

分析师: 唐俊男

登记编码: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

业绩增长不及预期, 关注下游客户复工复产和公司产能投放进度

——东江环保(002672)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2020-05-07)

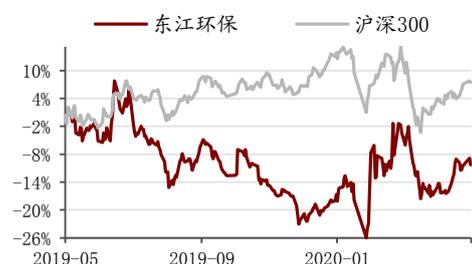
发布日期: 2020年05月08日

收盘价(元)	9.95
一年内最高/最低(元)	12.48/8.11
沪深300指数	3924.89
市净率(倍)	2.01
流通市值(亿元)	65.71

基础数据(2020-3-31)

每股净资产(元)	5.00
每股经营现金流(元)	0.27
毛利率(%)	31.27
净资产收益率-摊薄(%)	1.26
资产负债率(%)	51.67
总股本/流通股(万股)	87926.71/66041.85
B股/H股(万股)	0/20013.75

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《东江环保(002672)中报点评: 短期利润下滑, 不改长期行业龙头地位》2019-09-06
- 《东江环保(002672)年报点评: 业绩增长低于预期, 关注后续项目落地情况》2019-04-01
- 《东江环保(002672)季报点评: 三季度业绩增速放缓, 期待产能逐步投放》2018-10-26

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

19年公司实现营业总收入34.59亿元, 同比增长5.31%; 归属于上市公司股东的净利润4.24亿元, 同比增长3.93%; 经营活动产生的现金流量净额12.35亿元, 同比增长37.58%; 基本每股收益0.48元。分配预案为每10股派发现金红利1.5元(含税)。

2020年1季度公司实现营业收入6.58亿元, 同比下滑18.42%; 归属于上市公司股东的净利润0.56亿元, 同比下滑48.57%; 基本每股收益0.06元。

点评:

- **资源化业务拖累公司整体业绩增速。**19年公司营业收入和净利润增速回归个位数增长, 其主要原因在于: 一方面, 公司的资源化业务产品需求下降、价格下跌, 产品毛利率降低; 另一方面, 随着市场竞争的加剧, 公司强化市场开拓力度, 销售费用显著增长; 同时, 公司对其他应收款和商誉等资产计提资产减值准备, 合计1.17亿元, 占当期归属于上市公司股东的净利润的27.59%。值得关注的是, 受新冠肺炎疫情影响, 2020Q1公司上下游企业停工减产, 危险废物处理和资源化业务需求降低, 资源化产品价格下跌带动1季度业绩显著下滑。3月中下旬国内复工复产持续推进, 公司积极拓展市场, 推进重点项目建设, 提升资质利用率, 预计Q2后危废市场处理需求逐步改善。
- **无害化处置需求稳步增长, 预计2020年仍将构成主要增长动力。**2019年国内的危废处理市场面临资质供给快速增长, 产能利用率偏低和无害化处理资质短缺等矛盾。同时, 市场参与主体日渐多样化, 包括原有的环保公司、跨界的房地产开发公司、园林绿化企业、水泥生产企业均进入该领域。19年公司工业废物处理处置营业收入16.67亿元, 同比增长29.55%; 毛利率50.35%, 同比提升2.97个百分点。19年公司新增项目中有4家企业获得危废经营许可证, 分别为韶关再生资源、南通东江、潍坊东江和珠海永兴盛技改项目, 合计新增公司10.13万吨/年的焚烧处理能力和14万吨/年的物化能力。因此, 无害化处理能力的提升和资质利用率的提高为业绩增长主要原因。公司无害化处理毛利率同比提升2.95pct, 预计受产能利用率的提升带来单位成本的降低影响。值得一提的是, 公司的唐山万德斯、南通东江物化、福建绿洲焚烧项目已建成正在申请危废经营许可证, 同时, 厦门东江扩建项目、福建绿洲填埋项目、佛山绿龙等项目正在建设, 合计产能近20万吨/年, 且80%产能为焚烧和填埋资质。预计公司新增产能结构更加符合市场需求, 2020年无害化处理能力继续提高。同时, 需要关注企业技改、降低生产成本、提高资质利用率等举措的实施效果。

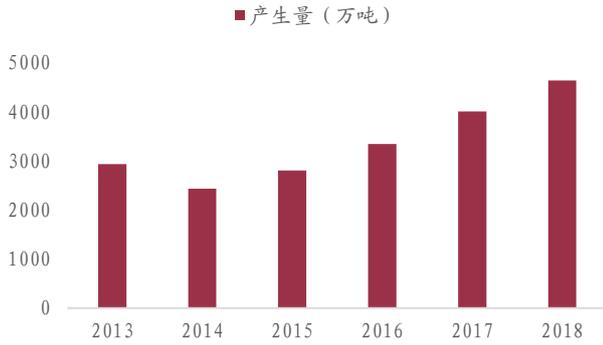
- **资源化业务受大宗商品价格影响明显，关注下游产品价格波动情况。** 公司的资源化产品包含铜盐、镍等金属产品，受下游大宗商品价格影响明显。19 年工业废物资源化利用业务实现营业收入 10.75 亿元，同比下滑 12.46%；毛利率 23.18%，同比下滑 2.18 个百分点。2020 年 2 月中旬以来沪铜主力合约最大跌幅近 20%，沪镍亦出现显著下跌，对公司资源化产品销售价格产生不利影响。目前公司对现有的生产线进行技改，包括氧化铜生产工艺和硫酸根废水生产工艺改进，韶关再生资源重金属资源化项目工艺设备技改等，有利于降低生产成本和提升产品质量。公司资源化处理能力 82 万吨/年，产能规模行业领先。考虑到新冠肺炎疫情对全球市场需求影响，预计 2020 年公司资源化产品生产和销售业务仍将面临一定的压力。
- **计提大额资产减值，需持续关注子公司盈利能力变化。** 19 年公司计提各项资产减值准备 1.17 亿元，其中，对其他应收款计提 7638.90 万元，对商誉计提 3899.60 万元。本期计提的商誉减值准备来自湖北天银、仙桃绿怡、东恒环境。截至 19 年 12 月 31 日，公司商誉 12.88 亿元，主要来源于前期对外收购危废子公司所形成。后期各资产组仍存在一定的商誉减值风险，需要谨慎关注。
- **维持公司“增持”投资评级。** 公司作为国内危废处理行业龙头企业，面临市场竞争加剧，供需结构变化以及自身项目投建进度等多种因素影响，近两年业绩增速缓慢。但考虑危废处理行业相对较高的牌照壁垒、技术壁垒，公司长期发展仍值得期待。预计公司 2020、2021 年全面摊薄 EPS 分别为 0.55 元、0.64 元，按照 2020 年 5 月 7 日收盘价 9.95 元/股计算，相应 PE 为 18.1 倍、15.5 倍。公司估值水平合理，给予“增持”投资评级。

风险提示： 大宗商品价格下跌，资源化产品销售价格下滑；工业危险废物集中设施建设进度不及预期；排放标准提高，投入成本增加。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,284	3,459	3,609	4,231	4,815
增长比率(%)	5.9	5.3	4.3	17.2	13.8
净利润(百万元)	408	424	483	563	625
增长比率(%)	-13.8	3.9	13.8	16.8	10.9
每股收益(元)	0.46	0.48	0.55	0.64	0.71
市盈率(倍)	21.4	20.6	18.1	15.5	14.0

