

东江环保 (002672)

公司研究/简评报告

中报增速略低于预期，营收结构改善明显

简评报告/环保

2017 年 08 月 21 日

一、事件概述

近期，东江环保发布 2017 年半年度报告：营业收入 14.04 亿，同比增长 19.96%；归属于上市公司股东净利 2.20 亿，同比增长 6.83%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 2.15 亿，同比增长 10.80%。

二、分析与判断

➤ 2017 年中报营收及净利增速略低于预期，主营业务毛利率略有下滑

1、**2017H1 营收及净利增速略低于预期。**营业收入 14.04 亿，同比增长 19.96%；归属于上市公司股东净利 2.20 亿，同比增长 6.83%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 2.15 亿，同比增长 10.80%。缘于销售费用大幅增长 54.77%后三期费用率增长 0.19%至 19.63%，营业成本在营业收入中的占比增长 0.03%至 63.53%所致。同时公司预计 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动区间为 26,630.11 至 38,043.01（万元），同比降低 30.00% 至 0.00%，扣除上年同期公司出售子公司股权带来较大投资收益影响后，预计 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比变动幅度在 0%-30%之间。

2、**收入结构调整效果明显。**由于废旧家电拆解业务政府补贴回款慢，公司 2016 年出售了清远东江及湖北东江股权对该块业务进行了剥离。确立了继续深耕危险废物业务，协同发展环保工程项目的战略方针。战略方针的调整，已经在 2017H1 营收结构中得到了较好的验证。资源化利用产品销售收入同比增长 50.78%，占营收比重为 37.37%，同比增长 7.64%；工业废物处理处置服务收入同比增长 53.56%，占营收比重为 37.50%，同比增长 8.21%；环境工程及服务收入同比增长 31.08%，占营收比重为 10.16%，同比增长 0.86%；营收结构转变明显，体现了公司以危险废物业务为重点发展方向，协同发展环保工程项目的战略定位。

3、**主营业务毛利率略有下滑。**资源化利用产品销售毛利率为 29.19%，同比下降 3.00%；工业废物处理处置服务毛利率为 47.34%，同比下降 2.61%；环境工程及服务毛利率为 25.13%，同比下降 1.86%。营收占比最大的 3 项主营业务毛利率均有小幅下滑，这也造成了公司整体净利润增幅小于营业收入增幅。

➤ 公司龙头地位进一步稳固，积极拓展多元化的融资渠道

1、**公司龙头地位进一步稳固。**报告期内新投产的项目包括湖北天银 6 万吨/年和珠海永兴盛 1 万吨/年；预计 2017 年 4 季度投产试运行的项目有东莞恒建 8 万吨/年的物化项目和衡水睿韬扩建的约 7.75 万吨/年的无害化项目；预计于 2018 年建成的项目包括江西固废二期 28 万吨/年的资源化项目、福建南平 2 万吨/年焚烧项目、山东潍坊东江约 20 万吨/年资源化及无害化项目、湖北仙桃绿怡 1.78 万吨/年资源化项目、江苏南通约 4 万吨/年无害化项目，共计 55.78 万吨。另外，泉州 PPP 项目约 9 万吨处/年危废处置项目于今年上半年取得环评批复，目前处于建设阶段，以上项目建成投产后合计增加 80.53 万吨/年的危险废物的处理规模，成为公司未来效益的增长引擎。

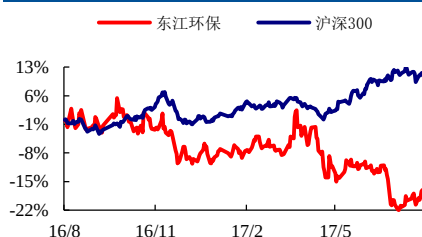
强烈推荐 维持评级

合理估值： 16.75—20.1 元

交易数据 2017-8-18

收盘价（元）	15.98
近 12 个月最高/最低	20.52/15.13
总股本（百万股）	887
流通股本（百万股）	542
流通股比例（%）	61.12
总市值（亿元）	128
流通市值（亿元）	87

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师： 陶贻功

执业证号： S0100513070009

电话 (010)8512 7892

邮箱 taoyigong@mszq.com

相关研究

- 1、《从环保的角度看园林，生态兴则文明兴》20170811
- 2、《PPP 项目库第 7 期季报发布，生态环保类项目落地率继续领跑》20170731
- 3、《水环境市场迎上位法颁布，行业正现爆发期》20170629

2、积极拓展多元化的融资渠道。1) 以控股子公司虎门绿源污水处理收费收益权为基础资产，发行资产支持证券，实际融资人民币 3 亿元，系广东省及深交所 PPP+ABS 业务的首单；2) 公开发行第一期绿色公司债券，发行规模为 6 亿元，系首家在深交所公开发行绿色债券并上市的企业；3) 与广东省广晟金融控股有限公司签订设立产业并购基金框架协议，总规模人民币 30 亿元，母基金规模为 5.5 亿，公司认缴 5000 万元；4) 启动非公开发行 A 股股票项目，拟募集资金人民币 23 亿元。上述融资将有效进一步优化公司资本结构，降低融资成本，降低公司资产负债率，增强公司资本实力和后续融资能力，做大做强主业。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.53、0.67、0.82，看好公司营收结构改善及环保工程业务带来的营收增长，给予公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

1、政策落地不及预期；2、订单签署不及预期；3、合同执行进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2617.08	3390.42	4158.69	5031.19
增长率（%）	8.91%	29.55%	22.66%	20.98%
归属母公司股东净利润（百万元）	533.81	466.85	591.94	729.13
增长率（%）	60.53%	-12.54%	26.80%	23.18%
每股收益（元）	0.60	0.53	0.67	0.82
PE（现价）	26.55	30.36	23.94	19.44
PB	4.31	3.86	3.42	2.99

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2617.08	3390.42	4158.69	5031.19
营业成本	1671.76	2200.38	2694.83	3270.27
营业税金及附加	38.11	49.37	60.55	73.26
销售费用	57.85	74.94	91.92	111.21
管理费用	339.80	440.21	539.96	653.24
EBIT	767.43	722.21	861.57	1010.30
财务费用	96.09	130.76	111.01	85.24
资产减值损失	9.15	8.00	14.54	17.59
投资收益	178.84	0.00	0.00	0.00
营业利润	584.31	486.76	645.87	820.37
营业外收支	89.39	107.05	107.05	107.05
利润总额	673.71	593.81	752.92	927.42
所得税	96.57	89.07	112.94	139.11
净利润	577.14	504.74	639.98	788.31
归属于母公司的利润	533.81	466.85	591.94	729.13
EBITDA	1053.71	941.04	1083.60	1232.22

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	879.51	1186.65	1455.54	1760.92
应收账款及票据	537.18	1125.43	913.92	1553.29
预付款项	58.63	114.53	97.54	159.81
存货	267.17	438.90	425.83	623.55
其他流动资产	437.29	56.68	56.68	56.68
流动资产合计	2179.77	2922.18	2949.51	4154.24
长期股权投资	138.08	138.08	138.08	138.08
固定资产	1397.23	1402.75	1378.53	1328.86
无形资产	828.35	708.40	578.56	448.72
非流动资产合计	5707.63	5558.25	5540.20	5342.94
资产合计	7887.40	8480.43	8489.71	9497.18
短期借款	1735.86	2092.53	2076.96	2252.77
应付账款及票据	713.26	813.81	1056.41	1213.17
其他流动负债	812.65	498.23	541.95	565.32
流动负债合计	3261.77	3404.58	3675.31	4031.26
长期借款	755.08	790.39	0.00	0.00
其他长期负债	4.86	2.61	2.61	2.61
非流动负债合计	759.94	793.00	2.61	2.61
负债合计	4021.71	4197.58	3677.92	4033.87
股本	887.15	887.15	887.15	887.15
少数股东权益	576.80	614.69	662.73	721.90
股东权益合计	3865.69	4282.85	4811.79	5463.31
负债和股东权益合计	7887.40	8480.43	8489.71	9497.18

主要财务指标 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	8.91%	29.55%	22.66%	20.98%
EBIT 增长率	50.29%	-5.89%	19.30%	17.26%
净利润增长率	49.84%	-12.54%	26.80%	23.18%
盈利能力				
毛利率	36.12%	35.10%	35.20%	35.00%
净利率	22.05%	14.89%	15.39%	15.67%
总资产收益率 ROA	9.73%	8.52%	10.15%	10.64%
净资产收益率 ROE	16.23%	12.73%	14.27%	15.38%
偿债能力				
流动比率	0.75	0.92	0.90	1.11
速动比率	0.53	0.78	0.77	0.95
现金比率	0.27	0.35	0.40	0.44
资产负债率	50.99%	49.50%	43.32%	42.47%
经营效率				
应收账款周转天数	4.87	3.01	4.55	3.24
存货周转天数	57.53	71.81	56.89	68.64
总资产周转率	0.33	0.40	0.49	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.53	0.67	0.82
每股净资产	3.71	4.14	4.68	5.35
每股经营现金流	0.78	0.20	1.45	0.36
每股股利	0.08	0.10	0.13	0.15
估值分析				
PE	26.55	30.36	23.94	19.44
PB	4.31	3.86	3.42	2.99
EV/EBITDA	22.45	24.45	19.62	16.96
股息收益率	0.00	0.01	0.01	0.01

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	577.14	504.74	639.98	788.31
折旧和摊销	286.28	218.83	222.03	221.92
营运资金变动	-171.21	-542.28	421.55	-691.99
经营活动现金流	692.20	181.29	1283.56	318.23
资本开支				
投资				
投资活动现金流	-654.14	-50.71	10.99	30.99
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	2133.77	2882.92	2076.96	2252.77
筹资活动现金流	287.48	176.57	-1025.66	-43.85
现金净流量	326.06	307.14	268.89	305.37

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

陶贻功：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。