

中报业绩符合预期，长期看好公司发展 买入（维持）

2018 年 08 月 22 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,100	4,202	5,472	6,878
同比（%）	18.4%	35.6%	30.2%	25.7%
净利润（百万元）	473	590	738	948
同比（%）	-11.3%	24.6%	25.0%	28.6%
每股收益（元/股）	0.53	0.67	0.83	1.07
P/E（倍）	23.02	18.21	14.70	11.40

投资要点

■ **事件：**1) 公司发布 2018 年半年报，上半年实现营收 16.62 亿，同比增长 18.43%；实现归母净利润 2.66 亿，同比增长 20.80%；扣非后归母净利润为 2.55 亿，同比增长 18.83%。2) 预计 1-9 月实现归母净利润 3.26-3.75 亿，同比增速为 0%-15%。

■ **清废行动催化二季度业绩增速显著提升，价格效应尚不明显：**根据公司半年报，上半年实现营收 16.62 亿，同比增长 18.43%；实现归母净利润 2.66 亿，同比增长 20.80%；扣非后归母净利润为 2.55 亿，同比增长 18.83%，业绩增长符合市场预期。其中二季度受到生态环境部“清废行动 2018”的有力催化（“清废行动 2018”于 2018 年 5 月 8 日正式启动），业绩增速显著提升，单季度实现营收 9.04 亿，同比增长 24.16%，环比增速提升 11.92 个百分点（一季度同比增速为 12.24%）；归母净利润为 1.45 亿，同比增长 24.39%，环比增速提升 7.59 个百分点（一季度同比增速为 16.79%）。

毛利率方面，二季度单季度毛利率为 35.83%，与去年同期相比基本持平（去年二季度单季毛利率为 35.96%），因此业绩增长更多来自于量的增加，而价格效应并不明显，主要原因为：1) 公司 80%以上危废处置来自于大型工业客户，且已经与客户建立了长期稳定的合作关系，频繁调价并非为公司的最优策略；2) 清废行动压力下，由供需格局变化传导到价格形成尚存在一定时滞。

■ **财务费用未受融资环境影响，经营性净现金流状况改善明显：**公司费用管控能力良好，上半年销售费用为 0.42 亿，同比提升 17.85%；管理费用为 2.00 亿，同比提升 4.96%；财务费用为 0.53 亿，同比提升 6.05%，考虑到二季度以来，融资环境趋紧使得资金获取难度和获取成本显著提升，而公司在上半年由中诚信将主体信用等级上调至 AA+，同时运营为主的项目更以获取银行贷款，所以财务费用并未受到融资环境趋紧的显著影响。现金流方面，上半年公司经营性净现金流为 2.99 亿，同比大幅提升 232.39%，主要是由于公司加大了对销售收入的催收力度，以及预收账款增加。

■ **前三季度业绩增长 0%-15%，看好公司长期发展前景：**根据公司公告，预计 1-9 月实现归母净利润 3.26-3.75 亿，同比增速为 0%-15%。按照业绩预告推算，三季度单季度归母净利润为 0.60-1.09 亿，同比增速分别为 -43.17%至 2.96%，推测是公司受到江西项目事件的影响，其他项目存在停工检修问题所致。长远来看，公司成长的逻辑并未发生变化。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到项目进展可能受到多方面因素影响，预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 5.90、7.38、9.48 亿，EPS 分别为 0.67、0.83、1.07 元，对应 PE 为 18、15、11 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**危废处理价格下行；危废项目进度低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.20
一年最低/最高价	12.02/17.48
市净率(倍)	2.80
流通 A 股市值(百万元)	7945.94

基础数据

每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	53.19
总股本(百万股)	887.10
流通 A 股(百万股)	651.31

相关研究

- 1、《东江环保：扣非增速符合预期，业务结构进一步优化》2018-03-30
- 2、《东江环保：四川绵阳项目落地，拓展西南区域市场可期》2017-12-01
- 3、《东江环保：扣非后实际增速符合预期，危废行业龙头敦行致远》2017-10-31

