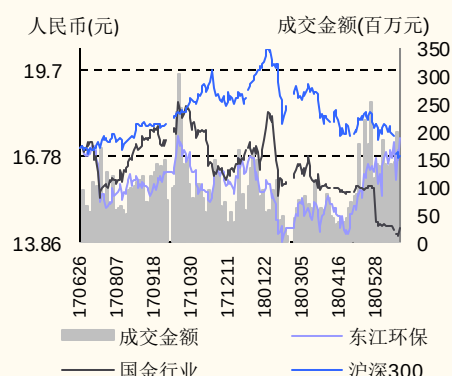


**东江环保 (002672.SZ) 买入 (维持评级)****公司深度研究**

市场价格 (人民币): 17.42 元  
目标价格 (人民币): 22.00-23.00 元

**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股) 650.86  
流通港股(百万股) 200.14  
总市值(百万元) 15,453.28  
年内股价最高最低(元) 17.45/13.86  
沪深 300 指数 3608.91  
中小板综 9455.12

**相关报告**

- 1.《签订绵阳工废项目，首次实现西南布局-东江环保公司点评》，2017.12.4
- 2.《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
- 3.《业绩符合预期，危废无害化处置高增速-东江环保公司点评》，2017.8.21
- 4.《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

**受益危废蓝海扩容，业绩确定性持续增长****公司基本情况(人民币)**

| 项目          | 2016   | 2017    | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.602  | 0.533   | 0.660  | 0.793  | 1.013  |
| 每股净资产(元)    | 3.71   | 4.20    | 4.67   | 5.23   | 5.94   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.77   | 0.75    | 1.06   | 1.49   | 2.08   |
| 市盈率(倍)      | 29.25  | 30.49   | 26.38  | 21.97  | 17.20  |
| 净利润增长率(%)   | 60.52% | -11.32% | 2.08%  | 18.40% | 24.99% |
| 净资产收益率(%)   | 16.23% | 12.69%  | 11.66% | 12.32% | 13.58% |
| 总股本(百万股)    | 887.15 | 888.24  | 887.10 | 887.10 | 887.10 |

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **公司作为国内危废处置龙头，主业稳步推进。**公司目前拥有危废处置能力 160 万吨/年，约为全国第二名的危废处置量的 4 倍，优势显著。2017 年工业废物处置及利用业务收入 23.5 亿元，营收贡献占了 8 成。2017 年无害化处置收入 11.67 亿元，占比 37.7%，实现近五年 23.4% 年均复合增长率。资源化营收 11.82 亿元，占比 38.1%，同比增速 7.9%。危废处置主业优势凸显，实现稳步增长。
- **危废处置中期处置市场空间 2000 亿元，未来 2 年有近 300 亿左右增量。**据测算我国危废处置需求已达 1.2 亿吨。假设按照资源化/无害化处置价格 1000/2500 元/吨，资源化/无害化处置比例 55%/30% 来计算，预计危废处置市场空间达 2000 亿元。“2018 清废行动”彻底激发了危废处置需求端的释放。中纪委和生态环境部，未来将把危废污染防治列为监管重点。假设到 2020 年危废的处置率超过 70%，则 300 亿左右的市场增量有望快速释放。
- **公司无害化处置空间广阔，预计 2020 年达到 28.1 亿元。**目前市场危废资源化处置已达到平衡，而无害化处置壁垒高导致缺口大，且毛利率高，潜力大。截止目前，公司已实现无害化转型，未来将进一步集中无害化产能投入。若按照公司无害化产能利用率 64%，无害化处置价格 2500 元/吨来计算，则我们预计 2018-2020 年公司无害化处置空间将分别达到 16.5/21.3/28.1 亿元，年均复合增长率达到 34%。
- **广东水泥窑协同处置市场空间广阔，公司携手海螺创业开疆扩土。**水泥窑协同是解决危废无害化处置的新型技术。公司 2017 年携手海螺创业以广东省为试点开发水泥窑协同处置危废市场。我们保守估计水泥窑协同处置改造项目公司持股比例 30%，按照危废处置价格 3000 元/吨，产能利用率 60%，净利润率按 30% 来计算，我们预计远期广东改造完成后，每年可为东江环保公司贡献利润 1.78 亿元。

**投资建议**

- 公司作为国内危废处理绝对龙头企业，“2018 清废行动”进一步激发公司长江流域危废处置产能释放。预计公司 2018-2019 年 EPS 为 0.66/0.79/1.01，对应 PE 为 26x/22x/17x。考虑到公司业绩确定性持续增长，给予目标价 22 元，对应 2019 年 PE 28x，维持“买入”评级。

**风险提示**

- 公司项目产能释放不及预期；竞争加剧，毛利率下降；市场融资成本上升。

**苏宝亮** 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 危废领域绝对龙头，主业实现稳步推进                  | 4  |
| 公司深耕危废，广晟入主助力增长。                   | 4  |
| 产业布局广泛，危废处置龙头优势遥遥领先。               | 5  |
| 危废处置千亿蓝海市场，供不应求。                   | 9  |
| 资源化利用已达平衡，无害化处置将成为主流               | 9  |
| 危废处理能力低，处置供不应求。                    | 12 |
| 危废无害化处置市场空间预计远期将达到 5000 亿元。        | 13 |
| 无害化处置空间广阔，2018-2020 年达 34% 年均复合增长率 | 14 |
| 产能布局辐射全国，未来三年产能达到 26% 的年均复合增长率。    | 14 |
| 公司危废业务内生+外延布局持续推进，强者恒强。            | 16 |
| 无害化处置空间近 30 亿元，未来 3 年年均复合增长率 34%。  | 17 |
| “2018 清废行动”激发公司长江流域危废处置产能释放        | 18 |
| 携手海螺创业，拓展水泥窑协同处置危废领域               | 18 |
| 供给端水泥窑协同处置新技术解决当前危废处置痛点。           | 18 |
| 广东水泥窑协同处置市场空间广阔，远期净利润可达 1.78 亿元/年。 | 20 |
| 盈利预测与估值                            | 20 |
| 风险提示                               | 21 |

## 图表目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图表 1：东江环保公司发展历程              | 4  |
| 图表 2：公司股权结构                  | 5  |
| 图表 3：东江环保全国业务布局图             | 6  |
| 图表 4：上市公司工业危废处置能力（单位：万吨/年）   | 6  |
| 图表 5：东江环保在危废处理领域主要子公司        | 6  |
| 图表 6：东江环保营收以及同比增速            | 7  |
| 图表 7：东江环保归母净利润以及同比增速         | 7  |
| 图表 8：东江环保 2017 分行业营业收入       | 7  |
| 图表 9：公司 2017 年分业务营收占比        | 7  |
| 图表 10：东江环保分行业营收及其占比          | 8  |
| 图表 11：东江环保分行业毛利率情况           | 8  |
| 图表 12：东江环保环境工程与服务近五年业绩       | 9  |
| 图表 13：危废处置流程                 | 9  |
| 图表 14：废物资源化产品                | 10 |
| 图表 15：危废处置方式总结               | 11 |
| 图表 16：2011-2016 我国每年危废处置情况   | 12 |
| 图表 17：2011-2016 我国危废处置方式占比情况 | 12 |
| 图表 18：危废产生统计量与预测实际产生量（单位：万吨） | 12 |

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 19: 危废资源化与无害化处置量 (单位: 万吨) .....            | 13 |
| 图表 20: 危废处置率与实际处置率对比 (单位: %) .....            | 13 |
| 图表 21: 有关危废的相关政策.....                         | 13 |
| 图表 22: 危废市场空间预测.....                          | 14 |
| 图表 23: 东江环保 2017 年投产以及 18 年预计投产项目情况.....      | 14 |
| 图表 24: 东江环保公司危废处置能力变化情况 (单位: 万吨/年) .....      | 15 |
| 图表 25: 东江环保全国产能布局情况.....                      | 15 |
| 图表 26: 17 年东江环保在做危废处理领域内的投入情况 (单位: 亿元) .....  | 16 |
| 图表 27: 东江环保 17 年在危废领域股权投资情况 (单位: 万元, %) ..... | 17 |
| 图表 28: 东江环保无害化处置资质预测 (单位: 万吨) .....           | 17 |
| 图表 29: 无害化与资源化处置资质占比 (单位: %) .....            | 17 |
| 图表 30: 东江环保无害化市场空间预测.....                     | 17 |
| 图表 31: 长江流域主流危废处置公司投运及在建产能分布情况.....           | 18 |
| 图表 32: 东江长江流域危废处置投运及在建产能分布 (单位: 万吨/年) .....   | 18 |
| 图表 33: 水泥窑协同处置与传统焚烧炉工艺处置对比.....               | 19 |
| 图表 34: 水泥窑协同处置工业技术路线.....                     | 19 |
| 图表 35: 广东水泥窑协同处置危废市场空间以及盈利预测.....             | 20 |

## 危废领域绝对龙头，主业实现稳步推进

公司深耕危废，广晟入主助力增长。

- **公司简介。**东江环保股份有限公司创立于 1999 年，是广东省属企业广东省广晟资产经营有限公司的控股子公司，是国内唯一的深港两地上市环保企业；2003 年公司在香港联交所创业板挂牌上市，成为国内第一家在境外上市的民营环保企业。2012 年公司首次公开发行 A 股股票并于深交所上市，股票代码 002672.SZ。2016 年广东省广晟资产经营有限公司成为公司控股股东。成为 A+H 两地上市的混合所有制优秀典范。

图表 1：东江环保公司发展历程

| 年份          | 内容                                                                   |
|-------------|----------------------------------------------------------------------|
| 1999 年      | 深圳市东江环保技术有限公司（东江环保股份有限公司前身）成立，专注于废物处理及资源化利用。                         |
| 2003 年      | 在香港联交所创业板挂牌上市（股票代码 HK08230），成为国内第一家在境外上市的民营环保企业。                     |
| 2005 年      | 入选“《福布斯》2005 中国潜力 100 榜”；东江环保被确定为“国家第一批循环经济试点单位”；建设广东省首个危险废物综合处理示范中心 |
| 2006 年      | 以涨幅 243% 的成绩位居胡润榜“2006 最有投资价值的海外上市公司”第五名。                            |
| 2007 年      | 东江环保跨出工业领域，拓展填埋气综合利用、生活垃圾、市政污泥、餐厨垃圾、电子废弃物等领域。                        |
| 2012 年      | 东江环保首次公开发行 A 股股票并于深交所上市，股票代码 SZ002672。                               |
| 2013-2014 年 | 东江环保大力拓展无害化处置业务，加快全国性布局，扩张至福建、江西、安徽、新疆等地区                            |
| 2015 年      | 东江环保收购 7 家环保企业，重点布局环渤海区域。                                            |
| 2016 年      | 广东省广晟资产经营有限公司成为公司控股股东，东江环保将树立国有控股、A+H 两地上市的混合所有制优秀典范。                |
| 2017 年      | 优化战略规划，聚焦危废主业，创新融资方式，多渠道释放产能，危废处理资质达 160 万吨，营业收入达 31 亿元。             |

来源：公司官网、国金证券研究所

- **公司股权结构。**2016 年，广晟公司先后通过受让张维仰所持有股份和二级市场增持成为可实际支配公司最大单一表决权的股东，公司实际控制人变更为广东省国资委。目前广晟公司持有公司股本共 1.39 亿股，占公司总股本的 15.70%。

