

持有

2006年7月25日

中國迴圈經濟先鋒

- 中國迴圈經濟試點帶來發展新機遇：**05年11月，中國啓動迴圈經濟試點工作。其中，廢舊金屬的再生利用是迴圈經濟的一個重點領域，東江環保成爲中國首批試點的42家公司之一。06年7月，《深圳經濟特區迴圈經濟促進條例》實施，國家迴圈經濟試點及相關條例的實施爲東江環保的快速發展創造了機遇。憑藉先發的技術優勢和規模效應，東江環保可望成爲行業的整合者，實現成爲中國領先的全方位環保解決方案的供應商的戰略目標。
- 新專案不斷投入運營：**公司承建的廣東省危險廢物處理示範中心一期工程進展順利，預計將在今年底投入運營。該專案由東江環保和全球領先的廢物管理公司法國奧綠思集團合作管理，不僅有利於鞏固市場地位，更便於公司積累在大型環保專案的運作和國際合作的經驗，保持其在中國工業廢物處理和資源化利用業務的龍頭地位。此外，公司新介入可再生能源領域，在深圳投資建設的垃圾填埋氣體發電專案可望年內投產，並將成爲公司未來的一個重要盈利增長點。
- 盈利增長前景樂觀：**今年第1季度，公司營業額和淨利潤分別增長31%和33%，主要是受益於公司廢物處理規模的擴大和產品價格的上升。由於產品價格和國際銅價保持聯動，我們預期國際銅價的長期牛市可望爲公司帶來正面的影響，公司毛利率多年來維持穩定，業務擴張迅速，未來幾年的收入和盈利增長前景樂觀。我們預計，公司05-08年的淨利潤的複合平均年增長率將超過30%。
- 目標價調升至2.25港元，投資評級調低爲持有：**我們調高了盈利預測並將目標價由0.82港元調升至2.25港元，該目標價相當於07年預期每股盈利的16倍；但由於目前股價比05年11月股價已經上升了360%，現價已反映了公司的價值，與新的目標價相比，上升空間不足5%，因此我們將投資評級降低爲持有。

1 港元=1.03 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	2.15 港元
目標價	2.25 港元 (+4.7%)
股票代碼	8230
已發行 H 股本	1.78 億股
H 股市值	3.83 億港元
52 周高/低	2.15-0.445 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)	0.061	0.081	0.112	0.144	0.183
變動 (%)	58	33	38	29	28
市盈率 @2.15 港元 (倍)	37.4	27.6	19.8	15.4	12.1
每股股息 (人民幣元)	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05
股息現價比率 (%)	0.89	0.89	1.35	1.81	2.26

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現


資料來源：彭博

中國迴圈經濟試點帶來新機遇

中國發展迴圈經濟，環保產業潛力巨大

中國改革開放以來，經濟快速發展，但傳統的粗放型經濟增長方式並未根本轉變，資源利用率低，環境污染重。未來 15 年，中國仍將處於工業化和城鎮化加速發展階段，面臨的資源和環境形勢將更加嚴峻。中國“十一五規劃”提出要加快轉變經濟增長方式，發展迴圈經濟，保護生態環境，促進經濟發展與人口、資源、環境相協調。根據專家預計：“十一五”期間中國的環境保護投資總額約達 1.4 萬億元，約占同期國內生產總值的 1.23%；到 2010 年，中國的環保市場需求將達到 1 萬億元，發展空間巨大，環保產業市場將成爲中國一個新的經濟增長點，其中主要包括水處理、大氣和固體廢物治理和節能等領域。

東江成爲首批迴圈經濟試點單位

最近兩年來，中國出臺一系列環保法規，尤其是 2005 年 11 月，國家發改委、環保總局等部委聯合下發了《關於組織開展迴圈經濟試點(第一批)工作的通知》，正式啓動了迴圈經濟試點工作。其中廢舊金屬的再生利用成爲其中的一個重點領域，東江環保也成爲首批試點的 42 家公司之一，這可望爲東江環保發展帶來新機遇。

表 2：中國近期相關的環保法規

2005年4月，《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》施行
2005年7月，国务院发布《国务院关于加快发展循环经济的若干意见》
2005年10月，国家环保总局制定的《废弃危险化学品污染环境防治办法》施行
2005年11月，六部委联合发布《关于组织开展循环经济试点(第一批)工作的通知》
2006年7月，《深圳经济特区循环经济促进条例》施行

資料來源：政府公告

東江環保可望成爲廢物綜合處理行業的整合者

我們認爲東江環保可望成爲廢物綜合處理行業的潛在整合者，主要理由有：

第一、中國的廢物綜合處理行業需求龐大，爲東江環保的整合發展提供了巨大的商業機會。根據國家環保總局的資料：2005 年中國的工業固體廢物產生量爲 13.4 億噸，其綜合利用量僅爲 7.7 億噸，綜合利用率爲 56%，仍有 5.7 億噸未得到妥善處理，而且廢物的存量仍在不斷增加。廣東省 2005 年的固體廢物產生總量達 5500 萬噸，其中危險廢物 130 萬噸。國家發改委的目標是到 2010 年，中國的工業固體廢物處理率需要達到 60% 以上，因此中國對廢品綜合處理需求非常龐大。

第二、東江環保在廢物處理和資源化利用的技術方面處於中國領先地位，運營網路已經覆蓋了廣東省及長江三角洲的衆多工業發達城市，業務網路容易擴展到其他區域，並產生規模效應。

第三、國家政策鼓勵像東江這樣的龍頭企業去進行行業整合。由於廢物處理行業的特點是公司規模普遍較小而且分散，技術水平低。缺乏技術的小公司進行廢品處理容易產生二次污染，國家通過制定更加嚴格的行業技術標準和資質要求提高進入門坎，這也將有利於東江環保通過兼併和收購來實現行業的整合。

第四、東江環保進入國家迴圈經濟第一批試點企業名單也有利於其對外擴張。

東江環保的戰略目標是成爲全方位的環保解決方案供應商

公司的發展戰略清晰，一方面通過規模擴張繼續保持在中國工業廢物的無害化處理和資源化利用業務的龍頭地位，另外還積極介入新能源開發等領域，以逐步實現成爲中國領先的全方位環保解決方案的供應商的戰略目標。

新專案不斷投入運營

廣東省危險廢物處理示範中心一期工程年內運營

公司承建的廣東省危險廢物處理示範中心工程項目一期工程進展順利，已經通過國家有關部門的專家驗收，預計將於 2006 年底建成。該專案由東江環保和全球領先的廢物管理集團法國奧綠思集團合作管理，廣東省危險廢物處理示範中心的建設，不僅將鞏固公司在珠江三角洲的市場地位，更時為東江在大型環保專案的運作和國際合作上積累寶貴的經驗，為公司的對外擴展打下良好的基礎。

廣東省危險廢物處理示範中心一期專案建成後，可接收來自珠江三角洲包括深圳，東莞，惠州，佛山，廣州及粵東等地區的廢物，目前已經與位於惠州大亞灣的中海殼牌石油公司簽訂了處理其廢物的 10 年合約，市場前景非常可觀。

由於危險廢物的處理無論在技術上還是管理上仍處於發展初期，2005 年出臺的《中國固體廢物污染環境防治法》及相關規定確定了中國到 2015 年要對所有城市的危險廢物基本實現無害化處理的目標，市場潛力巨大，憑藉廣東省危險廢物處理示範中心工程的建設和運營管理經驗，公司可望在中國其他區域的危險廢物處理專案招標中贏得先機，並獲得更多的市場機會。

表 3：中國危險品廢物處理目標

截至时间	阶段性目标
2005年	重点区域和重点城市产生的危险废物得到妥善贮存，有条件的实现安全处置；实现医院临床废物的环境无害化处理处置；将全国危险废物产生量控制在2000年末的水平；在全国实施危险废物申报登记制度、转移联单制度和许可证制度。
2010年	重点区域和重点城市的危险废物基本实现环境无害化处理处置。
2015年	所有城市的危险废物基本实现环境无害化处理处置。

資料來源：國家環保總局

垃圾填埋氣體發電可望成為新的盈利增長點

今年初，公司成立了深圳東江環保再生能源有限公司，介入可再生能源開發領域，第一個專案是位於深圳市下坪垃圾填埋場的填埋氣體發電（以下簡稱沼氣發電）專案，首期將安裝 2 台 1048 千瓦的氣體發電機組，預計可在年內投產，如果該沼氣發電專案能取得成功，公司不僅有計劃引進新的發電機組，擴大發電規模，還將在其他區域尋求同類的專案，實現專案工程管理建造的低成本擴張。

沼氣發電專案符合國家產業發展方向，市場前景可觀，預計毛利率較高，因此可望成為公司未來的一個重要的盈利增長點。

其他研發的新專案

公司其他的新專案包括：

- 1、韶關的含重金屬廢物處理設施已經開始建設，預計今年下半年可投入運營。
- 2、今年 2 月成立了東江環保（香港）有限公司，在香港開展環保服務，廢物回收及國際貿易業務，可望成為公司開拓香港市場和把握國際商機的重要窗口。
- 3、公司可望運用多種先進的處理技術和工藝方案，參與污染河水處理和污水回收用水領域，並爭取市政污水處理 BOT 專案。

盈利增長前景樂觀

一季度業績理想

2006年第1季度，東江環保營業額和淨利潤分別為人民幣8565萬元和1619萬元，同比上年同期分別增長31%和33%。每股盈利人民幣2.54分。

公司第一季度業績增長的主要原因是受益於廢物處理及資源化業務規模的持續擴大，以及2005年新實施的鎳回收專案和固體廢物處理業務的良好運轉。

銅鹽產品仍是公司收入主要來源

公司最主要的收入來源為資源化產品及廢物處理業務，其收入占2005年公司總收入的比重超過85%，而銅鹽產品占資源化產品收入的比例為63%，因此銅鹽產品的收入占公司2005年總收入的比重超過50%。

圖 1: 2005 年公司的業務構成

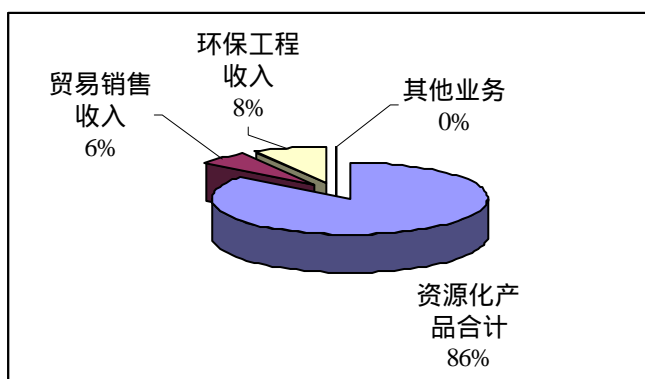
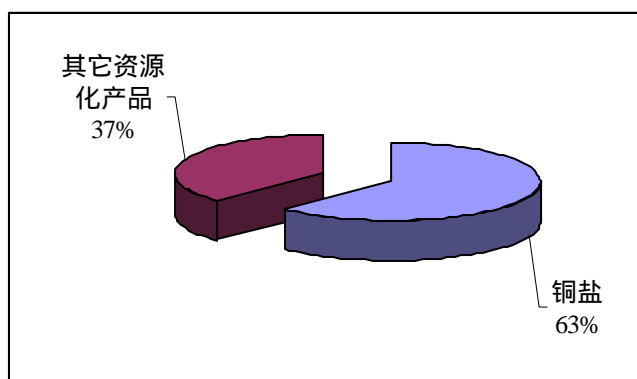


圖 2: 2005 年銅鹽占資源化產品收入比例



資料來源：公司資訊，第一上海

資料來源：公司資訊，第一上海

銅價上升是刺激公司收入增長的重要因素

2005年公司銅鹽產品的銷售收入大幅增長了53%，主要是受益於銅鹽產品價格的上升了31%，而銅鹽產品的數量則上升了17%。

公司的銅鹽產品價格和銅價呈現正相關，因此銅價的上升是刺激公司收入增長的重要因素。2006年以來，國際銅價屢創歷史新高，而市場普遍預期銅價未來幾年仍將處於牛市，儘管我們無法精確預計銅價上升對公司的影響，但銅價的上升對公司的影響正面，銅價上升將帶動銅鹽產品價格上升，並推動公司收入增長。

圖 3：2003-2006 年國際銅價圖



資料來源：倫敦金屬交易所

公司未來收入的增長主要來自業務的擴大和產品價格的調升，收入預測假設如下：

表 4：2006-2008 年銷售收入預測假設

	2005年	2006年預測	2007年預測	2008年預測
资源化产品收入增长率	35%	33%	22%	22%
铜盐产品数量增长率	17%	10%	10%	10%
铜盐产品价格增长率	31%	30%	10%	10%
其它资源化产品收入增长率	13%	15%	23%	25%
贸易销售收入增长率	19%	15%	15%	15%
环保工程收入增长率	73%	30%	30%	30%
沼气发电收入增长率	-	-	300%	200%
机组总功率(千瓦)	-	2,096	4,192	8,384
年均利用率(%)	-	18%	35%	53%
价格(元/千瓦时)	-	0.55	0.55	0.55
其他业务收入增长率	-4%	0%	0%	0%

資料來源：公司資訊，第一上海

未來三年收入快速增長 我們預計未來三年公司的銷售收入的年均複合增長率約為 26%。

表 5：2004-2008 年銷售收入及預測

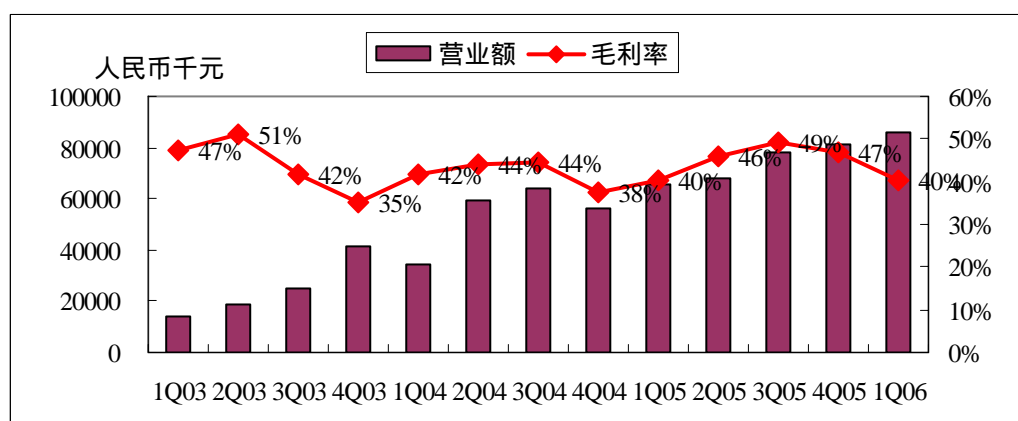
人民币千元	2004年	2005年	2006年預測	2007年預測	2008年預測
资源化产品合计	184,547	249,835	331,377	402,632	492,858
铜盐	102,186	156,665	224,031	271,077	328,003
其它资源化产品	82,359	93,181	107,346	131,555	164,855
贸易销售收入	14,834	17,691	20,345	23,396	26,906
环保工程收入	14,232	24,665	32,065	41,684	54,189
沼气发电	0	-	1,767	7,069	21,207
其他业务	191	183	183	183	183
合计	398,349	542,220	717,113	877,596	1,088,201

資料來源：公司資訊，第一上海

公司毛利率穩定

2003 年公司上市以來，毛利率一直保持穩定，主要原因是由於銅鹽產品的銷售價格和主要原材料的價格保持聯動，銅鹽產品價格的上升比含銅廢料的價格上升更大，而新開展的各項業務毛利率更高。我們預計公司未來毛利率可保持穩中有升。

圖 4：2003-2006 年各季度的毛利率變化圖

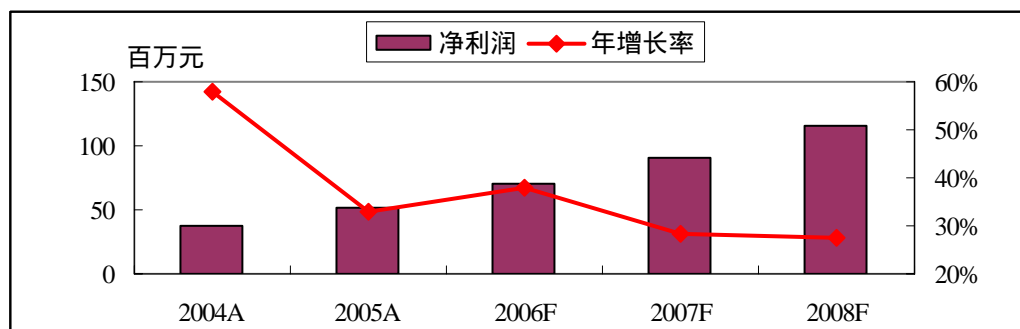


資料來源：公司資訊，第一上海

預期未來三年淨利潤複合年均增長率超過三成

由於公司收入保持快速增長，而毛利率穩中有升，加上管理產生的規模效應，各項費用的增長幅度低於收入的增長幅度，因此公司的淨利潤增長率將超過收入的增長率，我們預計公司 2005-2008 年的淨利潤複合年均增長率達 31%。

圖 5：2004-2008 年淨利潤及預測



資料來源：公司資訊、第一上海

估值

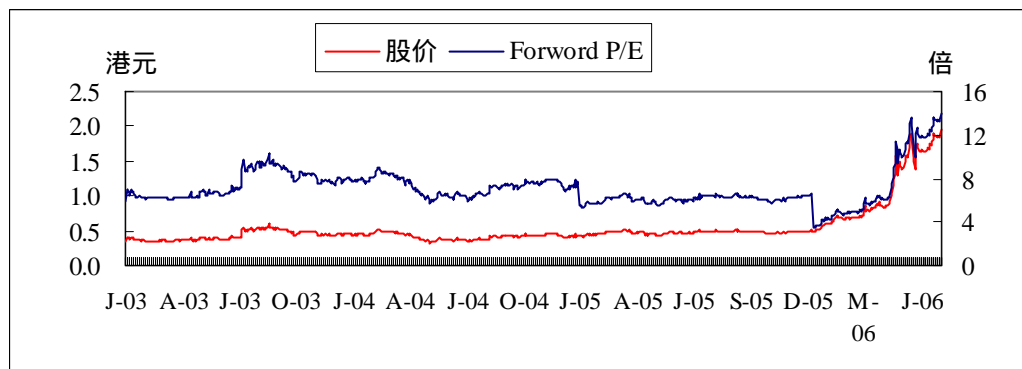
目標價格調升到 2.25 港元，投資評級由買入降低為持有

基於新的資訊，我們調高了公司的盈利預測並將目標價由 0.82 港元調升至 2.25 港元，該目標價相當於 07 年預期每股盈利的 16 倍。由於公司目前股價比去年 11 月已經大幅上升了 360%，現價已經基本反映了公司的價值，與新的目標價格相比，上升空間不足 5%，我們因此將投資評級降低為持有。

2005 年 11 月，我們的報告中曾採用了 10 倍市盈率來設定目標價，但現在我們採用了 16 倍市盈率來設定目標價。為什麼採用更高的市盈率來估值？主要原因有：

- 1、東江環保 2005 年的盈利增長超過我們原來的預期，2005 年公司的淨利潤比 2003 年增加了 114%，發展軌跡良好。
- 2、環保產業在中國屬朝陽產業，政府鼓勵發展，市場潛力巨大，東江環保屬行業領先企業，公司治理結構良好，管理層行業經驗豐富，發展及盈利前景樂觀。
- 3、我們預期公司未來三年淨利潤的複合年均增長率為 31%，相對於 16 倍市盈率來計算的 PEG 僅為 0.53，因此估值並不高。

圖 6：公司 2003 年上市以來股價和市盈率圖



資料來源：彭博、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											
	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
营业额	214	292	386	475	595	盈利能力					
销售成本	(124)	(158)	(206)	(247)	(309)	经营利润率 (%)	22.0%	22.9%	23.9%	25.1%	25.5%
毛利润	90	134	180	228	287	EBITDA 利率 (%)	25.6%	25.9%	27.0%	28.2%	28.4%
行政费用	(29)	(47)	(61)	(74)	(88)	净利率 (%)	17.9%	17.4%	18.2%	19.0%	19.3%
其他收益和费用	(14)	(20)	(26)	(35)	(46)	营运表现					
营业利润	47	67	92	119	152	SG&A/收入 (%)	13.6%	16.1%	15.9%	15.5%	14.8%
财务开支	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	实际税率 (%)	10.3%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
联营公司	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	股息支付率 (%)	32.8%	24.7%	26.8%	27.8%	27.3%
税前盈利	46	66	91	117	150	库存周转	48.3	44.0	42.5	43.4	43.9
所得税	(5)	(11)	(16)	(20)	(25)	应付账款天数	42.2	39.0	37.8	38.8	40.1
净利润	38	51	70	90	115	应收账款天数	69.2	84.3	83.7	85.9	87.5
折旧及摊销	8	9	12	15	17	财务状况					
EBITDA	55	76	104	134	169	负债/权益	0.39	0.26	0.33	0.33	0.33
每股盈利(元)	0.061	0.081	0.112	0.144	0.183	收入/总资产	0.86	0.96	1.00	1.00	1.02
增长						总资产/股本	1.62	1.54	1.63	1.61	1.60
总收入 (%)	< >	36.7%	31.9%	23.1%	25.3%	盈利对利息倍数	48	105	115	68	72
EBITDA (%)	< >	37.9%	38.0%	28.2%	26.2%						
每股收益 (%)	< >	32.8%	38.1%	28.5%	27.5%						

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					
	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
现金	88	82	113	159	216	EBITDA	55	76	104	134	169
应收账款	41	68	90	113	145	融资成本	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
存货	16	19	24	30	38	营运资金变化	(8)	7	(4)	(5)	(7)
其他流动资产	1	8	3	4	5	所得税	(3)	(12)	(16)	(20)	(25)
总流动资产	145	177	230	307	404	营运现金流	58	39	84	107	134
固定资产	99	126	153	169	182	资本开支	(53)	(57)	(50)	(40)	(50)
其它固定资产	3	1	0	0	0	其他投资活动	3	11	(10)	(10)	(10)
总固定资产	102	126	154	169	182	投资活动现金流	(50)	(46)	(60)	(50)	(60)
总资产	248	303	384	476	586	负债变化	0	(7)	20	10	10
应付帐款	11	15	19	25	32	上市融资	0	0	0	0	0
款	37	32	40	50	63	股息	(6)	(8)	(13)	(19)	(25)
短期银行借贷	10	3	15	20	20	其他融资活动	12	16	(1)	(2)	(2)
总短期负债	58	50	74	95	115	融资活动现金流	6	1	7	(11)	(17)
长期银行贷款	0	0	0	0	0	现金变化	14	(5)	31	47	57
递延收入	2	3	3	4	5	期初持有现金	73	88	82	113	159
总负债	60	52	77	99	121	期末持有现金	88	82	113	159	216
少数股东权益	35	54	66	81	100						
股东权益	153	197	236	296	365						
负债权益合计	248	303	379	476	586						
每股账面值(元)	0.24	0.31	0.38	0.47	0.58						

資料來源：公司公告，第一上海預計

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專案。

©2006 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。