

危废产能进入快速投放期，市占率有望持续提升

——东江环保(002672.SZ)首次覆盖报告

首次覆盖报告

邱懿峰(分析师)	黄红卫(联系人)	赵腾辉(联系人)
010-69004648	010-69004537	010-83561349
qiu yifeng@xsdzq.cn	huang hongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

● 盈利能力突出的中国危废行业龙头企业:

东江环保(002672.SZ)是中国危废行业龙头企业,致力成为“以技术创新为导向,以危废为基础的中国领先的一站式综合环保服务提供商”。公司聚焦于高毛利率危废业务,业绩高速增长,毛利率、净利率、ROE较高。

● 2018年危废总资质产能计划达220万吨(+37.5%),保障业绩高速增长:

2017年底,东江环保危废资质总量达到160万吨/年,其中无害化占比超过一半。2018年,东江环保将落实新增危废处置量约70万吨(大部分为无害化资质),目标危废总资质为220余万吨(同比+37.5%),其中110万吨为无害化资质。公司将力争在2020年使得危废资质达到350万吨/年。公司产能快速投放,保障了业绩高速增长。

● 运营优势突出的东江环保有望成为行业整合的领导者:

短期而言,具有“技术、经验”优势的危废企业更易取得政府危废资质许可,具有资质及规模优势的企业更易获得企业客户的认可与支持,而具有资金优势的企业更易外延并购危废企业扩张做大。长期而言,运营优势为危废企业核心竞争力,随着未来竞争白热化及危废行业洗牌,运营优势突出的企业(如东江环保)危废处置成本更低,盈利能力更佳,将成为行业整合的领导者。

● 危废龙头的市占率有望持续提升,首次覆盖给予“推荐”评级:

此前江西东江爆出合规事项,出于对环保局等政府部门公信力以及上市公司合规信披的信赖,我们虽然据此认为该事项短期冲击或将消退,东江环保其他子公司出现类似情形的概率较低。但出于审慎性考虑,在此仍提醒投资者注意类似合规经营风险。我们预计公司2018-2020年净利润分别为5.73、7.29、8.87亿元,对应EPS分别为0.65、0.82和1.00元。当前股价对应2018-2020年分别为22.8、17.9和14.7倍。考虑到危废产能缺口巨大,且短期产能不易扩张,危废行业高景气度有望维持。当前危废市场集中度较低,我们认为公司作为危废龙头,市占率有望持续提高,首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示: 出现类似江西东江事件的合规经营风险; 产能投放不及预期。

财务摘要和估值指标

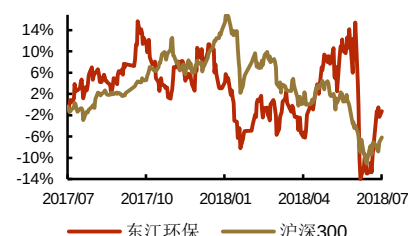
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2617	3,100	4,112	5,143	6,152
增长率(%)	8.9	18.4	32.6	25.1	19.6
净利润(百万元)	533.8	473	573	729	887
增长率(%)	60.5	-11.3	21.0	27.4	21.6
毛利率(%)	36.1	35.9	34.8	34.5	34.3
净利率(%)	20.4	15.3	13.9	14.2	14.4
ROE(%)	14.9	12.8	13.5	15.1	15.7
EPS(摊薄/元)	0.60	0.53	0.65	0.82	1.00
P/E(倍)	24.48	27.6	22.8	17.9	14.7
P/B(倍)	3.97	3.5	3.1	2.7	2.4

推荐(首次评级)

市场数据 **时间 2018.07.23**

收盘价(元):	14.73
一年最低/最高(元):	12.51/17.69
总股本(亿股):	6.87
总市值(亿元):	101.19
流通股本(亿股):	6.51
流通市值(亿元):	95.87
近3月换手率:	68.41%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.33	10.62	1.69
绝对	-10.64	4.23	-3.75

相关报告

投资要件

关键假设

1. 假设 2018 年东江环保危废总产能达 220 万吨（其中无害化产能达 110 万吨），并假设 2020 年，公司危废总产能达 350 万吨，2019-2020 年产能线性增加；
2. 假设 2017-2020 年，无害化产能占比分别为 50%、50%、52%、55%；
3. 假设危废产能利用率恒定，且无害化营收与无害化产能成正比，资源化营收与资源化产能成正比。

我们区别于市场的观点

1. 行业方面，市场认为技术及资金对危废行业至关重要。我们认为，短期而言，具有“技术、经验”优势的危废企业更易取得政府危废资质许可，具有资质及规模优势的企业更易获得企业客户的认可与支持，而具有资金优势的企业更易外延并购危废企业扩张做大。长期而言，运营优势为危废企业核心竞争力，随着未来竞争白热化及危废行业洗牌，运营优势突出的企业（如东江环保）危废处置成本更低，盈利能力更佳，将成为行业整合的领导者。

2. 市场认为，水泥窑协同处置工艺快速发展，将大幅冲击危废行业市场。我们认为，“海螺创业和东江环保”在差异化市场都能满足各自需求，技术及市场互补性较强：1）“水泥窑协同处置”主要处理定价较低、对水泥品质不产生影响的市政污泥；2）东江环保填埋场主要处理定价高且处理难度高的危废。根据双方《战略合作协议》，东江环保还将受益于“快速成长的水泥窑协同处置技术”

3. 市场担忧危废行业毛利率快速下降。我们认为，由于危废产能投放周期较长（3-5 年），短期内产能紧俏难以缓解。且东江环保无害化占比持续提升，整体毛利率有望维持。

股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于业绩高速增长，从而消化估值。此外，随着中央环保督查常态化，危废行业景气度有望上扬，或将催化公司估值上扬。

估值与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 5.73、7.29、8.87 亿元，对应 EPS 分别为 0.65、0.82 和 1.00 元。当前股价对应 2018-2020 年分别为 22.8、17.9 和 14.7 倍。考虑到危废产能缺口巨大，且短期产能不易扩张，危废行业高景气度有望维持。当前危废市场集中度较低，我们认为公司作为危废龙头，市占率有望持续提高，首次覆盖给予“推荐”评级。

投资风险

曾有媒体报道质疑江西东江在生产运营中不符合环保规定的情形。江西东江于 2018 年 7 月 13 日收到江西省丰城市环保局下发的《行政处罚决定书》及《关于江西东江环保技术有限公司申请恢复生产的复函》，认定江西东江二燃室温度存在低于环评要求的 ≥ 1100 度的要求，存在不正常运行污染防治设施的情形，并对公司作出罚款五十万元的行政处罚。且在现场核查相关整改，原则上同意江西东江恢复生产。出于对环保局等政府部门公信力以及上市公司合规信披的信赖，我们虽然据

此认为该事项短期冲击或将消退，东江环保其他子公司出现类似情形的概率较低。**但出于审慎性考虑，在此仍提醒投资者注意类似合规经营风险。**

一般，对于高毛利率且处于快速成长阶段的行业而言，出于对市场规模快速占领的考虑，在合规经营方面往往重视不够，经营各方面难以兼顾，这也是成长的烦恼。但须知，现今环保政策雷厉风行，危废行业由于经营特殊性，监管势必严上加严，“合法合规经营”亦是运营能力的重要组成部分，成为危废行业核心竞争力之一。虽然本次风波事项对“东江环保的处罚及整体业绩”影响较小，但一定程度上，仍造成了政府部门及公众对其的信任危机，如在公司项目审核及后续监督上，采取更加严格审慎的态度。类似食品、医药等强监管的行业，“早日曝光问题”总比“掩盖问题并埋下更大危机”要好，行业在强监管中逐步走向有序，经营风险也逐步消退。除东江环保之外，我们并不排除“其他同类危废处置企业具有类似现象”的可能性。但通常，“大型、龙头企业”由于资金优势、规模优势，在合规经营及内部监管方面更具优势，也更容易获得公众及政府的信赖，这也是在强监管行业，龙头企业往往能生存更好、市占率持续提升的原因（如乳制品三聚氰胺事件中的伊利、肉制品瘦肉精事件的双汇，均在风波事件平息后，重获并强化公众信任）。

环保事业事关子孙后代，危废行业重要不言而喻，我们呼吁各类工业产废企业严格遵从环保法规、危废处置企业强化合规经营及内部监督、监管部门持续加强监管力度、社会公众及媒体部门有效监督，共同打造天更难、水更清的美丽中国。

其他投资风险：公司危废产能投放不及预期；危废行业景气度不及预期风险。

目 录

1、 公司概况：盈利能力突出的中国危废行业龙头	6
1.1、 公司简介：中国危废行业龙头企业	6
1.2、 业务简介：环境治理及环境服务协同发展	8
1.3、 业绩表现：盈利能力强，危废业务驱动业绩高速增长	10
1.4、 江西东江环保风波：成长的烦恼，倒逼企业强化合规经营	11
2、 业务概览：2018 危废投放产能大幅增加，环境治理及服务协同发展	13
2.1、 环境治理：2018 年危废投放产能大幅增加，盈利能力将持续	13
2.2、 环境服务：打造危废 EPC 总包能力，环保工程及服务增速较快	17
3、 行业大势：行业壁垒高，产能紧俏短期难环节，终处理议价能力强	18
3.1、 政策高压下，危废景气度较高，地方政府大力支持	18
3.2、 中国危废占全球比例偏低，2015 年潜在危废产量 8576 万吨	18
3.3、 根据中国危废固废比例，2015 年中国工业危废产量 8497.71 万吨	19
3.4、 技术、资质、资金、行业经验壁垒较高，短期产能不易扩张	20
3.5、 危废实际产能远低于危废核准产能	21
3.6、 危废市场呈现“小、散、弱”的竞争格局	22
3.7、 危废议价能力强，收益水平较高	26
4、 竞争优势：危废实力突出，股东背景雄厚，市占率将持续提升	28
4.1、 技术、运营、规模、资质、资金优势明显，市占率将持续提升	28
4.2、 战略携手海螺创业，布局水泥窑协同处置	29
4.3、 广晟公司入主，东江环保加速危废项目跑马圈地进程	31
5、 核心假设	31
6、 投资建议	32
7、 风险揭示	33
附：财务预测摘要	34

图表目录

图 1： 东江环保的发展历程	6
图 2： 东江环保的产品及服务布局	6
图 3： 东江环保资质荣誉众多	7
图 4： 东江环保业务开拓情况	8
图 5： 2017 年，东江环保客户数量同比增长 40%	8
图 6： 东江环保的业务架构	8
图 7： 东江环保的主要业务构成	9
图 8： 2013-2017 年，东江环保营收及扣非净利润	10
图 9： 2017 年，东江环保的毛利占比情况（%）	10
图 10： 2013-2017 年，东江环保盈利能力走势	11
图 11： 2013-2017 年，东江环保各业务毛利率走势	11
图 12： 东江环保铸造以废物资源化为核心的全能固废处理服务平台	13
图 13： 危险废物产业链图	14
图 14： 东江环保的危废产资质能覆盖区域	14
图 15： 2017 年底，危废资质约 160 万吨/年	15
图 16： 2017 年，东江环保危废项目建设情况	15
图 17： 近年来东江环保的危废产能资质情况	16
图 18： 东江环保的危废资源化业务的营收及毛利	17

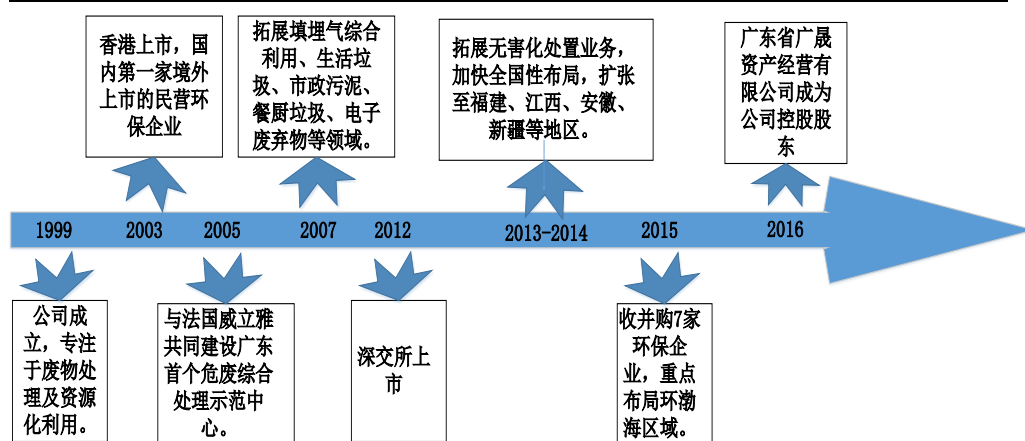
图 19: 东江环保的危废无害化业务的营收及毛利	17
图 20: 2006-2015 年, 中国工业危废产生量	19
图 21: 2006-2015 年, 中国实际工业危废产量预测	19
图 22: 各国危废占固废的比例	19
图 23: 中国危废固废的历史比值情况	19
图 24: 2013-2016 年危废的核准经营规模	22
图 25: 2006-2016 年危险废物实际经营规模情况	22
图 26: 大中城市的平均危废核准利用处置规模	23
图 27: 2015 年, 中美危废企业的平均处置量对比	23
图 28: 2016 年, 中国危废处置前十大企业的产能情况	24
图 29: 美国危废焚烧市场的占比情况 (%)	25
图 30: 美国危废填埋市场的占比情况 (%)	25
图 31: 危废日处理量低于 50 吨的企业占 81%	25
图 32: 危废处理种类低于 5 种的企业占 88%	25
图 33: 东江环保的毛利率及净利率维持在高位	26
图 34: 光大绿色环保的危废处置毛利率较高	26
图 35: Clean Harbors 危废业务毛利率约 30%	26
图 36: 东江环保具备较强技术、运营、规模、资质、资金优势, 市占率将提升	29
图 37: 2020 年, 海螺创业固废危废规划至 300 万吨/年	29
图 38: 2020 年, 海螺创业垃圾发电规划至 280 万吨/年	29
图 39: 广晟公司入主, 东江环保加速危废项目跑马圈地进程	31
表 1: 东江环保预计 2018 年建成的危废项目统计	16
表 2: 山东、浙江、内蒙古、江苏、广东等危废核准规模的分布情况	22
表 3: 已出台的“各省市危废十三五规划”一览	27
表 4: 海螺创业水泥窑协同处置技术的优势	30
表 5: 东江环保的危废无害化及资源化的产能投放及营收情况预测	32
表 6: 东江环保各项业务营收收入预测表	32

1、公司概况：盈利能力突出的中国危废行业龙头

1.1、公司简介：中国危废行业龙头企业

打造以危废为基础的中国领先的一站式综合环保服务提供商：东江环保（002672.SZ）创立于1999年，最初主业为收集和利用工业废物生产资源化产品。2005年，公司与法国威立雅共同设立东江威立雅，并在惠州投资建设广东省首家综合性危废示范中心，**目前已经发展成为中国危废行业龙头企业**。2006年，投资建设深圳首个填埋气综合利用项目，开拓市政废物处理业务，逐步建立起从末端治理到循环利用的市政废物处理完整产业链。2016年，公司出售协同性较弱的废弃电器电子拆解业务，回收款项进一步聚焦于危废主业。未来，东江环保将重点推进废物资源化和无害化工艺协同处理，以技术创新推动产业转型升级，以专业管理提升服务水平，以资本运作提速规模扩张，**最终将东江环保打造成“以技术创新为导向，以危废为基础的中国领先的一站式综合环保服务提供商”。**

图1：东江环保的发展历程



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司致力于工业和市政废物的资源化利用与无害化处理，配套发展水治理、环境工程、环境检测等业务，构建完整产业链，铸造废物资源化为核心的多层次环保服务平台，为企业的不同发展阶段定制和提供一站式环保服务，并可为城市废物管理提供整体解决方案。

图2：东江环保的产品及服务布局

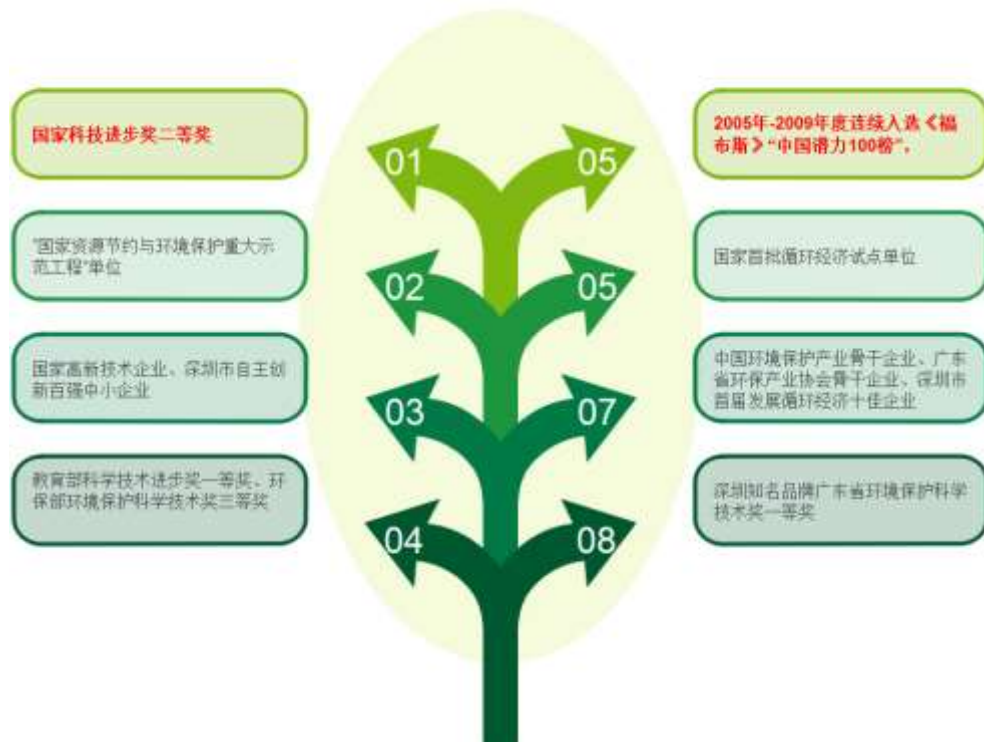


资料来源：公司官网、新时代证券研究所

研发投入力度大，技术实力突出：公司持续强化技术积累，与法国威立雅、美国华瑞、美国西屋、马来西亚 Eco-nat 公司等多家国外知名企业，及中科院过程研究所、清华大学、中科院广州能源研究所、中科院生态环境研究中心等国内研究院所开展广泛技术合作交流。2017 年，公司持续加大研发投入，全年投入 1.6 亿元（同比+23%）。2017 年底，东江环保已授权专利达 168 项（其中发明专利 38 项）。作为行业领跑者，凭借领先的技术优势和资深的行业经验，东江环保 2005 年-2009 年度连续入选《福布斯》“中国潜力 100 榜”，2016 年获国家科学技术进步二等奖。

图3： 东江环保资质荣誉众多

东江环保的资质荣誉



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

客户由珠三角辐射全国，客户数量 2017 年同比大增 40%：东江环保下设 70 余家分子公司，逐步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及市政废物无害化处理及资源化利用为核心的产业布局。业务遍及全国 30 余城市，20 余个行业。公司持续优化运营管理，已基本建成以满足客户需求为导向的市场管理体系，从而强化市场开拓，并增强用户粘性。2017 年，客户数量突破 2 万家，相比大幅增长约 40%。

图4： 东江环保业务开拓情况



资料来源：东江环保公司官网，新时代证券研究所

图5： 2017 年，东江环保客户数量同比增长 40%



资料来源：东江环保公司官网，新时代证券研究所

1.2、业务简介：环境治理及环境服务协同发展

公司主要业务包括：工业废物处理、市政固废处理、环保工程服务及增值性服务。

图6： 东江环保的业务架构

业务架构



资料来源：公司官网（投资者关系中的东江环保 2017 年中期业绩推介 PPT），新时代证券研究所

- ✓ **工业废物处理：**包括工业废物（危废）的处理处置和资源化利用，主要是通过化学、物理和生物等手段对工业企业产生的有毒有害的废液、污泥及废渣等废物进行减量化处理和无害化处置，并将废物中具有再利用价值的物质转化为资源化产品。2017 年底，公司危废处置能力逾 160 万吨/年。
- ✓ **市政固废处理：**包括市政废物的处理处置和再生能源利用，主要是：1）对城市生活垃圾进行清运和卫生填埋以及生活垃圾填埋渗滤液进行处理达标排放；2）对市政污水处理过程中产生的污泥进行稳定化/固化改性填埋；3）对建筑废弃物和餐厨垃圾进行处理及综合利用；4）利用生活垃圾填埋场所产生的填埋气进行发电。2017 年底，公司市政固废能力~210 万吨/年。
- ✓ **环境工程及服务：**包括环境工程及服务和其他，主要是提供环境保护设施工程的技术咨询、设计、建设、运营管理，以及环境影响评价和环境检测等。贸易及其他主要是购销本公司及其主要工业客户所需的辅助化工原料。

图7： 东江环保的主要业务构成

东江环保的主要业务构成

工业废物（危废）处理

将工业企业产生的有毒有害的废液、污泥及废渣等废物进行减量化处理和无害化处置，并将废物中具有再利用价值的物质转化为资源化产品。



市政固废处理

对生活垃圾进行清运和卫生填埋以及处理垃圾填埋渗滤液；对市政污水污泥进行稳定化/固化改性填埋；对建筑废弃物和餐厨垃圾进行处理及综合利用；利用垃圾填埋填埋气进行发电。

环境工程与服务

提供环境保护设施工程的技术咨询、设计、建设、运营管理，以及环境影响评价和环境检测等。

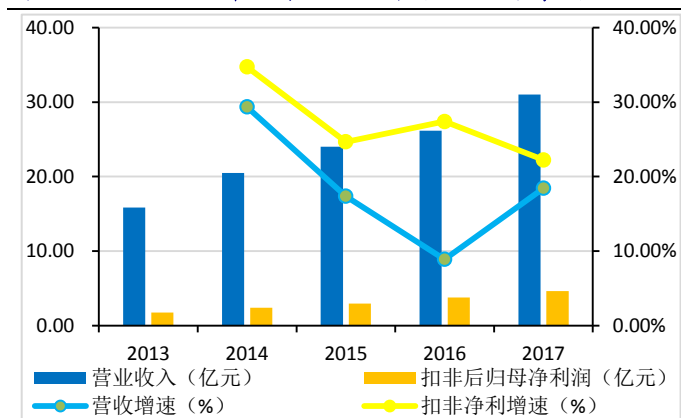
资料来源：公司官网、新时代证券研究所

1.3、业绩表现：盈利能力强，危废业务驱动业绩高速增长

危废业务驱动公司业绩高速增长：在国家环境整治力度持续加码背景下，公司坚持聚焦危废主业，业绩持续高速增长。2013-2017年，东江环保营收、扣非后归母净利润的年复合增长率分别高达18.30%、27.24%。2017年，公司实现营收31.02亿元，同比增长18.44%；实现扣非归母净利润4.64亿元，同比增长22.23%。其中，危废处理处置及废物资源化利用合计营收占比75%，同比增长43.7%，驱动业绩高速增长。

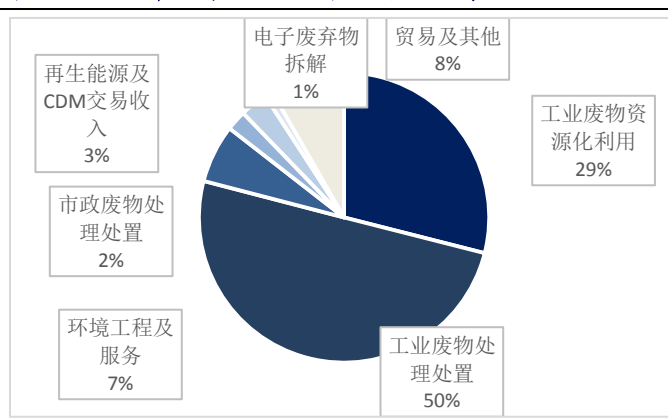
分业务而言，2017年毛利结构中：工业废物处理处置业务实现毛利5.57亿元（毛利占比50%）、工业废物资源化利用业务实现毛利3.22亿元（毛利占比29%），工业危废业务毛利占比达79%，为公司业绩最主要来源。

图8：2013-2017年，东江环保营收及扣非净利润



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图9：2017年，东江环保的毛利占比情况 (%)



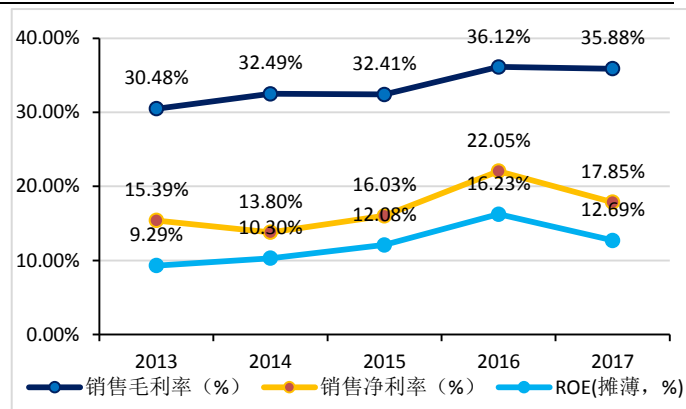
资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

行业景气度高，高盈利能力短期有望保持：受益于危废行业高景气度，2013-2017年，东江环保的销售毛利率在31%-36%、净利率在14%-22%、权益净利率（ROE）在9%-16%，盈利能力较强。由于持续聚焦于高毛利率的危废业务，近年来公司毛利率、净利率、ROE总体呈现上扬走势。

分业务来看：1）工业废物（危废）处理处置业务毛利率从2013年的57.42%

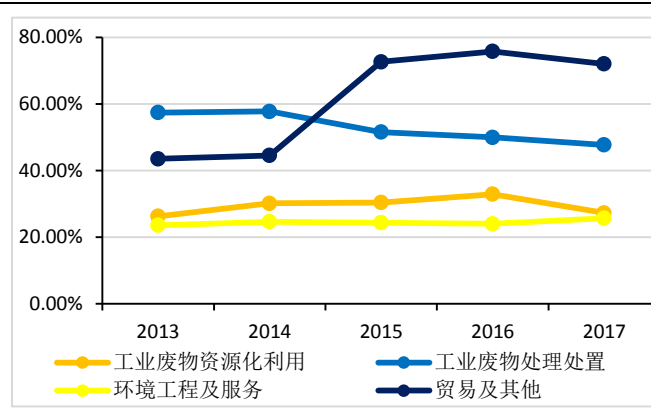
轻微下滑至 2017 年 47.74%，毛利率仍维持在高位。由于危废行业存在较高的资质、技术、经验、资金壁垒，新建产能投放难度大、产能投放时间长（3-5 年之间），因此，我们认为短期内，危废行业景气度仍较高，东江环保危废处置毛利率不存在大幅下滑的风险。2）2013-2017 年，工业废物（危废）资源化利用业务毛利率在 23.61%-32% 之间，位处合理毛利率空间，盈利能力有望持续。

图10： 2013-2017 年，东江环保盈利能力走势



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图11： 2013-2017 年，东江环保各业务毛利率走势



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

1.4、江西东江环保风波：成长的烦恼，倒逼企业强化合规经营

江西东江的环保风波事项经过：根据东江环保公告，2018 年 6 月 25 日，有媒体报道质疑：（1）东江环保控股子公司江西东江在夜间部分运作时间危废燃烧温度低于环评要求；（2）一氧化碳等部分排放气体浓度超标，甚至还通过旁路排放；（3）在线监测系统中，操作员可以打开参数设置，对监测废气的各种参数如量程、斜率等进行修改；（4）公司被要求停产整治，主要责任人被刑事拘留。2018 年 6 月 25 日晚，江西东江收到江西省丰城市环保局下发的《行政处罚事先（听证）告知书》，内容为：你公司二燃室温度经常低于环评要求的 ≥ 1100 度的要求，存在不正常运行污染防治设施的情形。根据《中华人民共和国大气污染防治法》相关规定，对你公司作出罚款五十万元的行政处罚。

2018 年 7 月 16 号，东江环保发布进展公告，江西东江于 2018 年 7 月 13 日收到江西省丰城市环保局下发的《行政处罚决定书》及《关于江西东江环保技术有限公司申请恢复生产的复函》：

- ✓ 《决定书》主要内容为：你公司二燃室温度存在低于环评要求的 ≥ 1100 度的要求，存在不正常运行污染防治设施的情形。根据《中华人民共和国大气污染防治法》相关规定，对你公司作出罚款五十万元的行政处罚。
- ✓ 《复函》主要内容为：核查结果表明，你公司已基本按照我局 2018 年 5 月 28 日下达的《责令改正违法行为决定书》要求完成相关整改。根据现场核查意见，经我局研究决定，原则上同意你公司恢复生产。

江西东江的风波事项影响范围：根据东江环保 2018 年 6 月 27 日对深交所中小板《关于对东江环保股份有限公司的关注函》的回复：

深交所关注函问询（1）：全面说明你公司及各子公司的排污信息和环境监测方案执行情况，包括但不限于对污染物的处理情况、对监测废弃的各种参数如量程、斜率等参数测量及监控情况，是否存在猫鼠同盟的问题。

东江环保回复摘要：1）**在线监测：**东江环保各危废处理子公司均安装了在线

监测系统，并与当地环保部门联网，接受环保监管部门的监督及审查。浙江地区的单位在线监测系统完全交给政府部门管理，企业无进入在线监测房权限，维保工作也由当地政府单位管理。其他危废处理子公司的在线监测系统均交由独立的第三方维保单位运维，公司各危废处理子公司仅有查询数据的权限。对于系统的相关信息、比对资料上报当地环保部门备案，企业无进入系统操作界面的权限，亦无权对监测废气的各种参数如量程、斜率等参数进行修改。

2) 自行监测(委托监测)方面：东江环保各危废处理子公司通过委托独立第三方实施监测工作，即委托监测。目前，各单位委托监测的数据均为合格，具体可查询各省市重点污染源自行监控信息发布平台或东江环保网站。

3) 监督性监测方面：对于东江环保各危废处理子公司，当地环保部门均会按法规定期对各单位(各单位频率不一)的废水废气排放进行监督性取样检测，并公布于相关环保部门网站。2018年至今，各危废处理子公司监督监测的结果均为合格。综上，东江环保各危废处理子公司严格按照环保监管要求在排污许可范围内进行达标排放，同时受到环保监管部门及社会公众的监督。在线监测对公司污染物排放情况进行实时监测及审查；同时自行监测(委托监测)与政府的监督性监测结果均公布于当地环保部门网站，接受公众的监督。公司各危废处理子公司与独立第三方监测机构权限明确，各危废处理子公司仅有查询数据的权限，亦无权对监测设备的各种参数如量程、斜率等参数进行修改，并按要求向监管部门备案及随时接受审查，不存在猫鼠同盟的情形。

深交所关注函问询(2)：媒体报道，江西丰城市已经要求涉事企业停产整治，包括企业法人在内多名责任人被江西省丰城市公安局刑事拘留。请说明你公司及各子公司停产整改的范围、时间，相关人员刑事拘留情况及对生产经营的影响，自查是否存在本所《股票上市规则(2018修订)》13.3.1条第(一)项规定的导致股票交易被实行其他风险警示的情形。

东江环保回复摘要：公司管理层经过审慎评估，认为上述事项未产生重大环保污染问题，江西东江对焚烧车间进行停产检修，填埋物化等其他业务正常运营，停产时间较短。此后相关责任人已取保候审，江西东江经过检修整改后已经当地环保部门批准于2018年6月7日进行试生产，公司认为该事项对江西东江生产经营不会产生重大影响。对于媒体报道中关于通过旁路未经处理排放及自行修改数据等问题，公司经初步自查后，认为江西东江不存在烟气未经处理排放及篡改监测设备数据的行为，公司将配合监管部门依据事实取证，还原事实的真相。

经核查，公司及其他子公司目前经营正常，未出现因环保问题被监管部门要求停产整改及相关人员被刑事拘留的情形。公司对上述事项高度重视，并要求生产基地内部开展自查自纠活动，并以此为例向全国各分子公司进行环保合规经营的宣讲及培训，要求各分子公司严格遵守相关法律法规，确保经营稳定、安全生产和环保达标，切实履行环境保护责任，以进一步提升整个公司的环保合规经营的管理水平。公司根据上述自查情况认为：根据目前情况公司不存在《股票上市规则》第13.3.1条第(一)项条款规定的导致股票交易被实行其他风险警示的情形。

新时达证券环保组观点：由于江西东江于2018年7月13日收到江西省丰城市环保局下发的《行政处罚决定书》及《关于江西东江环保技术有限公司申请恢复生产的复函》，处理结果表明江西省丰城市环保局已经对江西东江相关设施进行过充分核查及责成整改，而最终处罚事项也仅限于“公司二燃室温度存在低于环评要求的 ≥ 1100 度的要求，存在不正常运行污染防治设施的情形”，并未涉及“在线监测系统中，操作员可以打开参数设置，对监测废气的各种参数如量程、斜率等进行修改”等更为严重情形。出于对环保局等政府部门公信力的信赖，我们认为该事项短期冲击或将消退。

另一方面，根据东江环保对深交所中小板《关于对东江环保股份有限公司的关注函》的回复，各危废处理子公司仅有查询数据的权限，亦无权对监测设备的各种参数如量程、斜率等参数进行修改，并需按要求向监管部门备案及随时接受审查，不存在猫鼠同盟的情形。公司及其他子公司目前经营正常，未出现因环保问题被监管部门要求停产整改及相关人员被刑事拘留的情形。根据目前情况公司不存在《股票上市规则》第 13.3.1 第（一）项条款规定的导致股票交易被实行其他风险警示的情形。出于对上市公司信息披露制度的信赖，东江环保其他子公司出现类似情形的概率较低。

一般，对于高毛利率且处于快速成长阶段的行业而言，出于对市场规模快速占领的考虑，在合规经营方面往往重视不够，经营各方面难以兼顾，这也是成长的烦恼。但须知，现今环保政策雷厉风行，危废行业由于经营特殊性，监管势必严上加严，“合法合规经营”亦是运营能力的重要组成部分，成为危废行业核心竞争力之一。虽然本次风波事项对“东江环保的处罚及整体业绩”影响较小，但一定程度上，仍造成了政府部门及公众对其的信任危机，如在公司项目审核及后续监督上，采取更加严格审慎的态度。类似食品、医药等强监管的行业，“早日曝光问题”总比“掩藏问题并埋下更大危机”要好，行业在强监管中逐步走向有序，经营风险也逐步消退。除东江环保之外，我们并不排除“其他同类危废处置企业具有类似现象”的可能性。但通常，“大型、龙头企业”由于资金优势、规模优势，在合规经营及内部监管方面更具优势，也更容易获得公众及政府的信赖，这也是在强监管行业，龙头企业往往能生存更好、市占率持续提升的原因（如乳制品三聚氰胺事件中的伊利、肉制品瘦肉精事件的双汇，均在风波事件平息后，重获并强化公众信任）。

环保事业事关子孙后代，危废行业重要不言而喻，我们呼吁各类工业产废企业严格遵从环保法规、危废处置企业强化合规经营及内部监督、监管部门持续加强监管力度、社会公众及媒体部门有效监督，共同打造天更难、水更清的美丽中国。

2、业务概览：2018 危废投放产能大幅增加，环境治理及服务

协同发展

2.1、环境治理：2018 年危废投放产能大幅增加，盈利能力将持续

铸造以废物资源化为核心的全能固废处理服务平台：东江环保成立伊始即专注工业危废资源化业务，2005 年，公司与法国威立雅共同投资建设广东省首家综合性危废示范中心。公司持续专注于工业废物（危废）处理，业务涉及“废物收集及运输、废物鉴别、工业废物资源化利用业务、工业废物处理处置业务”等完整产业链，铸造以废物资源化为核心的全能固废处理服务平台。

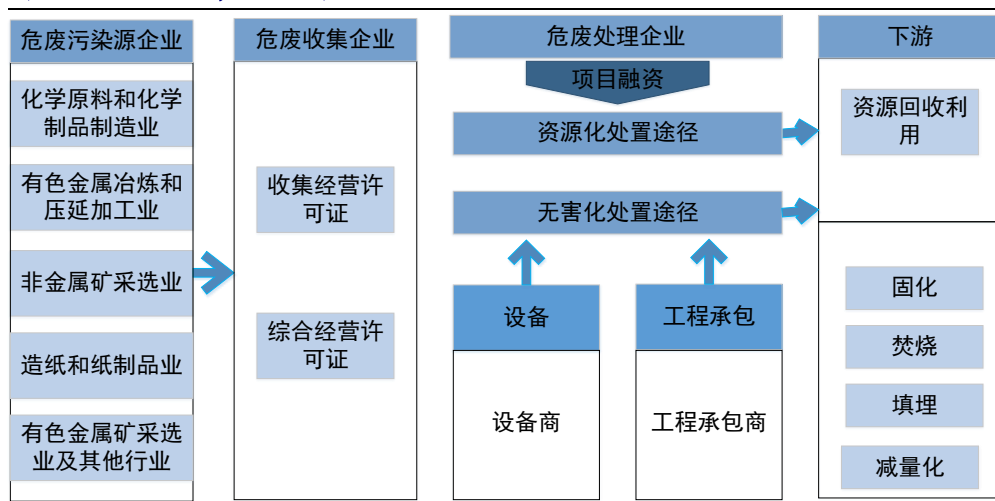
图12：东江环保铸造以废物资源化为核心的全能固废处理服务平台



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

东江环保危废资质较为齐全，覆盖地区较广：根据《危险废物经营许可证管理办法》，从事危险废物收集、贮存、处置经营活动的单位，领取危险废物经营许可证。目前，东江环保拥有 2016 年新版国家危险废物名录中 46 大类中的 44 大类危险废物运营资质（国内仅次于威立雅中国），处理种类达 200 余种，旗下拥有 70 余家公司，服务的客户 2 万余家。

图 13： 危险废物产业链图



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

根据《第一次全国污染源普查公报》，固废处理领域，浙江、广东、江苏、山东和河北是我国工业污染源最集中的 5 大地区，工业污染源数量约占全国的 60%。由于国家对固废实行“就近式、集中式”管理原则，固废处理区域性较强。2017 年，公司积极推广市场业务模式，将广东区域的成熟经验复制到华东、湖北、江西、华北等多个区域，逐步形成了覆盖泛珠三角、长三角及中西部地区的以工业及市政废物无害化处理及资源化利用为核心的产业布局。从而，充分挖掘各地区市场潜力，发挥地区产能协同作用。

图 14： 东江环保的危废产资质能覆盖区域



资料来源：2017 年东江环保年报，新时代证券研究所

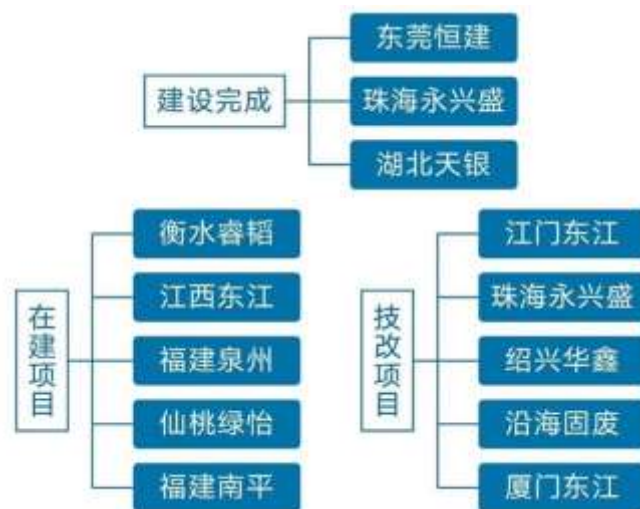
2017 年底，东江环保危废资质总量达到 160 万吨/年：公司建有物理化学处理、生物处理、焚烧热处理、安全填埋等相关处理手段的多个危险废物处理基地（包括深圳宝安东江资源化处理基地、龙岗废物处理中心、惠州废物处理基地、广东省危险废物综合处理示范中心、粤北固体废物中和处理中心、昆山废物处理中心等），通过不同技术路线的组合对复杂多样的危险废物进行无害化处理及最终处置。**2017 年，公司建设完成湖北天银、珠海永兴盛、东莞恒建等重点危废项目。截至 2017 年底，东江环保危废资质总量达到 160 万吨/年，其中无害化占比超过一半。**

图15： 2017 年底，危废资质约 160 万吨/年

图16： 2017 年，东江环保危废项目建设情况



资料来源：2017 年东江环保年报，新时代证券研究所



资料来源：2017 年东江环保年报，新时代证券研究所

围绕危废核心领域，开拓优质项目：公司聚焦竞争优势显著的危险废物处置业务，通过“内生式增长+外延式扩张”加大危废处置能力建设。由于危废经营许可证审批周期较长，从申请到落地投产一般 3-5 年（最快也需 2-3 年），但改扩建危废项目周期在 1 年左右，因此收购后改扩建成为扩大危废产能的重要途径。2017 年，公司收购佛山富龙环保、河北曹妃甸、莞丰业环保项目等优质项目的股权，签约四

川绵阳危废处置项目，这些项目建成后合计能够新增资质质量 51 万吨。2017 年，公司还推动江西东江、衡水睿韬、潍坊蓝海、仙桃绿怡、福建泉州及南平等项目建设。其次，完成江门东江、珠海永兴盛等技改优化及扩充资质项目，并启动绍兴华鑫、沿海固废、厦门东江等技改扩建项目。

资质产能增长明显，产能结构持续优化。2018 年公司将继续聚焦危废主业。根据东江环保 2017 年中期业绩推介 PPT 披露：2018 年，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）、泉州 PPP 项目（约 9 万吨处/年危废处置项目）将陆续投产。根据 2017 年业绩说明会，2018 年，东江环保将落实新增危废处置量约 70 万吨（大部分为无害化资质），目标危废总资质质量为 220 万吨（同比+37.5%），其中 110 万吨为无害化资质，高毛利率且稳定的无害化资质占比进一步提高，产能结构持续优化，将进一步强化公司的盈利能力，并稳定公司业绩。此外，公司将力争在 2020 年使得危废资质质量达到 350 万吨/年，远期危废资质质量达到 500 万吨/年。

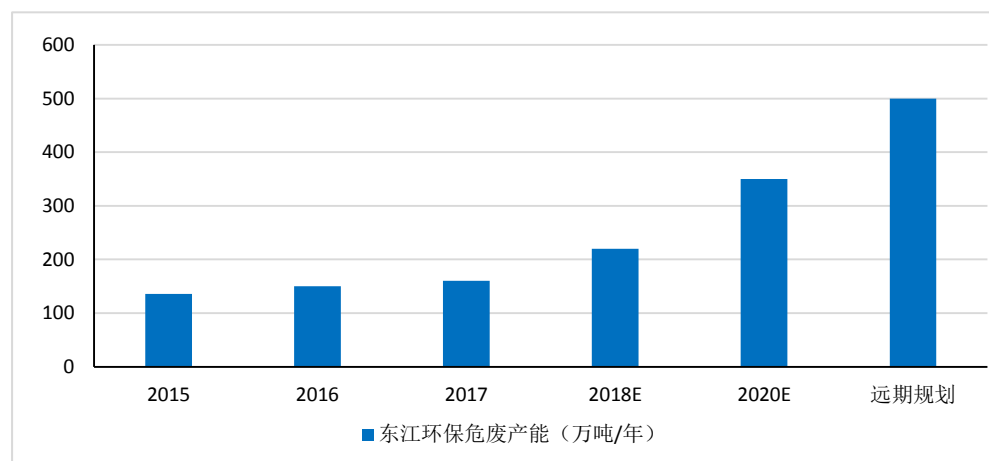
表1：东江环保预计 2018 年建成的危废项目统计

东江环保待投产危废项目	项目产能情况
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
泉州 PPP 项目	约 9 万吨处/年危废处置项目
合计	新增资质 65 万吨/年

资料来源：公司官网（东江环保 2017 年中期业绩推介 PPT），新时代证券研究所

公司及时把握行业发展趋势，分别与海螺创业、韩国德山实业签署战略合作协议，充分发挥自身优势、积极联合各方资源，为公司后续可持续发展打下了良好基础：**1）海螺创业：**海螺创业“水泥窑协同处置”主要处理定价较低、对水泥品质不产生影响的市政污泥。东江环保填埋场主要处理定价高且处理难度高的危废；双方先以广东省为试点，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，**东江环保将受益于“快速成长的水泥窑协同处置技术”**。**2）韩国德山：**主要针对光电产业新型废物处理技术。此类废物产出品种新，合作主要围绕有机溶剂提炼。韩国德山是三星的环保商与原料供应商，合作可以填补我国在相关领域技术空白，快速突破公司溶剂提炼的技术障碍，提升产能。

图17：近年来东江环保的危废产能资质情况

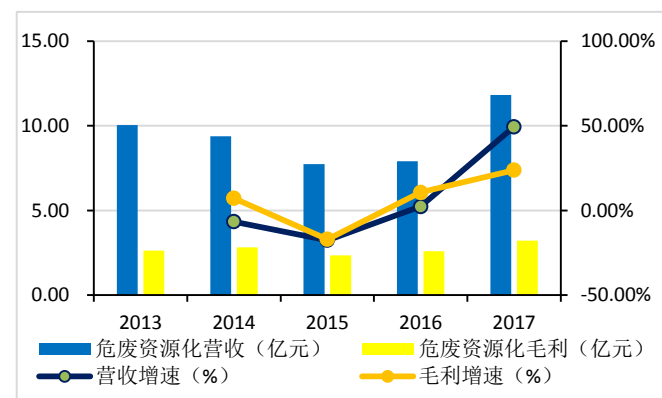


资料来源：历年公司年报及公司业绩发布会，新时代证券研究所

近年来，公司无害化业务毛利显著提高：2017 年底，东江环保危废资质总量达到 160 万吨/年，其中无害化占比超过一半。

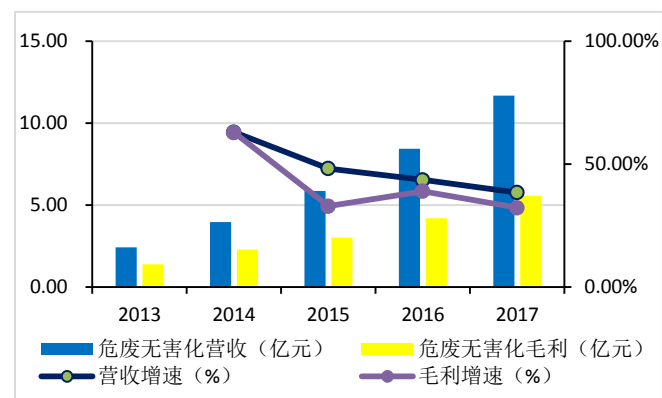
- ✓ **无害化业务：**2017 年，公司无害化实际处理量是 47 万吨，总体产能利用率 64%：1）填埋业务满负荷生产（除部分应急处理的需求）；2）焚烧业务的产能利用率超过 90%，利用率相当高；3）物化业务产能利用率 47%，主要系部分前期产能规划与市场实际需求错配，及投产前期产能爬坡阶段。2017 年，公司无害化业务实现营收 11.7 亿元（同比+38.4%），客户数量突破两万家（同比+40%），平均价格也有一定增长（增长约 8%）。
- ✓ **资源化业务：**由于市场需求回暖、金属价格上升，公司资源化产品销量、价格均有所提高。2017 年，资源化业务实现营收 11.8 亿元，同比增长 49.3%。

图18：东江环保的危废资源化业务的营收及毛利



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图19：东江环保的危废无害化业务的营收及毛利



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

毛利率变动分析：由于新增产能爬坡、现有产能技术改造、原料及用工成本上涨，2017 年，公司危废资源化毛利率为 27.28%，比上年下降 5.64 个百分点；无害化业务毛利率为 47.74%，比上年下降 2.24 个百分点。但通过持续的结构调整（高毛利率的无害化业务占比进一步提高）、及预算管理的加强等，东江环保整体毛利率（35.88%）与 16 年毛利率（36.12%）持平。2018 年，公司进一步扩大公司的危废产能规模（尤其是无害化产能规模），避免资质设备闲置，提高产能利用率，并持续提高专业运营能力，预计 2018 年公司整体毛利率有望维持。

2.2、环境服务：打造危废 EPC 总包能力，环保工程及服务增速较快

市政固废与工业废物的协同发展：东江环保市政废物处理业务包括市政废物的

处理处置和再生能源利用，实现市政固废与工业废物的协同发展。

- ✓ **市政固废处理与处置：**市政固废处理与处置业务包括生活垃圾处理、市政污泥及河道淤泥处理、餐厨垃圾处理 and 建筑垃圾处理。目前建设运营的项目有邵阳市生活垃圾卫生填埋场（日处理生活垃圾 700 吨，特许经营协议 30 年）、深圳下坪固体废弃物填埋场（运营管理，日处理生活垃圾 4000 吨）、深圳下坪市政污泥处理厂（日处理污泥 1000 吨）、下坪餐厨垃圾处理厂。目前公司每年处理的市政固废量达 200 万吨。2017 年，市政废物处理处置实现营业收入 1.93 亿元，同比下降 36.89%，主要系福永污泥停运事项影响。
- ✓ **再生能源及 CDM：**再生能源和废物资源化综合利用领域，东江环保近年来累计投入 2.5 亿元用于生物质清洁能源项目的建设，先后投资建设下坪垃圾填埋气发电及 CDM 项目，青岛小涧西垃圾填埋气发电及 CDM 项目和深圳老虎坑垃圾填埋气发电及 CDM 项目，合肥市龙泉山生活垃圾填埋气发电工程项目及 CDM 项目、南昌麦园垃圾处理场填埋气发电项目及 CDM 项目；五个填埋气电厂的总装机容量达 24MW。

打造危废 EPC 总包能力，环保工程及服务增速较快：东江环保为客户提供环境保护设施工程的技术咨询、设计、建设、运营管理，以及环境影响评价和环境检测等一站式环保服务。目前公司已成功实施了百余项环境工程项目，全面掌握了各种行业的典型达标工艺。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品牌，为公司实施技术+服务的创新业务模式提供条件。2017 年公司环境工程及服务业务实现营收 2.80 亿元，增长 14.01%，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。

3、行业大势：行业壁垒高，产能紧俏短期难环节，终处理议价能力强

3.1、政策高压下，危废景气度较高，地方政府大力支持

危废环保督查日益严格，危废行为可涉及刑事犯罪：由于危废污染事件频发，2013 年最高法及最高检《关于办理环境污染刑事案件适用于若干问题的解释》规定，规定非法排放、倾倒、处理危废三吨以上，被认定为“严重环境污染”。规定明知他人无经营许可证或超出经营许可范围，向其提供或者委托其收集、贮存、利用、处理危险废物，严重污染环境的，以污染环境罪的共同犯罪论处。

近年来，固废领域分支“危险废物”成为环境违法案件的高发地带。据统计，自《两高司法解释》实施以来，2014 年、2015 年各级环保部门向公安机关移送涉嫌环境污染犯罪案件中，有 40% 涉及危险废物环境违法案件。考虑到“危废巨大危害性、技术复杂性”，危废监管将越来越严，危废处理成为环保绝对刚需领域。

3.2、中国危废占全球比例偏低，2015 年潜在危废产量 8576 万吨

2014 年中国工业产值占世界超过 22%。根据威立雅中国，目前全世界危废总产量在 4 亿吨左右，而 2014 年《中国环境统计年鉴》统计的中国危废产量仅为 0.36 亿吨，占全球危废比例不到 10%，与“占全球的工业产值比例”严重失衡。鉴于中国工业粗放化发展，工业固废及危废的占比理应更高，这预示着中国工业危废产

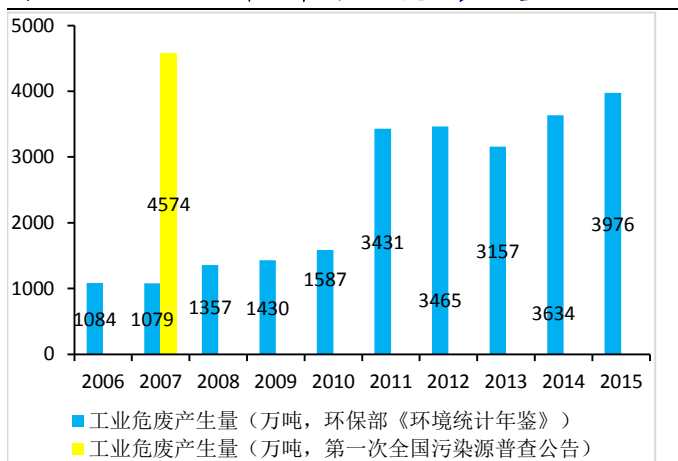
量存在低估的可能。

根据2007年环保部的《中国环境统计年鉴》，全国危险废物产生量1079万吨。但根据国务院《第一次全国污染源普查公报》，2007年，中国工业源中危险废物产生量4573.69万吨，《污染源普查公报》统计的危废产生量为《环境统计年鉴》产生量的4.24倍，统计差异巨大。

2007年环境统计年鉴统计时，环保部重点调查统计10万余家工业企业，但对其他非重点调查统计企业污染排放量仅按比率进行估算。国务院进行第一次全国污染源普查时，普查对象总数高达592.6万个，《污染源普查公报》统计数量远超过《环境统计年鉴》。环境统计年鉴统计时，部分中小企业和社会源产生的危险废物未包括在内，受调查企业易出现少报、瞒报情形。因此，我们认为《第一次全国污染源普查公报》统计危险废物数量更为接近真实情形。

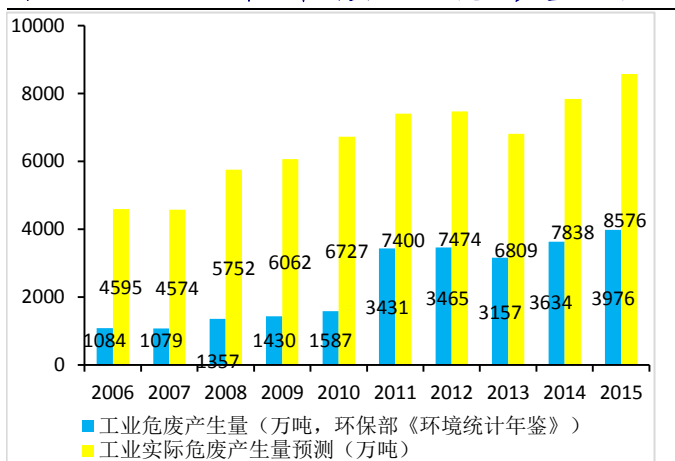
2007年，《污染源普查公报》统计的危废产生量为《环境统计年鉴》产生量的4.24倍。但《2011年环境统计年鉴》将危废统计口径从10千克以上调整至1千克以上，由此带来2011年统计的危废数量激增。我们假设，2011年危废产量实际增速为2006-2010年危废产量的年复合增速，将《污染源普查公报》于《环境统计年鉴》的危废产生量比例调整为2.16，并假设以后年份该比例维持不变。据此估测2015年中国实际工业危废产量为8576万吨。

图20: 2006-2015年，中国工业危废产生量



资料来源: 2006-2015年环境统计年报(环保部)、国务院《第一次全国污染源普查公报》，新时代证券研究所

图21: 2006-2015年，中国实际工业危废产量预测



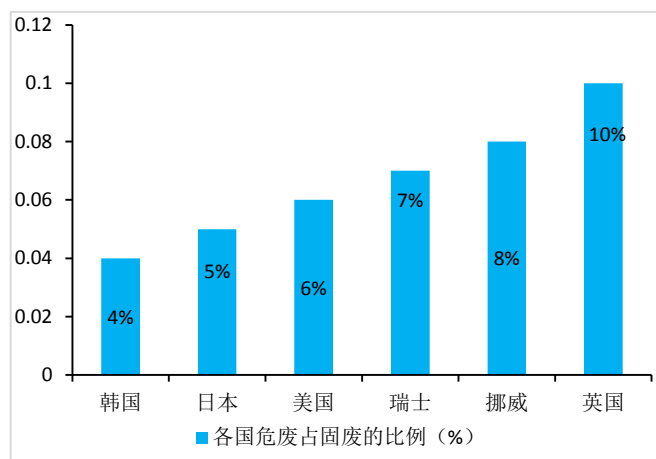
资料来源: 2015年环境统计年报(环保部)，新时代证券研究所

3.3、根据中国危废固废比例，2015年中国工业危废产量8497.71万吨

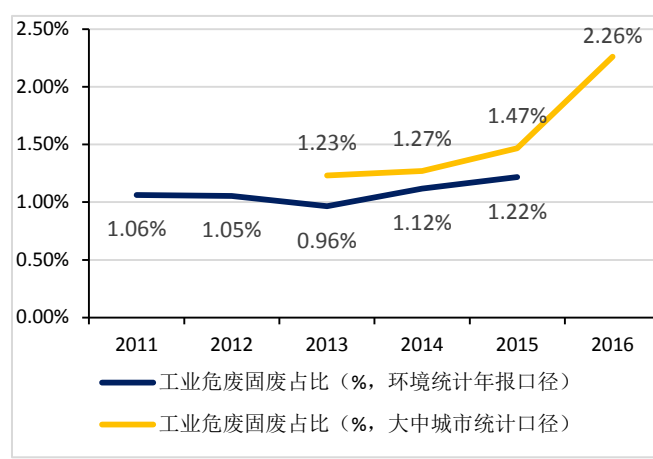
就一定时期、地域而言，由于国际分工及国内产业结构较为固定，因此工业危废占工业废物总量的比例较为稳定。以2014年为例，美、日、挪威、瑞士等危废固废占比均高于5%，韩国危废固废占比达4%，英国甚至高达10%。但由于处于工业化中期的中国产业结构，与后工业化阶段的发达国家产业结构差异很大。市场上在估测中国危废产量时，直接借鉴发达国家的危废固废占比，并估计比值在3%-4%左右。但实际上，2011-2015年，从诸多统计口径来看，中国的工业危废于固废比值均在1%左右。

图22: 各国危废占固废的比例

图23: 中国危废固废的历史比值情况



资料来源：北极星环保网（丁敏），新时代证券研究所



资料来源：历年环境统计年报（环保部），新时代证券研究所

3.4、技术、资质、资金、行业经验壁垒较高，短期产能不易扩张

危废处理行业存在较高的技术、经验、资质、资金壁垒。对于新进入者而言，技术、经验壁垒、资质壁垒（有无相关许可证）是最为关键的。对于现有竞争者，“齐全的危废许可证资质、低成本且便捷的融资渠道”才是快速扩张的关键。

- ✓ **技术壁垒：**危废种类高达 46 大类 479 种，且处理工艺繁杂，每种危废的最佳处理工艺不一。由于危废对环境、人体的危害性巨大，处理不当，将造成严重环境污染。政府在发放危废许可证时，要求危废处理技术达到一定水平。
- ✓ **行业经验：**对于不同种类、组分及含量的危废，经常需要根据实际需要，来调整危废处理工艺，需要积累较多的行业经验，从而形成学习效应，以选择最优的危废处理工艺，在保障安全处置前提下，尽可能降低危废处理成本。
- ✓ **资金实力：**危废处理为资金密集型行业，项目具有投资规模大、设备价格高、建设周期长等特点。新进企业需具备较强的资金实力以满足较大的资本性和成本性支出，资金实力是制约企业进入固废处理行业的重要因素之一。目前，填埋和焚烧处置的万吨投资普遍在 6000-8000 万元，建立一个 5 万吨的填埋或者焚烧厂，所需投资高达 3-4 亿元，并非一般企业所能承受，从而限制了危废产能扩张。
- ✓ **资质壁垒：**危险废物具有腐蚀性、毒性、易燃性、反应性或感染性。为防控公共危险，环保法规定，从事废物处理业务前需经政府部门的严格审批，只有拥有丰富的行业运营经验、良好环保和生产设施条件、先进技术支持雄厚的资金实力，同时符合国家危废“减量化、无害化、资源化”原则企业，才可能取得废物处理的行政许可资格。

根据《危险废物经营许可证管理办法》规定，在我国境内从事危险废物收集、贮存、处置经营活动的单位，应领取危险废物经营许可证。按经营方式，危险废物经营许可证分为危险废物收集、贮存、处置综合经营许可证和危险废物收集经营许可证。其中：**1) 收集经营许可证**，只能从事机动车维修活动中产生的废矿物油和居民日常生活中产生的废镉镍电池的危险废物收集经营活动。**2) 综合经营许可证：**可从事各类别危险废物的收集、贮存、处置经营活动。

改变危废经营方式、增加危废处理类别，新建或改扩建危废处理项目、经营危

废超过原批准规模 20% 的，均需要再次申请危废经营许可证。国家对危废经营许可证实行分级审批颁发，综合经营许可证一般由省级以上政府环保部门发放。而危废经营许可证从审批到获得资质并投产运营等待时长至少三年以上（4-5 年较为常见）。因此，无论是潜在进入者还是现有竞争者，其危废处理产能均较难扩大。

危废核心竞争力在于“行业经验能力及运营管理能力”。目前，危废行业具有较高的技术壁垒、行业经验壁垒、资金壁垒、资质壁垒。长期来看，终端处理能力可分为填埋、焚烧、物化、水泥窑等少数几大类，技术并非危废企业的核心竞争力，大部分公司基本可引进国际先进设备，或使用国内高校的成熟技术。国内经济下行背景下，危废景气度较高，资本争相通过并购或新建等方式进入，资金亦不构成核心竞争力；国家努力简化危废审批程序：1) 根据 2013 年国务院《关于取消和下放一行政审批项目的决定》，由环保部负责的危险废物经营许可证审批事项已下放至省级环保部门；2) 2016 年 10 月，环保部修改《危险废物经营单位审查和许可指南》部分条款，进一步简化危废项目的审批程序，并降低新建危废项目颁发许可证的条件。此外，危废企业可通过并购方式快速获得相关欠缺资质，因此资质壁垒并不构成核心竞争力。危废核心竞争力在于“行业经验能力及运营管理能力”。

关注危废处理企业的“管理能力、与母公司协同效应”：危废是高污染，高风险的行业，核心能力在于行业经验积累及运营管理能力（比如如何进行配比焚烧，如何控制排放达标，如何防范风险事件发生），这需要长期运营经验并提升员工整体技能素质。此外，还需关注并购标的与母公司之间的协同效应。

3.5、危废实际产能远低于危废核准产能

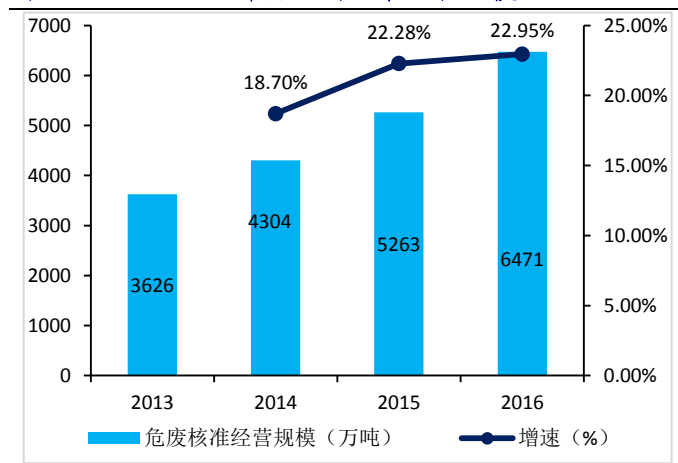
根据《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，中国危废核准经营规模从 2013 年的 3626 万吨/年增加至 2016 年 6471 万吨/年，年复合增速高达 21.30%。但就实际处置规模而言，仅从 2013 年的 1330.9 万吨/年增加至 2016 年的 1629 万吨/年，年复合增速仅为 6.97%。不但，危废实际经营规模仅为核准经营规模的 25.17%，而且实际经营规模增速（6.97%）也远低于核准经营规模增速（21.30%）。

由于无害化处置产能欠缺、终处理能力欠缺、特定危废处理能力不足、危废处理产能的区域不协调，将导致经营实际经营规模远低于核准经营规模。

- ✓ **无害化处置产能欠缺：**危废处理思路可分为资源化、无害化、贮存。但长期以来，危废资源化处理的市场化成熟，产能相应过剩。而无害化处置（焚烧、填埋、物化）等产能则较为欠缺。
- ✓ **危废终处理能力欠缺：**危废处理环节可分为预处理、终处理。预处理环节技术壁垒更低、竞争相对充分、部分危废产生企业可自行进行预处理。而终处理环节技术门槛更高、许可证发放难度较大、资质更为稀缺。危废核准经营规模中，同时统计了预处理、终处理的危废许可情况，而实际上，很多危废经营企业是缺乏终处理能力的，因为会高估危废实际规模。
- ✓ **特定危废处理能力不足：**此外，危废种类繁多，对于“石棉、含多氯联苯、汞等对环境和人体健康威胁极大的危险废物”的危废处理能力欠缺，而对于简单性危废的处理能力则相对过剩。以危废处置大省（山东省）为例，山东省具有处置资质的危险废物类别共 39 种，其中无机氯化物、废酸、废碱、染料与涂料废物等 35 种危废处置能力能满足处置需要，但焚烧处置残渣、含钡废物、爆炸性废物和废催化剂处置能力不足。
- ✓ **危废处理产能的区域不协调：**危废危害性较大，不便于长途运输，一般需

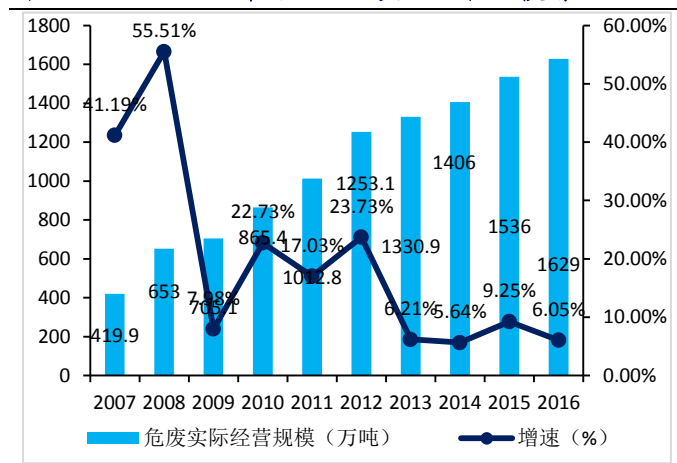
就近处理。因此一定地域内，危废处理能力与危废产生数量不匹配时，加之危废跨地域转移的限制，将导致部分省市的危废处理能力不足，部分省市危废处理能力过剩。

图24: 2013-2016年危废的核准经营规模



资料来源：全国大、中城市固体废物污染环境防治年报，新时代证券研究所

图25: 2006-2016年危险废物实际经营规模情况



资料来源：全国大、中城市固体废物污染环境防治年报，新时代证券研究所

3.6、危废市场呈现“小、散、弱”的竞争格局

我们统计了危废产量较大的山东、浙江、江苏、内蒙、广东等省份企业的危废核准规模情况：

- ✓ 1) 山东、浙江、江苏、广东等省份，危废核准经营规模在1万吨以下的数量合计占比在42%-45%之间，但它们的产能合计占比仅在3.3%-6.6%之间，市场充斥着大量的小型、零散的危废处理企业；
- ✓ 2) 山东、内蒙、广东等省份，核准产能在10万吨以上的危废经营企业的数量合计占比在1.67%-4.03%之间，它们产能合计占比却高达20.7%-35.46%，区域涌现少量大型危废企业，它们市占率较高；
- ✓ 3) 山东、浙江、内蒙、江苏、广东等地的危废平均处理量分别为5.66、2.83、5.68、2.66、3.19（吨/家），危废企业的整体核准产能规模偏小。
- ✓ 危废处置企业的许可经营数量及规模，并不是危废实际处置企业的数量及规模。由于，很多企业缺乏没有危废填埋厂或者焚烧设施，仅可对危废进行预处理，这些企业的危废最终处置还得依靠其他企业。

表2: 山东、浙江、内蒙古、江苏、广东等危废核准规模的分布情况

年份	山东省数	山东省产量占比	山东省产能占比	浙江省数	浙江省产量占比	浙江省产能占比	内蒙古自治区数	内蒙古自治区产量占比	内蒙古自治区产能占比	江苏省数	江苏省产量占比	江苏省产能占比	广东省数	广东省产量占比	广东省产能占比
30万吨以上	5	4.03%	35.46%	1	0.65%	15.26%	2	3.85%	27.07%	2	0.74%	9.06%	2	1.67%	20.70%
10-30万吨	18	14.52%	39.50%	5	3.27%	17.25%	4	7.69%	22.00%	19	7.04%	35.53%	6	5.00%	28.78%
5-10万吨	11	8.87%	9.38%	19	12.42%	27.47%	14	26.92%	29.17%	18	6.67%	16.64%	11	9.17%	18.70%
2.5-5万吨	16	12.90%	7.39%	27	17.65%	21.20%	14	26.92%	15.32%	37	13.70%	16.75%	14	11.67%	12.40%

年份	山东	山东省数	山东省产	浙江省数	浙江省产	内蒙古数	内蒙古产	江苏省数	江苏省产	广东省数	广东省产					
	东	量	占比	量	占比	自治区	自治区	省	省	省	省					
	省	(%)	(%)	省	(%)	(%)	(%)	省	(%)	(%)	(%)					
吨																
1-2.5	万	21	16.94%	5.01%	36	23.53%	12.20%	10	19.23%	5.54%	73	27.04%	15.75%	33	27.50%	13.43%
吨																
小于1	万	53	42.74%	3.27%	65	42.48%	6.62%	8	15.38%	0.90%	121	44.81%	6.27%	54	45.00%	5.98%
吨																
累 计 数	124				153				270					120		
量 (家)																
平 均 处	5.66				2.83				2.66					3.19		
理量 (吨																
/家)																

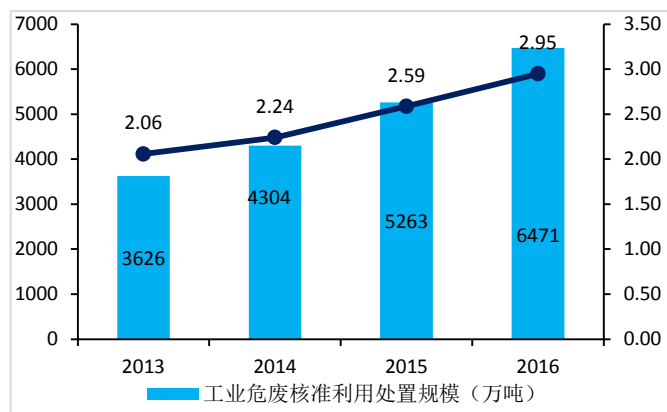
资料来源：各省政府及环境部的信息公开情况（山东省数据截止至2017年9月27日；浙江省数据截止至2016年5月，为统一单位口径，排除了牌照为220万只的温州市强成环保科技有限公司；内蒙统计数据截止至2017年6月，排除一家统计口径不一致的单位；江苏省统计到2016年2月，并剔除7家统计口径不一致公司，且将31家公司的半年危废产能转化成了年产能；广东省统计数据截止至2016年6月，排除三家统计单位不一致的公司，并将一家公司的日产能转化成年产能；），新时代证券研究所

中国99%的工业危废处理企业为民营企业，大部分企业技术、资金、研发能力弱，处理资质单一。因此，中国危废处置行业市场集中度较低，市占率分布分散，大部分企业处置能力较低，而且缺少危废填埋厂、焚烧厂这类危废处置终端资源。危废行业呈现出“小、散、乱”的市场格局：

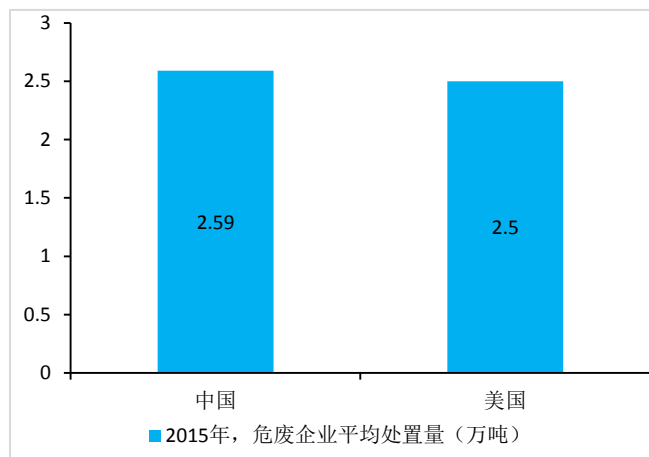
- ✓ **小——危废平均处置规模不高，但提升空间亦不大：**根据《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》中的危废许可证数量及危废核准处置规模测算，2016年每家危废企业的平均处理规模不到3万吨，危废行业的处理规模偏小。根据美国环保署（EPA），由于大微小型的危废处理企业存在，2015年美国危废处置企业的平均处置量也仅为2.5万吨/年，甚至低于我国平均水平。危废行业种类繁多，处理工艺复杂，且存在运输半径及地域效应，因此容易呈现零散型行业状态（需求高度细分、工艺细分、地域细分）。具体而言：1）对于各类资源化利用路径、无害化处置路径中的预处理环节，需求及工艺细分显著，且进入及退出壁垒均较低，技术及许可门槛也不高，因此大量小企业存在；2）对于焚烧、填埋、水泥窑处理等终处理环节，可同时大规模处置多种危废，需求及工艺的卡位优势明显，存在规模效应，技术及许可门槛较高，进入及退出壁垒亦较高，因此具备“齐全资质、运营优势、技术优势”的优质终处理企业易于做强做大。虽然2013-2016年，我国大中城市的平均危废核准利用处置规模有所提高，但考虑到行业特性及危废成熟市场（美国）的行业结构，我们认为，中小型危废企业不太可能会大量消失。

图26： 大中城市的平均危废核准利用处置规模

图27： 2015年，中美危废企业的平均处置量对比



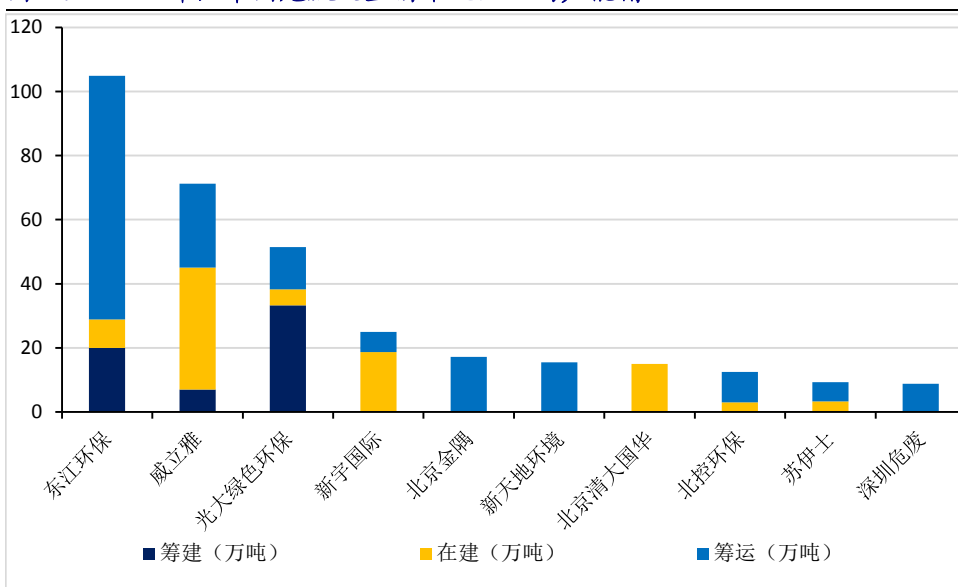
资料来源：全国大、中城市固体废物污染环境防治年报，新时代证券研究所



资料来源：美国环保署（EPA），新时代证券研究所

- ✓ **散——国内危废行业市场集中度极低，提升空间大：**根据 Frost & Sullivan 数据，截止 2016 年，中国危废处置前十大企业的产能占比和仅占总设计处理能力的 7.9%，其中规模最大危废处理企业为东江环保。根据东江环保公告，2015 年底，公司已取得工业危险废物资质为 136 万吨（产能占比仅为 3.42%），考虑到危废产生量的瞒报情况，东江环保的产能占比将进一步降低。2016 年底，东江环保已取得工业危险废物资质近 150 万吨/年（其中 75 万吨为无害化产能）。国内危废行业市场集中度低的原因主要有：1）危废处理区域性较强，危废不适宜长途运输，跨省转移需审批，一般需就地处理，因此危废处理企业也呈明显的地域分布；2）危废企业到其他区域建设危废处理设施时，需向当地县级以上政府环保部门申请危废处理资质，由于地方保护主义存在，跨区域拓展业务较为困难；3）危废标准尚低，对处理技术与管理上要求不是太高，中小型危废处理企业还存在生存土壤。

图28： 2016 年，中国危废处置前十大企业的产能情况



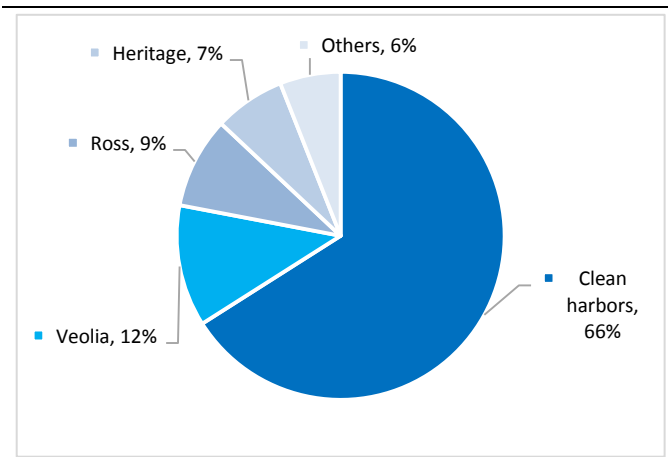
资料来源：Frost&Sullivan&远卓分析，新时代证券研究所

对比国外危废成熟市场，根据 EPC，2015 年，数量占比 3.8% 的全美危废处置前 50 强企业（C50），处置危废量合计达 2876 万吨，处置量占比高达 87%。假设，危废产能规模排名 11-50 企业均达到第 10 名（深圳危废 8.8 万吨）的水平，

则 2016 年国内 C50 的产能占比合计也仅为 16.31%，离美国 C50 产能合计占比 87% 差距较大。

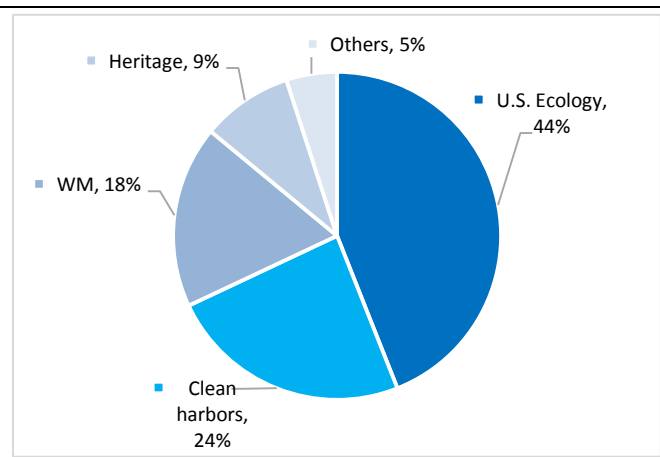
危废终处理设施方面，规模效应明显，集中度更高，危废焚烧与填埋市场均呈现出较明显的寡头垄断格局。根据 Clean harbors 公司公告：1) 在美国危废焚烧市场中，Clean harbors、Veolia、Ross 及 Heritage 等四家企业市占率高达 94%；2) 在美国危废填埋市场中，U.S. Ecology、Clean harbors、WM、Heritage 等四家企业市占率合计高达 95%。

图29： 美国危废焚烧市场的占比情况（%）



资料来源：Clean harbors，新时代证券研究所

图30： 美国危废填埋市场的占比情况（%）



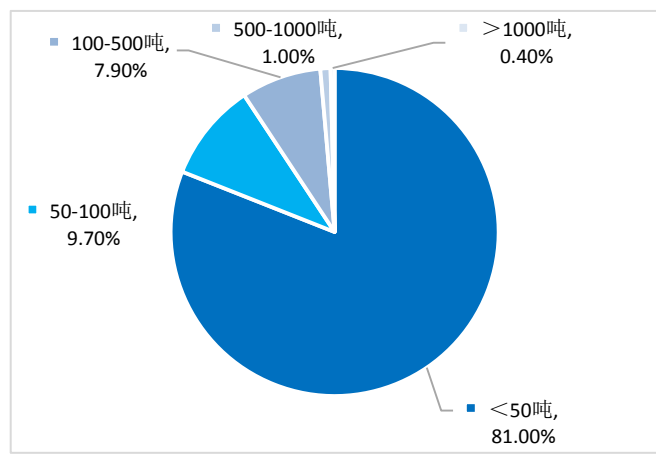
资料来源：Clean harbors，新时代证券研究所

随着各类资本争先流入危废行业，行业竞争加剧，危废行业毛利率必将降低。对运营及管理优势较强的危废处理企业，其运营成本更低，危废规模扩张时的边际收益更高，更容易于行业洗牌中做强做大：1) 对于焚烧、填埋等终处理工艺设施而言，存在较强规模效应，行业洗牌及寡头垄断格局将逐步显现；2) 对于某一大类危废的潜在市场规模巨大，如废碱、废酸、乳化液、含金属危废等，在该类危废集中分布地，则易诞生出区域型、专职型的危废处理企业，如东江环保。3) 需求高度细分的危废处理设施，规模效应较弱，则寡头垄断不易形成，大量区域性小企业将长期共存。

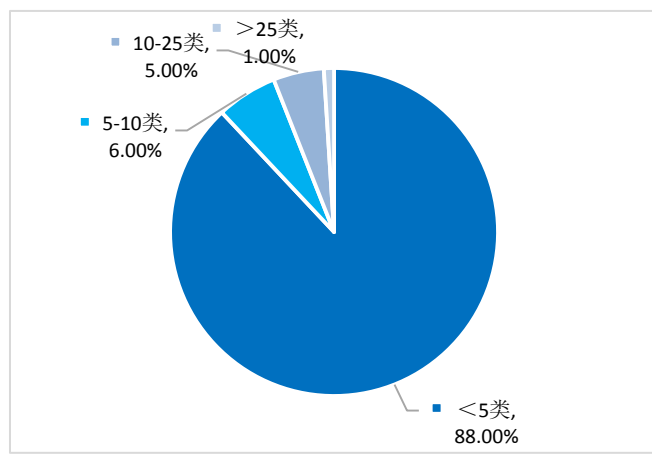
- ✓ **弱——大多企业危废处理量低，处理危废种类少，实力偏弱：**大多工业危废处理企业的技术水平低、资金不足，危废资质单一，综合实力较弱。根据砂亚投资统计，在全国 1500 多家具有危废处理企业的处理类别及能力中，93% 企业的许可处置危险废物种类都小于 10 种，仅 1% 企业可处理 25 种以上危废品类。就处理量而言，81% 的危废处理企业的处理能力低于 50 吨/日，而处理能力达到 1000 吨/日的企业占比仅为 0.3%。

图31： 危废日处理量低于 50 吨的企业占 81%

图32： 危废处理种类低于 5 种的企业占 88%



资料来源：搜狐网&砂亚投资&远卓分析，新时代证券研究所



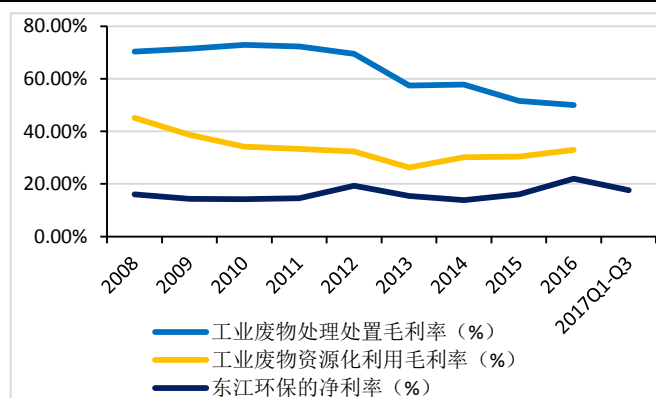
资料来源：搜狐网&砂亚投资&远卓分析，新时代证券研究所

3.7、危废议价能力强，收益水平较高

危废处置的产能紧缺，行业议价能力强，无害化处置毛利率可高达 50%。我们测算，2015 年，中国危废产生量在 8497.71 万吨到 8576 万吨之间。2016 年，中国实际工业危废产生量在 0.94-0.95 亿吨。根据《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2016 年中国危废核准经营规模为 6471 万吨/年，2016 年实际处置规模仅为核准规模的 1/4 (1629 万吨/年)，产能缺口巨大，危废产能供给紧张，行业议价能力较强，尤其是具备终端处置能力的危废企业。

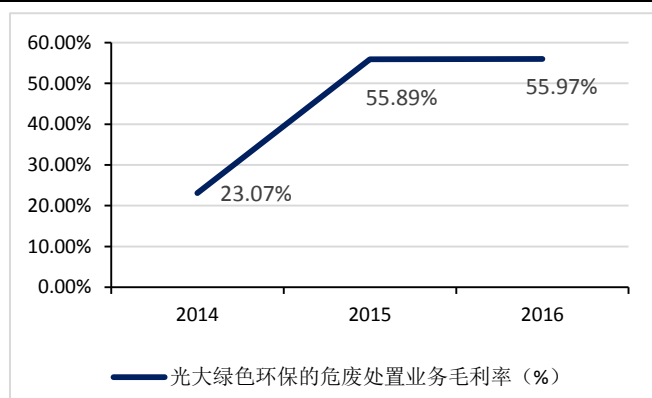
由于无害化处置技术、资质壁垒更高，加之大多危废经营企业缺乏终端处置能力，目前，危废无害化处置的毛利率约 50%（焚烧毛利可达 40%以上，填埋毛利 50%以上）。危废资源化利用的市场化水平较高，竞争较充分，毛利率在 30%左右。但危废资源化路径的收入主要来自再生资源的出售收入，因此，“收益率水平”受再生资源的市价波动影响较大。

图33： 东江环保的毛利率及净利率维持在高位



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

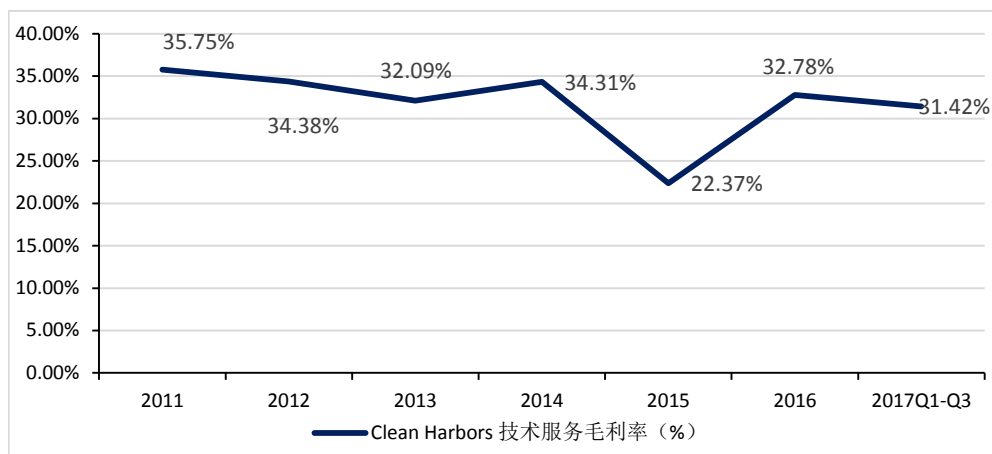
图34： 光大绿色环保的危废处置毛利率较高



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

长期而言，危废毛利率将降低至 30%左右。相比国外，2011-2017Q3，美国危废处理龙头公司 Clean Harbors 的危废处理业务的毛利率稳定在 35-31%之间。因此长期来看，随着国内危废产能陆续投放及市场竞争加剧，危废毛利率必将降低至 30%左右。

图35： Clean Harbors 危废业务毛利率约 30%



资料来源: Wind 资讯 (Clean Harbors 技术服务主要指通过公司自有焚烧、填埋、废水处理设施, 提供包装、收集、运输、处理&处置、无害化处理等一系列危废管理服务), 新时代证券研究所

由于危废产能投放周期较长 (3-5 年), 短期内产能紧俏难以缓解。但从地方层面来看, 浙江、福建、山东、广东等多省市已经出台“十三五危废设施建设规划”, 大幅新增危废处理产能 (更有超前布局的思路), 试图在本省范围内消化产生的危废。因此我们认为, 2020 年前后, 危废行业毛利率或将降低至 35% 左右。

表3: 已出台的“各省市危废十三五规划”一览

省份	颁布时政策内容	主要内容
2016.02.26 浙江省	《浙江省危险废物处置监管三年行动计划 (2016—2018 危险废物信息化监控平台, 实现省控以上危险废物重点单位联网监控率 100%、持证经营单位联网监控率 100%;	2018 年底, 全省 11 个设区市全部形成满足实际需要的危险废物处置能力, 全部建成
2016.04.11 浙江省	《浙江省危险废物集中处置设施建设规划(2015-2020)》	2020 年底, 新增工业危险废物集中处置能力 76.2 万吨/年, 全省共形成集中处置能力 125.2 万吨/年, 基本满足工业危险废物集中处置需求
2017.03.17 福建省	《福建省“十三五”危险废物污染防治规划》	1) “十三五”末, 福州、漳州、泉州、三明、龙岩、宁德、莆田要建成 1 个危险废物综合处置设施及填埋场; 新增处置能力达 30 万吨以上; 2) 到 2017 年, 年产生 10 吨以上危险废物的企业必须通过强制性清洁生产审核; 到 2020 年, 年产生 1 吨以上危险废物且符合实施强制性清洁生产审核条件的企业必须通过强制性清洁生产审核。同时开展重点区域大宗危险废物清理存量行动, 到 2018 年底, 存量危险废物得到全面处置; 到 2020 年, 全省医疗废物无害化处置率达 100%。
2017.07.29 山东省	《“十三五”危险废物处置设施建设规划》	“十三五”期间, 全省规划完成建设危险废物、医疗废物利用处置项目共 318 项, 收集储运项目 35 项, 项目总数 353 项, 估算总投资 530 亿元。新增工业危废利用能力 1538 万吨, 危废焚烧、物化、填埋等处置能力 713 万吨(含医废处置能力 6.8 万吨)。其中优先发展类项目 53 项, 鼓励发展类项目 260 项, 控制发展类 40 项, 基本可以满足危险废物集中处置需求。
2017.08.10 安徽省	《安徽省“十三五”危险废物污染防治规划》	重点: 以工业危险废物和医疗废物为规划重点, 提高危险废物利用率和无害化处置率。 目标: 到 2020 年, 全省危险废物源头控制进一步严格, 无害化利用处置能力增强, 规范化和精细化的全过程管理水平显著提高, 智能化管理水平和环境应急处置能力有效提升, 环境风险显著降低。
2017.10.24 四川省	《四川省危险废物集中处置设施建设规划(2017—2022 年)》	1) 2020 年, 成都市(邛崃)、绵阳市、遂宁市、乐山市、南充市、眉山市、宜宾市等基础工作较为扎实的 7 个危险废物集中处置设施项目全面建成, 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。

省份	颁布时政策内容	主要内容
		2) 2022 年, 成都市(龙泉、简阳)、泸州市、广安市、达州市、凉山州等 6 个危险废物集中处置设施项目全面建成, 新增危险废物处置能力 23.3 万吨/年, 全省危险废物集中处置能力达到 73.16 万吨/年。
2017.10.31 广西省	《加强全区危险废物处置利用设施建设的指导意见》	1)2018 年底前, 以填补废铅酸蓄电池、废硫酸、碱渣、铜镉渣、煤焦油、电镀污泥等我区典型危险废物处置利用能力空缺为重点, 建设一批前期基础较好、具有示范作用的危险废物集中处置设施或水泥窑协同处置工程, 完善全区危险废物收集与运输体系, 规范危险废物收集、贮存、处置和利用行为; 2)2020 年底前, 建设一批典型危险废物综合利用工程, 培育一批危险废物处置利用龙头企业, 使全区危险废物处置需求与能力基本匹配, 全过程管理机制体制基本建立, 实现危险废物安全、妥善处置。
2017.11.07 广东省	《广东省固体废物污染防治三年行动计划(2018 年-2020 年, 广东全省工业危险废物安全处置率、医疗废物安全处置率均达到 99% 以上年) (征求意见稿)》	
2017.11.28 湖南省	《湖南省重点固体废物环境管理“十三五”规划》	2020 年, 全省危险废物安全处置率 100 %, 危险废物产生单位规范化管理抽查合格率达 90% 以上, 危险废物经营单位的规范化管理抽查合格率达 95% 以上; 城镇医疗废物集中无害化处置率为 100 %, 偏远地区医疗废物得到无害化处置。

资料来源: 环保部及相关政府官网, 新时代证券研究所

4、竞争优势: 危废实力突出, 股东背景雄厚, 市占率将持续提升

4.1、技术、运营、规模、资质、资金优势明显, 市占率将持续提升

技术、运营、资质、资金优势突出, 市占率有望持续提升: 公司作为危废行业龙头, 具备较强的技术、运营、规模、资质、资金优势, 市占率将持续提升: **1) 技术优势:** 拥有工业废液、废渣、城市生活垃圾处理、污泥处理、餐厨垃圾处理 and 资源化利用的多项核心技术, 2016 年获国家科学技术进步二等奖, 2017 年底, 东江环保已授权专利达 168 项 (其中发明专利 38 项); **2) 运营优势:** 近 20 年的危废处置经验, 并与法国威立雅合资建设运营的广东省危险废物综合处理处置中心; **3) 规模优势:** 2017 年底, 东江环保危废资质总量达到 160 万吨/年 (其中无害化占比超过一半), 危废资质规模国内排名第一, 是国内危废行业龙头。此外, 公司将力争在 2020 年使得危废资质质量达到 350 万吨/年, 远期危废资质质量达到 500 万吨/年, 进一步强化公司规模优势; **4) 资质优势:** 拥有国家危险废物名录中 46 大类中的 44 类危废经营资质, 可为企业客户提供丰富的危废利用及处置服务; **5) 资金优势:** 拓展多元融资渠道及融资模式, 为技改项目及外延并购项目提供充裕低廉的资金支持, 如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 3 亿元)、公开发行第一期绿色公司债券 (发行规模为 6 亿元)、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 30 亿元, 母基金规模 5.5 亿元, 公司认缴 5000 万元)、启动非公开发行 A 股股票项目 (拟募集资金 23 亿元)。目前, 公司的银行贷款额度比较充裕, 尚未使用的授信额度达 92 亿元 (其中短期借款额度 27 亿元)。

短期而言, 具有“技术、经验”优势的危废企业更易取得政府危废资质许可, 具有资质及规模优势的企业更易获得企业客户的认可与支持, 而具有资金优势的企业更易外延并购危废企业扩张做大。长期而言, 运营优势为危废企业核心竞争力,

随着未来竞争白热化及危废行业洗牌，运营优势突出的企业（如东江环保）危废处置成本更低，盈利能力更佳，将成为行业整合的领导者。随着危废省内转移审批取消及工业园区快速发展，资质齐全&技术突出的危废处置企业将深刻受益

图36：东江环保具备较强技术、运营、规模、资质、资金优势，市占率将提升



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.2、战略携手海螺创业，布局水泥窑协同处置

战略携手海螺创业，共同推进水泥窑协同处置固废项目发展：2017年12月5日，东江环保与海螺创业签署《战略合作协议》，在固废处理领域实现强强联合，就水泥窑协同处置固废事宜达成了战略合作意向：

- ✓ 约定双方积极探索业务互补，按双方处理工艺对不同固废处置的有效性和经济性，全方位开展互换及梯级处理合作。
- ✓ 以《广东省环境保护“十三五”规划》和《广东省水泥行业转型升级技术路线和行动计划（2016-2018年）》为指导，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。
- ✓ 建立全面战略合作伙伴关系，设立联络工作组以构建固废协同处置战略合作平台。
- ✓ 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，并深入研究水泥窑协同处置固废处置技术、改进处置工艺。

2020年底，海螺创业规划形成300万吨水泥窑系统处置能力：海螺创业拥有世界领先的生活垃圾及工业固废处理、余热利用、装备制造等技术，主营业务为节能、环保、新材料三大板块，专注于水泥窑协同处置危险废物、水泥窑协同处置市政废物、生活垃圾焚烧发电的三大核心环保领域。海螺创业自主研发的利用**水泥窑协同处置工业固废危废技术**，燃烧温度高、废物处理彻底、无灰渣排放，资源化利用程度高，对重金属固化效果好，是目前最经济、最环保的处理方式。目前，公司固废业务板块年处理能力为54.5万吨，到2018年年底一期工程建设完毕后，年处理能力达154万吨；2019年年底二期工程建设完毕后，年处理能力达234万吨。2020年年底，海螺水泥内部规划形成300万吨处置能力。

图37：2020年，海螺创业固废危废规划至300万吨/年

图38：2020年，海螺创业垃圾发电规划至280万吨/年



资料来源：公司官网（海螺创业 2017 年中期业绩推介材料），新时代证券研究所



资料来源：公司官网（海螺创业 2017 年中期业绩推介材料），新时代证券研究所

水泥窑协同处置危废工艺优势较为显著：目前，水泥窑内碱性环境天然适宜处置危废，可有效避免酸性物质和重金属挥发，适用范围相对较广。另外，水泥窑内燃烧温度在 1300℃ 以上，可控制焚烧时间在 5s 左右(大于 2s)，并控制氧气过剩量大于 3%，可彻底分解危废物质（尤其是二噁英、呋喃等），避免产生二次污染。水泥窑协同处置危废的新建或改扩建传统危废焚烧炉设施的平均投资一般为 0.3-1.6 万元/吨处置产能。水泥窑协同处理的投资/运营成本低，仅为传统危废工艺 1/3 和 1/2，盈利优势较为显著（实际处置收费约为 2000-4000 元/吨，相较填埋及填埋收费要低）。海螺创业自主研发的利用水泥窑协同处置工业固废危废技术，具有“工艺先进，自动化程度高、充分降解二噁英、固化重金属、污水零排放、建厂选址无特殊要求、无异味扩散”等优势。

表4：海螺创业水泥窑协同处置技术的优势

技术优势	表现
工艺先进，自动化程度高	生产环节由中央控制系统（中控室）集中控制，系统运行稳定，自动化程度高。
充分降解二噁英	利用水泥窑特有的高温、碱性环境有效处理焚烧过程中产生的二噁英，排放指标优于欧盟发达国家水准。
固化重金属	利用水泥窑协同处置时，焚烧后产生的炉渣及飞灰可作为水泥原料，实现无害化处理。废物中的重金属通过高温煅烧，与水泥熟料形成混合结晶体固化；炉排炉垃圾焚烧后的炉渣可作生产建筑材料，飞灰可利用水泥窑无害化处理。
污水零排放	当利用水泥窑协同处置工业固废危废及城市生活垃圾时，污水过滤后喷射到气化炉内进行高温氧化处理，完全分解有机成分，实现零排放；炉排炉垃圾焚烧发电，垃圾渗滤液通过处理后用作冷却水，浓缩液入炉烧净，工厂水系统真正做到了循环利用。
建厂选址无特殊要求	1) 利用水泥窑协同处理生活垃圾：距离市区约 50 公里左右，规模为 2000t/d 以上水泥厂，占地面积 10-15 亩，一般不需要新征土地。2) 利用水泥窑协同处置工业固废危废：一般工业发达，年处理达 6 万吨以上，运输距离 200 公里内可覆盖，占地面积 10-15 亩，一般不需要新征土地。
无异味扩散	厂房和储存库/垃圾坑采用全密封结构，库内产生的臭气被抽入到气化炉/炉排炉内焚烧，使厂房和储存库处于负压状态，避免了异味扩散。项目厂房经常有当地学校组织学生参观，成为环境整治教育基地。

资料来源：海螺创业公司官网，新时代证券研究所

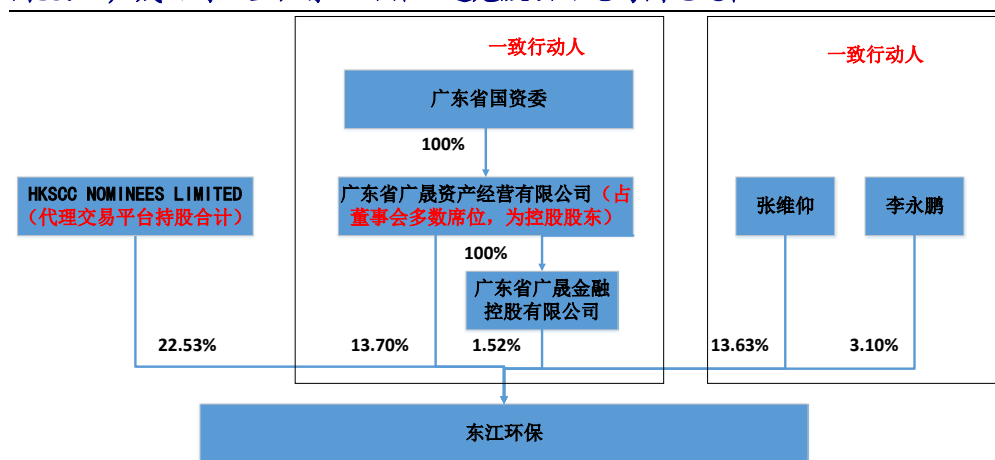
东江环保将受益于“快速成长的水泥窑协同处置技术”：虽然水泥窑处理危废具有较明显的价格优势，水泥窑处理废物空间有限，大部分危废无法通过水泥窑处理，“水泥窑协同处置危废”对公司价格影响不大。“海螺创业和东江环保”在差异化市场都能满足各自需求，技术及市场互补性较强：1）“水泥窑协同处置”主要

处理定价较低、对水泥品质不产生影响的市政污泥；2）东江环保填埋场主要处理定价高且处理难度高的危废。根据《广东省固体废物污染防治三年行动计划（2018年-2020年）（征求意见稿）》，广东省力争到2020年水泥窑协同处置的工业固体废物达到500万吨/年以上，市场前景广阔。根据双方《战略合作协议》，双方先以广东省为试点，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，**东江环保将受益于“快速成长的水泥窑协同处置技术”**。目前，双方合作项目正处于与地方政府的前期沟通阶段。预计2018年项目有望落地。

4.3、广晟公司入主，东江环保加速危废项目跑马圈地进程

广晟公司入主，东江环保加速危废项目跑马圈地进程：2016年10月和2017年1月，张维仰将持有6068万、6103万股分批转让给广晟公司。转让后，广晟公司成为第一大股东，实际控制人变更为广东省国资委。广晟公司为省属国有独资企业，主营业务涉及矿产资源、电子信息、工程地产、金融、环保等五大板块。2016年，公司资产总额达1422亿元，稳居省属竞争性企业首位。2016年实现营业收入467亿元，跃居省属企业第一位。获取危废项目离不开“和地方政府密切合作”，广晟公司作为广东省最大的省属竞争性企业，拥有大量的省内外资源，将为东江环保开拓（并购或新建）省内外危废项目减轻障碍。此外，广晟公司旗下的矿产、电子板块存在危废处置需求，有望给东江环保带来新的业绩增量；最后，背靠广晟公司强大股东背景（资产、资金实力雄厚），定增融资将更易开展，且可降低公司信贷融资成本，便于东江环保推进资金密集的危废处置项目，加速危废跑马圈地进程。

图39：广晟公司入主，东江环保加速危废项目跑马圈地进程



资料来源：2017年年报，新时代证券研究所

5、核心假设

东江环保主要营收及毛利来自危废无害化业务、及危废资源化业务，我们对此做如下假设：

- ✓ 根据2017年业绩披露会情况，假设2018年东江环保危废总产能达220万吨（其中无害化产能达110万吨），并假设2020年，公司危废总产能达350万吨，2019-2020年产能线性增加；
- ✓ 根据公开资料，假设2017-2020年，无害化产能占比分别为50%、50%、52%、55%；
- ✓ 假设危废产能利用率恒定，且无害化营收与无害化产能成正比，资源化营

收与资源化产能成正比。

表5：东江环保的危废无害化及资源化的产能投放及营收情况预测

技术优势	2017A	2018E	2019E	2020E
危废总产能（万吨）	160	220	285	350
无害化占比（%）	50.00%	50.00%	52.00%	55.00%
无害化产能（万吨）	80	110	148	193
资源化产能（万吨）	80	110	137	158
无害化营收（亿元）	11.67	16.05	21.62	28.08
资源化营收（亿元）	11.82	16.25	20.21	23.27

资料来源：海螺创业公司官网，新时代证券研究所

表6：东江环保各项业务营收收入预测表

营收类别	项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
工业废物资源化利用	营收（亿元）	7.91	11.82	16.25	20.21	23.27
	增速（%）	2.33%	49.43%	37.50%	24.36%	15.13%
	毛利率（%）	32.92%	27.28%	26.28%	25.28%	24.28%
工业废物处理处置	营收（亿元）	8.43	11.67	16.05	21.62	28.08
	增速（%）	43.61%	38.43%	37.50%	34.73%	29.89%
	毛利率（%）	49.98%	47.74%	46.74%	45.74%	44.74%
环境工程及服务	营收（亿元）	2.45	2.80	3.19	3.58	3.86
	增速（%）	22.50%	14.29%	14.00%	12.00%	8.00%
	毛利率（%）	24.01%	25.72%	24.47%	24.47%	24.47%
市政废物处理处置	营收（亿元）	3.06	1.93	2.73	3.00	3.15
	增速（%）	12.09%	-36.93%	41.45%	10.00%	5.00%
	毛利率（%）	21.82%	12.78%	12.78%	12.78%	12.78%
再生能源及 CDM 交易收入	营收（亿元）	0.92	0.93	0.96	0.99	1.02
	增速（%）	3.37%	1.09%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率（%）	36.30%	36.59%	36.59%	36.59%	36.59%
电子废弃物拆解	营收（亿元）	2.21	0.57	0.60	0.63	0.66
	增速（%）	-44.05%	-74.21%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率（%）	6.51%	17.27%	17.27%	17.27%	17.27%
贸易及其他	营收（亿元）	1.19	1.28	1.34	1.41	1.48
	增速（%）	38.37%	7.56%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率（%）	75.76%	72.03%	72.03%	72.03%	72.03%
合计	营收（亿元）	26.17	31.00	41.12	51.44	61.52
	增速（%）	8.91%	18.46%	32.65%	25.08%	19.61%
	毛利率（%）	36.12%	35.88%	34.83%	34.50%	34.32%

资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

6、投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 5.73、7.29、8.87 亿元，对应 EPS 分

别为 0.65、0.82 和 1.00 元。当前股价对应 2018-2020 年分别为 22.8、17.9 和 14.7 倍。考虑到危废产能缺口巨大,且短期产能不易扩张,危废行业高景气度有望维持。当前危废市场集中度较低,我们认为公司作为危废龙头,市占率有望持续提高,首次覆盖给予“推荐”评级。

7、风险揭示

曾有媒体报道质疑江西东江在生产运营中不符合环保规定的情形。江西东江于 2018 年 7 月 13 日收到江西省丰城市环保局下发的《行政处罚决定书》及《关于江西东江环保技术有限公司申请恢复生产的复函》,认定江西东江二燃室温度存在低于环评要求的 ≥ 1100 度的要求,存在不正常运行污染防治设施的情形,并对公司作出罚款五十万元的行政处罚。且在现场核查相关整改,原则上同意江西东江恢复生产。出于对环保局等政府部门公信力以及上市公司合规信披的信赖,我们虽然据此认为该事项短期冲击或将消退,东江环保其他子公司出现类似情形的概率较低。但出于审慎性考虑,在此仍提醒投资者注意类似合规经营风险。

其他投资风险:公司危废产能投放不及预期;危废行业景气度不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2712	3036	4077	4124	5356	营业收入	2617	3100	4112	5143	6152
现金	1160	1242	1762	1473	2203	营业成本	1672	1988	2680	3369	4040
应收账款	493	695	881	1090	1268	营业税金及附加	38	42	58	71	86
其他应收款	251	296	429	478	607	营业费用	58	69	91	114	136
预付账款	59	49	94	85	129	管理费用	340	415	551	689	824
存货	267	313	469	514	665	财务费用	96	99	52	17	-19
其他流动资产	482	441	441	485	484	资产减值损失	9	11	15	19	22
非流动资产	5477	6204	6647	6987	7238	公允价值变动收益	1	0	1	1	1
长期投资	138	243	268	292	316	投资净收益	179	24	61	66	72
固定资产	1397	1650	2590	3218	3619	营业利润	584	606	727	931	1134
无形资产	838	923	977	1019	1064	营业外收入	118	23	23	23	23
其他非流动资产	3104	3388	2813	2457	2239	营业外支出	28	6	17	12	15
资产总计	8189	9240	10724	11111	12594	利润总额	674	623	733	942	1143
流动负债	3408	3170	4394	4335	5220	所得税	97	69	82	105	127
短期借款	1736	1873	1873	1873	1873	净利润	577	553	652	837	1016
应付账款	713	705	1207	1197	1686	少数股东损益	43	80	79	108	129
其他流动负债	959	592	1315	1265	1661	归属母公司净利润	534	473	573	729	887
非流动负债	916	1748	1499	1222	912	EBITDA	1080	1062	1161	1478	1756
长期借款	755	1582	1333	1056	747	EPS(元)	0.60	0.53	0.65	0.82	1.00
其他非流动负债	161	166	166	166	166						
负债合计	4323	4918	5893	5556	6133	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	577	593	672	780	908	成长能力					
股本	887	888	888	888	888	营业收入(%)	8.9	18.4	32.6	25.1	19.6
资本公积	519	506	506	506	506	营业利润(%)	61.4	3.7	20.1	28.0	21.8
留存收益	2084	2450	2943	3572	4330	归属于母公司净利润(%)	60.5	-11.3	21.0	27.4	21.6
归属母公司股东权益	3289	3729	4159	4774	5553	获利能力					
负债和股东权益	8189	9240	10724	11111	12594	毛利率(%)	36.1	35.9	34.8	34.5	34.3
						净利率(%)	20.4	15.3	13.9	14.2	14.4
						ROE(%)	14.9	12.8	13.5	15.1	15.7
						ROIC(%)	10.9	9.7	9.6	11.3	12.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	52.8	53.2	55.0	50.0	48.7
						净负债比率(%)	42.1	51.3	36.8	32.5	12.0
						流动比率	0.8	1.0	0.9	1.0	1.0
						速动比率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	4.4	5.2	5.2	5.2	5.2
						应付账款周转率	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.60	0.53	0.65	0.82	1.00
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.64	1.50	0.91	2.06
						每股净资产(最新摊薄)	3.71	4.20	4.69	5.38	6.26
						估值比率					
						P/E	24.48	27.60	22.82	17.92	14.73
						P/B	3.97	3.50	3.14	2.74	2.35
						EV/EBITDA	14.30	15.1	13.5	10.7	8.5

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	690	671	1330	809	1824
净利润	577	553	652	837	1016
折旧摊销	286	259	311	431	525
财务费用	96	99	52	17	-19
投资损失	-179	-24	-61	-66	-72
营运资金变动	-119	-244	376	-410	375
其他经营现金流	28	28	-1	-1	-1
投资活动现金流	-654	-993	-693	-705	-704
资本支出	839	743	419	315	228
长期投资	-85	-189	-24	-22	-23
其他投资现金流	100	-439	-298	-412	-499
筹资活动现金流	287	404	-117	-394	-390
短期借款	465	137	0	0	0
长期借款	20	827	-249	-277	(309)
普通股增加	18	1	0	0	0
资本公积增加	158	-13	0	0	0
其他筹资现金流	-373	-548	132	-117	-81
现金净增加额	324	82	520	-289	731

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广东地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>