图表 2：公司股权结构



来源：2017 公司年报、国金证券研究所

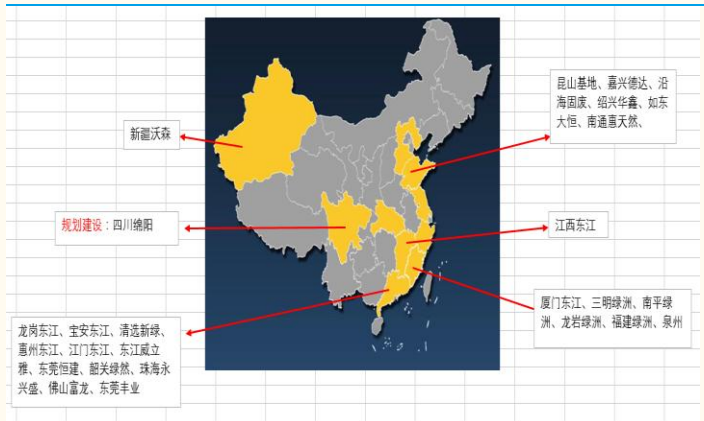
#### ■ 国企入主助力其快速增长。

- 2016 年 7 月 13 日，广东省国资委旗下的广晟公司入主，控股东江环保达 15.7%。自此东江环保被纳入广东国资委旗下，形成了以国有资本为主导、以民营资本为助力的混合所有制资本结构。
- 2017 年 4 月公司在控股股东的支持下，第一时间响应政府战略政策成功发行绿色公司债券“17 东江 G1”，成为首家在深交所公开发行绿色债券并上市的企业。不仅使得公司的资本结构得到了优化，还降低了融资成本。2017 年 6 月公司在控股股东广晟的支持下，公司与珠海水务集团、珠海斗门区政府签署了三方战略合作框架协议。三方就黑臭河涌水体治理、工业垃圾、建筑垃圾及危险废物处理处置、农村污水一体化建设、污水厂的建设及提标、污水管网建管维护、斗门区域内餐厨垃圾收运、环境检测等其他领域全面形成了战略合作伙伴关系。

#### 产业布局广泛，危废处置龙头优势遥遥领先。

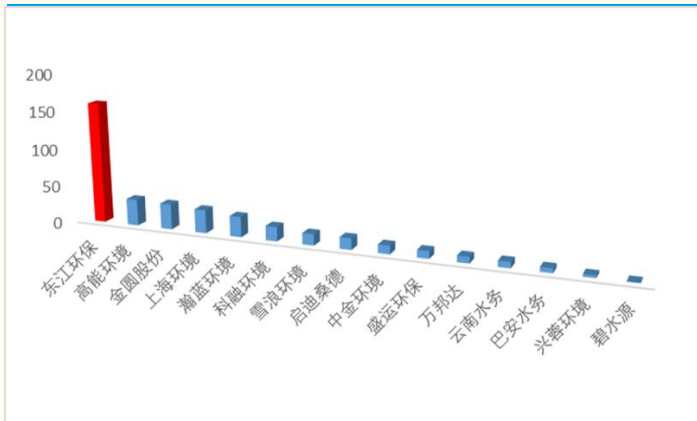
- 作为危废领域的领跑者。截至目前，东江环保每年工业及市政废物综合利用与处理处置能力逾 370 万吨，具备 44 类危险废物经营资质，拥有危废处置能力逾 160 万吨，在全国危废行业领先优势明显。公司下设 70 余家分子公司，并形成了覆盖泛珠江三角洲、长江三角洲及中西部地区的以工业废物处理及资源化利用为业务核心的产业布局，业务布局广东、江苏、浙江、山东、福建、江西、湖北、河北及新疆等省市，占据了最为核心的工业危废市场，服务客户超 2 万家。后续公司将继续围绕危废主业开展各项工作，全力推进各项重点项目建设，持续提高专业运营能力。目标 2018 年落实新增危废资质质量约 70 万吨，其中大部分为无害化资质；总资质质量达到 220 万吨，其中 110 万吨为无害化资质。

图表 3：东江环保全国业务布局图



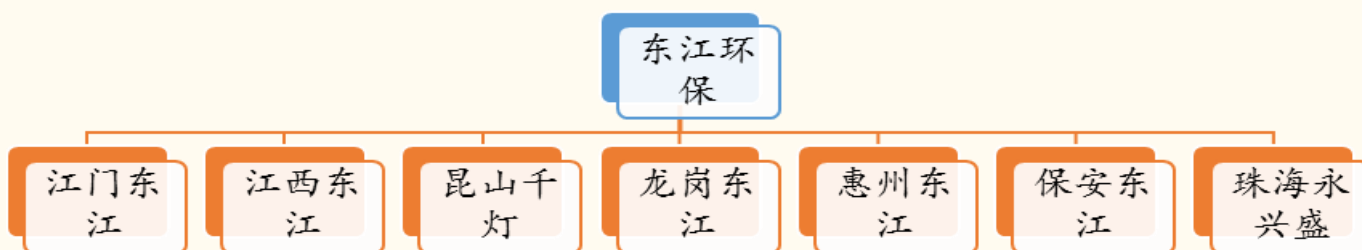
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：上市公司工业危废处置能力（单位：万吨/年）



来源：北极星环保网、国金证券研究所

图表 5：东江环保在危废处理领域主要子公司

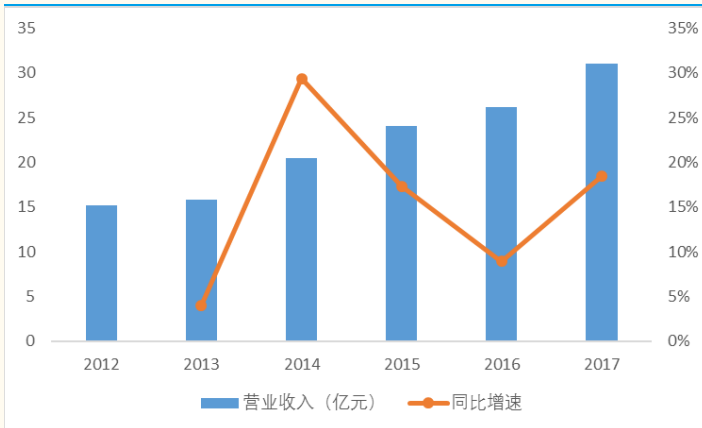


来源：北极星环保网、国金证券研究所

公司 17 年危废处置利用营收占比高达 75.78%，实现危废主业快速增长

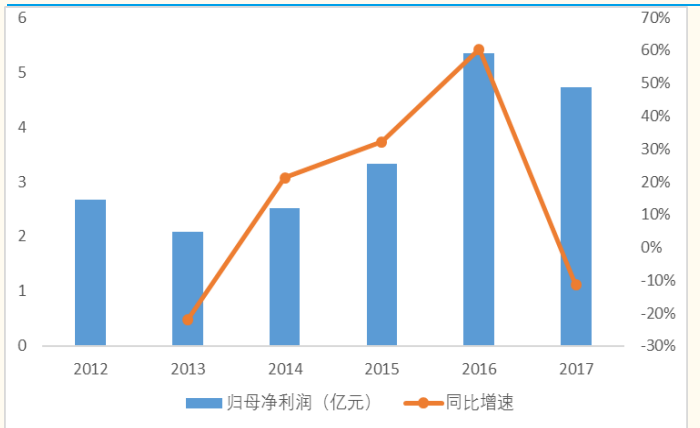
- 2017 年公司实现营业收入 31 亿元，同比增长 18.4%。根据年报，2017 年公司实现营业收入 31 亿元，同比增长 18.44%；扣非归母净利润 4.6 亿元，同比增长 22.23%；实现归母净利润 4.73 亿元，同比-11.32%。2017 年公司归母净利润下降主要是因为 2016 年公司将家电拆解的业务—湖北东江及清远东江的全部股权出售给启迪桑德，增加了 1.79 亿元非经常性的投资收益，扣除非经常性损益后公司业绩发展良好。

图表 6：东江环保营收以及同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

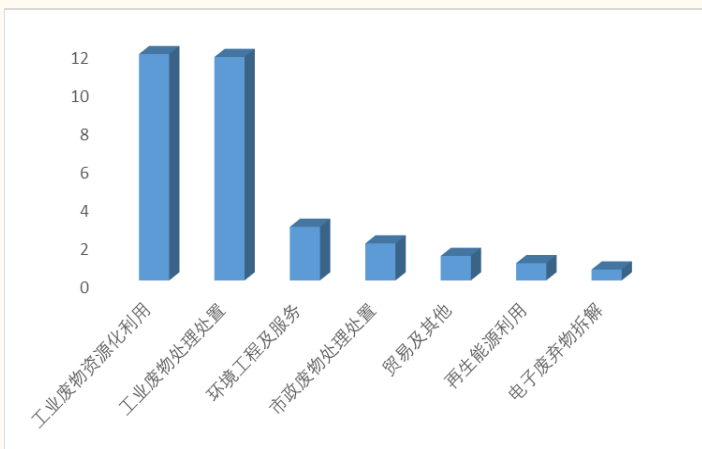
图表 7：东江环保归母净利润以及同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

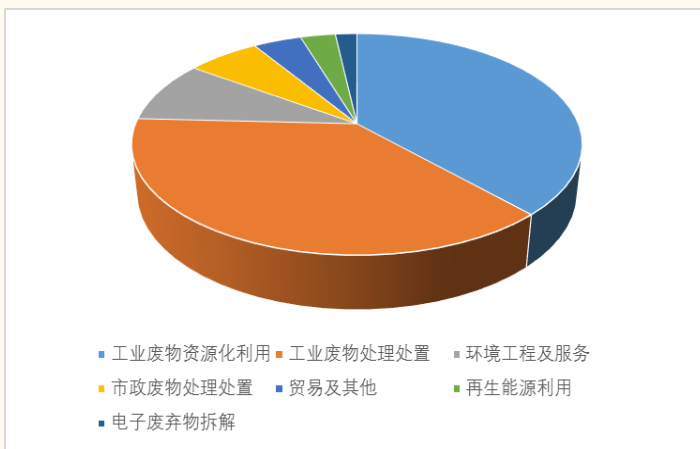
- 17 年无害化和资源化收入分别实现增速 38.44%、49.33%，营收贡献占八成。危废处理是东江环保的核心业务。2017 年东江环保工业废物处置及利用业务收入 23.49 亿元，占总营收的 75.8%。其中危废无害化和资源化分别实现收入 11.67 亿元 (+38.44%)、11.82 亿元 (+49.33%)。而其他板块环境工程及服务业务收入占总营收的 9.0%，市政废物处理处置业务收入占总营收的 6.2%，其它业务占比相对较小。“聚焦危废”将作为当前一段时期东江环保发展的主要任务。

图表 8：东江环保 2017 分行业营业收入



来源：2017 公司年报、国金证券研究所

图表 9：公司 2017 年分业务营收占比



来源：2017 公司年报、国金证券研究所

- 无害化收入占比持续提升，实现近五年复合增长率 23.4%。由于 2016 年公司出售了部分主营废旧家电拆解的公司，电子废弃物拆解业务收入占比自 2016 年起占比逐步下滑。而无害化收入占比自 2012 年 13.17% 持续上升到 2017 年 37.66%，并于 2016 年首次超过资源化收入占比。公司自 2013 年起加速拓展无害化处置的产能布局，随着无害化处置需求端的释放以及无害化毛利率的显著优势，未来无害化处置将成为公司第一大业务，收入将成为整体利润增长的支撑点。
- 2017 无害化处置毛利率略有下滑，预计 2018 年将回稳。  
2017 年无害化毛利率下滑主要基于已下架几点原因：

(1) 公司加快项目建设，珠海永兴盛、湖北天银等陆续投入正式运营，试运行时期需要调试生产，导致运营效率较低、单位废物处理成本较高。

(2) 公司开展对现有产能的技术改造，技改投入导致固定资产摊销成本上升。

(3) 安全生产特别防护期内政府检查较多，影响连续运营效率，开机停机也增加运营费用。

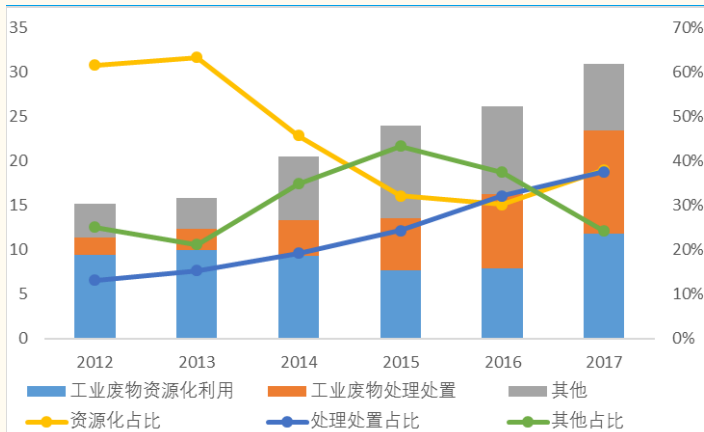
(4) 化工原料价格上涨、各地用工成本均有上涨。

(5) 东华北区域工业结构偏重工业化，产废成分普遍包含高氯、高硫、高氟等，预处理成本、焚烧出渣率及填埋成本均高于华南地区，对整体毛利率也有影响。

2018 年市场保持高景气度，产能设备在技改之后能够保持连续稳定运营；同时公司通过继续加强生产管理、费用管控，我们预期未来毛利率能够回升稳定。

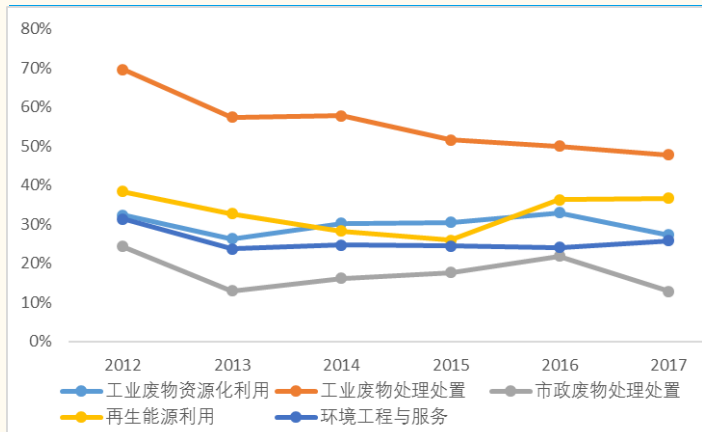
- 2017 年资源化业务由于竞争加剧、原料与人工成本提升等，毛利率同比略有下降。公司通过持续的费用管理，有效控制毛利率保持合理水平。

图表 10：东江环保分行业营收及其占比



来源：Wind、国金证券研究所

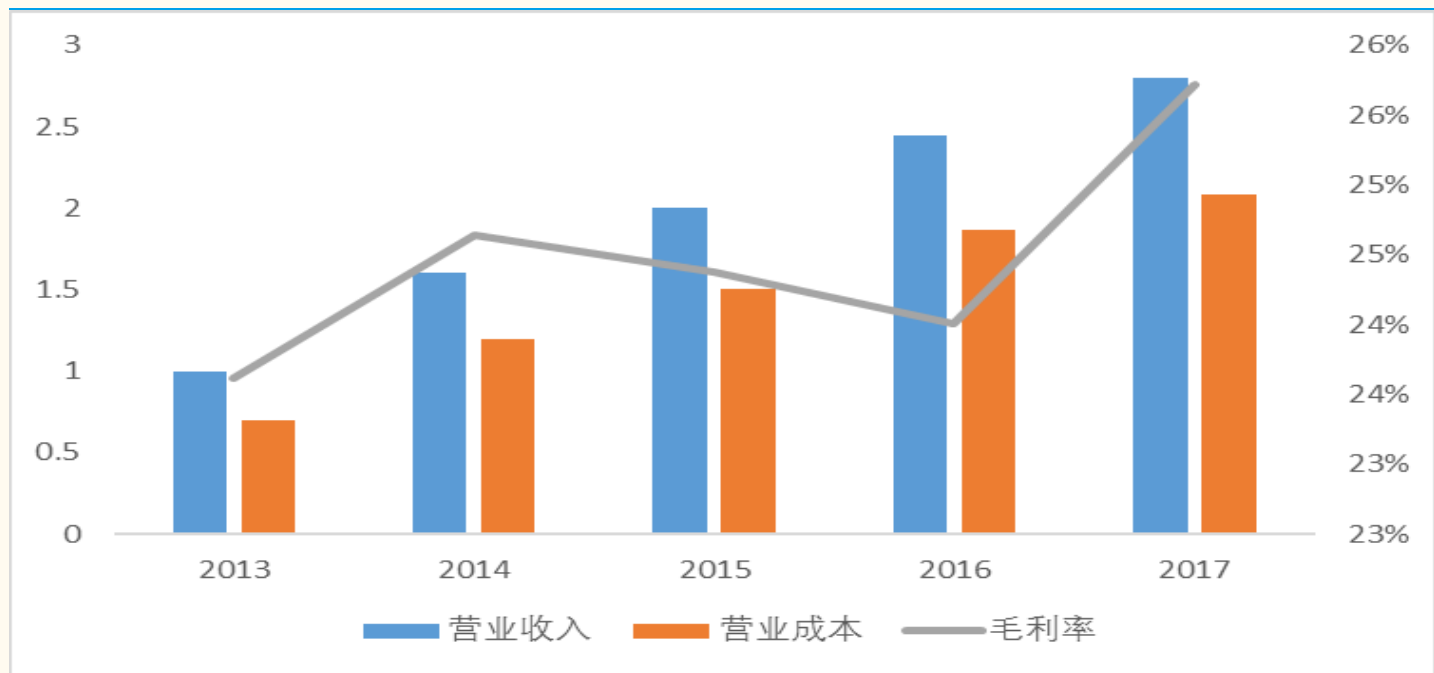
图表 11：东江环保分行业毛利率情况



来源：Wind、国金证券研究所

- 环境工程与服务收益稳定增长，毛利率 25.72%近五年来新高。2017 年公司积极发展区域环境治理和环保服务两大领域，通过打造危废 EPC 总包能力、建立危废处理综合服务商品牌，为公司实施技术+服务的创新业务模式提供条件。17 年实现环境工程及服务业务实现营收 2.80 亿元 (+14.01%)，实现毛利率 25.72% (+1.71%)，共签约合同金额约 4 亿元，包含多个危废 EPC 工程项目，新业务模式逐步贡献效益。

图表 12：东江环保环境工程与服务近五年业绩



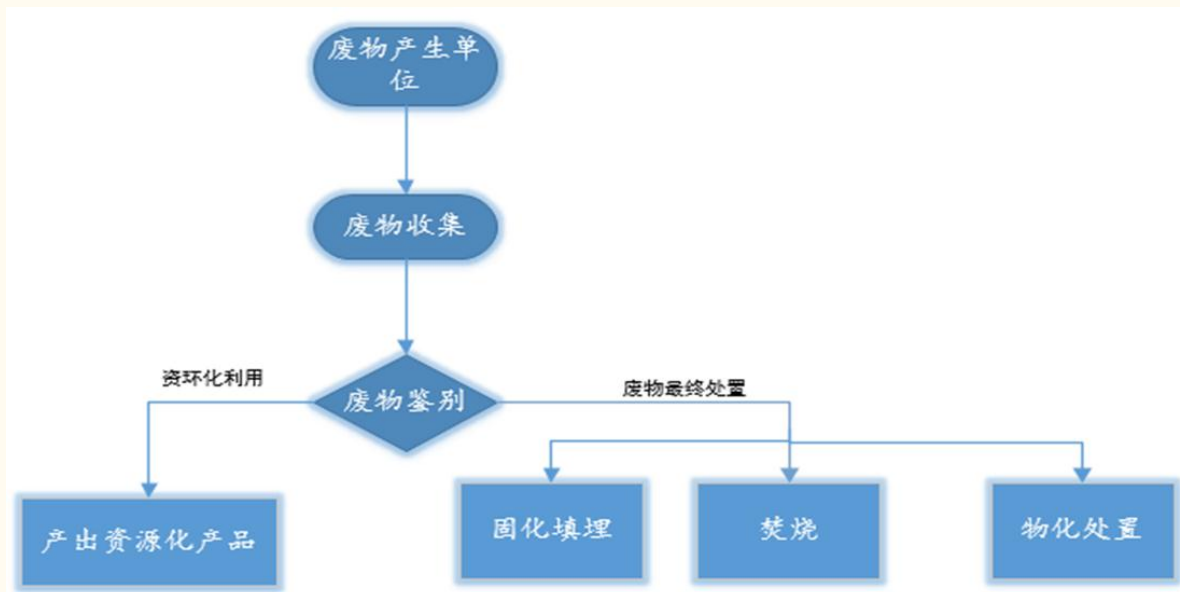
来源：公司年报、国金证券研究所

危废处置千亿蓝海市场，供不应求。

资源化利用已达平衡，无害化处置将成为主流

- 危废处置是资源化+无害化的综合技术体系。危险废物是指列入国家危险废物名录或者根据国家规定的危险废物鉴别标准和鉴别方法认定的具有危险特性的固体废物(包括液态废物)。目前危险废物的主要处置方式有资源化利用和无害化处置两种方式。

图表 13：危废处置流程



来源：东江环保官网、国金证券研究所

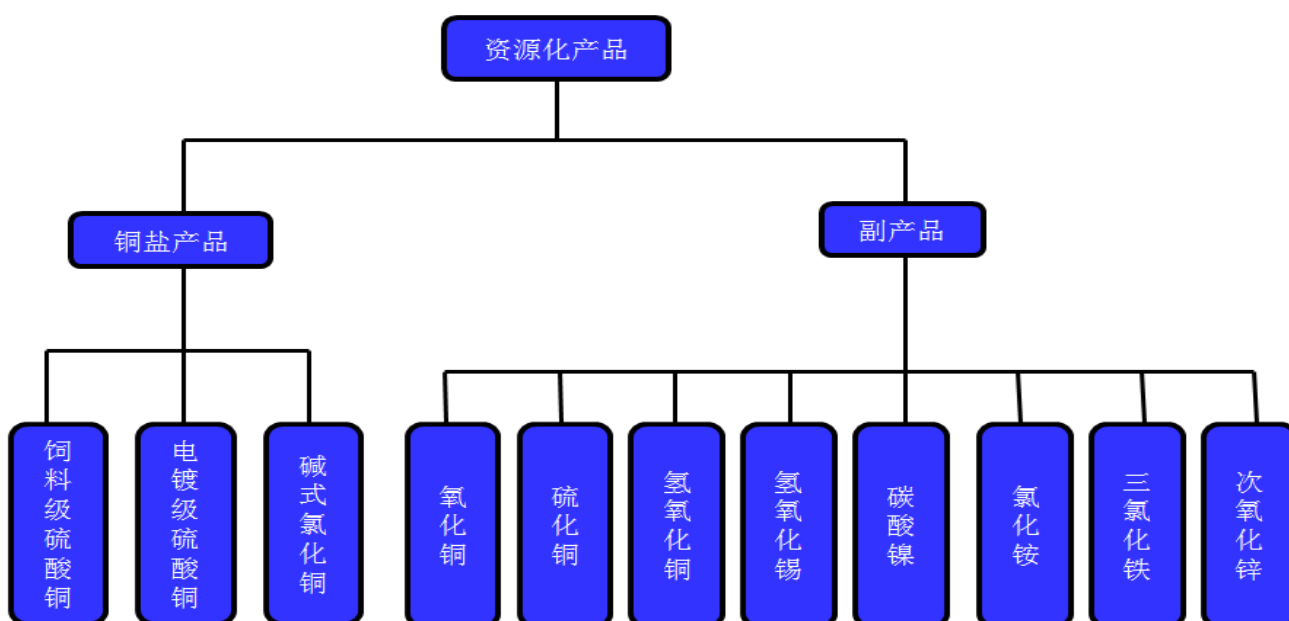
- **危废资源化**：主要是指通过向下游工业厂商收购有回收利用价值的废物，再进行萃取、电解等方式生产成为资源化产品，一般有贵金属、金属盐、酸、碱等产品，资源化利用的利润主要受大宗商品价格的变动而变动当资源属性占主要地位时，以资源化回收再利用处置为主。