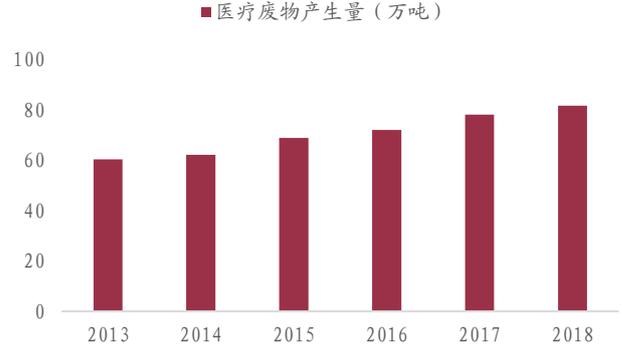
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2013-2018 年我国大中城市工业危废产量情况



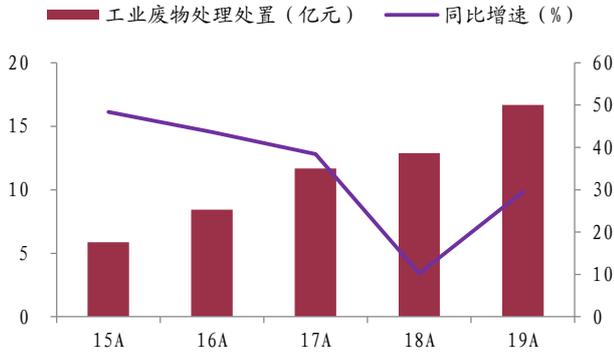
资料来源: 生态环境部, 中原证券

图 2: 2013-2018 年我国医疗废物产量情况



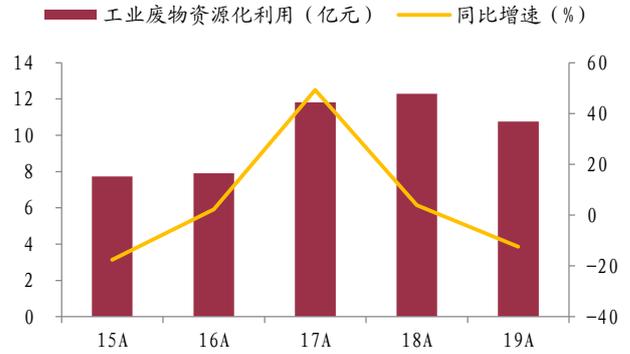
资料来源: 生态环境部, 中原证券

图 3: 19 年公司工业废物处理处置业务增速回升



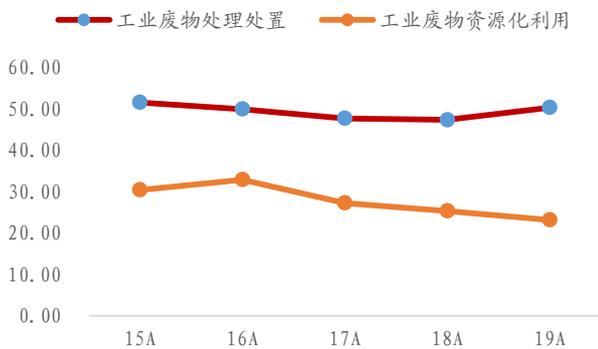
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 19 年公司工业废物资源化业务负增长



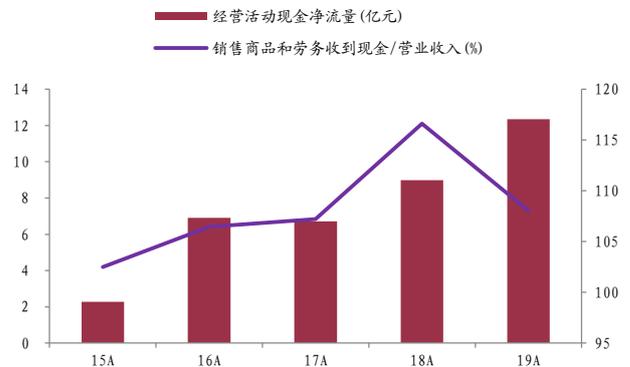
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 15-19 年公司核心业务毛利率变化情况



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 19 年公司经营活动产生的现金流继续向好



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3088	3026	3051	5285	6365
现金	1054	1105	971	2853	3797
应收票据及应收账款	753	844	822	1131	1092
其他应收款	335	207	358	304	450
预付账款	43	45	47	61	62
存货	300	300	328	410	438
其他流动资产	604	525	525	525	525
非流动资产	6656	7370	7258	6639	5951
长期投资	303	253	208	163	118
固定资产	2254	2813	2908	2337	1712
无形资产	893	1123	1142	1132	1113
其他非流动资产	3206	3181	3000	3006	3008
资产总计	9744	10395	10310	11924	12315
流动负债	3524	4397	3000	3663	3185
短期借款	1834	1744	1570	1413	1271
应付票据及应付账款	708	786	778	1062	1054
其他流动负债	982	1867	652	1188	860
非流动负债	1534	964	1875	2357	2713
长期借款	1339	770	1681	2163	2519
其他非流动负债	196	194	194	194	194
负债合计	5058	5361	4875	6020	5898
少数股东权益	644	690	739	796	859
股本	887	879	879	879	879
资本公积	499	439	439	439	439
留存收益	2696	2999	3365	3792	4266
归属母公司股东权益	4042	4345	4695	5109	5558
负债和股东权益	9744	10395	10310	11924	12315

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	898	1235	524	2632	1784
净利润	474	467	531	620	688
折旧摊销	325	402	405	1458	1489
财务费用	134	141	128	133	121
投资损失	-13	-13	-6	-6	-6
营运资金变动	-103	116	-521	438	-497
其他经营现金流	81	123	-13	-11	-12
投资活动现金流	-955	-933	-274	-822	-783
资本支出	847	899	-67	-574	-644
长期投资	-123	15	45	45	45
其他投资现金流	-231	-18	-296	-1351	-1382
筹资活动现金流	-136	-234	-383	72	-56
短期借款	-39	-90	-174	-157	-141
长期借款	-244	-569	912	482	357
普通股增加	-1	-8	0	0	0
资本公积增加	-7	-60	0	0	0
其他筹资现金流	154	492	-1120	-253	-271
现金净增加额	-193	68	-134	1882	944

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3284	3459	3609	4231	4815
营业成本	2125	2211	2314	2722	3130
营业税金及附加	45	46	48	56	64
营业费用	99	122	128	150	170
管理费用	374	364	380	445	507
研发费用	92	127	133	156	177
财务费用	134	141	128	133	121
资产减值损失	28	-41	54	63	72
其他收益	209	164	168	182	195
公允价值变动收益	17	9	13	11	12
投资净收益	13	13	6	6	6
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	566	518	611	705	786
营业外收入	4	13	0	0	0
营业外支出	11	7	0	0	0
利润总额	558	524	611	705	786
所得税	84	58	80	85	99
净利润	474	467	531	620	688
少数股东损益	66	43	49	57	63
归属母公司净利润	408	424	483	563	625
EBITDA	1046	1047	1123	2271	2369
EPS (元)	0.46	0.48	0.55	0.64	0.71

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	5.9	5.3	4.3	17.2	13.8
营业利润 (%)	-6.6	-8.4	17.9	15.4	11.5
归属母公司净利润 (%)	-13.8	3.9	13.8	16.8	10.9
获利能力					
毛利率 (%)	35.3	36.1	35.9	35.7	35.0
净利率 (%)	12.4	12.3	13.4	13.3	13.0
ROE (%)	10.1	9.3	9.8	10.5	10.7
ROIC	7.8	7.2	7.6	8.0	8.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.9	51.6	47.3	50.5	47.9
净负债比率 (%)	58.5	50.4	46.9	17.3	4.9
流动比率	0.9	0.7	1.0	1.4	2.0
速动比率	0.6	0.5	0.7	1.2	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.48	0.55	0.64	0.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.73	1.73	0.60	2.99	2.03
每股净资产 (最新摊薄)	4.60	4.94	5.34	5.81	6.32
估值比率					
P/E	21.4	20.6	18.1	15.5	14.0
P/B	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.6	11.4	10.7	4.7	4.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。