

危废产能投放较快，业绩持续快速增长

——东江环保(002672.SZ)半年报点评

半年报点评

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

● 事件:

东江环保发布《2018年半年度报告》: 2018年H1, 公司实现营业收入16.62亿元(同比+18.43%), 实现归母净利润2.66亿元(同比+20.80%)。

● 业绩快速增长, 盈利能力突出:

公司业绩快速增长, 符合市场预期, 业绩增长主要系“工业危险废物业务规模扩大及有效管控生产成本费用”所致, 盈利能力维持在高位。公司预计, 2018年前三季度实现归母净利润3.26亿元-3.75亿元(同比+0%至15%)。

● 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年底公司危废资质总量达到160万吨/年。2018年, 东江环保将落实新增危废处置量约70万吨, 目标危废总资质为220余万吨(同比+37.5%)。公司将力争在2020年使得危废资质达到350万吨/年。2018年H1项目进展方面: 1) 衡水睿韬焚烧2.9万吨/年、物化2万吨/年及沿海固废物化2.4万吨/年取得危险废物经营许可证; 2) 建设完成福建泉州项目焚烧2万吨/年、潍坊东江蓝海焚烧6万吨/年及物化12万吨/年, 实现车间点火调试; 3) 基本建设完成湖北仙桃资源化1.8万吨/年; 4) 仙桃绿怡二期获得环评批复, 设计规模达13.5万吨/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”优势的危废企业易取得政府资质许可, 具有资质及规模优势的企业更易获得企业客户的认可, 而具有资金优势企业更易扩张做大。长期而言, 随着未来竞争白热化, 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, 维持“推荐”评级:

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PE分别为20.4、16.0和13.2倍。公司作为危废龙头, 市占率将持续提高, 维持“推荐”评级。

● 风险提示: 出现类似江西东江事件的合规经营及单位受贿等风险。

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)	21.89	24.7	20.4	16.0	13.2
P/B(倍)	3.55	3.1	2.8	2.4	2.1

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.08.21
收盘价(元):	13.36
一年最低/最高(元):	12.51/17.69
总股本(亿股):	6.87
总市值(亿元):	91.78
流通股本(亿股):	6.51
流通市值(亿元):	86.96
近3月换手率:	70.72%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.79	-2.99	-3.95
绝对	-11.25	-19.28	-16.24

相关报告

《业绩持续高速增长, 符合市场预期》
2018-07-31

《危废产能进入快速投放期, 市占率有望持续提升》2018-07-24

1、事件

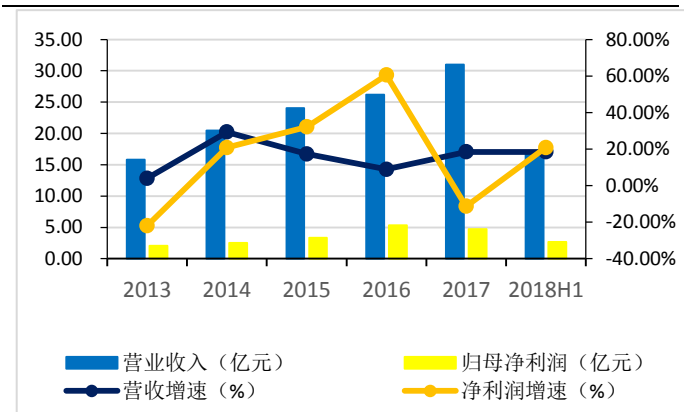
2018年8月21日晚,东江环保(002672.SZ)发布《2018年半年度报告》:2018年H1,公司实现营业收入16.62亿元(同比+18.43%),实现归母净利润2.66亿元(同比+20.80%)。

2、动态点评

2.1、业绩快速增长,盈利能力突出

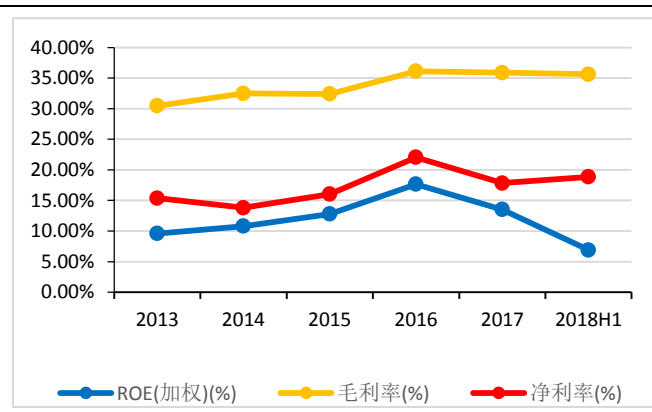
根据东江环保《2018年半年度报告》:2018年H1,公司实现营业收入16.62亿元(同比+18.43%),实现归母净利润2.66亿元(同比+20.80%)。其中,2018年Q2实现营业收入9.04亿元(同比+24.17%),实现归母净利润1.44亿元(同比+24.38%),业绩持续快速增长,符合市场预期。业绩增长主要系“工业危险废物业务规模扩大以及有效管控生产成本费用”所致。2018年H1,公司综合毛利率为35.62%,净利率为18.85%,半年ROE为6.89%,盈利能力突出。东江环保在《2018年半年度报告》预计,2018年前三季度实现归母净利润3.26亿元-3.75亿元(同比+0%至15%)。

图1: 2013-2018H1,东江环保的业绩增速较快



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图2: 2013-2018H1,东江环保盈利能力维持在高位

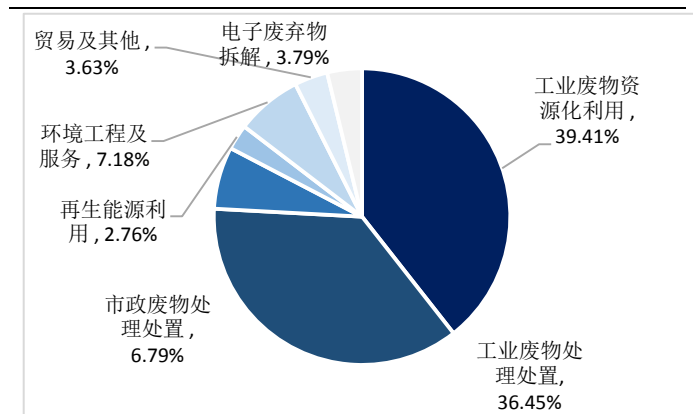


资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

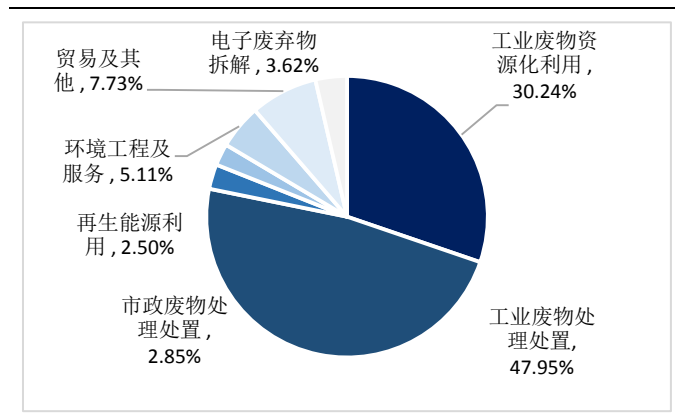
2.2、持续聚焦主业,危废资源化及无害化仍为业绩最主要来源

分业务而言,2018年营业收入中,工业废物资源化利用业务实现营收6.55亿元(同比+24.89%),工业废物处理处置业务实现营收6.06亿元(同比+15.12%),市政废物处理处置业务实现营收1.13亿元(同比+24.71%),再生能源利用业务实现营收0.46亿元(同比-2.81%),环境工程及服务业务实现营收1.19亿元(同比-16.26%),贸易及其他业务实现营收0.60亿元(同比+1.40%),电子废弃物拆解业务实现营收0.63亿元(同比+381.48%),上述各业务占总营收的比例分别为39.41%、36.45%、6.79%、2.76%、7.18%、3.63%、3.79%。

2018年毛利润中,工业废物资源化利用业务实现毛利润1.79亿元,工业废物处理处置业务实现毛利润2.84亿元,市政废物处理处置业务实现毛利润0.17亿元,再生能源利用业务实现毛利润0.15亿元,环境工程及服务业务实现毛利润0.30亿元,贸易及其他业务实现毛利润0.46亿元,电子废弃物拆解业务实现毛利润0.21亿元,上述各业务占总毛利润的比例分别为30.24%、47.95%、2.85%、2.50%、5.11%、7.73%、3.62%。公司持续聚焦主业,打造核心竞争力,工业废物资源化及无害化业务仍为公司营收及毛利润的最主要来源。

