



其他公用事业/公用事业

东江环保 (002672)

危机影响预计有限

——收购复牌点评

	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:

东江环保继续加快对外收购脚步;我们预计董事长事件对东江环保影响有限。维持增持评级。

投资要点:

- **投资建议:** 危废处理龙头企业有能力处理危机公关事件。维持东江环保 2015-2017 年盈利预测, 预计 EPS 分别为 0.43、0.69、1.11 元; 考虑东江环保行业龙头地位、立足主营业务并不断加快并购步伐, 上调目标价至 26.22 元, 对应 2016 年 PE 为 38 倍, 维持“增持”评级;
- **事件:** 东江环保拟以 0.76 亿元收购浙江江联环保投资有限公司 60% 股权; 江联环保持有绍兴华鑫环保科技 100% 股权; 华鑫环保主营医疗废物等处理, 具备浙江省危废经营许可证以及绍兴市医疗废物经营许可证, 核准处理规模分别为 6600 吨/年和 20 吨/日; 华鑫环保工业危废焚烧二期项目已建成、新增危废焚烧规模 1.32 万吨/年, 预计于 2015 年年底试运行; 11 月 16 日东江环保股票及债券复牌;
- **我们预计董事长事件对东江环保影响有限。** 东江环保此次收购一方面增加危废处理规模、一方面可联手华鑫环保拓展浙江市场。东江环保停牌至今已 14 个工作日, 其间发生董事长失联并接受调查事件, 媒体或称事件与中信证券有关、或称与环保反腐有关。无论任何原因, 该事件对东江环保市场公关等已形成挑战; 尽管反腐脚步已迈进环保, 但我们预计该事件对东江环保高层管理团队影响有限, 公司作为固废处理行业龙头标的, 有能力保障公司正常运行; 此次对外并购可在一定程度说明东江环保运营仍处正常状态;
- **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。

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	14.0	16.6	11.4	7.2	4.2
市盈率	88.8	73.5	49.6	31.1	19.2
股息率 (%)	0.9%	0.9%	0.7%	1.1%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 26.22

上次预测: 24.42

当前价格: 21.28

2015.11.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.61-77.95
总市值 (百万元)	18,503
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)	731.43
日均成交值 (百万元)	136.54

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,687
每股净资产	3.09
市净率	6.9
净负债率	55.61%

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	5%	-3%	69%
相对指数	-7%	5%	20%

相关报告

《龙头企业将在危废行业迎来良好局面》
2015.08.31

《全国谋局, 加快扩张》2014.08.11

《盈利保持稳定, 储备项目促进未来增长》
2012.10.31

模型更新时间: 2015.11.15

股票研究

公用事业
其他公用事业

东江环保 (002672)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 26.22

上次预测: 24.42

当前价格: 21.28

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。

52 周价格范围

14.61-77.95

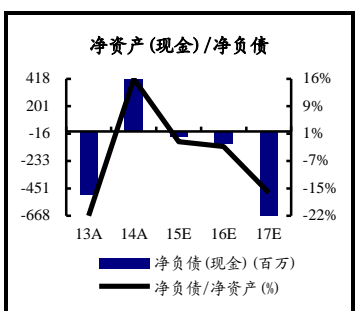
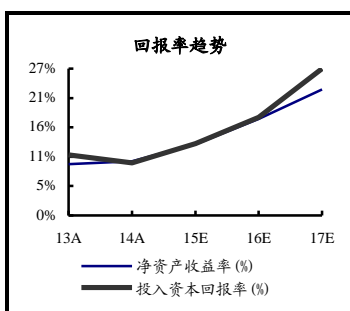
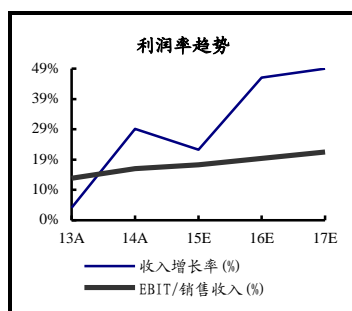
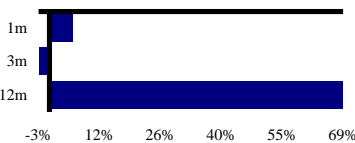
市值 (百万)

18,503

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
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					
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					
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					
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%
净利润率	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	88.8	73.5	49.6	31.1	19.2
PB	2.1	2.9	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	14.0	16.6	11.4	7.2	4.2
P/S	3.0	3.6	2.9	2.0	1.4
股息率	0.9%	0.9%	0.7%	1.1%	1.8%

绝对价格回报 (%)



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

	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。	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
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。	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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		