

东江环保 (002672.SZ)

固废处置业务快速增长，异地扩张新疆再下一城

核心观点:

- 上半年业绩增长 17.5%，同时预告 1-3 季度业绩为 5-25%

2014 年上半年公司营业收入 8.49 亿元，同比增长 20%；归属上市公司股东净利润 1.36 亿元，同比增长 17.5%；每股收益 0.39 元。虽然宏观经济形势低迷，金属价格同比下滑，但公司通过内生+外延式的发展，仍实现了收入、净利润近 20% 的增长。公司预告 2014 年 1-3 季度净利润约为 1.72-2.05 亿元，同比增长 5%-25%。

- 固废处置业务增长较快，多个新建产能有望年内投运

2014 年上半年公司营业收入增长近 20%，其中工业废物处置收入增长 38%、市政废物处置收入增长 55.5%，增速均大幅高于总收入增速；而资源化产品收入同比仅增长 12.4%；新建产能来看，包括粤北、江门、嘉兴等多个项目合计超过 44 万吨/年的工业固废处理处置产能有望集中投运，推动公司未来业绩的快速增长。

- 危废项目异地扩张加码，再生资源等项目加速布局

公司先后并购厦门绿洲固废、江苏沿海固废等多个异地项目，并在中报中公告将增资收购克拉玛依沃森环保固废（年处理能力近 5 万吨，2015 年上半年投产），将固废基地扩展到新疆地区。我们预计公司仍将进一步加速异地扩张步伐。另一方面，公司积极布局再生资源、土壤修复等多个项目，未来持续成长性可期。

- 新一轮高成长周期开启，维持“买入”评级

预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.74、1.11、1.81 元。我们维持危废进入高度景气期的判断，公司通过内生性增长（产能加速投放）和外延并购，2014-16 年、甚至更长时间将进入新一轮的高成长周期，维持“买入”评级。

- 风险提示

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,521.52	1,582.94	1,984.23	3,021.56	4,303.62
增长率(%)	1.36%	4.04%	25.35%	52.28%	42.43%
EBITDA(百万元)	380.13	306.74	464.80	661.07	1,035.71
净利润(百万元)	266.71	208.28	254.96	383.52	626.76
增长率(%)	30.91%	-21.91%	22.41%	50.42%	63.42%
EPS(元/股)	1.772	0.923	0.735	1.106	1.808
市盈率(P/E)	33.69	37.58	42.55	28.29	17.31
市净率(P/B)	4.29	3.49	4.34	3.77	3.09
EV/EBITDA	21.75	23.89	22.20	15.36	9.27

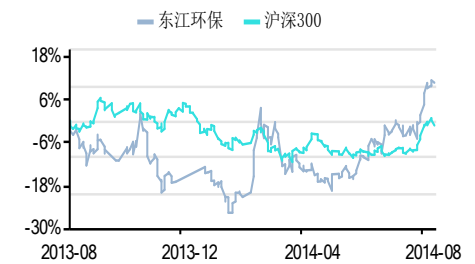
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	31.27 元
合理价值	36.50 元
前次评级	买入
报告日期	2014-08-12

相对市场表现



分析师：郭鹏 S0260514030003

02160750611

guopeng@gf.com.cn

分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

相关研究:

东江环保(002672.SZ): 中报业绩增长 17.5%，维持“买入”评级 2014-07-22

东江环保(002672.SZ): 并购厦门绿洲，危废异地扩张再下一城 2014-06-19

东江环保(002672.SZ): 资源化业务拖累业绩，无害化业务加速成长 2014-03-28

联系人：郑思恩 021-67050631

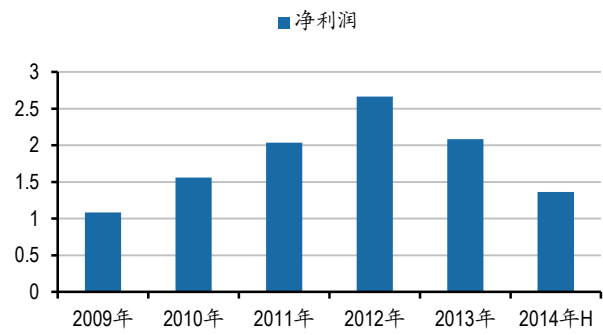
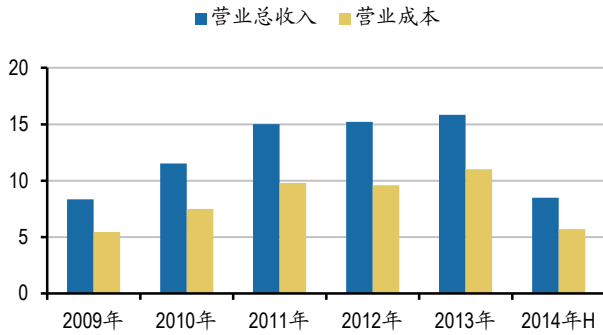
zhengsien@gf.com.cn

上半年净利润增长 17.5%，公司预告 1-3 季度净利润增长 5-25%

2014年上半年公司营业收入8.49亿元，同比增长20%；归属上市公司股东净利润1.36亿元，同比增长17.5%；每股收益0.39元。虽然宏观经济形势低迷，金属价格同比下滑，但公司通过内生+外延式的发展，仍实现了收入、净利润近20%的增长。公司预告2014年1-3季度净利润约为1.72-2.05亿元，同比增长5%-25%。

图1：2009-2014年H营业收入、营业成本变化（亿元）

图2：2009-2014年H净利润变动（亿元）



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

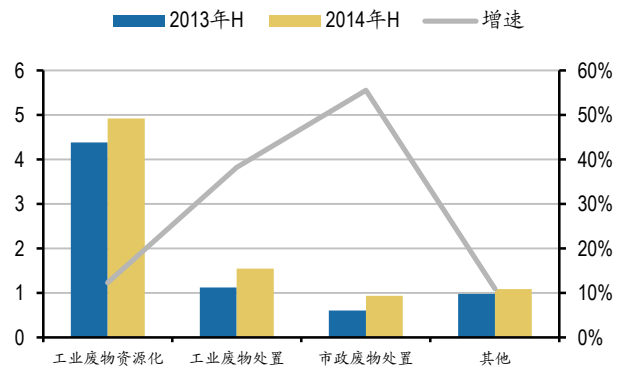
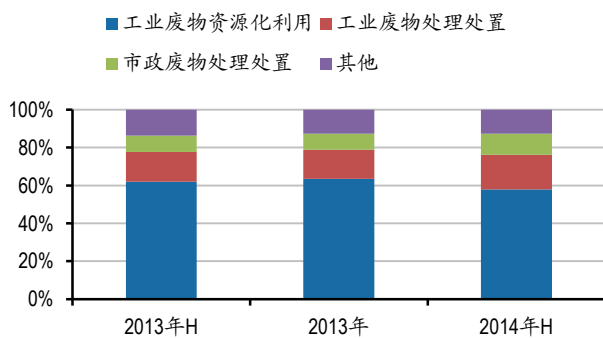
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

固废处置业务增长较快，多个新建产能有望年内投运

2014年上半年公司营业收入增长近20%，其中工业废物处置收入增长38%、市政废物处置收入增长55.5%，增速均大幅高于总收入增速；而资源化产品收入同比仅增长12.4%。

图3：资源化业务在收入中占比63%下滑至58%

图4：工业、市政废物处置业务增长较快



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

从新建产能来看，包括粤北、江门、嘉兴等多个项目合计超过44万吨/年的工业固废处理处置产能有望集中投运，推动公司未来业绩的快速增长。

表1: 2014年即将投产的部分工业固废处置项目

项目	产能(万吨/年)	建成时间
粤北含锌废物、铜镍铬废物综合利用、焚烧、物化废水等	18.16	2014年4季度
江门工业废物处置	19.85	2014年内
嘉兴德达迁扩建	6	2014年内

数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

危废项目异地扩张加码, 再生资源等项目加速布局

公司先后并购厦门绿洲固废、江苏沿海固废等多个异地项目, 并在中报中公告将增资收购克拉玛依沃森环保固废(年处理能力近5万吨, 2015年上半年投产), 将固废基地扩展到新疆地区。我们预计公司仍将进一步加速异地扩张步伐。另一方面, 公司积极布局再生资源、土壤修复等多个项目, 未来持续成长性可期。

公司公告拟使用自有资金5317万元增资并收购克拉玛依沃森环保科技有限公司82.82%的股权。克拉玛依沃森拥有克拉玛依危废综合处置示范中心30年的特许经营权, 位于克拉玛依市石化工业区, 规划危废处理处置产能4.99万吨/年。该项目目前处于建设期, 预计2015年上半年投产。

表2: 克拉玛依沃森危废中心规划产能

项目	产能(吨/年)
焚烧处置	9900
物化处理	8000
回收利用废矿物油	10000
安全填埋	22000
合计	49900

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

新一轮高成长周期开启, 维持“买入”评级

预计公司2014-16年EPS分别为0.74、1.11、1.81元。我们维持危废进入高度景气期的判断, 公司通过内生性增长(产能加速投放)和外延并购, 2014-16年、甚至更长时间将进入新一轮的高成长周期, 维持“买入”评级。

风险提示

铜价大幅波动导致业绩波动; 新投产危废项目达产低预期

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1767	1627	1807	2289	3224
货币资金	1028	947	926	999	1434
应收及预付	448	390	516	774	1103
存货	258	244	318	481	662
其他流动资产	32	46	47	36	25
非流动资产	1343	1641	1840	1916	1865
长期股权投资	81	104	104	104	104
固定资产	572	588	654	609	490
在建工程	239	288	386	482	538
无形资产	343	540	573	597	608
其他长期资产	108	121	122	125	125
资产总计	3110	3267	3647	4206	5089
流动负债	623	606	692	800	928
短期借款	38	266	207	122	0
应付及预收	421	276	411	615	858
其他流动负债	164	64	73	63	70
非流动负债	213	212	212	212	212
长期借款	111	125	125	125	125
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	102	87	87	87	87
负债合计	837	817	903	1011	1140
股本	150	226	347	347	347
资本公积	931	855	734	734	734
留存收益	1013	1161	1416	1799	2426
归属母公司股东权	2094	2242	2497	2881	3507
少数股东权益	179	208	246	314	442
负债和股东权益	3110	3267	3647	4206	5089

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	312	344	378	408	690
净利润	294	244	293	451	755
折旧摊销	75	93	109	135	151
营运资金变动	-46	15	-65	-207	-257
其它	-11	-8	41	29	41
投资活动现金流	-256	-459	-330	-222	-125
资本支出	-190	-318	-364	-256	-159
投资变动	-66	-120	34	34	34
其他	0	-22	0	0	0
筹资活动现金流	713	33	-70	-114	-130
银行借款	197	418	-58	-85	-122
债券融资	-409	-279	10	-9	8
股权融资	1061	0	0	0	0
其他	-136	-105	-21	-19	-16
现金净增加额	769	-82	-21	73	435
期初现金余额	252	1028	947	926	999
期末现金余额	1021	946	926	999	1434

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	1.4	4.0	25.4	52.3	42.4
营业利润增长	34.1	-24.4	25.3	61.6	73.6
归属母公司净利润增长	30.9	-21.9	22.4	50.4	63.4
获利能力(%)					
毛利率	36.9	30.5	33.3	32.6	34.8
净利率	19.3	15.4	14.8	14.9	17.5
ROE	12.7	9.3	10.2	13.3	17.9
ROIC	19.6	11.0	15.8	20.3	30.9
偿债能力					
资产负债率(%)	26.9	25.0	24.8	24.0	22.4
净负债比率	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
流动比率	2.83	2.69	2.61	2.86	3.47
速动比率	2.15	2.11	1.92	1.98	2.42
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.50	0.57	0.77	0.93
应收账款周转率	7.85	8.18	8.07	8.11	8.09
存货周转率	3.97	4.38	4.23	4.28	4.26
每股指标(元)					
每股收益	1.77	0.92	0.74	1.11	1.81
每股经营现金流	2.07	1.52	1.09	1.18	1.99
每股净资产	13.92	9.93	7.20	8.31	10.12
估值比率					
P/E	33.7	37.6	42.6	28.3	17.3
P/B	4.3	3.5	4.3	3.8	3.1
EV/EBITDA	21.8	23.9	22.2	15.4	9.3

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1522	1583	1984	3022	4304
营业成本	960	1100	1323	2035	2806
营业税金及附加	15	9	16	23	32
销售费用	34	38	51	75	108
管理费用	208	221	238	363	473
财务费用	3	1	3	0	-8
资产减值损失	-2	8	87	76	87
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	12	36	34	34	34
营业利润	316	239	299	484	840
营业外收入	19	38	36	36	36
营业外支出	2	5	6	7	8
利润总额	333	271	329	513	868
所得税	39	28	36	62	113
净利润	294	244	293	451	755
少数股东损益	27	35	38	68	128
归属母公司净利润	267	208	255	384	627
EBITDA	380	307	465	661	1036
EPS(元)	1.77	0.92	0.74	1.11	1.81

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏: 分析师, 华中科技大学工学硕士, 三年环保、燃气、电力等公用事业研究经验, 2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 沈 涛: 分析师, 对外经济贸易大学金融学硕士, 2013 年煤炭行业新财富第四名, 水晶球第一名。
- 安 鹏: 分析师, 上海交通大学金融学硕士, 2013 年煤炭行业新财富第四名, 水晶球第一名。
- 郑思恩: 研究助理, 上海交通大学会计硕士, ACCA 准会员, 2013 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。