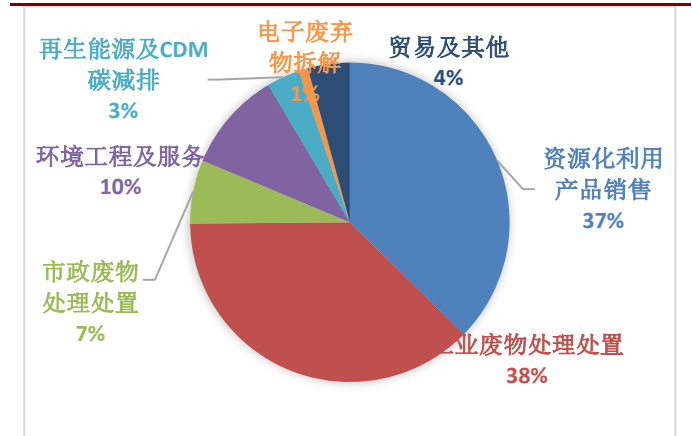
但是由于公司毛利率较高的无害化处置（毛利率 47%）和资源化处置（毛利率 29%）在公司总收入中的占比分别从去年的 29%、30% 提升至今年的 38% 和 37%，所以综合毛利率基本持平。若未来公司业务结构继续优化，则公司综合毛利率有望进一步提升。

图 1：东江环保 2016 年 H1 各项业务收入占比



资料来源：中报数据、招商证券

图 2：东江环保 2017 年 H1 各项业务收入占比



资料来源：中报数据、招商证券

3、费用和费用率分析

费用率方面，2017 年上半年，东江环保的销售费用为 0.35 亿元，同比增长 54.77%，销售费用率为 2.51%，较去年同期增长 0.56pct。销售费用的提升，主要原因是主业增长幅度较快，同时资源化业务加大销售力度，销售费用投入较多

管理费用为 1.90 亿元，同比增长 17.68%，管理费用率为 13.56%，较去年同期降低 0.26pct。管理费用的提升，一方面是因为加大了研发投入，研发费用从 2016 年 H1 的 6000 万提升至今年同期约 7100 万；另一方面，东江积极引入高端人才进行人才储备；还有一个因素就是今年基地投运进展顺利，人工成本和管理费用提升，为未来的业绩增长打好基础。

财务费用为 0.50 亿元，同比增长 16.29%，财务费用率为 3.57%，较去年同期降低 0.11pct。财务费用增长，主要是因为公司发展速度快，资金需求比较大。目前公司应付债券约 9 亿（绿债+ABS），综合成本约 5.09%，成本比去年同期有所下降。目前公司拥有银行授信 46 亿元额度，剩余可用额度约为 28 亿元额度。

总体而言，公司费用率水平略有提高，但是整体保持相对稳定。

表 2：东江环保费用情况

单位：百万元	销售总收入	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率	营业税金	营业税/总收入
2015/6/30	1118.9	19.7	1.8%	127.3	11.4%	24.3	2.2%	5.8	0.5%
2016/6/30	1170.0	22.8	1.9%	161.7	13.8%	43.0	3.7%	9.0	0.8%
2017/6/30	1403.5	35.2	2.5%	190.2	13.6%	50.0	3.6%	15.8	1.1%
2016YoY	4.6%	15.8%	0.1pct	27.0%	2.4pct	76.9%	1.5pct	56.3%	0.3
2017YoY	20.0%	54.8%	0.6pct	17.7%	-0.3pct	16.3%	-0.1pct	74.3%	0.4%

资料来源：公司中报，招商证券

4、现金流量分析

从现金流量表的现金回流状况可以看出，2017 年上半年，东江环保销售商品提供劳务收到的现金为 15.18 亿元，较去年同期增加了 3.10 亿元，同比增长 25.71%。销售商品提供劳务收到的现金/营业收入为 108.14%，较去年同期水平提升 4.94pct。因为剥离了现金流较差的电子废弃物拆解业务，东江整体现金流情况好转，体现公司较好的营运能力。

应收账款同比降低 22.93%，应收/营业收入比重为 43.03%，较去年同期降低 23.95pct，

变化幅度较大，未来预计能维持类似水平。

存货同比增长 8.91%，存货/营业收入比重为 22.40%，较去年同期降低 2.27pct，变化幅度较小。

应付账款同比增长 17.02%，应付账款/营业收入比重为 49.99%，较去年同期降低 1.25pct，且应付和应收规模基本类似，也体现公司管理运营能力较强。

表 3：东江环保现金流情况

单位： 百万元	营业收入	销售商品提供劳务收到的现金	占营收比重	应收账款	占营收比重	存货	占营收比重	应付账款
2015/6/30	1119	1,096	98%	611	55%	324	29%	327
2016/6/30	1170	1,207	103%	784	67%	289	25%	600
2017/6/30	1404	1,518	108%	604	43%	314	22%	702
2016YOY	5%	10%	5%	28%	12%	-11%	-4%	83%
2017YOY	20%	26%	5%	-23%	-24%	9%	-2%	17%

资料来源：中报数据，招商证券

二、东江未来发展点

1、东江整体发展战略：继续聚焦危废行业，打造示范项目，为获取项目和并购做准备

面对危废行业持续发展的良好机会，东江下一步的发展战略是继续聚焦危废行业，不断提升技术水平和运营效率，为危废行业第二次整合做好相应的资金和团队资源准备工作。

- **对内练好内功，树立典范：**做好示范工程，以全范围+大规模综合处理+无事故的长期良好运营水平，打造各地的示范工程，增加后续招投标的砝码。
- **对外提升声望，寻求合作伙伴进行工程及并购：**2017年6月24日，广晟携手E20在广州举办了首届危废论坛，就危废政策、市场和相关公司进行了一一的解读和盘点。东江作为危废行业龙头，开始逐渐在市场发声并加强市场地位。类似的同行交流，增加公司寻找并购标的+找到合作伙伴的机会，或将开启合作伙伴提供资质和环评，东江提供EPC工程，后续视情况决定是否合资运营的模式。

另外，对于省内的、经济条件较好地区的部分环保和工程项目，公司也会拓展相应的市政、水治理和环境治理项目；对于省外的环保项目则会更加谨慎的选择和执行。

2、后续或将通过品牌和经验优势，进行危废EPC建设+并购，以提高市占率并提升轻资产业务规模

EPC工程的增加，可以降低公司的资本支出，同时进一步改善公司的现金流，为公司提供另一个可观的利润来源。对于整个行业来说，拥有资质的一方可以变现退出，大型国企或地方环保平台可以获得合理而良好的危废项目设计和建设，同时若后续合资运营则将有机会习得东江多年的运营经验从而对当地危废实现妥善处置。

这种累积经验的输出变现，对于东江和整个危废行业，都有益处。

3、计划2020年获得350万吨资质，达到15亿元利润

对于2020年获得350万吨资质，东江的扩张方式仍将以收购+扩建为主。

由于大量危废主要来自于制造业、电子产业、石化、印染、医药、造纸业等，在某些省市若上述行业较为集中则会有较大的危废处置需求。另外产业集中也有利于缩短运输半

径、提高处理规模从而实现规模效益。因此公司将会在广东、江西、山东、福建、珠三角长三角等重点领域重点布局，争取优势项目并达到一定的市占率目标。

同时，对于资质和产能，公司也有所规划：

表 4：东江资质和产能规划（不含未来的收并购+扩建项目）

	2016	2017	2018	2019
总体资质	146	169	260	未提到
无害化产能	79	93	121	155
焚烧	20	21	33	44
填埋	12	13	15	20
物化	47	59	73	90

资料来源：公司公告的调研纪要，中报电话会议数据，招商证券；

备注：其中 2016 年数据，是根据公司之前调研的资质比例数据进行估算得到；2017~2019 年数据为 2017 年 8 月 21 日公司召开的电话会议提供的具体数据，未来可能和实际情况有所不同。

- 2017 年新投产产能：2017 上半年，珠海永兴盛、湖北天银共计逾 4 万吨无害化、3 万吨资源化产能投产；2017 下半年，东莞恒建、衡水睿韬无害化项目建成，两项目合计产能约为 15 万吨。
- 2018 年新投产产能：，潍坊东江、江西东江二期、南平项目、南通东江、仙桃绿怡等项目相继建成。2018 年新增产能共计约 58 万吨。

未来，如东项目、沿海固废、潍坊项目、江西项目、福建项目、沙井项目、龙岗项目等已有项目或将进一步进行扩建，且扩建产能将以无害化为主。

我们判断，东江未来会在环保督查的基础上，收并购一些并不达标或者业主希望出售的资质，然后进行改建和扩建，所以未来预计实际产能将会高于上述表格的公司计划数值，从而为公司的业绩增长打下坚实基础。

三、盈利预测与投资建议

若新建及改扩建的各危废基地投产进度良好，市场拓展顺利，则公司危废业务仍将保持较高的增速，从而为公司的业绩增长做出显著贡献。若未来公司成功拓展 EPC 业务并借助控股股东帮助使项目迅速落地转化为业绩，则将为公司业绩带来额外的弹性。

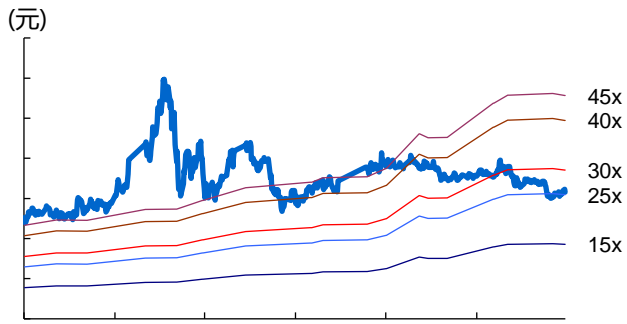
我们预计公司 2017、2018 年归属净利润分别是 4.7 亿元、6.5 亿元，对应 2017 年 8 月 22 日的 8.9 亿股，EPS 分别是 0.53、0.73。

2017 年 8 月 22 日收盘价 15.80 元/股对应 2017~2018 年的估值分别是 30 倍、22 倍。若按照 2018 年业绩给予 35 倍 PE，则目标价为 25.55 元。

维持“强烈推荐-A”评级。

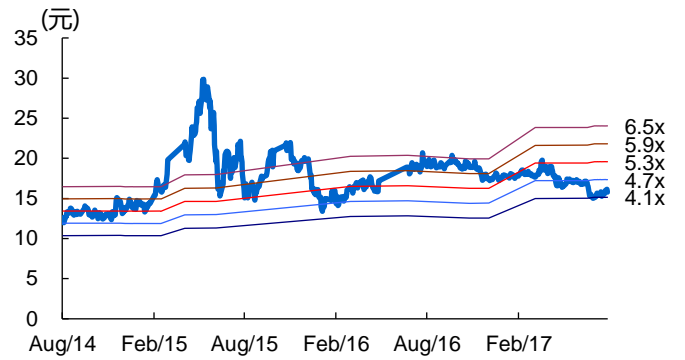
风险提示：项目投产进度不及预期。市场开拓进度不及预期。并购进度和规模不达预期。大盘系统性风险。

图 3：东江环保历史 PE Ba9nd



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：东江环保历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2323	2712	2715	3760	4999
现金	858	1160	738	956	1036
交易性投资	2	2	2	2	2
应收票据	37	44	55	78	109
应收款项	709	493	598	846	1176
其它应收款	112	251	316	447	622
存货	269	267	325	462	650
其他	337	495	682	882	1228
非流动资产	4362	5477	5483	5486	5487
长期股权投资	135	138	138	138	138
固定资产	1300	1397	1487	1565	1633
无形资产	735	828	746	671	604
其他	2192	3114	3113	3112	3111
资产总计	6685	8189	8199	9247	10486
流动负债	2593	3408	3321	3460	4005
短期借款	1271	1736	1736	1436	1376
应付账款	447	713	891	1261	1774
预收账款	79	123	153	217	305
其他	796	836	541	545	551
长期负债	873	916	916	1516	1516
长期借款	379	398	398	998	998
其他	494	518	518	518	518
负债合计	3466	4323	4237	4975	5521
股本	869	887	887	887	1032
资本公积金	260	312	312	312	312
留存收益	1624	2090	2113	2319	2732
少数股东权益	466	577	651	753	889
归属于母公司所有者权益	2753	3289	3312	3518	4076
负债及权益合计	6685	8189	8199	9247	10486

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	228	690	680	718	800
净利润	333	534	466	650	856
折旧摊销	209	286	265	269	271
财务费用	81	102	120	116	120
投资收益	(30)	(179)	(31)	(31)	(31)
营运资金变动	(419)	(94)	(191)	(430)	(570)
其它	53	40	50	58	63
投资活动现金流	(916)	(654)	(242)	(242)	(242)
资本支出	(476)	(839)	(272)	(272)	(272)
其他投资	(440)	185	31	31	31
筹资活动现金流	480	287	(860)	(259)	(479)
借款变动	647	726	(297)	300	(60)
普通股增加	522	18	0	0	145
资本公积增加	(491)	52	0	0	0
股利分配	(174)	(435)	(444)	(444)	(444)
其他	(23)	(73)	(120)	(116)	(120)
现金净增加额	(208)	323	(422)	217	79

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2403	2617	3298	4669	6490
营业成本	1624	1672	2087	2957	4157
营业税金及附加	17	38	48	68	95
营业费用	53	58	73	103	143
管理费用	298	340	417	609	861
财务费用	65	96	120	116	120
资产减值损失	12	9	9	9	9
公允价值变动收益	(1)	1	1	1	1
投资收益	30	179	30	30	30
营业利润	362	584	574	839	1136
营业外收入	92	118	118	118	118
营业外支出	5	28	28	28	28
利润总额	449	674	664	928	1225
所得税	64	97	124	175	233
净利润	385	577	540	753	992
少数股东损益	53	43	74	103	136
归属于母公司净利润	333	534	466	650	856
EPS (元)	0.38	0.60	0.53	0.73	0.83

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	17%	9%	26%	42%	39%
营业利润	19%	61%	-2%	46%	35%
净利润	32%	61%	-13%	39%	32%
获利能力					
毛利率	32.4%	36.1%	36.7%	36.7%	36.0%
净利率	13.8%	20.4%	14.1%	13.9%	13.2%
ROE	12.1%	16.2%	14.1%	18.5%	21.0%
ROIC	6.9%	8.7%	9.2%	11.5%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	51.8%	52.8%	51.7%	53.8%	52.7%
净负债比率	30.0%	29.7%	26.0%	26.3%	22.6%
流动比率	0.9	0.8	0.8	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.7	0.7	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
存货周转率	5.7	6.2	7.1	7.5	7.5
应收帐款周转率	4.1	4.4	6.0	6.5	6.4
应付帐款周转率	4.4	2.9	2.6	2.7	2.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.38	0.60	0.53	0.73	0.83
每股经营现金	0.26	0.78	0.77	0.81	0.78
每股净资产	3.17	3.71	3.73	3.97	3.95
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
估值比率					
PE	41.3	26.3	30.1	21.6	19.0
PB	5.0	4.3	4.2	4.0	4.0
EV/EBITDA	30.7	20.5	18.2	11.8	9.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，浙江大学金融学自动化双学位，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心电力及公用事业行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

丛逸：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。