

东江环保

002672

审慎增持 (维持)

减值损失影响利润增速，现金流表现出色

2020年04月23日

市场数据

市场数据日期	2020/4/22
收盘价(元)	9.72
总股本(百万股)	879
流通股本(百万股)	660
总市值(百万元)	7652
流通市值(百万元)	6419
净资产(百万元)	4,345
总资产(百万元)	10395
每股净资产	4.94

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3459	4012	4611	5212
同比增长(%)	5.3%	16.0%	14.9%	13.0%
净利润(百万元)	424	498	605	714
同比增长(%)	3.9%	17.5%	21.5%	17.9%
毛利率(%)	36.1%	37.5%	38.1%	38.7%
净利润率(%)	12.3%	12.4%	13.1%	13.7%
净资产收益率(%)	9.8%	10.3%	11.4%	12.2%
每股收益(元)	0.48	0.57	0.69	0.81
每股经营现金流(元)	1.40	1.29	1.34	1.76

投资要点

事件: 4月22日,公司公告2019年年报。报告期内,公司实现营业收入34.59亿元,同比增长5.31%;归母净利润4.24亿元,同比增长3.93%;扣非净利润3.61亿,同比增长11.75%。对此,我们点评如下:

减值损失影响利润增速,现金流表现出色

1) 公司毛利率36.08%,较去年提升0.79pct,但净利润率为13.49%,较去年下滑0.95pct。研发费用1.27亿元,较去年增加0.35亿元。公司信用及资产减值合计1.17亿元,我们认为资产减值影响了公司整体利润增速。

2) 现金流方面,公司全年经营性现金流净额12.35亿,收现比108.02%,经营现金流/净利润265%,现金流表现出色。

3) 负债率方面维持稳定,公司剔除预收账款的负债率为49.93%,较去年下降0.39pct。

公司总资质超190万吨/年,在建筹建产能储备充裕。

1) 整体产能方面,公司在全国9个省份建成运营危废处理基地28个,总危废经营资质超过190万吨/年,其中焚烧能力约30万吨/年,填埋能力约18万吨/年,资源化能力约82万吨/年,物化能力约60万吨/年。公司整体资质利用率超过44%。

2) 项目建设方面,2019年公司共4家企业取得危废经营许可证,合计增加能力约33万吨/年,分别为韶关项目(焚烧0.95万吨/年,资源化利用9.5万吨/年,物化2.6万吨/年)、南通项目(焚烧2.18万吨/年),潍坊项目(焚烧6万吨/年,物化11.4万吨/年),珠海永兴盛技改项目(新增焚烧资质1万吨/年)。

3) 公司产能储备充裕,公司已经建成正在申请资质的项目及在建项目合计产能超过20万吨/年,且焚烧和填埋能力占比超过80%。在拟建项目方面,揭阳东江、珠海东江、绵阳东江一期项目和江苏东江填埋场等多个项目,合计产能约为41万吨/年。

看似寻常最奇崛,成如容易却艰辛。危废项目现金流好,盈利质量高,吸引了资本大举进入危废行业,但是在经历过快速扩张之后,上市公司并购趋缓,我们看到行业沉淀后逐步回归理性。我们认为,危废项目看似效益好,但业绩的真实释放并非易事,优质高效益的项目存在诸多壁垒,如牌照资源稀缺;行业呈现资金密集型特征,企业现金流管控要求高;危废来源多样化受经济周期影响大,工艺技术难以标准化推广等。

投资建议: 公司是危废行业龙头,掌握危废处置资质超190万吨/年,在建筹建无害化产能储备充裕,运营产能稳步增长,盈利质量高。我们预计2020-2022年归母净利润预测为4.98/6.05/7.14亿,增速17.5%/21.5%/17.9%,对应4月22日估值17.2/14.1/12.0倍PE,维持“审慎增持”评级。

风险提示: 项目建设进度风险,危废项目事故风险,政策风险。

分析师:

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

李春驰

lichunchi@xyzq.com.cn

S0190520040001

团队成员:

蔡屹、李春驰、王锬、苗蒙

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3026	3326	3963	4620
货币资金	1105	1552	1656	2155
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	844	977	1123	1270
其他应收款	207	240	276	312
存货	300	341	387	434
非流动资产	7370	7873	8313	8657
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	253	253	253	253
投资性房地产	434	434	434	434
固定资产	2813	3276	3645	3920
在建工程	1242	1237	1234	1233
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1105	1168	1261	1345
资产总计	10395	11199	12276	13277
流动负债	4397	4246	4490	4588
短期借款	1744	1774	1764	1767
应付票据	100	114	129	145
应付账款	686	778	885	991
其他	1867	1580	1711	1684
非流动负债	964	1360	1671	1967
长期借款	770	1040	1331	1616
其他	194	320	339	351
负债合计	5361	5606	6161	6555
股本	879	879	879	879
资本公积	439	439	439	439
未分配利润	2779	3291	3721	4224
少数股东权益	690	740	802	874
股东权益合计	5035	5593	6115	6722
负债及权益合计	10395	11199	12276	13277

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	424	498	605	714
折旧和摊销	402	458	550	642
资产减值准备	41	4	3	4
无形资产摊销	95	96	96	96
公允价值变动损失	-9	10	11	10
财务费用	156	152	162	172
投资损失	-13	-13	-13	-13
少数股东损益	43	50	61	72
营运资金的变动	116	-143	321	33
经营活动产生现金流	1235	1131	1181	1543
投资活动产生现金流	-933	-965	-996	-986
融资活动产生现金流	-234	281	-81	-59
现金净变动	68	447	105	499
现金的期初余额	1029	1105	1552	1656
现金的期末余额	1097	1552	1656	2155

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3459	4012	4611	5212
营业成本	2211	2508	2852	3194
营业税金及附加	46	54	62	70
销售费用	122	142	163	184
管理费用	364	566	650	735
财务费用	141	152	162	172
资产减值损失	-41	0	0	0
公允价值变动	9	10	11	10
投资收益	13	13	13	13
营业利润	518	614	745	880
营业外收入	13	10	11	11
营业外支出	7	8	8	8
利润总额	524	616	749	883
所得税	58	68	82	97
净利润	467	548	666	786
少数股东损益	43	50	61	72
归属母公司净利润	424	498	605	714
EPS(元)	0.48	0.57	0.69	0.81

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	5.3%	16.0%	14.9%	13.0%
营业利润增长率	-8.4%	18.6%	21.3%	18.1%
净利润增长率	3.9%	17.5%	21.5%	17.9%
盈利能力(%)				
毛利率	36.1%	37.5%	38.1%	38.7%
净利率	12.3%	12.4%	13.1%	13.7%
ROE	9.8%	10.3%	11.4%	12.2%

偿债能力(%)

资产负债率	51.6%	50.1%	50.2%	49.4%
流动比率	0.69	0.78	0.88	1.01
速动比率	0.62	0.70	0.80	0.91

营运能力(次)

资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	4.4	4.3	4.3	4.3

每股资料(元)

每股收益	0.48	0.57	0.69	0.81
每股经营现金	1.40	1.29	1.34	1.76
每股净资产	4.94	5.52	6.04	6.65

估值比率(倍)

PE	20.2	17.2	14.1	12.0
PB	1.97	1.76	1.61	1.46

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn