

# 东江环保 (002672.SZ) 环保行业

评级: 买入 上调评级

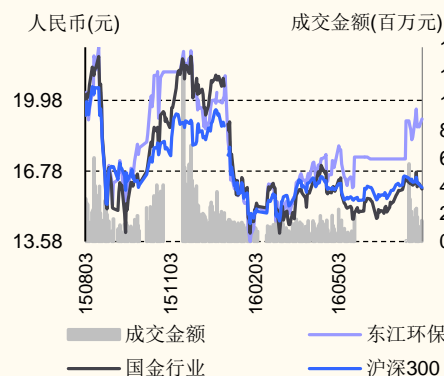
公司深度研究

市场价格 (人民币): 19.14 元  
目标价格 (人民币): 29.00-30.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	436.70
流通港股(百万股)	200.14
总市值(百万元)	16,639.97
年内股价最高最低(元)	22.39/13.58
沪深 300 指数	3176.81
深证成指	10185.48



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.723	0.383	0.581	0.705	0.911
每股净资产(元)	7.02	3.17	5.41	6.03	6.83
每股经营性现金流(元)	0.48	0.26	0.58	0.74	1.13
市盈率(倍)	48.03	52.73	31.51	25.98	20.11
行业优化市盈率(倍)	118.45	134.81	72.41	72.41	72.41
净利润增长率(%)	20.80%	32.17%	52.00%	21.28%	29.17%
净资产收益率(%)	10.30%	12.08%	11.23%	12.62%	8.64%
总股本(百万股)	347.84	869.38	869.38	869.38	869.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **危废行业进入上升期, 蓝海市场涌现淘金热:** 工业危废处理行业得益于监管收紧趋严、持续上升的市场需求、相应处置设施严重不足, 供需矛盾突出。预计随着需求爆发行业将迎来一轮快速发展期, 未来几年将有每年 40% 的市场增速。我们测算, 2020 年工业危废处理处置市场潜在规模可以达到 1200 亿左右, 相比现在的市场规模, 仍有 3 倍的市场空间有待释放。众多企业纷纷进入危废蓝海市场淘金, 出现了一波并购整合浪潮。
- **龙头地位稳固, 聚焦主业推进转型:** 东江环保作为短期内不可替代的危废产业龙头企业, 资质最全、布局最广、危废处理量最大, 2015 年公司已取得工业危废处理资质 136 万吨/年, 超过第二名 3 倍以上。公司定位以危废发展为核心, 通过剥离电废拆解等非核心业务不断聚焦核心主业。同时公司积极转型高毛利率的危废无害化处置业务, 盈利能力持续提升, 总体毛利率从 2013 年的 30.5% 提升到 2016 年 Q1 的 35.2%。
- **内生+外延产能区域双扩张, 持续高增长可期:** 随着危废行业进入“跑马圈地”阶段, 公司采用“内生自建+外延并购”的扩张模式加快抢占市场的步伐, 做强珠三角基本市场同时向长三角等地积极扩展。预计 2016 年公司危废处理产能达到 180 万吨/年, 2020 年达到 350 万吨/年 (其中无害化产能占到约 2/3), 未来 5 年产能扩张年复合增速 18% 左右, 无害化处置产能扩张年复合增速 25% 左右。未来三年公司收入高增长、业绩大提升可以期待。
- **广晟定增入主, 解决资金资源瓶颈:** 总资产 1400 亿元的广东省国企广晟资产溢价 27% 非公开受让公司股权, 标志着东江环保可能由一家民营企业转变为一家广东省国资委背景的国有企业; 此举将使东江环保与广晟资产旗下公司产生较强协同效益。同时公司出台的大范围限制性股票激励, 覆盖经营管理核心人员 300 多名, 员工利益与公司发展前景深度绑定。资金和资源瓶颈解决, 公司进入快速发展车道。

## 投资建议

- 我们看好黄金期的危废行业, 公司稳固的龙头地位, 国资入主产生协同效应解决资金资源瓶颈。预计公司 2016/2017 年 EPS 为 0.58 元/0.71 元。给予公司 2016 年 50 倍 P/E, 对应目标价 29.00 元, 给予“买入”评级。

## 风险

- 政策风险; 行业竞争风险; 规模扩张风险; 财务风险。

## 相关报告

1. 《东江环保公司点评》, 2016.4.13
2. 《大进军, 挺进江浙沪-东江环保公司点评》, 2015.11.25
3. 《业务增速符合预期, 黑天鹅事件加大风险-东江环保三季报点评: 业绩...》, 2015.11.25
4. 《坚定长期信心, 看淡短期扰动-东江环保点评: 坚定长期信心, 看淡...》, 2015.9.25
5. 《产能爆发就在眼前, 标的稀缺更显珍贵-东江环保: 产能爆发就在眼...》, 2015.9.7

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司介绍：资源化为主轴、无害化为目的废物处理企业	4
废物处理综合环境服务商	4
工业废物无害化、资源化处理为主要收入盈利来源	5
优化业务结构，盈利能力持续增强	6
危废行业起航，蓝海市场淘金	8
需求端：危废产量逐年上升，市场空间极大	8
供给端：处置能力亟待提升，资质成为关键因素	9
危废相关政策不断出台，成为重要驱动力	10
千亿规模市场尚待挖掘，淘金热带来并购整合浪潮	11
危废行业龙头：聚焦危废处置主业，内生外延双驱动提升业绩	11
龙头地位稳固：资质最全、布局最广、危废处理量最大	11
“内生自建+外延并购”，产能、区域双扩张	13
出售电废拆解业务盘活现金流，进一步聚焦主业	15
国企广晟入主，全面助力开启发展新篇章	16
国资+民营，混合所有制下资金后盾坚实、活力依旧	16
维稳、纳新、激励——团队进化三部曲奏响冲锋号	18
对接资源、协同合作，扬帆探索黄金海域	19
盈利预测与估值	20

## 图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司产业布局	5
图表 3：公司业务结构	6
图表 4：公司主营收入构成	6
图表 5：公司主营毛利构成	6
图表 6：资源化利用和无害化处置毛利率对比	7
图表 7：资源化利用和无害化处置收入增速对比	7
图表 8：公司营业收入	7
图表 9：公司净利润	7
图表 10：公司整体毛利率提升显著	7
图表 11：《固体废物污染环境防治法》确定的固废污染防治原则	8
图表 12：全国工业危废产量逐年增加	9
图表 13：2014 年全国工业危废处理情况（单位：万吨）	9
图表 14：工业危废综合利用率	9
图表 15：全国危废经营单位核准利用处置规模（单位：万吨/年）	10
图表 16：全国危废处理资质企业及处置产能	10
图表 17：大部分危废处理企业处理资质比较单一	10

图表 18: 天津港爆炸现场 .....	11
图表 19: 事件现场车辆受损严重 .....	11
图表 20: 危废行业相关政策法规不断出台 .....	11
图表 21: 危废处理企业运营资质类数 .....	12
图表 22: 危废处理企业处理产能 (单位: 万吨) .....	13
图表 23: 公司危废处理处置主要在建项目产能情况 .....	14
图表 24: 公司 2015 年外延扩张收购标的情况 .....	14
图表 25: 公司 2016 年重点项目投产情况 .....	14
图表 26: 公司危废处置产能扩张情况预测 (单位: 万吨/年) .....	15
图表 27: 产业并购基金第一期结构 .....	15
图表 28: 三家标的公司 2015 年净利润 (单位: 万元) .....	16
图表 29: 三家标的公司截止 2015 年末资产总额 (单位: 亿元) .....	16
图表 30: 广晟公司所持股份变动 .....	17
图表 31: 股份转让前东江环保股权结构 .....	17
图表 32: 股份转让后东江环保股权结构 .....	17
图表 33: 指示投票后东江环保股权结构 .....	17
图表 34: 本次非公开募集资金用途 .....	18
图表 35: 解锁条件: 扣除非经常性损益的净利润 (单位: 亿元) .....	19
图表 36: 预计股份支付费用产生的会计成本 (单位: 万元) .....	19
图表 37: 本次限制性股票的分配情况 .....	19
图表 38: 公司 2015 年营业收入地区分布 (单位: 百万元) .....	20
图表 39: 东江环保危废处置能力预测 (单位: 万吨/年) .....	20
图表 40: 东江环保非业务营业收入和毛利率预测 (单位: 百万元) .....	21

## 公司介绍：资源化为主轴、无害化为目的废物处理企业

### 废物处理综合环境服务商

- 东江环保股份有限公司创立于 1999 年 9 月，以废物资源化为主轴、无害化为目的，立足于工业和市政废物的资源化与无害化处理，配套发展环境工程及服务增值性业务，充分发挥完整产业链优势，横贯废物收集运输、资源化综合处理、无害化处理处置的完善产业链条，服务范围已延伸至餐厨垃圾、电子废弃物、土壤修复等新兴领域，2015 年本公司积极拓展了市政污水处理新领域，为客户提供的“一站式”综合环保服务能力进一步提升，有效提高综合竞争力。

图表 1：公司发展历程

1999 年	深圳市东江环保技术有限公司（东江环保股份有限公司前身）成立，专注于废物处理及资源化利用。
2003 年	在香港联交所创业板挂牌上市（股票代码 HK08230），成为国内第一家在境外上市的民营环保企业。
2005 年	入选“《福布斯》2005 中国潜力 100 榜”；东江环保被确定为“国家第一批循环经济试点单位”；与法国威立雅集团共同建设广东省首个危险废物综合处理示范中心。
2006 年	以涨幅 243% 的成绩位居胡润榜“2006 最有投资价值的海外上市公司”第五名。
2007 年	东江环保跨出工业领域，拓展填埋气综合利用、生活垃圾、市政污泥、餐厨垃圾、电子废弃物等领域。
2012 年	东江环保首次公开发行 A 股股票并于深交所上市，股票代码 SZ002672。
2013-2014 年	东江环保大力拓展无害化处置业务，加快全国性布局，扩张至福建、江西、安徽、新疆等地区。
2015 年	进入河北、湖北、山东市场，加速全国扩张；拓展市政污水处理新领域

来源：公司网站、国金证券研究所

- 作为极具规模的行业领跑者，公司每年废物综合利用与处理处置能力逾 300 万吨；具备 46 类危险废物经营资质，每年处理危险废物超过 100 万吨。
- 东江环保下设近 50 个分子公司，逐步形成了覆盖泛珠江三角洲、长江三角洲及中西部地区的以工业及市政废物无害化处理及资源化利用为核心的产业布局。业务网络覆盖中国珠江三角洲、长江三角洲和西南地区等 20 余城市、20 余个行业，客户超过 2 万家。

图表 2：公司产业布局



来源：公司网站、国金证券研究所

### 工业废物无害化、资源化处理为主要收入盈利来源

- 公司主要经营的业务包括工业危险废物处理（包括资源化利用和无害化业务）、市政废物处理处置及再生能源利用业务、环保服务业务。之前主营的业务还有废旧家电拆解，2016年4月公司以7亿出售三家家电拆解子公司给桑德，剥离了相关业务。

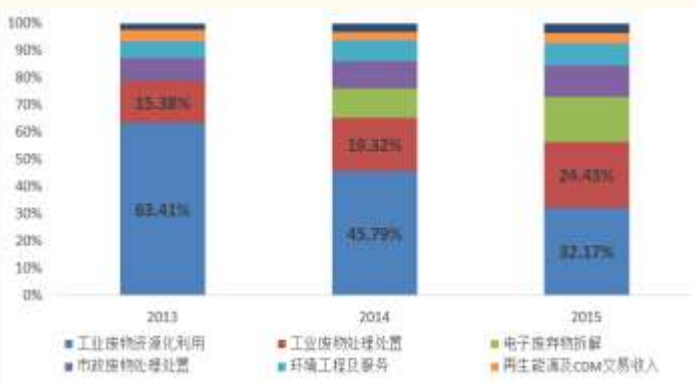
图表 3：公司业务结构



来源：公司公告、国金证券研究所

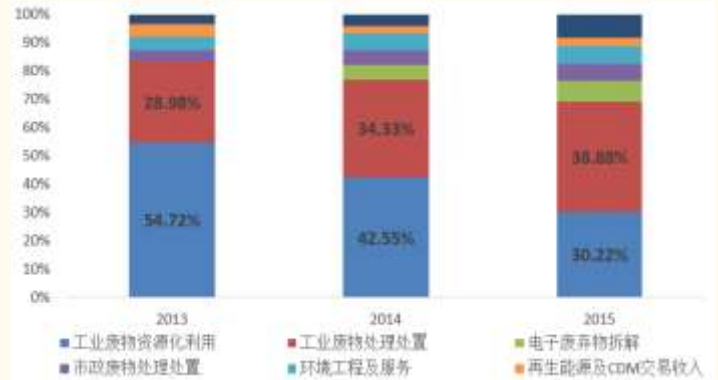
- 从公司的主营收入和毛利的构成来看，工业废物无害化、资源化处理为主要收入盈利来源。在 2013 年，工业废物资源化利用和工业废物处理处置两项业务就占到了公司营业收入的 78.79%、毛利的 83.70%，随着公司逐步发展多元化业务，在 2015 年两项业务营收占比依然保有 56.60% 的份额、毛利占比 69.10%。工业废物无害化、资源化处理是公司的绝对核心业务。

图表 4：公司主营收入构成



来源：wind、国金证券研究所

图表 5：公司主营毛利构成



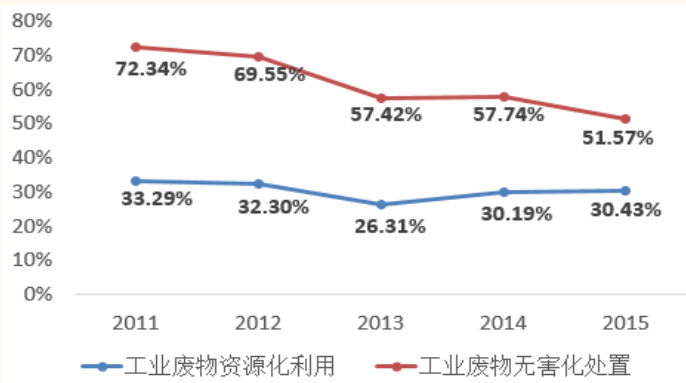
来源：wind、国金证券研究所

### 优化业务结构，盈利能力持续增强

- 公司拥有对危废的一站式环境服务，通过收集运输，对危险废物进行分类后，可选择进行资源化和无害化处理处置。工业废物资源化处理业务容易受到有色金属交易价格波动的影响，而且毛利率相比无害化处置低很多。从 2013 年开始，公司开始优化业务结构，加大工业无害化处置业务的拓展，进行业务升级和战略转型。到 2015 年，公司转型推进顺利，毛利构成上无害化处置占比 38.88% 首次超过资源化利用的 30.22%。

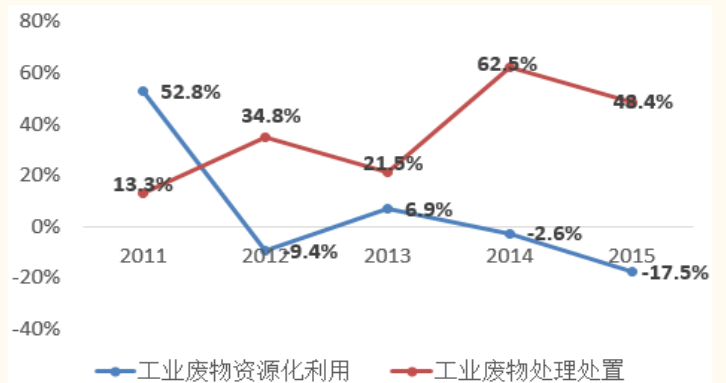
2015 年公司已取得工业危废处理资质达 136 万吨/年，其中，填埋、焚烧、物化等工业危废无害化（“无害化”）处置能力达 65 万吨/年，占本公司可处理工业危废处理能力约 48%。预计到 2020 年公司无害化产能占比达到约 2/3，毛利率维持在 50% 的水平。公司的长期目标是危废资源化利用业务占比要下降至 30% 以下，综合服务管理将达 70% 以上。

图表 6: 资源化利用和无害化处置毛利率对比



来源: wind、国金证券研究所

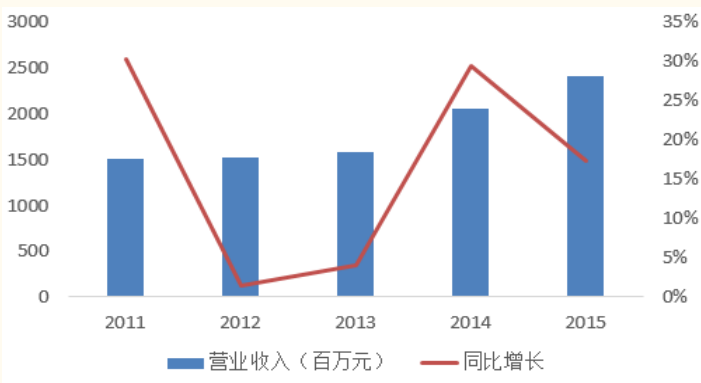
图表 7: 资源化利用和无害化处置收入增速对比



来源: wind、国金证券研究所

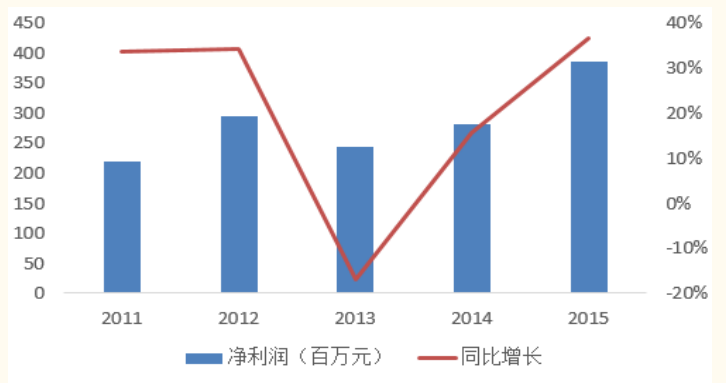
- 随着公司业务结构逐步优化, 盈利能力也在持续增强。过去 5 年公司主营收入和利润稳步增长, 2015 年营业收入同比增长 17.33%, 净利润却大涨 36.52%, 盈利能力的提升显而易见。公司总体毛利率从 2013 年的 30.5% 提升到 2016 年 Q1 的 35.2%。预计随着公司的业务结构进一步优化, 盈利有望达到更高水平。

图表 8: 公司营业收入



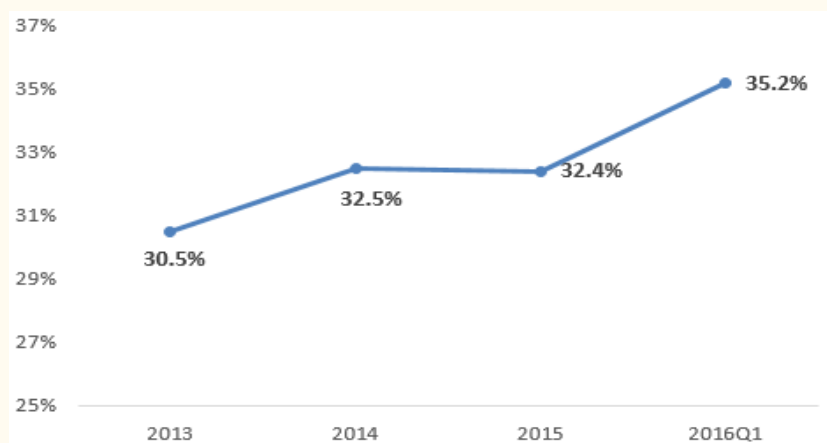
来源: wind、国金证券研究所

图表 9: 公司净利润



来源: wind、国金证券研究所

图表 10: 公司整体毛利率提升显著



来源: wind、国金证券研究所

## 危废行业起航，蓝海市场淘金

### ■ 危险废物 (Hazardous waste)

- 根据《中华人民共和国固体废物污染防治法》的规定，危险废物是指列入国家危险废物名录或者根据国家规定的危险废物鉴别标准和鉴别方法认定的具有危险特性的废物。
- 根据《国家危险废物名录》的定义危险废物为：
  - 具有下列情形之一的固体废物和液态废物，列入本名录：
    - (一) 具有腐蚀性、毒性、易燃性、反应性或者感染性等一种或者几种危险特性的；
    - (二) 不排除具有危险特性，可能对环境或者人体健康造成有害影响，需要按照危险废物进行管理的。

环保部联合国家发改委、公安部发布 2016 年版《国家危险废物名录》将大类品种优化缩编，但细化子类品种，更加符合工业生产实际情况，增加了可执行性。原名录中 49 大类 400 种危险废物调整为 46 大类 479 种，新增的 79 类主要是对 HW01 医疗废物、HW11 精(蒸)馏残渣和 HW50 废催化剂类废物的细化。

### 需求端：危废产量逐年上升，市场空间极大

- 工业固体废物可以分为一般工业废物和工业危险废物两类。一般工业废物可以分为综合利用(资源化利用)、贮存(暂时无法处理的工业固体废物会被贮存)、处置、倾倒丢弃四种处理方式，工业危废由于其危险特性，不能采用倾倒丢弃的处理方式。处置的特点是可以最大限度地实现无害化、减量化、资源化(固废污染防治原则)，是最环保安全的方法。

图表 11:《固体废物污染环境防治法》确定的固废污染防治原则

减量化	清洁生产：最大限度地减少固废的产生量
资源化	综合利用：使有利用价值的固废变废为宝，实现资源的再循环利用
无害化	安全处置：对无利用价值的固废的最终处置(焚烧和填埋)

来源：环保部、国金证券研究所

- 工业危废产量居于高位不断增长，实际产量可能远大于统计数据。随着我国工业化水平的不断提升，工业危废产量呈逐年快速上升的趋势。从 2006 年到 2015 年我国工业危废产量年复合增长率 12% 左右，根据最新统计，2015 年我国工业危废产生量达到 4220 万吨，同比增长 16.13%。2014 年全国工业危险废物产生量 3633.5 万吨；其中综合利用量 2061.8 万吨，贮存量 690.6 万吨，处置量 929.0 万吨，全国工业危险废物综合利用处置率(综合利用+处置)为 81.2%。

但事实上，全国产生的工业危废产量远大于实际统计公布的数量。在 2011 年环保部改变过一次申报口径(2011 年之前申报口径是一年产生危废 10 千克以上的纳入统计，2011 年开始则是一年产生危废 1 千克就要纳入统计)，当年产量便大增 120%。2007 年《第一次全国污染源普查公告》统计的我国危险废物产量即达到 4574 万吨，是当时官方年鉴统计的 4 倍。根据相关专家测算，2015 年全国实际产生的危废数量在 1 万亿吨左右。



图表 12: 全国工业危废产量逐年增加



来源: 环保统计年鉴、国金证券研究所

**供给端: 处置能力亟待提升, 资质成为关键因素**

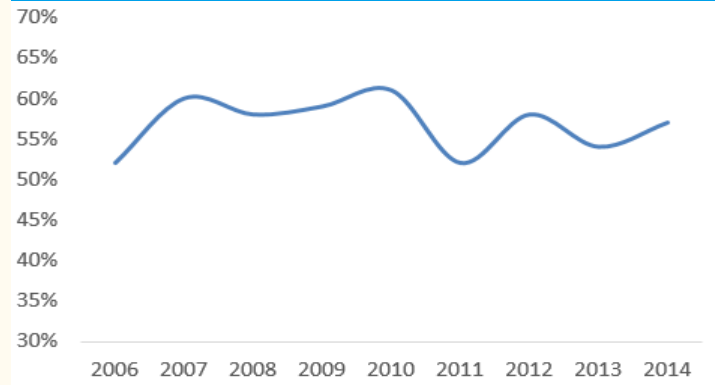
- 工业危废综合利用率一直徘徊在 60%左右, 2014 年我国危废处置率仅有 24.4%, 综合利用处置率 (综合利用+处置) 为 81.2%。但这个数字不太准确, 一般认为综合利用处置率真实数字在 30%-40%左右。

图表 13: 2014 年全国工业危废处理情况 (单位: 万吨)



来源: 环保部、国金证券研究所

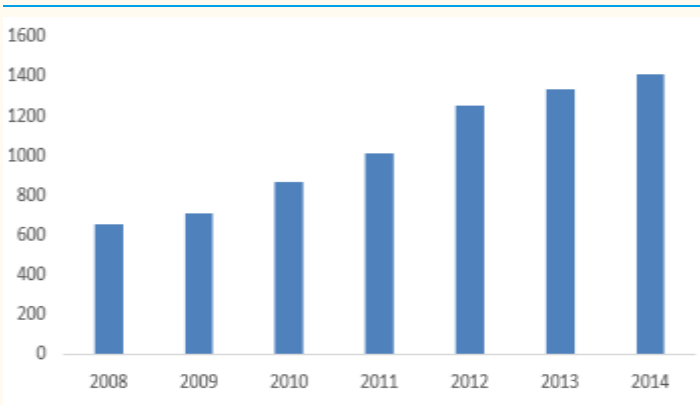
图表 14: 工业危废综合利用率



来源: 环保统计年鉴、国金证券研究所

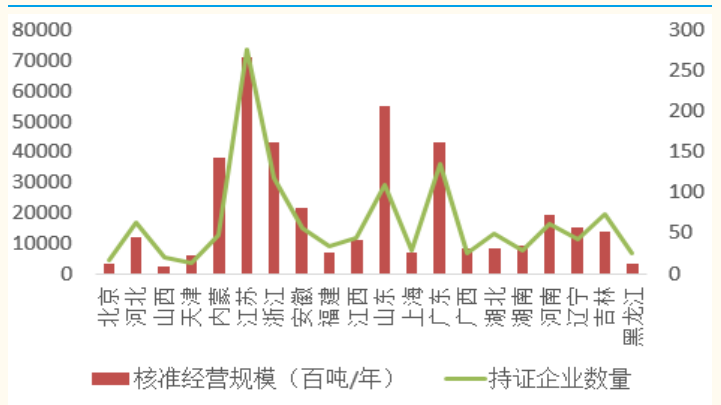
- 我国的工业危废行业仍处于发展的初级阶段, 与巨量的工业危废产量不匹配, 呈现“散、小、弱”特征, 危废处理能力亟待提升。
  - 散: 截止 2014 年, 我国持危险废弃物经营许可证的企业数量为 1850 家, 平均每家处理量仅不到 1.5 万吨, 呈现较强的分散性特征; 主要原因是危废运输技术不够成熟, 远距离运输风险较大, 行业格局有待整合。
  - 小: 2014 年全国危险废弃物经营单位核准利用处置规模已达到 4304 万吨/年, 但实际经营规模仅 1406 万吨, 产能利用率低, 而据估计实际上 2014 年全国接近 8000 万吨的危废处理需求, 因此产能相对较小, 缺口很大。

图表 15: 全国危废经营单位核准利用处置规模 (单位: 万吨/年)



来源:《2015年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》、国金证券研究所

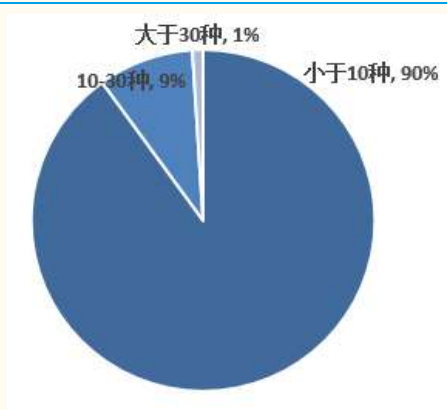
图表 16: 全国危废处理资质企业及处置产能



来源: 环保部、环保厅、国金证券研究所

- 弱: 大部分工业危废处理企业技术、资金较弱, 处理资质比较单一, 90%的企业经许可处置的危险废物种类都小于 10 种。

图表 17: 大部分危废处理企业处理资质比较单一



来源: 环保部、环保厅、国金证券研究所

- 我国危废处理处置行业实行许可证制度, 成为危废行业最大的壁垒。大中城市的危废许可证不断发放, 到 2014 年达 1921 份。但在已经颁发的危废许可证中, 无害化处置资质占比很小。即便在非常发达的江浙地区, 无害化资质占比也仅在 5% 左右。另一方面, 在资质申请上, 对项目用地和环评的要求很高, 因此危废资质的申请流程比较漫长, 一般在 3-5 年的时间。种种因素推动无害化资质成为行业内的稀缺资源。

**危废相关政策不断出台, 成为重要驱动力**

- 随着环境问题日益恶化, 成为国家关注的一个重点, 特别是 2008 年环保部的成立更体现了国家对相关问题的重视。尤其是工业危废具有的的危险特性, 如果处理不当, 将造成重大人员和财产损失。天津港爆炸事件就是上述文字的集中体现, 影响十分恶劣。

图表 18: 天津港爆炸现场



来源: 网络资料、国金证券研究所

图表 19: 事件现场车辆受损严重



来源: 网络资料、国金证券研究所

近年来, 危废相关政策正在不断出台, 预计随着天津港事件政府加大对危废处理的执法和监管力度, 政策出台速度将进一步加快, 成为推动我国危废行业快速发展的重要驱动力。

图表 20: 危废行业相关政策法规不断出台

2004	《固体废物污染环境防治法》
2007	《危险废物经营许可证管理办法》
2008	《国家危险废物名录》
2012	《“十二五”危险废物污染防治规划》
2013	《危险废物转移联单管理办法》
2016	《土壤污染防治行动计划》 新版《国家危险废物名录》

来源: 国金证券研究所

### 千亿规模市场尚待挖掘, 淘金热带来并购整合浪潮

- 预计随着未来 5 年内行业的不断整合, 综合利用处置率有望得到提升。假设未来 5 年内, 工业危废产量复合增长率 12%, 2020 年综合利用处置率提升到 85%左右, 以危废平均处置价格为 2000 元/吨测算, 2020 年工业危废处理处置市场潜在规模可以达到 1200 亿左右。而 2014 年我国工业危废处置及综合利用市场规模仅仅 401 亿元, 有 3 倍的市场空间有待释放。
- 从总体来看, 近几年来, 工业危险废物处理行业得益于监管政策的不断加严, 市场需求剧增, 相应处置设施严重不足, 供需矛盾突出, 行业将迎来一轮快速发展期。需求爆发以后, 市场增速会更快, 行业预计约 40%左右的增速。

由于既有的行业格局和行业自身的快速发展, 众多企业纷纷进入机会无限的危废行业淘金, 出现了一波并购整合浪潮。2015 年 4 月, 启迪科服、清华控股等认购启迪桑德 29.80%的股权; 2016 年 5 月, 常州产业投资集团认购维尔利 3.68%的股权; 6 月, 广晟集团溢价 20.27%收购危废龙头东江环保股权; 7 月, 金禾创投认购 1.26%雪浪环境的股权。

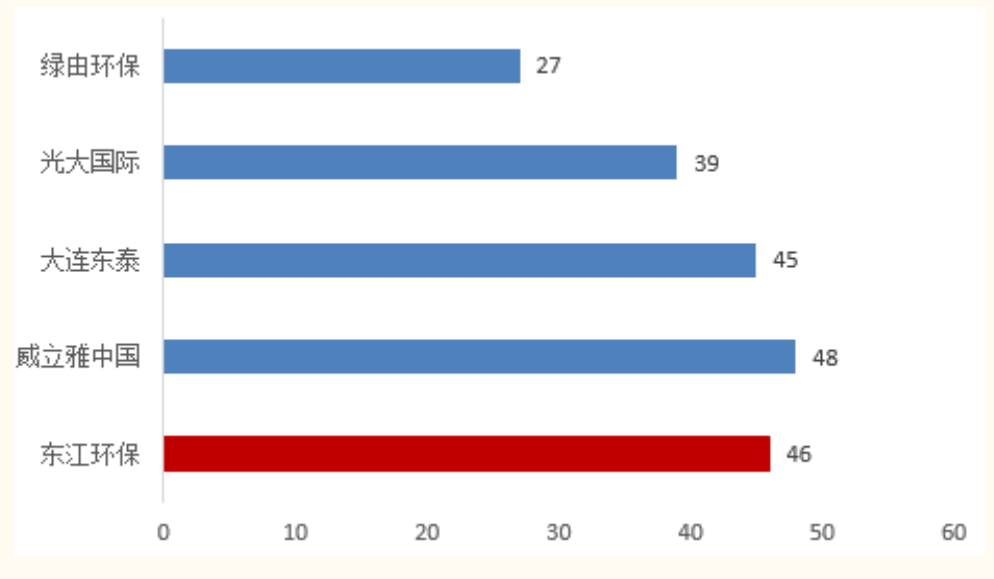
### 危废行业龙头: 聚焦危废处置主业, 内生外延双驱动提升业绩

- 公司定位以危废发展为核心的业务, 不断聚焦核心主业, 其中重点拓展工业废物无害化业务。因为其收益高, 市场空间巨大, 危险废物处理和资源化利用业务具备特殊性和高壁垒, 在环保产业发展前景广阔和盈利水平可观。

龙头地位稳固: 资质最全、布局最广、危废处理量最大

- 危废是环保为数不多的高景气细分行业，在行业内东江环保资质最全、布局最广、危废处理量最大，作为短期内不可替代的危废产业龙头企业，是危废“减量化、资源化、无害化”全产业链稀缺上市标的。
  - 资质最全：工业危废处理行业具有准入高壁垒、技术要求高、建设周期长等特点，经营资质变得尤为重要。目前本公司已具备处理国家危险废物名录中除 HW10 多氯联苯（溴）类废物、HW15 爆炸性废物、HW29 含汞废物之外的 49 种大类（根据 2008 年危废名录旧版本）中的 46 类危废经营资格，在行业内具有明显的优势，仅次于威立雅中国的 48 大类。

图表 21：危废处理企业运营资质类数

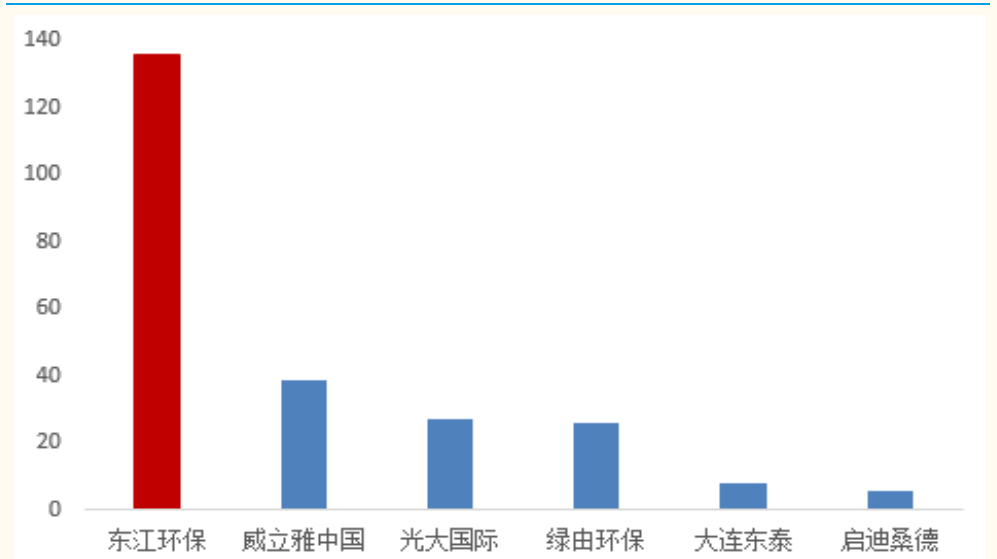


来源：各公司网站、国金证券研究所

- 布局最广：公司已拥有近 60 家子公司，并形成了覆盖泛珠江三角洲、长江三角洲及中西部地区的以工业及市政废物无害化处理及资源化利用为业务核心的产业布局，形成立足广东、覆盖长三角和华中、辐射全国的市场布局，占据了最为核心的工业危废市场。
- 危废处理量最大：2015 年公司已取得工业危废处理资质达 136 万吨/年，较 2014 年增长 89%。其中，填埋、焚烧、物化等工业危废无害化（“无害化”）处置能力达 65 万吨/年，较去年同期增长约 240%。公司的危废处理资质约占我国工业危废处理量的 16%，远远超过其他竞争对手，占据的优势十分明显。

公司已经获取资质比第二名超过 3 倍以上。现在行业资本进入和跨界整合比较多，新的竞争格局会形成。危废处置对技术、经验、标准等要求很高，需要长期积淀。公司从事危废行业近 20 年，在管理理念、技术人才储备等有一定先发优势。

图表 22: 危废处理企业处理产能 (单位: 万吨)



来源: 各公司网站、国金证券研究所

#### “内生自建+外延并购”，产能、区域双扩张

- 随着危废行业进入上升通道，全国各地都处于为了妥善处理本地危废而处于快速新建、扩增产能的投资期，主要危废处理企业纷纷开始扩张，整个行业进入“跑马圈地”的阶段。为了尽快抢占市场，东江环保除了新建危废处理产能之外，也同时并购目标地区的原有产能，并加以改造和扩建，即采取“内生自建+外延并购”相结合的扩张模式。这种模式有助于提升东江环保在危废行业的市场占有率，进一步巩固行业的龙头地位，同时带来相关的收入增长和业绩提升。
- **内生自建：**公司的各个在建项目稳步推进，预计将新增 50 万吨/年左右的新产能，建成后公司将迎来产能释放期。今年年底目标是 180 万吨总资质量，其中无害化 80 多万吨，未来无害化会占更大比重。但产能会有调试期，可预估达 60%-70%的达产率。

江西固废中心项目已于 2016 年 2 月取得焚烧资质 1.5 万吨/年，为本公司进一步扩展广东省及江西省区域工业废物收集及无害化处理市场奠定基础。沿海改扩建工程，在今年都能建成。珠海永兴盛等项目也是以提升无害化的产能为指引，因此无害化产能会大幅提升，无害化的产能相对于资源化具有较快的提升空间。预计未来三年达到 40%-50% 的提升，达产率能达到 70%。山东省的固废的发展也会加速布局，辐射出其他业务。福建的项目也在正常推进和运营，之前提出的产能目标有把握达标。

图表 23: 公司危废处理处置主要在建项目产能情况

项目名称	新增产能(万吨/年)
粤北危废基地	25.40
江西省工业固废处置中心	8.60
南通惠天然填埋场	2.00
江苏沿海固废基地	2.39
惠东威危废处理中心	8.30
珠海永兴盛	2.00
仙桃绿怡	3.78
<b>合计</b>	<b>52.47</b>

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 外延并购:** 上市公司通过资金优势进行并购, 实现异地扩张, 是行业集中度提升的大趋势, 相比自建扩张产能成本更小、进度更快。公司在 2014 年先后并购沿海固废、厦门绿洲、克拉玛依沃森、江西康泰, 2015 年成功并购 10 个标的 (含绿源水务), 投资额近 12 亿元, 其中危废处置企业 8 个, 投资 7.9 亿元, 新增无害化资质近 12.6 万吨/年, 新增资源化资质约 5.6 万吨/年。

图表 24: 公司 2015 年外延扩张收购标的情况

被收购公司名称	投资金额(亿元)	持股比例
湖北天银循环经济发展有限公司	0.74	60.00%
永兴盛环保工业废弃物回收综合处理有限公司	2.20	80.00%
仙桃绿怡环保科技有限公司	0.41	55.00%
衡水睿韬环保技术有限公司	0.85	85.00%
浙江江联环保投资有限公司	0.76	60.00%
江苏如东大恒危险废物处理有限公司	1.00	100.00%
南通惠天然固体废物填埋有限公司	1.50	100.00%
江苏东恒空港高新技术产业园有限公司	0.45	56.25%
<b>合计</b>	<b>7.90</b>	

来源: 公司公告、国金证券研究所

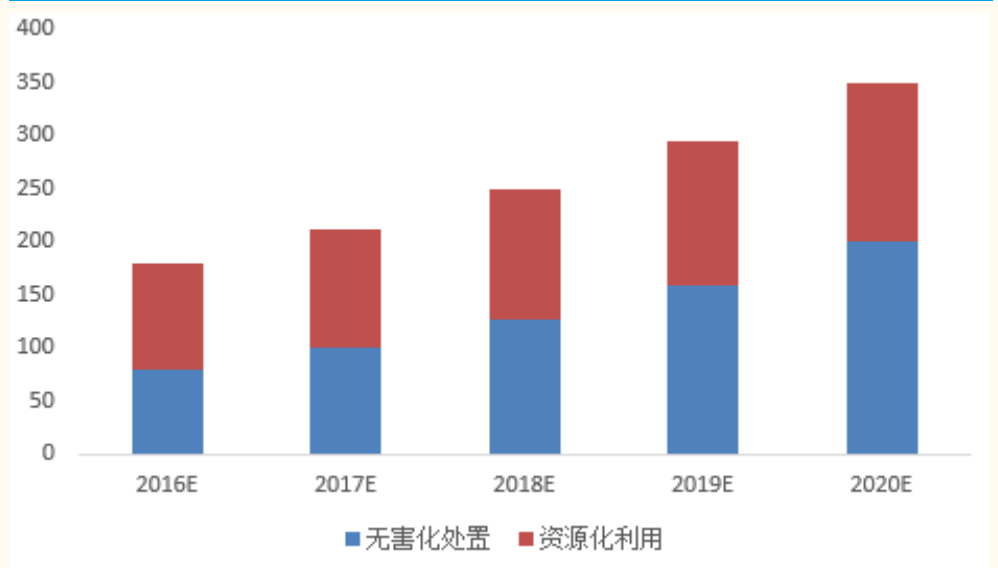
图表 25: 公司 2016 年重点项目投产情况

江西项目	2016 年处置能力将达 8.6 万吨/年 (无害化 5 万吨/年, 资源化 3.6 万吨/年) 并投入运营
沿海固废	2016 年第三季度焚烧处置能力从 1 万吨/年逐步调整到 3 万吨/年焚烧能力, 其中物化 4.5 万吨, 计划今年底全部建成, 未来整体规划是 8 万吨/年
如东大恒	目前 1 万多吨/年焚烧进入稳定状态, 一期 6,000 吨焚烧还在改造状态, 2016 年焚烧规模将达 1.9 万吨/年
南通惠天然	预计 2016 年 6 月底填埋项目建成, 今年会贡献比较多利润, 该项目起来后, 公司在华东地区产业链条完整
华鑫项目	正在调试状态, 2016 年下半年新增量会有所体现
珠海永兴盛	预计第三季度 1 万吨焚烧设施建成并拿到运营资质, 第四季度发挥作用
韶关项目	焚烧项目 (0.95 万吨/年) 近期在做点火前的准备工作 (未来将进一步增至 2 万吨/年), 含锌废物处理 (8 万吨/年), 第二季度会进入生产阶段; 物化设施基本建好, 待焚烧项目投产后同步运行; 填埋目前正在做合法性论证, 通过后半年内即可建成; 预计今年年底项目建成
衡水睿韬	目前是 9,600 吨/年焚烧, 并新增 2 万吨/年焚烧 (1 台炉子), 年底焚烧将达 3 万吨/年, 未来将新增物化 5 万吨/年
山东潍坊	进展顺利, 今年年底第一期 2 万吨/年建成
东江威立雅	已经获得 3 万吨/年焚烧扩建环评批复, 会加大建设力度, 预计 2017 年上半年投入运营

来源: 公司官网、国金证券研究所

- 区域扩张方面：公司通过收购包括江联环保、如东大恒及南通惠天然等项目，深化长三角地区工业危废产业布局，提高华东区业务协同效应。同时公司积极打牢在珠三角的既有市场，向京津冀地区适度扩张，向着“**夯实珠三角、做大长三角、谋篇京津冀、中部市场**”的战略大步迈进。
- 通过一系列内生外延扩张，公司 2016 年产能在危废处置能力会在 2015 年的基础上，增加 30% 的新增量，达到 180 万吨总资质量，其中无害化 80 多万吨；2015 年 136 万吨/年的产能在 2016 年会陆续投产，综合达产率预计达 60%，其中无害化达 75%（约 50 万吨/年）。2020 年公司资质量预估达到 350 万吨（其中无害化处置 200 万吨），目标覆盖全国的范围，未来 5 年产能扩张年复合增速 18% 左右，无害化处置产能扩张年复合增速 25% 左右。

图表 26：公司危废处置产能扩张情况预测（单位：万吨/年）



来源：国金证券研究所

- 设立并购基金，为外延扩张提供资金支持。公司与国安基金、汇海远方合作设立产业并购基金，由国安基金牵头设立，总规模 30 亿，主要用于投资环保产业优质资产。第一期基金规模 12 亿，公司向并购基金认缴 2 亿劣后级资金，撬动 5 倍杠杆，国安基金、汇海远方负责引入优先级资金出资方，认缴 10 亿。

图表 27：产业并购基金第一期结构

出资方名称	资金类别	认缴出资金额
东江环保	劣后级	2 亿
优先级资金出资方	优先级	10 亿
合计		12 亿

来源：公司公告、国金证券研究所

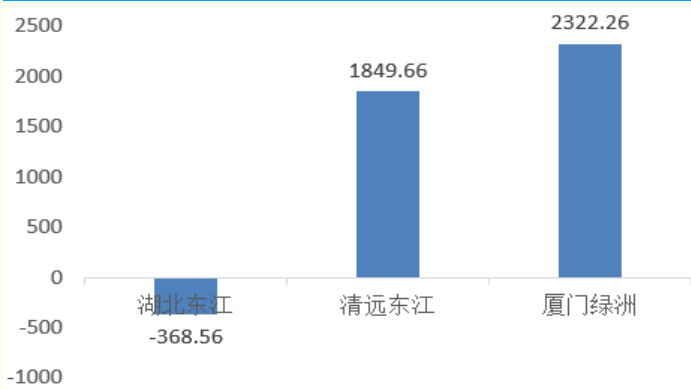
设立产业并购基金为公司的并购扩张提供了有力的资金支持，同时借助国安基金及汇海远方专业投资机构的丰富经验，公司在长三角、京津冀外延发展有望进一步加速。

#### 出售电废拆解业务盘活现金流，进一步聚焦主业

- 东江环保 2016 年 4 月 12 日晚间发布公告，公司与桑德（天津）再生资源投资控股有限公司签订股权转让协议，拟以 3.8 亿元转让全资子公司湖北东江环保有限公司及清远市东江环保技术有限公司 100% 股权。同时，

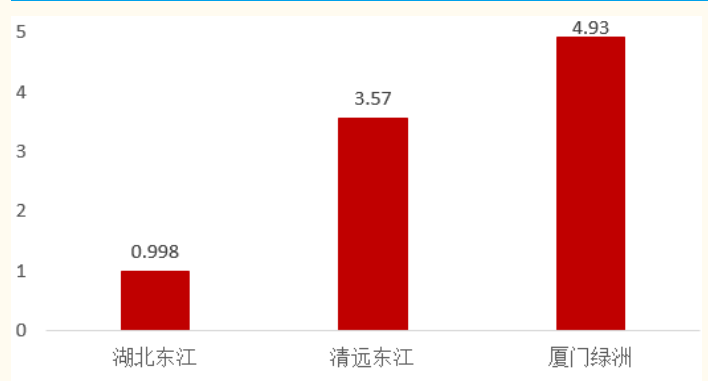
公司与桑德天津、北京新易资源科技有限公司以及厦门绿洲环保产业股份有限公司（公司持有 60% 股权）其余股东签署合作框架协议，拟以 3.2 亿元转让厦门绿洲旗下废弃电器电子产品处理及“城市矿产”项目有关的资产及业务。湖北东江和清远东江均主营废弃电器、电子产品等处理及综合利用，而厦门绿洲则主营危险废物治理和废弃电器电子产品处理等业务。本次转让中，厦门绿洲的危险废物治理业务仍然保留。

图表 28：三家标的公司 2015 年净利润（单位：万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 29：三家标的公司截止 2015 年末资产总额（单位：亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 出售电子废气物拆解业务，将为公司带来共 8.2 亿元现金流，包括湖北及清远东江 3.8 亿元股权转让款+2.48 亿元子公司借款+厦门绿洲电废拆解业务资产 1.92 亿元交易对价，使得公司有更多资金和精力聚焦危废主业，夯实公司成长基础。
- 我们预计公司每年实施扩张对于资金的需求约 20 亿，出售非核心资产盘活**的现金流+并购基金+稳定的经营性现金流**，充分保障了资金需求，为公司整个的扩张战略奠定了坚实的基础。

### 国企广晟入主，全面助力开启发展新篇章

#### 国资+民营，混合所有制下资金后盾坚实、活力依旧

- 2016 年 5 月 23 日，公司发布停牌公告，为引入战略投资者做准备。公司 6 月 16 日公告，广东省广晟资产经营有限公司（后简称“广晟公司”）与公司实际控制人张维仰先生签署《股权转让协议》，将张维仰所持公司 60,682,871 股股份转让给广晟公司。此次股权转让价格为 22.126 元/股，较停牌前 20 个交易日成交均价（17.02 元/股）溢价 30%。此番股权转让完成后，广晟公司持有东江环保 6.98% 的股份。

公司 7 月 15 日复牌并发布系列公告，通过指示张维仰先生投票，广晟公司获得张维仰持有的 61,030,624 股股份对应的表决权，合计将可实际支配公司表决权所对应的股本占公司总股本比例约为 14%，成为可支配公司最大单一表决权的股东。广晟公司已向公司董事会提名董事，若其最终获得公司董事会多数席位，则公司的实际控制人将变更为广东省国资委，广晟公司成为公司控股股东。此外，广晟公司将以不超过募集资金总额 20 亿元的总价款全额认购公司本次非公开发行的 A 股股票（总股数不超过 1.5 亿股），届时广晟公司可实际支配公司表决权所对应的股本占公司总股本比例可能超过 20%，但预计不超过 30%。



图表 30：广晟公司所持股份变动



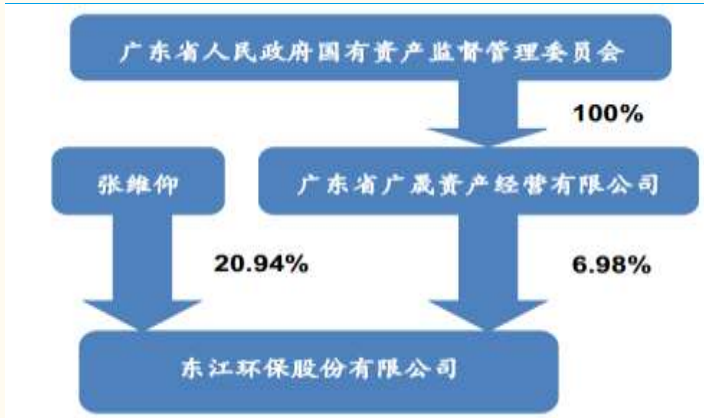
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 31：股份转让前东江环保股权结构



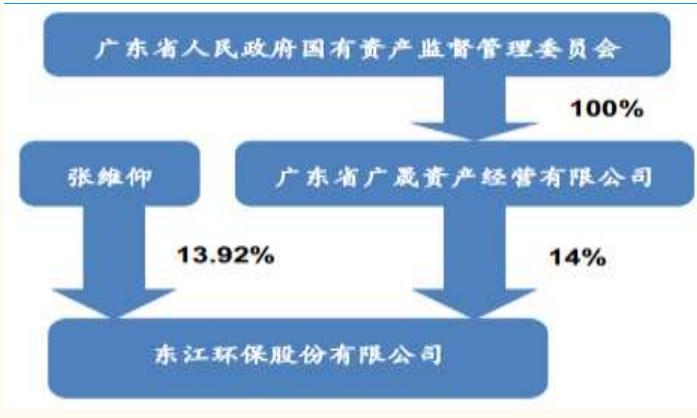
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 32：股份转让后东江环保股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 33：指示投票后东江环保股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

公司 7 月 15 日复牌并发布系列公告，通过指示张维仰先生投票，广晟公司获得张维仰持有的 61,030,624 股股份对应的表决权，合计将可实际支配公司表决权所对应的股本占公司总股本比例约为 14%，成为可支配公司最大单一表决权的股东。广晟公司已向公司董事会提名董事，若其最终获得公司董事会多数席位，则公司的实际控制人将变更为广东省国资委，广晟公司成为公司控股股东。此外，广晟公司将以不超过募集资金总额 20 亿元的总价款全额认购公司本次非公开发行的 A 股股票（总股数不超过 1.5 亿股），届时广晟公司可实际支配公司表决权所对应的股本占公司总股本比例可能超过 20%，但预计不超过 30%。

- 本次公司募集资金的主要目的为推进危废在建项目进度、补充流动资金和偿还银行贷款。本次非公开发行募投的七大项目合计处置能力约达 80 万吨/年，投资回收期在 7.07-9.67 年之间，内部收益率在 10.29%-13.65%之间，将有利于加大对江西、山东、河北、福建等优质市场的开发力度，进一步加强公司在全国范围内的市场开拓和业务布局，提升跨区域市场整合能力；流动资金的补充为公司打造完整业务链的全能固废处理环保服务平台提供了资金保障；偿还银行贷款将进一步优化公司资产负债结构，增强后续融资能力，有利于提升公司盈利能力。

**图表 34：本次非公开募集资金用途**

单位：万元			
序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投入金额
1	江西固废处置中心项目	71,851.21	49,655.00
2	潍坊工业固废资源化及无害化项目	36,518.00	33,100.00
3	沿海固废扩建工程	23,000.00	14,839.00
4	南通惠天然固定废物填埋场项目	16,700.00	8,040.00
5	衡水睿韬固废处置及资源综合利用扩建项目	10,700.00	9,416.00
6	东莞恒建改扩建项目	9,900.00	7,584.00
7	珠海永兴盛废物焚烧综合处理项目	9,500.00	7,366.00
	<b>合计</b>	<b>178,169.21</b>	<b>130,000.00</b>
8	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
9	偿还银行贷款	40,000.00	40,000.00
	<b>总计</b>	<b>248,169.21</b>	<b>200,000.00</b>

来源：公司公告、国金证券研究所

- 广晟公司是大型国有骨干企业，资产总额近 1400 亿。在入主东江环保前是境内 5 家上市公司（中金岭南、广晟有色、风华高科、佛山照明、国星光电）的实际控制人、中国电信第二大股东，资金实力雄厚，产业及社会资源丰富。主要产业板块包括矿业、电子、工程地产和金融。

在国有企业陷入瓶颈期的大背景下，广晟公司看准环保产业积极转型升级。环保产业发展空间巨大，广晟公司的矿业、电子等业务与环保具有良好的协同作用，且广晟公司 2014 年与德国欧绿宝合作在香港成立的欧晟公司与东江环保存在较大的合作空间，加之东江环保作为危废处理行业龙头企业，潜力巨大，两方合作可谓互利共赢。

- 在混合所有制的优势下，广晟公司入主东江环保将推动公司进入一个新的发展阶段，支撑公司在更大规模的平台上扩大业务规模，提升经营业绩，提高盈利能力，进而提高公司市值，有效实现国有资产的保值增值，由广晟公司控股后经营业绩显著提升的佛山照明和国星光电可作为成功案例。

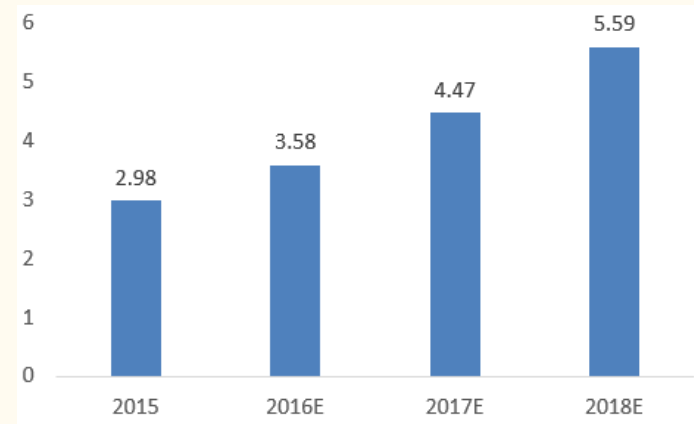
环保行业前景广阔，中小企业众多，长三角地区市场竞争尤其激烈，东江环保面临较大的市场整合空间。3 月 22 日公司与国安基金、汇海远方签订协议拟合作设立东江环保产业并购基金，主要用于投资环保产业领域内的优质企业及资产。并于 3 月 29 日与华融控股签订协议拟发起设立与公司主营业务相关的环保项目的专项并购基金。广晟公司管理中的产业基金有 300 亿的规模，不仅可以起到体外环保产业孵化的作用，还可以为东江环保的并购基金运营提供借鉴。此外，广晟公司的国资支撑和银行融资基准利率下浮等融资优惠对东江环保日后的并购有很大帮助。

#### 维稳、纳新、激励——团队进化三部曲奏响冲锋号

- 东江环保今天的成就离不开公司团队的精诚配合和专业判断，广晟公司十分重视东江环保原有管理团队，整体管理体系不会发生重大变化，总裁领导下的经营班子稳定不变，原则上将保留现有管理团队人员。同时广晟公司将合理履行股东的权利和义务，并保持东江环保作为上市公司的独立性。加之广晟公司对公司原有规划和战略非常认可，决策上不会发生冲突，将保证东江环保的运作效率和此番股权变动过渡期的顺利进行。
- 广晟公司本身聚集了大量的优秀人才，具备行业领域资深的从业经验，此番广晟公司推选了法律、金融、对外关系等方面的专家作为公司董事，为董事会注入了营养和新鲜血液。同时广晟公司将在经营层派驻副总，为管理层带来强大后盾支持。1+1>2，我们认为两个优秀团队的结合不仅留存了原班人马的经营经验，还提升了政府资源方面的管理优势，有望迸发出创新火花。
- 公司 7 月 15 日公告，2016 年限制性股票激励计划（草案）出炉，拟以 8.43 元/股授予核心员工 349 人（占公司目前在册员工总数的 8.71%）不

超过 2000 万股股票，占公告日公司股本总数 2.30%，锁定期 3 年，并通过解锁条件给定业绩锚：2016-2018 年相对于 2015 年经审计的扣除非经常性损益的净利润增长率分别不低于 20%、50%、87.5%，且 2016-2018 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率分别不低于 11.8%、12.3%、10.9%。

图表 35：解锁条件：扣除非经常性损益的净利润（单位：亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 36：预计股份支付费用产生的会计成本（单位：万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

本次激励对象为公司实施本计划时在公司任职的董事（如有）、高级管理人员、中层管理人员以及核心骨干员工（后两类员工被授予绝大部分限制性股票）。本次激励计划得到了广晟公司的大力支持。我们认为本次股权激励计划可行性高，能够最大限度保留优秀团队，统一公司与员工利益，充分调动员工积极性和潜力，有效激发活力、稳定团队。

图表 37：本次限制性股票的分配情况

序号	姓名	职务	授予限制性股票的数量 (股)	占授予限制性股票总数的比例	占激励计划草案公告日公司总股本的比例
1	兰永辉	副总裁	240,000	1.20%	0.03%
2	王恬	副总裁、董事会秘书	240,000	1.20%	0.03%
3	周耀明	副总裁	240,000	1.20%	0.03%
4	田华臣	财务总监	200,000	1.00%	0.02%
公司高级管理人员小计			920,000	4.60%	0.11%
5	中层管理人员及核心骨干员工 共 345 人		17,920,000	89.60%	2.06%
6	预留部分		1,160,000	5.80%	0.13%
合计			20,000,000	100%	2.30%

来源：公司公告、国金证券研究所

### 对接资源、协同合作，扬帆探索黄金海域

■ 广晟公司作为广东国资委独资企业，具有良好的政企关系，不仅与省内各地市政府有较好的互动联系，在省外的资源也非常丰富，与山东、河北等地的大型央企、省级企业及投控平台等有较多的联系。东江环保目前业务网络辐射中国珠三角、长三角、中西部地区，京津冀地区是公司下一步拓展的重点。我们认为广晟公司将起到领航作用，成为东江环保扩展环境工程业务、市政业务、综合性环境业务，对接京津冀的重点推介平台。

危废行业的特殊性强化了行业内 PPP 的公私合作模式，国企控股将赋予东江环保相对于同类企业在全国获取项目的资质优势。公司根植深圳、立足广东、辐射全国、走向国际的战略布局步伐拉开。

图表 38：公司 2015 年营业收入地区分布（单位：百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 广晟公司控股的中金岭南公司的有色金属矿产品生产、加工业务以及风华高科的电子元件生产均会产生大量工业废物，其中中金岭南已经与东江环保有所合作。我们认为东江环保将全面接盘广晟公司下游的废弃物处理业务，实现危废处理业务快速增长。此外，广晟公司从德国引进的垃圾衍生燃料（RDF）先进垃圾处理技术，已经在揭阳建立基地，此业务板块有望装入东江环保，进而推进公司在生活垃圾领域的处理工作。我们认为东江环保作为广晟公司的环保板块，将通过广晟公司所具备的整合国有环保资产的能力做大做强。
- 危废处理行业仍处于建设和产能补缺口阶段，政府对规范性要求很强，项目选址和环评要求的法律程序众多，在现有政治生态下，环保验收和发放资质的周期较长。在这种背景下，东江环保和广晟合作，进一步改善公司政企关系可期，在同类企业中竞争优势明显。

### 盈利预测与估值

- 产能方面：预计公司 2016 年危废处置能力的产能达到 180 万吨总资质，其中无害化 80 多万吨；根据公司 2020 年的产能目标，公司 17、18 年无害化处置产能扩张年复合增速 25.7%，资源化利用产能年复合增速 10.7%。

图表 39：东江环保危废处置能力预测（单位：万吨/年）

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
无害化处置	80	101	126	159	200
同比增速	23.0%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%
资源化利用	100	111	123	136	150
同比增速	41%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%

来源：国金证券研究所

- 实际处理量与资质取得量的差距：很多下半年获取较多的项目在资质质量上会反映，但运营投产方面并非全年的量。因此，今年的实际处置量较去年的产能相比较会较为合理。从实际情况看，目前无害化市场供不应求，原有运营项目基本全是满产。2014 年无害化处置产能仅 19 万吨/年，2015 年无害化实际处理量约 23 万吨/年（不含威立雅），在 2014 年的基础上满产运营，且 2015 年陆续投产，新增处置量 4 万吨。预计 2015 年 136 万吨/年的产能在 2016 年会陆续投产，综合达产率预计达 60%，其中无害化达 75%（约 50 万吨/年）。2016 年的产能在 17-18 年得到释放。

- 毛利率：随着价格波动，资源化业务上游收购价格也在下降，资源化整体毛利率略微下降。无害化毛利率逐渐稳定在 50%左右的正常水平。

**图表 40：东江环保非业务营业收入和毛利率预测（单位：百万元）**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	1,501.09	1,521.53	1,582.94	2,047.52	2,402.99	2,745.86	3,502.58	4,328.98
<b>同比增长</b>		1.4%	4.0%	29.3%	17.4%	14.3%	27.6%	23.6%
<b>工业废物无害化处置</b>	148.70	200.40	243.50	395.56	587.02	1221.00	1648.35	2142.86
<b>同比增长</b>		34.8%	21.5%	62.4%	48.4%	108%	35%	30%
<b>毛利率</b>	72.3%	69.5%	57.4%	57.7%	51.6%	51.0%	50.5%	50.0%
<b>工业废物资源化利用</b>	1,036.31	938.60	1,003.75	937.57	773.15	695.84	800.21	840.22
<b>同比增长</b>		-9.4%	6.9%	-6.6%	-17.5%	-10%	15%	5%
<b>毛利率</b>	33.3%	32.3%	26.3%	30.2%	30.4%	29%	28%	28%
<b>电子废弃物拆解</b>				221.21	394.78			
<b>市政废物处理处置</b>	115.90	126.41	135.16	209.17	272.62	348.95	446.66	571.73
<b>同比增长</b>		9.1%	6.9%	54.8%	30.3%	28%	28%	28%
<b>毛利率</b>	15.8%	24.3%	13.0%	16.1%	17.6%	18%	20%	20%
<b>环境工程及服务</b>	108.06	165.75	95.85	159.34	199.96	247.95	297.54	357.05
<b>同比增长</b>		53.4%	-42.2%	66.2%	25.5%	24%	20%	20%
<b>毛利率</b>	23.7%	31.3%	23.6%	24.6%	24.4%	25%	25%	25%
<b>再生能源及 CDM 交易</b>	47.15	57.01	65.48	63.87	89.19	107.03	128.43	154.12
<b>同比增长</b>		20.9%	14.9%	-2.5%	39.6%	20%	20%	20%
<b>毛利率</b>	37.5%	38.4%	32.7%	28.2%	25.9%	25%	25%	25%
<b>贸易及其他</b>	44.97	33.36	39.20	60.80	86.27	125.09	181.38	263.00
<b>同比增长</b>		-25.8%	17.5%	55.1%	41.9%	45%	45%	45%
<b>毛利率</b>	19.1%	44.0%	43.5%	44.6%	72.7%	45%	48%	50%
<b>综合毛利率</b>	<b>34.8%</b>	<b>36.9%</b>	<b>30.5%</b>	<b>32.5%</b>	<b>32.4%</b>	<b>37.6%</b>	<b>38.2%</b>	<b>38.8%</b>

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,583</b>	<b>2,048</b>	<b>2,403</b>	<b>2,746</b>	<b>3,503</b>	<b>4,329</b>	货币资金	947	1,028	858	2,664	1,255	916
增长率	29.3%	17.4%	14.3%	27.6%	23.6%		应收款项	287	636	858	999	1,255	1,575
主营业务成本	-1,100	-1,382	-1,624	-1,714	-2,163	-2,649	存货	244	300	269	282	356	435
%销售收入	69.5%	67.5%	62.4%	61.8%	61.2%		其他流动资产	148	277	338	189	327	357
毛利	483	665	779	1,032	1,339	1,680	流动资产	1,627	2,241	2,323	4,133	3,192	3,282
%销售收入	30.5%	32.5%	32.4%	37.6%	38.2%	38.8%	%总资产	49.8%	45.0%	34.7%	46.3%	34.2%	30.9%
营业税金及附加	-9	-10	-17	-14	-18	-22	长期投资	213	257	382	382	382	382
%销售收入	0.6%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	876	1,514	2,221	2,676	3,988	5,150
营业费用	-38	-32	-53	-69	-91	-117	%总资产	26.8%	30.4%	33.2%	30.0%	42.7%	48.4%
%销售收入	2.4%	1.6%	2.2%	2.5%	2.6%	2.7%	无形资产	540	851	1,418	1,522	1,539	1,568
管理费用	-221	-285	-298	-357	-455	-563	非流动资产	1,641	2,744	4,362	4,790	6,140	7,351
%销售收入	14.0%	13.9%	12.4%	13.0%	13.0%	13.0%	%总资产	50.2%	55.0%	65.3%	53.7%	65.8%	69.1%
息税前利润 (EBIT)	213	338	410	593	775	979	<b>资产总计</b>	<b>3,267</b>	<b>4,985</b>	<b>6,685</b>	<b>8,924</b>	<b>9,332</b>	<b>10,633</b>
%销售收入	13.5%	16.5%	17.0%	21.6%	22.1%	22.6%	短期借款	323	717	1,629	1,393	956	1,214
财务费用	-1	-24	-65	-85	-63	-58	应付款项	243	502	839	683	864	1,060
%销售收入	0.1%	1.2%	2.7%	3.1%	1.8%	1.3%	其他流动负债	39	98	124	94	115	139
资产减值损失	-8	-48	-12	0	0	0	流动负债	606	1,317	2,593	2,170	1,934	2,412
公允价值变动收益	-1	1	-1	0	0	0	长期贷款	125	376	379	379	379	380
投资收益	36	36	30	20	20	20	其他长期负债	87	453	494	495	496	496
%税前利润	13.2%	11.2%	6.6%	3.2%	2.7%	2.1%	<b>负债</b>	<b>817</b>	<b>2,147</b>	<b>3,466</b>	<b>3,044</b>	<b>2,809</b>	<b>3,288</b>
营业利润	239	303	362	528	732	941	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,242</b>	<b>2,442</b>	<b>2,753</b>	<b>5,384</b>	<b>5,997</b>	<b>6,788</b>
营业利润率	15.1%	14.8%	15.1%	19.2%	20.9%	21.7%	少数股东权益	208	396	466	496	526	556
营业外收支	33	18	87	98	20	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,267</b>	<b>4,985</b>	<b>6,685</b>	<b>8,924</b>	<b>9,332</b>	<b>10,633</b>
税前利润	271	322	449	626	752	961							
利润率	17.2%	15.7%	18.7%	22.8%	21.5%	22.2%	<b>比率分析</b>						
所得税	-28	-39	-64	-91	-109	-139		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	10.3%	12.1%	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%	<b>每股指标</b>						
净利润	244	282	385	535	643	822	每股收益	0.923	0.723	0.383	0.581	0.705	0.911
少数股东损益	35	31	53	30	30	30	每股净资产	9.932	7.022	3.167	5.414	6.030	6.827
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>208</b>	<b>252</b>	<b>333</b>	<b>505</b>	<b>613</b>	<b>792</b>	每股经营现金净流	1.524	0.476	0.262	0.583	0.744	1.126
净利率	13.2%	12.3%	13.8%	18.4%	17.5%	18.3%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	9.29%	10.30%	12.08%	11.23%	12.62%	8.64%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	6.37%	5.05%	4.97%	3.58%	4.66%	3.06%
净利润	244	282	385	535	643	822	投入资本收益率	6.61%	6.93%	6.28%	7.79%	9.07%	6.25%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	101	181	222	229	320	470	主营业务收入增长率	4.04%	29.35%	17.36%	14.27%	27.56%	23.59%
非经营收益	-16	-1	53	-1	43	38	EBIT 增长率	-30.05%	58.51%	21.07%	44.79%	30.76%	26.25%
营运资金变动	15	-296	-432	-183	-266	-210	净利润增长率	-21.91%	20.80%	32.17%	52.00%	21.28%	29.17%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>344</b>	<b>166</b>	<b>228</b>	<b>580</b>	<b>739</b>	<b>1,119</b>	总资产增长率	5.08%	52.58%	34.09%	39.70%	-5.01%	10.40%
资本开支	-318	-500	-476	-574	-1,650	-1,660	<b>资产管理能力</b>						
投资	-122	-478	-595	0	0	0	应收账款周转天数	44.6	58.0	89.6	100.0	98.0	100.0
其他	-20	9	155	20	20	20	存货周转天数	83.4	71.9	64.0	60.0	60.0	60.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-459</b>	<b>-970</b>	<b>-916</b>	<b>-554</b>	<b>-1,630</b>	<b>-1,640</b>	应付账款周转天数	61.0	59.2	82.9	90.0	90.0	90.0
股权募资	0	132	8	2,125	0	0	固定资产周转天数	135.6	140.8	197.5	180.1	225.8	238.5
债权募资	138	903	714	-233	-436	260	<b>偿债能力</b>						
其他	-105	-141	-243	-111	-83	-78	净负债/股东权益	-20.44%	14.78%	46.75%	25.93%	11.20%	17.17%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>33</b>	<b>894</b>	<b>479</b>	<b>1,780</b>	<b>-519</b>	<b>182</b>	EBIT 利息保障倍数	145.3	14.0	6.3	7.2	9.8	8.1
<b>现金净流量</b>	<b>-82</b>	<b>89</b>	<b>-208</b>	<b>1,806</b>	<b>-1,409</b>	<b>-339</b>	资产负债率	25.02%	43.06%	51.84%	63.00%	57.50%	59.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

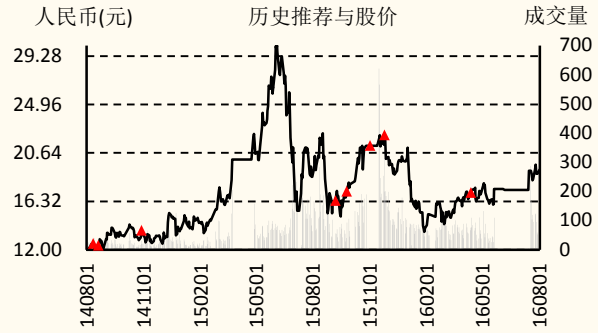
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-12	买入	31.29	N/A
2	2014-08-20	买入	30.52	N/A
3	2014-10-29	买入	33.62	N/A
4	2015-09-07	买入	16.24	20.00~20.00
5	2015-09-25	买入	16.79	N/A
6	2015-11-02	增持	21.28	20.00~20.00
7	2015-11-25	增持	21.37	20.00~20.00
8	2016-04-13	增持	17.06	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD