东江环保(002672)

河北省危废处置项目再落一子，深耕京津冀区域优质市场可期

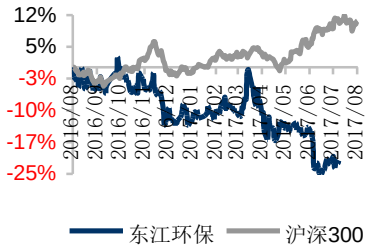
买入(维持)

2017 年 09 月 26 日

证券分析师 袁理
执业证书编号：S0600511080001
02160199782
yuanl@dwzq.com.cn
研究助理 刘博
liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,617	3,402	4,389	5,837
同比（%）	8.9%	30.0%	29.0%	33.0%
净利润（百万元）	534	541	687	895
同比（%）	60.5%	1.3%	27.1%	30.3%
毛利率（%）	36.1%	36.5%	36.5%	36.5%
ROE（%）	16.2%	15.2%	17.6%	20.6%
每股收益（元）	0.60	0.61	0.77	1.01
P/E	26.83	26.39	20.91	15.94
P/B	4.34	4.01	3.66	3.29

股价走势



事件： 公司公告，1）拟以自有资金 1.30 亿元收购万德斯（唐山曹妃甸）环保科技有限公司 80%股权；2）收购完成后将目标公司注册资本实缴至 1.33 亿，其中公司实缴 0.64 亿。

投资要点

■ **京津冀区域市场再落一子，1.89 万吨/年稀缺填埋资质收入囊中：** 万德斯（唐山曹妃甸）环保科技有限公司成立于 2013 年 6 月，位于河北省唐山市曹妃甸，控股股东为南京万德斯环保科技股份有限公司（持股比例为 92.48%），目前万德斯（唐山曹妃甸）公司正在筹建唐山市曹妃甸危险废物和一般固体废物处置中心项目，并已获得环评批复，预计将于 2018 年底建成，核准建设内容为危废处置量 5.82 万吨/年，其中包括：焚烧 1.98 万吨/年、填埋 1.89 万吨/年（填埋库容量为 37.8 万立方米）、物化 0.37 万吨/年、固化 0.85 万吨/年、其他类处理 0.73 万吨/年，涵盖危废种类超 40 大类。该项目建成后，将是唐山市处理种类最多,兼具焚烧、物化及填埋等功能的综合处理基地，亦是河北省少有的具有危废填埋处理能力的项目。截至 2017 年 3 月末，目标公司净利润为-54.83 万元，所有者权益为 0.50 亿，折合收购 PB 为 2.07。

■ **与衡水睿韬协同效应彰显，深耕京津冀区域优质市场：** 根据我们统计，2016 年京津冀区域危废产生量约为 87.19 万吨，其中北京 12.99 万吨、天津 44.2 万吨、河北省 30 万吨以上（2016 年五个发布信息的城市合计 24.25 万吨），预计 2017 年该区域危废产生量将接近 100 万吨。公司已于 2015 年增资并收购河北衡水睿韬项目，二期建设完成后处理规模将达到 9 万吨/年，结合此次收购的万德斯（唐山曹妃甸）项目，公司在京津冀区域已拥有处理能力 14.82 万吨/年，未来协同效应逐步彰显，有望在该区域形成有效的市场辐射圈，增强综合竞争能力，为公司深耕京津冀优质区域市场、谋求更长远发展奠定坚实基础。

■ **广晟“机制+人事+战略”释放积极信号，市场存在预期差。**

1）**机制理顺：** 公司于 2017 年 5 月发布定增预案，大股东广晟参与定增，完成后持股比例进一步提升至 18.60%，增强对公司控制力的同时，为后续战略落实和业务开展奠定基础；

