

从现金流看实际经营能力，期待治理改善带来的资产效率提升

买入（维持）

2019 年 03 月 31 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,284	3,547	4,079	4,895
同比（%）	5.9%	8.0%	15.0%	20.0%
归母净利润（百万元）	408	517	663	803
同比（%）	-13.8%	26.7%	28.3%	21.1%
每股收益（元/股）	0.46	0.58	0.75	0.91
P/E（倍）	27.10	21.38	16.67	13.77

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年年报，2018 年全年实现营业收入 32.84 亿元，同比增长 5.95%；归母净利润 4.08 亿元，同比减少 13.83%；扣非归母净利润为 3.23 亿元，同比减少 30.22%。加权平均 ROE 下降 2.96 个百分点至 10.57%。
- **营收平稳增长，经营业绩下降。**2018 年公司实现营业收入 32.84 亿元，同比增长 5.95%；归母净利润 4.08 亿元，同比减少 13.83%；扣非归母净利润为 3.23 亿元，同比减少 30.22%，主要受在建工程转固后计提折旧及财务费用增加，和对商誉和除商誉外的部分资产计提减值准备等因素影响。18 年四季度公司实现营业收入 8.11 亿元，同比减少 13.68%；归母净利润 0.35 亿元，同比减少 76.00%；扣非归母净利润为-0.34 亿元，同比减少 124.03%。利润率方面，2018 年全年毛利率为 35.29%，与去年同期相比微降 0.59 个百分点；净利率为 14.44%，与去年同期相比下降 3.41 个百分点。利润率与去年同期基本持平，公司业绩的下降主要是资产减值损失和财务费用增加所致。
- **经营现金流大幅优化，反应实际经营能力，期间费用增长。**2018 年公司经营性现金净流入 8.98 亿元，同比增长 33.70%，主要系公司减少了回款较慢的工程项目承接，聚焦现金流较好的危废业务。经营现金流的增加反应了公司主营业务的实际成长性。2018 年公司期间费用（包含研发费用）同比增长 19.92%至 6.99 亿元，期间费用率上升 2.48 个百分点至 21.27%。其中，销售费用增长较快，同比增加 43.55%至 0.99 亿元，主要系报告期内公司加大了品宣和市场开拓力度，销售费用率上升 0.79 个百分点至 3%。
- **公司成长逻辑清晰，期待治理改善带来的资产效率提升。**危废行业商业模式清晰，现金流稳健，景气度仍在。从经营现金流情况可见一斑，18 年 3 大已完工项目和各 7 个在建/拟建项目为公司未来的业绩增长提供动力。监管，资本带来的行业变化中，具备资质规模，技术能力，运营经验的龙头企业，在经历了 2018 年各因素调整期后，治理趋于稳定，管理优化带来的 ROE 回升值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.17、6.63、8.03 亿元，EPS 分别为 0.58、0.75、0.91 元，对应 PE 为 21、17、14 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)	12.46
一年最低/最高价	9.01/17.24
市净率(倍)	2.74
流通 A 股市值(百万元)	8152.83

基础数据

每股净资产(元)	4.56
资产负债率(%)	51.91
总股本(百万股)	887.10
流通 A 股(百万股)	654.32

相关研究

- 1、《东江环保 (002672)：营收增长业绩略降，长期逻辑未变》2019-03-01
- 2、《东江环保 (002672)：业绩增速接近预告上限，长期成长逻辑未变》2018-10-25
- 3、《东江环保 (002672)：中报业绩符合预期，长期看好公司发展》2018-08-23

事件：公司发布 2018 年年报，2018 年全年实现营业收入 32.84 亿元，同比增长 5.95%；归母净利润 4.08 亿元，同比减少 13.83%；扣非归母净利润为 3.23 亿元，同比减少 30.22%，经营性现金流净流入 8.98 亿元，同比增长 33.70%。

1. 经营现金流大幅优化，反应实际经营能力

营收平稳增长，经营业绩下降。根据公司公告，2018 年公司实现营业收入 32.84 亿元，同比增长 5.95%；归母净利润 4.08 亿元，同比减少 13.83%；扣非归母净利润为 3.23 亿元，同比减少 30.22%。与之前公司业绩预告中的增速（预计 18 年归母净利润增速为 -15%至 5%）相比，公司实际增速接近预告下限，主要系报告期内在建工程转固定资产后计提折旧及财务费用增加、对商誉和除商誉外的部分资产计提减值准备等因素导致公司归母净利润下滑。

四季度业绩下滑，毛利率保持稳定。其中四季度单季实现营业收入 8.11 亿元，同比减少 13.68%；归母净利润 0.35 亿元，同比减少 76.00%；扣非归母净利润为 -0.34 亿元，同比减少 124.03%。与三季度相比（收入增速 7.18%、净利润增速 0.54%）增速有所放缓。盈利能力方面，2018 年全年毛利率为 35.29%，与去年同期相比微降 0.59 个百分点；净利率为 14.44%，与去年同期相比下降 3.41 个百分点。

经营现金流大幅优化，反应实际经营能力。2018 年公司经营性现金净流入 8.98 亿元，同比增长 33.70%，是净利润的 220%。主要系公司减少了回款较慢的工程项目承接，聚焦现金流较好的危废业务。经营现金流的增加反应了公司主营业务的实际成长性。2018 年公司应收账款 6.91 亿元，同比减少 0.55%，应收账款周转天数上升 6.95 天至 75.94 天。存货 3 亿元，同比减少 4.12%，存货周转天数下降 0.65 天至 51.86 天，与去年相比基本持平。

期间费用总体增长，销售费用增长较快。2018 年公司期间费用同比增长 19.92%至 6.99 亿元，期间费用率上升 2.48 个百分点至 21.27%。其中，销售、管理（加回研发费用）、财务费用同比分别增加 43.55%、增加 12.21%、增加 35.91%至 0.99 亿元、4.66 亿元、1.34 亿元；费用率分别上升 0.79、上升 0.79、上升 0.9 个百分点至 3.00%、14.19%、4.08%。其中，销售费用增长主要系营业收入增加，公司加大了品宣和市场开拓力度。报告期内，公司通过加强管理严控费用，管理费用得到了较好控制。另外随着公司规模的扩大，有息负债增加，致财务费用增长较快。

2. 市政固废业务增长明显，各版块毛利率保持稳定

分业务来看：

1) 工业废物资源化利用：实现收入 12.28 亿，同比增长 3.96%，占比营收为 37.40%；

受到直接人工和制造费用上涨的影响，18 年该业务毛利率为 25.36%，同比下降 1.92 个百分点。

2) 工业废物处理处置：实现收入 12.87 亿，同比增长 10.22%，占比营收为 39.18%；毛利率为 47.38%，与去年同期相比微降 0.36 个百分点，仍然保持在 45%以上的较高水平。

3) 环境工程及服务：实现收入 1.73 亿，同比下降 38.07%，占比营收为 5.28%；毛利率为 28.43%，与去年同期相比提高 2.71 个百分点。

4) 市政废物处理处置：实现收入 2.62 亿，同比增长 35.78%，占比营收为 7.98%；毛利率为 12.71%，与去年同期相比微降 0.07 个百分点。

3. 3 大建成项目和各 7 个在建/拟建项目为未来业绩增长提供动力

广东韶关、兴业东江、山东潍坊项目建设完工将为未来业绩增长提供长期动力。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，2018 年完成了 3 大项目建设。1) 韶关再生资源 9500 吨/年的焚烧项目投入运营，8 万吨/年含铜污泥资源化利用项目完成建设；2) 公司首个 PPP 危废处置项目兴业东江完成建设并投产，处理资质为焚烧 2 万吨/年、填埋 3.35 万吨/年、物化 1.5 万吨/年及资源化 3000 吨/年；3) 山东潍坊蓝海项目完成建设，项目设计规模为焚烧 6 万吨/年，物化 12 万吨/年及资源化利用 1.59 万吨/年。预计 2019 年这些项目完成产能爬坡期后将为公司业绩增长提供长期动力。

7 个重点在建项目及 7 个拟建项目为公司可持续发展带来增量。公司重点在建项目包括唐山曹妃甸万德斯项目、南通东江项目、佛山富龙项目、福建南平项目、华鑫环保项目、江西东江资源化项目和厦门东江项目等项目，上述项目建成后，预计将在 2020 年形成超过 25 万吨/年的增量处置能力。此外，公司在报告期内积极推进了 7 个拟建项目的前期工作，上述项目全部建成后预计可以新增超过 50 万吨/年的处置能力，将有效保障公司的可持续发展。

危废行业商业模式清晰，现金流稳健，景气度仍在。从经营现金流情况可见一斑，18 年 3 大已完工项目和各 7 个在建/拟建项目为公司未来的业绩增长提供动力。

4. 公司成长逻辑清晰，期待治理改善带来的资产效率提升

一、近期行业政策、事件催化不断：

1) 生态环境部部长李干杰在两会上提出，要打好污染防治攻坚战，保持加强生态文明建设的战略定力。

2) 生态环境部在生态环境保护督察专题培训班上表示，用三年左右完成第二轮中央生态环保督察。

3) 财政部表示 2018 年中央财政七方面支持了污染防治攻坚战。

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环境生态的危害尤其严重，成为政策和行动关注的焦点。生态环境部部长李干杰强调，要推动中央生态环境保护督察向纵深发展，助力打好污染防治攻坚战，在督察实践中打造生态环境保护铁军排头兵。

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。因此，监管，资本带来的行业变化中，具备资质规模，技术能力，运营经验的龙头企业，在经历了 2018 年各因素调整期后，治理趋于稳定，管理优化带来的 ROE 回升值得期待。

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.17、6.63、8.03 亿元，EPS 分别为 0.58、0.75、0.91 元，对应 PE 为 21、17、14 倍，维持“买入”评级。

6. 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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,088	4,142	4,528	5,187	营业收入	3,284	3,547	4,079	4,895
现金	1,054	1,664	2,068	2,114	减:营业成本	2,125	2,239	2,529	3,035
应收账款	691	648	892	955	营业税金及附加	45	43	49	59
存货	300	345	383	491	营业费用	99	103	118	142
其他流动资产	1,043	1,485	1,184	1,626	管理费用	374	442	485	582
非流动资产	6,656	6,778	7,079	7,633	财务费用	134	75	68	59
长期股权投资	303	384	462	540	资产减值损失	28	25	21	21
固定资产	2,254	2,432	2,705	3,093	加:投资净收益	13	61	69	69
在建工程	1,254	1,127	1,133	1,247	其他收益	17	11	13	12
无形资产	893	901	905	877	营业利润	566	693	890	1,078
其他非流动资产	1,953	1,934	1,875	1,876	加:营业外净收支	-7	3	3	3
资产总计	9,744	10,920	11,606	12,819	利润总额	558	696	893	1,081
流动负债	3,524	4,011	3,865	4,634	减:所得税费用	84	95	122	148
短期借款	1,834	1,834	1,834	1,834	少数股东损益	66	84	108	130
应付账款	558	773	731	1,073	归属母公司净利润	408	517	663	803
其他流动负债	1,132	1,404	1,300	1,727	EBIT	706	804	999	1,181
非流动负债	1,534	1,747	1,919	1,551	EBITDA	1,030	1,149	1,404	1,645
长期借款	1,339	1,551	1,723	1,355					
其他非流动负债	196	196	196	196					
负债合计	5,058	5,757	5,784	6,185	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	644	728	836	966	每股收益(元)	0.46	0.58	0.75	0.91
					每股净资产(元)	4.56	5.00	5.62	6.39
归属母公司股东权益	4,042	4,435	4,987	5,668	发行在外股份(百万股)	887	887	887	887
负债和股东权益	9,744	10,920	11,606	12,819	ROIC(%)	7.6%	8.3%	9.3%	10.6%
					ROE(%)	10.1%	11.6%	13.2%	14.1%
					毛利率(%)	35.3%	36.9%	38.0%	38.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	12.4%	14.6%	16.3%	16.4%
经营活动现金流	898	1,044	894	1,490	资产负债率(%)	51.9%	52.7%	49.8%	48.2%
投资活动现金流	-955	-393	-623	-936	收入增长率(%)	5.9%	8.0%	15.0%	20.0%
筹资活动现金流	-136	-40	133	-508	净利润增长率(%)	-13.8%	26.7%	28.3%	21.1%
现金净增加额	-193	610	404	46	P/E	27.10	21.38	16.67	13.77
折旧和摊销	325	344	404	464	P/B	2.73	2.49	2.22	1.95
资本开支	847	52	223	476	EV/EBITDA	13.99	12.23	10.02	8.40
营运资本变动	-103	96	-267	116					

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>