

东江环保 (002672)

工业废物处置业务增长，经营性现金流改善
买入（维持）

2019 年 08 月 30 日

证券分析师袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理王浩然

021-60199782

wanghr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	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	0.59	0.75	0.91
P/E（倍）	21.17	16.70	13.02	10.75

投资要点

- **事件：**2019 年上半年公司实现营业收入 16.90 亿元，同比增长 1.67%；归母净利润 2.52 亿元，同比减少 5.08%；扣非归母净利润 2.35 亿元，同比减少 7.79%；加权平均 ROE 同比降低 0.83pct，至 6.06%。
- **业务结构持续优化，工业废物处置业务高速增长。**2019H1 公司毛利率提高 1.07pct 至 36.69%，主要得益于高毛利率的工业废物处置业务营收占比提升。分板块来看，1) 工业废物处置业务实现营收 7.97 亿元，同比增长 31.54%，营收占比为 47.16%，毛利率同比提升 2.08pct 至 48.94%；2) 工业废物资源化利用业务实现营收 5.66 亿元，同比减少 13.64%，营收占比为 33.47%，毛利率微降 0.40pct 至 26.93%；3) 市政废物处置业务实现营收 1.06 亿，同比减少 5.64%，营收占比 6.30%，毛利率降低 7.07pct 至 7.88%；4) 环境工程与服务业务实现营收 0.75 亿，同比减少 37.57%，营收占比 4.41%，毛利率降低 3.00pct 至 22.34%。
- **19H1 新增危废资质 35.5 万吨/年，在申请+在建+拟建危废产能达 83.4 万吨/年。**19H1 公司新增投产项目 3 个，取得危废资质项目 1 个，新增危废经营资质合计 35.5 万吨/年，据统计截止 18 年底公司存量危废资质已达 167 万吨/年左右，新增资质约为存量资质的 21%，产能快速释放；正在申请危废资质的项目 3 个，资质合计 8.9 万吨/年；在建项目 4 个，设计资质合计 13.5 万吨/年；拟建项目 7 个，设计资质约 61 万吨/年，项目储备充足。
- **期间费用率上升 2.45pct，销售及财务费用增幅较大。**2019H1 公司期间费用（加回研发费用）同比增长 15.69%至 3.4 亿元，期间费用率同比上升 2.45pct 至 20.15%。其中销售费用率同比上升 0.79pct 至 3.29%，主要系公司加强公司业务品牌宣传及管理所致。管理（加回研发费用）费用率同比上升 0.73pct 至 12.74%。财务费用率同比上升 0.93pct 至 4.12%，主要系在建工程转固后致使利息费用化增加所致。
- **经营性净现金流同比增长 95.32%。**2019H1 公司经营活动现金流净额 5.83 亿元，同比增加 95.32%；投资活动现金流净额-3.46 亿元，同比增加 23.95%；筹资活动现金流净额 0.38 亿元，同比增加 3.72%。
- **抢先布局粤港澳大湾区，9 大项目已落地。**《粤港澳大湾区发展规划纲要》中明确指出，要加强危废区域协同处理能力建设，强化跨境转移监管，提升固废的无害化、减量化、资源化水平。目前，公司已有 9 个危废处置项目落户粤港澳大湾区的 5 个城市，共取得资质 88.29 万吨/年，在建设能力为 45.8 万吨/年。公司是广东省唯一的省属国资危废处置平台，有望充分受益粤港澳大湾区带来的发展机遇。
- **国资接连入驻，产业布局有望快速扩张。**18 年以来，大股东广晟集团股比增持至 18.89%，江苏省属国资汇鸿集团持股 5.79%成为第二大股东，公司国资背景持续加强。近日，公司与汇鸿集团拟分别出资 0.8 亿、1.2 亿在南京设立合资公司，此次合作有望充分发挥汇鸿集团在江苏境内的地域与资源优势，快速推进公司在华东区域环保产业的布局，进一步提升盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：**考虑股份回购的影响后，我们预计公司 19-21 年的 EPS 分别为 0.59、0.75、0.91 元，对应 PE 分别为 17、13、11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**危废处理价格下行；项目进展不达预期；市场竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.82
一年最低/最高价	8.89/14.44
市净率(倍)	2.07
流通 A 股市值(百万元)	6485.32

基础数据

每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	53.24
总股本(百万股)	879.27
流通 A 股(百万股)	660.42

相关研究

- 1、《东江环保 (002672)：珠海项目环评超规模获批，增厚业绩可期》2019-04-14
- 2、《东江环保 (002672)：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》2019-03-31
- 3、《东江环保 (002672)：营收增长业绩略降，长期逻辑未变》2019-03-01

事件：

2019 年上半年公司实现营业收入 16.90 亿元，同比增长 1.67%；归母净利润 2.52 亿元，同比减少 5.08%；扣非归母净利润 2.35 亿元，同比减少 7.79%；加权平均 ROE 同比降低 0.83pct，至 6.06%。

点评：**1. 工业废物处置业务快速增长，期间费用率上升**

业务结构持续优化，工业废物处置业务高速增长。2019 年上半年公司实现营业收入 16.90 亿元，同比增长 1.67%；归母净利润 2.52 亿元，同比减少 5.08%；毛利率提高 1.07pct 至 36.69%，主要得益于高毛利率的工业废物处置业务营收占比提升。分板块来看，1)工业废物处理处置业务实现营收 7.97 亿元，同比增长 31.54%，营收占比为 47.16%，毛利率同比提升 2.08pct 至 48.94%；2) 工业废物资源化利用业务实现营收 5.66 亿元，同比减少 13.64%，营收占比为 33.47%，毛利率微降 0.40pct 至 26.93%；3) 市政废物处理处置业务实现营收 1.06 亿，同比减少 5.64%，营收占比 6.30%，毛利率降低 7.07pct 至 7.88%；4)环境工程与服务业务实现营收 0.75 亿，同比减少 37.57%，营收占比 4.41%，毛利率降低 3.00pct 至 22.34%。

新增危废资质 35.5 万吨/年，约占存量危废资质的 21%，无害化产能快速释放。报告期内，公司 3 项目取得危废资质并投产，1 项目取得危废资质。其中南通东江 2 万吨/年焚烧项目、兴业东江 7.15 万吨/年综合利用及处理项目和韶关东江 8.95 万吨/年综合利用及处理项目等 3 个项目取得危废资质并投入运营；潍坊东江取得 17.4 万吨/年的危废经营资质，合计获得危废经营资质 35.5 万吨/年，其中焚烧填埋资质达 14.3 万吨。据我们统计，截止 18 年底公司存量危废资质已达 167 万吨/年左右，新增危废资质约为存量资质的 21%，公司无害化产能得到快速释放。

在申请+在建+拟建危废资质达 83.4 万吨/年，项目储备充足。截止 19 年 6 月，公司正在申请危废经营许可证的项目 3 个：唐山万德斯、福建绿洲焚烧部分以及南通东江物化部分，资质合计 8.9 万吨/年；在建项目 4 个：厦门东江改扩建项目、绍兴华鑫、佛山富龙、福建绿洲填埋物化部分，设计资质合计 13.5 万吨/年；拟建项目 7 个：珠海富山、龙岗东江等离子项目、揭阳东江、韶关再生资源填埋部分、绵阳东江、邯郸东江、宝安东江技改项目，设计资质约 61 万吨/年。上述项目全部建成后预计将新增 83.4 万吨/年的处置能力，项目储备充足，将有效保障公司长期、稳定的高质量发展。

表 1：公司危废处置项目进展

项目进度	项目名称	项目规模（万吨/年）	项目类型
------	------	------------	------

新增	南通东江	2	焚烧
	兴业东江	7.15	综合利用及处理
	韶关东江	8.95	综合利用及处理
	潍坊东江	17.4	
	新增资质合计达 35.5 万吨/年		
资质申请	唐山万德斯	5.4	焚烧、填埋及物化
	福建绿洲	2	焚烧
	南通东江	1.5	物化
	在申请资质合计达 8.9 万吨/年		
在建	厦门东江改扩建、绍兴华鑫、佛山富龙、福建绿洲		
	在建设资质合计达 13.5 万吨/年		
拟建	珠海富山、龙岗东江、揭阳东江、韶关再生资源、绵阳东江、邯郸东江、宝安东江技改		
	拟建设资质合计达 61 万吨/年		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率上升 2.45pct，销售及财务费用增幅较大。2019 年上半年公司期间费用（加回研发费用）同比增长 15.69%至 3.4 亿元，期间费用率同比上升 2.45pct 至 20.15%。其中，销售费用同比增加 33.74%至 0.56 亿元，销售费用率同比上升 0.79pct 至 3.29%，主要系报告期内公司危废市场竞争更加激烈，公司加大市场开拓力度，加强公司业务品牌宣传及管理所致。管理（加回研发费用）同比增加 7.82%至 2.15 亿元，管理（加回研发费用）费用率同比上升 0.73pct 至 12.74%，主要系折旧费用增加所致。财务费用同比增加 31.18%至 0.7 亿元，财务费用率同比上升 0.93pct 至 4.12%，主要系上年度公司加快项目建设进度，在建工程转固后致使报告期内利息费用化增加所致。

销售净利率及财务杠杆下降使 ROE 同比下降 0.83pct。2019 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 0.83pct 至 6.06%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年上半年公司销售净利率为 17.22%，同比下降 1.63pct，总资产周转率为 0.17（次），同比下降 0.01（次），权益乘数从 18 年上半年的 2.48 下降至 19 年上半年的 2.46。

2. 资产负债率基本持平，营运效率略降

资产负债率基本持平，营运效率略降。2019 年上半年公司资产负债率为 53.24%，同比增长 0.05pct，较上年末增长 1.33pct。2019 年上半年公司应收账款同比增长 6.43%至 7.54 亿元，应收账款周转天数同比增加 0.97 天至 76.93 天；存货同比减少 15.3%至 2.73 亿元，存货周转天数同比减少 5.22 天至 48.19 天；应付账款同比减少 11.18%至 6.2 亿元，应付账款周转天数同比减少 18.87 天至 99.12 天，使净营业周期同比增加 14.63 天至 26 天。

3. 小贷公司客户贷款回笼，致经营性现金流大幅增长

经营性净现金流同比增长 95.32%至 5.83 亿元。1) 2019 年上半年公司经营活动现金流净额 5.83 亿元，同比增加 95.32%，主要系公司工业废物处理业务提升而增加经营性现金流入以及小贷公司客户贷款回笼所致；2) 投资活动现金流净额-3.46 亿元，同比增加 23.95%，主要系报告期内项目投资支出减少所致；3) 筹资活动现金流净额 0.38 亿元，同比增加 3.72%。

4. 行业景气度延续，龙头产能有望持续扩张

政策加速产能缺口弥合，行业景气度延续。近年来，生态环境部重点推行“坚决禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革”、“组织开展“无废城市”建设试点”，开展“着力实施打击固体废物非法转移倾倒专项行动”、“废铅蓄电池污染防治专项行动”、“长江经济带固体废物大排查”、“清废行动 2019”等一系列固废领域工作，明确指出要加强危险废弃物的排查、处置与监管，“响水爆炸事件”更是加速规范治理。截至 2017 年全国的危险废物利用处置能力约为 7500 万吨，我们预计危废实际产生量近 1 亿吨，行业产能缺口明显。同时行业壁垒较高，部分危废处置企业受获取渠道单一、邻避效应等多种因素的影响，有效产能不足。随着政策力度加大，危废行业缺口有望快速弥合，景气度持续提升。同时监管趋严驱使行业进入整合期，广晟支持下公司作为龙头有望率先获益。

商业模式清晰，带来优质现金流。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。

抢先布局粤港澳大湾区，9 大项目已落地。《粤港澳大湾区发展规划纲要》中明确指出，要加强危废区域协同处理能力建设，强化跨境转移监管，提升固废的无害化、减量化、资源化水平。目前，公司已有 9 个危废处置项目落户粤港澳大湾区 5 个城市，分别为宝安东江、东江威立雅、东莞恒建、惠州东江、佛山富龙、珠海永兴盛、珠海富山、龙岗东江、江门东江等，已取得资质 88.29 万吨/年，在建设能力为 45.8 万吨/年。公司是广东省唯一的省属国资危废处置平台，有望充分受益粤港澳大湾区带来的发展机遇。

国资接连入驻，产业布局有望快速扩张。广晟集团自 16 年变为公司实控人后，18 年通过股份协议转让进一步增持公司股份，目前广晟集团持股比例占总股本的 18.89%，

同年江苏省国资委控股企业汇鸿集团也通过股权转让入驻公司成为第二大股东，持股比例占总股本的 5.7%，公司国资背景持续加强。近日，公司与汇鸿集团拟分别出资 8000 万、12000 万在南京设立合资公司，此次合作有望充分发挥汇鸿集团作为国资平台在江苏境内的地域优势与资源背景，从而快速推进公司在华东区域环保产业的布局，有望增强区域核心竞争力和市场影响力，进一步提升盈利能力。

盈利预测与投资评级：考虑股份回购的影响后，我们预计公司 19-21 年的 EPS 分别为 0.59、0.75、0.91 元，对应 PE 分别为 17、13、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：危废处理价格下行；项目进展不达预期；市场竞争加剧

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	4,135	4,521	5,180	营业收入	3,284	3,547	4,079	4,895
现金	1,054	1,657	2,061	2,108	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	10,912	11,599	12,813	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	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5,058	5,757	5,784	6,185	每股收益(元)	0.46	0.59	0.75	0.91
少数股东权益	644	728	836	966	每股净资产(元)	4.60	5.03	5.66	6.44
					发行在外股份(百万股)	887	879	879	879
归属母公司股东权益	4,042	4,427	4,980	5,662	ROIC(%)	7.6%	8.3%	9.3%	10.6%
负债和股东权益	9,744	10,912	11,599	12,813	ROE(%)	10.1%	11.7%	13.3%	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%	52.8%	49.9%	48.3%
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	-48	134	-507	净利润增长率(%)	-13.8%	26.7%	28.3%	21.1%
现金净增加额	-193	603	405	47	P/E	21.17	16.70	13.02	10.75
折旧和摊销	325	344	404	464	P/B	2.14	1.95	1.73	1.52
资本开支	847	52	223	476	EV/EBITDA	11.64	10.13	8.30	6.93
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>