市场数据

收盘价（元）	16.10
一年最低/最高价	14.74/21.50
市净率（倍）	4.13
流通 A 股市值（百万元）	8727

基础数据

每股净资产（元）	3.90
资本负债率（%）	52.27
总股本（百万股）	887
流通 A 股(百万股)	542

相关研究

1. **东江环保：资源化&无害化业务增长明显，静待危废龙头下半年表现 -20170821**
2. **东江环保：设立环保产业基金，危废龙头敦行致远 -20170707**
3. **东江环保：业务结构优化明显，扣非后增速符合市场预期 -20170331**
4. **东江环保：扣非后增速符合预期，全国危废处置龙头再起航 -20170301**
5. **东江环保：投资收益带动业绩大增，返聘创始人助力长远发展 -20161031**

2）**人事到位**：2017 年 6 月，公司董事会选举刘韧为董事长、李永鹏为总裁，刘韧原先担任广晟资产经营有限公司总经理助理兼资本运营部部长及投资发展部部长、李永鹏是公司下属子公司总经理及工业危废事业部副总经理起家，两人配合有望实现资本与业务的良好协同；

3）**战略实施**：此次环保产业基金设立，意味着在机制、人事都已经逐步理顺和到位后，公司战略和业务将加速实施和开展。

广晟入主以来一系列的运作和行动，释放出积极信号，将有望打消此前市场对于国企入主后节奏和活力不足的疑虑，为长期业绩高增长提供充足助力。

- **危废行业进入整合期，龙头敦行致远**：1）两因素造成行业壁垒明显，有效产能严重不足。按照发达国家经验，工业危废一般占工业废物的 3-5%的比例测算，**我国危废产生量在 1 亿吨/年以上**，而我们通过查询全国危废处理资质数据发现，截至 2015 年下半年，我国已核准危废处理资质总量仅为 4500 万吨/年，**处理能力与处理需求之间缺口接近 6000 万吨/年，折算实际处理率不足 40%**。究其原因，**危废项目对运营管理能力要求较高、邻避效应等因素造成危废项目进展不确定性较强是造成行业壁垒明显、市场集中度较低的两大主要因素**，根据 E20 平台统计的数据，**前五大危废处置企业合计市占率为 7.79%，公司作为龙头市占率仅为 3.33%**。2）监管趋严驱使行业进入整合期，广晟支持下公司作为龙头有望率先获益。“十三五”时期，在两高司法解释出台和环保执法力度空前趋严的形势下，预计危废处置行业缺口将快速弥合，行业进入集中整合期。而公司作为危废处置龙头，在手资质齐全、运营管理能力杰出、异地扩张经验丰富，再加上广晟公司平台和资源的支持，预计在“十三五”时期公司市场份额有望快速扩大。
- **公司层面：内生+外延，2020 年处理资质达到 350 万吨/年可期**：1）内生方面，截至 2016 年底，公司拥有国家危险废物名录中 46 大类中的 44 类危废经营资质，已取得工业危险废物资质近 150 万吨/年，伴随着 2017 年，湖北天银、珠海永兴盛、东莞恒建、衡水睿韬等多个项目均进入建成和试运营阶段，为公司业绩增长提供充足弹性。2）外延方面，公司先后收购江联环保、如东大恒、南通惠天然、衡水睿韬等多个项目，在深耕长三角市场的同时，重点拓展江浙及华北华中区域，实现业务全国布局。我们认为，一方面，公司新建扩建项目不断达产，另一方面，外延扩张战略有序推进，根据公司战略发展规划，到 2020 年实现在手处理资质合计 350 万吨/年值得期待。
- **多种融资手段助力主业增长**：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；2）公开发行第一期绿色公司债券，发行规模为 6 亿元；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；4）启动非公开发行事项，拟募集资金人民币 23 亿元，多种融资手段进一步优化公司资本结构，助力主业发展。
- **2013 年股权激励达标解锁，2016 年股权激励启动**：1）2013 年股权激励已见成效，具备示范作用。公司 2016 年净利润相比 2013 年增长 90.43%，扣非加权平均净资产收益率 12.54%，达到 2013 年股权激励解锁条件（净利润增长率不低于 86%，加权平均净资产收益率不低于 11%）。2）2016 年 11 月 8 日公司完成了股权激励首期授予，发行数量为 1814 万股，授予人数为 332 名核心骨干员工。我们认为，参考 2013 年股权激励效果，此次股权激励覆盖面更广，将更好的实现利益绑定，有助于公司稳定发展。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.61、0.77、1.01 元，对应目前股价的 PE 为 26、21、16 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**危废处理价格下行；危废项目进度低于预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东江环保三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**2711.7**	**2632.0**	**3213.3**	**4043.2**
现金	1160.1	800.0	850.0	900.0
应收款项	787.9	978.7	1262.5	1679.2
存货	267.2	325.5	419.9	558.5
其他	496.5	527.8	680.8	905.5
非流动资产	**5477.5**	**6061.7**	**6617.1**	**7142.5**
长期股权投资	138.1	138.1	138.1	138.1
固定资产	2852.8	3474.9	4064.3	4620.4
无形资产	828.3	790.5	756.5	725.8
其他	1658.2	1658.2	1658.2	1658.2
资产总计	**8189.1**	**8693.7**	**9830.3**	**11185.6**
流动负债	**3407.8**	**3204.4**	**3953.1**	**4807.0**
短期借款	2032.4	1828.2	1918.3	2273.3
应付账款	713.3	597.8	980.1	1164.6
其他	662.1	778.4	1054.7	1369.1
非流动负债	**915.7**	**1328.7**	**1341.7**	**1354.7**
长期借款	397.9	797.9	797.9	797.9
其他	517.7	530.7	543.7	556.7
负债总计	**4323.5**	**4533.0**	**5294.8**	**6161.7**
少数股东权益	576.8	601.4	632.7	673.5
归属母公司股东权益	3288.9	3559.2	3902.8	4350.4
负债和股东权益总计	**8189.1**	**8693.7**	**9830.3**	**11185.6**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	689.8	521.2	1143.4	998.9
投资活动现金流	-654.1	-806.7	-840.0	-856.3
筹资活动现金流	287.5	-74.5	-253.5	-92.6
现金净增加额	323.7	-360.1	50.0	50.0
企业自由现金流	-65.5	-244.7	371.3	227.3

