

買入

2007年11月12日

第三季度業績略超預期

► **營業額和淨利潤比上年同期分別增長 48.2%和 104.2%**: 東江環保第三季的營業額和淨利潤分別為人民幣 4.72 億元和 9,969 萬元, 比上年同期分別增長 48.2%和 104.2%, 每股盈利由人民幣 7.78 分增加到 15.89 分。公司第三季度的業績略高於我們的預期。

► **增長主要來自廢物處理和資源化業務規模擴大**: 東江環保業績的大幅增長主要由於廢物處理和資源化利用業務規模的不斷擴大, 且資源化產品的銷量及價格均高於去年同期水準。公司通過在廣東省重點城市進行策略性布點, 積極擴充廢物收集網路, 使廢物處理量持續上升。公司今年上半年投入試運營的廣東省危險廢物處理示範中心一期工程, 錄得收入為人民幣 1,142 萬元, 該專案業務量及客戶數取得顯著增長。此外, 公司的另一新項目填埋氣體發電項目首期發電機組已經全部投入運營, 貢獻收入為人民幣 340 萬元。

► **公司大力拓展新業務**: 公司在期內成功中標深圳市寶安區老虎坑填埋場沼氣利用 CDM 項目。待正式的協定簽署後, 公司將獲得該項目的專營權, 負責專案的投資, 建設和運營。老虎坑項目是公司的第二個填埋氣體利用項目, 也是首個 CDM 項目, 它的實施將提高公司在可再生能源領域的競爭力。另外, 公司有意擴展業務到餐廚垃圾處理專案, 拓展市政固體廢物處理市場。

► **目標價格上調至 6.6 港元, 維持買入投資評級**: 我們根據新的資訊調整了公司的盈利預測, 並相應將其目標價格由 6.0 港元上調至 6.6 港元。新的目標價相當於 2008 年每股盈利的 25 倍, 現價與目標價格相比, 尚有 18% 的上升空間, 我們維持投資評級為買入。

★ 1 港元=0.96 元人民幣

李明江

86755-33367880

john.lee@firstshanghai.com.hk

主要資料

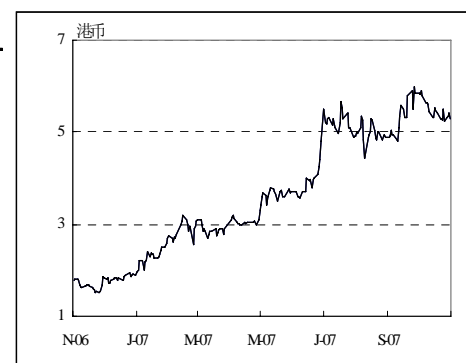
行業	公用事業
股價	5.6 港元
目標價	6.6 港元 (+18%)
股票代碼	8230
已發行股本	1.78 億股
市值	9.41 億港元
52 周高/低	6.0-1.49 港元
每股淨資產	0.42 港元
主要股東	張維仰(51.98%) 上海聯創(13.70%)

盈利摘要

截止 12 月 31 日	05 年历史	06 年历史	07 年预测	08 年预测	09 年预测
營業額 (人民币百万)	292	473	651	846	1,048
變動 (%)	37	62	38	30	24
淨利潤 (人民币百万)	51	79	129	160	188
每股盈利 (人民币元)	0.081	0.127	0.205	0.255	0.300
變動 (%)	33	56	62	24	18
市盈率 @5.6 港元 (倍)	66.4	42.4	26.2	21.1	17.9
每股股息 (人民币元)	0.02	0.00	0.04	0.05	0.06
股息現價比率 (%)	0.37	0.00	0.74	0.93	1.12

資料來源: 公司資訊, 第一上海預測

股價表現



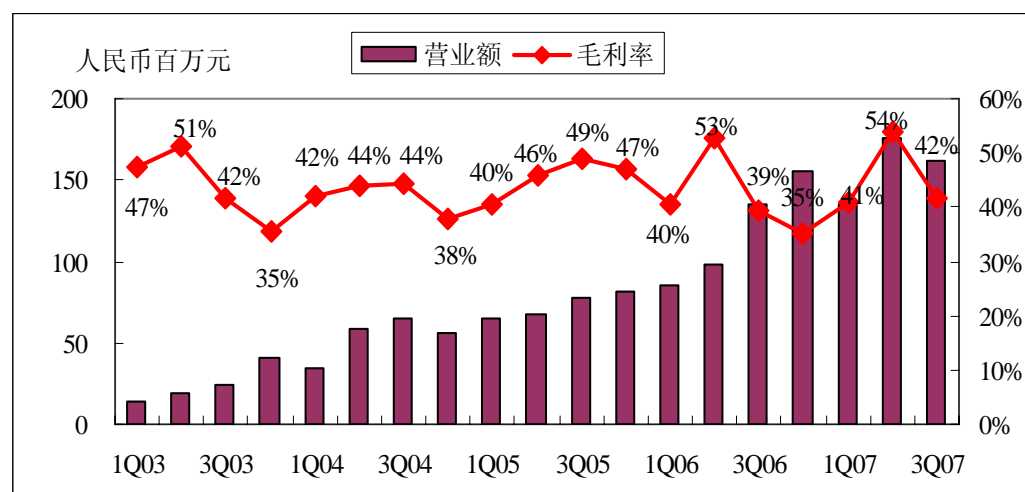
資料來源: 彭博

表 1：2007 年第三季業績評述

人民币千元	3Q2007	VS 3Q2006	变化	评述
营业额	472,236	318,573	48%	营业额增长主要来自资源化产品销售及废物处理, 该业务录得约52.2%之增长
销售成本	(254,992)	(179,354)	42%	生产成本控制有力, 低于营业额的增长
毛利	217,244	139,219	56%	毛利率由43.7%提高到46%
其他收益	10,629	17,133	-38%	
销售及分销成本	(22,712)	(17,312)	31%	销售及分销成本的增加主要是销售规模增长所致
行政费用	(48,560)	(37,601)	29%	
其他费用	(35,895)	(40,895)	-12%	
经营盈利	120,706	60,544	99%	
财务费用	(1,646)	(310)	431%	银行借款小幅增长
税前利润	119,060	60,234	98%	
所得税	(13,954)	(10,722)	30%	
税后利润	105,106	49,512	112%	
少数股东权益	5,417	696		
净利润	99,689	48,816	104%	净利润率由15.31%增长到21.11%
每股盈利 (人民币元)	0.159	0.078	104%	
每股派息 (人民币元)	-	-		

資料來源：公司資訊，第一上海

表 2：2003-2007 年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

主要財務報表

损益表						财务分析					
人民币百万元，财务年度截至12月31日											
	05年	06年	07年	08年	09年		05年	06年	07年	08年	09年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业额	292	473	651	846	1,048	盈利能力					
销售成本	(158)	(280)	(364)	(487)	(634)	经营利润率 (%)	22.9%	20.5%	25.2%	24.1%	22.9%
毛利润	134	194	287	359	414	EBITDA 利率 (%)	25.9%	23.4%	28.1%	26.8%	25.9%
行政费用	(47)	(48)	(57)	(69)	(76)	净利率 (%)	17.4%	16.8%	19.8%	18.9%	18.0%
其他收益和费用	(20)	(49)	(66)	(86)	(99)	营运表现					
营业利润	67	97	164	204	240	SG&A/收入 (%)	16.1%	10.1%	8.8%	8.1%	7.2%
财务开支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	实际税率 (%)	17.0%	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
联营公司	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	股息支付率 (%)	24.7%	0.0%	19.5%	19.6%	20.0%
税前盈利	66	96	163	203	239	库存周转	44.0	43.8	46.2	46.5	44.0
所得税	(11)	(11)	(24)	(30)	(36)	应付账款天数	39.0	179.0	156.8	150.7	156.6
少数股东应占利润	(4)	(6)	(10)	(12)	(15)	应收账款天数	84.3	72.3	71.2	71.2	73.4
净利润	51	79	129	160	188	财务状况					
折旧及摊销	9	14	19	23	32	负债/权益	0.26	0.61	0.40	0.37	0.44
EBITDA	76	111	183	227	272	收入/总资产	0.96	0.99	1.00	1.02	1.06
每股盈利(元)	0.081	0.127	0.205	0.255	0.300	总资产/股本	1.54	1.81	1.60	1.56	1.63
增长						盈利对利息倍数	105	179	233	223	202
总收入 (%)	36.7%	61.9%	37.5%	30.0%	23.8%						
EBITDA (%)	37.9%	46.5%	65.1%	24.1%	19.8%						
每股收益 (%)	32.8%	56.4%	62.0%	24.2%	17.7%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元，财务年度截至12月31日						人民币百万元，财务年度截至12月31日					
	05年	06年	07年	08年	09年		05年	06年	07年	08年	09年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	82	146	193	235	224	EBITDA	76	111	183	227	272
应收账款	68	95	129	167	214	融资成本	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
存货	19	35	48	62	75	营运资金变化	(31)	22	(28)	(27)	(2)
其他流动资产	8	0	0	0	0	所得税	(12)	(11)	(24)	(30)	(36)
总流动资产	177	276	370	465	512	营运现金流	39	170	129	169	233
固定资产	126	198	278	361	469	资本开支	(57)	(97)	(80)	(100)	(172)
其它固定资产	1	3	3	3	2	其他投资活动	9	(29)	(10)	(10)	(20)
总固定资产	126	202	281	364	472	投资活动现金流	(48)	(126)	(90)	(110)	(192)
总资产	303	477	650	828	984	负债变化	(7)	36	10	10	10
应付帐款	15	96	125	150	180	上市融资	0	0	0	0	2
其他应付和预提款	32	15	5	6	33	股息	(8)	(13)	0	(25)	(31)
短期银行借贷	3	39	20	20	30	其他融资活动	18	(4)	(2)	(2)	(32)
总短期负债	50	150	150	176	243	融资活动现金流	3	20	8	(17)	(51)
长期银行贷款	0	0	0	0	0	现金变化	(5)	63	47	42	(10)
递延收入	3	10	14	18	22	期初持有现金	88	82	146	193	235
总负债	52	160	163	194	265	期末持有现金	82	146	193	235	224
少数股东权益	54	52	80	104	117						
股东权益	197	264	407	530	603						
负债权益合计	303	477	650	828	985						
每股账面值(元)	0.31	0.42	0.65	0.84	0.96						

資料來源：公司公告，第一上海預測

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。

©2007 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。