

# 證券業務部每周證券評論

東江環保股份有限公司 (股份代號: 00895)

Dongjiang Environmental Co., Ltd.

26 JUNE 2017

## 公司簡介

東江環保股份有限公司(簡稱“東江環保”或“集團”),集團於1999年9月成立,於2003年1月29日成功於香港聯交所創業板掛牌上市。隨後於2010年9月28日由創業板正式轉板至主機板交易。2012年4月26日,東江環保發行A股並成功登陸深交所中小板上市,股票代碼為002672。於2016年7月14日,集團與廣晟公司簽訂A股認購協議,據此廣晟公司同意有條件地認購全部A股非公開發行之不超過1.5億股新A股。完成A股的認購後,廣晟資產成為東江環保大股東。集團宣佈正式變更實際控制人為廣東省國資委,廣晟資產成為公司控股股東,而原控股股東張維仰獲聘為公司高級顧問。集團是一家專業從事廢物管理和環境服務的高科技環保企業。其業務主要包括:廢物收集和運輸、廢物無害化處理及處置、廢物綜合資源化利用,以及環保工程設計、建設、運營及“一站式”環保服務。廢物收集和運輸方面,東江環保可為客戶提供全方位、一站式的廢物管理及環保相關服務,包括廢物的收集、處理與綜合利用、環保工程設計、建設與運營、環境技術諮詢服務。憑藉卓越的專業技術和豐富經驗,東江環保已成功為超過600家來自電子、電鍍、機械製造、化工、能源、制藥等行業的客戶度身定造環保解決方案。業務網絡覆蓋中國珠江三角洲、長江三角洲和西南地區等20餘城市,20餘個行業,客戶超過2萬家。在廢物的無害化處理及處置方面,集團擁有及運營多種類型的廢物處理基地,通過化學、物理、生物等手段對複雜多樣的廢物進行無害化處理和資源化利用;對不能回用的廢物和廢物利用過程中產生的廢渣通過焚燒、填埋作最終處理;廢渣、廢水、廢氣的排放達到地方、國家及國際最高標準。廢物的綜合資源化利用方面,集團將廢物轉化為有價值的資源,擴大資源的迴圈再用,減少開發地球不可再生資源。集團每年廢物綜合利用與處理處置能力逾370萬噸;具備44類危險廢物經營資質,並已取得工業危險廢物資質近150萬噸/年的產能。

## 業績回顧 (截至31/03/2017止)

按照中國會計準則,截至2017年3月31日止三個月,集團營業收入同比增長35.3%至6.76億元(人民幣;下同),股東應佔溢利同增長22.9%至1.04億元;每股基本盈利同比增長20%至0.12元。於2017年3月31日,集團持有現金及現金等價物為17.8億元,較上期增加1.41倍。

財務方面,截止2016年12月31日止,集團的資產總值為81.89億元,較2015年12月31日的66.85億元,增長22.5%;負債總額為43.23億元,較2015年12月31日的34.66億元,增長24.8%;集團持有銀行結餘及現金為11.6億元,較去年同期8.58億元,增加35.2%;資產負債率(按總負債除以總資產計算)為52.79%,與去年同期的51.84%上升了0.95個百分點;集團的流動比率為0.80x,較2015年12月31日的0.90x的流動比率下跌了0.1x。

圖表一

業績	截至3月31日止3個月		
人民幣	2017	2016	變動%
營業收入	675,502,325	499,283,096	35.3%
股東應佔利潤	103,975,562	84,627,682	22.9%
每股基本盈利	0.12	0.10	20.0%
現金及現金等價物	1,780,259,428	739,978,522	140.6%
人民幣千元	2016年12月31日	2015年12月31日	變動%
總資產	8,189,148,516	6,685,217,205	22.5%
總負債	4,323,455,566	3,465,681,663	24.8%
流動比率(x)	0.80	0.90	(0.10)
現金及現金等價物	1,160,073,128	857,729,304	35.2%
資產負債率(%)	52.79%	51.84%	0.95%

資料來源: 東江環保股份有限公司

圖表二

## 投資要點及利好因素

收入(人民幣萬元)	截至12月31日止12個月				
	2016		2015		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
工業廢物資源化產品利用	30.2%	79,123	32.2%	77,315	2.3%
工業廢物處理處置服務	32.2%	84,327	24.4%	58,702	43.7%
市政廢物處理處置服務	11.7%	30,577	11.3%	27,262	12.2%
再生能源利用	3.5%	9,186	3.7%	8,919	3.0%
環境工程及服務	9.4%	24,543	8.3%	19,996	22.7%
貿易及其他	4.5%	11,887	3.6%	8,627	37.8%
家電拆解	8.4%	22,064	16.4%	39,478	-44.1%
總計	100.0%	261,708	100.0%	240,299	8.9%
分部利潤總額(人民幣萬元)	截至12月31日止12個月				
	2016		2015		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
工業廢物資源化產品利用	16.3%	10,958	29.7%	13,348	-17.9%
工業廢物處理處置服務	46.9%	31,611	57.1%	25,680	23.1%
市政廢物處理處置服務	3.5%	2,329	4.0%	1,798	29.5%
再生能源利用	5.2%	3,481	5.9%	2,655	31.1%
環境工程及服務	9.5%	6,384	8.4%	3,778	69.0%
貿易及其他	10.4%	7,034	8.9%	4,000	75.8%
家電拆解	-0.7%	(496)	9.3%	4,177	-111.9%
未分配金額	33.9%	22,809	-1.4%	(611)	-3835.3%
抵銷	-24.8%	(16,740)	-22.0%	(9,891)	69.2%
總計	100.0%	67,371	100.0%	44,935	49.9%

資料來源：東江環保股份有限公司

12.2%至3.06億元。分部溢利同比增長29.5%至2329萬元；

**再生能源利用**：佔集團整體營業收入3.5%的再生能源利用，其去年的營業收入同比增長3%至9186萬元。分部溢利同比增長31.1%至3481萬元；

**環境工程及服務**：佔集團整體營業收入9.4%的服環境工程及服務，其去年的營業收入同比增長22.7%至2.45億元。分部溢利同比增長69%至6384萬元；

**貿易及其他**：佔集團整體營業收入4.5%的貿易及其他，其去年的營業收入同比增長37.8%至1.19億元。分部溢利同比增長75.8%至7034萬元；

**家電拆解**：佔集團整體營業收入8.4%的家電拆解，其去年的營業收入同比下跌44.1%至2.21億元。分部溢利由盈轉虧錄得496萬元虧損。

2. **積極轉型及擴展**。去年10月，集團第一大股東由張維仰變更為廣東省廣晟資產經營有限公司，廣晟持有集團的股份提升至15.12%，但其實際控制人變更為廣東省國資委，形成了以國有資本為主導，以民營資本為助力的資本結構，在投融資、運營管理、人才梯隊建設等方面實現優勢互補。廣晟公司是一家於中國成立的國有獨資有限責任公司，由廣東省人民政府國有資產監督管理委員會全資持有。到今年5月10日，東江環保公佈23億元再融資計劃，廣晟公司承諾認購數量不超過最終確定的新發行A股數量的33%。若按此次發行上限推算，廣晟公司持股比例有望進一步上升至18.60%。廣晟公司為廣東省國資委下屬大型省屬國有企業，總資產1300億，競爭性行業全省規模第一，已發展成為以礦業、電子資訊、工程地產、金融為主業的產業集團。東江環保表示，此次非公開發行募投項目的實施，將有利於鞏固集團現有的市場地位，同時有利於加大對山東、江蘇、福建、河北、江西等6個危廢項目的建設投資，平均內部收益率12.14%，合計將新增危廢處理產能89.4萬噸/年，進一步加強集團於全國範圍內的市場開拓和業務佈局。另外，有部分募集的資金投資於技術研發、環保檢測服務上；並有5886.73萬元會用於環保產業互聯網綜合運營平臺上，預計將能利用“互聯網+環保”模式有效整合環保產業鏈中供應商、採購商、服務商等上下游環保領域優勢資源，實現客戶、集團內部資訊和資源的流通與共用，提升客戶服務能力和經營的效率。

1. **分部表現**。按照中國會計準則，去年集團營業額同比增長8.9%至26.17億元；毛利同比增長21.39%至9.45億元；毛利率為36.12%較2015年同期的32.41%提升了3.71個百分點；股東應佔溢利同比增長60.5%至5.34億元。集團去年的各主營業務的表現如下(圖表二)：

**工業廢物資源化利用**：佔集團整體營業收入30.2%的工業廢物資源化產品利用業務，其去年的營業收入同比增長2.3%至7.91億元。分部溢利同比下跌17.9%至1.1億元；

**工業廢物處理處置服務**：佔集團整體營業收入32.2%的工業廢物處理處置服務，其去年的營業收入同比增長43.7%至8.43億元。分部溢利同比增長23.1%至3.16億元；

**市政廢物處理處置服務**：佔集團整體營業收入11.7%的市政廢物處理處置服務，其去年的營業收入同比增長

## 投資要點及利好因素

東江環保在廣晟公司入主成為大股東後，集團除順利發行6億元規模的綠色債券外，集團於今年3月成功發行了全國首批、廣東省首單東江環保3.2億PPP項目資產支持證券，其中，發行優先順序規模3億元，發行利率4.15%，次級規模0.2億元。廣發恒進廣晟東江環保虎門綠源PPP項目資產支持專項計劃的發行工作，是發改委首批推薦的9單PPP項目資產證券化其中1單。集團在控股股東廣晟公司的全力支持下，第一時間啟動了PPP資產證券化工作。發改委、省發改委、省國資委和深交所積極支持，廣晟公司、東江環保、粵財控股、廣晟財務公司、省再擔保公司、廣發證券和民生銀行等各方機構成立了專項工作小組，以兩周的時間完成從報批到發行的全部流程。隨著PPP資產證券化產品落地加快，有助於東江環保盘活存量資產，降低整體融資成本，優化財務結構，提高PPP項目資產流動性。未來，集團作為廣晟公司重點發展的環保主業平臺，東江環保在堅持以危廢處理為核心業務的同時，將積極發展污水處理、垃圾處理、流域治理和土壤修復等業務，在廣東地區以及全國範圍承接更多PPP環保項目，實現集團跨越式發展。

在項目建設方面，集團去年繼續加碼無害化業務。去年，東江威立雅焚燒擴建項目2萬噸／年、沿海固廢2.69萬噸／年焚燒項目及南通惠天然2萬噸／年危廢填埋項目於去年內相繼正式投產運營，江西省工業固體廢物處置中心項目一期無害化項目8.6萬噸／年、如東大恒1.9萬噸／年焚燒項目、珠海永興盛1萬噸／年焚燒項目及湖北天銀2萬噸／年焚燒項目均進入試運行階段。此外，濰坊東江獲得包括6萬噸／年危廢焚燒項目在內的近20萬噸處置項目環評批覆，泉州PPP項目亦預計於2017年底建成，優良的項目儲備為集團未來產能釋放及業績增長提供保障。在打造綜合環保服務平台方面，集團新簽約環保工程項目14個，合同金額22,084萬元，成功承接湖北江陵污水處理廠項目、陽新項目等一批工業和市政污水處理工程新項目。在創新項目合作模式上，去年集團聯合中標泉州工業廢物處置中心PPP項目，將與集團在福建省其餘危廢處理基地形成業務、市場資源等方面的協同效應，為後續拓展福建省危廢市場打下基礎。同時，作為全國危廢行業的首個PPP模式的項目。

近年集團透過「內生式增長+外延式擴張」加大處置能力建設。持續加快佈局市場前景較好的焚燒、填埋、物化等危廢無害化業務，從處理能力建設、資質總量擴增、資質結構優化、處理技術能力提升等多方面入手，綜合提升集團整體盈利能力。現時集團已擁有國家危險廢物名錄中46大類中的44類危廢經營資質，已取得工業危險廢物資質近150萬噸／年，按年增長10.3%，其中無害化資質量佔比近50%，達72萬噸／年，資源化資質量約73萬噸／年，龍頭地位穩固。而集團於去年同時通過轉讓清遠東江及湖北東江100%股權方式完成了利潤率較低的家電拆解業務的部分剝離，出售收益可再投入在發展廢物處理的業務上，持續將業務的結構優化。截至2016年12月31日的年度止，集團的廢物處理收入佔比已由35.8%提升至43.9%，提升集團的危廢處理收入的佔比，預計2017年危廢處置量有望突破200萬噸／年，從資源化向無害化轉型。加上多個前年及去年建立的項目將於今年全面投入營運，業務結構優化，而集團今年的整體產能將會步入收成期，收入將會隨著產能的增加而提升。

- 2. 業務迎合國策。**東江環保的業務主要包括工業廢物處理、工業廢物資源化利用、市政廢物處理處置、再生能源利用、廢棄電器電子產品拆解、環境工程及服務等。集團業務獨特，行業入門門檻高，並迎合了國家環保的需求。近年，國家亦正針對節能減排、加強環保防治方面推出政策。

2015年1月1日內地實施了新的《環境保護法》，此新修訂的《環境保護法》亦被稱為中國“史上最嚴”的新《環境保護法》。而踏入“十三五規劃”之年，於2016年3月於通過的“十三五規劃”綱要中提出要加快改善生態環境，要以提高環境品質為核心，以解決生態環境領域突出問題為重點，加大生態環境保護力度，提高資源利用效率，為人民提供更多優質生態產

## 投資要點及利好因素

品，協同推進人民富裕、國家富強、中國美麗。綱要中提到，要打造一個更美麗更潔淨的中國，要加強環境基礎設施建設，要加快城鎮垃圾處理設施建設，完善收運系統，提高垃圾焚燒處理率，做好垃圾滲濾液處理處置；加快城鎮污水處理設施和管網建設改造，推進污泥無害化處理和資源化利用，實現城鎮生活污水、垃圾處理設施全覆蓋和穩定達標運行，城市、縣城污水集中處理率分別達到95%和85%。建立全國統一、全面覆蓋的即時線上環境監測監控系統，推進環境保護大資料建設。實行排污許可“一證式”管理。建立健全排污權有償使用和交易制度。嚴格環保執法，開展跨區域聯合執法，強化執法監督和責任追究。要推動環境治理保護重點工程，在強化生態環保支撐方面，提出實施節能、節水、用地等資源節約集約迴圈利用重大工程。當中包括大氣、水、土壤及危險廢物污染防治等環境治理，推出6大項環境治理保護重點工程。而據國家環保部規劃所推測，“十三五規劃”期間社會環保的總投資或會超過17萬億元人民幣。同時預計“十三五”規劃的環保行業中的生活廢物及危廢處理提升至更高層面的戰略高度，而集團一直致力於發展成為環保危廢行業規模最大、資質最齊全、運營最規範的環保企業，在國家“美國中國”的國策下對集團的業務有利。

今年國家繼續加大對環境治理的力度，相關政策繼續出臺，當中包括《“十三五”全國城鎮生活垃圾無害化處理設施建設規劃》。規劃提出，到2020年底，直轄市、計畫單列市和省會城市（建成區）生活垃圾無害化處理率達到100%；其他設市城市生活垃圾無害化處理率達到5%以上，縣城（建成區）生活垃圾無害化處理率達到80%以上，建制鎮生活垃圾無害化處理率達到70%以上，特殊困難地區可適當放寬。規劃同時確定六大任務，加快處理設施建設；完善垃圾收運體系；加大存量治理力度；推進餐廚垃圾資源化利用與無害化處理；推行生活垃圾分類；加強監管能力建設。加快政府和社會資本合作（PPP）模式在生活垃圾處理領域的應用。上月環保部表示，“十三五”期間，環保部落實《國家環境保護標準“十三五”發展規劃》，將抓緊出臺一批急需的環境品質標準和污染物排放標準，以有效支撐水、大氣、土壤環境管理和排污許可等重點工作。環保部將會力爭在“十三五”期間出臺800至1000項環境保護標準。各大環境治理規劃及辦法相繼出臺，環保行業出現了資本加速進入、競爭日益激烈、監管日趨嚴格的重大變化。

根據國家環保部規劃所推測，“十三五規劃”期間社會環保的總投資或會超過17萬億元人民幣。同時預計“十三五”規劃的環保行業中的生活廢物及危廢處理提升至更高層面的戰略高度，而集團一直致力於發展成為環保危廢行業規模最大、資質最齊全、運營最規範的環保企業，在“美國中國”的國策下集團的業務無疑將迎來更大的發展機遇。現時國家正處於全面深化改革之時期，加上《水十條》、《土十條》及《大氣十條》的出臺，推動區域與流域防治整體聯動，加強先進適用環保技術裝備推廣應用和集成創新，在新常態下的環保產業迎來持續政策利好，“十三五規劃”已將污染治理及環保提升至更高的台階之上，環保投資總額預計超過十萬億元，為「十二五」期間環保投資的三倍。相信會更多政策將助推環保產業治理不斷升級，會為集團帶來更多業務發展機遇及收入。

