

无害化处理比例提升，收入结构改善，费用率上升和信用减值损失致利润下滑



事件：东江环保发布 2019 年三季报，2019 年 1-9 月公司实现营业收入 25.77 亿元，同比增长 4.21%，归母净利润 3.32 亿元，同比减少 10.88%，扣非后归母净利润 3.00 亿元，同比减少 16.27%。7-9 月单季度公司营业收入 8.88 亿元，同比增长 9.42%，归母净利润 0.8 亿元，同比减少 25.35%，扣非后归母净利润 0.64 亿元，同比减少 37.41%。

核心观点

- **无害化处理比例提升，收入结构改善**：前三季度公司的营业收入稳中有升，主要是得益于项目建设持续推进，其中南通东江 2 万吨/年焚烧项目、兴业东江 7.15 万吨/年综合利用及处理项目和韶关东江 8.95 万吨/年综合利用及处理等 3 个项目已投产。根据公司半年报披露的数据，上半年高毛利率的危废无害化处理业务收入同比增长 31.54%，占总收入的比例达到 47.16%（去年为 36.45%），预计全年的收入结构将持续改善。
- **期间费用率提升和信用减值损失造成利润下滑**：今年前三季度公司的毛利率稳中有升，较去年提升 1.87 个百分点，达到 36.54%；期间费用率为 20.15%，较去年同期增加 1.69 个百分点，主要是由于销售费用和财务费用分别为 9014 万和 10634 万，同比增长了 30.04% 和 32.49%。另一方面，由于公司一笔股权转让款及原子公司往来款在三季度确认计提了约 7381 万元（前三季度共 8216 万元）的信用减值损失，从而影响公司前三季度的经营业绩，销售净利率为 14.91%，较去年同期减少了 2.59 个百分点。

财务预测与投资建议

- 下调盈利预测，我们预测 2019-2020 年公司归母净利润分别为 3.9/5.0 亿元（之前为 7.2/8.8 亿元），可比公司 2019 年 PE 为 19x，考虑东江环保在危废行业的龙头地位以及较高的产能复合增长率，我们给予 20% 的溢价。根据 23x 的 PE，下调目标价为 10.26 元，调整为增持评级。

风险提示

- 未来项目投产不达预期；产能利用率不达预期；无害化处理价格下降；资源化产品价格持续低迷

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,100	3,284	3,585	4,388	5,094
同比增长(%)	18.4%	5.9%	9.1%	22.4%	16.1%
营业利润(百万元)	606	566	544	695	833
同比增长(%)	3.7%	-6.6%	-3.9%	27.9%	19.8%
归属母公司净利润(百万元)	473	408	392	502	603
同比增长(%)	-11.3%	-13.8%	-4.0%	28.3%	20.0%
每股收益(元)	0.54	0.46	0.45	0.57	0.69
毛利率(%)	35.9%	35.3%	35.1%	35.9%	36.8%
净利率(%)	15.3%	12.4%	10.9%	11.5%	11.8%
净资产收益率(%)	13.5%	10.5%	9.3%	11.0%	12.1%
市盈率	17.8	20.7	21.5	16.8	14.0
市净率	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级	买入	增持	中性	减持 (下调)
股价(2019年11月05日)	9.59 元			
目标价格	10.26 元			
52周最高价/最低价	14/9.41 元			
总股本/流通A股(万股)	87,927/66,042			
A股市值(百万元)	8,432			
国家/地区	中国			
行业	环保			
报告发布日期	2019年11月06日			

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.1	-1.03	-4.39	-14.6
相对表现	2.27	5.97	13.29	37.28
沪深300	2.37	4.94	8.9	22.68



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888-6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515100003

证券分析师 谢超波
021-63325888-6070
xiechaobo@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
核心假设						
焚烧处置费(元/吨)	3700	3700		3500	3500	3500
变动幅度				-200	-200	
销售费用率(%)	2.8%	2.8%		3.0%	3.0%	3.0%
变动幅度				0.2%	0.2%	
管理费用率(%)	9.7%	9.7%		12.5%	12.5%	12.5%
变动幅度				2.8%	2.8%	
工业废物处置毛利率(%)	43.7%	43.7%		47.7%	47.7%	47.7%
变动幅度				4.0%	4.0%	
分产品盈利预测						
工业废物处置						
销售收入	2115	2678		1467	1987	2533
变动幅度				-30.6%	-25.8%	
毛利率	43.74%	43.74%		47.74%	47.74%	47.74%
变动幅度				4.0%	4.0%	
工业废物资源化利用						
销售收入	1651	1848		1367	1650	1810
变动幅度				-17.2%	-10.7%	
毛利率	23.28%	23.28%		23.28%	23.28%	23.28%
变动幅度				0.0%	0.0%	
市政废物处理处置						
销售收入	193	193		193	193	193
变动幅度				0.0%	0.0%	
毛利率	17.40%	17.40%		17.40%	17.40%	17.40%
变动幅度				0.0%	0.0%	
电子废弃物拆解						
销售收入	57	57		57	57	57
变动幅度				0.0%	0.0%	
毛利率	17.27%	17.27%		17.27%	17.27%	17.27%
变动幅度				0.0%	0.0%	
环境工程及服务						
销售收入	408	493		280	280	280
变动幅度				-31.4%	-43.2%	
毛利率	25.72%	25.72%		25.72%	25.72%	25.72%
变动幅度				0.0%	0.0%	
再生能源及 CDM 交易收入						
销售收入	93	93		93	93	93
变动幅度				0.0%	0.0%	
毛利率	36.59%	36.59%		36.59%	36.59%	36.59%

变动幅度			0.0%	0.0%	
贸易及其他					
销售收入	212	274	128	128	128
变动幅度			-39.9%	-53.4%	
毛利率	72.03%	72.03%	17.60%	17.60%	17.60%
变动幅度			-54.4%	-54.4%	
销售收入合计	4,729	5,636	3,585	4,388	5,094
变动幅度			-24.2%	-22.2%	
综合毛利率	34.8%	35.5%	35.1%	35.9%	36.8%
变动幅度			0.4%	0.3%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,729	5,636		3,585	4,388	5,094
变动幅度				-24.2%	-22.2%	
营业利润	934	1,144		544	695	833
变动幅度				-41.8%	-39.2%	
归属母公司净利润	723	883		392	502	603
变动幅度				-45.8%	-43.1%	
每股收益（元）	0.82	1.00		0.45	0.57	0.69
变动幅度				-45.3%	-42.6%	
毛利率(%)	34.8%	35.5%		35.1%	35.9%	36.8%
变动幅度				0.4%	0.3%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值表

公司	代码	最新价格				每股收益				市盈率		
		2019/10/31	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
高能环境	603588	9.90	0.48	0.64	0.84	20.56	15.50	11.79				
伟明环保	603568	22.10	0.79	1.00	1.23	28.12	22.03	18.00				
雪浪环境	300385	12.09	0.21	0.61	0.82	58.10	19.82	14.74				
格林美	002340	4.43	0.18	0.21	0.27	25.17	20.79	16.57				
上海环境	601200	11.34	0.63	0.65	0.79	17.92	17.42	14.33				
调整后平均							19.00	15.00				

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,242	1,054	1,151	1,408	1,635	营业收入	3,100	3,284	3,585	4,388	5,094
应收账款	695	691	754	923	1,071	营业成本	1,988	2,125	2,325	2,814	3,222
预付账款	49	43	47	58	67	营业税金及附加	42	45	50	61	71
存货	313	300	328	397	454	营业费用	69	99	108	132	153
其他	738	1,000	1,037	1,134	1,219	管理费用	415	374	448	548	637
流动资产合计	3,036	3,088	3,316	3,919	4,446	财务费用	99	134	232	275	327
长期股权投资	243	303	303	303	303	资产减值损失	11	28	(14)	0	0
固定资产	1,650	2,254	3,204	4,234	5,148	公允价值变动收益	0	17	0	0	0
在建工程	1,606	1,254	1,172	1,373	1,371	投资净收益	24	13	50	80	92
无形资产	912	875	796	716	637	其他	106	57	57	57	57
其他	1,793	1,971	1,690	1,681	1,672	营业利润	606	566	544	695	833
非流动资产合计	6,204	6,656	7,165	8,308	9,132	营业外收入	23	4	4	4	4
资产总计	9,240	9,744	10,481	12,227	13,578	营业外支出	6	11	11	11	11
短期借款	1,873	1,834	2,137	3,238	3,883	利润总额	623	558	536	688	825
应付账款	705	558	611	739	846	所得税	69	84	81	104	124
其他	592	1,132	1,146	1,181	1,211	净利润	553	474	455	584	701
流动负债合计	3,170	3,524	3,894	5,158	5,940	少数股东损益	80	66	64	82	98
长期借款	293	436	436	436	436	归属于母公司净利润	473	408	392	502	603
应付债券	1,290	903	903	903	903	每股收益(元)	0.54	0.46	0.45	0.57	0.69
其他	166	196	177	177	177						
非流动负债合计	1,748	1,534	1,515	1,515	1,515	主要财务比率					
负债合计	4,918	5,058	5,409	6,674	7,455		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	593	644	708	789	887	成长能力					
股本	888	887	879	879	879	营业收入	18.4%	5.9%	9.1%	22.4%	16.1%
资本公积	381	431	499	499	499	营业利润	3.7%	-6.6%	-3.9%	27.9%	19.8%
留存收益	2,450	2,696	2,963	3,364	3,835	归属于母公司净利润	-11.3%	-13.8%	-4.0%	28.3%	20.0%
其他	10	28	22	22	22	获利能力					
股东权益合计	4,322	4,686	5,072	5,553	6,123	毛利率	35.9%	35.3%	35.1%	35.9%	36.8%
负债和股东权益总计	9,240	9,744	10,481	12,227	13,578	净利率	15.3%	12.4%	10.9%	11.5%	11.8%
						ROE	13.5%	10.5%	9.3%	11.0%	12.1%
						ROIC	8.7%	7.4%	7.6%	8.4%	8.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	53.2%	51.9%	51.6%	54.6%	54.9%
净利润	553	474	455	584	701	净负债率	51.3%	54.6%	54.5%	65.0%	65.8%
折旧摊销	215	268	325	431	546	流动比率	0.96	0.88	0.85	0.76	0.75
财务费用	99	134	232	275	327	速动比率	0.86	0.79	0.77	0.68	0.67
投资损失	(24)	(13)	(50)	(80)	(92)	营运能力					
营运资金变动	(358)	(202)	(65)	(182)	(164)	应收账款周转率	5.2	4.7	5.0	5.2	5.1
其它	186	237	305	0	0	存货周转率	6.8	6.9	7.4	7.8	7.6
经营活动现金流	671	898	1,203	1,028	1,318	总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
资本支出	(646)	(413)	(1,091)	(1,574)	(1,370)	每股指标(元)					
长期投资	(147)	(361)	0	0	0	每股收益	0.54	0.46	0.45	0.57	0.69
其他	(200)	(182)	50	80	92	每股经营现金流	0.76	1.02	1.37	1.17	1.50
投资活动现金流	(993)	(955)	(1,041)	(1,494)	(1,278)	每股净资产	4.24	4.60	4.96	5.42	5.96
债权融资	543	191	(4)	0	0	估值比率					
股权融资	(12)	(8)	(8)	0	0	市盈率	17.8	20.7	21.5	16.8	14.0
其他	(127)	(318)	(53)	723	186	市净率	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
筹资活动现金流	404	(136)	(66)	723	186	EV/EBITDA	11.1	10.6	9.3	7.3	6.0
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0	EV/EBIT	14.5	14.6	13.2	10.6	8.8
现金净增加额	82	(193)	96	258	227						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

