

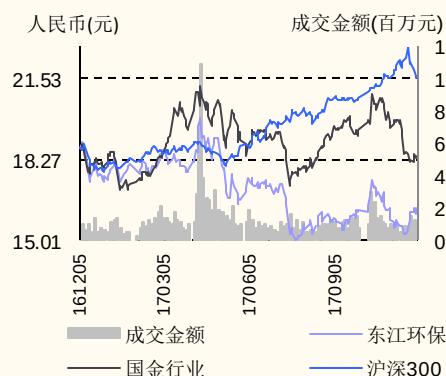
东江环保 (002672.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.30 元

签订绵阳工废项目, 首次实现西南布局**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	537.61
流通港股(百万股)	200.14
总市值(百万元)	14,478.26
年内股价最高最低(元)	19.94/15.01
沪深 300 指数	3998.14
深证成指	11013.15

**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	0.582	0.764	1.000
每股净资产(元)	3.17	3.71	4.29	5.05	6.05
每股经营性现金流(元)	0.26	0.77	0.71	1.17	1.52
市盈率(倍)	52.73	29.25	28.00	21.32	16.31
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%	-3.26%	31.33%	30.77%
净资产收益率(%)	12.08%	16.23%	13.58%	15.13%	16.52%
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

- 公司与四川省绵阳市涪城区人民政府签订《绵阳工业废弃物资源化利用与无害化处置中心及研发基地项目投资协议书》, 项目年处理规模 35 万吨, 其中无害化 25 万吨/年; 工业废弃物资源化利用处置中心总投资约 10 亿元, 研发基地投资约 5 亿元。

分析

- **四川省危废处置能力不足, 签约项目可辐射周边并助力公司实现西南布局。**项目地绵阳目前有 7.93 万危废综合利用资质, 但无危废焚烧及填埋设施, 且作为四川第二大城市, 国防科技和电子工业生产基地产生的工业废物量大。另外所处省份四川危废供给严重不足, 10 月发布的《四川危废五年规划》显示 16 年产量 254 万吨, 但批复的资质仅 80 万吨, 且产能利用率不足 30%; 并要求到 2020 年新增危险废物处置能力 40.5 万吨/年, 全省危险废物集中处置能力达到 49.86 万吨/年, 其中绵阳市危废处置项目(一期)被列为骨干工程。签约的绵阳工废项目总投资 15 亿, 年处理规模为 35 万吨, 其中无害化 25 万吨/年(焚烧 6 万吨、填埋 7.5 万吨、物化固化共 11.5 万吨)。预计绵阳项目将于 19 年末投产以补充当地处置能力不足的空缺, 并辐射周边城市, 且可为公司贡献利润 1.5 亿。公司今年布局珠三角与京津冀, 此次落子西南, 进一步扩大全国的战略布局。西部地区成熟危废企业少, 公司有望获取先发优势。
- **17 年底危废产能有望突破 180 万吨, 营收增速有望超过 20%。**第四季度东莞恒建项目(8 万吨/年)、衡水睿韬项目(7.75 万吨/年)建成试生产; 目前公司危废资质质量约 165 万吨/年, 随着储备项目及新建工业项目产能释放, 预计 17 年底 180 万吨/年、18 年 241 万吨/年, 若能保持目前的产能利用率, 营收增速有望超过 20%: 1) 2018 年建成投产的有江西固废二期项目(资源化项目 28 万吨/年)、福建南平项目(焚烧 2 万吨/年)、潍坊东江项目(资源化及无害化 20 万吨)、湖北仙桃绿怡项目(资源化 1.78 万吨/年)、江苏南通项目(无害化约 4 万吨/年)。2) 泉州 PPP 项目(约 9 万吨/年危废处置)已取得环评批复, 目前处于建设阶段。预计 2020 年公司资质质量达到 350 万吨(其中无害化处置 200 万吨), 目标覆盖全国的范围, 未来 5 年产能扩张年复合增速 18%左右。

相关报告

1. 《业绩符合预期, 经营性净现金流改善-东江环保公司点评》, 2017.10.30
2. 《业绩符合预期, 危废无害化处置高速增长-东江环保公司点评》, 2017.8.21
3. 《设立环保产业基金, 推进产业整合-东江环保公司点评》, 2017.7.11
4. 《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
5. 《立足危废, PPP 或成新增长点-东江环保公司点评》, 2017.4.28

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

- **发展 EPC 总包技术输出模式，广晟定增入主打造多层次环保服务平台。**公司重点发展轻资产技术输出的 EPC 总包模式，凭借 20 多年技术、人才、服务储备，优化建造成本、提升运营效率。通过技术输出盈利，并建立行业高标准，减少市场无序竞争。后续公司将为收购的富龙环保建设焚烧处理设施提供 EPC 总包服务。广晟入主后，公司发展再次启航，公司与广晟金控共同设立 30 亿环保并购基金，引入专业的机构助力公司优先获取稀缺的环保资源。

投资建议

- 预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.58/0.76/1.00，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 19 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 公司在手的危废项目多，但危废项目投产时间长（3-5 年），因而受环评、邻避等因素会导致项目的进展低于预期，尤其是无害化相关的项目；
- 资源化产品受金属价格波动影响较大，因宏观和大宗的供需不确定会影响资源品的价格；
- 定增于 5 月重启，受政策等影响会非公开发行的进度，进而影响危废业务进程（江西危废、潍坊东江、福建绿洲、南通东江、东莞恒建、衡水睿韬项目）。

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
主营业务收入	2,048	2,403	2,617	3,319	4,236	5,463
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	-128	-122	-113
%销售收入	1.2%	2.7%	3.7%	3.8%	2.9%	2.1%
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%	6.1%	4.8%	4.0%
营业利润	303	362	584	565	765	1,020
营业利润率	14.8%	15.1%	22.3%	17.0%	18.1%	18.7%
营业外收支	18	87	89	90	91	92
税前利润	322	449	674	655	856	1,112
利润率	15.7%	18.7%	25.7%	19.7%	20.2%	20.4%
所得税	-39	-64	-97	-94	-123	-160
所得税率	12.1%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.4%
净利润	282	385	577	561	733	953
少数股东损益	31	53	43	45	55	66
归属于母公司的净利润	252	333	534	516	678	887
净利率	12.3%	13.8%	20.4%	15.6%	16.0%	16.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	282	385	577	561	733	953
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	19	9	-4
营运资金变动	-296	-432	-119	-222	-33	8
经营活动现金净流	163	225	687	628	1,038	1,349
资本开支	-500	-476	-839	-732	-928	-957
投资	-478	-595	-39	0	0	0
其他	9	155	223	40	41	45
投资活动现金净流	-970	-916	-654	-692	-887	-912
股权募资	132	8	160	0	0	0
债权募资	903	714	420	-43	91	-303
其他	-141	-243	-291	-153	-141	-133
筹资活动现金净流	894	479	288	-197	-50	-437
现金净流量	87	-211	321	-260	100	0

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	900	1,000	1,000
应收账款	636	858	788	1,115	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	2,880	3,448	4,037
%总资产	45.0%	34.7%	33.1%	32.3%	33.9%	35.4%
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%	37.0%	37.8%	38.2%
无形资产	851	1,418	1,962	2,067	2,213	2,350
非流动资产	2,744	4,362	5,477	6,030	6,721	7,379
%总资产	55.0%	65.3%	66.9%	67.7%	66.1%	64.6%
资产总计	4,985	6,685	8,189	8,910	10,169	11,415
短期借款	717	1,629	2,032	1,394	985	1,038
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	2,973	2,999	3,649
长期贷款	376	379	398	398	398	398
其他长期负债	453	494	518	1,114	1,614	1,257
负债	2,147	3,466	4,323	4,485	5,011	5,304
普通股股东权益	2,442	2,753	3,289	3,803	4,482	5,368
少数股东权益	396	466	577	622	677	743
负债股东权益合计	4,985	6,685	8,189	8,910	10,169	11,415

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.723	0.383	0.602	0.582	0.764	1.000
每股净资产	7.022	3.167	3.707	4.287	5.052	6.051
每股经营现金净流	0.470	0.259	0.774	0.708	1.170	1.521
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.30%	12.08%	16.23%	13.58%	15.13%	16.52%
总资产收益率	5.05%	4.97%	6.52%	5.80%	6.67%	7.77%
投入资本收益率	6.93%	6.28%	6.56%	7.79%	9.05%	10.77%
增长率						
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%	-3.26%	31.33%	30.77%
总资产增长率	52.58%	34.09%	22.50%	8.81%	14.13%	12.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.0	89.6	83.8	80.0	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
偿债能力						
净负债/股东权益	14.78%	46.75%	42.06%	41.74%	35.63%	25.11%
EBIT利息保障倍数	14.0	6.3	5.3	5.1	6.9	9.7
资产负债率	43.06%	51.84%	52.79%	50.34%	49.28%	46.46%

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
	2	6	17	23	39
	3	7	12	17	25
	0	1	2	6	9
	0	0	0	0	1
	1.60	1.64	1.52	1.63	1.62

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-31	买入	19.35	25.00~26.00
2	2017-02-28	买入	18.27	23.00~25.00
3	2017-03-30	买入	17.78	N/A
4	2017-04-28	买入	18.90	N/A
5	2017-06-15	买入	17.10	22.00~25.00
6	2017-07-11	买入	17.28	N/A
7	2017-08-21	买入	15.98	N/A
8	2017-10-30	买入	16.43	N/A

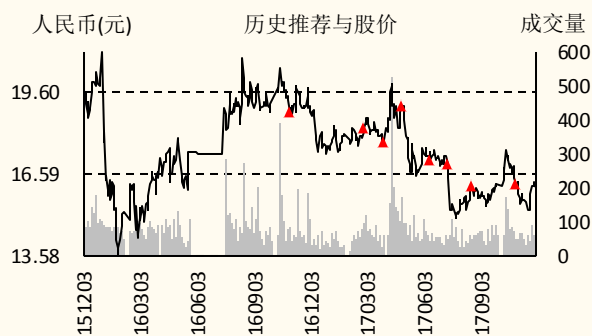
来源：国金证券研究所

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



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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH