

Company Report

Dongjiang Environmental (895 HK)

Turning point has come, reiterate BUY rating

- Treatment capacity release is underway
- Rising trend of treatment fees due to strict supervision
- We expect 2013-16E EPS CAGR of 44%

Actions

Dongjiang Environmental reported 1H revenue of RMB849 mn (+19.9% YoY) and net profit of RMB136 mn, in line with our estimates. 2Q net profit was RMB79 mn, up 42% QoQ or 23% YoY. 1H net profit accounted for 46% and 49% of our estimates and market consensus respectively.

Our views

Rebound of metal price and burst of hazardous waste treatment. Due to improvement of economic prospect and lower-than-expected release of supply, copper price in 2Q perform well. We expect the rising trend in the amount of hazardous waste has established and the treatment industry will benefit from this new trend. We expect the 1H treatment amount by Dongjiang to increase 50% YoY. We also expect the 1H treatment charge to increase by more than 15% YoY.

Turning point established and EPS growth trends continue in 2H. Looking to 2H, we believe that the downside risk is low for copper prices; after completion of new project (North Guangdong Hazardous Waste) and release of capacity from newly acquired project (Oasis), we expect the 2H hazardous waste treatment amount will be higher than 1H; and the unit price of detoxification treatment is expected to rise in 2H. Driven by these factors, we expect the EPS growth trends to continue in 2H.

Acquisitions extend business areas and fields. By active acquisitions, Dongjiang has ensured rapid expansion geographically to become a national leader and entered into fields such as medical waste and soil remediation. We expect huge potential from the soil remediation market, which may provide new growth opportunities for the company's future development.

We maintain BUY rating. Driven by rising volume of hazardous treatment and recovery of gross margin, we expect 2014-16E EPS to be RMB0.84/1.28/1.78. Current price is trading at 23x 2014E PE. We maintain BUY rating and TP of HK\$34.10.

Financials

RMB mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	1,522	1,583	2,176	2,916	4,619
Growth (%)	37%	30%	34%	35%	32%
Net profit	267	208	293	445	619
Growth (%)	31%	-22%	40%	52%	39%
EPS (RMB)	0.77	0.60	0.84	1.28	1.78
DPS (RMB)	0.17	0.22	0.25	0.38	0.53
P/E (x)	26.1	33.4	23.8	15.7	11.2
P/B (x)	3.3	3.1	2.8	2.5	2.2
ROE (%)	13%	9%	12%	16%	19%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Li Xiang
86-755-82943045
lixiang5@cmschina.com.cn

WHAT'S NEW

BUY

Previous	BUY
Price	HK\$25.7
12-month Target Price (Potential upside)	HK\$34.10 (+33%)
Previous	HK\$34.1

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
895 HK			
HSI			

Industry Environmental

Hang Seng Index	23782
HSCEI	10605

Key Data

52-week range (HK\$)	0.0-34.6
Market cap (HK\$ mn)	2050
Avg. daily volume(mn)	28.54
BVPS (HK\$)	6.46

Related Research

1. Dongjiang Environmental-Growth driven by acquisitions and organic development (买入) 2014/06/27
2. 东江环保-内生增长和外部收购并重, 成长逐步加速 (买入) 2014/06/23

公司报告

招商证券(香港)有限公司

东江环保 (895 HK)

业绩拐点确立, 重申买入评级

- 在建项目投产和外部收购项目并表, 带动下半年处理量增长
- 行业监管严格, 危废无害化处理价格上涨趋势持续
- 我们预计2013-16年的业绩复合增速高达44%

事件

东江环保上半年实现营业收入8.49亿元(+19.9% YoY), 净利润1.36亿元(+17.6% YoY), 折算EPS0.39元。公司二季度实现净利润0.79亿元, 环比增长42%, 同比增长23%。公司上半年业绩占我们全年业绩预测0.84元的46%, 占彭博市场一致预期的49%, 上半年净利润和我们预计的1.31亿元基本一致。

我们的解读

金属价格反弹和危废无害化业务爆发驱动公司二季度业绩表现优异。受中国经济企稳和供给释放压力不及预期带动, 二季度铜价触底回升, 国内上期所铜价较3月份低点最高反弹了接近16%, 铜价反弹改善了公司资源化业务的盈利能力。政策监管严格带动公司危废无害化业务出现爆发式增长, 预计上半年公司无害化处理量较去年同期增长超过50%, 公司的无害化处理费也呈现出上涨趋势, 预计上半年单位处理费同比涨幅超过15%。

业绩拐点趋势确立, 下半年业绩成长趋势持续。公司一、二季度业绩增幅明显, 扭转了前期的季度业绩下滑趋势。展望下半年, 我们认为铜价下行风险较低; 在新项目投产(粤北危废)和新收购项目产能释放(厦门绿洲等)的带动下, 下半年无害化处理量较上半年存在提升空间; 在行业处理能力不足的背景下, 预计下半年无害化处理单价提升的趋势仍将持续。受上述因素驱动, 我们预计下半年公司业绩的增长趋势将会持续。

积极布局, 外部兼并延伸业务区域和领域。通过积极实施外部兼并收购, 公司的危废处理业务实现了异地扩张, 逐步成长为全国性危废龙头; 公司通过兼并收购也进入了医疗危废处理和土壤修复等领域。土壤修复领域市场空间庞大, 为公司未来发展提供了新的增长点。

业绩快速成长, 维持买入评级。受危废处理量大幅提升以及毛利率自底部恢复, 我们预计公司2014-16年的EPS分别为0.84/1.28/1.78元, 2013-16年的复合增速为44%。公司当前股价对应2014年PE为24x。我们维持34.10港币目标价, 维持买入评级。

盈利预测及估值

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	1,522	1,583	2,176	2,916	4,619
同比增长(%)	37%	30%	34%	35%	32%
净利润	267	208	293	445	619
同比增长(%)	31%	-22%	40%	52%	39%
每股盈利(元)	0.77	0.60	0.84	1.28	1.78
每股股息(元)	0.17	0.22	0.25	0.38	0.53
市盈率(X)	26.1	33.4	23.8	15.7	11.2
市净率(X)	3.3	3.1	2.8	2.5	2.2
ROE(%)	13%	9%	12%	16%	19%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

李想

86-755-82943045

lixiang5@cmschina.com.cn

最新变动

买入

前次评级	买入
股价	HK\$25.7
12个月目标价(上涨)	HK\$34.10 (+33%)
前次目标价:	HK\$34.1

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
895 HK			
HSI			

行业: 环保

恒生指数	23782
国企指数	10605
重要数据	
52周股价区间(港元)	0.0-34.6
港股市值(百万港元)	2050
日均成交量(mn)	28.54
每股净资产(港元)	6.46

相关报告

1. Dongjiang Environmental-Growth driven by acquisitions and organic development (买入) 2014/06/27
2. 东江环保-内生增长和外部收购并重, 成长逐步加速 (买入) 2014/06/23

目录

目录.....	3
量价提升仍有空间，下半年业绩改善趋势持续.....	4
预计下半年量、价仍有提升空间.....	4
业绩拐点确认.....	4
内生外延驱动，预计 2013-16 年危废处理量复合增速为 56%.....	4
布局土壤修复，延伸业务领域.....	5
附录：在建项目简介及危废处理量预测.....	6
财务预测表.....	7

量价提升仍有空间，下半年业绩改善趋势持续

预计下半年量、价仍有提升空间

下半年处理量仍有提升空间。我们预计公司粤北危废项目将在今年4季度投产，新收购的厦门绿洲下半年实现并表，在建项目投产和外部兼并收购项目释放产能的带动下，我们预计公司下半年危废处理量较上半年有较大增长。我们预计公司上半年处理危废25.7万吨，预计下半年将增长22%至31.4万吨。

我们认为无害化处理价格仍有上行空间。随着高等法院和高等检察院关于环境污染罪司法解释的出台，企业私自处理或者丢弃危废的违法成本上升，通过正规处理厂处理危废的趋势确立，前期危废处理行业普遍存在的处理能力利用不足的现象消失。东江环保目前的危废处理设施满负荷运转尚不能满足需求，危废处理费出现上涨趋势，我们预计下半年公司危废处理单价较上半年会环比提升8%左右。

我们预计下半年无害化和资源化产量有进一步提升空间

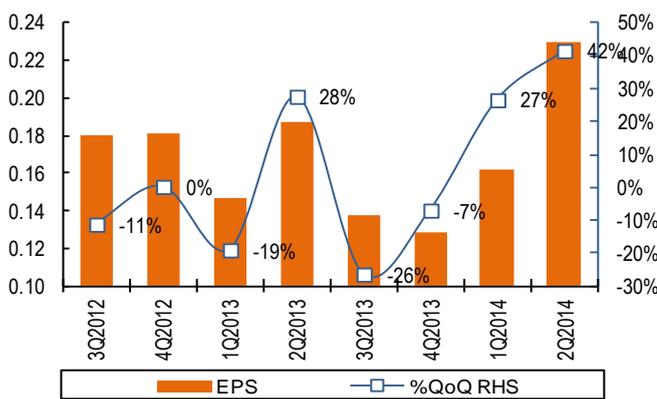
	1H14E	2H14E	% HoH	2014E	2015E	2016E
危废处理量 kt	257	314	22%	570	1,070	1,530
无害化处理量 kt	86	105	22%	190	300	350
资源化处理量 kt	171	209	22%	380	770	1,180
资源化产品产量 kt	56	69	22%	125	180	350
资源化产品价格 RMB/t	10,700	10,882	2%	10,800	10,000	9,500
无害化处理单价 RMB/t	1,900	2,045	8%	1,980	2,100	2,200

来源：公司资料，招商证券(香港)

业绩拐点确认

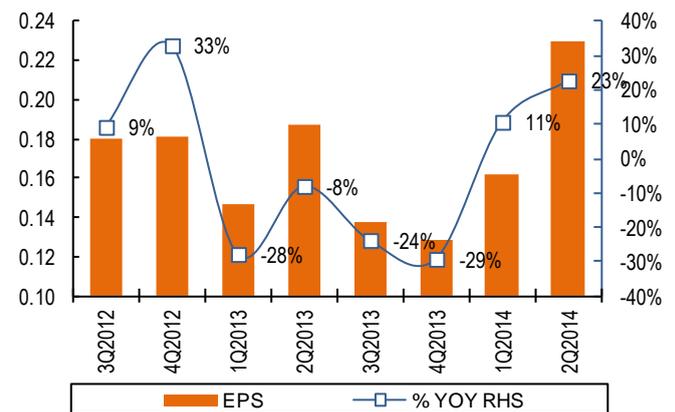
二季度业绩验证了我们有关公司2014年业绩迎来拐点的结论。在我们前期的报告中，我们反复强调了在行业出现拐点，危废处理量大幅增长的背景下，2014年公司业绩迎来拐点。从单季度的业绩同环比增速上看，东江环保二季度业绩的同环比增速均处于2013年一季度以来的最佳水平，业绩的快速增长验证了我们前期有关公司2014年业绩迎来拐点的结论。

图1：二季度业绩环比增速处于近年来高点



来源：招商证券(香港)

图2：二季度业绩同比增速处于近年来高点



来源：招商证券(香港)

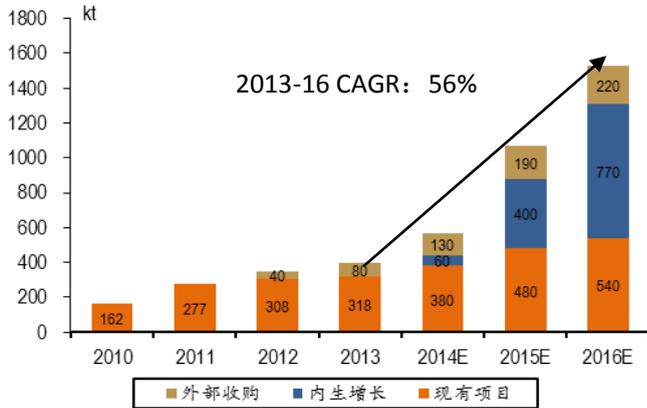
内生外延驱动，预计2013-16年危废处理量复合增速为56%

2008-13年，公司危废处理量增长平稳。外部兼并紧张缓慢，新建项目迟迟未能投产，导致前期公司的危废处理能力增长较为平稳，2008-13年危废处理量的复合增速为15%。

目前东江环保采取了内生增长和外延扩张两者并行的扩张方式。随着高检和高法的环保司法解释的发布，环保违规成本明显上升，危险废物处置需求增加，危废处理行业迎来爆发。在行业快速发展的背景下，东江环保采取了新建和外部收购两种增长模式并行去扩充危废处理产能，以充分享受行业的高速成长。外部收购兼并可以保证公司快速实现异地扩张，完善危废处理产业链；自建新项目主要集中地广东当地，可以巩固公司在珠三角地区的领先优势。

扩张进入收获期，公司迎来跨越式成长的时代。我们认为随着东江环保在外部兼并收购方面加速，江门项目、粤北危废等在建项目产能陆续释放带动，公司危废处理量将迎来爆发，处理量增速将明显快于前期。我们预计公司危废处理量将从2013年的39.8万吨快速增长至2016年的152万吨，2013-16年的复合增速高达56%。

图3: 预计公司2013-16年危废处理量复合增速高达56%



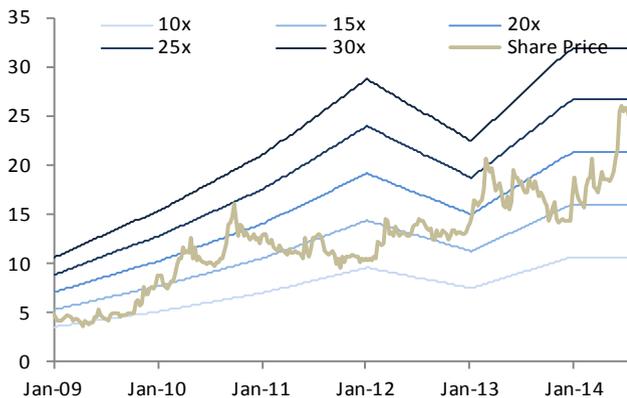
来源: 招商证券(香港)

布局土壤修复，延伸业务领域

增资上田环境，布局土壤修复。公司以自有资金1327万元增资上田环境，增资完成后，东江环保将持有上田环境10%的股权。上田环境拥有江苏省环境污染治理（污染土壤修复、污染水体修复）甲级资质和丰富工程实操经验，具备一定技术实力和成熟项目经验，2013年上田环境实现营业收入1569.万元。本次增资有助于双方在土壤修复领域的进一步合作，有利于东江环保快速的积累土壤修复领域的技术积累和项目运营经验。

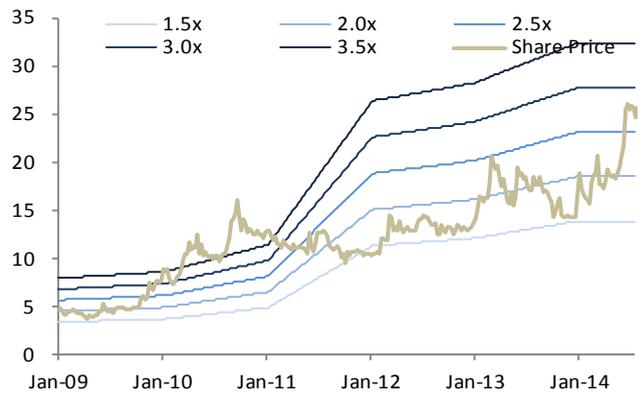
土壤修复市场值得期待。尽管土壤修复市场目前尚未启动，需求的爆发仍需等待。但是，目前国内治理土壤污染已经迫在眉睫，根据《全国土壤污染状况调查公报正式公布》发布，我国土壤的污染物点位超标率达16.1%。因此，我们认为随着政策的陆续颁布的资金逐步落实，土壤修复市场值得期待。公司在土壤修复领域的积极布局为公司提供了新的业绩增长点。

图4: PE band



来源: 招商证券(香港)

图5: PB band



来源: 招商证券(香港)

附录：在建项目简介及危废处理量预测

公司主要在建项目产能及投资额统计

项目名称	建成后处理规模 kt	总投资(亿元)
危废项目		
粤北危废处理基地	550	5.3
嘉兴德达迁扩建资源循环利用项目	60	0.8
江门工业废物处理建设项目	200	1.4
合计	810	7.5
市政固废项目		
深圳罗湖餐厨垃圾处理项目	110	0.9
家电拆解回收项目		
清远废旧家电拆解及综合利用基地	80	1.9
湖北省家电以旧换新拆解处理基地	50	1.7
合计	130	3.6

来源：公司资料，招商证券(香港)

公司主要危废处理项目处理量预测

		2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
昆山昆鹏	kt	12	12	12	12	12	12	12
昆山千灯三废	kt	50	50	70	80	80	80	80
沙井基地	kt	100	100	100	100	140	240	300
惠州东江	kt		35	40	40	40	40	40
广东省危废示范中心	kt		80	80	80	100	100	100
韶关绿然	kt					60	240	550
龙岗区工业危险废物处理基地	kt						10	20
清远新绿	kt			21	21	40	50	80
嘉兴德达	kt			9	9	20	60	60
珠海清新	kt			10	10	10	10	10
清远拆解及综合利用废电器项目	kt			6	6	8	8	8
江门工业废物处理基地	kt						150	200
东莞恒建	kt				40	50	50	50
厦门绿洲	kt					10	20	20
合计	kt	250	277	348	398	570	1,070	1,530
%增长	%			26%	14%	43%	88%	43%

来源：公司公告，招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,767	1,627	1,270	1,397	1,892
现金	1,028	947	319	165	-36
超过三个月定存	4	2	2	2	2
预付租赁款项	32	54	60	81	128
应收贷款	207	180	272	364	577
贸易应收款项	44	53	53	53	53
其他应收款项	258	244	337	444	739
其他	452	391	563	731	1,167
非流动资产	1,343	1,641	2,285	2,585	2,751
固定资产	81	104	104	104	104
预付租赁款项	811	876	1,521	1,821	1,986
无形资产	341	539	539	539	539
其他	109	122	122	122	122
资产总计	3,110	3,267	3,555	3,983	4,643
流动负债	623	606	659	731	897
贸易应付款项	38	266	266	266	266
其他应付款项应计费用	210	158	212	283	449
应付所得税	59	38	38	38	38
其他	317	144	144	144	144
长期负债	213	212	212	212	212
可赎回可转换优先股	111	125	125	125	125
换股权衍生工具负债	102	87	87	87	87
负债合计	837	817	871	943	1,109
股本	150	226	226	226	226
股本溢价	931	855	855	855	855
储备	1,013	1,161	1,366	1,677	2,110
少数股东权益	179	208	237	281	342
其他	2,094	2,242	2,447	2,758	3,192
负债及权益合计	3,110	3,267	3,555	3,982	4,643

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	312	344	222	423	234
税前盈利	294	244	321	489	680
折旧摊销	75	93	155	200	234
财务费用	3	18	16	16	16
投资收益	-12	-36	0	0	0
经营活动现金流	-46	15	-271	-281	-697
营运资金变动	-3	10	0	0	0
其它	-256	-459	-800	-500	-400
投资活动现金流	-191	-318	-800	-500	-400
资本支出	-65	-142	0	0	0
其他投资	713	34	-49	-77	-35
筹资活动现金流	-212	138	54	72	166
发行承兑票据所得款	1,061	0	0	0	0
发行优先股所得款					
已付股息	-105	-84	-103	-149	-201
股东预支	-32	-20	0	0	0
其他	768	-82	-628	-154	-202
现金净增加额	312	344	222	423	234

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,522	1,583	2,176	2,916	4,619
营业成本	960	1,100	1,429	1,882	3,129
营业税金及附加	15	9	15	15	15
营业费用	34	38	54	73	115
管理费用	208	221	294	364	554
财务费用	3	1	16	16	16
资产减值损失	-2	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资收益	12	36	10	10	10
营业利润	316	239	378	575	800
营业外收入	19	38	0	0	0
营业外支出	2	5	0	0	0
利润总额	333	271	378	575	800
所得税	39	28	57	86	120
净利润	294	244	321	489	680
少数股东损益	27	35	29	44	61
归属于母公司净利润	267	208	293	445	619
EPS (元)	0.77	0.60	0.84	1.28	1.78

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	1%	4%	37%	34%	58%
营业利润	34%	-24%	58%	52%	39%
净利润	31%	-22%	40%	52%	39%
获利能力					
毛利率	37%	30%	34%	35%	32%
净利率	18%	13%	13%	15%	13%
ROE	13%	9%	12%	16%	19%
ROIC	11%	7%	12%	16%	20%
偿债能力					
资产负债率	27%	25%	25%	24%	24%
净负债比率	-32%	-20%	5%	9%	14%
流动比率	2.5	2.4	1.5	1.4	1.5
速动比率	2.1	1.9	1.0	0.8	0.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	1.0
存货周转率	5.9	6.5	6.4	6.6	6.3
应收帐款周转率	7.3	8.8	8.0	8.0	8.0
应付帐款周转率	7.3	10.0	10.3	10.3	10.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.77	0.60	0.84	1.28	1.78
每股经营现金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股净资产	6.0	6.46	7.05	7.95	9.20
每股股利	0.17	0.22	0.25	0.38	0.53
估值比率					
PE	26.1	33.4	23.8	15.7	11.2
PB	3.3	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	15.1	18.7	10.6	7.3	5.5
资产负债率	1%	4%	37%	34%	58%

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明: (i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828

韩国

招商证券国际首尔办事处
One IFC #2810, 23 Yeouido-dong, Yeongdeungpo-gu,
Seoul 150-876, Korea
电话: +82 2 6137 9935
传真: +82 2 6137 9930