

东江环保 (002672)

龙头企业将在危废行业迎来良好局面

——首次覆盖报告

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 24.42

当前价格: 16.40

2015.09.01

	王威 (分析师)	王锐 (研究助理)	车玺 (分析师)
	021-38676694	010-59312725	010-59312829
	wangw@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com	chexi@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880114110036	S0880515020003

本报告导读:

公司贵为危废龙头企业, 同时在布局废弃电器电子等其他板块、培育新增长点。在融资顺畅及限制性股票激励下, 公司有望实现全方位发展。首次覆盖, 给予增持评级。

投资要点:

- **投资建议:** 我们认为具备资金及融资实力、渴求先进技术及良好运营项目的龙头企业有望迎来危废处理良好局面。预计 2015-2017 年, 公司营业收入 25.10、36.56、54.34 亿元, 净利润 3.73、5.96、9.63 亿元, EPS 0.43、0.69、1.11 元。公司贵为行业龙头企业, 立足主营业务同时布局废弃电器电子等多个新兴领域, 参考行业平均水平, 选取 PE 和 PB 2 种估值法均值, 首次覆盖, 目标价 24.42 元, “增持”评级;
- **龙头企业有实力在危废处置及综合利用市场淘金。** 危废处置及综合利用市场规模持续增长且保持高位稳定; 综合利用企业居多, 专业企业占据绝对比例, 行业呈现地域性特征; 危废处理处置及资源综合利用的未来发展趋势包括第三方治理等市场化模式; 各级政府投建的危废处理中心有望成为专业危废处置企业潜在收购对象, 具备资金及融资实力、渴求先进技术及良好运营项目龙头企业有望迎来良好局面;
- **立足废物处理及综合利用市场, 谋求全方位发展。** 公司实行“走出去”战略, 进一步布局广东省以外危废市场; 公司危废资质齐备; 鉴于国际金属价格下降, 资源化利用业务受到影响, 公司大力发展危废无害化业务。此外公司布局废弃电器电子产品、市政环境工程(污水及河道淤泥处理、餐厨垃圾收运)、再生资源利用等领域, 培育新增长点。公司非公开发行股票拟募资 23 亿元, 实行限制性股票激励计划, 通过发行公司债券等融资方式为主营业务顺利进展保驾护航;
- **风险因素。** 下游金属价格持续不振, 竞争激烈致使毛利率下降等。

交易数据

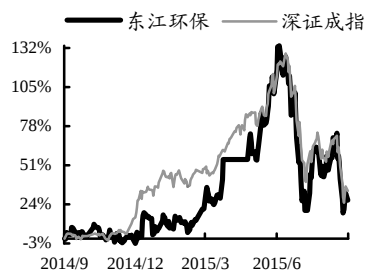
52 周内股价区间 (元)	14.90-77.95
总市值 (百万元)	14,260
总股本/流通 A 股 (百万股)	870/429
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/200
流通股比例	72%
日均成交量 (百万股)	1098.30
日均成交额 (百万元)	306.05

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,593
每股净资产	2.98
市净率	5.5
净负债率	46.04%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.06	0.08
Q2	0.09	0.10
Q3	0.07	0.11
Q4	0.06	0.14
全年	0.29	0.43

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11%	-38%	27%
相对指数	3%	-4%	-6%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,583	2,048	2,510	3,656	5,434
(+/-)%	4%	29%	23%	46%	49%
经营利润 (EBIT)	213	338	448	723	1,190
(+/-)%	-30%	59%	32%	61%	65%
净利润	208	252	373	596	963
(+/-)%	-22%	21%	48%	60%	62%
每股净收益 (元)	0.24	0.29	0.43	0.69	1.11
每股股利 (元)	0.26	0.14	0.15	0.24	0.39

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	13.5%	16.5%	17.8%	19.8%	21.9%
净资产收益率 (%)	9.3%	9.8%	12.9%	17.5%	22.8%
投入资本回报率 (%)	11.0%	9.5%	13.0%	17.8%	26.6%
EV/EBITDA	10.9	13.5	9.1	5.7	3.3
市盈率	71.1	58.9	39.7	24.9	15.4
股息率 (%)	1.2%	1.2%	0.9%	1.4%	2.3%

模型更新时间: 2015.08.31

股票研究

公用事业

其他公用事业

东江环保 (002672)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 24.42

当前价格: 16.40

2015.08.31

公司网址

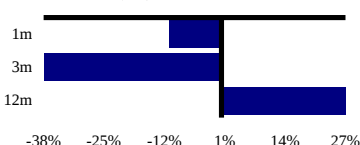
www.dongjiang.com.cn

公司简介

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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

14.90-77.95

市值 (百万)

14,260

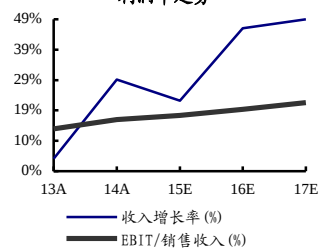
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,583	2,048	2,510	3,656	5,434
营业成本	1,100	1,382	1,661	2,349	3,376
税金及附加	9	10	12	17	25
销售费用	38	32	40	58	86
管理费用	221	285	349	509	756
EBIT	213	338	448	723	1,190
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资收益	36	36	36	36	36
财务费用	1	24	26	16	14
营业利润	239	303	458	743	1,212
所得税	28	39	58	92	149
少数股东损益	35	31	46	73	118
净利润	208	252	373	596	963
资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金、交易性金融资产	949	1,030	775	1,099	1,632
其他流动资产	44	212	0	0	0
长期投资	213	257	257	257	257
固定资产合计	876	1,514	1,593	1,958	2,257
无形及其他资产	540	955	876	899	921
资产合计	3,267	4,985	4,604	5,906	7,172
流动负债	606	1,317	666	1,381	1,698
非流动负债	212	829	733	735	738
股东权益	2,242	2,566	2,887	3,399	4,227
投入资本(IC)	1,737	3,126	3,030	3,561	3,934
现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
NOPLAT	192	297	393	635	1,045
折旧与摊销	93	133	196	299	412
流动资金增量	-73	-54	-77	-175	-103
资本支出	-318	-500	-178	-669	-715
自由现金流	-105	-125	335	90	640
经营现金流	344	166	744	773	1,378
投资现金流	-459	-970	-142	-632	-678
融资现金流	34	894	-858	183	-166
现金流净增加额	-82	90	-255	324	533
财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长性					
收入增长率	4.0%	29.3%	22.6%	45.7%	48.6%
EBIT 增长率	-30.1%	58.5%	32.4%	61.4%	64.6%
净利润增长率	-21.9%	20.8%	48.2%	59.8%	61.5%
利润率					
毛利率	30.5%	32.5%	33.8%	35.7%	37.9%
EBIT 率	13.5%	16.5%	17.8%	19.8%	21.9%
净利率	13.2%	12.3%	14.9%	16.3%	17.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.3%	9.8%	12.9%	17.5%	22.8%
总资产收益率(ROA)	6.4%	5.0%	8.1%	10.1%	13.4%
投入资本回报率(ROIC)	11.0%	9.5%	13.0%	17.8%	26.6%
运营能力					
存货周转天数	83	72	72	72	72
应收账款周转天数	45	58	70	60	50
总资产周转天数	735	736	697	525	439
净利润现金含量	1.65	0.66	2.00	1.30	1.43
资本支出/收入	20%	24%	7%	18%	13%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	43.1%	30.4%	35.8%	34.0%
净负债率	-22.3%	16.3%	-1.4%	-2.8%	-15.8%
估值比率					
PE	71.1	58.9	39.7	24.9	15.4
PB	1.7	2.3	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.9	13.5	9.1	5.7	3.3
P/S	2.4	2.9	2.4	1.6	1.1
股息率	1.2%	1.2%	0.9%	1.4%	2.3%

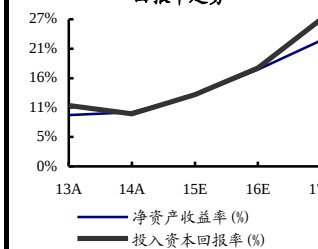
股票绝对涨幅和相对涨幅



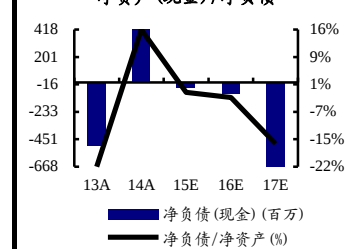
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 结论：龙头企业将在危废行业迎来良好局面	4
2. 龙头企业有实力在危废处置及综合利用市场淘金	4
2.1. 需求：市场规模保持高位，与十二五规划目标尚存差距	4
2.2. 供给：行业分散，亟需整合	5
3. 立足废物处理及综合利用市场，谋求全方位发展	6
3.1. 危废：走出去战略顺利进行	7
3.2. 多点布局，开花结果	8
3.2.1. 废弃电器电子产品拆解：近年以增资并购为主	8
3.2.2. 市政项目：已涵盖污水、河道淤泥、餐厨垃圾等多个板块	9
3.2.3. 再生资源利用：通过并购进入省外市场	9
3.2.4. 环境修复：未来将成“土十条”受益标的	10
3.3. 多种方式保障业务稳步运行	10
3.3.1. 非公开发行股票拟募资 23 亿元全力支持项目建设	10
3.3.2. 限制性股票激励计划的 2014 年行权目标已经顺利完成	10
3.3.3. 多种融资方式保驾护航	11
4. 盈利预测及投资建议	11
5. 风险因素	13

1. 结论：龙头企业将在危废行业迎来良好局面

我们认为，危废处理处置及资源综合利用的未来发展趋势包括第三方治理、合同环境服务等市场化模式；企业作为危废治理主体将发挥更为核心的作用；各级政府投建的危废处理中心有望成为专业危废处置企业的潜在收购对象，具备资金及融资实力、渴求危废先进技术及良好运营项目的危废治理上市龙头企业有望迎来良好局面、并在危废处置及综合利用市场中淘金。

我们预计 2015-2017 年，公司营业收入分别为 25.10、36.56、54.34 亿元，净利润分别为 3.73、5.96、9.63 亿元，EPS 分别为 0.43、0.69、1.11 元。考虑公司为危废处理处置及资源化利用龙头企业，立足工业废物处理处置及资源化利用、并且布局废弃电器电子产品、市政环境工程（污水处理、河道淤泥处理、餐厨垃圾收运）、再生资源利用等多个领域，未来有望成为盈利新增长点，参考可比公司平均估值水平，我们选取 PE 和 PB 2 种方法的估值平均值，首次覆盖，目标价 24.42 元，给予“增持”评级。

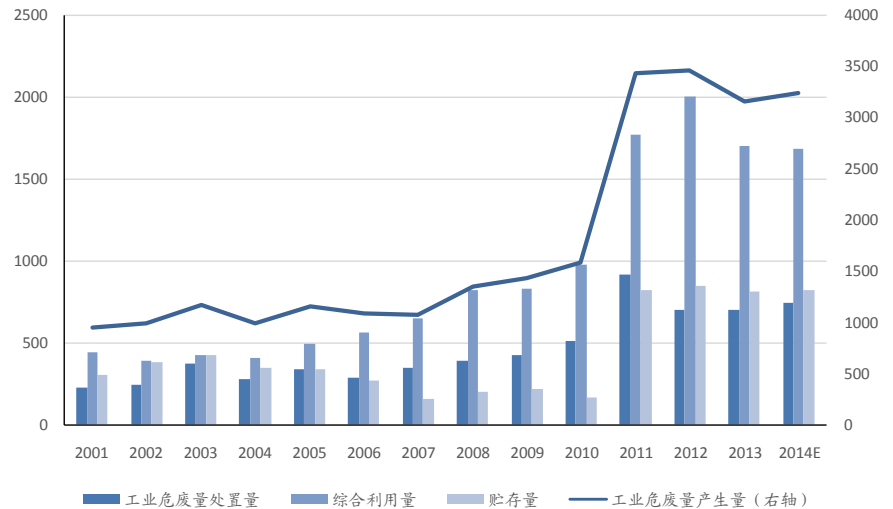
2. 龙头企业有实力在危废处置及综合利用市场淘金

2.1. 需求：市场规模保持高位，与十二五规划目标尚存差距

危废处置及综合利用的市场规模持续增长，目前保持高位稳定。根据智研咨询资料，2001-2014 年，我国工业危废产生量从 952 万吨增长到 3250 万吨，年复合平均增长率 10%；工业危废处置量从 229 万吨增长到 742 万吨，年复合平均增长率 10%；综合利用量从 442 万吨增长到 1685 万吨，年复合平均增长率 11%。而在市场规模方面，2010-2014 年，工业危废处置量市场规模从 103 亿元增长到 148 亿元（假设处置单价 2000 元/吨保持不变），年复合增长率 10%；工业危废综合利用量从 146 亿元增长到 253 亿元（假设综合利用单价 2000 元/吨保持不变），年复合增长率 15%。可见工业危废处置及综合利用的数量及市场规模均在不断增长。根据智研咨询资料，2014-2020 年，预计工业危废处置及综合利用将从 401 亿元（处置市场规模 148 亿元+综合利用市场规模 253 亿元）提高到 590 亿元以上

（<http://www.chyxx.com/industry/201508/336038.html>）。

图 1: 2011-2014 年工业危废量处置量保持高位平稳



注: 2011 年之前申报的口径是 1 年产生危废 10kg 以上的纳入统计, 2011 年开始则是 1 年产生危废 1kg 就要纳入统计, 因此危废量从 2010 年的 1587 万吨激增到 2011 年 3431 万吨

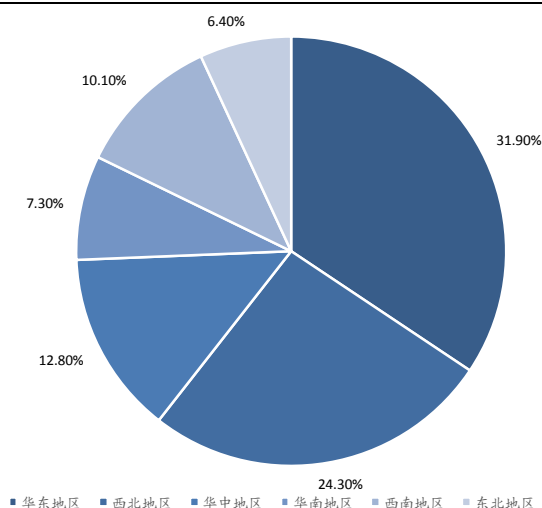
数据来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

距离十二五规划目标尚存一点距离。根据《“十二五”危险废物污染防治规划》，专家预测到 2015 年全国将超过 6000 万吨危险废弃物；而根据智研中心预测数据，到 2014 年，危险废弃物处置量及综合利用量之和仅为 2427 万吨，处置能力仅为产生量的 40%，但是比 2010 年的 1490 万吨提高了 63%，距离《“十二五”危险废物污染防治规划》目标 75% 还有一点距离。

2.2. 供给：行业分散，亟需整合

综合利用企业居多，专业企业占据绝对比例，行业呈现地域性特征。根据智研数据中心，我国持危险废弃物经营许可证的企业数量从 2007 年的 1109 家增加到 2014 年的 1850 家，年复合增长率 8%，与处理量及市场规模增速基本一致。这些企业呈现出如下特点：（1）大部分为综合利用企业，无害化处置企业较少，目前全国工业危废综合利用率 53%。（2）专业企业接近 83%，危废生产单位自建企业 17%。（3）省级+地市级两层面危废处理格局已基本形成。省级危废处理中心一般覆盖全省工业危废和放射性废物的集中处理处置，地市级一般覆盖全市医疗废物的集中处置。（3）按照 2014 年工业废物处置及综合利用数量计算，平均每家处理量仅不到 1.5 万吨，呈现较强的分散性特征；主要原因是危废运输技术不够成熟，远距离运输风险较大，且一般危废项目经营许可证由各省分别颁发，跨省开展业务需要企业重新申请许可证。（4）华中、华东等经济发达地区的工业废物综合处理量更大。根据智研数据中心统计，从区域来看，我国华东地区工业危废综合利用率占比 41%，华中地区占比 19%，西北地区占比仅 7%；从省份来看，山东地区的工业危废综合利用率最大 442 万吨，占全国工业危废综合利用量的 26%，湖南 243 万吨，占全国比例 14%，其余依次为江苏（107+6%）、云南（98+6%）、广西（80+5%）（<http://www.chyxx.com/industry/201508/335841.html>）。

图 2: 西北危废产生量大, 但是处理量较小

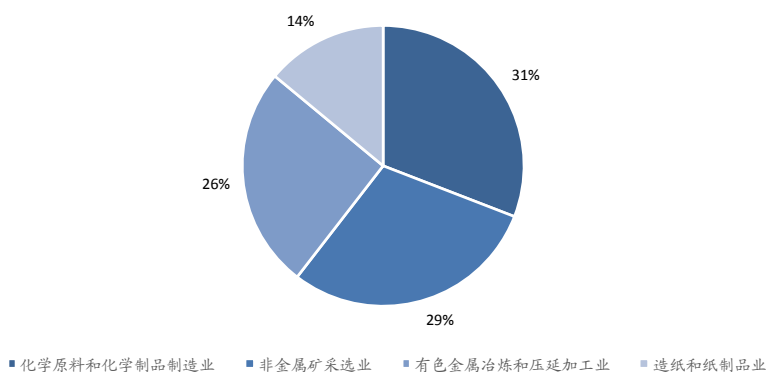


数据来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

化学原料和化学制品制造业的工业危废综合利用量最大。工业危险废物综合利用量较大的行业为化学原料和化学制品制造业 448.0 万吨, 占重点调查工业企业的 26.4%, 综合利用率为 64.5%; 有色金属冶炼和压延加工业 363.1 万吨, 占重点调查工业企业的 21.4%, 综合利用率为 63.0%; 造纸和纸制品业 308.0 万吨, 占重点调查工业企业危险废弃物综合利用量的 16.9%, 综合利用率为 93.4%。可见前三行业的占比已经达到 64.7%, 市场行业集中度较高。

(<http://www.chyxx.com/industry/201508/335835.html>)。

图 3: 危废综合利用市场集中度较高



数据来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

未来发展趋势: 第三方治理、合同环境服务等市场化模式推广下, 企业作为危废治理主体将发挥更为核心的作用; 各级政府投建的危废处理中心有望成为专业危废处置企业的潜在收购对象, 具备资金及融资实力、渴求危废先进技术及良好运营项目的危废治理上市龙头企业有望迎来市场集中度提高的良好局面。

3. 立足废物处理及综合利用市场, 谋求全方位发展

东江环保长期立足于工业废弃物处理业务，同时布局其他行业。截止到 2013 年 7 月，公司每年废物处理量在 130 万吨，且有再生产品 7 万吨、再生能源 1 亿千瓦时

(<http://www.dongjiang.com.cn/main/media/mtbd/39755219.shtml>)。

3.1. 危废：走出去战略顺利进行

公司实行“走出去”战略，进一步布局广东省以外危废市场。鉴于环保行业的区域垄断性较强，外延式扩张是快速切入广东省外危废处理市场的有效途径。2014 年初到现在，公司相继收购了盐城沿海固废 60% 股权、厦门绿洲 60% 股权、克拉玛依沃森 82.82% 股权、江西康泰 51% 股权、湖北天银 60% 股权、珠海永兴盛 80% 股权、河北睿韬环保 85% 股权，大大提高无害化处理能力。公司先后在江苏、福建、新疆和江西收购了多个危废无害化项目，这些省份危废产生量高，有巨大的危废处理需求。截止到 2014 年底，公司工业危废项目总数 18 个，处置能力 135 万吨/年；其中已运营项目数量 12 个，处置能力 49 万吨

(<http://www.solidwaste.com.cn/news/218205.html>)。

表 1：公司目前公告了 18 个工业废物处理相关项目

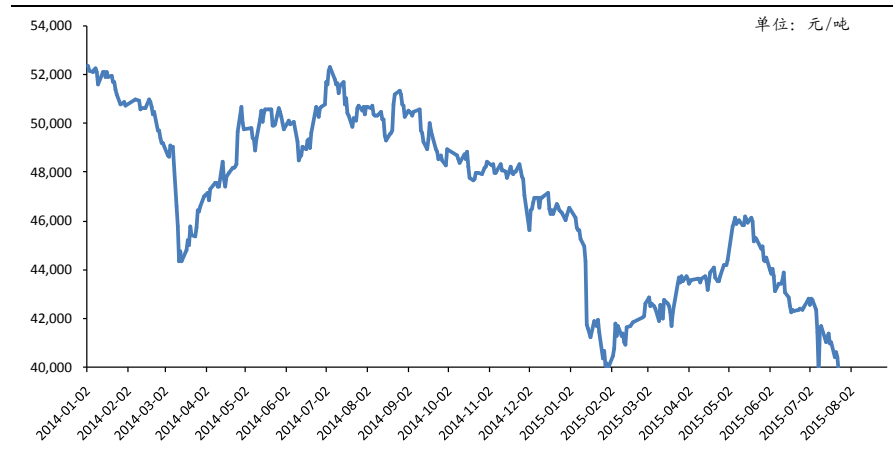
项目名称	处理规模	股权比例	项目进度
蓝海二期危废综合处置项目	10.0	100%	预计 2017 年 7 月建成
蓝海三期危废综合处置项目	-	100%	-
睿韬环保一期项目	2.1	85%	已建成，并持有河北省环保厅核发的危废经营许可证
睿韬环保二期项目	7.0	85%	前期规划阶段
珠海市斗门区永兴盛环保工业废弃物回收综合处理一期项目	5.3	80%	已取得广东省环保厅合法的危废经营许可证、严控废物处理许可证
珠海市斗门区永兴盛环保工业废弃物回收综合处理二期项目	1.0	80%	正在申请环评批复手续
湖北天银危险废物集中处置公司-荆州市危险废物处置中心项目	3.5	60%	预计 2015 年年底投产
粤北危险处理处置中心 4 个子项目	25.1	100%	-
江门工业废物处理项目	19.9	100%	预计 2015 年上半年建成投产
嘉兴德达迁扩建项目	6.0	51%	预计 2015 年上半年建成投产
江西省工业固体废物处置中心	8.6	100%	预计 2017 年 8 月投产
克拉玛依危废示范中心项目	5.0	83%	预计 2015 年上半年投产
厦门绿洲环保产业股份有限公司-工业危废处置	0.7	60%	-
厦门绿洲环保产业股份有限公司-医疗废物处置	0.8	60%	-
盐城市沿海固体废物处置有限公司	0.6	60%	-
东莞市恒建环保科技有限公司	5.0	100%	-
南通市区建筑垃圾资源化利用特许经营 (BOT) 项目	100.0	100%	-
深圳市龙岗区工业危险废物处理基地项目	2.0	54%	2011 年已投产
沙井处理基地扩建项目	10.0	100%	-

注：wind，国泰君安证券研究

公司危废资质齐备。公司具备处理国家危险废物名录中除 HW10 多氯联苯（溴）类废物、HW15 爆炸性废物、HW29 含汞废物之外的 49 种大类中的 46 类危废经营资格，在行业内具有竞争壁垒优势。

鉴于国际金属价格下降，资源化利用业务受到影响，公司在大力发展危废无害化业务。为防止金属价格等方面的影响，公司采取以下措施：一是加大无害化处理比例（2014 年，公司危废资源化利用 9.4 亿元，同比下降 7%；无害化处理业务收入 4.0 亿元，同比增长 63%）；二是公司加大发展市政固废业务；三是公司进一步推进资源化产品结构的优化升级以提高毛利率（例如公司推出了高附加值的氢氧化铜等产品）；四是采购价格与销售价格维持在一定比例的联动范围（工业废物从加工到产品出售只需 1 个月，原料和产品的月平均值波动相对较好）。

图 4：国内铜现货价震荡下行



数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.2. 多点布局，开花结果

3.2.1. 废弃电器电子产品拆解：近年以增资并购为主

2012 年 5 月，公司以募集资金人民币 1.5 亿元对“清远市东江环保技术有限公司年拆解及综合利用废电器 8 万吨项目”的实施主体、公司全资子公司清远市东江环保技术有限公司增资。2014 年，该项目已完成 140 万台废旧家电拆解。

2014 年 6 月，公司拟使用超募资金及自有资金 3.8 亿元增资并收购厦门绿洲 60% 股权。厦门绿洲作为福建省第一批废弃电器电子产品处理基金补贴企业，拥有废弃电器电子产品处理能力 4.5 万吨/年。

2015 年 3 月，公司拟以 7350 万元收购并增资湖北天银循环经济发展有限公司、取得其 60% 股权。湖北天银于 2013 年 12 月取得 100 万台/年（单班）的废弃电器电子产品处理资质，处理产品类别为“四机一脑”，目前该项目已投产，并已向环保部申请纳入拆解基金补贴资格。

表 2: 公司废旧家电业务包括在湖北天银、厦门绿洲、清远项目等

项目名称	处理规模	公司股权比例	备注
湖北天银危险废物集中处置公司-废弃电器电子产品处理	100 万台/年	100%	100 万台为废弃电器电子产品处理资质。处理产品类别为“四机一脑”。该项目已向环保部申请纳入拆解基金补贴资格
湖北天银危险废物集中处置公司-报废汽车拆解业务	7 万台/年	100%	其中无害化处理报废汽车车壳 2 万辆/年、拆解破碎报废汽车车壳 5 万辆/年
厦门绿洲环保产业股份有限公司-废弃电器电子产品处理	4.5 万吨/年	60%	-
清远废旧家电拆解处理基地及综合利用项目	8.0 万吨/年	100%	该项目投资金额 1.9 亿元。2014 年 2 月，项目取得 3 万吨/年处理资质，2015 年底取得 8 万吨/年废弃电器电子产品处理资质

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.2.2. 市政项目: 已涵盖污水、河道淤泥、餐厨垃圾等多个板块

2015 年 2 月，公司收购恒建通达 100% 股权。恒建通达持有东莞市虎门绿源水务有限公司 100% 的股权。绿源水务于 2006 年 7 月与虎门镇政府签署特许经营权协议 (BOT)，取得虎门镇宁洲污水处理厂 (10 万吨/日) 和海岛污水处理厂 (1 万吨/日) 特许经营权，特许经营期限均为 25 年。

2012 年 11 月，公司签订“深圳市河道淤泥福永处理场二期工程—污泥固化填埋区工程”建设及运营协议，使用超募资金 7000 万元投资建设该项目，处理规模不少于 600 吨/日，BOT 模式，运营期限 5 年。

2012 年 12 月，公司中标“罗湖区餐厨垃圾收运、处理特许经营权”项目，处理规模 300 吨/日，BOT 模式，经营期限 10 年。

表 3: 公司市政项目主要包括污水处理、河道淤泥处理、餐厨垃圾收运等

项目名称	处理规模	公司股权比例	备注
深圳市恒建通达投资管理有限公司-宁州污水处理厂一期项目	10.0 万吨/日	100%	-
深圳市恒建通达投资管理有限公司-海岛污水处理厂一期项目	1.0 万吨/日	100%	-
深圳市河道淤泥福永处理场二期工程--污泥固化填埋区工程	600 吨/日	100%	-
深圳市罗湖区餐厨垃圾收运项目收运体系	300 吨/日	100%	2015 年试运营

