

东江环保(002672)

公司研究/点评报告

# Q3 业绩增速放缓，产能进一步扩张

点评报告/环保及公用事业

2018 年 10 月 25 日

## 一、事件概述

公司发布 2017 年三季度报告：前三季度营业收入 24.73 亿，同比增长 14.49%；归母净利润 3.73 亿，同比增长 14.21%。

## 二、分析与判断

### ➤ Q3 业绩增长不达预期，广东省危废监管趋严

公司 Q3 业绩增速明显放缓，单季度实现营收、归母净利润 8.11 亿元、1.07 亿元，同比增长 7.18% 和 0.54%，不及我们此前报告的预期。广东省环保厅《关于启用新固体废物管理信息平台的通知》文件要求，从 2017 年 1 月 1 日起，全省危险废物转移实施电子联单管理，原则上不再使用纸质联单（跨省转移除外）。深圳市人居委规定自 2018 年 1 月 1 日起，全面启用“广东省固体废物管理信息平台”，危险废物市内、市外转移均在该平台处理，原有的“深圳市环境监察支队危废监管系统”停止使用危险废物转移功能。主管部门使用纸质联单做危险废物处理处置量登记时存在时间滞后性，以往处置单位可能存在超牌照量处置的情况，但实施电子联单管理后该问题将得到解决，预计会对广东省内危废处置单位 17 年往后的实际处置量造成影响。2017 年公司在深圳市的营收占比为 31.8%，2018 年深圳市启用新的电子联单系统后，预计也会对公司处置量造成影响。

### ➤ 危废处置毛利小幅下滑，盈利能力整体稳定

前三季度，公司综合毛利率 34.67%，净利率 17.5%，分别-1.48%、-0.09%，从此前半年报的分业务数据情况来看，资源化/无害化处置毛利均有所下滑，预计 Q3 延续了上半年的情况。费用方面，销售/管理/财务费用率分别+0.33%/-3.78%/-0.11%，管理费用管控较好，推测系人员薪酬提升较少。

### ➤ 现金流状况维持良好，产能进一步扩张

公司前三季度经营活动现金流净流入 5.39 亿元，同比+14.2%，与盈利增速相匹配，维持了一贯良好的回款。投资活动现金流净流出 7.18 亿元，主要用于危废产能的建设，流出同比减少 1.09 亿元，主要系并购活动较去年同期减少。筹资活动现金净流入 3200 万元，资产负债率维持在 53% 的水平。2017 年危废资质已达 160 万吨，全年实际处置危险废物超过 100 万吨，根据公司半年报及集团官网新闻，2018 年前三季度领证产能为 16.77 万吨/年，点火调试产能为 21.5 万吨/年，2018 年危废产能将进一步扩张。

## 三、投资建议

公司近期人事处于调整期，广东省危险废物监管趋严，谨慎调整 2018-2020 年 EPS 至 0.60、0.72、0.86 元，对应当前价格 PE 19、16、13 倍，长期仍看好危废行业的高景气度，维持“推荐”评级。

## 四、风险提示：

1、危废政策支持力度不及预期；2、危废处置市场竞争格局恶化；3、公司产能建设及释放进度不及预期。

**推荐**

维持评级

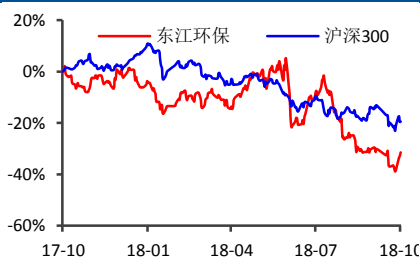
当前价格： 11.23

交易数据

2018-10-24

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 17.24/9.01 |
| 总股本(百万股)        | 887        |
| 流通股本(百万股)       | 651        |
| 流通股比例(%)        | 96%        |
| 总市值(亿元)         | 91.75      |
| 流通市值(亿元)        | 73.14      |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：010-85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：晏溶

执业证号：S0100117060016

电话：0755-22662075

邮箱：yanrong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：0755-22662085

邮箱：yangrenzong@mszq.com

相关研究

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2017E   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 3100    | 3726   | 4488   | 5331   |
| 增长率 (%)          | 18.44%  | 20.21% | 20.44% | 18.79% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 473     | 532    | 637    | 766    |
| 增长率 (%)          | -11.32% | 12.28% | 19.77% | 20.35% |
| 每股收益 (元)         | 0.53    | 0.60   | 0.72   | 0.86   |
| PE (现价)          | 21      | 19     | 16     | 13     |
| PB               | 2.67    | 2.39   | 2.12   | 1.87   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 3100  | 3726  | 4488  | 5331  |
| 营业成本      | 1988  | 2321  | 2747  | 3209  |
| 营业税金及附加   | 42    | 50    | 61    | 72    |
| 销售费用      | 69    | 83    | 99    | 118   |
| 管理费用      | 415   | 499   | 601   | 714   |
| EBIT      | 721   | 904   | 1110  | 1347  |
| 财务费用      | 99    | 191   | 277   | 354   |
| 资产减值损失    | 11    | 12    | 13    | 14    |
| 投资收益      | 24    | 22    | 22    | 22    |
| 营业利润      | 500   | 592   | 712   | 872   |
| 营业外收支     | 122   | 122   | 122   | 122   |
| 利润总额      | 623   | 714   | 834   | 994   |
| 所得税       | 69    | 104   | 122   | 146   |
| 净利润       | 553   | 611   | 713   | 848   |
| 归属于母公司净利润 | 473   | 532   | 637   | 766   |
| EBITDA    | 980   | 1259  | 1567  | 1895  |

| 资产负债表 (百万元) | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 966   | 1304  | 1571  | 1866  |
| 应收账款及票据     | 781   | 804   | 1105  | 1162  |
| 预付款项        | 49    | 77    | 72    | 102   |
| 存货          | 313   | 365   | 437   | 500   |
| 其他流动资产      | 355   | 355   | 355   | 355   |
| 流动资产合计      | 2464  | 2904  | 3540  | 3984  |
| 长期股权投资      | 243   | 265   | 287   | 309   |
| 固定资产        | 1650  | 3968  | 6184  | 8298  |
| 无形资产        | 912   | 777   | 632   | 486   |
| 非流动资产合计     | 6485  | 8735  | 10886 | 12956 |
| 资产合计        | 8949  | 11639 | 14426 | 16941 |
| 短期借款        | 1873  | 3439  | 5195  | 6477  |
| 应付账款及票据     | 705   | 952   | 1009  | 1282  |
| 其他流动负债      | 460   | 496   | 524   | 568   |
| 流动负债合计      | 3038  | 4887  | 6728  | 8326  |
| 长期借款        | 1582  | 1904  | 2246  | 2446  |
| 其他长期负债      | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 非流动负债合计     | 1589  | 1910  | 2253  | 2452  |
| 负债合计        | 4627  | 6797  | 8981  | 10779 |
| 股本          | 888   | 888   | 888   | 888   |
| 少数股东权益      | 593   | 672   | 748   | 830   |
| 股东权益合计      | 4322  | 4841  | 5445  | 6162  |
| 负债和股东权益合计   | 8949  | 11639 | 14426 | 16941 |

| 主要财务指标     | 2017E  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力       |        |        |        |        |
| 营业收入增长率    | 18.44% | 20.21% | 20.44% | 18.79% |
| EBIT 增长率   | -6.11% | 25.49% | 22.81% | 21.29% |
| 净利润增长率     | -4.12% | 10.33% | 16.72% | 19.02% |
| 盈利能力       |        |        |        |        |
| 毛利率        | 35.88% | 37.70% | 38.80% | 39.80% |
| 净利润率       | 17.85% | 16.38% | 15.88% | 15.91% |
| 总资产收益率 ROA | 8.05%  | 7.77%  | 7.70%  | 7.95%  |
| 净资产收益率 ROE | 12.69% | 12.75% | 13.55% | 14.37% |
| 偿债能力       |        |        |        |        |
| 流动比率       | 0.91   | 0.67   | 0.59   | 0.54   |
| 速动比率       | 0.69   | 0.52   | 0.47   | 0.44   |
| 现金比率       | 0.32   | 0.27   | 0.23   | 0.22   |
| 资产负债率      | 51.70% | 58.40% | 62.26% | 63.63% |
| 经营效率       |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数   | 3.97   | 4.64   | 4.06   | 4.59   |
| 存货周转天数     | 56.62  | 56.54  | 57.23  | 56.04  |
| 总资产周转率     | 0.35   | 0.32   | 0.31   | 0.31   |
| 每股指标 (元)   |        |        |        |        |
| 每股收益       | 0.53   | 0.60   | 0.72   | 0.86   |
| 每股净资产      | 4.20   | 4.70   | 5.29   | 6.01   |
| 每股经营现金流    | 0.76   | 1.30   | 1.10   | 1.94   |
| 每股股利       | 0.12   | 0.10   | 0.12   | 0.15   |
| 估值分析       |        |        |        |        |
| PE         | 21.04  | 18.74  | 15.65  | 13.00  |
| PB         | 2.67   | 2.39   | 2.12   | 1.87   |
| EV/EBITDA  | 19.42  | 17.65  | 16.33  | 14.62  |
| 股息收益率      | 0.01   | 0.01   | 0.01   | 0.01   |

| 现金流量表 (百万元) | 2017E | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 553   | 611    | 713    | 848    |
| 折旧和摊销       | 259   | 355    | 456    | 548    |
| 营运资金变动      | (141) | 191    | (190)  | 328    |
| 经营活动现金流     | 672   | 1157   | 979    | 1724   |
| 资本开支        | 0     | -2530  | -2530  | -2530  |
| 投资          | -993  | 104    | 104    | 104    |
| 投资活动现金流     | (993) | (2426) | (2426) | (2426) |
| 股权募资        | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | 404   | 1607   | 1713   | 997    |
| 筹资活动现金流     | 404   | 1607   | 1713   | 997    |
| 现金净流量       | 83    | 338    | 267    | 295    |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师与研究助理简介

**陶贻功**，2011年7月加入民生证券至今，一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员

**晏溶**，环保及公用事业方向负责人，2010年华南理工大学环境工程专业硕士毕业，中级工程师，曾就职于深圳市市场监督和管理委员会、广东省环保厅直属事业单位，长期从事环保行业政策及市场研究，2017年加入民生证券。

**杨任重**，香港理工大学精算与投资科学硕士毕业，2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                    |
|-----------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上      |
| 行业评级标准                      |      |                       |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。