事件：1) 公司发布 2018 年半年报，上半年实现营收 16.62 亿，同比增长 18.43%；实现归母净利润 2.66 亿，同比增长 20.80%；扣非后归母净利润为 2.55 亿，同比增长 18.83%。2) 预计 1-9 月实现归母净利润 3.26-3.75 亿，同比增速为 0%-15%。

清废行动催化二季度业绩增速显著提升，价格效应尚不明显

根据公司半年报，上半年实现营收 16.62 亿，同比增长 18.43%；实现归母净利润 2.66 亿，同比增长 20.80%；扣非后归母净利润为 2.55 亿，同比增长 18.83%，业绩增长符合市场预期。其中二季度受到生态环境部“清废行动 2018”的有力催化（“清废行动 2018”于 2018 年 5 月 8 日正式启动），业绩增速显著提升，单季度实现营收 9.04 亿，同比增长 24.16%，环比增速提升 11.92 个百分点（一季度同比增速为 12.24%）；归母净利润为 1.45 亿，同比增长 24.39%，环比增速提升 7.59 个百分点（一季度同比增速为 16.79%）。

毛利率方面，二季度单季度毛利率为 35.83%，与去年同期相比基本持平（去年二季度单季毛利率为 35.96%），因此业绩增长更多来自于量的增加，而价格效应并不明显，主要原因：1) 公司 80%以上危废处置来自于大型工业客户，且已经与客户建立了长期稳定的合作关系，频繁调价并非为公司的最优策略；2) 清废行动压力下，由供需格局变化传导到价格形成尚存在一定时滞。

分业务来看：

1) 资源化：实现收入 6.55 亿，同比增长 24.89%，占比营收为 39.41%；受到原材料和人工费用上涨的影响，上半年该业务毛利率为 27.33%，同比下降 1.86 个百分点。

2) 无害化：实现收入 6.06 亿，同比增长 15.12%，占比营收为 36.45%；毛利率为 46.86%，与去年同期相比微降 0.48 个百分点，仍然保持在 45%以上的较高水平上。

3) 环境工程及服务：实现收入 1.19 亿，同比下降 16.26%，占比营收为 7.18%；毛利率为 25.34%，与去年同期相比基本持平（去年为 25.13%）。

4) 市政废物处理处置：实现收入 1.13 亿，同比增长 24.71%，占比营收为 6.79%；毛利率为 14.95%，与去年同期相比小幅提升 1.17 个百分点。

财务费用未受融资环境影响，经营性净现金流状况改善明显

公司费用管控能力良好，上半年销售费用为 0.42 亿，同比提升 17.85%；管理费用为 2.00 亿，同比提升 4.96%；财务费用为 0.53 亿，同比提升 6.05%，考虑到二季度以来，融资环境趋紧使得资金获取难度和获取成本显著提升，而公司在上半年由中诚信将主体信用等级上调至 AA+，同时运营为主的项目更以获取银行贷款，所以财务费用并未受到融资环境趋紧的显著影响。现金流方面，上半年公司经营性净现金流为 2.99 亿，同比大幅提升 232.39%，主要是由于公司加大了对销售收入的催收力度，以及预收账款增加。投资活动净现金流为 -4.55 亿，与去年相比小幅增加 9.39%（去年同期为 -4.16 亿）。筹资活动净现金流为 0.37 亿，与去年相比（去年同期为 2.80 亿）大幅下降，主要是由于经营性净现金流显著改善，公司控制有息负债规模。

前三季度业绩增长 0%-15%，看好公司长期发展前景

根据公司公告，预计 1-9 月实现归母净利润 3.26-3.75 亿，同比增速为 0%-15%。按照业绩预告推算，三季度单季度归母净利润为 0.60-1.09 亿，同比增速分别为 -43.17% 至 2.96%，推测是公司受到江西项目事件的影响，其他项目存在停工检修问题所致。长远来看，公司成长的逻辑并未发生变化：

内生方面，截至 2017 年底，公司拥有国家危险废物名录中 46 大类中的 44 类危废经营资质，已取得工业危险废物质近 160 万吨/年，伴随着湖北天银、珠海永兴盛、东莞恒建、衡水睿韬等多个项目均进入建成和试运营阶段，为公司业绩增长提供充足弹性。

外延方面，公司近期接连收购万德斯（唐山曹妃甸）、富龙环保、江联环保、如东大恒、南通惠天然、衡水睿韬等多个项目，在深耕长三角市场的同时，重点拓展江浙及华北华中区域，实现业务全国布局。我们认为，一方面，公司新建扩建项目不断达产，另一方面，外延扩张战略有序推进，根据公司战略发展规划，到 2020 年实现在手处理资质合计 350 万吨/年值得期待。

股东层面：广晟“机制+人事+战略+项目”频繁释放积极信号，市场存在预期差

1) 机制理顺：公司于 2017 年 5 月发布定增预案，大股东广晟参与定增，完成后持股比例进一步提升至 18.60%，增强对公司控制力的同时，为后续战略落实和业务开展奠定基础；

2) 人事到位：2017 年 6 月，公司董事会选举刘韧为董事长、李永鹏为总裁，刘韧原先担任广晟资产经营有限公司总经理助理兼资本运营部部长及投资发展部部长、李永鹏是公司下属子公司总经理及工业危废事业部副总经理起家，两人配合有望实现资本与

业务的良好协同；

3) 战略实施：2017 年 7 月，与广晟金控发起设立环保产业并购基金，意味着在机制、人事都已经逐步理顺和到位后，公司战略和业务将加速实施和开展。

4) 项目落地：2017 年 9 月，先后收购万德斯（唐山曹妃甸）80%股权、富龙环保 30%股权。广晟入主以来一系列的运作和行动，释放出积极信号，将有望打消此前市场对于国企入主后节奏和活力不足的疑虑，为长期业绩高增长提供充足助力。

行业层面：政策事件催化市场空间释放，优质商业模式享受确定性溢价

一、近期行业政策、事件催化不断：

1) 4 月 9 日，李干杰部长主持召开生态环境部常务会议，审议并原则通过《关于聚焦长江经济带坚决遏制固体废物非法转移和倾倒专项行动方案》。

2) 5 月 9 日，生态环境部启动“清废行动 2018”，组成 150 个督查组，进驻长江经济带有关地市。

3) 5 月 10 日，生态环境部发布《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾倒 进一步加强危险废物全过程监管的通知》。

4) 5 月 11 日，生态环境部集中约谈广东省广州、江门、东莞，江苏省连云港、盐城，内蒙古自治区包头和浙江省温岭等 7 市政府，要求加强固体废物及危险废物处置能力建设。

5) 5 月 23 日，中央纪委通报曝光六起生态环境损害责任追究典型问题。

一系列针对固废领域的政策和行动持续落地，而工业危废由于对人体健康和生态环境的危害尤其严重，成为政策和行动关注的焦点。生态环境部在答记者问中明确表示，各省市县人民政府责任及部门监管责任，要以危废污染防治为重点，全面排查和摸清产生、贮存、转移、利用、处置情况，分类科学处置排查发现的各类固体废物违法倾倒问题，依法严厉打击各类固体废物非法转移行为，全面提升危险废物利用处置能力和全过程信息化监管水平。

二、根据我们的测算：

需求端：根据《第一次全国污染源普查公报》数据，2007 年中国实际危废产生量为 4574 万吨；而《2007 年环境统计年报》数据显示，当年危废产生量为 1079 万吨，数据差别较大。我们注意到在普查公报数据公布后，环保部在发布统计年报时，已经在有意识地逐步调整统计精度，假设到 2016 年该差距已经由四分之一缩小为二分之一，那么我们可以测算出全国危废实际产生量约为 9984 万吨/年。

供给端：我们统计各省份已核准处置资质规模，截至 2017 年年末全国已核准危废处置资质合计约为 6500 万吨，即使处理设施满负荷运营，处置率也只有 65%，实际上受到部分危废处置企业获取渠道单一、邻避效应等多种因素的影响，行业实际处置率不到 50%。

“十三五”以来，在两高司法解释和环保执法力度空前趋严的形势下，尤其在 2018 年启动“二污普”和近期生态环境部集中约谈 7 市领导等一系列事件的催化下，预计危废处置行业缺口将快速弥合，行业有望进入集中整合期。假设到 2020 年危废处置率可以达到 75%，则 200-300 亿市场空间有望快速释放，行业保持较高景气度趋势确定。

三、商业模式享有现金流和确定性溢价

商业模式方面，由于危废处置企业的上游客户主要是大型工业企业：1) 盈利能力较为稳定，经营波动的风险较小；2) 法律意识相对较强，更加注重危废的合规处置；3) 无论是资源化还是无害化，市场化程度较高，收费机制透明，因此，危废处置行业的商业模式清晰、客户资质较好，现金流状况稳健，在市场估值体系重构的形势下，有望获得现金流和确定性溢价。

盈利预测与估值

考虑到项目进展可能受到多方面因素影响，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 5.90、7.38、9.48 亿，EPS 分别为 0.67、0.83、1.07 元，对应 PE 为 18、15、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

危废处理价格下行；危废项目进度低于预期。

东江环保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3036	3675	3376	4205	营业收入	3100	4202	5472	6878
现金	1242	1299	533	670	减:营业成本	1988	2694	3520	4424
应收账款	695	916	1181	1455	营业税金及附加	42	57	74	93
存货	313	473	553	737	营业费用	69	93	121	152
其他流动资产	787	987	1108	1343	管理费用	415	530	731	922
非流动资产	6204	7403	8630	9855	财务费用	99	79	78	55
长期股权投资	243	373	502	628	资产减值损失	11	16	20	25
固定资产	1650	2756	3808	4805	加:投资净收益	24	26	24	23
在建工程	1606	1484	1458	1483	其他收益	0	0	0	1
无形资产	923	996	1059	1127	营业利润	606	759	953	1230
其他非流动资产	1782	1794	1804	1812	加:营业外净收支	17	17	17	17
资产总计	9240	11078	12006	14061	利润总额	623	776	970	1247
流动负债	3170	4607	4950	6230	减:所得税费用	69	86	108	139
短期借款	1873	2041	2264	2490	少数股东损益	80	100	125	160
应付账款	705	1218	1294	1863	归属母公司净利润	473	590	738	948
其他流动负债	592	1348	1391	1877	EBIT	830	934	1136	1432
非流动负债	1748	1603	1440	1214	EBITDA	830	1212	1553	1995
长期借款	1582	1437	1274	1048					
其他非流动负债	166	166	166	166					
负债合计	4918	6210	6389	7444	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	593	692	817	977	每股收益(元)	0.53	0.67	0.83	1.07
归属母公司股东权益	3729	4176	4800	5640	每股净资产(元)	4.20	4.71	5.41	6.36
负债和股东权益	9240	11078	12006	14061	发行股份(百万股)	888	887	887	887
					ROIC(%)	10.0%	10.2%	11.3%	13.0%
					ROE(%)	12.8%	14.2%	15.3%	16.8%
					毛利率(%)	35.9%	35.9%	35.7%	35.7%
					销售净利率(%)	15.3%	14.0%	13.5%	13.8%
					资产负债率(%)	53.2%	56.1%	53.2%	52.9%
					收入增长率(%)	18.4%	35.6%	30.2%	25.7%
					净利润增长率(%)	-11.3%	24.6%	25.0%	28.6%
					P/E	23.02	18.21	14.70	11.40
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	671	1353	937	2021					
投资活动现金流	-993	-1451	-1619	-1766					
筹资活动现金流	404	154	-123	-143					
现金净增加额	82	56	-805	112					
折旧和摊销	0	278	417	564					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>