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.2.3. 再生资源利用: 通过并购进入省外市场

公司目前拥有深圳下坪、南昌新冠、合肥新冠等再生资源利用项目。公司拥有深圳市下坪填埋场气体收集和利用项目，由公司全资子公司再生能源公司组织实施，运营期 20 年；截止到 2010 年，下坪填埋场已拥有 6 台发电机组，均通过环保验收正式上网发电。公司计划使用募集资金 8000 余万元增资再生能源公司、投资建设 4 台发电机组及配套设施，鉴于下坪填埋场填埋气体及收集总量不断增加，为提高填埋气资源利用

率，公司决定在确保再生能源公司目前 8 台机组发电用气量需求前提下（利用 8000 余万元中的近 2000 万元新增 2 台发电机组并完成环保验收及投产），将剩余填埋气用于制取民用天然气改扩建。公司计划将下坪募投项目剩余募集资金 6400 余万元（含利息）用于收购南昌新冠 100% 股权及合肥新冠 100% 股权；这 2 个项目均为生活垃圾填埋气发电项目暨 CDM 项目，并且公司通过收购进入了江西、安徽环保市场。

3.2.4. 环境修复：未来将成“土十条”受益标的

布局环境修复，成为“土十条”受益标的。2014 年 7 月，公司以自有资金对江苏上田环境修复有限公司增资 1300 余万元。上田环境主营污染土壤及地下水场地调查、风险评估、修复方案设计、工程施工，具有江苏省环境污染治理（污染土壤修复、污染水体修复）甲级资质。2013 年，上田环境营业收入 1570 万元。公司拓展环境修复市场、增资入股上田环境符合环保十三五规划及“土十条”的政策导向。

3.3. 多种方式保障业务稳步运行

3.3.1. 非公开发行股票拟募资 23 亿元全力支持项目建设

2015 年 4 月，公司披露非公开发行 A 股预案。发行对象为控股股东及实际控制人张维仰及其余 9 家机构，发行股份 5786 万股，认购价格 39.80（2014 年利润分配方案、除权除息后 15.86 元），募集资金 23 亿元，主要用于江西省工业固体废物处置中心项目、沙井处理基地扩建项目、惠州市东江环保技术有限公司技改项目、补充流动资金和偿还银行贷款等。

表 4：公司非公开发行股票募资 23 亿元保障项目建设

非公开发行股票	具体项目
发行数量	5786 万股
发行对象	控股股东及实际控制人张维仰及其余 9 家机构
认购价格	39.80 元/股（2014 年利润分配方案为 10 股派 1.5 元转增 15 股，除权除息后价格为 15.86 元）
募资资金	23.0283 亿元
募资用途	
江西省工业固体废物处置中心项目	7.2 亿元
沙井处理基地扩建项目	11.6 亿元
惠州市东江环保技术有限公司技改项目	0.9 亿元
补充流动资金和偿还银行贷款	13.8 亿元

数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.3.2. 限制性股票激励计划的 2014 年行权目标已经顺利完成

2014 年公司已完成限制性股票激励计划的业绩考核目标。2013 年 11 月，公司发布 2013 年限制性股票激励计划（草案修订稿）。计划拟授予股票数量 671 万股，授予价格 19.37 元/股，激励对象 111 人（时任公司的部分董事、高级管理人员、核心骨干员工），首次授予日满 12 个月后 3 年解锁，业绩考核目标：以 2013 年为基数，2014-2016 年净利润增

长率不低于 10%/38%/86%，扣非后的加权平均净资产收益率不低于 9%/9.5%/11%。2013 年，公司净利润 2.4 亿元，那么 2014-2016 年需要至少完成净利润 2.6/3.3/4.5 亿元，公司 2014 年净利润 2.8 亿元，已经超额完成限制性股票激励计划。

3.3.3. 多种融资方式保驾护航

公司通过发行公司债、成立小额贷款公司、开展融资租赁业务、实行商品期货套期保值、为力信服务有限公司申请融资性保函、与兴业银行深圳分行签署战略合作协议等各种融资方式，为主营业务顺利进展奠定资金基础。

