

东江环保

持续现金收购危废处理产能，兑现异地扩张战略

公司动态

公司近况

公司 6 月 23 日公告，拟以自有资金 8,500 万元收购并增资衡水睿韬环保公司，持股 85%。后者在河北省主营危废处理业务。

公司 5 月 22 日公告，拟以自有资金 2.2 亿元收购并增资珠海永兴盛公司，持股 80%。后者在广东省主营危废处理业务。

评论

持续现金收购，兑现异地扩张战略。1) 完成上述两项收购后，公司投运产能将新增 7.4 万吨/年，约比 2014 年底扩容 15%。睿韬环保已投运无害化产能 2.1 万吨/年、珠海永兴盛已投运资源化产能 5.3 万吨/年；2) 上述两项目储备产能丰富，利于公司后续提升在当地的市场占有率。睿韬环保拟建无害化产能 7 万吨/年，珠海永兴盛拟建无害化产能 1 万吨/年。3) 通过收购衡水睿韬，公司打入河北省市场，异地扩张再下一城。

预计短期对业绩增厚不显著。睿韬环保、珠海永兴盛 2014 年的净利润分别为亏损 78 万元、亏损 115 万元，可能的原因是负荷率、管理效率相对不足。预计公司实现对其收购、并表、及管理团队整合后，二家公司的财务表现将逐步改善。

长期看好公司在危废处理领域的成长潜力。我国危废处理行业竞争分散，一线企业市占率不足 2%，区域特征明显。借助资质壁垒、资本优势，公司有望通过扩大产能不断提升市占率。

估值建议

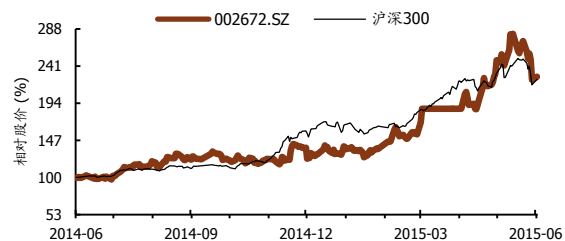
维持中性，上调目标价 20%至 60 元，主因积极的外延并购利于产能扩张。对应 2015/16 年 P/E 为 56/43 倍。维持港股推荐评级，目标价提高 48%至 22 港币。

风险

异地扩张、项目投产进度的不确定性，系统性风险。

维持投资评级

股票代码	002672.SZ	00895.HK
评级	中性	推荐
最新收盘价	人民币 61.19	港币 18.22
目标价	人民币 60.00	港币 22.00
52 周最高价/最低价	人民币 77.95~26.14	港币 19.36~9.36
总市值(亿)	人民币 193	港币 241
30 日日均成交额(百万)	人民币 484.43	港币 16.53
发行股数(百万)	468	468
其中：自由流通股(%)	27	43
30 日日均成交量(百万股)	6.98	0.45
主营行业		节能环保



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,583	2,048	2,982	3,976
增速	4.0%	29.3%	45.7%	33.3%
归属母公司净利润	208	252	373	488
增速	-21.9%	20.8%	48.1%	30.9%
每股净利润	0.60	0.72	1.07	1.40
每股净资产	6.45	7.02	12.58	19.45
每股股利	0.27	0.15	0.24	0.36
每股经营现金流	0.99	0.48	3.91	4.86
市盈率	102.2	84.6	57.1	43.6
市净率	9.5	8.7	4.9	3.1
EV/EBITDA	70.3	52.2	34.9	25.5
股息收益率	0.4%	0.2%	0.4%	0.6%
平均总资产收益率	6.5%	6.1%	5.8%	4.7%
平均净资产收益率	9.6%	10.7%	10.9%	8.8%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

汤砚卿

分析员

yanqing.tang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514080003

SFC CE Ref: BEI871

孙维容

联系人

weirong.sun@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080114110021



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
利润表									
营业收入	1,583	2,048	2,982	3,976	成长能力				
营业成本	1,100	1,382	1,944	2,599	营业收入	4.0%	29.3%	45.7%	33.3%
营业税金及附加	9	10	14	19	营业利润	-24.0%	26.1%	57.2%	37.3%
营业费用	38	32	89	119	EBITDA	-21.8%	41.7%	44.6%	33.3%
管理费用	221	285	407	501	净利润	-21.9%	20.8%	48.1%	30.9%
财务费用	1	24	40	73	盈利能力				
其他	8	48	48	48	毛利率	30.5%	32.5%	34.8%	34.6%
营业利润	240	303	476	653	营业利润率	15.2%	14.8%	15.9%	16.4%
营业外收支	79	76	63	56	EBITDA 利润率	18.9%	20.7%	20.5%	20.5%
利润总额	273	321	499	653	净利润率	13.2%	12.3%	12.5%	12.3%
所得税	28	39	61	80	偿债能力				
少数股东损益	35	31	66	86	流动比率	2.69	1.70	2.23	2.51
归属母公司净利润	208	252	373	488	速动比率	2.28	1.47	2.04	2.36
EBITDA	299	423	612	816	现金比率	1.56	0.78	1.20	1.55
资产负债表					资产负债率	25.0%	43.1%	40.2%	45.1%
货币资金	947	1,028	2,619	5,640	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	234	550	1,402	2,422	回报率分析				
预付款项	103	63	92	122	总资产收益率	6.5%	6.1%	5.8%	4.7%
存货	244	300	422	565	净资产收益率	9.6%	10.7%	10.9%	8.8%
其他流动资产	99	300	336	378	每股指标				
流动资产合计	1,627	2,241	4,871	9,127	每股净利润 (元)	0.60	0.72	1.07	1.40
固定资产及在建工程	876	1,514	1,802	2,472	每股净资产 (元)	6.45	7.02	12.58	19.45
无形资产及其他长期资产	597	1,111	1,168	1,236	每股股利 (元)	0.27	0.15	0.24	0.36
非流动资产合计	1,641	2,744	3,089	3,827	每股经营现金流 (元)	0.99	0.48	3.91	4.86
资产合计	3,267	4,985	7,960	12,954	估值分析				
短期借款	266	559	1,091	2,181	市盈率	102.2	84.6	57.1	43.6
应付账款及票据	158	291	409	547	市净率	9.5	8.7	4.9	3.1
其他流动负债	182	467	680	906	EV/EBITDA	70.3	52.2	34.9	25.5
流动负债合计	606	1,317	2,180	3,634	股息收益率	0.4%	0.2%	0.4%	0.6%
应付长期债券	0	356	356	356					
非流动负债合计	212	829	1,018	2,204					
负债合计	817	2,147	3,197	5,837					
股东权益合计	2,242	2,443	4,375	6,766					
少数股东权益	208	396	462	548					
负债及股东权益合计	3,267	4,986	8,035	13,151					
现金流量表									
净利润	208	252	373	488					
折旧和摊销	93	133	133	126					
营运资本变动	-122	-97	1,768	2,802					
其他	0	0	0	1					
经营活动现金流	344	166	1,360	1,689					
投资活动现金流入	3	36	36	36					
投资活动现金流出	-462	-1,230	-478	-865					
投资活动现金流	-459	-970	-441	-828					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	141	649	796	2,358					
其他	-15	283	0	0					
筹资活动现金流	34	894	673	2,161					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-82	90	1,591	3,022					

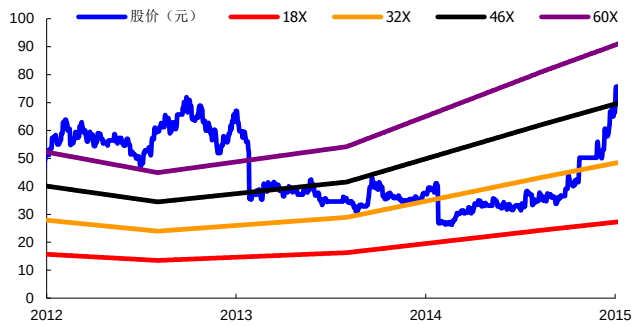
资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

东江环保股份有限公司是一家专业从事废物管理和环境服务的高科技环保企业。主营业务为工业废物处理、市政废物处理以及增值性配套服务。公司于 2003 年在香港联交所上市，成为国内第一家在境外上市的民营环保企业。公司为客户提供包括废物的处理及处置、环保设施的设计、建设及运营管理以及环保技术和咨询的全方位、一站式环保解决方案，通过独到的技术和手段将废物转化为原材料及能源等再生产品进行销售。公司先后被评为“国家环保骨干企业”、“国家资源节约与环境保护重大示范工程单位”、“国家首批循环经济试点单位”。

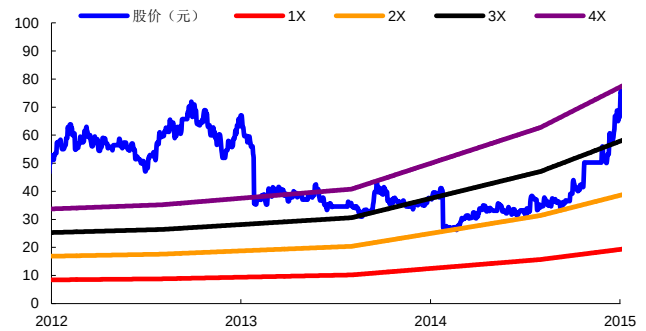


图表 1：历史股价表现和市盈率区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 2：历史股价表现和市净率区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 3：环保公司估值表

领域	A股公司	2015/6/23 股价 Rmb	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	EPS (元)				P/E				P/B				ROE			
							2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E
节能	建筑节能	25.18	推荐	576	204	15	0.14	0.20	0.28		180	126	90		8.3	7.4	6.5		5%	6%	7%	
	工业节能	29.64	推荐	706	655	21	0.52	0.85	1.10	1.57	57	35	27	19	7.2	6.0	4.9	4.1	13%	17%	18%	22%
	天壕节能	29.30	推荐	329	229	10	0.35	0.43	0.57	0.69	84	68	51	42	7.7	7.0	6.3	5.6	9%	10%	12%	13%
废气	国电清新	24.01	中性	1,066	531	26	0.17	0.25	0.46	0.54	141	96	52	44	5.7	5.2	4.7	4.2	4%	5%	9%	10%
	中电远达	33.28	中性	601	512	20	0.35	0.39	0.59	0.68	95	85	56	49	7.0	4.2	4.0	3.8	7%	5%	7%	
	龙源技术	18.37	中性	513	513	9	0.37	0.45	0.49	0.37	50	41	37	50	4.7	4.3	3.9	3.7	9%	10%	11%	7%
减排	碧水源	57.40	推荐	1,082	647	62	0.78	1.13	1.57	2.01	74	51	37	29	12.7	9.7	7.7	6.1	17%	19%	21%	21%
	兴蓉投资	10.93	中性	2,986	1,731	33	0.25	0.27	0.34	0.41	44	40	32	27	4.8	4.3	3.9	3.4	11%	11%	12%	13%
	维尔利	34.34	中性	348	64	12	0.08	0.28	0.44	0.55	429	123	78	62	6.2	5.9	5.3	4.7	1%	5%	7%	8%
	重庆水务	12.20	中性	4,800	4,800	59	0.39	0.39	0.40	0.41	31	31	31	30	4.5	4.3	4.1	3.9	15%	14%	13%	13%
	津膜科技	36.26	中性	261	105	9	0.31	0.41	0.58	0.74	117	88	63	49	12.1	10.8	9.3	7.9	10%	12%	15%	16%
	首创股份	17.24	中性	2,410	2,200	42	0.25	0.25	0.35	0.43	69	69	49	40	6.2	5.9	5.6	5.2	9%	9%	11%	13%
	中电环保	19.26	中性	338	102	7	0.20	0.25	0.33	0.38	96	77	58	51	3.7	3.5	3.2	2.9	4%	5%	6%	6%
	万邦达	28.97	中性	735	172	21	0.19	0.26	0.45	0.58	152	111	64	50	4	4	3	3	3%	4%	5%	6%
固废	东江环保	61.19	中性	348	207	21	0.60	0.72	1.07	1.40	102	85	57	44	9.5	8.8	7.8	3.1	9%	10%	14%	7%
	土壤修复	94.59	推荐	162	40	15	0.86	0.71	1.09	1.59	110	133	87	59	16.8	14.8	7.6	6.7	15%	11%	9%	11%
	环境检测	29.00	推荐	605	75	18	0.22	0.33	0.60	0.75	132	88	48	39	6.8	5.9	5.0	4.3	5%	7%	10%	11%
	生物膜	18.81	推荐	943	940	18	0.07	0.22	0.44	0.60	269	86	43	31	6.3	5.79	5.21	4.9	2%	7%	12%	16%
平均值											120	80	55	42	7.6	6.6	5.6	4.6	8%	9%	11%	13%
中位数											99	85	52	44	6.9	5.9	5.3	4.2	8%	9%	11%	13%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上；绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”；绝对收益在-20%以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602

编辑：张莹



北京

中金公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

