

公司研究

疫情影响逐季消退，产能持续扩张

——东江环保（002672.SZ）2020 年年度报告点评

要点

事件：公司发布 2020 年报，营收 33.15 亿元同比-4.15%，归母净利润 3.03 亿元同比-28.49%。毛利率 34.1%，较 2019 年下降 2pct。由于部分项目优惠税率变化，公司整体所得税率有所提高，由 2019 年的 11%提升至 2020 年的 17%。

点评：

公司 2020 年业绩下滑主要受两方面因素影响：1) 疫情影响，上下游开业企业开工减少，导致危废处理处置量下降；2) 随着行业内新增产能投入使用，行业竞争日趋激烈，资源化业务成本上升及无害化废物市场收运价格有所下滑。

疫情影响逐季消退，四季度公司单季营收增速回正

分季度看，2020Q1-Q4 单季营收分别为 6.6/8.2/8.2/10.1 亿元，分别同比-18.4%/-7.0%/-7.0%/+14.9%，四季度营收增速转正。2020Q1-Q4 累计归母净利润增速分别为-48.6%/-36.4%/-30.9%/-28.5%，降幅逐季缩窄。

行业竞争加剧，无害化和资源化业务毛利率下滑

据《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》统计，截至 2019 年底，全国危险废物经营许可证持证单位核准收集和利用处置能力达到 1.29 亿吨/年，同比增长 26%，实际收集和利用处置量为 3558 万吨，同比增长 32%，实际产能利用率仅为 27.5%。分板块来看，2020 年公司资源化业务营收 1.5 亿元同比-1.95%，毛利率同比下降 3.17pct 至 20%；无害化业务营收 16 亿元同比-4.05%，毛利率同比下降 1.28pct 至 49%。

公司持续产能扩张，优化资质结构

2020 年合计取得 19.23 万吨/年的危废经营许可资质。结合行业和市场变化，公司采取技术改造、调整无效资质等方式优化资质结构，截至年报披露日，公司危废处理处置资质总量超过 200 万吨/年，其中综合利用 75 万吨/年，焚烧 36 万吨/年，填埋 28 万吨/年，物化 63 万吨/年。同时公司在建项目设计处置能力超 40 万吨/年，推进雄风环保项目收购，未来产能有望持续扩张。

维持“增持”评级。公司逐季走出疫情影响，优化资质结构，并持续产能扩张。我们下调公司 21-22 年盈利预测 2.9%/5%至 5.30/6.02 亿元，新增 23 年盈利预测 6.55 亿元，对应 21-23 年 EPS 为 0.60/0.68/0.74 元，当前股价对应 21 年 PE 为 14 倍，维持“增持”评级。

风险提示：项目推进进度不及预期、公司拓展后运营业务人才紧缺。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,459	3,315	4,119	4,642	5,089
营业收入增长率	5.31%	-4.15%	24.26%	12.69%	9.63%
净利润（百万元）	424	303	530	602	655
净利润增长率	3.93%	-28.49%	74.77%	13.64%	8.74%
EPS（元）	0.48	0.34	0.60	0.68	0.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.76%	6.68%	10.67%	11.14%	11.14%
P/E	18	25	14	13	12
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-29

增持（维持）

当前价：8.67 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

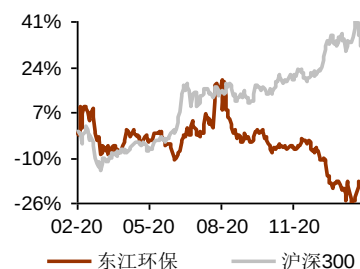
0755-23915357

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.79
总市值(亿元):	76.23
一年最低/最高(元):	7.31/12.59
近 3 月换手率:	47.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.07	-0.50	-44.33
绝对	4.21	-1.81	-6.97

资料来源：Wind

相关研报

业绩低于预期，关注未来产能释放及结构调整情况——东江环保（002672.SZ）2019 年年度报告点评（2020-04-23）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,459	3,315	4,119	4,642	5,089
营业成本	2,211	2,184	2,594	2,892	3,158
折旧和摊销	381	456	489	567	647
税金及附加	46	44	55	62	68
销售费用	122	101	165	186	204
管理费用	364	359	453	511	560
研发费用	127	126	157	176	193
财务费用	141	118	218	269	282
投资收益	13	-5	10	10	10
营业利润	518	433	661	739	809
利润总额	524	402	666	744	814
所得税	58	68	87	82	90
净利润	467	333	580	662	725
少数股东损益	43	30	50	60	70
归属母公司净利润	424	303	530	602	655
EPS(按最新股本计)	0.48	0.34	0.60	0.68	0.74

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,235	974	1,058	1,402	1,573
净利润	424	303	530	602	655
折旧摊销	381	456	489	567	647
净营运资金增加	-513	73	445	233	195
其他	943	142	-405	-1	76
投资活动产生现金流	-933	-932	-1,090	-1,090	-1,090
净资本支出	-898	-898	-1,100	-1,100	-1,100
长期投资变化	253	292	0	0	0
其他资产变化	-287	-326	10	10	10
融资活动现金流	-234	-486	606	-155	-349
股本变化	-8	0	0	0	0
债务净变化	-151	-205	926	276	119
无息负债变化	453	-105	63	130	116
净现金流	68	-443	574	157	134

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.1%	34.1%	37.0%	37.7%	38.0%
EBITDA 率	34.6%	33.6%	33.3%	33.8%	34.0%
EBIT 率	22.9%	19.2%	21.4%	21.6%	21.3%
税前净利润率	15.2%	12.1%	16.2%	16.0%	16.0%
归母净利润率	12.3%	9.1%	12.9%	13.0%	12.9%
ROA	4.5%	3.2%	4.9%	5.2%	5.3%
ROE (摊薄)	9.8%	6.7%	10.7%	11.1%	11.1%
经营性 ROIC	9.3%	6.5%	8.3%	9.0%	9.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	48%	51%	50%	49%
流动比率	0.69	0.71	0.69	0.73	0.79
速动比率	0.62	0.64	0.61	0.65	0.70
归母权益/有息债务	1.25	1.39	1.19	1.21	1.28
有形资产/有息债务	2.28	2.36	2.16	2.21	2.30

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,395	10,424	11,891	12,796	13,571
货币资金	1,105	662	1,236	1,393	1,527
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	844	889	999	1,126	1,234
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	207	157	247	279	305
存货	300	267	361	403	440
其他流动资产	366	407	407	407	407
流动资产合计	3,026	2,555	3,410	3,782	4,104
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	253	292	292	292	292
固定资产	2,813	3,200	3,642	4,026	4,348
在建工程	1,242	1,088	1,159	1,215	1,260
无形资产	1,105	1,419	1,518	1,610	1,696
商誉	1,288	1,229	1,229	1,229	1,229
其他非流动资产	130	88	88	88	88
非流动资产合计	7,370	7,870	8,481	9,013	9,466
总负债	5,361	5,051	6,040	6,445	6,680
短期借款	1,744	1,813	3,022	3,098	3,017
应付账款	686	730	778	868	947
应付票据	100	0	78	87	95
预收账款	0	0	4	5	5
其他流动负债	0	-28	-28	-28	-28
流动负债合计	4,397	3,576	4,970	5,175	5,210
长期借款	770	662	862	1,062	1,262
应付债券	0	599	0	0	0
其他非流动负债	176	193	193	193	193
非流动负债合计	964	1,474	1,070	1,270	1,470
股东权益	5,035	5,374	5,851	6,351	6,890
股本	879	879	879	879	879
公积金	658	702	755	815	881
未分配利润	2,779	2,933	3,313	3,693	4,096
归属母公司权益	4,345	4,540	4,967	5,407	5,876
少数股东权益	690	834	884	944	1,014

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.54%	3.04%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	10.52%	10.83%	11.00%	11.00%	11.00%
财务费用率	4.07%	3.57%	5.29%	5.78%	5.55%
研发费用率	3.68%	3.81%	3.80%	3.80%	3.80%
所得税率	11%	17%	13%	11%	11%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.11	0.18	0.21	0.23
每股经营现金流	1.40	1.11	1.20	1.59	1.79
每股净资产	4.94	5.16	5.65	6.15	6.68
每股销售收入	3.93	3.77	4.68	5.28	5.79

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	18	25	14	13	12
PB	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.0	11.1	9.4	8.4	7.8
股息率	1.7%	1.3%	2.1%	2.4%	2.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------