■ **危废资源化有包括湿法和火法。**

**湿法**：将危废中贵金属浸出后利用化学沉淀法、离子交换法、电解法、溶剂萃取法获得铜盐。其具有投资强度较低、工艺流程简单的优点。但产生铜量较低的污泥、仍需作为危废处置且铜含量低于 5%时，经济型显著下降。

**火法**：利用不同金属熔点或密度差异，熔炉/焙烧炉在高温下分离金属。有利于含铜量 5%以下的危废处置，但投资规模大，工艺流程复杂。

图表 14：废物资源化产品



来源：东江环保官网、国金证券研究所

- **危废无害化**：通过焚烧、填埋、物化等方式，进行减量、彻底的性状改变或与环境彻底隔离等方式避免环境危害是指向下游工业厂商收取危废处理费用，对其产生的危废进行处理，无害化处置的技术主要有物理法、物理、化学法和生物法，具体来说主要分为焚烧（包括水泥窑处置）、填埋、物化。当污染物属性占主要地位时，以无害化处置为主。

■ **危废无害化包括物化、填埋、焚烧（传统焚烧炉+水泥窑协同）。**

**物化**：是指利用物理、化学方法将危险废物固定或包封在密实的惰性固体基材中、使其达稳定化。实施这项技术的工艺、设备相对简单，材料与运行费用也较低，但适用种类少并且还需进行二次处置。

**填埋**：是指将不可燃危险废物或焚烧废后产生的飞灰，经过一定的操作标准，填埋处置。其能够大幅减量节省土地，提供热能。但投资额大且回收期长，运营费用也高。

**传统焚烧炉焚烧**：是指高温分解和深度氧化危废，使可燃性的危险废物氧化分解已达到减少容积，去除毒性的过程。是危废的最终处理方

式，工艺简单，处理成本低廉，处理量大，且能超负荷运行。但垃圾渗透液会污染环境。

**水泥窑协同处置：**是指将危废投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时实现对危废的无害化处置。该新型技术相比于传统焚烧具有环保、经济、产能释放快的优点，有望成为解决无害化处置的有效途径。

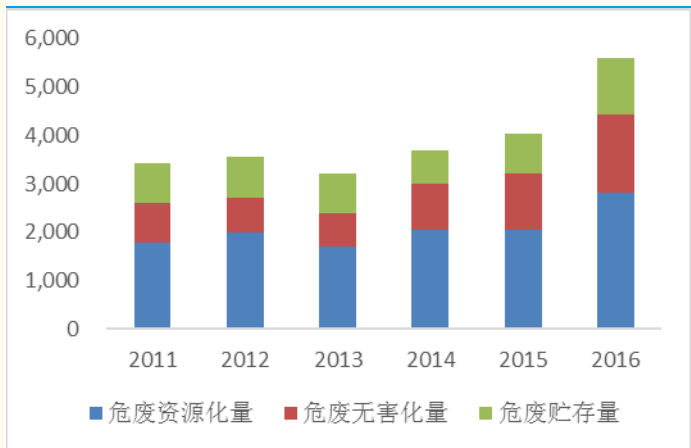
图表 15：危废处置方式总结

| 处置方式  | 技术描述                                                    | 优点                                       | 缺点                                        | 盈利模式                     | 特点                             |
|-------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------|--------------------------------|
| 资源化利用 | 湿法<br>将危废中贵金属浸出后利用化学沉淀法、离子交换法、电解法、溶剂萃取法获得铜盐             | 投资强度较低、工艺流程简单                            | 产生铜量较低的污泥、仍需作为危废处置；铜含量低于5%时，经济型显著下降       | 以资源化回收再利用为主，赚取资源二次利用的加工费 | 工艺路线成熟、供需基本平衡、受大宗品价格波动影响，利润率较低 |
|       | 火法<br>利用不同金属熔点或密度差异，熔炉/焙烧炉在高温下分离金属                      | 含铜量5%以下危废优势明显                            | 投资规模大，工艺流程复杂                              |                          |                                |
| 无害化处置 | 填埋<br>将不可燃危险废物或焚烧废后产生的飞灰，经过一定的操作标准，填埋处置                 | 大幅减量，节省土地；提供热能                           | 投资额大、回收期长，运营费用高；尾气中二噁英等排放，焚烧飞灰还需填埋；邻壁效应较大 | 收取危废处理费用                 | 高成本、供不应求、处置价格高、盈利能力强           |
|       | 传统焚烧炉焚烧<br>焚烧法是高温分解和深度氧化的综合过程，使可燃性的危险废物氧化分解，达到减少容积，去除毒性 | 是危废的最终处理方式；工艺简单，处理成本低廉，处理量大，且能超负荷运行      | 使用大量宝贵土地资源；垃圾渗透液污染环境                      |                          |                                |
|       | 物化<br>利用物理、化学方法将危险废物固定或包封在密实的惰性固体基材中、使其达稳定化             | 工艺、设备相对简单，材料与运行费用较低                      | 适用种类少，还需二次处置                              |                          |                                |
|       | 水泥窑协同处置<br>将危废投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时实现对危废的无害化处置             | 燃烧过程充分，可减少而二噁英等污染物的排放；已建水泥窑改造，投资规模、处置成本低 | 门槛高，要满足选址、水泥生产要求、环保要求如重金属指标               |                          |                                |

来源：环保部、国金证券研究所

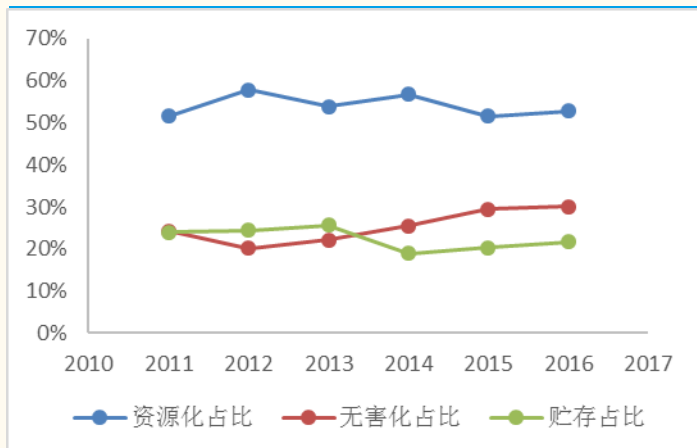
- **危废无害化缺口大、利润率高，成为未来危废主要处置方式。**由于资源化利用经过多年稳定发展，目前已达平衡状态。并且通过赚取二次差价获利，毛利率只有 27.19%。而无害化处置周期长、成本高、选址困难的特点导致多年来无害化处置比率一直处于较低水平，缺口巨大。且危废无害化处置收费渐长，毛利率可以做到 47.34%。据统计，2016 年我国产生的 5347 万吨危废中，资源化综合利用占比 52.8%，而无害化处置比率仅有 30.0%。无害化处置占比比率低且壁垒高，毛利率高，潜力大。于是成为了东江近年来强攻的主要方向。未来无害化处置将成为危废主流处置方式。

图表 16：2011-2016 我国每年危废处置情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表 17：2011-2016 我国危废处置方式占比情况

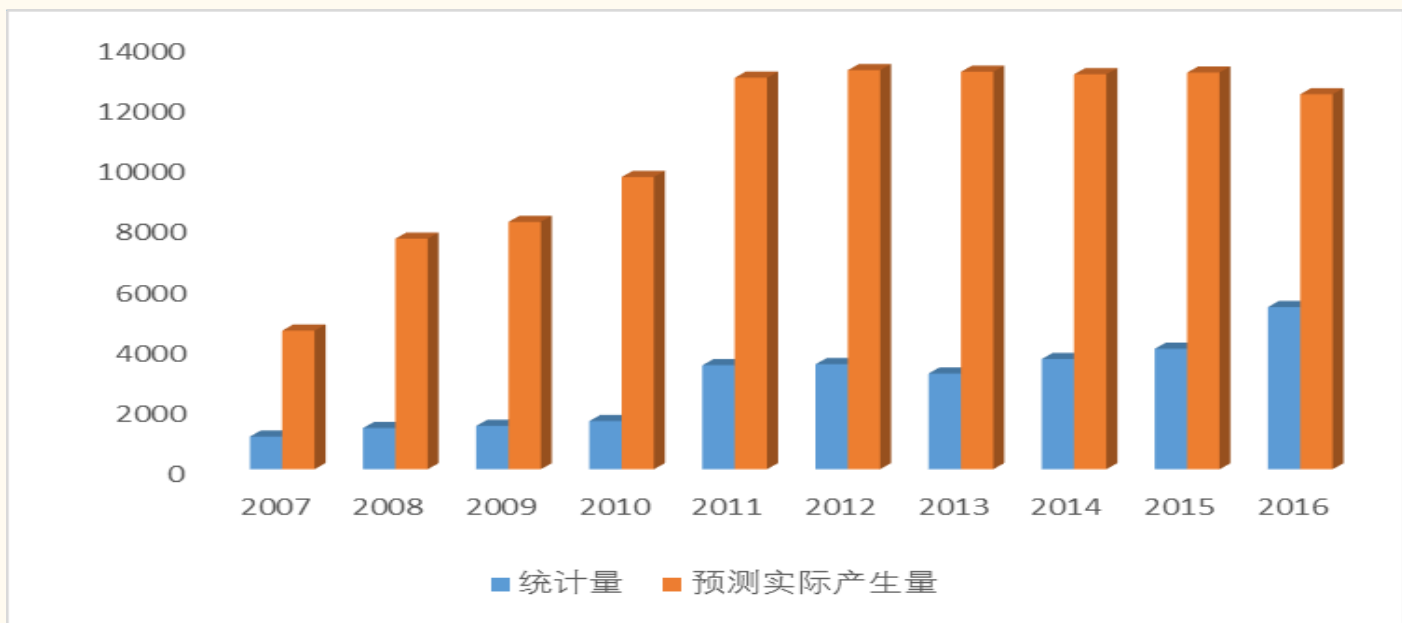


来源：Wind、国金证券研究所

危废处理能力低，处置供不应求。

- **危废产生被低估，实际产生量远超申报量。**据官方统计，2016 年我国危废产生量为 5347 万吨，但若按照危废产生占工业固废 4% 比率来算，我们估计我国 2016 年的危废产生量约为 1.2 亿吨。两者相差大约 2 倍。而造成这种差距的原因主要是企业逃避高额危废处置费用，从而隐瞒申报。

