

扣非增速符合预期，业务结构进一步优化 买入(维持)

2018年3月30日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001

021-60199782

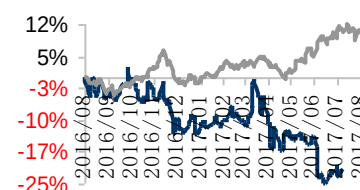
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,100	4,202	5,621	7,615
同比(%)	18.4%	35.6%	33.8%	35.5%
净利润(百万元)	473	581	778	1,044
同比(%)	-11.3%	22.7%	34.0%	34.2%
毛利率(%)	35.9%	35.9%	35.7%	35.7%
ROE(%)	12.8%	14.0%	16.1%	18.0%
每股收益(元)	0.53	0.65	0.88	1.18
P/E	27.92	22.76	16.99	12.66
P/B	3.54	3.17	2.74	2.29

股价走势



— 东江环保 — 沪深300

事件:

公司发布 2017 年年报, 全年实现营收 31.00 亿, 同比增长 18.44%; 实现归母净利润 4.73 亿, 同比增长-11.32%; 扣非后为 4.64 亿, 同比增长 22.23%。

投资要点

■ 业绩增速符合预期, 无害化业务占比进一步提升。

根据公司年报, 2017 年全年实现营收 31.00 亿, 同比增长 18.44%; 实现归母净利润 4.73 亿, 同比增长-11.32%; 扣非后为 4.64 亿, 同比增长 22.23%, 业绩增速符合市场预期。其中资源化业务和无害化业务并驾齐驱, 同比增速分别为 49.33%和 38.44%, 是构成业绩增长的主要动力, 从业务构成来看, 无害化业务占比继续提升, 业务结构进一步优化。

1) 工业废物资源化利用: 实现营收 11.82 亿, 同比增长 49.33%, 占比营收为 38.12%, 相比去年同期 (30.23%) 提升 7.89 个百分点。

2) 工业废物处理处置: 实现营收 11.67 亿, 同比增长 38.44%, 占比营收为 37.66%, 相比去年同期 (32.22%) 提升 5.44 个百分点。

3) 市政废物处理处置: 实现营收 1.93 亿, 同比下降 36.89%, 占比营收为 6.23%, 相比去年同期 (11.68%) 下降 5.45 个百分点。

4) 环境工程及服务: 实现营收 2.80 亿, 同比增长 14.01%, 占比营收为 9.03%, 相比去年同期 (9.38%) 小幅下降 0.35 个百分点。

5) 贸易及其他: 实现营收 1.28 亿, 同比增长 7.36%, 占比营收为 4.12%, 相比去年同期 (4.54%) 小幅下降 0.42 个百分点。

6) 再生资源利用: 实现营收 0.93 亿, 同比增长 1.22%, 占比营收为 3.00%, 相比去年同期 (3.51%) 小幅下降 0.51 个百分点。

7) 电子废弃物拆解: 由于资产剥离, 2017 年实现营收 0.57 亿, 同比下降 74.02%, 占比营收为 1.85%, 相比去年同期 (8.43%) 下降 6.58 个百分点。

■ 环保督查限产+原材料价格上涨+行业竞争加剧使得毛利率微降, 费用管控能力良好。

毛利率微降: 2017 年受到环保督查限产、供给侧改革带来原材料价格上涨以及行业竞争加剧等因素的影响, 公司业务毛利率为 35.88%, 相比去年同期 (36.12%) 微降 0.24 个百分点, 其中资源化业务毛利率为 27.28%, 相比去年同期 (32.92%) 下降 5.64 个百分点; 无害化业务毛利率为 47.74%, 相比去年同期 (49.98%) 下降 2.24 个百分点。

市场数据

收盘价(元) 14.88

一年最低/最高价 13.50/21.40

市净率(倍) 3.54

流通 A 股市值(百万元) 8333

基础数据

每股净资产(元) 4.20

资本负债率(%) 53.23

总股本(百万股) 888

流通 A 股(百万股) 560

相关研究

1. 东江环保: 扣非后实际增速符合预期, 危废行业龙头敦行致远 -20171031
2. 东江环保: 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 -20170926
3. 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
4. 东江环保: 设立环保产业基金, 危废龙头敦行致远 -20170707
5. 东江环保: 业务结构优化明显, 扣非后增速符合市场预期 -20170331