表 5：其他融资方式包括发行公司债券、成立小额贷款公司等

金融手段	具体内容
发行公司债券	公开发行人不超过 7 亿元公司债券，且已获得中国证监会核准。一期发行 3.5 亿元，其中 1.5 亿元补充流动资金、2 亿元偿还银行贷款；二期发行 3.5 亿元，拟全部补充流动资金
成立小额贷款公司	拟对外投资设立深圳市东江汇源小额贷款有限公司，注册资本 3 亿元。公司客户中 80% 为中小型工业企业，其在发展过程中的资金需求十分迫切，而大多数商业银行较难满足此类需求，对此公司依托稳定持续的业务市场设立小额贷款公司来满足上下游客户解决资金需求
开展融资租赁业务	公司以公司及全资子公司拥有的部分生产设备以“售后回租”方式与深圳市前海花样年金融服务有限公司签订相关售后回租合同： 租赁物：机器设备、运输设备、电子办公设备等 融资金额：2 亿元 融资期限：2 年 商业模式：售后回租。标的所有权在花样年支付标的价款后转移给花样年；2 年租赁期内，公司按期向花样年支付租金（每季度支付租赁利息 337 万元），继续保持对该部分生产设备的管理权与运营权；租赁期满，公司以留购价 1.00 元回购融资租赁资产所有权
实行商品期货套期保值	交易品种：铜、锌、锡（铜代锡）、黄金、白银期货标准合约，不进行场外交易 业务期间：2014 年全年 拟投入的资金金额：保证金不超过 2000 万元，来源于公司自有资金
为力信服务有限公司申请融资性保函	为确保力信服务顺利落实相关融资行为，公司拟向招商银行深圳分行申请在已获批的 4.5 亿元授信额度项下开展拟不超过港币 3000 万元的融资性保函业务
与兴业银行深圳分行签署战略合作协议	与兴业银行深圳分行签署战略框架协议，授信额度 20 亿元

数据来源：wind，国泰君安证券研究

4. 盈利预测及投资建议

我们认为公司立足于工业废物处理环保细分领域，且在金属产品价格下降的背景下，公司未来可能将重点发展工业废物处理处置。2015-2017 年，假设公司的工业废物处理处置能够达到 50% 以上增速（2012-2014

年历史平均增速在 42%)，其他板块（电子废弃物拆解、市政废物处理处置、环境工程及服务、再生能源及 CDM 交易收入、对外贸易等）均参考 2012-2014 年历史平均增速给予。公司基于其龙头地位，能够保持历史毛利率水平。假设公司未来仍将对外扩张并购。我们预计 2015-2017 年，公司营业收入分别为 25.10、36.56、54.34 亿元，净利润分别为 3.73、5.96、9.63 亿元，EPS 分别为 0.43、0.69、1.11 元。

环保板块内，主营业务围绕固废处理为主的相关标的，如桑德环境、格林美、维尔利、瀚蓝环境等，2015-2016 年 PB 平均值分别在 3.8 倍、3.3 倍左右，2015-2016 年 PE 平均值分别在 40 倍、27 倍左右。按照 PB 估值方法，公司目前估值对应的 2015 年 PB 低于行业可比公司平均水平，考虑公司行业地位属龙头企业、“走出去”战略发展突飞猛进，预计定增落地后将有更多资金实力发展主营业务，公司不应低于行业平均 PB 水平，结合可比公司 PB 水平，给予公司 2015 年 3.8 倍 PB，对应的估值为 30.78 元。按照 PE 估值方法，公司股价对应的 2015 年 PE 等同于行业可比公司平均水平，考虑公司为危废处理处置及资源化利用龙头企业，立足工业废物处理处置及资源化利用、并且布局废弃电器电子产品、市政环境工程（污水处理、河道淤泥处理、餐厨垃圾收运）、再生资源利用等多个领域，未来有望成为盈利新增长点，参考可比公司 PE 平均水平，给予公司 2015 年 42 倍 PE 水平，对应的估值为 18.06 元。基于上述对公司基本面分析及公司主营业务及其他业务板块预判，我们选取 2 种估值方法的平均值结果，首次覆盖，目标价 24.42 元，给予“增持”评级。

表 6：东江环保与环保行业 PB 水平对比

	股价	BPS		PB	
		2015E	2016E	2015E	2016E
东江环保	17.04	8.1	10.0	2.1	1.7
桑德环境	33.65	7.1	8.8	4.7	3.8
格林美	10.51	4.4	4.8	2.4	2.2
维尔利	34.34	4.9	5.4	7.0	6.4
瀚蓝环境	12.41	4.7	5.2	2.6	2.4
平均值				3.8	3.3

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（桑德环境、格林美、维尔利、瀚蓝环境来自 wind 一致预期，股价对应 8 月 28 日收盘价）

表 7：东江环保与环保行业 PE 水平对比

	股价	EPS		PE	
		2015E	2016E	2015E	2016E
东江环保	17.04	0.43	0.69	40	25
桑德环境	33.65	1.29	1.82	26	18
格林美	10.51	0.34	0.49	31	21
维尔利	34.34	0.46	0.62	75	55
瀚蓝环境	12.41	0.56	0.75	22	17
平均值				40	27

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（桑德环境、格林美、维尔利、瀚蓝环境来自 wind 一致预期，股价对应 8 月 28 日收盘价）

5. 风险因素

- 1、下游金属价格持续不振，致使公司工业废物资源化利用板块增速减缓；
- 2、行业竞争激烈导致公司主营业务毛利率水平下降。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		