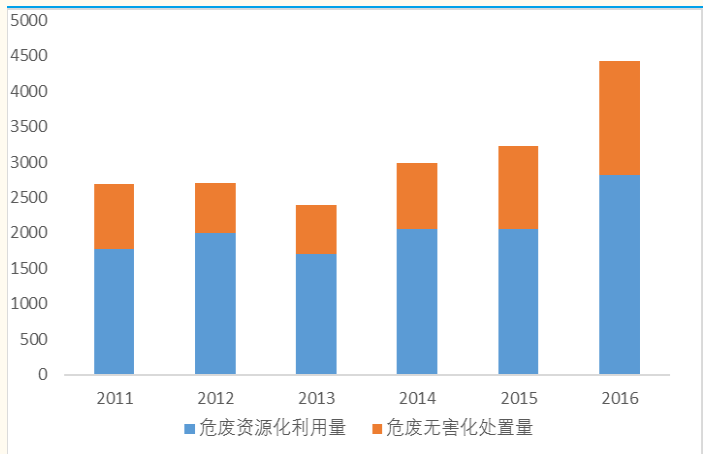
图表 18：危废产生统计量与预测实际产生量（单位：万吨）



来源：国金证券研究所

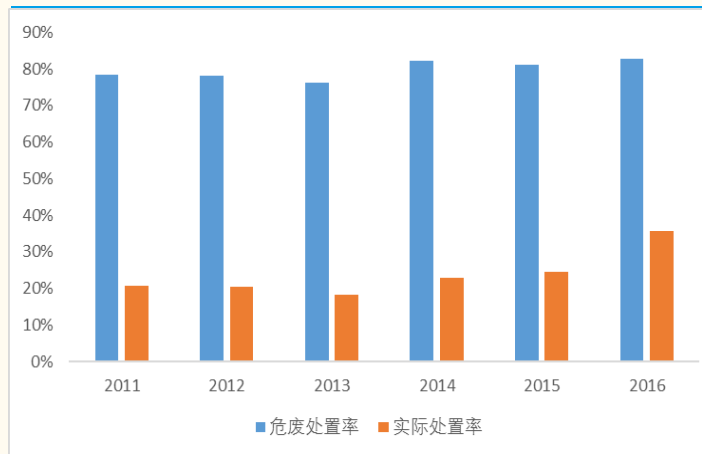
- **危废实际处置率仅有 35%，亟待提高。**若按照我们估计的危废实际产生量来看，目前危废的有效综合利用处置率很低，亟待提高。据统计 2016 年危废处置量共 4430 万吨，其中资源化处置 2824 万吨，无害化处置 1606 万吨，危废处置率达 82.8%。但若按照我们估计的危废实际产生量来计算，危废实际处置率仅有 35%，危废处置供不应求。而造成这种现象的原因主要是因为危废处置企业资质错配，大部分注册了很多无效资质，企业拥有的市场上不需要，市场上需要的企业不存在。

图表 19：危废资源化与无害化处置量（单位：万吨）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 20：危废处置率与实际处置率对比（单位：%）



来源：Wind、国金证券研究所

危废无害化处置市场空间预计远期将达到 5000 亿元。

■ “2018 清废行动”进一步激发危废处置需求端的释放。

- 2018 年 5 月 9 日，环保部启动了“打击固体废物环境违法行为专项行动”。本次专项行动从 5 月 9 日至 6 月底结束，生态环境部从全国抽调执法骨干力量组成 150 个组，对长江经济带固体废物倾废情况进行全面摸排核实，对发现的问题督促地方政府限期整改，对发现的违法行为依法查处，全面公开问题清单和整改进展情况，直至全部整改完成。5 月 22 日，生态环境部印发《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾废进一步加强危险废物全过程监管的通知》，危废排查范围由“清废 2018”的长江沿线 11 个省扩展至全国，行动定位上升至“政治站位”高度，统一思想，危废景气度提升，彻底激发了危废处置需求的释放。
- 2016 年 8 月，新版国家危废名录施行，危废种类从 400 种上升到 479 种。扩大了企业危废申报的范围，导致 2016 年危废产生申报量直接从 2015 年的 3976 万吨增加到了 5347 万吨，增速达到了近五年来最高 34%。

图表 21：有关危废的相关政策

| 发布日期       | 发布部门 | 政策名称                                 |
|------------|------|--------------------------------------|
| 2004.1.19  | 国务院  | 《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》                |
| 2004.5.30  | 国务院  | 《危险废物经营许可证管理办法》                      |
| 2008.6.6   | 发改委  | 《国家危险废物名录》(2008 年版)                  |
| 2011.4.15  | 环保部  | 《“十二五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》           |
| 2012.10.8  | 环保部等 | 《“十二五”危险废物污染防治规划》                    |
| 2014.4.24  | 全国人大 | 《中华人民共和国环境保护法》(2014 年版)              |
| 2016.1.25  | 环保部  | 《危险废物产生单位管理计划制定指南》                   |
| 2016.6.14  | 发改委  | 《国家危险废物名录》(2016 年版)                  |
| 2016.11.7  | 全国人大 | 《固体废物污染环境防治法》(2016 年版)               |
| 2016.11.24 | 国务院  | 《“十三五”生态环境保护规划》                      |
| 2016.12.6  | 环保部  | 《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》                |
| 2016.12.19 | 环保部  | 《危险废物鉴别工作指南(试行)(征求意见稿)》              |
| 2017.4.27  | 环保部  | 《“十三五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》           |
| 2017.8.29  | 环保部  | 《建设项目危险废物环境影响评价指南》                   |
| 2017.8.16  | 环保部等 | 《进口废物管理名录》                           |
| 2018.1.1   | 环保部  | 《环境保护税法》                             |
| 2018.5.19  | 环保部  | 《“清废行动 2018”问题清单》                    |
| 2018.5.22  | 环保部  | 《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾废进一步加强危险废物全过程监管的通知》 |

来源：环保部、国金证券研究所

- 危废处置空间巨大，潜在空间远期可达 5000 亿元。根据市场上危废处置的价格，我们保守按照危废资源化处置价格按照 1000 元/吨，无害化处置按照 2500 元/吨计算。且保守假设危废资源化处置率以及无害化处置率保持不变分别为 55%，30%来计算，则我们预计 2020 年市场空间将达到 2000 亿元。如果考虑到后续无害化处置占比加大以及无害化处置价格的提高，则危废潜在空间远期将达到 5000 亿元。

图表 22：危废市场空间预测

|               | 2018  | 2019 | 2020  | 2040 |
|---------------|-------|------|-------|------|
| 危废预计产生量（亿吨）   | 1.36  | 1.4  | 1.5   | 4    |
| 资源化（亿吨）       | 0.75  | 0.77 | 0.825 | 2.2  |
| 无害化（亿吨）       | 0.408 | 0.42 | 0.45  | 1.2  |
| 预计资源化市场空间（亿元） | 750   | 770  | 825   | 2200 |
| 预计无害化市场空间（亿元） | 1020  | 1050 | 1125  | 3000 |
| 合计            | 1770  | 1820 | 1950  | 5200 |

来源：国金证券研究所

### 无害化处置空间广阔，2018-2020 年达 34% 年均复合增长率

产能布局辐射全国，未来三年产能达到 26% 的年均复合增长率。

- 2017 年公司完成项目：

- 1) 湖北天银，焚烧 2 万吨/年及物化 1 万吨/年、综合利用 3 万吨/年；
- 2) 珠海永兴盛，焚烧 9100 吨/年及物化 950 吨/年；
- 3) 东莞恒建物化 2.65 万吨/年、综合利用 9.65 万吨/年；

- 2018 年将投产项目：

- 1) 衡水睿韬
- 2) 江西东江
- 3) 福建南平
- 4) 山东潍坊东江
- 5) 仙桃绿怡
- 6) 南通东江
- 7) 泉州 ppp 项目

- 展望 2018 全年公司计划新增危废资质约 70 万吨，总资质质量年底将达到 220 万吨，其中 110 万吨为无害化资质。后续随着公司东莞丰业、曹妃甸项目、佛山富龙、四川绵阳等项目建设启动以及东潍坊蓝海填埋项目、仙桃绿怡二期等改扩建项目的规划推进。预计公司 2020 年危废产能资质质量达到 350 万吨。2018-2020 年产能增长达到 26% 的年均复合增长率。

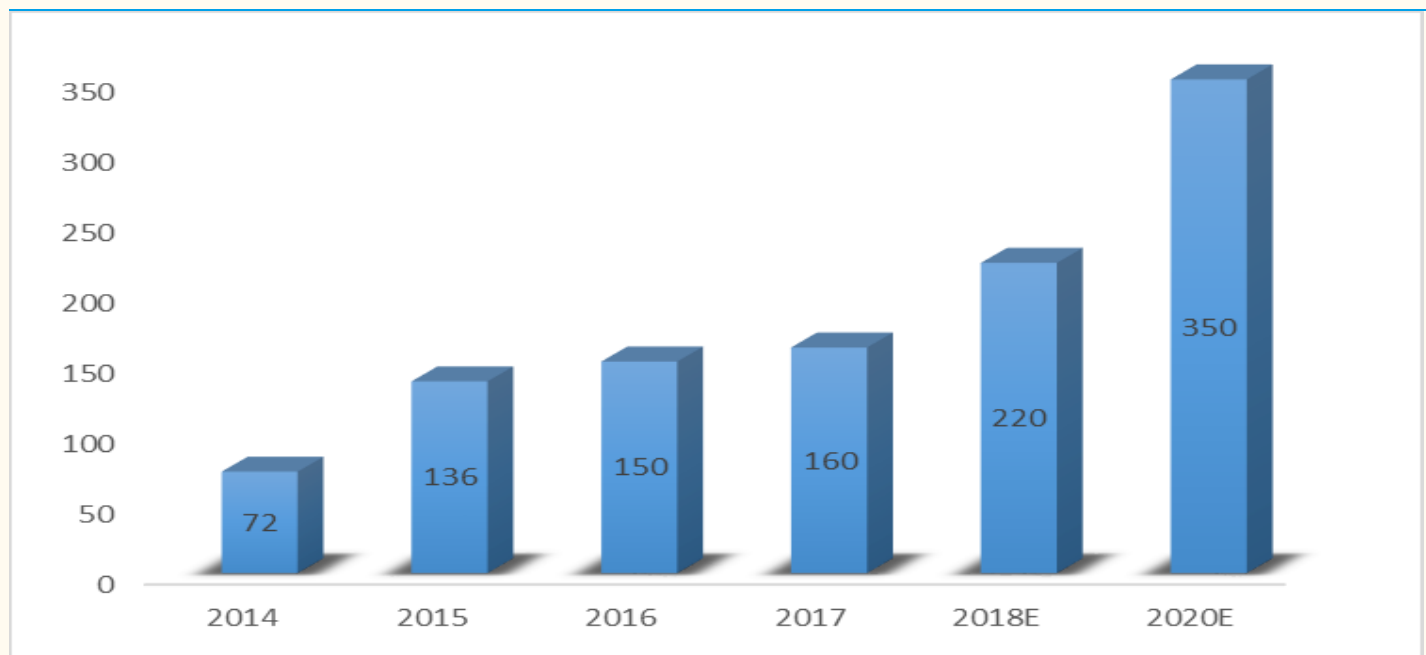
图表 23：东江环保 2017 年投产以及 18 年预计投产项目情况

|          | 项目名称  | 资源化利用（万吨/年） | 无害处置（万吨/年） |
|----------|-------|-------------|------------|
| 17 年完成项目 | 湖北天银  | 3           | 3          |
|          | 珠海永兴盛 | -           | 1          |
|          | 东莞恒建  | 9.7         | 2.7        |
|          | 合计    | 12.7        | 6.7        |
| 18 年预计投产 | 衡水睿韬  | -           | 7.8        |
|          | 江西东江  | 28          | -          |

|           |      |      |
|-----------|------|------|
| 福建南平      | -    | 2    |
| 山东潍坊东江    | 1.6  | 18   |
| 湖北仙桃绿怡    | 1.8  | -    |
| 江苏南通东江    | -    | 3.5  |
| 泉州 PPP 项目 | 4.1  | 5    |
| 合计        | 35.4 | 36.3 |

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 24：东江环保公司危废处置能力变化情况（单位：万吨/年）



来源：北极星环保网、国金证券研究所

- **公司产能布局辐射全国。**截至目前，公司具备 44 类危险废物经营资质。公司下设 70 余家分子公司，业务网络覆盖中国珠三角、长三角、京津冀、环渤海及中西部市场等危废行业核心区域，服务客户超 2 万家。公司产能布局立足广东、辐射全国布局，目前已拥有 29 个工业危废处置中心，遍布全国 9 个省份，分别为广东、福建、江苏、河北、山东、湖北、新疆、四川。

图表 25：东江环保全国产能布局情况

| 项目    | 状态        | 资源化  | 物化              | 填埋            | 焚烧         |
|-------|-----------|------|-----------------|---------------|------------|
| 新疆沃森  |           | 1    | 0.8             | 2.2           | 1          |
| 龙岗东江  |           | 0    | 0.2             | 2.2           | 0          |
| 宝安东江  |           | 7.5  | 12.5+10 (2019E) | 0             | 0          |
| 清远新绿  |           | 3    | 0               | 0             | 0          |
| 惠州东江  | 投产或在<br>建 | 5.3  | 2.8             | 0             | 0          |
| 江门东江  |           | 7.2  | 12.7            | 0             | 0          |
| 东江威立雅 |           | 0    | 3.3             | 4+2.5 (2019E) | 2+3(2019E) |
| 东莞恒建  |           | 9.65 | 2.65            | 0             | 0          |
| 韶关绿然  |           | 21.5 | 2.6             | 0             | 1          |
| 珠海永兴盛 |           | 4.6  | 0.095           | 0             | 0.91       |

|        |              |                  |             |                |
|--------|--------------|------------------|-------------|----------------|
| 佛山富龙   | 1.97 (2019E) | 0                | 0           | 3(2019E)       |
| 东莞丰业   | 2.5 (2019E)  | 2(2019E)         | 0           | 1(2019E)       |
| 厦门东江   | 0            | 3.3              | 0           | 1.5            |
| 三明绿洲   | 0            | 0                | 0           | 0.18           |
| 南平绿洲   |              | 2 (2020E)        | 2 (2020E)   | 0.18+2 (2018E) |
| 龙岩绿洲   | 0            | 0                | 0           | 0.18           |
| 福建绿洲   | 0            | 2.4              | 0           | 1              |
| 泉州项目   | 4.47 (2018E) | 1 (2018E)        | 2 (2018E)   | 2 (2018E)      |
| 江西东江   | 28 (2018E)   |                  | 8.6         |                |
| 昆山基地   | 6.5          | 1.5              | 0           | 0              |
| 嘉兴德达   | 5.1          | 0.9              | 0           | 0              |
| 沿海固废   | 0            | 0                | 0           | 2              |
| 绍兴华鑫   | 0            | 0                | 0           | 2              |
| 如东大恒   | 0            | 0                | 0           | 1              |
| 南通惠天然  | 0            | 1.5 (2019E)      | 2           | 2.2 (2019E)    |
| 湖北天银   | 3            | 1                | 0           | 2              |
| 仙桃绿怡   | 1.8 (2018E)  | 0                | 0           | 0              |
| 衡水睿韬   | 0            | 1.1+5.75 (2018E) | 0           | 1+2.96 (2018E) |
| 曹妃甸项目  | 0.7 (2019E)  | 1.2 (2019E)      | 1.9 (2019E) | 2 (2019E)      |
| 潍坊蓝海   | 1.6 (2018E)  | 2.5+12 (2018E)   | 0           | 6 (2018E)      |
| 仙桃绿怡   | 7            | 3.2              | 0           | 3              |
| 沿海固废四期 | 0            | 2.5              | 0           | 2.5            |
| 绍兴华鑫   | 0            | 0                | 0           | 2              |
| 四川绵阳   | 10           | 11.5             | 7.5         | 6              |

来源：公开资料整理、国金证券研究所

公司危废业务内生+外延布局持续推进，强者恒强。

- **对内：**公司通过内生建设的方式在危废行业中深耕。2017 年，东江环保在危废处理领域进行的项目多达 15 个，累计投入金额超过 20 亿元。

图表 26：17 年东江环保在做危废处理领域内的投入情况（单位：亿元）

| 项目名称                | 累计投入金额(亿元) |
|---------------------|------------|
| 韶关再生资源项目(韶关再生资源)    | 3.4        |
| 东恒环境项目(东恒环境)        | 1.7        |
| 湖北天银项目(湖北天银)        | 3.9        |
| 厦门绿洲项目(厦门绿洲环保)      | 1.6        |
| 永兴盛改造项目(珠海永兴盛)      | 1          |
| 惠天然填埋场(南通惠天然)       | 0.7        |
| 潍坊东江项目(潍坊东江)        | 1.6        |
| 基地技术改造项目(惠州东江)      | 0.6        |
| 仙桃环保项目(绿怡环保)        | 0.9        |
| 基地技术改造项目(宝安东江)      | 0.6        |
| 三期项目厂房和道路建设工程(沿海固废) | 1.2        |
| 东莞恒建改造项目(东莞恒建)      | 0.6        |
| 江门项目(江门东江)          | 2.1        |
| 衡水项目(衡水睿韬)          | 0.7        |
| 丰城东江环保产业基地项目(江西东江)  | 2.1        |

来源：北极星环保网、国金证券研究所

- **对外：**2017 年以来，东江环保收购了多家危废处理公司。9 月 26 日，东江环保以 1.304 亿元收购南京万德斯及河北立辰所持有的万德斯环保科技有限公司 80%的股权；9 月 27 日，以 4800 万元收购佛山市万兴隆所持有

佛山市富龙环保 30%的股权……东江环保通过一系列并购，将危废的足迹遍布在珠三角、长三角、福建、湖北、河北、江西、新疆等地，全国危废龙头企业地位不断提升。

图表 27：东江环保 17 年在危废领域股权投资情况（单位：万元，%）

| 被投公司      | 投资方式 | 投资金额(万元) | 持股比例(%) |
|-----------|------|----------|---------|
|           | 新设   | 70       | 70%     |
| 肇庆东晟环保    | 新设   | 5000     | 100%    |
| 万德斯环保     | 收购   | 14000    | 80%     |
| 仙桃东江环保    | 新设   | 1000     | 100%    |
| 佛山市富龙环保   | 收购股权 | 4800     | 30%     |
| 东莞市丰业固废处理 | 收购股权 | 700      | 20%     |
| 江苏苏全固废处置  | 收购股权 | 4030     | 31%     |

来源：北极星环保网、国金证券研究所

无害化处置空间近 30 亿元，未来 3 年年均复合增长率 34%。

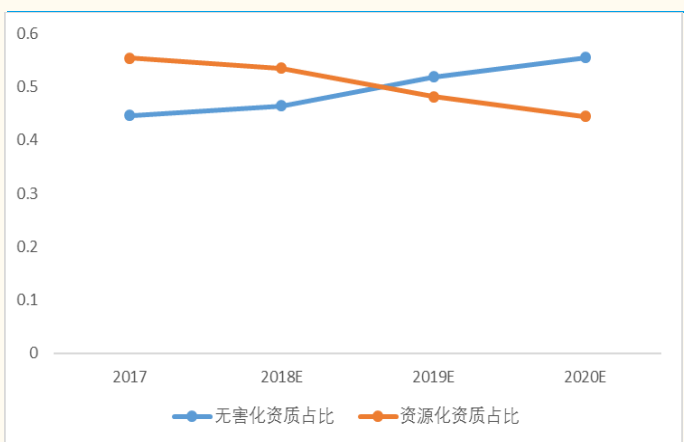
- 2020 年公司无害化处置资质质量将达到 175 万吨/年，占比提升到 55%。根据公司持续产能的全国布局以及规划，我们预计公司 2018-2020 年资源化资质分别达到 118.6、123.8、140.8 万吨/年，无害化处置资质分别达到 103、133.4、175.6 万吨/年。2020 年无害化处置占比提升到 55%，比 2017 年上升 10 个百分点。

图表 28：东江环保无害化处置资质预测（单位：万吨）



来源：国金证券研究所

图表 29：无害化与资源化处置资质占比（单位：%）



来源：国金证券研究所

- 2017 年公司无害化处置量为 47 万吨，产能利用率达到 64%，我们保守估计假设未来 2018-2020 年产能利用率保持不变，且无害化处置价格按照 2500 元/吨计算，则我们预计 2018-2020 年公司无害化处置空间将分别达到 16.5、21.34、28.1 亿元，年均复合增长率达到 34%。

图表 30：东江环保无害化市场空间预测

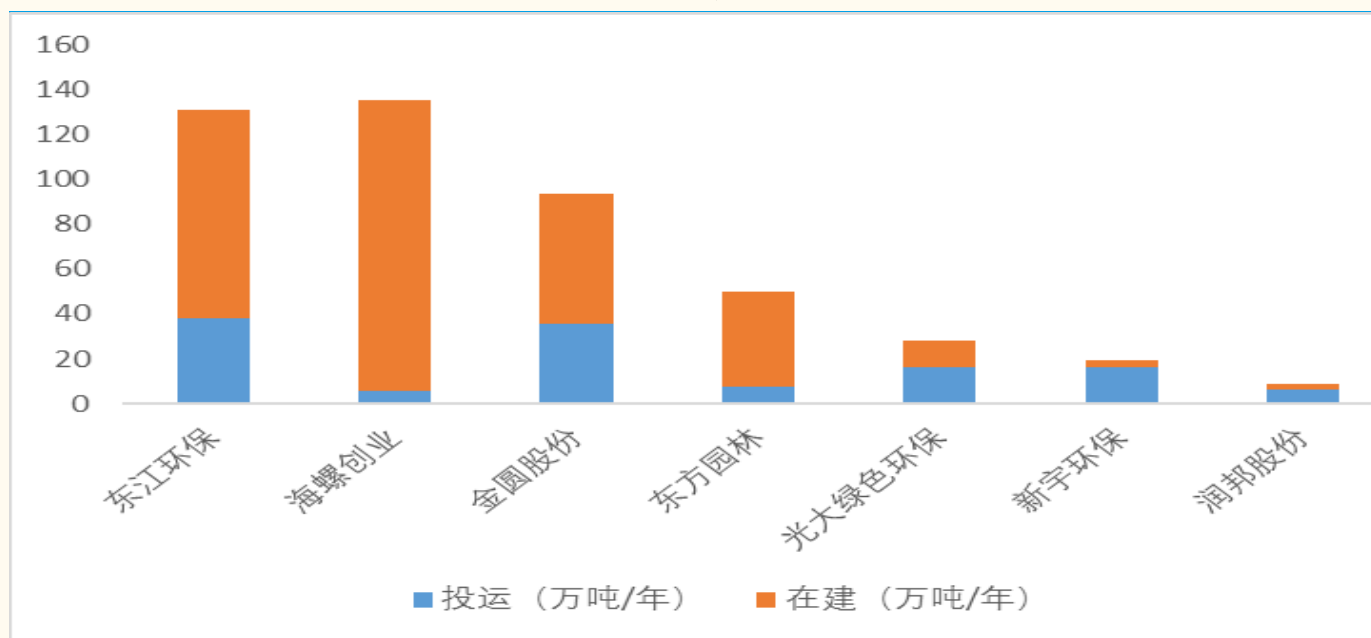
|                  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------|--------|--------|--------|
| 无害化资质 (万吨/年)     | 103.06 | 133.36 | 175.56 |
| 产能利用率 (%)        | 0.64   | 0.64   | 0.64   |
| 无害化处置价格 (元/吨)    | 2500   | 2500   | 2500   |
| 无害化处置市场空间预测 (亿元) | 16.5   | 21.3   | 28.1   |

来源：国金证券研究所

### “2018 清废行动”激发公司长江流域危废处置产能释放

- “清废行动 2018”激发长江经济带的 11 省市的危废处置释放，据测算长江流域 11 省（市）危废实际产生量为 2,315 万吨，占全国预估实际产生量的 30.64%。其中，云南/江苏/湖南产生量较高，分别为 360/331/279 万吨。考虑到企业存在非法处置危废等问题，实际产生量可能更大。5 月 18 日江苏省环保厅发布《关于加强建设项目环境影响评价区域限批管理的通知》，江苏省前期化工行业危废非法处置问题集中爆发，进一步激活了危废处置的需求。
- 长江流域危废企业产能布局中，公司处于领先地位。公司在长江经济带内已有较多布局，截止目前在长三角、湖北、四川等地区均有布局，已投运产能约 37.91 万吨，2018 年预计将投运的项目产能约 40.5 万吨。目前在建产能合计达 93.4 万吨/年。

图表 31：长江流域主流危废处置公司投运及在建产能分布情况



来源：公开资料整理、国金证券研究所

图表 32：东江长江流域危废处置投运及在建产能分布（单位：万吨/年）

|    | 投运产能  | 在建产能 |
|----|-------|------|
| 四川 | 0     | 35   |
| 湖北 | 8     | 13.2 |
| 江西 | 8.6   | 28   |
| 浙江 | 9.51  | 2    |
| 江苏 | 11.8  | 15.2 |
| 合计 | 37.91 | 93.4 |

来源：公开资料整理、国金证券研究所

### 携手海螺创业，拓展水泥窑协同处置危废领域

供给端水泥窑协同处置新型技术解决当前危废处置痛点。

- 我国危险废物处置端需求加速释放，传统焚烧炉危废处置现状（高成本+长周期+低释放），而水泥窑协同处置与传统焚烧相比具有具有环保、经济、

周期短、回报率高的优点。从而选择水泥窑协同处置危险废物成为了解决危险废物处置的有效新方法。

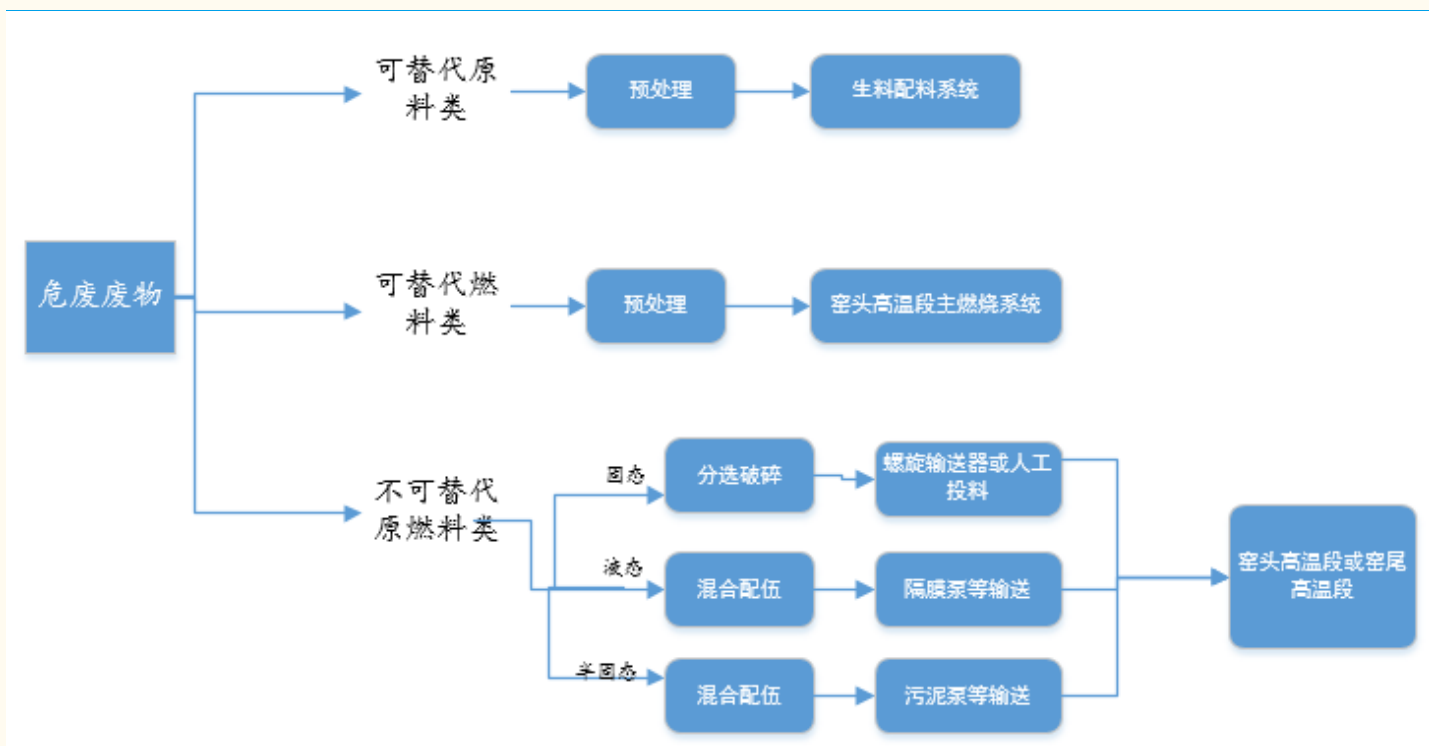
图表 33：水泥窑协同处置与传统焚烧炉工艺处置对比

|                                   | 水泥窑处置        | 传统工艺处置    |
|-----------------------------------|--------------|-----------|
| 温度 (°C)                           | 1300 以上      | 800-1200  |
| 高温停留时间 (s)                        | 5 左右         | 2         |
| 二噁英产生量 (ng TEQ·Nm <sup>-3</sup> ) | 0.001-0.008  | 1-10      |
| 处置投资额 (元/吨)                       | 1000-2000 左右 | 3000-8000 |
| 处置运营成本 (元/吨)                      | 800-1500     | 2000-2500 |
| 改造周期 (月)                          | 8-9          | 24-36     |

来源：公开资料整理、国金证券研究所

- 水泥窑协同处置危废是指利用水泥高温煅烧窑炉焚烧处理危险废弃物。在焚烧过程中，有机物彻底分解无害化，产生的热量被水泥生产回收，实现能量利用的最大化，灰渣作为水泥组分直接进入水泥熟料产品中，实现资源化的同时做到废弃物的彻底减量化。

图表 34：水泥窑协同处置工业技术路线



来源：《水泥窑协同处置危险废物管理技术进展研究》、国金证券研究所

- 与水泥窑协同处置龙头海螺创业强强联合。
  - 公司于 2017 年 12 月 6 日与中国海螺创业控股有限公司签署《战略合作协议》，协议双方合作主要内容有：

- (1) 在双方均已完成固废处置产业布局的区域，积极探索业务互补；
  - (2) 先以广东省为试点，双方可实施股权合作共同推进广东省水泥窑协同处置固废布点后，在全国范围内共同推进水泥窑协同处置固废项目发展；
  - (3) 设立联络工作组以构建固废协同处置战略合作平台，保持双方合作信息渠道畅通；
  - (4) 积极探索双方在全国范围内均有投运处置固废产能的区域实现优势互补。
- 海螺创业旗下海螺水泥超 4000 吨/天的优质水泥线达 104 条，遍布全国，分布广泛。自持 33.6 万吨水泥窑协同处置危废经营规模，叠加尧柏股份（公司持股 60%）36.4 万吨，公司市占率超 20%，是当之无愧的水泥窑协同处置龙头企业。
  - 2017 年公司水泥窑协同处置固废危废已建成产能 55 万吨/年，在建+待建项目产能达 160 万吨/年，公司规划在 2020 年建成 500 万吨/年产能；公司 2017 年产能利用率仅 20%，伴随需求放量+产能扩张，预计产能利用率稳步提升至 51%。

广东水泥窑协同处置市场空间广阔，远期净利润可达 1.78 亿元/年。

- 本次合作以广东为试点，共同开发广东市场。目前广东省还没有水泥窑协同处置生产线获得经营许可证，根据规划，广东省“十三五”将达成水泥窑危废产能 500 万吨/年，发展空间广阔。公司深耕珠三角地区，危废处置经验优势明显，依托海螺泥在广东的水泥熟料产线共同推进广东水泥窑协同处置危废市场。我们预计水泥窑协同处置危废到 2020 年有望新增 30 万吨/年。长期有望新增 110 万吨/年。
- 假设我们保守估计水泥窑协同处置改造项目持股比例 30%，危废处置价格按照 3000 元/吨计算，产能利用率按照 60%计算，净利润率按照 30%计算，我们预计远期广东改造完成后，每年可为东江环保公司贡献利润 1.78 亿元。

图表 35：广东水泥窑协同处置危废市场空间以及盈利预测

| 公司   | 生产线    | 危废产能<br>(万吨/年) | 产能利用率 | 危废处置量<br>(万吨/年) | 处置价格<br>(元/吨) | 收入(万元) | 持股比例 | 年收入<br>(万元) | 净利润率 | 净利润<br>(万元) |
|------|--------|----------------|-------|-----------------|---------------|--------|------|-------------|------|-------------|
| 英德海螺 | 英德海螺一线 | 10             | 60%   | 6               | 3000          | 18000  | 30%  | 5400        | 30%  | 1620        |
|      | 英德海螺二线 | 10             | 60%   | 6               | 3000          | 18000  | 30%  | 5400        | 30%  | 1620        |
|      | 英德海螺三线 | 10             | 60%   | 6               | 3000          | 18000  | 30%  | 5400        | 30%  | 1620        |
|      | 英德海螺四线 | 10             | 60%   | 6               | 3000          | 18000  | 30%  | 5400        | 30%  | 1620        |
| 清新海螺 | 清新水泥一线 | 10             | 60%   | 6               | 3000          | 18000  | 30%  | 5400        | 30%  | 1620        |
|      | 清新水泥二线 | 10             | 60%   | 6               | 3000          | 18000  | 30%  | 5400        | 30%  | 1620        |
| 阳春海螺 | 阳春海螺 1 | 10             | 60%   | 6               | 3000          | 18000  | 30%  | 5400        | 30%  | 1620        |
|      | 阳春海螺 3 | 20             | 60%   | 12              | 3000          | 36000  | 30%  | 10800       | 30%  | 3240        |
| 化州海螺 | 化州海螺 1 | 10             | 60%   | 6               | 3000          | 18000  | 30%  | 5400        | 30%  | 1620        |
|      | 化州海螺 2 | 10             | 60%   | 6               | 3000          | 18000  | 30%  | 5400        | 30%  | 1620        |
| 合计   |        | 110            |       | 66              |               | 198000 |      | 59400       |      | 17820       |

来源：Wind、国金证券研究所

## 盈利预测预与估值

- 鉴于公司已向无害化处置转型，项目陆续达产，无害化处置收入增速拉动 2018 年公司整体营收增速再次提升，预计 2018 年实现营收 41 亿元，同比增长 32%；归母净利润 5.7 亿元，同比增长 21%。

- 公司现有危废处理资质质量为 160 万吨/年，预计 2018 年衡水睿韬、南通东江、福建南平、潍坊东江、仙桃绿怡等项目相继落成。提升公司危废处理资质质量近 70 万吨/年，2018 年公司危废处置资质质量有望达 220 万吨/年。其中资源化资质 118.62 万吨，无害化处置资质 103 万吨/年。2020 年资质质量预计进一步扩增，达到 350 万吨/年。
- 危废业务方面，公司目前已完成无害化处置转型期，公司大力投入无害化处置建设，项目陆续达产；假设产能利用率 64% 保持不变，预计 2017 年危废无害化处置收入将贡献 16.5 亿元。
- 公司立足于核心业务危废无害化处理，积极拓展全产业链，现已成为国内危废处理无法撼动的龙头企业。“2018 清废行动”进一步激发公司长江流域危废处置产能释放。预计公司 2018-2010 年 EPS 为 0.66/0.79/1.01，对应 PE 为 26x/22x/17x。考虑到公司业绩确定性持续增长，给予目标价 22 元，对应 2019 年 PE 28x，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 项目进展不及预期：危废项目环评选址一般比较慢，进展往往低于预期。过去两年东江粤北项目低于预期，拖累公司业绩低于市场预期；
- 融资成本上升。随着国家防范金融风险，市场资金利率上升。小的环保公司融资成本已经超过 7.5%。公司资产负债率 52%，融资成本上升将拖累公司业绩；
- 市场竞争加剧。危废水泥窑协同处置周期短、污染小、经济性好，将对传统危废处理方式产生冲击。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                   | 2015         | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>主营业务收入</b>     | <b>2,403</b> | <b>2,617</b> | <b>3,100</b> | <b>4,053</b> | <b>4,625</b> | <b>5,671</b> |
| 增长率               |              | 8.9%         | 18.4%        | 30.7%        | 14.1%        | 22.6%        |
| 主营业务成本            | -1,624       | -1,672       | -1,988       | -2,572       | -2,885       | -3,512       |
| %销售收入             | 67.6%        | 63.9%        | 64.1%        | 63.5%        | 62.4%        | 61.9%        |
| 毛利                | 779          | 945          | 1,112        | 1,480        | 1,740        | 2,159        |
| %销售收入             | 32.4%        | 36.1%        | 35.9%        | 36.5%        | 37.6%        | 38.1%        |
| 营业税金及附加           | -17          | -38          | -42          | -57          | -65          | -79          |
| %销售收入             | 0.7%         | 1.5%         | 1.4%         | 1.4%         | 1.4%         | 1.4%         |
| 营业费用              | -53          | -58          | -69          | -89          | -102         | -125         |
| %销售收入             | 2.2%         | 2.2%         | 2.2%         | 2.2%         | 2.2%         | 2.2%         |
| 管理费用              | -298         | -340         | -415         | -527         | -601         | -737         |
| %销售收入             | 12.4%        | 13.0%        | 13.4%        | 13.0%        | 13.0%        | 13.0%        |
| 息税前利润 (EBIT)      | 410          | 510          | 586          | 807          | 972          | 1,218        |
| %销售收入             | 17.0%        | 19.5%        | 18.9%        | 19.9%        | 21.0%        | 21.5%        |
| 财务费用              | -65          | -96          | -99          | -129         | -147         | -180         |
| %销售收入             | 2.7%         | 3.7%         | 3.2%         | 3.2%         | 3.2%         | 3.2%         |
| 资产减值损失            | -12          | -9           | -11          | -8           | -1           | -2           |
| 公允价值变动收益          | -1           | 1            | 0            | 32           | 17           | 31           |
| 投资收益              | 30           | 179          | 24           | 20           | 25           | 30           |
| %税前利润             | 6.6%         | 26.5%        | 3.8%         | 2.7%         | 2.8%         | 2.7%         |
| 营业利润              | 362          | 584          | 606          | 723          | 866          | 1,097        |
| 营业利润率             | 15.1%        | 22.3%        | 19.5%        | 17.8%        | 18.7%        | 19.3%        |
| 营业外收支             | 87           | 89           | 17           | 20           | 20           | 20           |
| 税前利润              | 449          | 674          | 623          | 743          | 886          | 1,117        |
| 利润率               | 18.7%        | 25.7%        | 20.1%        | 18.3%        | 19.2%        | 19.7%        |
| 所得税               | -64          | -97          | -69          | -77          | -91          | -112         |
| 所得税率              | 14.3%        | 14.3%        | 11.1%        | 10.3%        | 10.2%        | 10.0%        |
| 净利润               | 385          | 577          | 553          | 666          | 795          | 1,005        |
| 少数股东损益            | 53           | 43           | 80           | 80           | 92           | 106          |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>333</b>   | <b>534</b>   | <b>473</b>   | <b>586</b>   | <b>703</b>   | <b>899</b>   |
| 净利率               | 13.8%        | 20.4%        | 15.3%        | 14.5%        | 15.2%        | 15.8%        |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2015        | 2016        | 2017        | 2018E       | 2019E        | 2020E        |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 净利润             | 385         | 577         | 553         | 563         | 664          | 821          |
| 少数股东损益          | 53          | 43          | 80          | 80          | 92           | 106          |
| 非现金支出           | 219         | 292         | 267         | 476         | 535          | 608          |
| 非经营收益           | 53          | -64         | 92          | 102         | 135          | 151          |
| 营运资金变动          | -432        | -119        | -244        | -201        | -9           | 261          |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>225</b>  | <b>687</b>  | <b>668</b>  | <b>940</b>  | <b>1,325</b> | <b>1,841</b> |
| 资本开支            | -476        | -839        | -742        | -742        | -682         | -776         |
| 投资              | -595        | -39         | -291        | -72         | -62          | -105         |
| 其他              | 155         | 223         | 41          | 52          | 42           | 61           |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-916</b> | <b>-654</b> | <b>-993</b> | <b>-762</b> | <b>-702</b>  | <b>-819</b>  |
| 股权募资            | 8           | 160         | 11          | 48          | 57           | 72           |
| 债权募资            | 714         | 420         | 661         | 579         | -94          | -481         |
| 其他              | -243        | -291        | -269        | -247        | -288         | -355         |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>479</b>  | <b>288</b>  | <b>404</b>  | <b>380</b>  | <b>-325</b>  | <b>-765</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-211</b> | <b>321</b>  | <b>79</b>   | <b>558</b>  | <b>298</b>   | <b>257</b>   |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2015         | 2016         | 2017         | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金            | 858          | 1,160        | 1,242        | 1,702         | 1,943         | 2,382         |
| 应收款项            | 858          | 788          | 1,077        | 1,304         | 1,488         | 1,825         |
| 存货              | 269          | 267          | 313          | 412           | 462           | 562           |
| 其他流动资产          | 338          | 497          | 404          | 600           | 701           | 864           |
| 流动资产            | 2,323        | 2,712        | 3,036        | 4,018         | 4,593         | 5,632         |
| %总资产            | 34.7%        | 33.1%        | 32.9%        | 37.9%         | 40.3%         | 44.2%         |
| 长期投资            | 382          | 445          | 561          | 634           | 696           | 801           |
| 固定资产            | 2,221        | 2,853        | 3,255        | 3,420         | 3,511         | 3,634         |
| %总资产            | 33.2%        | 34.8%        | 35.2%        | 32.2%         | 30.8%         | 28.5%         |
| 无形资产            | 1,418        | 1,962        | 2,179        | 2,264         | 2,334         | 2,405         |
| 非流动资产           | 4,362        | 5,477        | 6,204        | 6,587         | 6,811         | 7,110         |
| %总资产            | 65.3%        | 66.9%        | 67.1%        | 62.1%         | 59.7%         | 55.8%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>6,685</b> | <b>8,189</b> | <b>9,240</b> | <b>10,605</b> | <b>11,405</b> | <b>12,742</b> |
| 短期借款            | 1,629        | 2,032        | 1,879        | 2,421         | 2,681         | 3,048         |
| 应付款项            | 943          | 1,368        | 1,284        | 1,606         | 1,995         | 2,762         |
| 其他流动负债          | 21           | 8            | 7            | 7             | 7             | 7             |
| 流动负债            | 2,593        | 3,408        | 3,170        | 4,035         | 4,683         | 5,818         |
| 长期贷款            | 379          | 398          | 293          | 453           | 9             | 29            |
| 其他长期负债          | 494          | 518          | 1,456        | 1,300         | 1,305         | 760           |
| <b>负债</b>       | <b>3,466</b> | <b>4,323</b> | <b>4,918</b> | <b>5,787</b>  | <b>5,997</b>  | <b>6,606</b>  |
| 普通股股东权益         | 2,753        | 3,289        | 3,729        | 4,145         | 4,643         | 5,265         |
| 少数股东权益          | 466          | 577          | 593          | 673           | 765           | 871           |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>6,685</b> | <b>8,189</b> | <b>9,240</b> | <b>10,605</b> | <b>11,405</b> | <b>12,742</b> |

**比率分析**

|               | 2015   | 2016   | 2017    | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |        |        |         |        |        |        |
| 每股收益          | 0.383  | 0.602  | 0.533   | 0.660  | 0.793  | 1.013  |
| 每股净资产         | 3.167  | 3.707  | 4.198   | 4.673  | 5.234  | 5.936  |
| 每股经营现金净流      | 0.259  | 0.774  | 0.752   | 1.060  | 1.493  | 2.076  |
| 每股股利          | 4.374  | 4.374  | 0.120   | 0.125  | 0.148  | 0.185  |
| <b>回报率</b>    |        |        |         |        |        |        |
| 净资产收益率        | 12.08% | 16.23% | 12.69%  | 11.66% | 12.32% | 13.58% |
| 总资产收益率        | 4.97%  | 6.52%  | 5.12%   | 4.56%  | 5.02%  | 5.61%  |
| 投入资本收益率       | 6.28%  | 6.56%  | 6.69%   | 5.93%  | 6.94%  | 8.26%  |
| <b>增长率</b>    |        |        |         |        |        |        |
| 主营业务收入增长率     | 17.36% | 8.91%  | 18.44%  | 30.74% | 14.13% | 22.60% |
| EBIT增长率       | 21.07% | 24.42% | 15.05%  | 3.16%  | 22.48% | 26.10% |
| 净利润增长率        | 32.17% | 60.52% | -11.32% | 2.08%  | 18.40% | 24.99% |
| 总资产增长率        | 34.09% | 22.50% | 12.83%  | 14.77% | 7.54%  | 11.73% |
| <b>资产管理能力</b> |        |        |         |        |        |        |
| 应收账款周转天数      | 89.6   | 83.8   | 69.9    | 70.0   | 70.0   | 70.0   |
| 存货周转天数        | 64.0   | 58.6   | 53.2    | 51.5   | 49.0   | 50.6   |
| 应付账款周转天数      | 82.9   | 126.7  | 130.2   | 109.8  | 104.6  | 108.9  |
| 固定资产周转天数      | 197.5  | 194.9  | 194.2   | 149.8  | 190.0  | 190.0  |
| <b>偿债能力</b>   |        |        |         |        |        |        |
| 净负债/股东权益      | 46.79% | 42.10% | 51.33%  | 51.09% | 37.67% | 23.39% |
| EBIT利息保障倍数    | 6.3    | 5.3    | 5.9     | 4.7    | 5.0    | 5.2    |
| 资产负债率         | 51.84% | 52.79% | 53.23%  | 54.57% | 52.58% | 51.85% |

来源：公司年报、国金证券研究所

**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  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 0    | 0    | 57   |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 14   |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.20 |

来源：贝格数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2016-08-01 | 买入 | 18.78 | 29.00~30.00 |
| 2  | 2016-10-31 | 买入 | 19.35 | 25.00~26.00 |
| 3  | 2017-02-28 | 买入 | 18.13 | 23.00~25.00 |
| 4  | 2017-03-30 | 买入 | 17.78 | N/A         |
| 5  | 2017-04-28 | 买入 | 18.90 | N/A         |
| 6  | 2017-06-15 | 买入 | 17.10 | 22.00~25.00 |
| 7  | 2017-07-11 | 买入 | 17.29 | N/A         |
| 8  | 2017-08-21 | 买入 | 15.98 | N/A         |

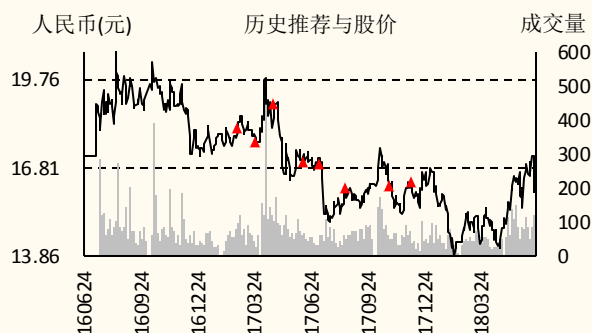
来源：国金证券研究所

**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