

## 買入

2006年11月10日

### 前三季度業績合預期，發行 A 股尚需等待

- 前三季度業績符合預期：**前三季度東江環保營業額和淨利潤分別為人民幣 13.19 億元和 4882 萬元，同比上年分別增長 51% 和 24%，其中第三季度的營業額和淨利潤分別為人民幣 1.38 億元和 1308 萬元，同比上年分別增長 72% 和 2.1%。東江環保的前三季度的營業額增長高於預期，主要受益於廢物處理及資源化業務規模擴大及將廢物收集區域成功擴展至清遠，順德，江門，珠海等其他珠江三角洲地區；但淨利潤的增長幅度低於營業額的增長幅度，主要原因是期內對沙井基地等提取了 1855 萬元的撥備及加大了研發投入，這些降低了淨利潤的增長；由於原材料成本及運輸費用的上升，整體毛利率略有下降，但東江環保的業績基本符合預期。
- 發行 A 股仍需等待：**7 月 24 日，公司公告將向中國證監會申請在深交所上市發行最多 2000 萬股 A 股，並建議對 H 股進行股份合併，每十股合併為一股。公司已經在 9 月就股份合併向中國證監會提交了建議書，但目前尚未取得其同意書，因此 H 股合併的原定生效時間將延遲至取得中國證監會的同意書之後。我們認為東江可望在 07 年成功發行 A 股，並對於公司影響正面；發行 A 股不僅能提升公司之融資管道，改善資本及債務融資能力，更將有利於公司實現成為中國領先的全方位環保解決方案的供應商的戰略目標；此外發行 A 股還可宣傳公司，提升東江環保在中國的知名度；而 A 股募集資金投資的新項目也可望提升公司在未來的盈利能力，並使公司的每股盈利保持增長。
- 維持目標價格 2.25 港元，上調投資評級至買入：**東江環保前三季度業績符合我們的預期，儘管其發行 A 股的計畫仍需等待，但發展前景依然樂觀，我們維持對公司的盈利預測及 2.25 港元的目標價格不變。認為其股價的回落正是買入的良機，現價與目標價格相比，尚有 26% 的上升空間，我們將投資評級由持有上調至買入。

★ 1 港元=1.01 人民幣

李明江

86755-33367880

[john.lee@firstshanghai.com.hk](mailto:john.lee@firstshanghai.com.hk)

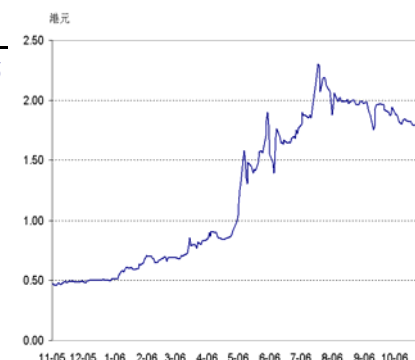
### 主要資料

行業	公用事業
股價	1.79 港元
目標價	2.25 港元 (+26%)
股票代碼	8230
已發行 H 股本	1.78 億股
H 股市值	3.19 億港元
52 周高/低	2.55-0.46 港元
每股淨現值	0.30 港元
主要股東	張維仰(66.14%) 上海聯創(13.70%)

**表 1：盈利摘要**

截止 12 月 31 日	04 年历史	05 年历史	06 年预测	07 年预测	08 年预测
營業額 (人民幣百萬)	214	292	386	475	595
變動 (%)	116	37	32	23	25
淨利潤 (人民幣百萬)	38	51	70	90	115
每股盈利 (人民幣元)	0.06	0.08	0.11	0.14	0.18
變動 (%)	58	33	38	29	28
市盈率 @1.79 港元 (倍)	31.1	23.1	16.2	12.6	9.9
每股股息 (人民幣元)	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05
股息現價比率 (%)	1.05	1.07	1.66	2.21	2.77

資料來源：公司資訊，第一上海預測

**股價表現**


資料來源：彭博

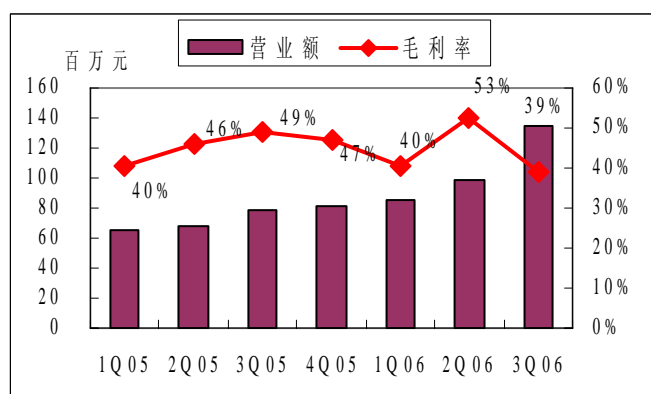
## 前三季度業績合預期

前三季度營業額和淨利潤分別增長 51% 和 24% 2006 年前三季度東江環保營業額和淨利潤分別為人民幣 13.19 億元和 4882 萬元，同比上年同期分別增長 51% 和 24%，前三季度的每股盈利由人民幣 6.3 分增加到 7.78 分。其中公司第三季度的營業額和淨利潤分別為人民幣 1.38 億元和 1308 萬元，較上年同期分別增長 72% 和 2.1%。東江環保的前三季度的營業額增長高於我們的預期，但淨利潤的增長幅度低於營業額的增長幅度，主要原因是公司在期內對沙井基地和立山等附屬公司的設備提取了 1855 萬元的撥備，此外公司在研發的投入達 1027 萬元，較上年同期大幅增加了 145%，這些都增加了公司的費用，影響了淨利潤的增長，因此我們認為東江環保的總體業績符合預期。

公司第三季度的營業額創造季度營業額新高，較上年同期增長了 72%，較今年第二季度也增長了 37%。營業額的快速增長主要受益於公司的廢物處理及資源化業務規模擴大和資源化產品種類的增多，公司將廢物收集區域成功擴展至清遠，順德，江門，珠海等其他珠江三角洲地區，尤其是固體廢物處理業務的客戶數量和處理量均保持增長，第三季度固體廢物處理業務的營業額較上年同期增長了 104%。

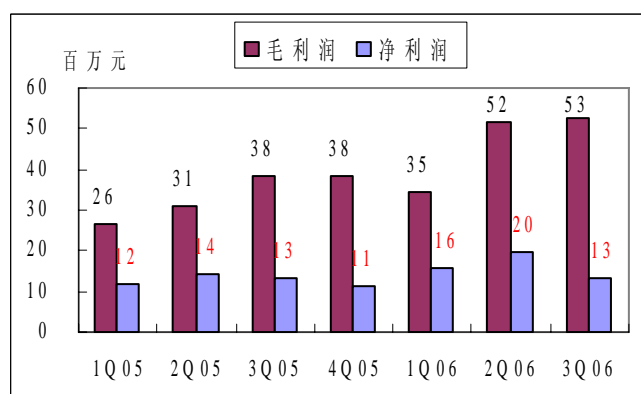
由於原材料成本及運輸費用的上升，銷售資源化利用產品及廢物處理的毛利率有所下降，使得公司的整體毛利率略有下降。

圖 1：各季度的營業額及毛利率變化圖



資料來源：公司資訊，第一上海

圖 2：各季度的毛利潤及淨利潤變化圖



資料來源：公司資訊，第一上海

## 發行 A 股尚需等待

H 股合併延遲，發行 A 股仍需等待

7 月 24 日，公司公告將向中國證監會申請在深交所上市發行最多 2000 萬股 A 股，並建議對 H 股進行股份合併，每十股合併為一股。公司已經在 9 月就股份合併向中國證監會提交了建議書，但目前尚未取得其同意書，因此東江環保 H 股的合併的原定生效時間將延遲至取得中國證監會的同意書之後。

作為中國廢物處理行業的龍頭企業，東江環保已經基本符合發行 A 股的條件，我們預計公司可望在 2007 年成功發行 A 股，這將對於公司帶來正面的影響。東江環保發行 A 股將不僅能提升公司之融資管道，改善資本及債務融資能力，更將有利於公司實現成為中國領先的全方位環保解決方案的供應商的戰略目標；此外公司發行 A 股還可宣傳公司，提升東江環保在中國的知名度；而 A 股募集資金投資的新項目也可望提升公司在未來的盈利能力，並使公司的每股盈利保持增長。

## 投資評級

維持目標價格 2.25 港元  
投資評級上調至買入

東江環保第三季度業績符合我們的預期，儘管公司發行 A 股尚需時日，但作為中國發展迴圈經濟的先鋒企業，未來發展前景樂觀。

我們維持對公司的盈利預測及 2.25 港元的目標價格不變。認為其股價的回落正是買入的良機，現價與目標價格相比，尚有 26% 的上升空間，我們將投資評級由持有上調至買入。

## 主要財務報表

損益表						財務分析					
人民币百萬元，財務年度截至12月31日											
	04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测		04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测
營業額	214	292	386	475	595	盈利能力					
銷售成本	(124)	(158)	(206)	(247)	(309)	經營利潤率 (%)	22.0%	22.9%	23.9%	25.1%	25.5%
毛利潤	90	134	180	228	287	EBITDA 利率 (%)	25.6%	25.9%	27.0%	28.2%	28.4%
行政費用	(29)	(47)	(61)	(74)	(88)	淨利率 (%)	17.9%	17.4%	18.2%	19.0%	19.3%
其他收益和費用	(14)	(20)	(26)	(35)	(46)	營運表現					
營業利潤	47	67	92	119	152	SG&A/收入 (%)	13.6%	16.1%	15.9%	15.5%	14.8%
財務開支	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	實際稅率 (%)	10.3%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
聯營公司	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	股息支付率 (%)	32.8%	24.7%	26.8%	27.8%	27.3%
稅前盈利	46	66	91	117	150	庫存周轉	48.3	44.0	42.5	43.4	43.9
所得稅	(5)	(11)	(16)	(20)	(25)	應付賬款天數	42.2	39.0	37.8	38.8	40.1
潤	(3)	(4)	(6)	(7)	(9)	應收賬款天數	69.2	84.3	83.7	85.9	87.5
淨利潤	38	51	70	90	115	財務狀況					
折舊及攤銷	8	9	12	15	17	負債/權益	0.39	0.26	0.33	0.33	0.33
EBITDA	55	76	104	134	169	收入/總資產	0.86	0.96	1.00	1.00	1.02
每股盈利(元)	0.061	0.081	0.112	0.144	0.183	總資產/股本	1.62	1.54	1.63	1.61	1.60
增長						盈利對利息倍數	48	105	115	68	72
總收入 (%)	< >	36.7%	31.9%	23.1%	25.3%						
EBITDA (%)	< >	37.9%	38.0%	28.2%	26.2%						
每股收益 (%)	< >	32.8%	38.1%	28.5%	27.5%						

資產負債表						現金流量表					
人民币百萬元，財務年度截至12月31日						人民币百萬元，財務年度截至12月31日					
	04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测		04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测
現金	88	82	113	159	216	EBITDA	55	76	104	134	169
應收賬款	41	68	90	113	145	融資成本	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
存貨	16	19	24	30	38	營運資金變化	(8)	7	(4)	(5)	(7)
其他流動資產	1	8	3	4	5	所得稅	(3)	(12)	(16)	(20)	(25)
總流動資產	145	177	230	307	404	營運現金流	58	39	84	107	134
固定資產	99	126	153	169	182	資本開支	(53)	(57)	(50)	(40)	(50)
其它固定資產	3	1	0	0	0	其他投資活動	3	11	(10)	(10)	(10)
總固定資產	102	126	154	169	182	投資活動現金流	(50)	(46)	(60)	(50)	(60)
總資產	248	303	384	476	586	負債變化	0	(7)	20	10	10
應付帳款	11	15	19	25	32	上市融資	0	0	0	0	0
款	37	32	40	50	63	股息	(6)	(8)	(13)	(19)	(25)
短期銀行借貸	10	3	15	20	20	其他融資活動	12	16	(1)	(2)	(2)
總短期負債	58	50	74	95	115	融資活動現金流	6	1	7	(11)	(17)
長期銀行貸款	0	0	0	0	0	現金變化	14	(5)	31	47	57
遞延收入	2	3	3	4	5	期初持有現金	73	88	82	113	159
總負債	60	52	77	99	121	期末持有現金	88	82	113	159	216
少數股東權益	35	54	66	81	100						
股東權益	153	197	236	296	365						
負債權益合計	248	303	379	476	586						
每股賬面值(元)	0.24	0.31	0.38	0.47	0.58						

資料來源：公司公告，第一上海預測

**披露事項：**第一上海融資有限公司是第一上海證券有限公司的關聯機構，目前擔任東江環保的財務顧問。

### 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號  
永安集團大廈 19 樓  
電話: (852) 2522-2101  
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2006 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。