## 股價走勢

集團於6月23日的收市價為\$12.86，股價按年下跌1.085%。集團的股價於今年3月下旬於14元高位的位置一路向下，跌至今年5月12日11.66元的位置，現時集團的股價已由低位回升至上周五收市12.86元的位於，反彈幅度為10.3%。現時14天相對強弱指數已由較高的位置回落至52.5353的水平，股價回升至20天及50天移動平均線以上，MACD線及訊號線於利好的區間內，相信短期集團的股價有回升的動力。而集團今年第一季的業績，收入穩步增長，毛利率上升。集團加速實施戰略佈局，快速推進異地擴張步伐，積極拓展新領域、新市場，加快推進產能建設，營業收入實現較快增長。現時國家正處於大型的結構改革之中，提升整體社會的環境及質量，扭轉過往為求發展而過度開發過度擴張而造成的環境污染問題，相信政府未來會繼續出臺更多更嚴格更嚴厲的環保防治政策，這將為環保產業帶來了新的發展機遇，在需求及產能的提升下，集團未來的收入增長會穩步上揚。投資者可考慮於12.5元附近的位置增持或吸納，未來集團有望繼續受惠國策扶持而收入增。

資料來源: 彭博

## 估值預測

以6月23日的收市價\$12.86計算，其市盈率及市帳率分別為18.28及2.98倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中屬合理的水平。集團現已具備處理國家危險廢物的46種大類中的44類危廢經營資格，於危廢行業中具領導地位。集團近年積極通過「內生式增長+外延式擴張」去加大處置能力建設，資金需求較大，去年集團擬通過增發A股籌集擴張的資金，成功引入廣東省國資委屬下企業成為控股股東，有強大背景的廣東國資委作後援，在獲取新項目及資金上會得到更多的優勢，亦同時可減低前大股東張維仰對集團的負面影響。現時集團已將利潤率較低的家電拆解業務的部分剝離，今集團的毛利率或可得到進一步的提升。再加上隨著集團手上在建中的危廢處理項目陸續投產，未來集團在危廢處理的收入會進一步提升，而集團預計今年的危廢產能將會提升至200萬噸/年，較2016年底的150萬噸/年提升33.3%，未來集團的產能結構將會繼續優化，預計到2020年集團的危廢產能將會達到350萬噸/年。現時我國危廢產需缺口超過3000萬噸，加上內地的環保治理標準及監管加嚴有力促使缺口需求釋放加大。“十三五”是我國環保行業的戰略機遇期，環保投資總額有望超10萬億。集團已預計今年經營目標是實現營業收入40億元，實現股東應佔溢利4.7億元。而集團在公佈第一季業績時已預告，今年上半年股東應佔溢利會有20%至40%的增長，即約為金額2.47至2.89億元的股東應佔溢利，主要因為集團繼續加大拓展無害化處理的業務，加大環境工程建設及PPP項目拓展，並初見成效。同時公司繼續加強對成本費用的控制，通過制度創新，提高工作效率等方式，實現業績。到2020年，我國危廢市場規模將達到千億元，環保產業有望成為拉動經濟增長的重要支柱。面對市場機會，集團作為國內危廢處理龍頭企業，在積極推進戰略調整升級，及持續優化業務結構下，集中資源大力發展危廢處置主業，通過產能、區域雙拓展，內生增長，外延並購雙驅動模式，持續提升核心競爭力，鞏固集團在行業中的龍頭地位。所以會將東江環保的目標價定在\$14.24即相當於17.91市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有10.72%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

## 風險因素

- 近年全球的金屬資源價格持續下跌，而資源產品價格的下跌，對集團的資源化產品收入造成壓力，影響集團整體的盈利
- 專案建設和投產進度不達預期
- 市場競爭風險。在國家對工業廢物處理環保行業大力扶持的政策推動下，環保產業正在步入快速發展的時期，大量的競爭者進入市場，進一步加大行業的競爭，集團將會面對更嚴峻的行業競爭格局

## 利益披露及免責聲明

### 利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

### 免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問”。