

2016年07月15日

公司研究·证券研究报告

东江环保 (002672.SZ)

深度分析

蓝海市场的稀缺标的

投资要点

◆ **危废处理行业龙头企业**：东江环保是一家立足工业废物资源化利用和无害化处置的固废处理企业。公司自 2013 年推进转型战略，主业聚焦工业危废无害化处置。截至 2015 年末，公司已获得工业废物处理资质 136 万吨/年，其中无害化处理资质 65 万吨/年，体量在行业内具有绝对优势。公司是危废“减量化、资源化、无害化”全产业链稀缺上市标的。

◆ **资源在手，先行者胜**：危废行业资质和土地的壁垒使得行业内龙头企业具有极大的先发优势。公司目前拥有 46 类危险废物处理资质，同时主要的处置基地占地面积大，支持公司获取了超过行业第二名三倍以上资质质量。预期 2016 年公司在广东、福建、江西等重点省份将占据 50% 以上的市场份额；广东省市场份额将拓展至 60% 以上；江西省危险废物处理处置项目整体运营后可占到全省 70%-80% 的市场份额；厦门绿洲子公司未来市场份额也会占到全省 50% 以上。在全国范围内公司的发展目标是占据 10% 的市场份额。公司危废龙头地位短期内无法被取代。

◆ **自建并购，未来三年业绩释放**：危险废物的区域化资质属性以及运输半径、运输成本的约束，决定了收购整合将成为危废处理企业扩张的重要途径。公司通过内生自建+外延并购的方式扩张产能，2015 年公司在危废处理领域投资近 10 亿元，完成 9 个并购项目。公司工业废物处理资质由 2013 年的 30.5 万吨/年迅速扩张至 2015 年的 136 万吨。我们认可公司行业整合能力，预计公司 2020 年总的核准资质将达到 350 万吨/年，其中无害化产能将占 2/3。公司无害化处置业务规模快速上升，同时在未来有色金属交易价格不出现进一步下跌的稳定预期下，公司资源化利用项目的接连投产将支持资源化产品销量的增加，资源化利用收入有望回升。因此未来三年将是公司业绩释放年。

◆ **广晟入股，对标北控水务**：公司于今日公告广晟公司股份受让和 20 亿定增事宜，这标志东江环保由一家民营企业转变为一家广东省国资委背景的国有企业。同时，公司出台完善的员工股权激励计划，覆盖经营管理核心人员 349 名。国企新入股+稳定民营老团队，这一联手将很可能复制北控水务 (371.HK) 的成功。考虑东江环保危废处理处置业务和广晟公司旗下相关企业的较强协同效应，我们更加看好东江环保日后的发展。

◆ **投资建议**：考虑广晟公司在广东省尤其是韶关地区的业务优势，我们调整了粤北地区项目投产速度，并考虑出售电子废弃物业务对公司业务结构的影响，上调公司 2016 年-2018 年净利润为 5.1 亿、6.5 亿和 8.2 亿元。考虑未来定增和股权激励方案完成后的股本变化，我们调整公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.586、0.629 和 0.785 元。我们维持公司买入-A 的建议，6 个月目标价为 28.8 元。

◆ **风险提示**：项目建设和投产不达预期，另金属价格持续下跌。

电力及公用事业 | 环保 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

28.8 元

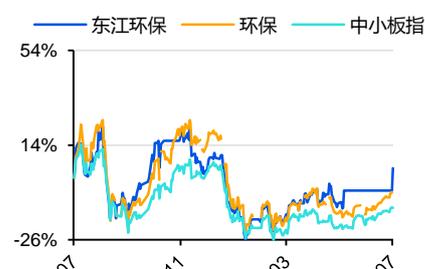
股价(2016-07-15)

19.06 元

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 16,570.42 |
| 流通市值 (百万元) | 8,345.34 |
| 总股本 (百万股) | 869.38 |
| 流通股本 (百万股) | 437.85 |
| 12 个月价格区间 | 13.58/22.39 元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| | | | |
|------|------|-------|-------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | 1.17 | 9.68 | 19.33 |
| 绝对收益 | 9.98 | 10.43 | 2.23 |

分析师

徐曼

SAC 执业证书编号：S0910516020001

xuman@huajinsc.cn

021-20655643

相关报告

东江环保：广晟溢价入股，看重危废蓝海市场 2016-06-18

财务数据与估值

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 2,047.5 | 2,403.0 | 3,058.1 | 4,451.5 | 5,453.8 |
| 同比增长(%) | 29.3% | 17.4% | 27.3% | 45.6% | 22.5% |
| 营业利润(百万元) | 303.2 | 362.0 | 621.5 | 806.9 | 1,019.9 |
| 同比增长(%) | 27.0% | 19.4% | 71.7% | 29.8% | 26.4% |
| 净利润(百万元) | 251.6 | 332.5 | 509.6 | 653.3 | 816.4 |
| 同比增长(%) | 20.8% | 32.2% | 53.2% | 28.2% | 25.0% |
| 每股收益(元) | 0.29 | 0.38 | 0.59 | 0.63 | 0.79 |
| PE | 65.9 | 49.8 | 32.5 | 30.3 | 24.3 |
| PB | 6.8 | 6.0 | 5.1 | 5.1 | 4.4 |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 一、公司概况 | 5 |
| (一) 以资源化为主轴、无害化为目的的综合环保服务商..... | 5 |
| (二) 优化结构，发力工业危废无害化处置..... | 7 |
| (三) 股权结构..... | 9 |
| 二、危废行业投资逻辑 | 9 |
| (一) 发展现状-百废待兴..... | 9 |
| 1、底数不清，实际产废量高..... | 9 |
| 2、产处不均衡，产能利用率低..... | 11 |
| 3、量价齐飞，行业产值上千亿..... | 12 |
| (二) 增长动力-政策驱动，环境倒逼..... | 13 |
| (三) 行业壁垒-资质和土地..... | 14 |
| 1、无害化牌照锁定订单优势..... | 15 |
| 2、土地资源决定企业经营规模..... | 16 |
| (1) 危废末端处置场所的面积和安全标准高..... | 16 |
| (2) 选址是危废集中处置中心建设的难点..... | 17 |
| 三、公司投资逻辑 | 17 |
| (一) 资源在手，先行者胜..... | 17 |
| (二) 自建+并购：成熟可复制的扩张模式现已形成..... | 18 |
| 1、资源化业务有望维稳..... | 18 |
| 2、大力拓展无害化处置业务规模..... | 19 |
| (三) 国企入股强强联合..... | 21 |
| 四、盈利预测 | 21 |
| 五、风险提示 | 22 |
| (一) 项目建设投产率不达预期..... | 22 |
| (二) 铜价格持续低迷..... | 22 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1：公司业务发展历程..... | 5 |
| 图 2：公司三大业务板块及产能规模（截至 2015 年末）..... | 5 |
| 图 3：公司营业收入及净利润情况（截止至 2015 年末）..... | 7 |
| 图 4：公司各项业务毛利率情况（截止至 2015 年末）..... | 7 |
| 图 5：公司主营业务构成情况（截止至 2015 年末）..... | 8 |
| 图 6：公司毛利构成情况（截止至 2015 年末）..... | 8 |
| 图 7：2015 年公司营业收入构成..... | 8 |
| 图 8：2015 年公司毛利润构成..... | 8 |
| 图 9：公司股权结构（截止至 2015 年末）..... | 9 |
| 图 10：公司股权结构（广晟入股后）..... | 9 |
| 图 11：全国一般工业固体废物产量状况..... | 10 |
| 图 12：全国一般工业固体废物综合利用及处置情况..... | 10 |
| 图 13：全国工业危险废弃物产生量..... | 10 |
| 图 14：2014 年各省（区、市）工业危险废物产生情况..... | 11 |
| 图 15：2014 年各省(区、市)危险废物持证单位实际经营规模..... | 11 |

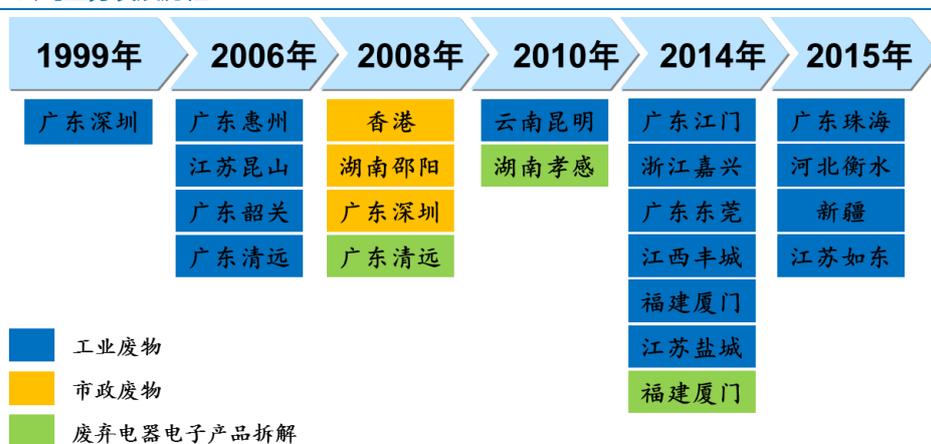
| | |
|--|----|
| 图 16：全国危险废物经营单位核准利用处置规模 | 11 |
| 图 17：各省（区、市）工业危废产生量分布（2013 年） | 12 |
| 图 18：各省（区、市）危废集中处理厂分布密度（2012 年） | 12 |
| 图 19：各省（区、市）工业危废综合利用率（2013 年） | 12 |
| 图 20：各省（区、市）工业危废处置率（2013 年） | 12 |
| 图 21：全国工业危废产生量预测 | 13 |
| 图 22：中国危废处理相关政策 | 14 |
| 图 23：天津 8·12 滨海新区爆炸事故现场 | 14 |
| 图 24：南通非法倾倒事件现场 | 14 |
| 图 25：中国危险废物分类 | 15 |
| 图 26：危险废物经营许可证制度下的两类牌照 | 15 |
| 图 27：2014 年各省（区、市）颁发危险废物许可证数量 | 16 |
| 图 28：可处置危废种类的企业数量分布 | 16 |
| 图 29：工业危废处理的简单流程 | 16 |
| 图 30：全国已建成运营的危废集中处置中心（截至 2013 年末） | 17 |
| 图 31：公司主要处置基地占地面积及处理资质 | 18 |
| 图 32：公司营业收入增长率、毛利率以及铜价增长率的走势 | 19 |
| 图 33：长江有色 1#铜价格走势 | 19 |
| 图 34：公司外延式并购历程 | 20 |
| 图 35：公司资源化与无害化产能状况 | 20 |
| | |
| 表 1：公司工业废物处理已建成项目产能情况（截至 2015 年末） | 6 |
| 表 2：公司市政废物处理项目和再生资源利用项目规模（截止至 2015 年末） | 6 |
| 表 3：危废处置行业可比公司资质情况 | 18 |
| 表 4：公司资源化利用业务盈利模式 | 19 |
| 表 5：分业务预测公司营业收入 | 22 |

一、公司概况

（一）以资源化为主轴、无害化为目的的综合环保服务商

东江环保股份有限公司成立于 1999 年 9 月。公司自成立起，便深耕工业废物的资源化利用和无害化处置业务。2005 年与法国威立雅集团共同建设了广东省首个危险废物综合处理示范中心；2007 年，公司涉足市政废物处理领域，拓展生活垃圾清运、焚烧、填埋以及市政污水、污泥处理处置业务；此外，公司近年来还发展了废弃电器电子产品拆解等配套增值业务，现已成为一家全能型固废处理企业，并在工业危险废物处理领域占据龙头地位。

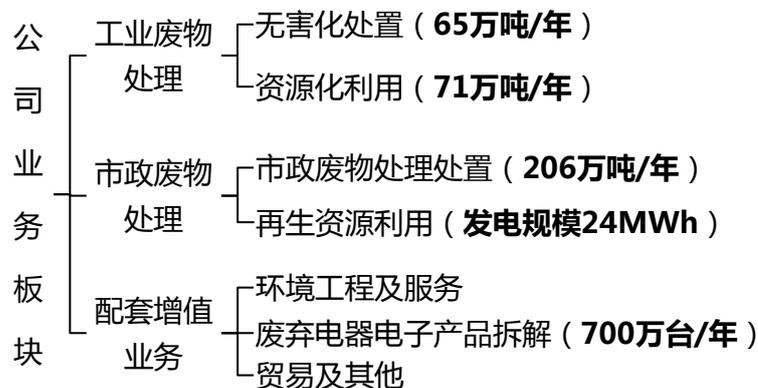
图 1：公司业务发展历程



资料来源：公司公告、华金证券研究所

从业务产能看，截至 2015 年末，公司三大业务板块：工业废物处理、市政废物处理和配套增值业务。产能规模如下：工业废物处理板块，公司已取得 136 万吨/年的危废处理资质。其中物化、填埋、焚烧等无害化处置能力达 65 万吨/年，资源化利用能力 71 万吨/年；市政废物处理处置板块，公司合计拥有 206 万吨/年的生活垃圾、市政污水、污泥等处理能力；再生能源利用板块，公司合计拥有垃圾填埋发电规模 24 兆瓦时，上网发电量 15,285 万 kwh；废弃电器电子产品拆解业务板块，公司已取得拆解资质合计 18.63 万吨/年 家电拆解能力为超过 700 万台/年。

图 2：公司三大业务板块及产能规模（截至 2015 年末）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

需要说明的是，公司已于 2016 年 4 月出售其电子废弃物拆解业务。东江环保将其主营电子废弃物拆解业务的全资子公司湖北东江环保有限公司和清远市东江环保技术有限公司出售给桑德（天津）再生能源投资控股有限公司，并转让其持有的分立后厦门绿洲环保产业股份有限公司 100% 股权。

表 1：公司工业废物处理已建成项目产能情况（截至 2015 年末）

| 子公司 | 处理核定规模（万吨/年） | | | |
|---------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| | 资源化 | 无害化 | 合计 | |
| 华南 | 沙井基地 | 8.1 | 11.9 | 20 |
| | 龙岗处置 | 0 | 2.4 | 2.4 |
| | 惠州东江 | 3.5 | 4.7 | 8.2 |
| | 清远东江 | 0.6 | 0 | 0.6 |
| | 东莞恒建 | 2.6 | 0 | 2.6 |
| | 惠东威 | 5 | 0 | 5 |
| | 珠海永兴盛 | 0 | 8.3 | 8.3 |
| | 粤北危废 | 1.1 | 3.6 | 4.7 |
| | 江门东江 | 21.6 | 3.6 | 25.2 |
| 华南区域合计 | | 54.4 | 42.5 | 96.9 |
| 华东 | 昆山基地 | 6.7 | 1.3 | 8 |
| | 嘉兴德达 | 4 | 0 | 4 |
| | 沿海固废 | 0 | 0.9 | 0.9 |
| | 厦门绿洲 | 0 | 5.4 | 5.4 |
| | 江西康泰 | 0 | 3 | 3 |
| | 如东大恒 | 0 | 1.3 | 1.3 |
| | 华鑫项目 | 0 | 4.2 | 4.2 |
| | 蓝海环保 | 1.5 | 1 | 2.5 |
| 华东区域合计 | | 12.2 | 17.1 | 29.3 |
| 华中 | 湖北天银 | 3 | 0.5 | 3.5 |
| | 克拉玛依 | 1 | 3.99 | 4.99 |
| | 衡水睿韬 | 1.1 | 0.96 | 2.06 |
| 华中区域合计 | | 5.1 | 5.5 | 10.6 |
| 总计 | | 71.1 | 65.1 | 136.8 |

资料来源：公司资料，华金证券研究所整理

表 2：公司市政废物处理项目和再生资源利用项目规模（截止至 2015 年末）

| 市政废物项目处理规模 | |
|---------------|---------------|
| 项目 | 处理规模（吨/天） |
| 东莞市虎门绿源污水处理项目 | 110000 |
| 深圳下坪生活垃圾运营项目 | 4110 |
| 湖南邵阳生活垃圾处理项目 | 630 |
| 福永市政污泥处理二期项目 | 1096 |
| 合计 | 115836 |
| 再生资源利用项目规模 | |
| 项目 | 装机规模（兆瓦/年） |
| 下坪填埋气发电项目 | 10 |
| 老虎坑填埋气发电项目 | 3 |

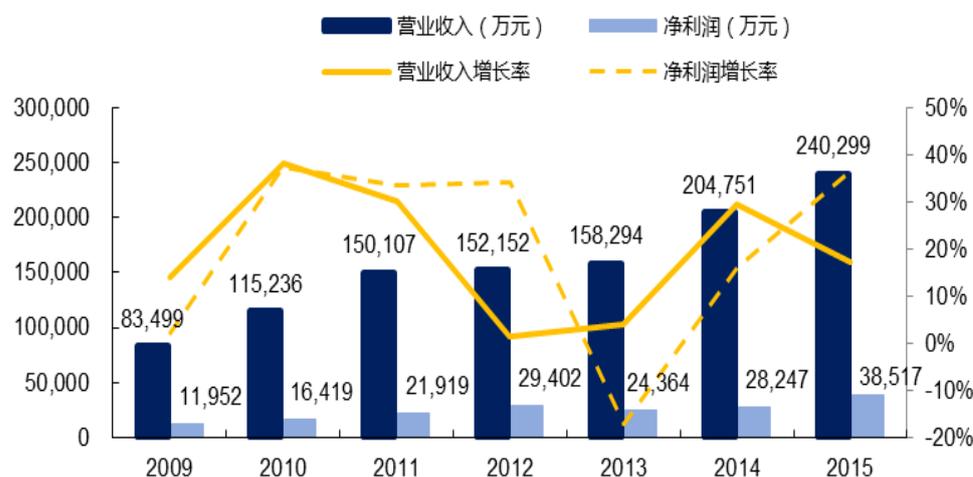
| | |
|--------------|-----------|
| 青岛填埋气发电项目 | 3 |
| 南昌新冠再生能源利用项目 | 5 |
| 合肥新冠再生能源利用项目 | 3 |
| 合计 | 24 |

资料来源：公司资料，华金证券研究所整理

（二）优化结构，发力工业危废无害化处置

公司近年来营业收入稳步增长，虽然受有色金属价格波动影响，2013 年公司净利润有所下滑，营收增速有所下降，但随着公司转型战略的大力推进，2014 年和 2015 年公司营业收入和净利润增长速度迅速回升。得益于公司业务结构的优化，2015 年公司实现净利润 3.85 亿元，同比增长 36.36%，大大高于营业收入 17.36% 的同比增长率。

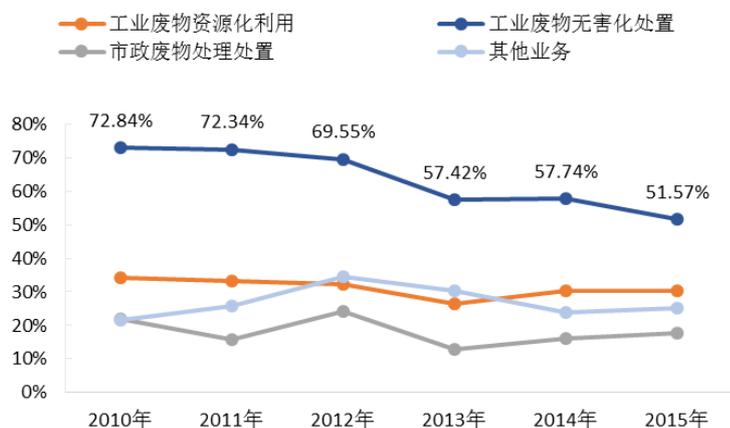
图 3：公司营业收入及净利润情况（截止至 2015 年末）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

分业务板块看，工业废物无害化处置是公司毛利率最高的业务，达到 50% 以上。此部分业务的拓展将提高公司盈利能力，同时使公司整体经营更加稳健，不易受经济基本面及有色金属价格波动的影响。

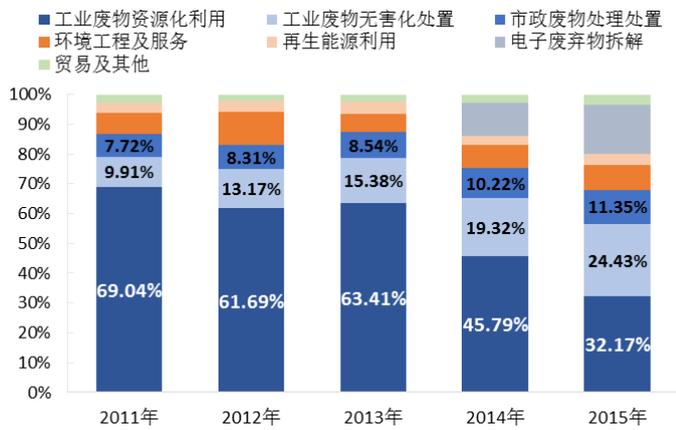
图 4：公司各项业务毛利率情况（截止至 2015 年末）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

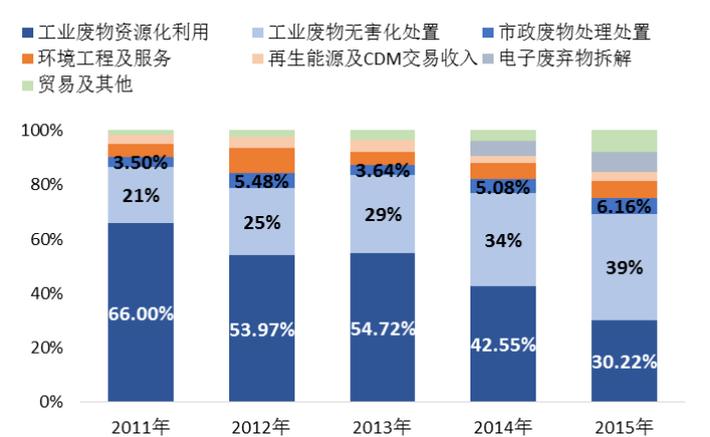
为了减少公司经营状况受有色金属交易价格波动的影响，公司自 2013 年推进转型战略，大力拓展无害化处置方面的产能，优化公司业务结构。工业废物无害化处置业务的收入占公司总收入的比例由 2011 年的 9.91% 提高到 2015 年的 24.43%；资源化利用收入的占比由 2011 年的 69.05% 下降至 2015 年的 32.17%。

图 5：公司主营业务构成情况（截止至 2015 年末）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 6：公司毛利构成情况（截止至 2015 年末）

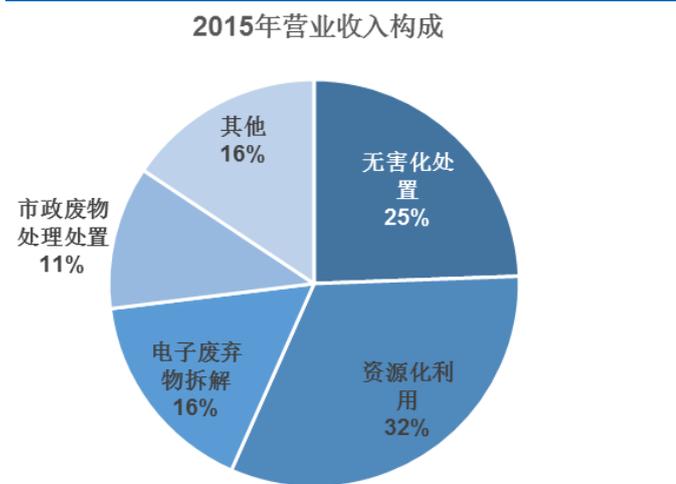


资料来源：公司公告、华金证券研究所

在公司 2015 年的毛利构成中，无害化处置业务的毛利润占比首次超过资源化利用，分别占到公司总毛利润的 39% 和 30%，经过 3-4 年时间，公司已基本完成战略转型。

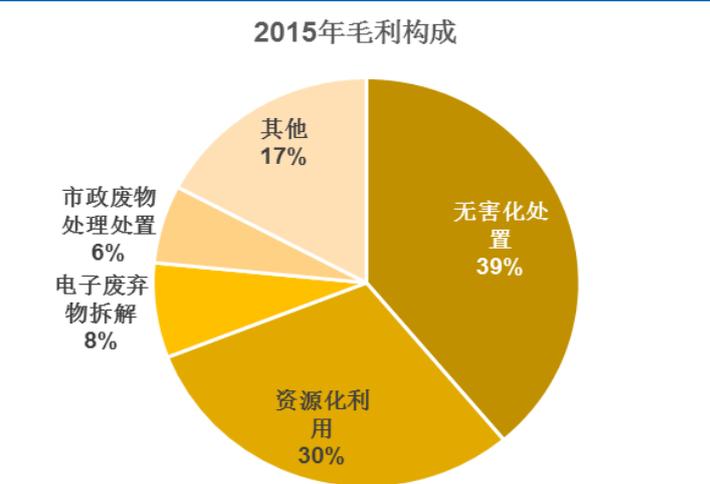
根据公司最新的战略规划，未来公司资源化利用业务的占比要下降至 30% 以下，包括无害化和环保服务业务的综合服务管理板块占比将达 70% 以上。

图 7：2015 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 8：2015 年公司毛利润构成



资料来源：公司公告、华金证券研究所

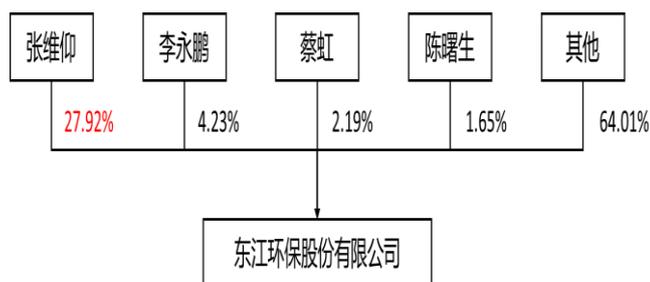
（三）股权结构

公司 2003 年 1 月在港交所创业板上市，2010 年 9 月转港交所主板上市，2012 年 4 月成功发行 A 股，登陆深交所中小企业板。截至 2015 年末，公司总股本 8.69 亿股，公司创始人张维仰持股 27.92%，是公司的实际控制人。

2016 年 6 月 16 日公司公告，广东省广晟资产经营有限公司（后简称广晟公司）与公司实际控制人张维仰先生签署《股权转让协议》。按照约定，张维仰先生拟将所持公司 60,682,871 股（占公司总股本 6.98%）转让给广晟公司，且广晟公司将可能继续增持公司股票。此次引入国资入股，为公司历史上首次引入国资背景占投，广晟公司的融资能力和项目协同效益将会在东江环保高速起飞期增添助力。

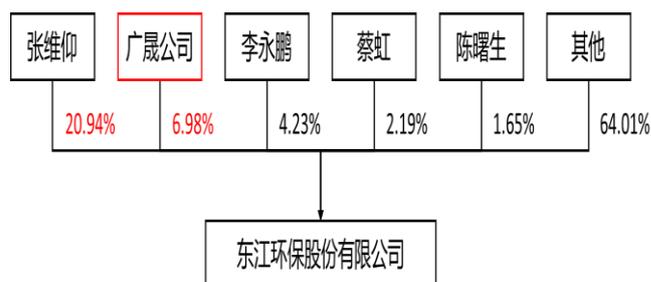
2016 年 7 月 15 日公司公告，广晟公司完成 6.98% 的股份受让，且全额认购不超过 1.5 亿股的定增，总额不超过 20 亿，锁定期三年。广晟公司明年持股比例将有望达到 20.27%，成为公司第一大股东。

图 9：公司股权结构（截止至 2015 年末）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

图 10：公司股权结构（广晟入股后）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

一、危废行业投资逻辑

（一）发展现状-百废待兴

1、底数不清，实际产废量高

我国工业危废产生量的官方统计底数不清，预计有大量工业危废未纳入环保部统计范畴中。环保部每年发布《环境统计年报》，统计我国一般工业固体废物及危险废物的产生量、综合利用量、处置量、贮存量、排放量等指标。2010 年，环保部、国家统计局和农业部联合发布的《第一次全国污染源普查公报》（以下简称“普查公报”）为我国 2007 年度环境污染状况提供参考。普查公报显示，2007 年我国一般工业固体废物产生量为 38.52 亿吨，是环保部口径 17.56 亿吨的 2 倍多；普查公报显示的综合利用率和处置率远低于环保部口径。据普查公报数据，2007 年

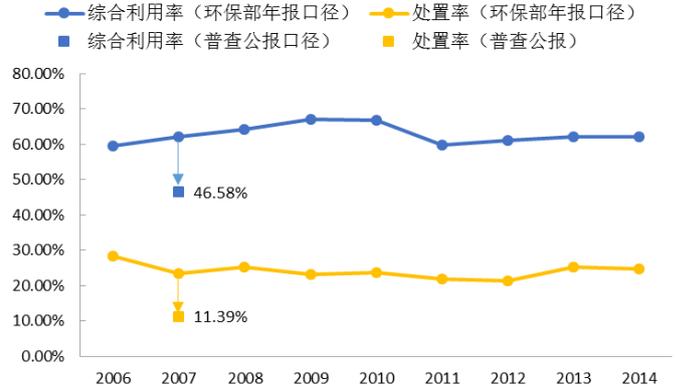
我国工业危险废物产生量为 4575 万吨，达到环保部 2007 年《环境统计年报》数据 1079 万吨的 4 倍多。环保部官方统计数据存在严重低估我国实际危废产量的问题。

图 11：全国一般工业固体废物产量状况



资料来源：环保部、华金证券研究所

图 12：全国一般工业固体废物综合利用及处置情况

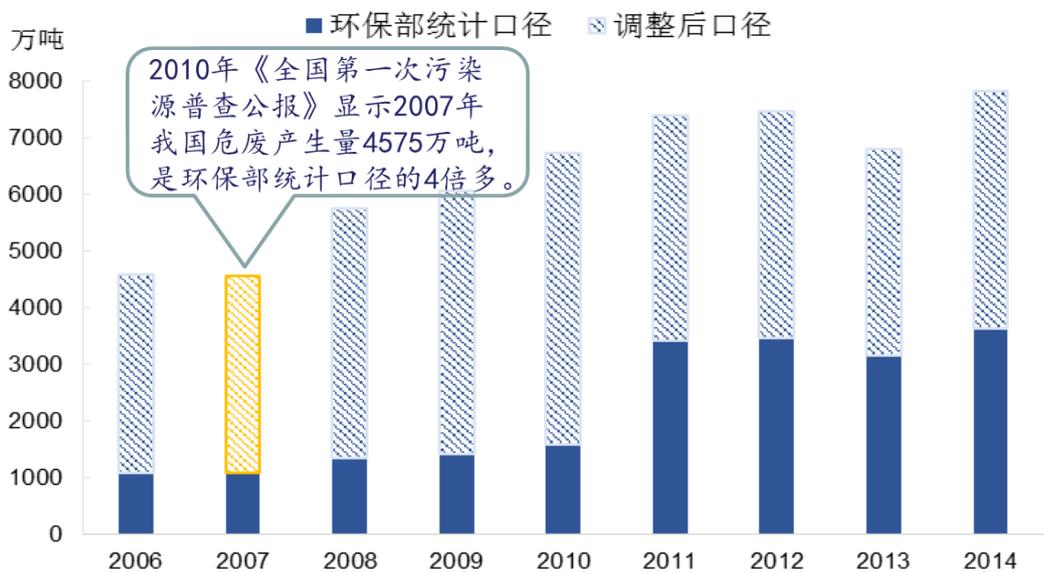


资料来源：环保部、华金证券研究所

虽然我国工业废物官方统计口径于 2011 年发生调整，但我们认为危废产生量仍然处于被低估状态。1998-2013 年环保部每年披露危废产量，统计口径由企业自行申报。2011 年之前的申报口径是一年产生危废 10 千克以上的纳入统计，2011 年开始则是一年产生危废 1 千克就要纳入统计。因此根据环保部口径，我国危废产生量从 2010 年 1,587 万吨激增至 2011 年的 3,431 万吨，但这一数值仍低于普查公报中 2007 年的危废产生量，这与当时我国采矿业、制造业等行业总产值快速增长的状况相背离，因此我们认为 3,000 多万吨/年的数量级仍然只是危废实际产量的一部分。

危废处置市场空间极大。根据环保部统计的危废产生量增长率，以及其对危废实际产量的低估程度，对我国危废实际产生量进行重新估算，预计 2014 年实际产生量为 7836 万吨，是环保部统计数据 3634 万吨的两倍多。再加上以往大量未进行无害化处理处置的贮存量，工业企业对危废处置利用的需求很大。

图 13：全国工业危险废物产生量



资料来源：环保部、《全国第一次污染源普查公报》、华金证券研究所

2、产处不均衡，产能利用率低

从处置利用情况看，我国危险废物明显存在产处不均衡的状况，各省处置率较低。按照《2015年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，我国危废产生量较高的省份有山东、湖南、江苏、浙江、广东、四川、河南、陕西、内蒙古等，其中湖南危废产生量在全国排第二（约275万吨），实际经营规模排到第七（接近50万吨）；四川危废产生量在全国排第六（约115万吨），实际经营规模排到第十七（不足25万吨）；广西危废产生量在全国排第十（约55万吨），实际经营规模排第二十五（约5万吨）。以上省份产废量与实际处置量明显处于失衡状态。

图 14：2014 年各省（区、市）工业危险废物产生情况

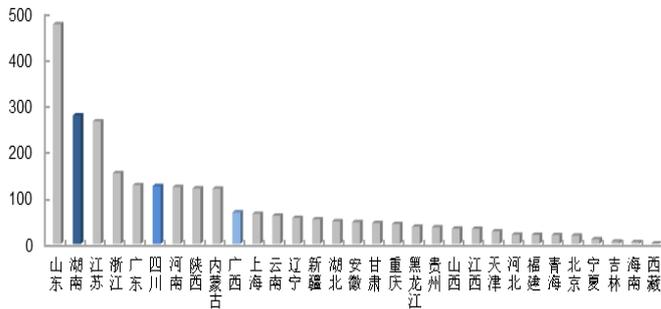
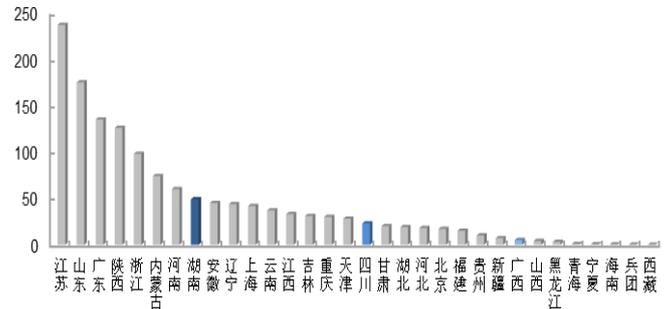


图 15：2014 年各省(区、市)危险废物持证单位实际经营规模



资料来源：《2015 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》、华金证券研究所

资料来源：《2015 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》、华金证券研究所

危废处理企业的实际经营规模远小于核准处理规模，产能利用率低。截至 2014 年，全国危险废物经营单位核准利用处置规模已达到 4304 万吨/年，但实际经营规模仅 1406 万吨，可见危险废物经营单位的产能并未得到完全有效利用，难以应对 2014 年全国接近 8000 万吨的危废处理需求。

图 16：全国危险废物经营单位核准利用处置规模



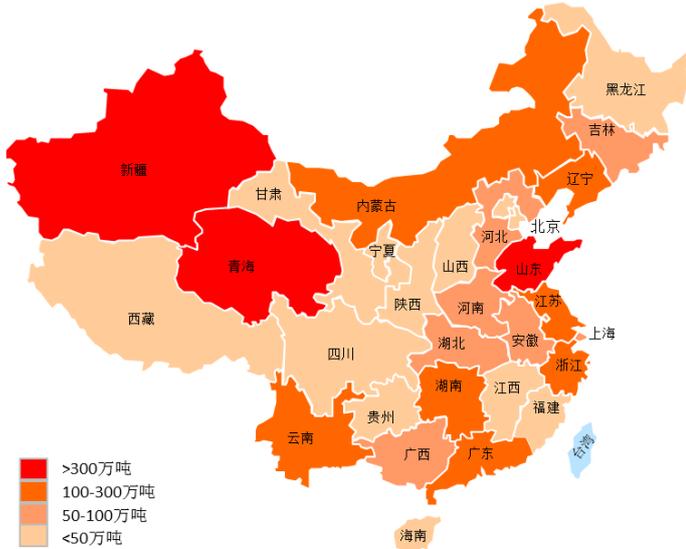
资料来源：《2015 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》、华金证券研究所

产处不均衡现象在西北地区尤为严重，该区危废处置利用行业亟待开发。在我国西北地区，青海、新疆、云南、内蒙古均为危废产生量大省，2013 年产废量依次为 399.85 万吨、302.67 万吨、193.76 万吨和 117.7 万吨，四省产废总量占全国的 32.1%。然而其危废集中处理厂的分布密度却处于全国最低梯度，每个危废集中处理厂的平均服务面积大于 10 万平方公里。危废处

理能力的缺乏将增加运输过程中的成本，同时增加危废处理的危险系数。从各省危废综合利用率和处理率来看，云南、内蒙古、新疆、青海也都排在中间靠后的名次。

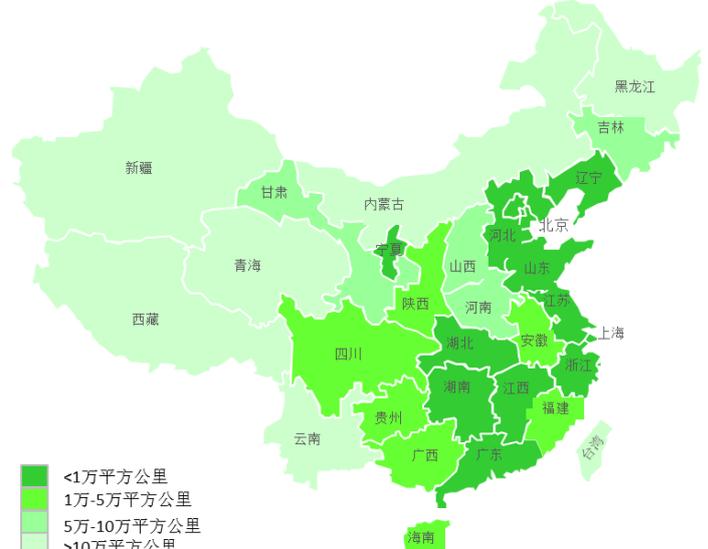
环保部部长陈吉宁在 2016 年两会期间答记者问时提到，中西部地区在我国既是扶贫开发的重点区域，又是生态环境的敏感区域和脆弱区域，而坚持保护生态、实现绿色发展是该地区打赢脱贫攻坚战始终要坚持的基本原则之一。因此在“绿色发展”政策引导下，中西部地区，尤其是西部地区未来危废处理行业是一个亟待开发的蓝海市场。

图 17：各省（区、市）工业危废产生量分布（2013 年）



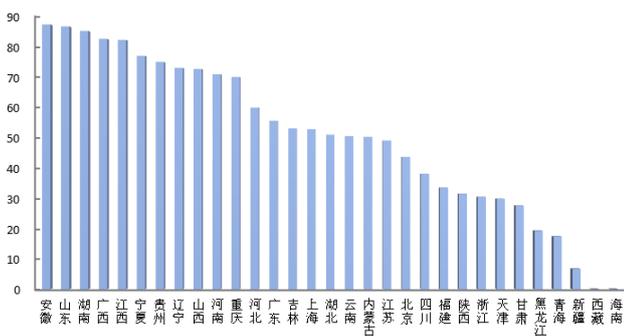
资料来源：wind、华金证券研究所

图 18：各省（区、市）危废集中处理厂分布密度（2012 年）



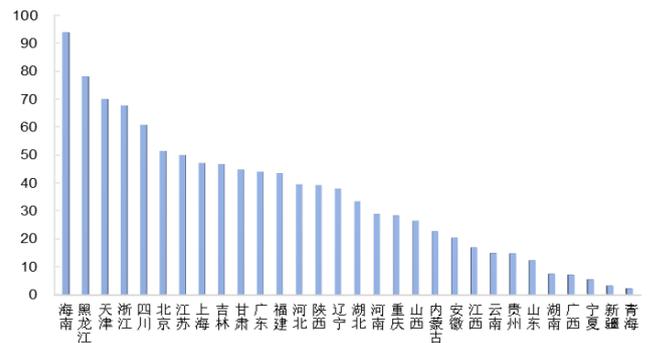
资料来源：wind、华金证券研究所

图 19：各省（区、市）工业危废综合利用（2013 年）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 20：各省（区、市）工业危废处置率（2013 年）



资料来源：wind、华金证券研究所

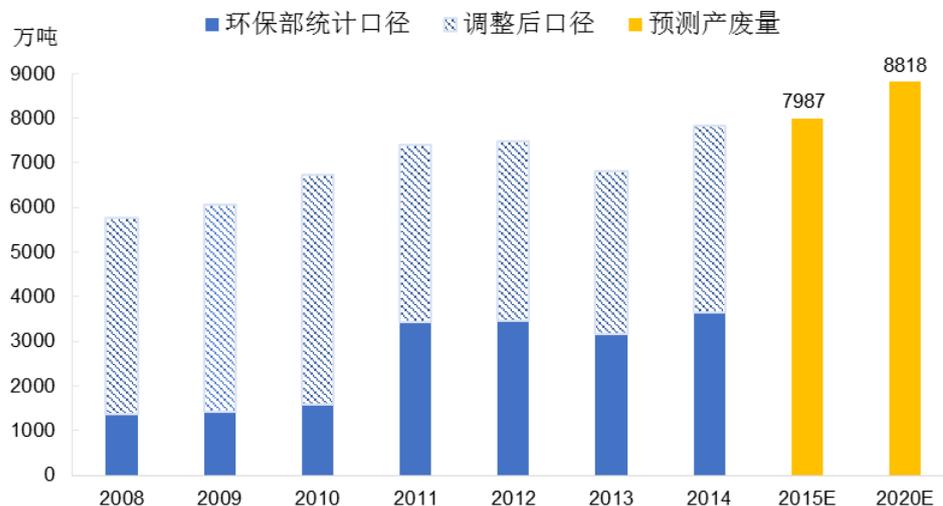
3、量价齐飞，行业产值上千亿

产处不均衡的状况在我国危废处理需求非常大的省份造成了较高的处置价格，比如江浙地区焚烧价格达到 5000-6000 元/吨，行业产值空间上千亿。

首先，环保部口径的危废产生量从 2011 到 2014 年的年复合增长率为 2%，我们保守地以它作为 2015-2020 年危废产生量的年增长率，再根据其实际危废产生量的低估程度，我们预测 2020 年全国危废产生量将达到 8818 万吨。其次，历年环保部统计数据显示我国危废无害化处

置率为 30%左右，因此保守估计到 2020 年仍保持这一处置率。最后，保守估计 2020 年危废处置平均价格为 4000 元/吨，得出 2020 年危废处置行业产值可达 1065 亿元。而参考前瞻网的数据，我国危废处理行业截至 2013 年末的产值才约 241 亿元，具有极大的增长空间。

图 21：全国工业危废产生量预测



资料来源：环保部、华金证券研究所

（二）增长动力-政策驱动，环境倒逼

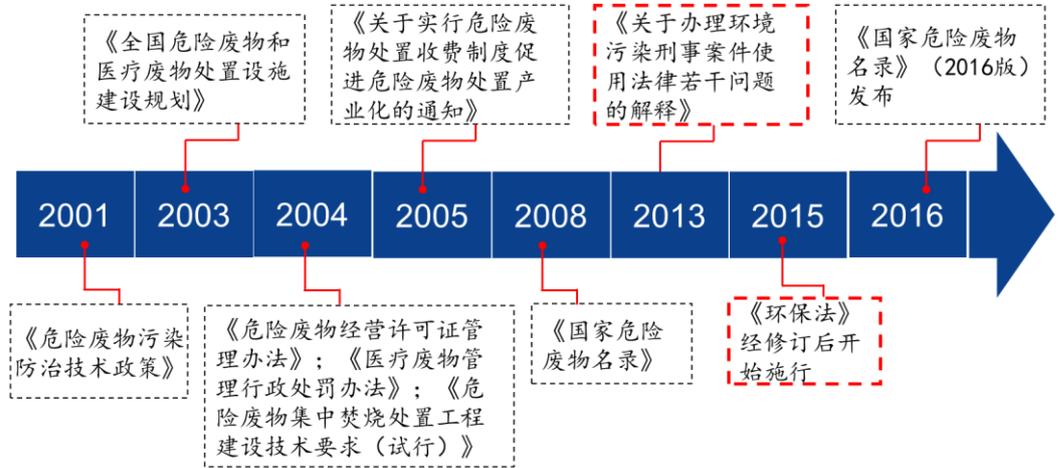
环保行业的高速发展与相关政策的出台息息相关，环境标准与执法要求越严格，环保行业的发展也就越成熟。“十一五”以来，环境质量危机与重大环保事件引发的严重后果使得我国监管层面越来越重视环保行业法律法规的健全，尤其是对危废处理行业的规范。

2003 年-2004 年是我国危废处置行业的起步阶段。2003 年，“非典”的爆发暴露了我国在医疗废物处理方面的薄弱，此后两年政府加快了控制危废的步伐，尤其是医疗废物方面相关政策的出台十分密集。2003 年环保部出台《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》，对处置中心的建设和处置能力的设计作出详细规划；2004 年紧接着出台《危险废物经营许可证管理办法》、《医疗废物管理行政处罚办法》以及对危险废物、医疗废物分别进行集中焚烧处置的《工程建设技术要求》，旨在逐步建立全国范围内的危废处置中心，提高危废处置利用能力。

从 2013 年开始，我国危废处置行业加速启动。2013 年 6 月 19 日，最高人民法院、最高人民检察院发布《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》（以下简称“两高司法解释”），严厉打击企业偷排漏排污染物的行为。《解释》明确将危险废物认定为“有毒物质”，将“非法排放、倾倒、处置危废三吨以上的”认定为“严重污染环境”行为；对于行为人明知他人无经营许可证或超出经营许可范围，却仍向其提供或者委托其收集、贮存、利用、处置危险废物，并严重污染环境的行为，以污染环境罪的共同犯罪论处。“两高司法解释”严厉打击企业偷排漏排行为，使得产废企业污染环境的行为由承担民事责任上升到刑事责任。这一解释的出台将引导工业危废流向具有处理资质的危废处理企业，有利于危废处理行业的订单释放。这是我国危废处理处置行业启动的关键点。

2014年4月24日,新版《环境保护法》修订通过并于2015年1月1日起施行。其中规定,违法排污者将按日连续计罚,且罚款额上不封顶,大大提高了企业的违法成本。新环保法大幅提升了环境污染犯罪的惩罚力度,工业危废处理行业的规范化程度有望快速提升。

图 22 : 中国危废处理相关政策



资料来源:华金证券研究所整理

厂房起火、爆炸等事故在我国新闻版面上频频出现,尤其是天津港“8·12”事件的发生说明我国涉危、涉化园区和建设项目仍存在严重的安全漏洞。危险废物的不恰当贮存和处置已使国家和社会付出了惨重的生命代价。在环境质量的倒逼下,政府必须加快强化对危废行业的监管和执法力度,危废处理行业的产能缺口有望在“十三五”时期快速弥补。

图 23 : 天津 8-12 滨海新区爆炸事故现场



资料来源:网络、华金证券研究所

图 24 : 南通非法倾倒事件现场



资料来源:网络、华金证券研究所

(三) 行业壁垒-资质和土地

由于处理技术上的复杂性和高危性,危废处理行业存在较高的牌照壁垒;同时受制于末端处置的场所要求,土地资源决定了危废处理企业的经营规模。因此资质和土地是新的市场参与者在入行和发展初期的较大壁垒。这也使得行业内现有企业仍可保持较高的毛利率。

正是因为资质和土地的壁垒，形成了危废处置行业强者恒强的竞争格局。对危废处理企业来说，发展成熟的企业资质更加全面，且更有运营和调试经验，在其达到环保要求的同时能实现较高的产能利用率。对产废企业来说，一般工业企业和医疗单位产生的危险废物种类较多，因此具有全牌照的处理企业更容易获得取得订单。行业现有龙头企业具有很强的先发优势。

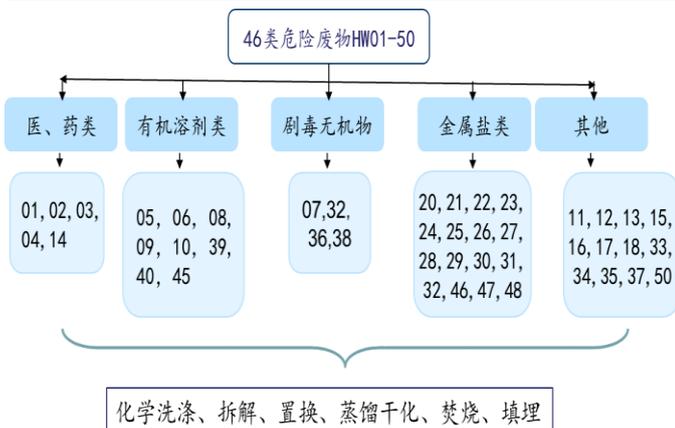
1、无害化牌照锁定订单优势

工业危废的高危性和处置过程的复杂性对危废处置企业提出了较高的技术要求。危废处理市场的细分领域包括：医疗废物、药品废物、有机溶剂、剧毒有机物、金属盐类以及其他种类，对处理企业从化学洗涤、拆解、置换到蒸馏干化、焚烧、填埋等处置技术的要求非常高。

因此，我国危废处理处置实行许可证制度：企业必须经过相关环保部门审批合格后方能从事收集、贮存、利用、处置危险废物经营活动。危废处理处置牌照按照经营范围的不同分为两类：第一类为收集、贮存、处置的综合经营许可证，其中医疗废物经营许可证由所在地设区的市级人民政府环境保护主管部门审批颁发，危险废物经营许可证由省、自治区、直辖市人民政府环境保护主管部门审批颁发；第二类为收集经营许可证，由县级人民政府环境保护主管部门审批颁发。

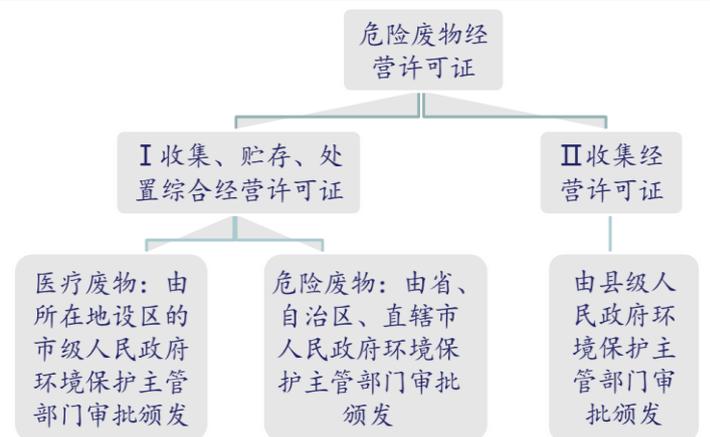
一般对企业处理技术要求较高的为**第一类牌照**。由于环保部门对危废处理项目用地、环评的要求很高，因此企业前期土地选址、立项、环评、验收耗费的时间较长，目前从申请到拿到牌照需要 3—5 年时间。危废处理的产能建设周期如此之长，使得新的市场参与者无法在短时间内实现规模扩张，而现有的行业龙头则有望在市场需求快速增长的背景下，依然保持较高的经营毛利率。

图 25：中国危险废物分类



资料来源：《国家危险废物名录》、华金证券研究所

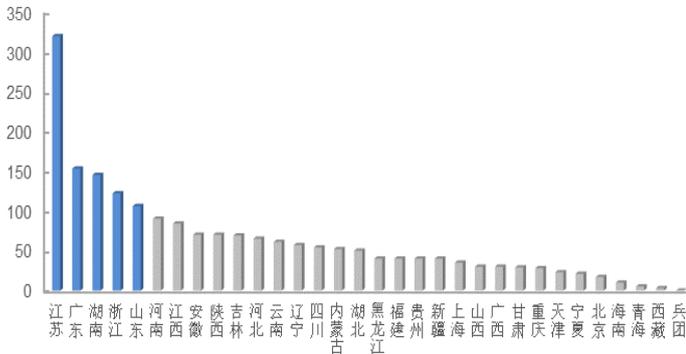
图 26：危险废物经营许可证制度下的两类牌照



资料来源：《危险废物经营许可证管理办法》、华金证券研究所

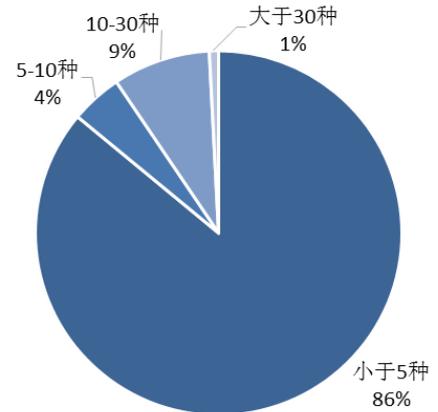
截至 2014 年末，全国各省（区、市）颁发的危险废物经营许可证共 1921 份。颁发许可证数量前五的省份依次为江苏省、广东省、湖南省、浙江省和山东省，对以上五省 2014 年底之前颁发的危废经营许可证进行粗略统计，可发现 90% 的企业经许可处置的危险废物种类都小于 10 种，仅有 1% 的企业拥有 30 种以上的危废处理资质。而一般工业企业和医疗单位产生的危险废物种类较多，因此具有全牌照的处理企业更容易获得取得订单。

图 27：2014 年各省（区、市）颁发危险废物许可证数量



资料来源：《2015 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》、华金证券研究所

图 28：可处置危废种类的企业数量分布



资料来源：各地环保厅、华金证券研究所

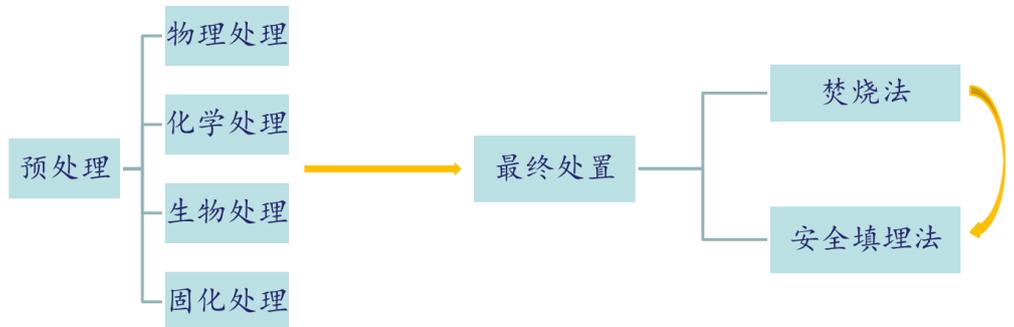
2、土地资源决定企业经营规模

（1）危废末端处置场所的面积和安全标准高

危废的处理工艺按顺序依次为预处理和最终处理两个步骤。人们通过长时间的研究，到目前为止，工业危废最终不能再利用的部分，其处置方法就是安全填埋。对危险废弃物进行填埋前，必须根据不同废物的物理化学属性进行预处理，利用各种固化剂对其进行稳定化、固化处理，尽量减少有害废物的浸出。填埋方面，被填埋废弃物与水或其他物质发生物理化学作用后产生渗滤液，如果这些渗滤液不能得到很好的收集和处理，它将对地下水源造成污染，因此填埋场地不仅占用土地面积大，环保标准也高。能否获取具有规模且符合安全性要求的土地资源很大程度上决定了危废经营企业的处理能力。

2002 年环保部出台《危险废物填埋污染控制标准》，明确了非常严格的危废填埋场选址标准。

图 29：工业危废处理的简单流程



资料来源：华金证券研究所整理

(2) 选址是危废集中处置中心建设的难点

2004 年环保部发布《全国危险废弃物和医疗废弃物处置设施建设规划》，规划目标为到 2006 年全国危险废弃物、医疗废弃物和放射性废弃物基本实现安全贮存和处置。具体建设任务为：建设功能齐全的综合性废弃物处置中心 31 个，新、改、扩建放射性废物库 31 个。但截至 2013 年末，全国建成运营的危废集中处置中心仅有 6 个，分别分布在广东、天津、重庆、廊坊、青岛和上海。实际建设情况落后于规划，可见选址确是危废集中处置中心建设的难点问题。

图 30：全国已建成运营的危废集中处置中心（截至 2013 年末）



资料来源：《广东化工》、华金证券研究所

三、公司投资逻辑

(一) 资源在手，先行者胜

公司是行业内拥有危险废弃物经营资质最多的企业，目前拥有 49 类危废经营资质中的 46 类，已经获取的资质质量超过第二名三倍以上。

从可比公司看，新宇国际作为公司较强的竞争对手，目前获得 39 项危废经营资质，与公司仍存在一定差距，其核准处理资质质量仅 7.6 万吨/年，远小于公司 136 万吨/年的资质质量。雪浪环境是危废处置行业的后起之秀，2014-2015 年通过并购进军了长三角地区的危废处置行业，其 12.5 万吨/年的核准资质质量需等到 2017 年扩建完成后才能实现，而且雪浪环境现在还没有自己的填埋场，这都是掣肘企业发展的重要因素。

公司的主要处置基地，尤其是拥有填埋资质的无害化处置基地占地面积大，大力支持了公司无害化处置经营规模的扩张。

表 3：危废处置行业可比公司资质情况

| 可比公司 | 可处置危废种类 | 核准资质质量 |
|------------------|---------|-----------|
| 新宇国际 (08068.HK) | 39 类 | 7.6 万吨/年 |
| 雪浪环境 (300385.SZ) | 约 10 类 | 12.5 万吨/年 |

资料来源：华金证券研究所整理

图 31：公司主要处置基地占地面积及处理资质



资料来源：公司网站、华金证券研究所

2016 年公司危废处理处置业务预期在广东、福建、江西等重点省份将占据 50% 以上的市场份额：广东省市场份额将拓展至 60% 以上；江西省危险废物处理处置项目整体运营后可占到全省 70%-80% 的市场份额；厦门绿洲子公司未来市场份额也会占到全省 50% 以上。在全国范围内公司的发展目标是占据 10% 的市场份额。

（二）自建+并购：成熟可复制的扩张模式现已形成

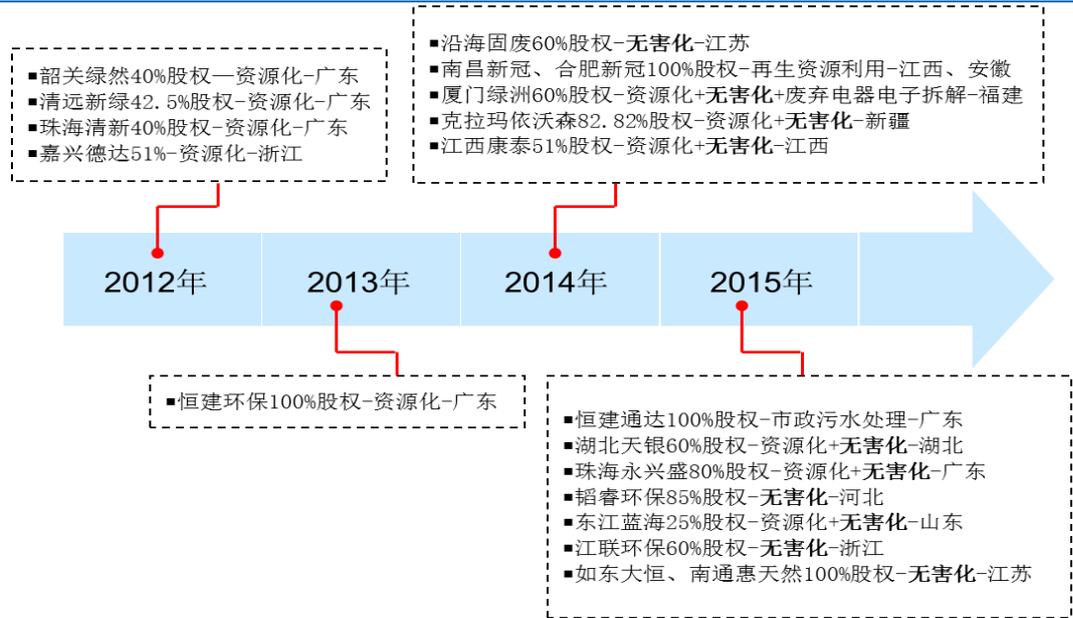
危险废物的区域化资质属性以及运输半径、运输成本的约束决定了企业很难进行异地扩张和异地处理，因此收购整合将成为危废处理企业扩张的重要途径。公司通过内生自建+外延并购的方式不断扩张产能，在珠三角和长三角地区实现了工业危废“减量化、资源化、无害化”的全产业链运营，其成熟可复制的扩张模式现已形成。

1、资源化业务有望维稳

公司的资源化产品主要为铜盐，其处理原料为 PCB 板。公司通过检测确定工业废物中的铜量，再结合国内市场铜交易价格，按照一定折扣系数进行付费收集。折扣系数是公司根据可资源化废物中金属含量的高低，给予 10%-65% 不等的折扣。因此铜交易价格和折扣系数直接决定废物收集价格。铜盐产品销售价格则为铜交易价格与单位产品中金属含量的乘积。

| | |
|--|----|
| 图 16：全国危险废物经营单位核准利用处置规模 | 11 |
| 图 17：各省（区、市）工业危废产生量分布（2013 年） | 12 |
| 图 18：各省（区、市）危废集中处理厂分布密度（2012 年） | 12 |
| 图 19：各省（区、市）工业危废综合利用率（2013 年） | 12 |
| 图 20：各省（区、市）工业危废处置率（2013 年） | 12 |
| 图 21：全国工业危废产生量预测 | 13 |
| 图 22：中国危废处理相关政策 | 14 |
| 图 23：天津 8·12 滨海新区爆炸事故现场 | 14 |
| 图 24：南通非法倾倒事件现场 | 14 |
| 图 25：中国危险废物分类 | 15 |
| 图 26：危险废物经营许可证制度下的两类牌照 | 15 |
| 图 27：2014 年各省（区、市）颁发危险废物许可证数量 | 16 |
| 图 28：可处置危废种类的企业数量分布 | 16 |
| 图 29：工业危废处理的简单流程 | 16 |
| 图 30：全国已建成运营的危废集中处置中心（截至 2013 年末） | 17 |
| 图 31：公司主要处置基地占地面积及处理资质 | 18 |
| 图 32：公司营业收入增长率、毛利率以及铜价增长率的走势 | 19 |
| 图 33：长江有色 1#铜价格走势 | 19 |
| 图 34：公司外延式并购历程 | 20 |
| 图 35：公司资源化与无害化产能状况 | 20 |
| | |
| 表 1：公司工业废物处理已建成项目产能情况（截至 2015 年末） | 6 |
| 表 2：公司市政废物处理项目和再生资源利用项目规模（截止至 2015 年末） | 6 |
| 表 3：危废处置行业可比公司资质情况 | 18 |
| 表 4：公司资源化利用业务盈利模式 | 19 |
| 表 5：分业务预测公司营业收入 | 22 |

图 34：公司外延式并购历程

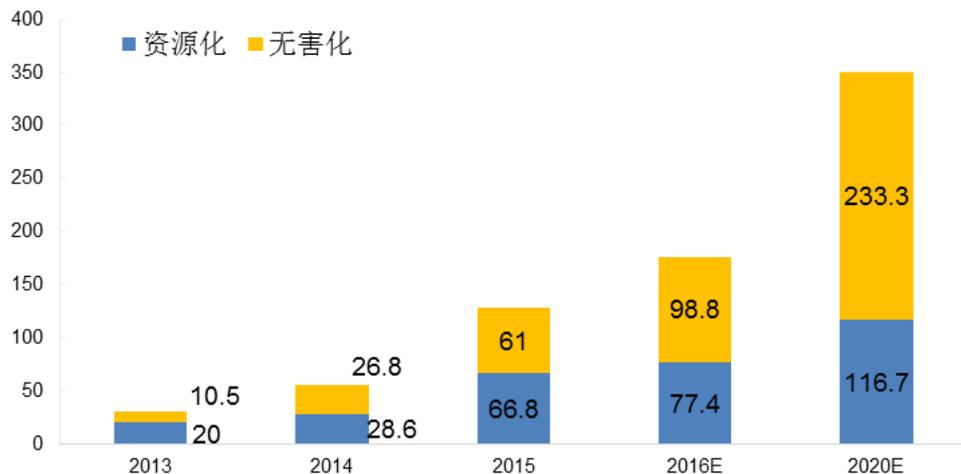


资料来源：公司公告、华金证券研究所

公司工业废物处理的总产能已从 2013 年的 30.5 万吨/年增长至 2015 年的 136 万吨/年，其中无害化处置能力 65 万吨，所占比重为 48%。预计 2016 年公司资源化和无害化处理合计产能将增长到 170 万吨/年以上，2020 年将达到 350 万吨/年，其中无害化约占 2/3，资源化约占 1/3。

图 35：公司资源化与无害化产能状况

公司产能分布（万吨/年）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

从无害化处理价格看，2015 年公司进行无害化处置的平均收费为 2500 元/吨，比 2014 年水平上升 10%。在物化、焚烧、填埋三项处理方法中，物化的价格约为 1000 元/吨；焚烧的价格最贵，约 3500 元/吨；填埋价格约 2000 元/吨。在某些危废处置能力缺口较大的区域，如长三角地区，焚烧处置价格高达 5000-6000 元/吨。随着公司无害化处置业务的不断加码，我们有信心看到公司危废业务的毛利不断上升。

（三）国企入股强强联合

公司 6 月 16 日公告，广东省广晟资产经营有限公司（后简称广晟公司）与公司实际控制人张维仰先生签署《股权转让协议》。按照约定，张维仰先生拟将所持公司 60,682,871 股（占公司总股本 6.98%）转让给广晟公司。按照股权转让协议，此次股权转让价格为 22.126 元/股，较停牌前 20 个交易日平均价格（17.02 元/股）溢价 30%。如果此番股权转让完成，广晟公司将持有东江环保 6.98%。另外根据协议，广晟公司或将继续受让东江环保 61,030,624 股股份。广晟公司此次溢价收购，彰显了对东江环保在危废无害化和资源行业上龙头地位的认可，未来继续增持的可能较大。公司 7 月 15 日公告，广晟公司全额认购公司 1.5 亿股，2017 年广晟公司将成为东江环保第一大股东。

广晟公司是广东省属大型国有企业，截至 2015 年底，广晟公司总资产达到 1320 亿元，所有者权益总额 515 亿元，2015 年实现营业收入 426 亿元。目前，广晟公司拥有 22 家一级企业，是境内 5 家上市公司（中金岭南、广晟有色、风华高科、佛山照明、国星光电）的实际控制人。未来借助广晟公司的融资能力和国企背景，或将为以工业危废处理处置业务为主的东江环保带来融资便利和项目来源，从而达到较好的协同效应。

四、盈利预测

公司是以资源化为主轴、无害化为目的的综合环保服务商，目前其主要的业务板块为工业废物无害化处置、资源化利用、市政废物处理及其他业务。在对公司进行盈利预测时，我们根据公司产能投产增速预估无害化处置和资源化利用的收入和利润，市政和其他业务按照近年增速进行合理假设。

核心假设：

1. 无害化项目产能利用率：年内建成的产能利用率 30-50%之间，第一个完整年 60-75%、第二年 90%-100%；
2. 资源化项目产能利用率：第一年：40%、第二年 60%；

工业废物无害化处置业务：截止至 2015 年年底，公司核准的无害化资质 65 万吨；参考公司 2016-2020 年产能规划，无害化核准处置规模的年复合增长率 29%。我们预计 2016 年-2017 年新投产的无害化项目有江西危废、沿海固废、珠海、衡水、惠东威项目，共计 50 万吨。公司 2015 年无害化收入同比 2014 年增速 48%，2015 年核准资质 65 万吨，同比增加 240%，由此我们推测 2015 年实际无害化处理量约为 35 万吨。因此我们估计 2016 年预计无害化处理量 47.2 万吨，2017 年预计无害化处理量将达到 64 万吨（均包含惠东威）。结合无害化处置价格的历史平均水平及未来增长率预测，我们预计工业废物无害化处置 2016-2018 年的营业收入分别为 12.4 亿元、20.0 亿元和 26.0 亿元。

工业废物资源化利用业务：全球市场供求受中国经济增速降低的影响，而中国经济基本面的企稳和反弹仍然是一个中长期的过程，因此我们认为铜价处于较低水平且短期内难以看到大幅反弹的迹象；公司新扩张产能逐渐满产可以增加公司资源化产品产量，弥补铜价低位的影响。预计

未来三年内资源化利用业务实际处理量分别为 70 万吨，107 万吨和 123 万吨，在产能扩张及铜价缓慢回升的带动，2016-2018 年的营业收入分别为 9.7 亿元、14.1 亿元和 16.2 亿元。

表 5：分业务预测公司营业收入

| 分业务收入（百万元） | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 工业废物无害化处置 | 395.56 | 587.02 | 1,240.29 | 1,999.56 | 2,599.43 |
| 增长率（%） | 62% | 48% | 111% | 61% | 30% |
| 工业废物资源化利用 | 937.57 | 773.15 | 969.92 | 1,409.27 | 1,616.05 |
| 增长率（%） | -7% | -18% | 25% | 45% | 17% |
| 市政废物处理 | 209.17 | 272.62 | 359.86 | 457.02 | 594.13 |
| 增长率（%） | 55% | 30% | 32% | 27% | 30% |
| 电子废弃物拆解 | 221.21 | 394.78 | - | - | - |
| 增长率（%） | | 78% | -68% | 0% | 0% |
| 其他业务 | 284.00 | 375.42 | 488.05 | 585.66 | 644.22 |
| 增长率（%） | 42% | 32% | 30% | 20% | 10% |
| 合计 | 2,047.51 | 2,402.99 | 3,058.11 | 4,451.51 | 5,453.83 |
| 增长率（%） | 29.35% | 17.36% | 27.26% | 45.56% | 22.52% |

数据来源：华金证券研究所预测

综上所述我们预期公司 2016-2018 年营业收入分别为 30.6 亿元、44.5 亿元和 54.5 亿元，若考虑 2017 年定增和股权激励对股本的变动，对应 EPS 分别为 0.586 元、0.629 元和 0.785 元。我们看好公司在危废市场的发展潜力，维持公司买入-A 评级，6 个月目标价为 28.8 元，相当于 2016 年 49 倍市盈率。

五、风险提示

（一）项目建设投产率不达预期

目前公司新增项目及产能正逐步投产，若产能利用率不能达到预期水平，则相应的折旧和费用将拉低公司盈利水平。

（二）铜价格持续低迷

公司资源化利用业务受有色金属价格波动影响较大，若金属价格进一步低迷，将导致公司资源化业务营业收入下滑，拖累公司整体业绩。