费用管控良好：2017 年，公司期间费用率为 18.80%，相比去年同期（18.87%）下降 0.07 个百分点，在营收和扣非归母净利润增长的形势下，期间费用率不升反降，显示出公司良好的费用管控能力。

应收账款增长 41%，现金流状况稳健：2017 年末，公司应收账款规模为 6.95 亿，相比去年同期（4.93 亿）增长 40.80%。经营活动现金流入为 35.38 亿，同比增长 19.37%；经营活动现金流出为 28.67 亿，同比增长 26.06%；经营性净现金流为 6.71 亿，与去年同期相比（6.90 亿）基本持平，现金流状况稳健

■ 广晟“机制+人事+战略+项目”频繁释放积极信号，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；

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：2017 年 7 月，与广晟金控发起设立环保产业并购基金，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。

4) 项目落地：2017 年 9 月，先后收购万德斯（唐山曹妃甸）80%股权、富龙环保 30% 股权。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，为长期业绩高速增长提供充足助力。

■ 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。

■ 资产负债率创新高，多种融资手段助力主业增长。

目前公司资产负债率为 53.23%，是公司自上市以来最高点，公司已采取多重融资手段缓解资金压力：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。

■ 盈利预测与投资评级：考虑到公司在手危废项目推进存在一定不确定性，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 5.81、7.78、10.44 亿，EPS 分别为 0.65、0.88、1.18 元，对应 PE 为 23、17、13 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。

东江环保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3036	3496	3514	4762	营业收入	3100	4202	5621	7615
现金	1242	1119	548	742	减:营业成本	1988	2694	3616	4898
应收账款	695	916	1239	1680	营业税金及附加	42	57	76	103
存货	313	473	581	847	营业费用	69	93	124	168
其他流动资产	787	987	1146	1492	管理费用	415	546	742	1020
非流动资产	6204	7403	8782	10597	财务费用	99	76	61	65
长期股权投资	243	373	502	628	资产减值损失	11	16	21	28
固定资产	1650	2756	3908	5307	加:投资净收益	24	26	24	23
在建工程	1606	1484	1510	1722	其他收益	0	0	0	1
无形资产	923	996	1059	1127	营业利润	606	747	1006	1356
其他非流动资产	1782	1794	1804	1812	加:营业外净收支	17	17	17	17
资产总计	9240	10899	12296	15359	利润总额	623	764	1023	1373
流动负债	3170	4438	5176	7261	减:所得税费用	69	85	114	153
短期借款	1873	1873	2369	3038	少数股东损益	80	98	131	176
应付账款	705	1218	1363	2133	归属母公司净利润	473	581	778	1044
其他流动负债	592	1348	1444	2090	EBIT	830	918	1190	1581
非流动负债	1748	1603	1467	1333	EBITDA	830	1197	1612	2176
长期借款	1582	1437	1301	1167	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	166	166	166	166	每股收益(元)	0.53	0.65	0.88	1.18
负债合计	4918	6041	6643	8594	每股净资产(元)	4.20	4.69	5.44	6.49
少数股东权益	593	691	822	999	发行在外股份(百万股)	888	888	888	888
归属母公司股东权益	3729	4167	4831	5766	ROIC(%)	10.0%	10.2%	11.7%	13.2%
负债和股东权益	9240	10899	12296	15359	ROE(%)	12.8%	14.0%	16.1%	18.0%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	35.9%	35.9%	35.7%	35.7%
经营活动现金流	671	1338	964	2149	销售净利率(%)	15.3%	13.8%	13.8%	13.7%
投资活动现金流	-993	-1451	-1776	-2386	资产负债率(%)	53.2%	55.4%	54.0%	56.0%
筹资活动现金流	404	-11	-255	-237	收入增长率(%)	18.4%	35.6%	33.8%	35.5%
现金净增加额	82	-123	-1068	-475	净利润增长率(%)	-11.3%	22.7%	34.0%	34.2%
折旧和摊销	0	278	422	595	P/E	27.92	22.76	16.99	12.66
资本开支	743	1069	1251	1688	P/B	3.54	3.17	2.74	2.29
营运资本变动	0	332	-404	293	EV/EBITDA	19.50	13.89	11.01	8.42

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>