图3： 2018 年 H1，东江环保各项业务的营业收入占比（%）

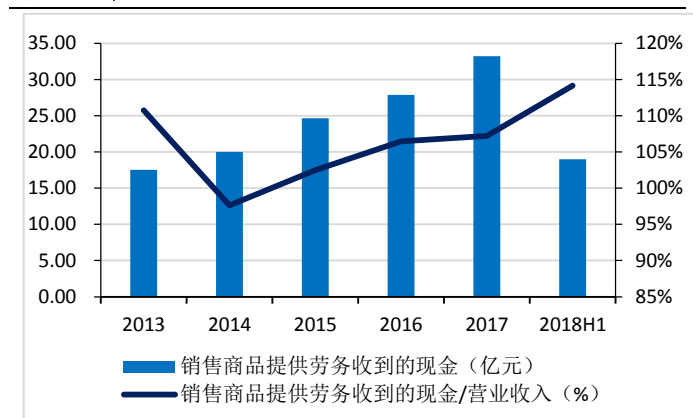
资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图4： 2018 年 H1，东江环保各项业务的毛利润占比（%）

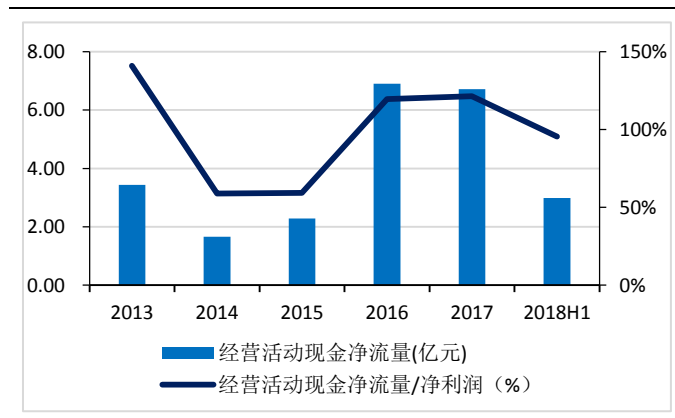
资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

2.3、经营现金流优异且融资渠道通畅，支撑长期业务发展

公司加强应收账款管理和销售收入的回款力度，适当增加预收账款，2018 年 H1，东江环保销售商品提供劳务收到的现金为 18.97 亿元（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入的比例为 114.14%），经营活动现金净流量为 2.99 亿元（经营活动现金净流量/净利润的比例为 95.53%），现金流回款能力较强，经营质量较高。2018 年 H1，经中诚信证评信用评级委员会审定，东江环保主体信用等级获上调至 AA+，评级展望稳定；同时“14 东江 01”及“17 东江 G1”两期债券信用等级均获上调至 AA+。2018 年 6 月底，公司共获综合授信额度 70.34 亿元，其中未使用授信额度达 46.02 亿元，整体融资渠道顺畅。稳定经营现金流流入及高效便捷债务融资渠道为公司长期稳定发展提供支撑。

图5： 2013-2018H1，东江环保销售商品提供劳务收到的现金情况

资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图6： 2013-2018H1，东江环保经营活动现金净流量情况

资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

2.4、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 年底公司危废资质总量达到 160 万吨/年。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%）。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。

2018 年 H1 公司危废项目进展方面：1）衡水睿韬焚烧 2.9 万吨/年、物化 2 万

吨/年及沿海固体废物 2.4 万吨/年取得危险废物经营许可证；2）建设完成福建泉州项目焚烧 2 万吨/年、潍坊东江蓝海焚烧 6 万吨/年及物化 12 万吨/年，实现车间点火调试；3）基本建设完成湖北仙桃资源化 1.8 万吨/年；4）仙桃绿怡二期获得环评批复，设计规模达 13.5 万吨/年；5）积极推进福建南平、南通东江、唐山曹妃甸等项目建设。

此外，公司还签订了涉县循环经济示范中心及珠海市绿色工业服务中心项目的合作协议，设计规模达 32.5 万吨/年。

2.5、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。

3、投资建议

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 PE 分别为 20.4、16.0 和 13.2 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，维持“推荐”评级。

4、风险揭示

出现类似江西东江事件的合规经营及单位受贿等风险；产能投放不及预期。

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	21.89	24.68	20.40	16.02	13.17
						P/B	3.55	3.13	2.81	2.45	2.10
						EV/EBITDA	13.01	13.8	12.3	9.8	7.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>