东江环保（895）

更新报告

买入

2015 年 4 月 27 日

A 股定增融 23 亿元，危废龙头开疆扩土进行时,兼具高确定性与强爆发性，重申买入

➢**14 年净利润增长 20.8%符合预期：**2014 年公司收入增长 29.3%至 20.5 亿元人民币，其中资源化受金属价格下跌影响小幅下降 2.6%，无害化与市政废物处置则分别大增 62.5%%与 54.8%；家电拆解开始大规模贡献，收入占比提升至 10.8%。期内毛利率为 32.0%，较 13 年上升 2 个百分点，主要因结构调整，资源化占收比由 60.8%降至 45.8%，且成本控制及高附加值产品成效显现，资源化本身毛利率亦小幅提升。归属股东净利润 2.52 亿元，摊薄 EPS0.74 元，拟派股息 0.15 元，且向全体股东每 10 股转增 15 股。

➢**适时融资加速开疆扩土之势，大股东认购 9.26%：**4 月 26 日公司公告拟以 39.8 元（约 50HKD）向 10 位认购对象发售 5786 万 A 股（占扩大后股本的 14.3%），其中大股东认购 9.26%，平安资管、中民投、嘉实基金等 9 家知名机构参与认购。融资共 23 亿，9.8 亿将用于江西、沙井与惠州项目建设，其余补充流动资金及偿还贷款。完成后预计公司 15 年负债率降至 27%，继续维持充裕净现金状态。公司 2014 年的异地扩张明显加速，共实施了四个无害化项目的并购，并借此开辟了厦门、新疆与江西市场，初次进入就占据了当地绝对的市场份额。15 年已公告收购湖北天银，实现华中地区的战略布局，且首次进入汽车拆解领域，不断开拓业务范围。本次融资后弹药更加充足，我们预计 15-16 年其扩张力度与速度更为强劲，业绩增速将达 60%以上。

➢**已有项目进展顺利，资源化占比将继续下降，业务结构不断优化：**江门项目以及嘉兴扩建均按计划进行，现已建成且验收完毕，预计二季度投产。粤北项目预计下半年可取得试运行的牌照，血铅事件预期 4-5 月可以解决，但现在并不影响该项目进展，目前正在做转客户的审批，完成后预计全年客户数量将达 3-4000 家。部分原有项目的扩产正在做环评等事项，下半年亦有望获得审批；该些扩产的新增产能更多在于无害化，有助于公司业务结构的持续优化，预计 15 年资源化占收比将进一步下降至 39.1%。

➢**高确定性+强爆发性的危废龙头，上调目标价至 60.00 港元，重申买入：**仅按已获项目测算，东江 15-17 年业绩复合增速将达 47.5%；而按未来 10 亿/年的资本开支计划，外延扩张将进一步提升业绩增速。现阶段的环保板块中，我们认为危废处理是唯一一个兼具高确定性与强爆发性的子行业，东江无论在 A 股或港股均为此行业的领导者，且其于深交所上市，有望成为深港通的优质标的之一。根据其综合条件，给予一定的溢价，上调 12 个月目标价至 60 港元，对应 16 年 29.5 倍 PE，较现价有 97.4%的上升空间，重申买入评级。

郑嘉梁

852-25321599

jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

主要数据

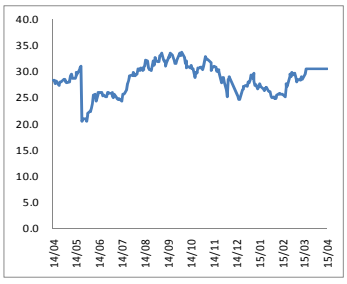
行业	环保
股价	30.40 港元
目标价	60.00 港元（+97.37%）
股票代码	895
已发行 H 股本	0.8 亿股
H 股市值	24.3 亿港元
52 周高/低	34.00/17.05 港元
每股净资产	8.78 港元
主要股东	张维仰 (27.92%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入（百万元）	1,582.94	2,047.51	3,416.50	4,897.06	5,943.46
变动（%）	4.04%	29.35%	66.86%	43.34%	21.37%
净利润（百万元）	208.28	251.61	410.17	658.24	806.70
EPS（元）	0.92	0.74	1.18	1.62	1.99
变动（%）	-24.79%	-20.15%	60.27%	37.57%	22.55%
市盈率（倍，@30.40港元）	26.03	33.01	20.60	14.97	12.22
每股派息（元）	0.30	0.15	0.24	0.32	0.40
息率（%）	0.99%	0.49%	0.78%	1.07%	1.31%

资料来源：公司信息，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈港币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2013年 历史	2014年 历史	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
收入	1,583	2,048	3,417	4,897	5,943
毛利	473	656	1,077	1,623	1,977
其他收益	0	0	0	0	0
其他业务收入					
销售及管理费用	-260	-317	-540	-749	-897
其他费用	0	0	-15	-5	-5
营运收入	213	338	522	869	1,075
财务开支	-1	-24	-13	-12	-12
投资收益	22	32	52	54	56
其他	-9	-47	-6	-6	-6
营业外收入与支出	33	18	22	22	22
税前盈利	258	317	577	926	1,135
所得税	-28	-39	-87	-139	-170
少数股东应占利润	35	31	80	129	158
净利润	195	248	410	658	807
折旧及摊销	99	115	238	337	422
EBITDA	313	453	775	1,210	1,502
增长					
总收入 (%)	4.0%	29.3%	66.9%	43.3%	21.4%
EBITDA (%)	-17.6%	44.9%	71.2%	56.1%	24.1%

财务分析

	2013年 历史	2014年 历史	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	29.9%	32.0%	31.5%	33.1%	33.3%
EBITDA 利率 (%)	19.7%	22.1%	22.7%	24.7%	25.3%
净利率 (%)	12.3%	12.1%	12.0%	13.4%	13.6%
营运表现					
销售及管理费用/收入	16.4%	15.5%	15.8%	15.3%	15.1%
实际税率 (%)	10.8%	12.3%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	33.4%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%
库存周转	83	71	63	79	74
应付账款天数	135	132	117	95	97
应收账款天数	66	82	63	49	48
财务状况					
净负债/股本	0.46	1.04	0.48	0.46	0.47
收入/总资产	0.48	0.41	0.44	0.59	0.65
总资产/股本	1.46	2.04	1.48	1.46	1.47
盈利对利息倍数	157	12	39	65	82

资产负债表

〈港币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2013年 历史	2014年 历史	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	947	1,028	3,333	2,680	3,233
应收账款与应收工程合约	287	636	547	762	785
存货	244	300	508	906	700
其他流动资产	148	277	93	100	107
总流动资产	1,627	2,241	4,481	4,447	4,825
固定资产	588	790	2,008	2,553	3,022
无形资产	539	849	746	810	871
长期股权投资	104	101	101	101	101
其他	411	1,004	368	369	370
总资产	3,267	4,985	7,704	8,281	9,190
应付帐款及其他应付款	296	710	795	909	1,190
短期抵押银行贷款	266	559	531	505	479
短期无抵押银行贷款					
其他短期负债	44				
总短期负债	606	1,317	1,356	1,444	1,700
长期抵押银行贷款	125	376	414	456	501
长期无抵押银行贷款					
其他负债	87	453	292	235	189
总负债	817	2,147	2,063	2,134	2,390
少数股东权益	208	396	451	492	544
股东权益	2,242	2,442	5,190	5,656	6,256
每股账面值	9.7	7.0	14.9	14.0	15.4
营运资金	1,021	924	3,125	3,004	3,125

现金流量表

〈港币百万元〉，财务

	2013年 历史	2014年 历史	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
EBITDA	313	453	775	1,210	1,502
融资成本	-1	-24	-13	-12	-12
营运资金变化	61	-224	284	-546	419
所得税	-28	-39	-87	-139	-170
营运现金流	344	166	960	513	1,739
资本开支	-537	-810	-897	-1,065	-1,061
其他投资活动	78	-160	15	15	16
投资活动现金流	-459	-970	-882	-1,049	-1,045
银行贷款变化	138,433	552,698	9,683	14,845	20,315
其他融资活动	-138,399	-551,803	-7,452	-14,962	-20,456
融资活动现金流	34	894	2,230	-117	-141
现金变化	-82	90	2,309	-653	554
期初持有现金	1,017	935	1,024	3,333	2,680
汇兑变化	-0	-0	0	0	0
期末持有现金	935	1,024	3,333	2,680	3,233

资料来源：公司公告，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。