

买入

2014年8月14日

业绩超预期 无害化扩张远未结束 逢低买入

► **利润增长 17.5%超预期，二季度盈利 7980 万元：**2014 上半年公司收入增长 19.9%至 8.49 亿元人民币，其中资源化、无害化收入分别增长 12.4%与 38.2%，期内毛利率为 32.2%，与去年基本持平。归属股东净利润增长 17.5%至 1.36 亿元，摊薄 EPS 为 0.39 元，中期不派息。二季度净利润达 7980 万元，同比增长 22.7%，环比增长更达 41.5%；除了二季度有新收购的沿海固废及新冠能源少量并入外，当期消耗了部分一季度采购的价格较低的原材料，因此具有一定特殊性。我们预计三四季度原有项目盈利情况正常化，并假设厦门绿洲 9 月并入，加上沿海固废与新冠能源的完整半年贡献，根据公司费用控制以及联营企业盈利大幅增长的情况，调整下半年盈利预计将为 1.43 亿元，全年预期上调至 2.79 亿元。

► **新增产能建设维持今年年底完成的预期，2015 年大幅释放：**根据建设计划，江门项目今年将完成基本建设，明年投产，该项目已经在公司业务版图中，投运后将承担中山、江门、珠海的危险废物处置。粤北项目中，无害化设施预计今年将先行投产，处理量整体依赖于珠三角和粤北本身产生的废物，目前珠三角市场供需矛盾比较突出，处置能力不足，因此新产能投放后利用率将很快提升；另外粤北基地与韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂都订立了意向，一旦项目获得资质将开始收集废物，因此资源化的量也已较有保障。2015 年产能大规模释放后，我们预计当年资源化产量增速将达 100%。

► **无害化均价上涨 20%，包年客户大幅增长：**上半年无害化处理的价格平均上升约 20%，主要由于两高司法解释出台后，小型包年客户的数量成倍增加，包年的收入与实际处理量不完全按照市场单价计算来匹配，导致出现某些单价高于正常水平。因此东江实际整体的无害化加权均价并未有 20%增长，但可以看出监管加强对该业务的直接带动作用已十分显著，未来监管继续加强是必然趋势。

► **收购克拉玛依项目首次进入新疆，未来并购扩张远未结束：**继沿海固废与厦门绿洲后，公司披露半年业绩同时宣布收购克拉玛依约 5 万吨无害化综合处置项目 83%股权，首次进入新疆地区。在政策配合、行业景气度改善的大环境下，今年以来东江的异地收购扩张明显加速，而目前全国处理设施依然严重不足，我们预期东江凭借其长期的经验与领先的技术优势，无害化业务的扩张只是刚刚开始，后续新增项目潜力巨大。

► **目标价上调至 36.00 港元，重申买入评级：**危废行业进入快速发展期，东江的龙头地位有望进一步巩固，2015 年无论业绩或者估值均有提升潜力。上调 12 个月目标价至 36.00 港元，对应 2015 年 21.9 倍 PE，较现价有 18.42%的上升空间，维持买入评级。

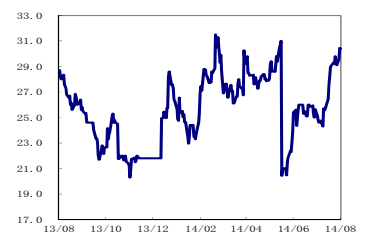
郑嘉梁
852-25321599
jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	环保
股价	30.40 港元
目标价	36.00 港元 (+18.42%)
股票代码	895
已发行股本	3.47 亿股
市值	105.49 亿港元
52 周高/低	30.85/12.87 港元
每股净资产	8.76 港元
主要股东	张维仰 (28.68%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 (百万元)	1,521.52	1,582.94	2,285.72	3,884.75	4,835.45
变动 (%)	1.36%	4.04%	44.40%	69.96%	24.47%
净利润 (百万元)	266.71	208.28	278.73	456.66	574.85
EPS (元)	1.23	0.92	0.80	1.31	1.65
变动 (%)	-24.43%	-24.79%	-13.04%	63.84%	25.88%
市盈率 (倍, @30.40港元)	19.82	26.03	30.31	18.50	14.70
每股派息 (元)	0.90	0.30	0.16	0.26	0.33
息率 (%)	2.96%	0.99%	0.53%	0.86%	1.09%

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〉

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	1,522	1,583	2,286	3,885	4,835
毛利	547	473	707	1,189	1,482
其他收益	0	0	0	0	0
其他业务收入					
销售及管理费用	-242	-260	-347	-622	-769
其他费用	0	0	-19	-15	-5
营运收入	305	213	340	553	709
财务开支	-3	-1	-6	-4	-4
投资收益	12	22	45	47	48
其他	2	-9	-6	-6	-6
营业外收入与支出	17	33	4	22	22
税前盈利	333	258	377	611	769
所得税	-39	-28	-57	-92	-115
少数股东应占利润	27	35	42	62	78
净利润	267	195	279	457	575
折旧及摊销	74	99	115	163	195
EBITDA	379	313	474	731	909
增长					
总收入 (%)	1.4%	4.0%	44.4%	70.0%	24.5%
EBITDA (%)	12.6%	-17.6%	51.7%	54.2%	24.4%

资产负债表

〈港币百万元〉, 财务年度截至〈十二月〉

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	1,028	947	627	389	647
应收账款与应收工程合约	283	287	477	622	710
存货	258	244	412	680	678
其他流动资产	197	148	140	151	164
总流动资产	1,767	1,627	1,656	1,842	2,199
固定资产	572	588	878	1,066	1,182
无形资产	341	539	622	691	755
长期股权投资	81	104	104	104	104
其他	348	411	361	362	362
总资产	3,110	3,267	3,620	4,064	4,602
应付帐款及其他应付款	523	296	584	737	859
短期抵押银行贷款	38	266	252	240	228
短期无抵押银行贷款					
其他短期负债	62	44			
总短期负债	623	606	382	370	358
长期抵押银行贷款	111	125	137	151	166
长期无抵押银行贷款					
其他负债	102	87	23	25	27
总负债	837	817	542	546	551
少数股东权益	179	208	246	281	324
股东权益	2,094	2,242	2,832	3,237	3,727
每股账面值	13.9	9.7	8.2	9.3	10.7
营运资金	1,143	1,021	1,273	1,472	1,841

资料来源: 公司公告, 第一上海预测

财务分析

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	35.9%	29.9%	30.9%	30.6%	30.7%
EBITDA 利率 (%)	24.9%	19.7%	20.7%	18.8%	18.8%
净利率 (%)	17.5%	12.3%	12.2%	11.8%	11.9%
营运表现					
销售及管理费用/收	15.9%	16.4%	15.2%	16.0%	15.9%
实际税率 (%)	11.6%	10.8%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	50.8%	33.4%	20.0%	20.0%	20.0%
库存周转	91	83	76	74	74
应付账款天数	151	135	102	89	87
应收账款天数	63	66	61	52	50
财务状况					
净负债/股本	0.48	0.46	0.28	0.26	0.23
收入/总资产	0.49	0.48	0.63	0.96	1.05
总资产/股本	1.48	1.46	1.28	1.26	1.23
盈利对利息倍数	92	157	53	126	157

现金流量表

〈港币百万元〉, 财务

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	379	313	474	731	909
融资成本	-3	-1	-6	-4	-4
营运资金变化	-26	61	-93	-279	30
所得税	-39	-28	-57	-92	-115
营运现金流	312	344	318	356	819
资本开支	-349	-537	-584	-519	-465
其他投资活动	94	78	14	15	15
投资活动现金流	-256	-459	-570	-504	-449
银行贷款变化	-211,740	138,433	-815	1,097	3,100
其他融资活动	212,453	-138,399	758	-1,187	-3,211
融资活动现金流	713	34	-57	-90	-112
现金变化	768	-82	-308	-238	258
期初持有现金	248	1,017	935	627	389
汇兑变化	1	-0	0	0	0
期末持有现金	1,017	935	627	389	647

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。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。