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2617.1**	**3402.2**	**4388.8**	**5837.2**
营业成本	1671.8	2160.4	2786.9	3706.6
营业税金及附加	38.1	41.2	53.1	70.6
营业费用	57.8	75.9	97.9	130.2
管理费用	339.8	441.6	569.7	757.7
财务费用	96.1	168.1	178.7	197.6
投资净收益	178.8	89.0	96.1	103.8
其他	-8.0	-14.0	-24.5	-42.9
营业利润	**584.3**	**590.1**	**774.2**	**1035.4**
营业外净收支	89.4	88.7	88.7	88.7
利润总额	**673.7**	**678.8**	**862.9**	**1124.1**
所得税费用	96.6	88.9	113.0	147.3
少数股东损益	43.3	49.3	62.6	81.6
归属母公司净利润	**533.8**	**540.6**	**687.2**	**895.2**
EBIT	509.6	683.2	881.3	1172.1
EBITDA	792.7	919.4	1141.3	1460.1

重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.60	0.61	0.77	1.01
每股净资产(元)	3.71	4.01	4.40	4.90
发行在外股份(百万股)	887.2	887.2	887.2	887.2
ROIC(%)	7.3%	8.8%	10.6%	12.9%
ROE(%)	16.2%	15.2%	17.6%	20.6%
毛利率(%)	36.1%	36.5%	36.5%	36.5%
EBIT Margin(%)	19.5%	20.1%	20.1%	20.1%
销售净利率(%)	20.4%	15.9%	15.7%	15.3%
资产负债率(%)	52.8%	52.1%	53.9%	55.1%
收入增长率(%)	8.9%	30.0%	29.0%	33.0%
净利润增长率(%)	60.5%	1.3%	27.1%	30.3%

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn