

谨慎推荐 (维持)

东江环保 (002672) 深度报告

风险评级: 中风险

行业景气, 国资助力, 业绩稳增长可期

2018 年 12 月 28 日

投资要点:

黄秀瑜

SAC 执业证书编号:

S0340512090001

电话: 0769-22119455

邮箱: hxy3@dgzq.com.cn

主要数据 2018 年 12 月 27 日

收盘价(元)	11.21
总市值(亿元)	99.44
总股本(亿股)	8.87
流通股本(亿股)	6.57
ROE (TTM)	13.07%
12 月最高价(元)	17.21
12 月最低价(元)	9.01

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- **强化督查, 监管趋严, 危废处理景气高。**自生态环境部5月启动“清废行动2018”后, 要求坚决遏制固废非法转移和倾倒, 进一步加强危废全过程监管。12月生态环境部表示将于明年启动新一轮中央生态环保督查工作。环保督查将向纵深发展, 也将更加常态化。我们认为对于危废处理监管高压的态势将会持续。强化督查将会引导原经非正规途径处置的工业危废逐步回流至正规渠道, 进一步促进危废处理需求的释放。
- **国内危废处理龙头, 竞争优势明显。**公司是国内危废处理龙头, 拥有的危废处理资质最齐全, 资质质量遥遥领先, 竞争优势明显, 外延并购实力强, 在近几年行业整合步伐加快的背景下, 公司亦有意加大并购力度。随着日益增长的市场需求与无害化产能严重不足的矛盾凸显, 水泥窑协同处置兴起, 公司与海螺创业正推进水泥窑协同处置战略合作, 强强联合有利于进一步完善产业链, 提升竞争力, 巩固领先的行业地位。
- **2018年项目建设稳步推进, 为业绩增长奠定基础。**2018年以来公司继续推动多个项目建设进展, 衡水睿韬、沿海固废已取得危废经营许可证; 福建泉州、潍坊东江、湖北仙桃等项目建设完成。福建南平、南通东江、唐山曹妃甸等项目建设持续推进中。这些较2017年末合计新增26%的产能规模。另外, 设计规模13.5万吨/年的仙桃绿怡二期获得环评批复; 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。到2020年危废产能有望达350万吨, 未来2年复合增长率达30%。
- **两大国企增持, 国资背景助力发展。**10月广晟公司增持公司股份, 目前广晟公司及其下属子公司合计持有公司股份20.72%。10月江苏汇鸿集团新进, 持股5.65%。广晟公司和汇鸿集团两大国企成为公司第一、第二大股东。两大国资股东合计持股比例达26.37%。两大国企强强联合, 将形成区域项目资源互补。借助国企背景多方面的优势, 有助于优化公司整体规划布局, 有利于公司融资实力提升和规模扩张。
- **业绩稳增长可期, 维持“谨慎推荐”评级。**公司业绩有望能够实现持续稳增长。预计2018-2020年EPS分别为0.62元、0.75元、0.91元, 对应PE分别为18倍、15倍、12倍, 维持“谨慎推荐”投资评级。
- **风险提示:**项目进展低于预期, 产能扩张低于预期, 环保落实低于预期。

目 录

1.公司业务布局核心市场，持续稳增长	3
1.1 业务布局占据全国核心危废市场	3
1.2 危废主业保持稳健增长	3
2.强化督查，监管趋严，危废处理景气高	5
2.1 强化督查促进危废处理需求回流正规渠道	5
2.2 危废无害化产能供不应求局面将持续	6
2.3 行业整合空间大，期待二次并购浪潮	6
3.国内危废处理龙头，竞争优势明显	6
4.内生+外延结合，产能持续扩张	8
4.1 项目产能情况	8
4.2 2018 年项目建设稳步推进	9
5.资源化业务盈利好转	10
6.两大国企增持，国资背景助力发展	11
7.业绩稳增长可期，维持“谨慎推荐”评级	12
8.风险提示	12

插图目录

图 1：公司历年营业收入增长	3
图 2：公司历年扣非后净利润增长	3
图 3：2018H1 业务收入结构	4
图 4：2018H1 业务毛利结构	4
图 5：危废无害化业务的毛利率水平高	4
图 6：公司资产负债率	4
图 7：公司现金流状况	4
图 8：我国危险废物来源构成	5
图 9：公司研发投入	7
图 10：公司危废处理产能扩张进程	10
图 11：铜价格走势	11
图 12：公司 PE-Band	12

表格目录

表 1：工业危废无害化准入壁垒高	6
表 2：公司无害化主要项目	8
表 3：公司资源化主要项目	10
表 4：公司利润预测表	13

1. 公司业务布局核心市场，持续稳增长

1.1 业务布局占据全国核心危废市场

公司创立于 1999 年，核心业务为工业废物无害化处理和资源化利用，其他业务还有市政废物处理处置、环保工程及服务、电子废弃物拆解、再生能源利用等。

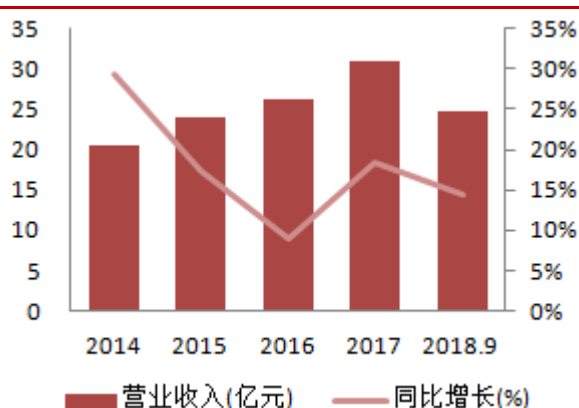
公司所从事的工业废物处理主要是通过化学、物理和生物等手段对工业企业产生的有毒有害的工业废液、污泥及废渣等废物进行无害化、减量化处理和处置，并将废物中具有再利用价值的物质转化为资源化产品。

公司近年发展迅速，业务规模不断扩大，逐步形成了较为强大的市场网络。目前公司已拥有 70 多家子公司，其中工业废物板块的有 40 家左右，形成了覆盖泛珠三角、长三角、环渤海等沿海区域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，占据了中国最核心的工业危废市场。客户类型主要为冶炼、化工等工业企业，截至 2017 年底，客户数量突破 2 万家，同比增长 40%，市占率进一步提升。

1.2 危废主业保持稳健增长

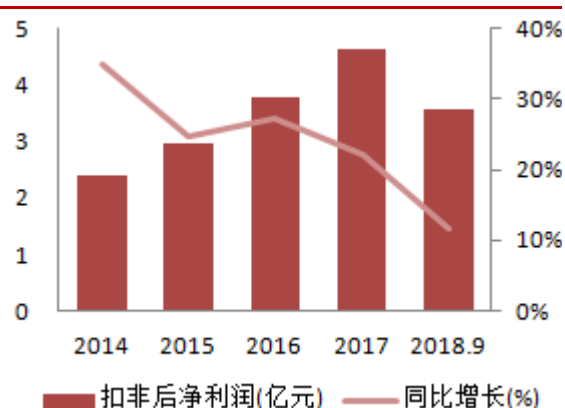
主营业务持续稳增长。公司近五年收入和净利润实现持续稳增长。2018 年，环保政策趋严及监管力度加强，公司加大生产运营管理力度及优化生产工艺设施，导致生产成本费用有所增加，但控制费用显成效，抵消了毛利率下滑带来的冲击。2018 年前三季度实现营业收入 24.73 亿元，同比增长 14.49%；归母净利润 3.73 亿元，同比增长 14.21%；扣非后净利润 3.58 亿元，同比增长 11.55%。

图1：公司历年营业收入增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图2：公司历年扣非后净利润增长

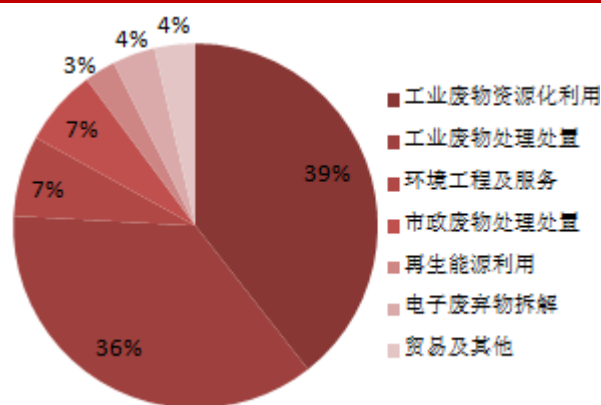


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

危废主业稳健增长，业务结构进一步优化。工业废物无害化处置和资源化利用是公司的两大主营板块。2018 年上半年无害化业务实现营收 6.06 亿元，同比增长 15.12%，占比 36.45%，毛利 2.84 亿元，同比增长 14%，占比 48%；资源化业务实现营收 6.55 亿元，同比增长 24.89%，占比 39.41%，毛利 1.79 亿元，同比增长 17%，占比 30%。危废主业

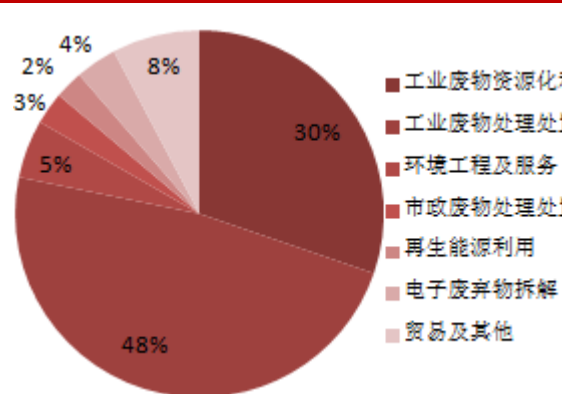
营收占比 76%，较上年同期提升 1 个百分点，毛利占比 78%，较上年同期提升 1.8 个百分点，业务结构进一步优化。

图3：2018H1业务收入结构



数据来源：Wind，东莞证券研究所

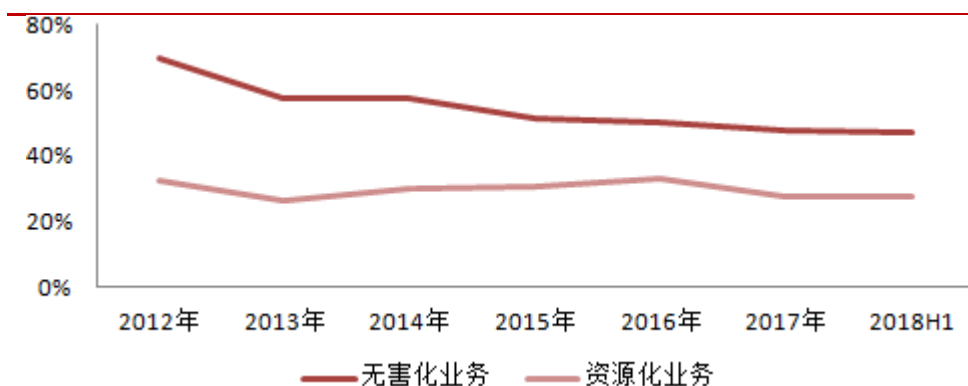
图4：2018H1业务毛利结构



数据来源：Wind，东莞证券研究所

危废无害化业务的毛利率水平高。由于危废无害化的牌照紧缺，壁垒很高，而且对专业技术和管理经验的要求高，因此该业务的毛利率水平较高，但近几年有逐步小幅下滑的趋势，在 50%左右。而资源化业务的市场竞争较为激烈，壁垒较低，相对而言，毛利率较低，在 30%左右。

图5：危废无害化业务的毛利率水平高

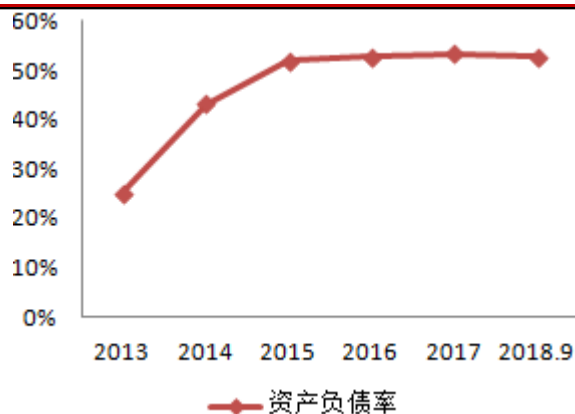


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

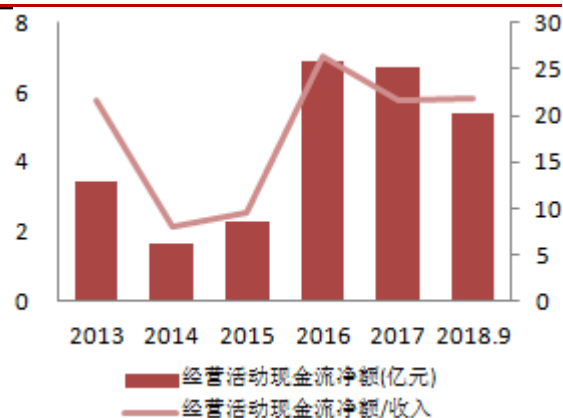
公司综合融资能力和现金流较好。2018 年上半年公司主体信用等级上调至 AA+。近四年公司的资产负债率水平基本稳定。截至 2018 年 3 季度末资产负债率为 52.72%，基本持平去年同期。经营活动现金流量净额保持正值。2018 年前 3 季度产生经营活动现金流净额 5.39 亿元，同比增长 14.21%。

图6：公司资产负债率

图7：公司现金流状况



数据来源：Wind，东莞证券研究所



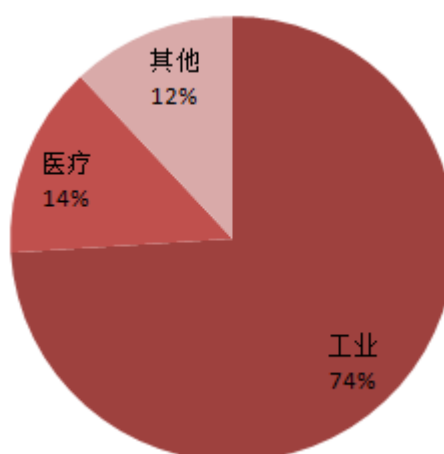
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2. 强化督查，监管趋严，危废处理景气高

2.1 强化督查促进危废处理需求回流正规渠道

危废是具有腐蚀性、毒性、易燃性、反应性、感染性等一种或几种危险特性的废物，不妥善处理造成的危害极大。环保部 2016 年发布的修订版《国家危险废物名录》将危险废物由 49 大类别调整为 46 大类别 479 种（362 种来自原名录，新增 117 种），70%以上是来自于工业行业。

图8：我国危险废物来源构成



数据来源：国家危废名录，东莞证券研究所

据统计，近年来涉嫌环境污染犯罪案件中有 40%是涉及危废环境违法案件。在关于环境污染的两高司法解释中明确，非法排放、倾倒、处置危险废物，达到 3 吨以上的，将被追究刑事责任。新《环保法》也大幅提高了工业危废非法经营的违法成本，大幅提升了环境污染犯罪的惩罚力度。但当前非法转移、倾倒危废的事件仍呈高发态势。于是 2018 年 5 月生态环境部通报了多起固废、危废非法转移倾倒案件，并启动“清废行动 2018”打击固废环境违法行为专项行动现场督查，当时督查的重点区域是长江经济带。同时印发了通知要求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。12

月份生态环境部表示将于明年启动新一轮中央生态环保督查工作。环保督查工作将向纵深发展，也将更加的常态化。我们认为，对于危废处置的监管高压的态势将会持续。强化督查将会引导原经非正规途径处置的工业危废逐步回流至正规处理渠道，进一步促进危废处理需求的释放。

2.2 危废无害化产能供不应求局面将持续

危废处置包括资源化处置和无害化处置，其中无害化处置具有更高的准入壁垒，包括严格复杂的产能资质审批、要求极高的危废处置技术、一定时间积累的管理经验以及与政府长期合作建立的信任基础等。新的市场参与者无法在短期内通过大量资金投入的方式对原有的市场格局形成较为明显的冲击。

表 1：工业危废无害化准入壁垒高

壁垒	内容
资质壁垒	取得危废资质需经过严格复杂的审批程序，从选址、可研、环评到开工建设一般需要 3 年，经环保部门环保验收合格后，环保部门根据处理能力颁发危废处理资质，获取资质需要 3-5 年，甚至 7-8 年。全资质运营商可提供快捷的一站式服务，具备竞争优势。
技术壁垒	危废处理需要应用物理、化学和生物等综合学科技术，特别是在处理技术的应用和有效性方面，需经过长期的经验积累。
经验壁垒	危废具有腐蚀性、毒性等危险特性，如风险控制经验不足，会给环境造成严重的二次污染。
信任壁垒	无论是政府还是相关合作企业，均会选择有过往可追溯经验的工业危废处理企业进行合作，行业的高要求导致新进入企业无法在短期内获得外界的信任。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

目前我国危废无害化牌照仍非常紧缺。根据粗略统计，我国每年危废产生量约 1 亿吨，其中约 30%需要进行无害化处理，而全国危废处理产能规模约 5000 万吨，其中无害化产能占比仅约 20%，所以危废无害化处置产能是供不应求的。预计未来 3 年危废处理缺口较大的局面仍将持续。

2.3 行业整合空间大，期待二次并购浪潮

目前危废市场集中度低，前十大企业市占率不到 10%，市场格局非常分散。全国 99%的工业危废处理企业为民营企业，全国 1500 多家危废处理企业平均处理规模仅为 3 万吨。大部分企业的技术、资金、研发能力弱，处理资质单一，行业整体呈现显著的“散、小、弱”特点。因此，拥有资金、资质优势的企业具有显著的行业整合能力，面临较大的市场整合空间，期待二次并购浪潮的来临，为这些龙头企业带来迅速扩张规模的机遇。

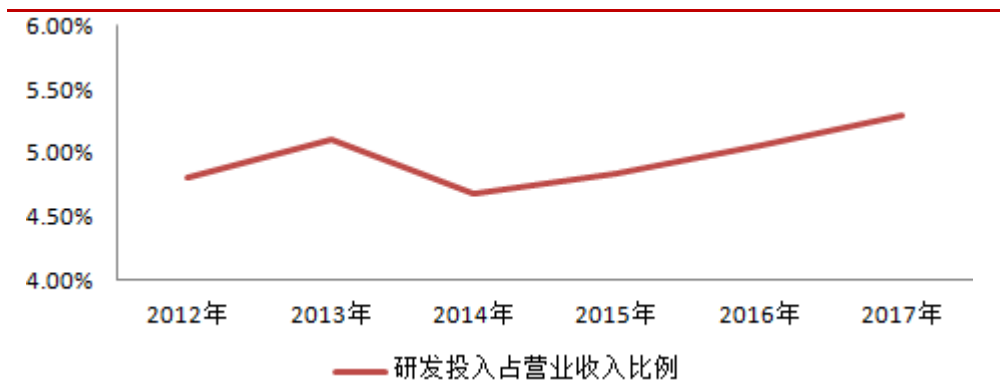
3.国内危废处理龙头，竞争优势明显

危废处理资质最齐全，资质质量遥遥领先。根据《国家危险废物名录》，我国危废有 46 大类别 479 种。据统计，94%的危废处置企业经许可处置的危废种类都小于 10 种，88%的企业处理种类小于 5 种，而能处理 25 种以上危废品类的企业仅占 1%。公司作为国内危废处置领域的先行者，已经具有 20 余年的行业经验。除了放射性、爆炸性物品外，公

公司已具备其他所有类别的危废处理资质；取得 6 家国家级和省级定点危废处理处置中心中 3 家的特许经营权。公司获取的资质质量远超第二名，龙头地位稳固，竞争优势明显。

持续研发投入保障技术储备。公司设有独立的研发中心，每年持续以占营业收入 5% 左右的比例资金投入于研发和技术改造。研发中心自设立以来已实施研究项目 100 余项，取得专利 100 余项，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，在工业危废及城市固废处理处置和综合利用等领域具备丰富的技术储备和研发成果。2017 年投入 1.6 亿元用于技改等研究，同比增长 23%，技术水平持续保持行业领先地位。

图9：公司研发投入



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

行业整合步伐加快背景下有意加大并购力度。获取工业废物处理资质主要采用两种方式，一种是自行建设，另一种是横向收并购。自行建设的周期较长，建成投运的项目一般需经过 2 年左右的爬坡期才能达到相对较高的产能利用率。因此，收并购是公司开拓业务及市场较为常用的方式，通过收并购快速补充公司产能资质，可以快速切入当地危废市场。在近几年行业整合步伐加快的背景下，公司亦有意加大并购力度。公司从区域发展向全国各地进行业务扩张，广东省内有 17 个基地，市场份额约占 50% 到 60%；拥有江西省唯一危废处置中心，2016 年底整体运营后，市场份额占到全省 70%-80%；在江苏、浙江、湖北、福建、新疆、河北等地通过收并购等方式都已有布局，遍布全国 19 个省市。公司作为全国性危废处理龙头地位已建立并稳固，未来将进一步占领更多区域的市场份额和在已有区域进行精耕细作。

开展战略合作，涉足水泥窑协同处置完善产业链。随着环保监管力度不断加强，工业危废处置市场迎来爆发性增长，日益增长的市场需求与产能错配、无害化产能严重不足的矛盾凸显，目前无害化处置产能缺口约 2000 万吨。水泥窑协同处置能够成为重要的补充手段，目前水泥窑协同处置产能约 200 万吨。水泥窑协同处置技术在国外已有 30 年经验，发展较为成熟，与传统处置设施相比，具有处置特定范围危废的投资成本和运营成本较低、二次废物量少、改造+爬坡周期短等优势，且适用 80% 的危废品类。在这领域的先行企业有望获得先发优势。2017 年 12 月，公司与海螺创业双方就水泥窑协同处置固废事宜签订战略合作协议，实现处置工艺及市场布局的优势互补，创新协同处置业务模式。海螺创业在建水泥窑协同处置固废能力为 167 万吨/年，建成并形成协同处置

固废能力 37.5 万吨/年。双方合作强强联合有利于进一步提升公司核心竞争力，巩固领先的行业地位。

借助优势，技术+服务创新业务模式。2017 年前，公司主要的环保工程服务是工业废水、市政生活废水处理工程项目。基于目前成熟危废企业较少，公司意在集合技术人才、管理经验和运营能力，实现市场化输出，朝轻资产发展。2017 年开始公司积极打造危废设施 EPC 总包能力，承接厂区设施规划建设总包方案，为行业规划建设高标准的危废处理设施，建立危废处理综合服务商品品牌，实施技术+服务的创新业务模式，EPC 项目规模一般上亿元，如拓展成功，将增加公司业绩弹性。

4.内生+外延结合，产能持续扩张

4.1 项目产能情况

近年来公司通过“内生增长+外延扩张”新增较多的危废处置产能。

表 2：公司无害化主要项目

类型	项目	产能
现有基地扩建	沙井处理基地扩建项目	目前国内规模最大的工业危废综合处理及回收利用的基地之一，原来处理能力 10.79 万吨/年，新增产能约 11 万吨/年，80%以上的达产率。
	惠州东江技改项目	新增工业危废处理能力 5.14 万吨/年。2015 年完成技改，2016 年投运。
	惠东威项目	焚烧扩建项目已完成建设，扩建后处理规模为 2 万吨/年，2017 年投运。
	厦门绿洲	福建省内仅有的两家取得综合类危废处理处置资质的企业之一，处置规模全省最大。新增危废项目 3.4 万吨/年。
	浙江华鑫项目	新增 2 万吨焚烧和 2 万吨/年填埋。
自建项目	粤北危废处理中心项目	无害化处置能力 7 万吨，其中焚烧 0.95 万吨/年，物化处理 2.6 万吨/年，填埋 3.4 万吨/年。
	江西固废中心项目	江西省规划的唯一一家省级危废综合处理处置中心，一期 8.6 万吨/年的无害化建设（无害化 5 万吨/年，资源化 3.6 万吨/年）全面建成并获资质，2016 年底进入试运行阶段。
	江门工废处理项目	2015 年 8 月取得 19.85 万吨/年处理资质，2016 年产能利用率约 60%-70%，2017 年满产。
	山东潍坊东江	取得 19.6 万吨资质环评批复，其中物化 12 吨，焚烧 6 万吨，2018 年建成。
	东江威立雅	2 万吨/年焚烧扩建项目于 2016 年投运。
	广东肇庆	焚烧、填埋、物化处理的三位一体项目已获得环评批复，项目建设推进中。
	福建南平	2 万吨/年焚烧项目预计于 2018 年建成。
	东莞恒建	8 万吨/年的物化项目于 2017 年底试生产。

收并购项目	泉州 PPP 项目	约 9 万吨/年危废处置项目于 2017 年上半年取得环评批复, 目前处于建设阶段。
	四川绵阳项目	拟建成大型工业危废综合处置基地, 年处理规模 35 万吨, 其中无害化 25 万吨/年。
	邯郸市涉县循环经济示范中心项目	15 万吨/年处理规模, 一期建设预计规模为 7 万吨/年 (焚烧 2 万吨/年、填埋 4 万吨/年、物化 1 万吨/年)。
	沿海固废	2016 年第三季度医疗垃圾焚烧处置能力从 1 万吨/年提升至 3 万吨/年, 2016 年投运。未来整体规划是 8 万吨/年。
	新疆克拉玛依沃森	危废焚烧填埋规模 5 万吨/年。
	海城固废	滨海工业园区唯一一家焚烧企业, 规模为 0.6 万吨/年, 后续将扩建至 0.9 万吨/年。
	珠海永兴盛	已获 4.6 万吨/年危废处理资质, 1 万吨/年焚烧项目 2016 年底进入试运行阶段。
	河北衡水睿韬	约 7.75 万吨/年的扩建项目于 2017 年底投产。
	湖北天银	2 万吨/年焚烧项目 2016 年底进入试运行阶段。
	浙江江联环保	绍兴市独家医疗废物许可项目, 危废焚烧规模 0.66 万吨/年, 医疗废物处理 20 吨/日。新增焚烧规模 1.32 万吨/年, 2015 年底投运。
	南通如东大恒	危废焚烧规模 1.9 万吨/年。2016 年取得资质后产能利用率 60-70%, 2017 年达产率 80-90%, 2018 年满产。4 万吨/年填埋项目预计于 2018 年建成。
	南通惠天然	南通市唯一获批规划建设危废填埋场的企业, 2 万吨/年项目于 2016 年投运。
	唐山曹妃甸	年处理危废 5.82 万吨, 项目预计于 2018 年底建成。
	佛山富龙环保	年处理危废 4.97 万吨, 其中 1.97 万吨/年在试运营阶段, 另外焚烧 3 万吨/年项目预计 2019 年初建成投产。

资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所整理

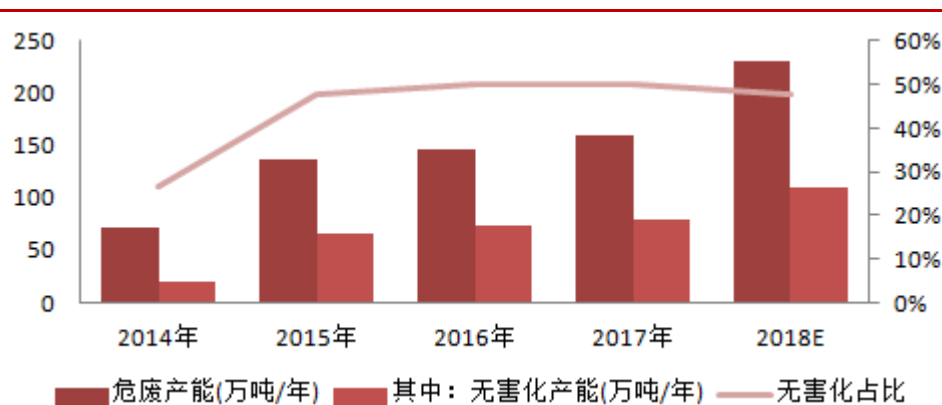
4.2 2018 年项目建设稳步推进

未来公司产能扩张重点在于无害化产能。2015 年公司危废产能迅速扩张, 达到 136 万吨/年, 同比增长 89%; 尤其是无害化产能达 65 万吨/年, 同比增长约 240%, 占比 48%。而 2016 年在无害化方面由于监管审批逐渐趋严, 导致公司产能释放缓慢, 年末产能为 146 万吨, 同比增长 7%; 其中无害化产能同比增长 12%, 占比 50%。2017 年由于环保督查等原因, 导致项目进度延后, 投产了湖北天银、珠海永兴盛、东莞恒健等项目, 截至年末危废资质达约 160 万吨/年, 同比增长约 10%; 其中无害化产能 80 万吨/年, 同比增长约 10%, 占比 50%。总体无害化产能利用率约 60%, 其中填埋业务是满负荷的, 焚烧业务产能利用率超过 90%, 物化业务约 47%, 主要是一部分前期规划的产能因后期当地工业结构调整, 使得产能和市场需求没有较好衔接。

2018 年以来继续推动多个项目建设进展, 衡水睿韬焚烧 2.9 万吨/年、物化 2 万吨/年、沿海固废物化 2.4 万吨/年已取得危废经营许可证; 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、湖北仙桃绿怡资源化 1.8 万吨/年建设完成。福建南平 2 万吨/年、南通东江 4 万吨/年、唐山曹妃甸 5.8 万吨/年等项目建设持续推进中。较 2017 年末合计新增 26% 的产能规模。另外，设计规模 13.5 万吨/年的仙桃绿怡二期获得环评批复；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。这些项目陆续建成投产将为公司后续业绩实现持续增长奠定基础。

图10：公司危废处理产能扩张进程



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司规划到 2020 年危废产能达 350 万吨，未来 2 年复合增长率达 30%，其中无害化约占 2/3、资源化约占 1/3，无害化产能的复合增长率将达 40%。

5.资源化业务盈利好转

工业废物资源化利用业务，主要是从高浓度工业废液中提炼重金属，然后将重金属加工成化合物。公司主要采用湿法技术，直接生成化合物，能耗更低。

公司的工业废物资源化产品主要包括硫酸铜、氧化铜、碱式氯化铜、硫酸镍、次氧化锌等，高附加值产品的生产包括电镀级硫酸铜和氧化铜。该等产品均为用途广泛的基础化工原料和饲料微量元素添加剂。

表 3：公司资源化主要项目

项目	产能
粤北危废处理中心项目	铜、镍、铬、锌及有色冶炼废物等资源化处理能力 43 万吨/年。
江西工业固废处置中心	二期 28 万吨/年的资源化项目将于 2018 年建成。
江门工废处理项目	废矿物油等工业危废资源化产能 12.85 万吨/年，2015 年 7 月获得运行资质，2016 年产能利用率达到 60%-70%，2017 年满产。
浙江嘉兴德达项目	资源化产能为 6 万吨/年，2015 年投运。
韶关绿然	含锌、含铅、含铜等尾矿的处置及销售，25 万吨/年，2016 年满产。

东莞恒建	含铜废液的处理资质 5 万吨/年。
湖北天银	处理能力为 3.5 万吨/年，目前处于建设期。
湖北东江	处理能力为 5 万吨/年。
湖北仙桃绿怡	1.78 万吨/年资源化项目预计于 2018 年建成。
昆山基地	处置利用含镍废液规模 8 万吨/年。
山东潍坊	资源化 1.6 万吨/年项目预计将于 2018 年建成。
四川绵阳项目	年处理规模 35 万吨，其中资源化 10 万吨/年。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资源化业务盈利好转。公司的资源化产品价格受金属价格影响较大。2017 年前，金属价格持续下跌降低公司资源化业务盈利水平。2017 年金属价格持续回升，年末铜价格较 2016 年末上涨了 21%，因铜价上涨，产品销售价格同比上涨，2017 年公司资源化业务量价齐升，收入同比增长 49%。截至 2018 年 12 月 21 日，今年以来铜均价较上年同期上涨 3.32%。资源产品价格企稳对公司资源化业务盈利好转有积极作用。

图11：铜价格走势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

6.两大国企增持，国资背景助力发展

2016 年 7 月，广东省属大型国有企业广晟公司受让公司前董事长张维仰 6.98%的股份。2016 年 10 月，广晟成为控股股东，广东省国资委持有广晟公司 100%股权，公司的实际控制人变更为广东省国资委。2017 年 1 月，广晟公司以 22.126 元/股受让张维仰 6.88%股权。2016 年 11 月至 2017 年 1 月期间，广晟全资子公司增持东江环保股份约 1%。2018 年 10 月，张维仰将其持有的 4435.5 万股公司股份转让给广晟公司。目前广晟公司及其下属子公司合计持有东江环保 1.84 亿股，占公司总股本的 20.72%。

广晟在广东省属竞争性国有企业中排名第一，其国资背景对公司的拿单、融资、并购等方面均有积极帮助。获得国资背景后，公司在省内外的协调能力大大增强，改善公司政企关系，对公司的项目拓展有积极帮助。广晟有融资优势，银行融资都在基准利率下浮 10%左右，可以置换公司部分高息贷款，降低财务费用。广晟目前管理的产业基金有 300

亿的规模，通过基金运作可以给予公司资产并购的支持，打造泛环保产业链的综合平台。此外，广晟后续在电子、矿山、稀土等资源领域可以和公司协同发展。国有大股东资源的支持效应未来会有更明显的体现。

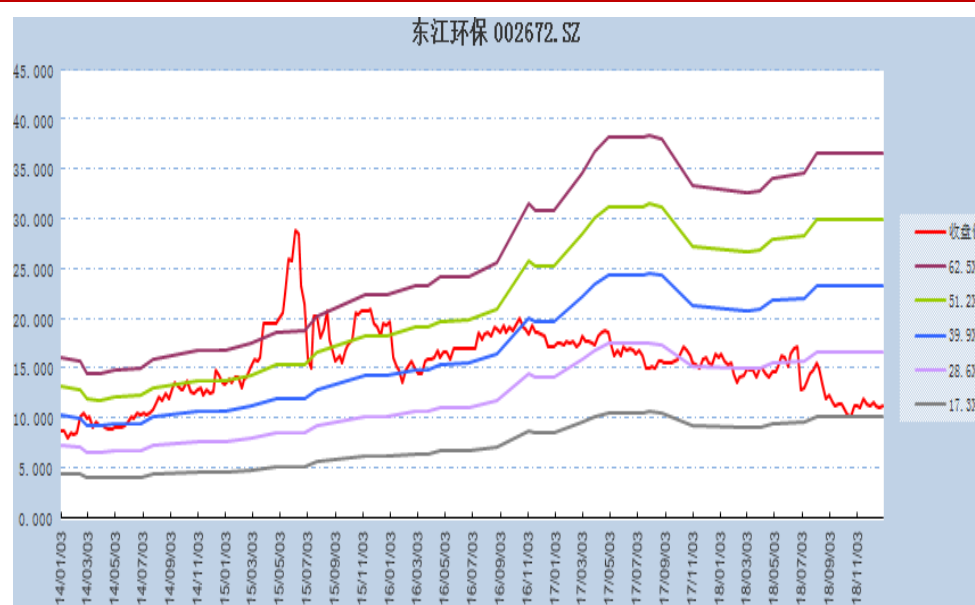
2018 年 10 月，江苏汇鸿集团新进持有 5.65% 的公司股份。汇鸿集团是江苏省省属国有控股大型企业集团，多元化发展，重点布局“供应链运营+投资与金融”两大主业，系中国企业 500 强、中国对外贸易 500 强、中国服务业 500 强企业。

广晟公司和汇鸿集团两大国企成为公司第一、第二大股东。两大国资股东合计持股比例达 26.37%。两大国企强强联合，将形成区域项目资源互补。借助国企背景多方面的优势，有助于优化公司整体规划布局，有利于公司融资实力提升和规模扩张。

7. 业绩稳增长可期，维持“谨慎推荐”评级

强化督查有助于危废处理需求回流正规渠道，行业景气度保持较高。公司的国资背景有利于融资实力提升和规模扩张。2018 年多个项目建设稳步推进，预计业绩能够实现持续稳增长。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.62 元、0.75 元、0.91 元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、12 倍，维持“谨慎推荐”评级。

图12：公司PE-Band



数据来源：Wind，东莞证券研究所

8. 风险提示

项目进展低于预期。

产能扩张低于预期。

环保政策落实低于预期。

表 4：公司利润预测表

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	3,099.66	3,675.22	4,615.03	5,589.70	净利润	447.82	639.39	767.62	935.60
营业成本	1,987.51	2,378.22	2,972.17	3,596.88	折旧与摊销	275.31	209.98	304.65	299.35
营业税金及附加	41.99	49.62	57.69	67.08	财务支出	105.42	121.84	129.33	138.77
销售费用	68.63	80.85	101.53	122.97	投资损失	-23.69	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	415.28	422.65	530.73	642.82	净营运资本变动	-238.62	-179.99	-141.81	-145.09
财务费用	98.68	121.84	129.33	138.77	经营性现金流	671.40	761.21	1,029.80	1,198.63
资产减值损失	11.43	12.86	16.15	19.56	资本支出	-1,105.91	156.99	151.64	196.12
其他经营收益	24.07	30.00	30.00	30.00	其它投资	113.14	30.00	30.00	30.00
营业利润	500.22	639.17	837.42	1,031.62	投资性现金流	-992.78	186.99	181.64	226.12
利润总额	517.04	739.17	887.42	1,081.62	股权融资	11.16	-1.14	0.00	0.00
减 所得税	69.22	99.79	119.80	146.02	债券融资	2,759.43	223.70	287.83	229.93
净利润	447.82	639.39	767.62	935.60	股利分配及其它	-270.05	-259.51	-294.62	-340.23
减 少数股东损益	79.98	88.70	106.49	129.79	筹资性现金流	2,500.54	-36.94	-6.79	-110.30
归母公司净利润	473.38	550.69	661.13	805.81	货币资金变动	2,179.16	911.26	1,204.65	1,314.46
资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,242.4	2,153.6	3,358.34	4,672.80	成长能力（YOY）				
应收账款	694.64	823.62	1,034.23	1,252.66	营业收入	18.44%	18.57%	25.57%	21.12%
预付账款	49.25	58.93	73.64	89.12	营业利润	-14.39%	27.78%	31.02%	23.19%
存货	312.59	482.22	598.85	721.60	归母公司净利润	-11.32%	16.33%	20.06%	21.88%
其它	471.44	526.43	616.20	709.31	盈利能力				
流动资产合计	2,770.3	4,044.8	5,681.2	7,445.48	销售毛利率	35.88%	35.29%	35.60%	35.65%
长期股权投资	243.31	243.31	243.31	243.31	销售净利率	15.27%	14.98%	14.33%	14.42%
固定资产合计	1,649.5	1,982.5	1,953.19	1,716.00	ROE	10.66%	11.14%	11.93%	12.84%
长期待摊费用	19.98	19.98	19.98	19.98	ROIC	6.67%	6.45%	7.48%	8.69%
其它	4,290.9	3,590.8	3,163.99	2,905.71	偿债能力				
非流动资产合计	6,203.7	5,836.7	5,380.4	4,885.00	资产负债率	53.07%	52.31%	51.96%	50.94%
资产总计	8,974.0	9,881.6	11,061.1	12,330.4	流动比率	0.87	1.22	1.48	1.73
短期借款	1,872.6	1,837.6	2,076.76	2,235.88	速动比率	0.78	1.07	1.32	1.56
应付账款	705.13	843.75	1,054.48	1,276.11	营运能力（次）				
预收款项	139.36	166.76	208.40	252.21	资产周转率	0.37	0.39	0.44	0.48
其它	453.02	470.28	507.84	547.07	存货周转率	6.86	5.98	5.50	5.45
流动负债合计	3,170.1	3,318.4	3,847.4	4,311.27	应收账款周转率	5.22	4.84	4.97	4.89
长期借款	292.55	551.28	599.95	670.76	每股指标（元）				
其它	470.39	1,040.9	1,251.03	1,228.89	每股收益	0.53	0.62	0.75	0.91
非流动负债合计	762.94	1,592.2	1,850.9	1,899.65	每股经营现金流	75.68	85.81	116.09	135.12
负债合计	4,762.4	5,169.3	5,747.1	6,281.74	每股净资产	4.20	5.57	6.25	7.08
实收资本	888.24	887.10	887.10	887.10	每股股利	0.16	0.16	0.19	0.23
资本公积	505.83	505.83	505.83	505.83	估值指标（倍）				
留存收益及其它	3,046.7	3,548.4	4,150.82	4,884.97	PE	21.01	18.06	15.04	12.34
所有者权益合计	4,440.8	4,941.4	5,543.7	6,277.90	PB	2.67	2.01	1.79	1.58
负债和权益总计	9,203.2	10,110.7	11,290.8	12,559.6	EV/EBITDA	14.90	13.46	10.21	8.80

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn