

东江环保 (002672)

环保工程及服务/公用事业

发布时间: 2012-11-26

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 首次覆盖

基地建设、区域扩张、再绘宏图

报告摘要:

固废资源化与处理处置业发展空间大。十二五工业废物产生量稳步增长,如 2015 年我国大宗工业废物的产生量,将较 2010 年增长近 20%,大宗固废综合利用量的复合增长率近 8%。危险废物产生量到 2015 年将超过 6000 万吨,但目前全国持证单位利用处置能力仅 2000 多万吨,且设施负荷率不足 40%。市政废物处理需求也在增长。

公司盈利模式多样化。工业废物资源化利用与处理处置业务以一对一谈判、投标等方式获取订单。工业废物资源化业务原材料和产品都与金属价格挂钩,毛利率较为稳定,但业绩易受金属价格波动影响;处置业务则主要靠向上游企业收取处置费用,由于业务壁垒更高,竞争非常弱,毛利率很高。市场废物模式与工业废物处理处置相似;再生能源靠发电和 CDM 收入分成;环境工程则取决于工程结算和环保工程运营的服务费,波动较大。

基地建设,增长后劲十足。目前,公司运营了东江威立雅、龙岗东江、粤北危废、千灯三废等资源与处置基地。未来,电子废弃物综合利用、粤北危废、江门东江、嘉兴德达等项目支撑公司长期业绩。

公司竞争优势突出:拥有完整业务链,提供全能固废处理环保服务;资质覆盖广,创造协同效应;以 BOT 模式,获取特许经营权,形成区域垄断优势;占据珠三角、长三角的区域优势,并形成了全国网络在布局;公司作为少数率先进入固废处置业的企业,在运营经验、客户资源和市场品牌上具先发优势。

盈利预测与评级。2013 年,公司业绩的成长动力主要来源于 PCB 处理线投产,龙岗东江和韶关绿然的水淬渣项目投入运营,及湖南东江,昆明东江等项目。预计,公司 2012 年、2013 年和 2014 年的 EPS 分别为 1.77 元、2.26 元和 2.55 元,PE 水平分别为 28, 22 和 20 倍。公司估值与同行业相比,优势不大,但兼具环保和金属弹性双重属性,业绩增长与区域突破前景较好,因而,给予公司谨慎推荐评级。

风险提示:经营许可和特许经营权的展期风险;环保风险;原材料供应,价格和毛利率风险;项目进展不及预期风险。

股票数据

2012/11/22

收盘价(元)	50.00
12 个月股价区间(元)	39.67 ~ 65.80
总市值(百万元)	7,524
总股本(百万股)	150
A 股(百万股)	115
B 股/H 股(百万股)	0/36
日均成交量(百万股)	0

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-13%	-14%	0%
相对收益	-6%	-9%	17%

相关报告

证券分析师: 陈炳辉

执业证书编号: S0550511070002
(021)20361131 chenbh@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1152	1501	1436	1909	2169
(+/-)%	38.01%	30.26%	-4.34%	32.95%	13.64%
净利润	156	204	266	340	384
(+/-)%	43.89%	30.71%	30.51%	28.04%	12.66%
每股收益(元)	1.24	1.62	1.77	2.26	2.55
市盈率	48.27	36.93	28.30	22.10	19.62
市净率	10.12	7.95	3.47	3.10	2.76
净资产收益率(%)	20.96%	21.53%	12.28%	14.01%	14.08%
股息收益率(%)	—	—	0.73%	0.91%	1.10%
总股本(百万股)	125	125	150	150	150

目 录

1. 公司简介	3
2. 固废处理行业的行业特征与发展前景	3
2.1. 固废处理实行全流程监管与特许经营制	3
2.2. 受上游行业影响出现周期性和季节性	4
2.3. 区域性强，长三角、珠三角成固废重镇	5
2.4. 行业仍处成长期，十二五，工业固废处理行业发展空间大	5
3. 工业废物利用与处置业务：公司战略重心	9
3.1. 工业废物处理业务的经营模式	9
3.2. 10 余个工业废物基地遍及珠三角、长三角	11
3.3. 资源化业务波动大，处置业务增长稳定	12
4. 积极拓展市政废物处理业务	14
4.1. 市政废物处理处置	14
4.2. 再生能源	15
5. 环境工程及服务 and 贸易业务提供增值性配套服务	16
6. 公司的竞争优势	17
6.1. 完整业务链打造全能固废处理环保服务平台	17
6.2. 环保服务资质覆盖广，创造协同效应	17
6.3. BOT 模式，获取特许经营权，培养垄断优势	18
6.4. 核心区域优势突出，全国网络布局初具雏形	19
6.5. 先发优势：运营经验，客户资源和优秀市场品牌	20
7. 公司增长来源：产能与区域扩张、业务线延伸	20
7.1. 自 2003 年以来，公司业绩复合增长率在 30% 以上	20
7.2. 并购与基地建设是公司未来成长的源泉	22
7.3. 2013 年公司成长的推动力：产能释放	24
8. 盈利预测与估值	25
9. 风险提示	26

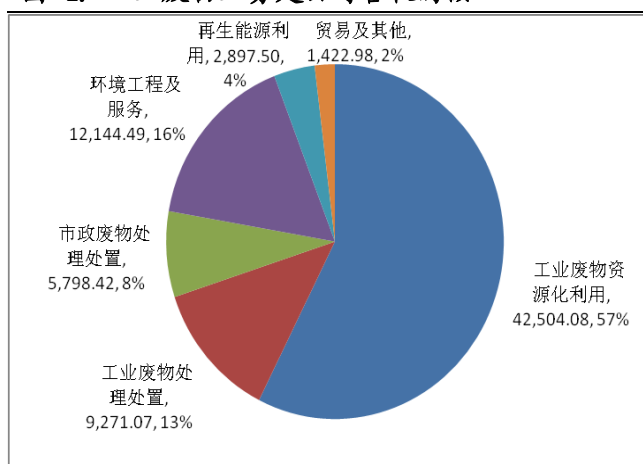
1. 公司简介

公司是一家位于广东，立足于工业废物处理业务，积极拓展市政废物处理业务，配套发展环境工程及服务和其他等增值性业务，充分发挥完整的产业链优势，秉承“保护环境、再造资源”的绿色理念，打造符合低碳经济特色的综合性高科技固废处理环保服务商。公司自成立以来成长迅速，2009-2011 年，公司营收及利润的复合增长率分别为 34.1%和 37.1%。

业务布局，以广东为核心布局全国。目前，公司在全国废物污染源最集中的广东省建设运营了多个废物处理项目，工业废物收集网络覆盖广州、深圳、惠州和东莞等 17 个城市。此外，公司着眼于长三角、华中和华北等地区广阔的市场空间，业务区域布局已延伸至香港、江苏昆山、山东青岛、河北廊坊、云南昆明、重庆松藻、湖南邵阳、湖北武汉和北京，初步形成立足广东、覆盖长三角和华中、辐射全国的核心市场布局。

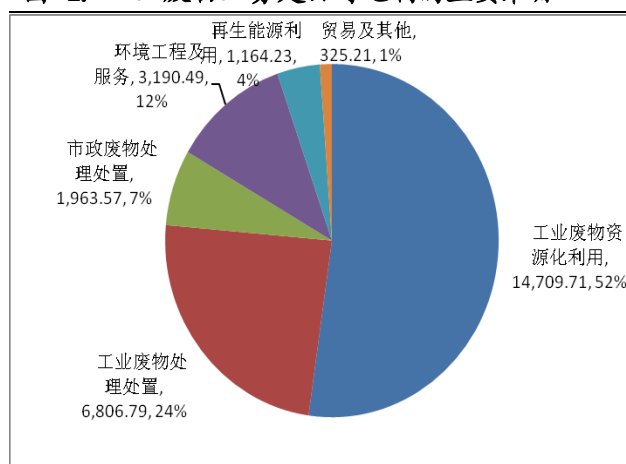
工业废物处理是公司的核心业务。2011 年，公司实现营业收入 7.40 亿（工业固废贡献了近 70%），归属于公司股东的净利润 1.41 亿。2012 年上半年，工业废物资源化业务贡献，占收入与毛利的比例都达到了 60%左右。其次为工业废物处理处置及市政废物处置，其中工业废物处理处置贡献了 13%的营业收入和 5%的毛利润。

图 1：工业废物业务是公司营收的核心



资料来源：WIND，东北证券

图 2：工业废物业务是公司毛利的主要来源



资料来源：WIND，东北证券

2. 固废处理行业的行业特征与发展前景

公司的主营业务属于环境保护与资源节约综合利用行业中的固体废物处理处置及资源化利用子行业。固体废物按其产生源主要分为工业源和生活源，具体分类包括工业固体废物和市政固体废物等。固废处理行业在我国属战略性新兴产业，其运行特征包括：

2.1. 固废处理实行全流程监管与特许经营制

工业废物处理等固废处理项目的运营，特别是危险废物项目（危险废物是具有腐蚀性、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，或不排队具有危险性，可能对环境或者人体健康造成有害影响的废物），通常采用特许经营制。如我国环保法律法规规定，企业从事废物处理业务前需经过国家有关部门的严格审批，只有达到一定资质的企业，例如，只有那些拥有丰富的行业运营经验、良好的环保和生产设施条件、先进的技术支持和雄厚的资金实力，同时符合国家实行的废物回收利用的“减量化、无害化、资源化”原则的企业才可能被授予特许经营

许可。国家按工业废物的种类，按类授予特许经营许可。

市政垃圾处理也采用服务许可证制。我国法律规定，从事城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处置的企业，应当取得城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处置服务许可证。直辖市、市、县建设（环境卫生）主管部门应当通过招投标等公平竞争方式作出城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处置许可的决定，与中标人签订经营协议，并向中标人颁发服务许可证。

废物处理行业受到法律法规的严格监管。废物处理行业，作为处理会对环境和人类产生污染、危害的废物的行业，其生产经营过程涉及污染物的运输、集散与处置等多个方面。为保证其生产流程自身不能出现环保问题，从减量化、再利用、再循环的 3R 原则出发，各国都出台了对废物处理行业全流程进行监管的规定。我国针对废物处理行业的法律法规也不例外。

表 1：我国的固废处理行业的法律法规

颁布机构	法律/法规/标准	内容概要
人大	固体废物污染环境防治法	是我国防治固体废物污染环境的第一部专项法律，为防治固体废物污染环境提供了基本法律依据。
国务院	危险废物经营许可证管理办法	在境内从事危废收集、贮存、处置经营活动的单位，应当依照本办法的规定，领取危险废物经营许可证。
	废弃电器电子产品回收处理管理条例	国家对废弃电器电子产品实行多渠道回收和集中处理制度。电废处理实行资格许可制度。建立废弃电器电子产品处理基金。
	排污费征收使用管理条例	直接向环境排放污染物的排污者，应当依照条例的规定缴纳排污费。
环保总局	危险废物转移联单管理办法	危废产生单位在转移危废前，须按照国家有关规定报批危废转移计划；经批准后，产生单位应当向移出地环境保护行政主管部门申请领取联单。
环保部	危险废物名录（2008）	将 49 类具危险特性的废物纳入危险目录
	危险废物出口核准管理办法	危险废物应当尽量在境内进行无害化处置，减少出口量，降低危险废物出口转移的环境风险。出口危险废物，必须取得危险废物出口核准。
	危险废物污染防治技术政策	按危险废物的减量化、资源化和无害化原则，规范危险废物的收集和运输、转移、贮存；资源化、焚烧处置、填埋处置，及特殊危险废物污染防治。
	危险废物焚烧污染控制标准	明确危险废物焚烧、填埋、贮存等污染控制标准，焚烧、填埋处置工程建设技术规范。
	危险废物填埋污染控制标准	
	危险废物贮存污染控制标准	
	危险废物集中焚烧处置工程建设技术规范	
	危险废物安全填埋处置工程建设技术要求	
	危险废物（含医疗废物）焚烧处置设施性能测试技术规范	
住建部	城市生活垃圾管理办法	城市生活垃圾收集、处置设施建设，应当符合城市生活垃圾治理规划和国家有关技术标准。从事城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处置的企业，应当取得城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处置服务许可证。
环保部	生活垃圾填埋场污染控制标准	生产垃圾填埋场设计、选址、建设、运营等环节的污染控制标准。

资料来源：招股说明书，东北证券。

2.2. 受上游行业影响出现周期性和季节性

工业废物的产生量受宏观经济和上游工业企业的周期性和季节性的影响，一定程度上呈现出周期性和季节性特点。宏观经济趋好，上游工业企业的开工率提高，工业废物的产生量增加；反之亦然。另外，工业企业在一季度会受春节假期的影响，开工率降低，工业废物的产生量随之减少。固废处理企业作为工业企业的上下游关联企业也相应地受到一定的周期性和季节性影响。

各类废物上游行业和企业不同，使得各类废物处理企业呈现出周期性的差异。对于具体的废物类型来说，例如含铜废物，该类废物的处置企业面临的周期性与产生含铜废物的行业如金属制品业、PCB 行业等紧密相关。

公司周期性与季节性与 PCB 行业紧密相关，但关联性要小于资质较少的同行。目前，与公司业务密切相关的上下游行业包括电镀、PCB、冶金、石化、水务、餐饮和建筑等，其中资源化业务中含铜废物的业务比重较高，这些废物主要来源于 PCB 行业，因此，PCB 行业的景气度与公司废物处理量与业绩有较大影响，但随着公司处理资质的增加，特别是处置业务的增强，上游行业增多，公司业绩波动与 PCB 行业周期性的关联度下降。相比之下，仅从事少数几种危废资源化业务的同行，业绩的周期性将更高。

2.3. 区域性强，长三角、珠三角成固废重镇

固废处理行业具有较强的区域性特征。其原因在于：

第一，我国对固废处理行业，特别是危险废物和医疗废物，实行分级审批制度。例如，对危废经营许可资质实行分级审批，其中，年焚烧 1 万吨以上的危废综合经营许可资质，或处置含多氯联苯、汞等对环境和人体健康威胁极大的危废综合经营许可，或利用列入国家级危废处置设施建设规划的综合性集中处置设施的危废综合经营许可资质由国务院环境保护主管部门审批颁发。医疗废物集中处置单位的危废经营许可证，由医疗废物集中处置设施所在地设区的市级人民政府环境保护主管部门审批颁发。危废收集经营许可证，由县级人民政府环境保护主管部门审批颁发。其他危废经营许可证，由省、自治区、直辖市人民政府环境保护主管部门审批颁发。

第二，按照《处置设施建设规划》明确的“集中处置，合理布局”原则，国家推行危险废物和医疗废物集中无害化处置，原则上以省为单位统筹规划建设危险废物集中处置设施，原则上以设区市为规划单元建设医疗废物集中处置设施。对于确需跨省、跨市转移的危险废物，需落实危废转移联单制度，并事先报移出、移入地两地环保部门批准。由于跨省转移危废，涉及多重审批，并易受地方限制，实际的转移量并不高，例如，浙江省 2010 年产生了工业固体废物 4248 万吨（其中危废 63.60 万吨），但全年核准跨省移出的固体废物量仅为 8.83 万吨，同意移入量为 2.50 万吨。

第三，地区经济差异引致固废处理业的区域发展特征。东部沿海、沿长江和中部经济较发达的地区是我国经济的核心区域和增长极。与经济规模成正比，这些经济发达省份的工业固废产生量也居国内前列。据《第一次全国污染源普查公报》，浙江、广东、江苏、山东和河北是我国工业污染源最集中的 5 大地区，工业污染源数量约占全国的 60%；广东、浙江、山东、江苏和湖南地区人口数量众多，生活污染源数量约占全国的 24%。同时，经济发达地区环保意识更强，固废处理的需求也由此提升。因此，上述地区的固废处理需求相对较大，固废处理业的发展通常也要领先于其他地区。

因此，危险废物资源化利用与处置业务，具有明显的区域性特征。尤其是危险废物处理处置业务的区域特征特别突出。废除废物的资源化利用的区域特征主要体现在原材料来源上（销售上并没有特别的区域性），区域性特征相对要弱。

2.4. 行业仍处成长期，十二五，工业固废处理行业发展空间大

2.4.1. 固废资源化利用与处理处置业在我国仍处行业的成长期

固废资源化利用及处理处置业在我国仍处行业的成长期。自改革开放以来，我国经济建设取得了飞速的发展，在经济规模快速增长的同时，经济对自然资源的消耗及对自然界的排放也在同步膨胀，并逐步突破自然系统自身的循环消化能力。污染物排放对于自然、经济增长乃至人的生命与发展逐渐形成威胁。环保产业及专注于进行废物处理与资源化利用的子行业，由此获得了发展机遇。但在 20 世纪末期，由于我国法律规范的不健全，环境是公共品，在缺乏界定与法律保护的情况下，企业环境污染治理成本被社会化。此时，环保产业及废物处理子行业，虽有需求，但企业没有主动承担环保成本的动机，而处于产业的导入期。污染事件频发，生存环境恶化，促使我国政府先后出台了大量法律法规，界定企业的环境义务与权限，对污染物的排放作出规范。自进入 21 世纪我国出台的法律就包括《环境保护法》、《固体废物污染环境防治法》等。在法律规范的制度保障下，我国的废物处理处置及资源化利用行业，开始步入到成长期。

自 2000 年以来，我国工业固废产生量持续增长。随着我国经济的快速增长，特别是重工业的快速发展，工业固废的增长速度也非常快。根据《2010 年中国环境状况公报》，2010 年我国工业固体废物产生量为 24.09 亿吨，同比增加 18.10%。其中，危险废物产生量为 1,586.80 万吨，比上年增长 10.98%。在整个十一五期间，工业固废产生量的复合增速达到了 12.4%，高于前几年的增速，也要高于 GDP 的增长率。

固体废物的综合利用与处置业也在迅速成长。2010 年，我国工业固体废物的综合利用量达到了 16.18 亿吨，处置量达 5.73 亿吨，在十一五期间，相应的复合增速分别为 16.01%和 12.87%，增速都快于工业固体废物的产生量。

表 2：全国工业固体废物产生及处理情况

年度	产生量		排放量		综合利用量		贮存量		处置量	
	合计	危险废物	合计	危险废物	合计	危险废物	合计	危险废物	合计	危险废物
单位：万吨										
2001	88746	952	2894	2.1	47290	442	30183	307	14491	229
2002	94509	1000	2635	1.7	50061	392	30040	383	16618	242
2003	100428	1170	1941	0.3	56040	427	27667	423	17751	375
2004	120030	995	1762	1.1	67796	403	26012	343	26635	275
2005	134449	1162	1655	0.6	76993	496	27876	337	31259	339
2006	151541	1084	1302	20	92601	566	22398	267	42883	289
2007	175632	1079	1197	0.1	110311	650	24119	154	41350	346
2008	190127	1357	782	0.07	123482	819	21883	196	48291	389
2009	203943	1430	710	-	138186	831	20929	219	47488	428
2010	240944	1587	498	-	161772	977	23918	166	57264	513
十一五复合增长率	12.38%	6.43%			16.01%	14.52%			12.87%	8.64%

资料来源：环保部，东北证券。

2.4.2. 工业固废处理业在十二五将进入快速发展期。

工业固废的大量增长，不但对工业固废中所蕴含资源的浪费，同时也会对环境形成极大的隐患。例如，大宗工业固体废物堆存需占用大量土地，堆存量增加将使得环境污染和安全隐患加大，大宗工业固体废物中含有的药剂及铜、铅、锌、铬、镉、砷、汞等多种金属元素，随水流入附近的河流或渗入地下，将严重污染水

源。干涸后的尾砂、粉煤灰等遇大风形成扬尘，煤矸石自燃产生的二氧化硫会形成酸雨，对环境造成危害。

表 3：国家政策大力促进环保、循环经济发展

	发文部委	政策概要
关于支持循环经济发展的投融资政策措施意见的通知	发改委、人民银行、银监会和证监会	多渠道拓展促进循环经济发展的直接融资途径
节能环保产业发展规划	国家发改委	“十二五”期间，我国将建立环保产业服务体系，加大污染治理设施特许经营实施力度。在资源循环利用产业方面，重点发展共伴生矿产资源、大宗工业固体废物综合利用、再生资源回收利用、餐厨垃圾、建筑废弃物等资源化利用，重点解决共性关键技术的示范推广。
再生有色金属产业发展推进计划	工信部、科学技术部、财政部	到 2015 年，主要再生有色金属产量达到 1200 万吨，其中再生铜、再生铝、再生铅占当年铜、铝、铅产量的比例分别达到 40%、30%、40% 左右。预处理拆解、熔炼、节能环保技术装备水平大幅提升，产业布局和产品结构进一步优化，节能减排和综合利用水平显著提高。
国家环境保护“十二五”规划	国务院	加大工业固体废物污染防治力度。到 2015 年，工业固体废物综合利用率达到 72%。加强危险废物污染防治。加强医疗废物全过程管理和无害化处置设施建设，到 2015 年，基本实现地级以上城市医疗废物得到无害化处置。提高生活垃圾处理水平。加快城镇生活垃圾处理设施建设，到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%，所有县具有生活垃圾无害化处理能力。
重金属污染综合防治“十二五”规划	国务院	到 2015 年，重点区域重点重金属污染物排放量比 2007 年减少 15%，非重点区域重点重金属污染物排放量不超过 2007 年水平，重金属污染得到有效控制。
“十二五”危险废物污染防治规划	国务院	到 2015 年，基本摸清危险废物底数，规范化管理水平大幅提高，环境风险显著降低。持证单位危险废物（不含铬渣）年利用处置量比 2010 年增加 75% 以上；完成《设施建设规划》内医疗废物和危险废物集中处置设施建设任务；《设施建设规划》内危险废物（不含医疗废物）焚烧设施负荷率达到 75% 以上。
关于实行危险废物处置收费制度促进危险废物处置产业化的通知	环保部	对列入《国家危险废物名录》的危险废物，全面推行危险废物处置收费制度。
全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划	环保部	规划建设功能齐全的综合性和危险废物处置中心 31 个，医疗废物集中处置设施 300 多个（后分别调整为 57 个和 277 个）

资料来源：招股说明书，东北证券。

工业固废处置业在十二五将进入快速发展期。工业固废特别是危废，对资源的浪费及对环境的危害，引起了国家政策当局的高度重视。当局先后通过了《环境保护十二五规划》，《重金属污染防治十二五规划》，《大宗工业固体废物综合利用十二五规划》、《“十二五”危险废物污染防治规划》等多项规划或政策，对工业固废的发展作出指引。根据这些规划，在十二五期间，我国固废处置业增长的动力主要是：一是，工业废物产生规模随着经济增长而增加；二是，随着法律规范趋严，执行标准提升，固废综合利用与处置率的上升。目前，我国环保法律规范基本健全，但法律法规的执行仍具有较大的弹性，随着经济规模的不断增长，环保要求逐步提升，工业固废的综合利用及处理处置能力的建设将加快，固废的综合利用与处置率将稳步上升。例如，2010 年，我国大宗工业固废综合利用率还只有 40%。到十二五末，该比率将提升至 50%。据此统计，从 2011-2015 年，大宗固废综合利用量的复合增

长率近 8%，其中冶炼渣、赤泥和尾矿综合利用量的增速在 10%以上。

表 4：十二五大宗固废产生量增长，综合利用率提升

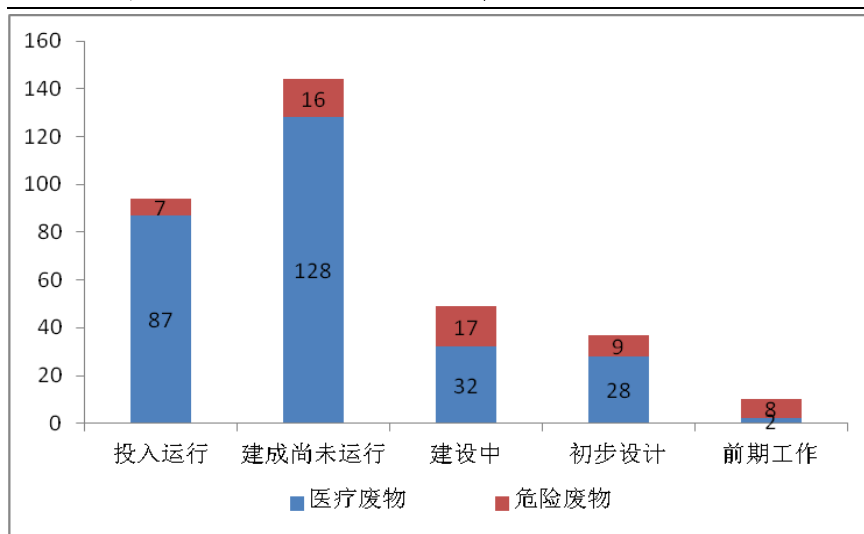
种类	产生量（万吨）			综合利用量（万吨）			综合利用率（%）		
	2005 年	2010 年	2015 年	2005 年	2010 年	2015 年	2005 年	2010 年	2015 年
尾矿	71,400	121,400	130,000	5,000	17,000	26,000	7	14	20
煤矸石	37,000	59,800	73,000	19,600	36,500	51,100	53	61	70
粉煤灰	30,100	48,000	56,600	19,900	32,600	39,600	66	68	70
冶炼渣	18,000	31,700	44,000	9,000	19,000	33,000	50	60	75
工业副产石膏	5,000	12,500	15,000	500	5,000	9,750	10	40	65
赤泥	1,000	3,000	3,500	20	120	700	2	4	20
合计	162,500	276,400	322,100	54,020	110,220	160,250	33	40	50

资料来源：环保部，东北证券。

2.4.3. 危险废物处理发展空间广阔

危险废物作为工业固废的一个门类，其产生量、处置量与工业固废同步增长。2010 年我国危险废物的产生量达到了 1587 万吨，较 2005 年的 1162 万吨，大幅增长 36.57%，年复合增长率达到了 6.4%。同期，危险废物的处置与综合利用量则分别增长至 513 万吨和 977 万吨，复合增长率分别为 8.64%和 14.52%（危险废物产生量等统计数字，有多种口径，如按环保部的第一次污染源普查的公告，在标准时间 2007 年，全国工业源中危险废物的产生量为 4573.69 万吨）。

图 3：我国大量工业废物处置设施尚未投入运营



资料来源：我国工业固体废物处理利用行业 2010 年发展综述，东北证券。

危废处置设施建设缓慢。2003 年 12 月，国务院批准了《全国危险废物和医疗废物集中处置设施规划建设规划》（简称《处置设施规划建设规划》），《处置设施规划建设规划》经调整后，明确在全国建设 57 座危险废物集中处置设施（包括 31 座省级危险废物集中处置设施、26 座区域危险废物集中处置设施），277 座医疗废物集中处置设施。截至 2010 年底，《处置设施规划建设规划》内 334 个危险废物和医疗废物集中处置项目中，已经建成并投入运行的有 94 个项目，占规划集中处置项目总数的 28%。在 94 个投入运行的项目中，其中危险废物处置项目 7 个，医疗废物集中处置项目 87 个。（截至 2011 年底，规划项目已投运和基本建成的危废项目 36 个、医废项目 246 个，全国形成危险废物集中处置能力 141.25 万吨/年，医疗废物处置能力 1454 吨/日。）

危废资源化利用与处置能力快速提升，但产能利用率低。截至 2010 年，全国已有约 1500 家单位取得了危险废物经营许可证，全国持危险废物经营许可证的单位（以下简称“持证单位”）危险废物年利用处置能力达 2325 万吨（其中，医疗废物年处置能力 59 万吨），较 2006 年提高 226%。2010 年，持证单位实际利用处置危险废物（不含铬渣）约 840 万吨（2011 年，持证单位处置危险废物超过 900 万吨），较 2006 年提高 180%。

十二五危险废物利用与处置业成长前景乐观。一方面，据十二五危废防治规划预测，“十二五”期间危险废物产生量仍将持续增长，2015 年将超过 6000 万吨。另一方面，十二五危废防治规划的目标，要求，到 2015 年，持证单位危险废物（不含铬渣）年利用处置量比 2010 年增加 75% 以上；市级以上重点危险废物产生单位自行利用处置危险废物基本实现无害化；《处置设施建设规划》内危险废物（不含医疗废物）焚烧设施负荷率达到 75% 以上。但是，目前全国持证单位利用处置能力仅为第一次全国污染源普查危险废物产生量（工业源中危险废物产生量 4573.69 万吨）的 50% 左右，且设施负荷率不足 40%。大型危险废物产生单位和工业园区普遍没有配套的危险废物贮存、利用和处置设施。可见，在十二五期间，我国危废利用处置业将迎来新的发展机遇。

2.4.4. 市政废物处理市场规模大

市政废物规模日渐庞大。市政废物主要包括生活垃圾、餐厨垃圾、污水污泥、建筑垃圾等，随着我国城市化进程的不断推进，城市人口规模的提升，市政废物的产生量也与日俱增。根据《2010 年中国统计年鉴》，2009 年我国城市生活垃圾清运量为 1.57 亿吨，处理量 1.12 亿吨，处理量仅占清运量的 71.34%。截至 2008 年，全国共有 509 座城市生活垃圾处理厂，年处理能力仅为 1.15 亿吨。

垃圾填埋环保标准提升，填埋气发电渐成为趋势。随着 2008 年《生活垃圾填埋场污染控制标准》的实施，垃圾填埋场的环保标准，得到了显著的提升，填埋场的选址，设计与施工，运营及污染物的排放等都有标准规范。同时，在 CDM 机制的推动下，利用垃圾填埋场产生的甲烷等填埋气进行发电，降低碳排放，不断得到重视，发电项目也不断增加，渐成趋势。

市政污泥处理需求空间大。市政污泥也是市政废物的主要来源之一。截至 2009 年 3 月底，全国城镇共建成市政污水处理厂约 1,590 座，日处理能力达 9,204 万立方米。市政污泥是污水处理后的附属品，随着污水处理效率的提高，必然导致污泥数量的增加。据估计，到 2010 年，我国市政污泥年产生量将达 4,200 万吨，而按照目前的处理能力，将有 50% 以上的市政污泥无法得到妥善处理。

随着市政废物处理设施投入的持续增加，焚烧发电和生物质发电等处理方式的引进，以及地方政府对民间资本进入市政项目的逐步放开，我国巨大的市政废物处理市场潜力将得以释放。

3. 工业废物利用与处置业务：公司战略重心

公司业务包括工业废物资源化利用、工业废物处理处置、市政废物处置、环境工程与服务、再生能源利用等业务。这些业务的经营模式存在着重大差别，对这些业务及其经营模式分别介绍如下：

3.1. 工业废物处理业务的经营模式

公司所从事的工业废物处理业务包括工业废物的处理处置和资源化利用两块，主要是通过化学、物理和生物等手段对工业企业产生的有毒有害的废液、污泥及废渣等废物进行减量化处理和无害化处置，并将废物中具有再利用价值的物质转化为资源化产品。工业废物处理业务中，公司在广东地区占据了较高的市场份额。

图 4：公司主营业务的构成



资料来源：招股说明书，东北证券。

3.1.1. 工业废物的订单获取模式

公司主要通过与客户一对一谈判、投标和政府指定三种方式获取工业废物处理业务的订单。

与客户一对一谈判是公司在广东地区的主要运营模式。广东地区的工业企业分布较广、种类繁多，但具有综合性危险废物处理资质的企业较少，因此产废企业主要通过一对一谈判的模式与废物处理服务商进行合作。

公开招标。在昆山地区，PCB 企业主要通过公开招标的方式对参与竞标的废物处理企业进行全面评估及审核，选择与综合实力较强的废物处理企业进行合作。

政府指定是指公司作为广东省、深圳市及惠州市安全环保应急单位，应环保主管部门的要求应急处理罚没或在环境事故中产生的工业废物。该类型订单较少。

3.1.2. 工业废物收集的定价模式

公司工业废物收集的定价模式分为付费收集、免费收集和收费收集。

付费收集。对资源化利用价值较高的工业废物，公司根据其金属含量和处理难度，按国内市场金属交易价格的一定折扣确定。

收费收集。对不可资源化利用或可资源化利用价值极低的工业废物，公司以收费的形式收集。在收费收集过程中，公司为客户提供废物分类、包装、管理和技术咨询等全方位服务，具体定价需结合废物的特性、成分、对应的废物处理方式和处理量决定，一般采取年基本费及按量浮动收费相结合的收费模式。

免费收集。对可资源化利用价值较低的工业废物，其可利用价值与所需的经营成本之差较小时，公司以免费的形式收集。

3.1.3. 工业废物的处理模式

公司通过多年的发展和经验积累，形成了以工业废物处理处置和资源化生产相结合的模式。由公司各处理基地的技术部牵头，依据废物的成分和性状来选择不同的模块，下达指令给各车间执行。

工业废物资源化利用产品生产模式。公司收集的具有循环利用价值的工业废物主要为含铜废物、含镍废物、含锡废物、废矿物油、废有机溶剂和废包装桶等。在检测的基础上，通过工艺的选择，生成资源化粗产品并根据市场的需求深加工出附加值更高的精细化产品。对在资源化利用过程产生的工业废渣则根据其性状选择高温焚烧处置或稳定化/固化后进行安全填埋；而资源化生产过程中产生的工业废水则通过预处理和深度处理等方式，实现回用或最终达标排放。

工业废物处理处置模式。公司处理处置的工业废物主要包括高浓度工业废液、工业污泥和其他废物三类不具备资源化价值的废物，公司根据各种废物的特点，选择适当的工艺与方法，选择高温焚烧或稳定化/固化后安全填埋等手段，实现废物的

无害化处理。

3.1.4. 资源化利用产品定价模式

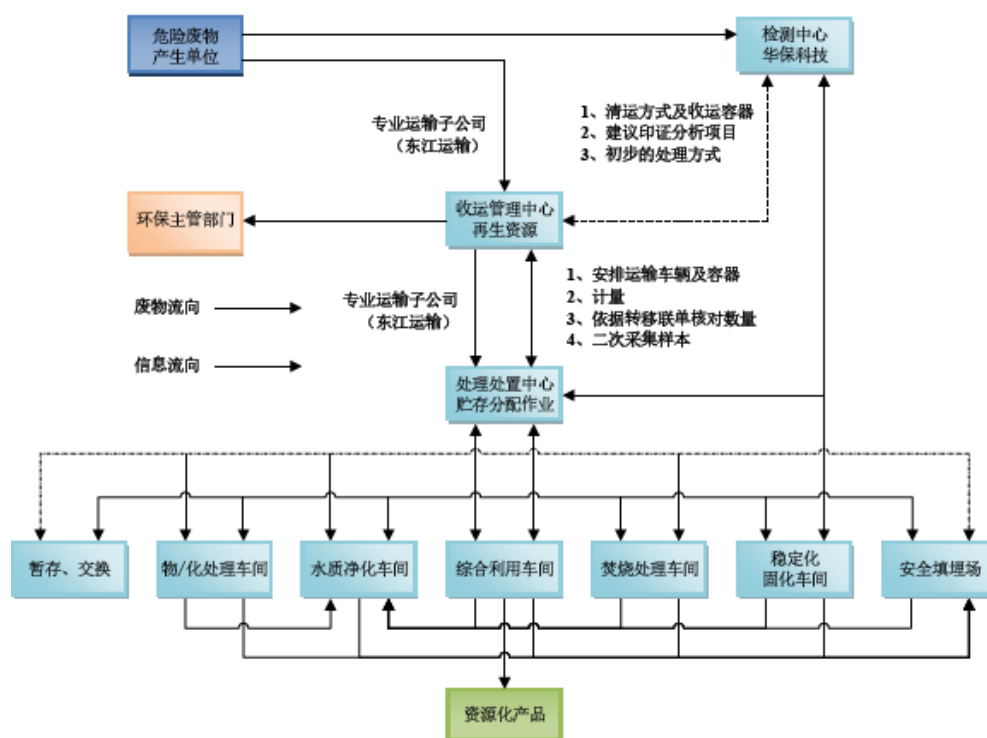
表 5: 工业废物资源化与处理处置业务盈利模式对比

业务	处理废物类型	盈利模式
工业废物资源化利用	具有循环利用价值的工业废物主要为含铜废物、含镍废物、含锡废物、废矿物油、废有机溶剂和废包装桶等	获得危废许可牌照，以一对一谈判或竞标的方式获取订单 原材料价格：按成份、含量与处理难度对金属价格折价 产品销售价格：根据产品所含金属成份和含量，参照该金属在国内交易市场中的价格确定。
工业废物处理处置	高浓度工业废液、工业污泥和其他废物三类不具备资源化价值的废物	以 BOT 等形式，获得废物处理处置设施的特许经营权 一般采用年基本费及按量浮动收费相结合的收费模式或免费

资料来源：东北证券

公司与客户建立了资源化产品销售价格与市场金属价格的联动机制，形成了一定的框架式定价原则，即根据产品所含金属成份和含量，参照该金属在国内交易市场中的价格确定。

图 5: 工业废物处理的经营模式



资料来源：招股说明书，东北证券。

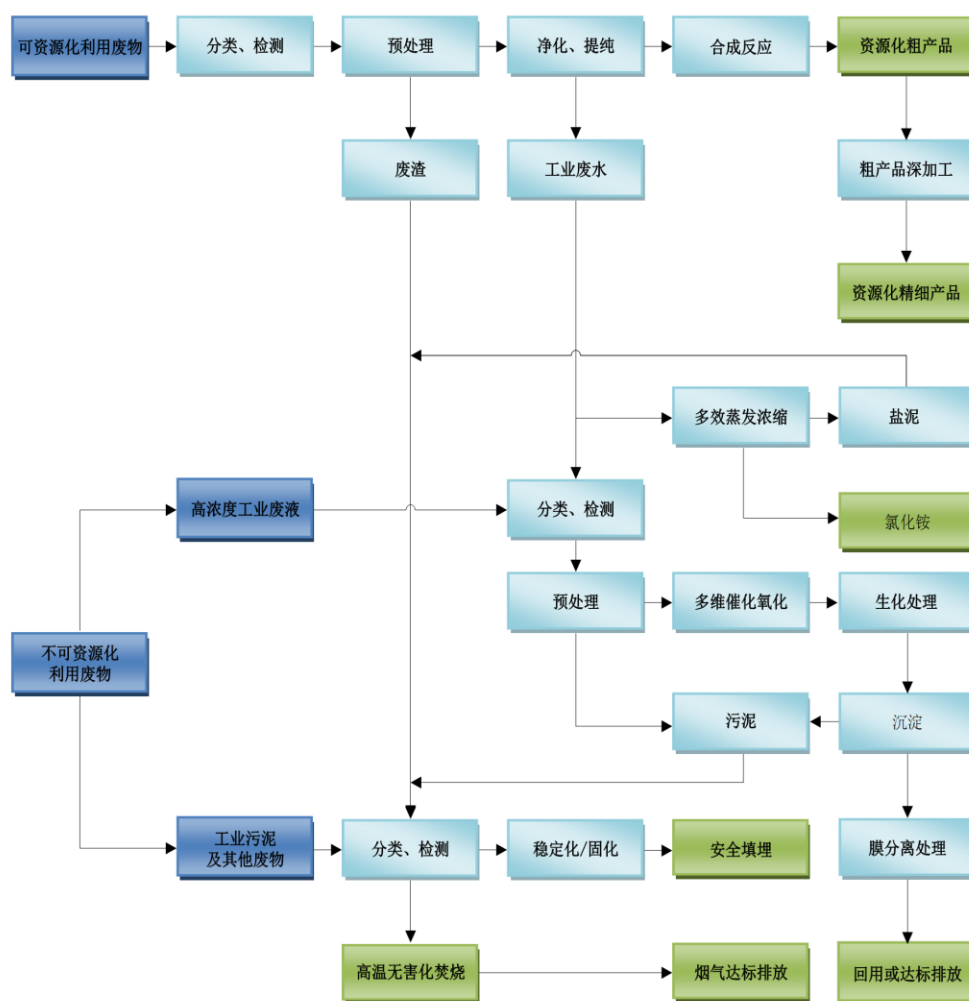
3.2. 10 余个工业废物基地遍及珠三角、长三角

目前，公司建设运营的工业废物利用与处理处置基地 10 余个，业务领域遍及广东、江苏、浙江等多个省市，危险废物处理能力达 30 多万吨，其中，公司危废的综合利用能力超过了 10 万吨，包括沙井基地资源化利用能力 7 万吨（另外 8000 吨 PCB 板处理能力），江苏昆山资源化利用能力 6 万吨，惠州东江 2 万吨，清远东江废旧 PCB 板 6000 吨，清远新绿 2.6 万吨，及珠海清新、韶关绿然等产能。危废无害化处理处置设施包括东江威立雅 8.3 万吨，龙岗东江 2.4 万吨，昆山基地 2 万吨及沙井基地和惠州东江。此外，公司在沙井和惠州等地还拥有一般工业废物的无害化处理产能。

除上述处于运营阶段或已经建成的基地之外，公司还在建设的基地有：粤北危

废处理中心一期及二期工程、浙江德达搬迁扩建工程，清远东江 8 万吨电子废弃物拆解处理工程等，并规划了江门东江，湖北家电以旧换新拆解处理基地等项目。

图 6: 公司固废资源化与处理处置业务的模式



资料来源：招股说明书，东北证券。

3.3. 资源化业务波动大，处置业务增长稳定

危险废物的资源化利用与处理处置两类业务，相互联通，甚至有时难以完全区分。目前，公司主要以废物中所含价值成分能否弥补处理成本来区分，在做帐务处理时，对于以收费方式进行处理的全部归为无害化处置业务，而需支付费用购买的废物都归为资源化。这样处置业务的原料中可能含有可资源化的成份，资源化业务在提取有价值成份的过程中，实现了无害化处置，或者需再经无害化处置达到排放标准。但这两个业务的运行特征却完全不同。

危险废物的处置业务，壁垒更高，竞争非常弱，毛利率高。一是，危险废物处置业务的环保标准和审批更为严格，进入困难。经处置后的危险废物需要排放到自然或进行填埋而会自然形成交互，因此它是去除废物危险性的最后一道防线，而经资源化利用后的危废，可进一步由处置业务来消除危害和污染，因此危废处置业务的环保标准和审批更为严格，企业进入也更为困难。二是，从事处置业务的企业，需要较大规模投资建设处置产能，并多以 BOT 模式或是竞标获得特许经营权，因此，处置企业需要具有相当的技术实力、资本实力，这发挥了进入壁垒的作用。三是，特许经营权赋予了权利企业在特定范围内的排他性经营权利，因此，具有较强的垄断性。四是，需处理处置的危险废物，因不具备综合利用价值或价值较小，且

审批严格，而很少进行异地运输和转移，跨省转移则更为少见。五，危险废物的处理处置收费标准的基本架构多由政府制定，企业定价的弹性小，进一步缩小了行业内企业之间的竞争。因此，危险废物处置业务的毛利率非常之高，自 2008 年以来，公司的毛利率水平就一直在 70% 以上，甚至于还存在上升的趋势。

表 6: 公司主要的工业废物处理基地

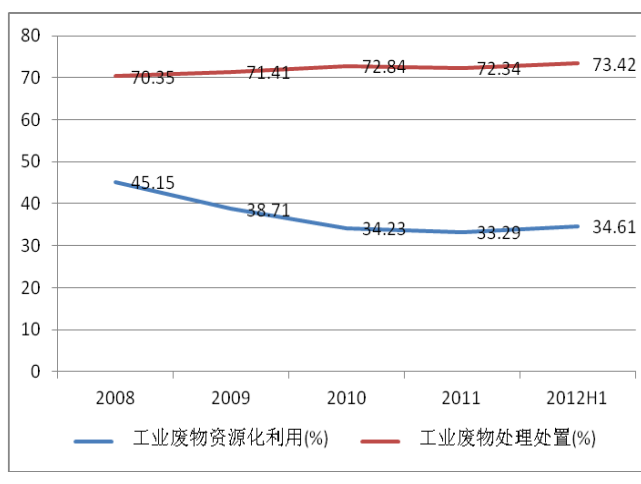
基地	运营公司	业务概要	危废建成产能/在建产能
处于全面运营阶段的处理基地			
沙井处理基地	沙井分公司	该基地是目前国内规模最大的含铜废液处理基地之一，主要的资源化产品为硫酸铜等铜盐产品。	总计 9.21 万 T/A，其中：HW22 含铜废物处理能力 70000T/A；PCB 板：8000 吨/年
东江华瑞处理基地	东江华瑞	该基地拥有全球第 2 条 TBCC 生产线，运用美国先进的技术生产新型资源化产品 TBCC。	产能 4800 吨。2011 年产出 TBCC 销量 4,100 吨。
惠州基地	惠州东江	该等基地主要从事回收蚀刻废液、电镀污泥和 PCB 污泥，生产硫酸铜、氧化铜和硫酸镍等资源化产品。	总计 3.45 万 T/A，其中：HW22，2 万 T/A；
昆山处理基地	昆山鲲鹏		资源化：含镍废液(HW17) 1.2 万 T/A
	千灯三废		资源化：HW22 4.8 万 T/A； 废物处理与处置：2 万 T/A
广东省危废示范中心	东江威立雅	该基地是广东省第一家由国家环保部根据“三同时”原则验收的 综合性危废示范中心 ，也是目前我国处理能力最完备、技术最先进的危废中心之一。	废物处理与处置：1 万 T/A 焚烧；4 万 T/A 填埋，物化 3.3 万 T/A。总计 8.3 万 T/A
韶关东江处理基地	韶关东江	粤北建成的资源化产品深加工基地。该基地已建成并已完成环保验收，主要产品为阴极铜。	资源化：1000T/A 电解铜
	珠海清新	废旧物资回收、收集、贮存、处理危险废物	资源化/处理与处置：1 万 T/A（整改）
	清远新绿	主要从事废物回收处理综合利用、环保工程、污水处理；销售：化工产品。	资源化：HW22: 2 万 T/A；退锡废液(HW17) 6000T/A
深圳市龙岗区工业危废基地	龙岗东江	省级定点危废中心 ，预计 2013 年上半年可全面投入运营。	废物处理与处置：2.4 万 T/A（原为 1.9 万 T/A，其中 1.3 万 T/A 稳定化/固化处理，0.6 万 T/A 物理/化学处理）
清远废旧家电拆解及综合利用基地	清远东江	一期工程年处理能力为 1 万吨的废旧电器处理基地，已建成 PCB 处理线、冰箱拆解线、电视拆解线、空调拆解线、玻璃清洗线等 6 条生产线，预计 2013 年可全面投入运营。	废旧 PCB 板：6000T/A 公司计划利用募集资金将该项目的产能扩大至 8 万吨废旧电器处理能力。
试运行、规划或建设中的处理基地			
粤北危废中心	韶关绿然	综合性省级定点危废中心 。一期工程处理对象主要是含锌废物和含铜废物，截至 2011 年 12 月 31 日，粤北危废中心一期工程已完成铅选车间、次氧化锌车间、暂存车间等设施的建设。	一期，处理水淬渣 20 万吨/年，产出 1.2 万吨金属量的次氧化锌和 0.5 吨铅精矿。二期工程拟处理处置 41 类危险废物。二期工程尚未开始建设。
	浙江德达	危废利用与处理处置	资源化/处理与处置：9000T/A 搬迁拟扩建至 4-6 万吨/年。
湖北家电拆解处理基地		取得湖北省家电以旧换新指定拆解处理企业资格。	正进行前期准备工作。规划 5 万吨/年
	江门东江	危废利用与处理处置	规划建设 19.85 万吨利用与处理能力

资料来源：招股说明书，东北证券。

危险废物的资源化利用业务毛利要低，且易受金属价格冲击。资源化业务区域性特征较弱；行业也存在着资质审核与牌照许可等进入壁垒，但壁垒的约束性相对较弱，导致行业内企业较多，企业之间的竞争也颇为激烈；行业内企业都是自主定

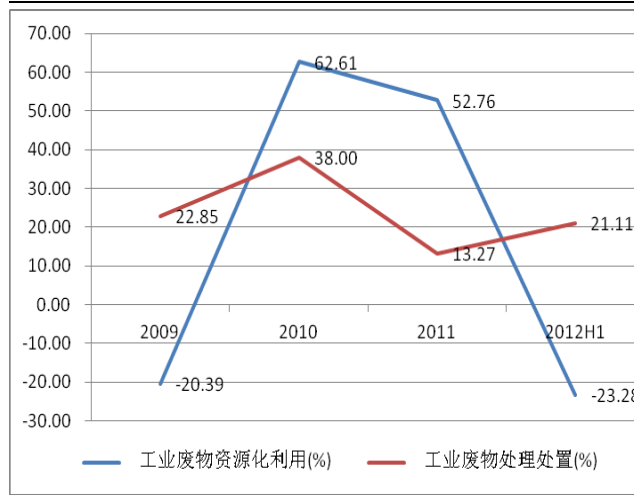
价的，价格是企业竞争的主要手段之一；资源化利用业务，对企业环保技术和资本实力的要求并不像处理处置业务那么高。这导致了该业务的毛利率要比危废处置业务低很多。同时，资源化产品易受金属市场价格波动的冲击，使其销售收入和利润都具较大的波动。但毛利率较为稳定，由于企业生产成本变动较小（甚至受人力成本推动而上升），当金属市场价格下跌时，资源利用企业的利润空间有所收窄，但企业会调整其原材料采购的折价情况，减缓企业受到的冲击。前几年，公司资源化业务的毛利率从2008年开始有所下降，但近两年来稳定在34%的水平。

图 7：工业废物资源化利用与处置的毛利率较高



资料来源：WIND，东北证券

图 8：资源化业务营收增速波动大



资料来源：WIND，东北证券

4. 积极拓展市政废物处理业务

公司所从事的市政废物处理业务包括市政废物的处理处置和再生能源利用，主要是对城市生活垃圾进行清运和卫生填埋；对市政污水处理过程中产生的污泥进行稳定化/固化改性填埋；对建筑废弃物和餐厨垃圾进行处理及综合利用；利用生活垃圾填埋场所产生的填埋气进行发电。

表 7：公司主要业务的特征对比

	危险废物的资源化业务	危险废物的处理处置业务	市政废物
区域性	原材料来源具有一定的区域性	区域性很强	区域性很强
价格自主权	自主	政府规制，自主权小	竞标价或政府规制，有一定自主权
环保技术要求	中	高	中
装置规模要求	规模可大可小，废物各类可多可少	规模很大，多种废物集中处置	中
特许经营许可/权的取得及经营期	环保部门授予经营许可证	环保部门授予特许经营权。多为 BOT 模式，特许经营期 22-30 年；也可采用政府建设，运营竞标模式	环保部门授予特许经营权。BOT 模式，特许经营期较长，5 年以上。竞标，经营期约 3-5 年
特许经营许可/权	不具排他性	在特定区域内具有强排他性	在特定区域内具有较强排他性
异地（跨省）运输	审批较严，但可能且可行，较常见	极为少见，审批非常严格	少见
毛利率	较高（>30%）	非常高（>70%）	较高（依模式存在较大区别）

资料来源：东北证券

4.1. 市政废物处理处置

市场废物处理处置的运营模式和工业废物的处理处置大体类似，基本上是，公

司通过 BOT 或竞标等方式获得市政废物处理设施运营的特许经营权，按照政府制定的价格标准（或竞标胜出时提出的价格标准）对处置的市政废物进行收费。

在垃圾清运方面，公司的经营实体为香港力信，2008 年 5 月起，公司通过香港东江全资收购力信服务，开始从事香港沙田、大埔、葵青和西贡区的生活垃圾清运工作。2011 年公司在香港实现的营业收入为 3079 万元。

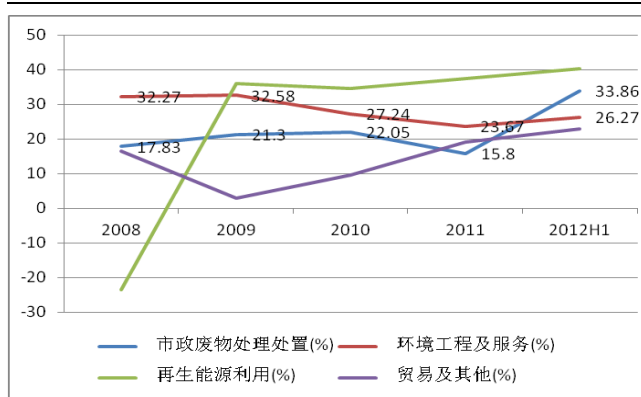
污泥处理业务，主要由再生能源公司运营，其获得政府授予的特许经营权，承担了下坪污泥改性固化处理厂（污泥处理能力 700 吨/日）及福永市政污泥处理厂（一期，200 吨/日）的运营管理。目前，再生能源公司运营的“下坪污泥固化处理厂”期限届满，将搬迁至深圳市河道淤泥福永处理场二期工程继续运营。同时，由其继续承担深圳市河道淤泥福永处理场二期工程--污泥固化填埋区工程项目 BOT 建设及运营。该项目主要处理污水处理厂所产生的脱水污泥以及部分河道淤泥，设计处理能力为每日 700 吨。

垃圾填埋业务由公司下坪垃圾填埋场和湖南东江经营。公司下坪垃圾填埋场年垃圾填埋能力达到了 130 万吨，2011 年，下坪填埋场运营管理项目实现营业收入 3570 万元；公司还成功中标深圳市下坪填埋场二期填埋运营项目，合同金额每年 3788.62 万元。湖南东江，获得了当地政府的特许经营权，投资建设并负责湖南邵阳生活垃圾填埋场的运营，该基地处理能力为 700 吨/日，2012 年上半年垃圾中转及处理业务实现收入 1174.84 万元。

除上述已投入运营的市政废物处理基地之外，公司在建、试运营或规划的项目还有：

建筑垃圾处理基地：昆明东江，年处理能力达 100 万吨，已进入试生产，自试产以来，已接收建筑垃圾逾 7 万吨，生产出标准砖、空心砖、路面砖等产品。

图 9：市政废物处理处置相关业务毛利升高



资料来源：东北证券

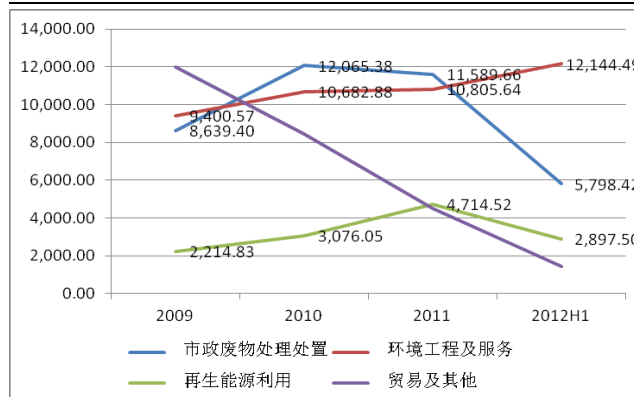
餐厨垃圾：作为深圳市罗湖区餐厨垃圾处理试点单位，公司已开展了餐厨垃圾处理及资源化项目的前期工作。目前，深圳市政府已签署《深圳市餐厨垃圾管理办法》，将于 2012 年 8 月 1 日发布实施，为公司餐厨资源化项目后续发展提供更好的政策支持。

此外，公司正积极开拓澳门餐厨垃圾资源化利用、广东粤西地区城市生活垃圾处理市场的业务机会。

4.2. 再生能源

公司的再生能源业务，主要是利用生活垃圾填埋场所产生的填埋气进行发电。其运营模式也是公司通过 BOT 模式，获得填埋气发电的特许经营权，公司收入包括电力出售和 CDM 机制分成。

图 10：市政废物、再生能源业务稳步增长



资料来源：东北证券

表 8: 公司市政废物与再生能源业务项目分布

运营公司	项目	特许经营权的获得	盈利模式	规模	2011 营收
香港力信	香港城市生活垃圾清运项目	通过公开竞标, 取得部分标段的清运服务资格	按照认可的投标价格, 每月支付固定的垃圾清运服务费。此外, 也通过收取固定年费的形式为少量公司客户提供生活垃圾清运服务。		
再生能源公司	下坪污泥改性固化处理厂	再生能源公司获得政府授予的特许经营权投资、建设并运营该项目。	再生能源公司负责市政污泥的固化处理和卫生填埋。政府根据市政污泥的处理量向公司支付服务费。	30 万 T/A	4061.44
	福永市政污泥处理厂	自 2011 年 9 月起, 由公司承接		200T/D 二期至 700T/D	
东江环保	深圳下坪固体废物填埋场托管运营项目	公司通过公开竞标, 获得政府授予的特许经营权, 为深圳下坪填埋场提供全方位的托管服务	双方根据招标价格按月结算托管运营服务费。	130 万 T/A	3,570
湖南东江	湖南邵阳生活垃圾填埋场建设运营项目	公司通过招商引资的方式获得政府授予的特许经营权, 投资建设并负责湖南邵阳生活垃圾填埋场的运营 (特许经营权+BOT)	政府将按照垃圾处置量向公司支付处置服务费。	23 万 T/A	767
昆明东江	昆明市建筑废弃物资源化处理示范项目	东江环保获得昆明市西片区建筑废弃物资源化处理示范项目的运营权, 负责示范运行期限内昆明市西片区建筑废弃物资源化处理示范项目的投资、建设和示范经营, 并负责处理建筑废弃物、生产再生产品		100 万 T/A	
再生能源项目					
再生能源	填埋气发电及 CDM 项目	公司与政府签订特许经营协议获得深圳下坪 (二期在建)、深圳老虎坑和青岛小涧西生活垃圾填埋场填埋气的 12-20 年资源使用权。由公司相应部门负责项目的投资建设、运营管理。(特许经营权+BOT)	政府负责填埋气收集系统的建设, 公司负责发电和变电等设施的投资或发电厂的整体运营。	10MW	3448
青岛东江			通过 CDM 模式和发电上网售电 (实行可再生能源发电全额保障收购制度) 等收益	3MW	599.17
东江利赛				3MW	668.96
东江松藻	重庆煤矿乏风减排项目		CDM 模式		

资料来源: 招股说明书, 东北证券

目前, 公司拥有深圳下坪、青岛小涧西和深圳老虎坑 3 个再生能源利用项目。其中, 深圳下坪填埋气综合利用项目建设和 10 台发电机组; 青岛小涧西项目建设和 3 台发电机组, 2011 年 11 月投入运营; 深圳老虎坑建设了 3 台发电机组, 2011 年上半年试运行, 2012 年正式运营。2012 年上半年, 三个填埋气发电项目均保持满负荷稳定运行, 共计发电近 5,000 万度, 核定碳减排量约 14 万吨, 实现营业收入 28,975,037 元, 较 2011 年同期增长约 20.39%。

5. 环境工程及服务贸易业务提供增值性配套服务

公司所从事的增值性配套服务包括环境工程及服务贸易及其他。环境工程及服务主要是提供环境保护设施工程的技术咨询、设计、建设、运营管理, 以及环境

影响评价和环境检测等。目前公司已成功实施 30 余个环境工程项目，全面掌握了工业废水达标处理工艺，获得国家环保部颁发的工业废水设施运营甲级资质。此外，公司的环境咨询和检测子公司还为客户提供环境管理体系认证、环境影响评价、环境检测和环境咨询等服务。贸易及其他主要是购销本公司及其主要工业客户所需的辅助化工原料。

公司环境工程与服务业务主要针对与公司工业废物利用与处置业务相关联的企业，特别是上游企业，如帮助线路板厂建设污水处理生产线，承接污水处理厂运营管理等。这即可以充分利用公司的客户资源，发挥协同效应，也能更好地与公司废物资源化与处置业务相对接。

2012 年上半年，项目结算致环境工程服务收入大增。上半年，公司在广东及昆山地区开展线路板蚀刻废液的在线回收业务，并承接了江门崇达电路技术有限公司废水处理工程及回用水处理工程、特佳电镀表面处理（深圳）有限公司废水处理优化升级改造工程及废气处理工程等大型工程项目；新增废水运营客户 7 家，目前运营客户共计 36 家，并已将业务拓展至昆山地区，对配合当地相关业务的开展起到积极作用。工程项目结算，导致环境工程及服务业务实现营业收入提升至 12144.49 万元，较 2011 年同期大幅增长约 307.00%。

不过，环境工程与服务业务的业绩随项目的结算，具有较强的波动性。预计，在 2013 年公司也会有一些项目进入结算，但项目规模总体不大，因此该业务营收增长的持续性不强，同时，毛利率水平也较为稳定。

6. 公司的竞争优势

6.1. 完整业务链打造全能固废处理环保服务平台

根据国家倡导的优化环保企业组织结构，实施多层次、多渠道、多功能和全方位服务的发展战略，公司积极拓展业务链，形成多业并举、关联带动和优势互补的运作格局，在全面提高业务能力的同时，有效增强自身的抗风险能力。目前，公司业务横跨工业和市政两大领域，从工业废物的收集、资源化利用到处理处置；从生活垃圾填埋场的管理、填埋气发电到 CDM 项目；从餐厨垃圾处理到市政污泥处理，公司已建立起一条针对固体废物进行“减量化、无害化、资源化”处理的完整业务链。同时公司还有能力为相关企业提供环境工程的咨询、设计、建设和运营、以及环境影响评价和环境检测等增值性服务。公司通过全能的固废处理服务平台，以综合和快捷的一站式服务，最大程度地满足客户的各种需求，提高了综合竞争力。

6.2. 环保服务资质覆盖广，创造协同效应

具多种资质的资源化利用与处置企业较少。例如，广东省内的危废处置企业有 100 多家，但绝大部分企业只有 5 种以内的危废处理资质，而且危废的资源化利用居多，仅有包括广州绿由工业弃置废物回收处理有限公司、深圳市危险废物处理站有限公司、深圳市宝安区工业废物处理站有限公司、广东龙善环保高科技实业集团有限公司、惠州 TCL 环境科技有限公司、肇庆市新荣昌工业环保有限公司等约 10 家公司具有 5 种或以上的危废处理资质。同时，从事填埋、焚烧等无害化处置的企业数量也非常少。

公司拥有包括废物处理、污染治理、环境工程、环境检测、环境评价和高新技术企业在内的多项资格证书。例如，公司自 1999 年便开始从事工业废物处理业务，公司及合营公司东江威立雅已具备处理国家危废名录中除 HW01 医疗废物、HW10 多氯联苯（溴）类废物、HW15 爆炸性废物、HW29 含汞废物之外所有 45 类危废经营资格（总共为 49 种危废）。资质齐全有利于公司提供全面的固废处理方案和一揽子环保服务，降低客户的交易成本，优先获取客户订单。

6.3. BOT 模式，获取特许经营权，培养垄断优势

表 9：公司持有多项特许经营权

	项目名称	项目内容	特许经营期限
龙岗东江	深圳市龙岗区工业危险废物处理基地项目	龙岗东江独占享有在特许经营期内对特许经营区范围内的危险废物综合利用、废旧电子、电器处理等项目之投资、设计、建设、运营和维护权利，并收取相应费用	2009.2.27-2031.2.26
韶关绿然	粤北危险废物处理处置中心项目	韶关绿然经授权获得危险废物综合利用、安全填埋项目之投资、设计、建设、经营和管理的权利，并收取危险废物处置费	2007.3.16-2037.3.15
湖南东江	邵阳市生活垃圾卫生填埋场建设及特许经营项目	湖南东江获邵阳市城市生活垃圾卫生填埋场建设及运营权的特许经营权，于邵阳市城市生活垃圾卫生填埋场，对生活垃圾进行无害化卫生填埋处理，并建设、运营、使用、维护及更新有关建筑物、设施和设备	2008.2.27 签订，特许经营期限自启用日起计 30 年
东江环保	邵阳市生活垃圾压缩转运站运行管理及垃圾压缩转运承包项目	东江环保经授权负责承包管理邵阳市大型生活垃圾压缩转运站的运行操作并将压缩后的垃圾运至邵阳市生活垃圾卫生填埋场	2011.6.1-2021.11.30
东江环保	昆明市建筑废弃物资源化处理示范项目	东江环保获得昆明市西片区建筑废弃物资源化处理示范项目的运营权，负责示范运行期限内昆明市西片区建筑废弃物资源化处理示范项目的投资、建设和示范经营，并负责处理建筑废弃物、生产再生产品	2010.6 签订，示范运行期限自正式投产之日起 5 年
东江环保	深圳市宝安区老虎坑垃圾卫生填埋场沼气利用 CDM 项目	东江环保获特许经营权，建设运营老虎坑垃圾卫生填埋场沼气利用项目，负责项目的投资、设计、建设和运营管理，通过 CDM 模式和发电上网售电等收益	2007.11.8-2023.11.7
再生能源公司	深圳市下坪固体废弃物填埋场填埋气体发电工程项目	双方合作利用填埋气体发电，负责项目投资、设计、建设和运营管理，并通过销售电能收益	2005.6.1-2025.12.31
青岛东江	青岛小涧西生活垃圾填埋场填埋气体发电及 CDM 项目	青岛东江经授权投资、建设、运营及管理青岛市小涧西固废综合处置场填埋气体收集发电项目及相关附属设施	2008.12.24-2020.12.23

资料来源：招股说明书，东北证券

公司的工业固废处理处置与市政废物的处理业务基本上都采用 BOT 模式，即政府授予企业特许经营，由企业负责项目的设计、建设、并在特许经营期内进行运营和管理权，该特许经营权具有排他性，而使业务具有一定的垄断性。

目前，公司已获得多个项目的特许经营权，将逐步体现垄断优势。

公司在广东固废处置能力建设规划中地位突出，已获 3 个项目的特许经营权。针对广东工业废物的分布特点，广东省在《广东省环保规划纲要（2006-2020）》等文件中规划了 6 个省级综合性危废定点处置中心，包括珠三角地区的广东省危险废物综合处理示范中心（同时属于国家规划的 31 所综合性定点危废中心之一，由东江威立雅运营）、深圳市危险废物综合处理中心（深圳市危险废物处理站有限公司运营）（这两个项目已全面运营）。珠三角地区的广州市废弃物安全处置中心、粤北的韶关危险废物处理中心（韶关绿然运营）、及粤西的茂名危险废物处理中心（此三项目仍在建设/筹建中），以及深圳规划的深圳龙岗省级综合性危险废物处理中心（龙岗东江已取得该处理中心的特许经营权并即将投产）。可见，在广东省的综合性危废处置中心规划中，公司将建设运营 6 个项目中的 3 个，地位突出。

表 10: 公司在广东省获得的废物处置特许经营权数居前

地区	工业企业	工业废物类型	废物产生量占比	处置中心规划
珠三角地区	电镀、PCB、五金加工、制药、食品、石化、制革、印染为主	含铜、镍、锡废液、废有机溶剂、废包装桶、废矿物油、含油抹布、高浓度工业废液及工业污泥	77.66%	广东省危险废物综合处理示范中心(东江威立雅) 广州市废弃物安全处置中心 深圳市危险废物综合处理中心 深圳龙岗省级综合性危险废物处理中心(龙岗东江建设经营)
粤西地区	石化和农药企业为主	废矿物油、含油抹布、废试剂、化学品残渣和剧毒性物质	14.30%	茂名危险废物处理中心
粤北地区	以冶金和涂料为主	工业污泥、尾矿渣、高浓度工业废液和涂料包装物	7.34%	韶关危险废物处理中心(韶关绿然)

资料来源：招股说明书，东北证券

6.4. 核心区域优势突出，全国网络布局初具雏形

核心腹地区域经济规模与行业发展空间突出。废物的资源化利用和处理处置业，具有很强的区域性，因此，业务区域就成为公司增长的一个重要制约因素，也是公司竞争优势的重要体现。公司发源于广东深圳，业务已经拓展至广东全省，仍至江苏昆山、浙江嘉兴等地。广东、江苏和浙江等核心腹地区域的经济规模和工业废物的产生规模在全国领先，如三省市产生的工业固废占全国的 7%，但其危废产生量占全国的比较已经超过了 20%，公司业务发展有广阔的空间。

表 11: 珠三角和长三角是固体废物的重点区域

	工业固体废物产生量(万吨)				危险废物产生量(万吨)			
	全国	广东	江苏	浙江	全国	广东	江苏	浙江
2009	203943	4741	8028	3910	1430	99	126	60
2010	240944	5545.8	9062.5	4267.58	1587	118.10	135.94	63.6
2011	325140		10398.9	4513			196.3	

资料来源：环保部，各省环保厅，东北证券

广东固体废物资源产生量居全国前列。根据《2010 年广东省环境状况公告》，广东地区 2010 年的工业固体废物产生量为 5,545.80 万吨，同比增加 12.56%。其中，危险废物为 118.10 万吨，比上年增加 19.04%，危废产生量居全国前列。

公司占据广东工业废物的核心区域。广东地区的工业废物产生量的区域分布特点与工业企业的地域分布基本一致，主要集中在经济发达的珠三角地区，其次为粤北和粤西，粤东最少。其中，广州、深圳、茂名、惠州和东莞是广东省工业废物产生量最大的前 5 座城市，其工业废物的产生量约占全省工业废物产生量的 78%。目前，公司已在深圳、惠州等地都建设了处理基地，在广东有较高的市场份额。

长三角也是产生工业废物的核心区域。如江苏省 2011 年，全省一般工业固体废物产生量 10398.9 万吨，综合利用量 9894.4 万吨，处置量 361.2 万吨，贮存量 224.6 万吨。危险废物产生量 196.3 万吨，综合利用量 89.8 万吨，处置量 104.4 万吨。2010 年浙江省工业固体废物产生量为 4267.58 万吨（2011 年为 4513 万吨），比上年增长 9.22%，其中危险废物产生量为 63.60 万。但全省建成工业危险废物综合性集中处置设施 13 座，年处置能力仅 13.49 万吨。

全国网络布局初具雏形。公司自成立以来一贯采取积极的市场拓展策略，大力推动各项业务的区域拓展和市场布局，重点在我国经济最发达和废物污染源最集中的广东地区投资了多个废物处理项目，工业废物收集网络覆盖广州、深圳、惠州和东莞等工业废物产生量占广东工业废物产生总量 90% 以上的 17 个城市。在省外，公司着眼于长三角、华中和华北等地区广阔的市场空间，业务区域布局已逐步延伸至香港、江苏昆山、山东青岛、河北廊坊、云南昆明、重庆松藻、湖南邵阳、湖北武汉和北京，初步形成立足广东、覆盖长三角和华中、辐射全国的市场布局。

6.5. 先发优势：运营经验，客户资源和优秀市场品牌

公司是国内率先进入到工业废物特别是危险废物资源化利用与处理处置业的少数企业之一。这使公司拥有项目运营管理经验、客户资源和品牌方面的先发优势。

如在危废处置项目的运营管理经验方面，公司合营公司东江威立雅是全国首个获得危废处置中心特许经营权的单位，同时公司还运营着包括惠州东江、龙岗东江在内的多个危废处置中心，在危废处置设施的建设、经营与管理领域率先积累了丰富的经验，培养或吸引了大量的人才，这有助于公司进行区域扩张。

在客户方面，经过 11 年的不懈努力，公司在广东和长三角地区废物产生企业建立了稳定的合作关系，市场份额稳定提升。近三年来，与公司维持稳定业务关系的主要客户由 5,730 家增加至 7,469 家。截至 2011 年 12 月 31 日，与公司建立业务联系的企业达 16,000 家，分布在全国 22 省的 75 座城市。

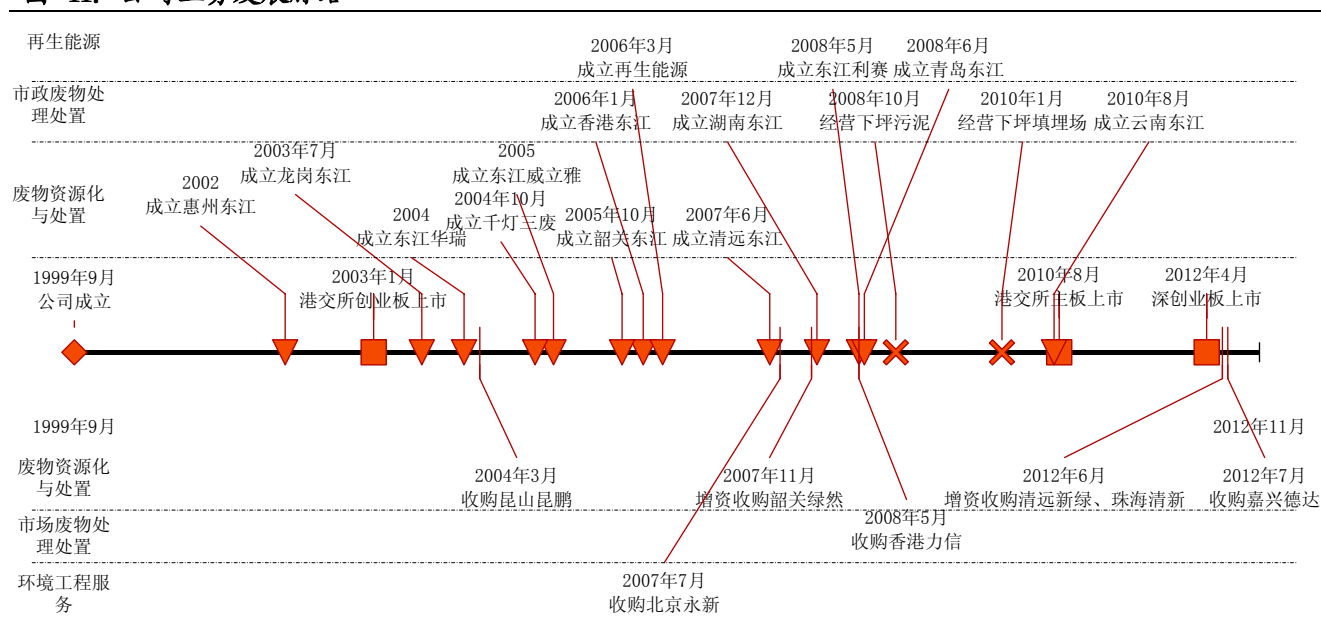
在品牌效应方面，公司先后被评为“国家环保骨干企业”、“国家资源节约与环境保护重大示范工程单位”、“国家首批循环经济试点单位”，是国内环保行业的领军企业之一，拥有优秀的客户服务声誉，品牌效应突出。

7. 公司增长来源：产能与区域扩张、业务线延伸

7.1. 自 2003 年以来，公司业绩复合增长率在 30% 以上

回顾历史，公司业绩增长迅速。自 2003 年以来，公司营业收入稳步增长，2011 年公司的营业收入是 2003 年的 15 倍，年复合增长率达 40.29%。同期公司净利润增长了 7.5 倍，年复合增长率达 30.67%。

图 11: 公司业务发展脉络



资料来源：公司年报，东北证券。

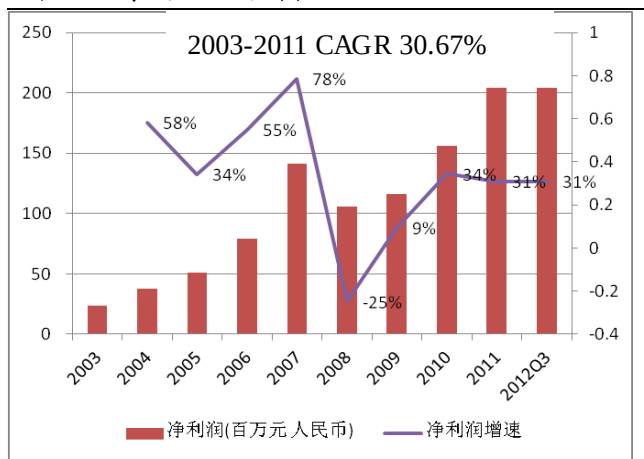
公司业绩增长主要有两个动力。第一，废物资源化利用与处理处置业务的产能

与区域扩张。

工业废物的利用与处置业具有非常强的区域性特征，这使得行业内企业进行异地扩张时面临着地方保护的多重障碍。危险废物处置业务的区域特征更为突出，甚至于一省的市县都可能形成一个区域市场，新进入者面临着行政壁垒等多重障碍。公司区域扩张，主要有两种模式，一是共同或独资创设，一是并购。前一方式针对进入壁垒不是特别高的地区，如公司在广东省内设立的惠州东江，东江威立雅等。跨区域的并购是打破区域进入壁垒的有效手段，是公司成功跨区域特别是跨省拓展的主要方式，其中，关键性的并购包括：

1. 收购昆山昆鹏。2004 年 3 月公司以 153 万元，收购了昆山昆鹏 51% 的股权，打开了江苏市场，并随后通过与当地企业与居民合作成立了千灯三废，进一步拓展了公司在江苏市场的发展空间。到目前为止，昆山基地已经成为公司在广东省外市场的核心领域，2011 年公司昆山基地收入已从 2008 年的 7400 万元增长到了 3.4 亿元，占整个公司资源化业务营业收入的 30% 多。
2. 增资收购韶关绿然，拿下粤北危废 BOT 与特许经营权，该项目将成为公司未来业绩的核心推动力之一。

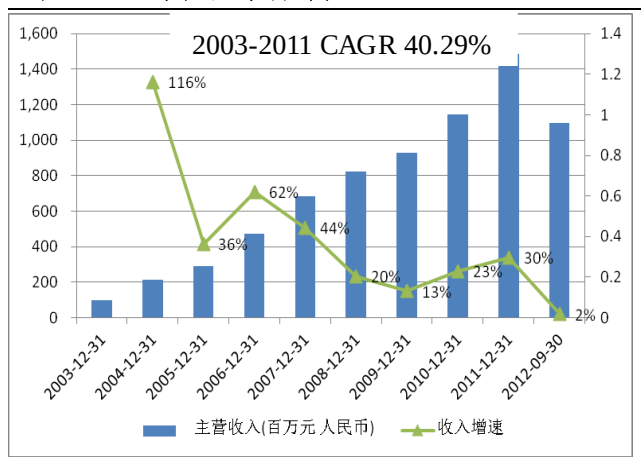
图 12: 净利润飞速增长



注：各年数据来自港股披露的年报。

资料来源：WIND，东北证券

图 13: 公司营收持续增长



注：各年数据来自港股披露的年报。

资料来源：WIND，东北证券

3. 增资收购嘉兴德达，进入浙江。2012 年 7 月，公司以现金人民币 3018 万元增资入股嘉兴德达资源循环利用有限公司，增资完成后，公司将持有嘉兴德达 51% 股权。公司由此获得了浙江省的危废处理资质，开辟浙江省嘉兴市及周边地区的工业危废市场，并可辐射至湖州、杭州、绍兴等地区。

图 14: 公司地域布局迅速扩展

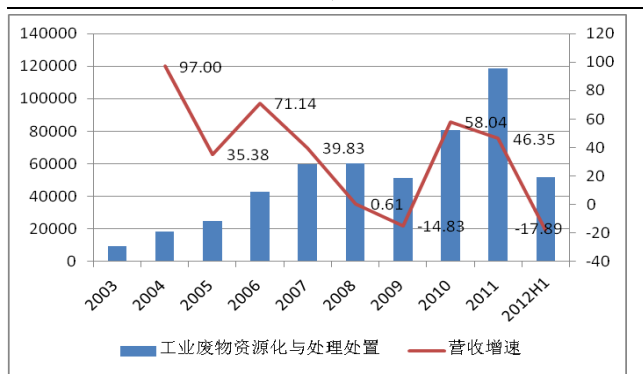
1999 年	2003 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2012 年
广东深圳	广东惠州	广东东莞	北京	香港	广东广州	广东茂名	浙江嘉兴
	江苏昆山	广东珠海	河北廊坊	广东中山	广东河源	云南昆明	
		广东清远		广东肇庆	广东梅州	湖北武汉	
		广东韶关		广东佛山	广东江门		
				湖南邵阳	广东潮州		
				山东青岛	广东汕头		
					广东揭阳		
					重庆		

资料来源：东北证券，招股说明书。

区域及产能扩张推动工业废物资源化与处理处置业务的复合增速达 23.85%。公司成立以来，核心业务就是工业废物的资源化利用与处理处置，自 2003 到 2008 年，公司该业务增长较快。但 2008 年的金融危机的爆发使金属价格大幅下挫，2009 年金属价格才逐步恢复，致使这两年公司业绩增速放缓，甚至于出现负增长。综合来看，公司从 2003 年至 2011 年，工业废物的资源化利用与处理处置业务的营收复合增长率为 23.85%。但这一增速仍慢于公司营收收入的复合增幅，表明该业务并非公司增长的唯一动力。

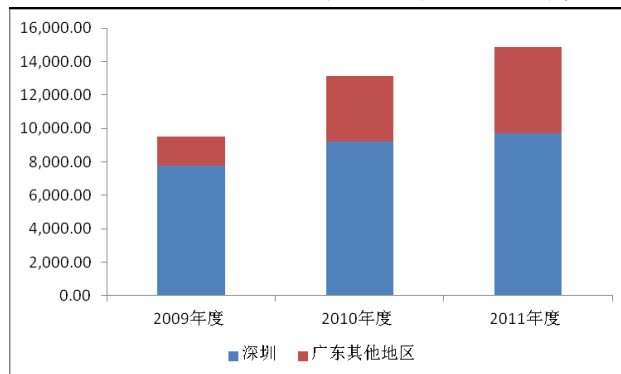
第二，业务的产业化延伸也是公司增长的重要推动力。2008 年在工业废物相关业务增长乏力之际，公司经过周密的准备之后，大胆地拓展了市政废物处理处置与再生能源等业务，并依托公司核心业务做大环境工程服务业务，推动公司向综合化的环境服务供应商转变。业务的产业化、综合化延伸成为公司增长的又一动力。在业务产业化、综合化推进的过程中，并购也是公司拓展业务的重要方式。其中，代表性并购事件是对香港力信和北京永新的收购：

图 15：公司工业废物业务营收复合增速近 24%^①



资料来源：WIND，东北证券

图 16：危险废物处置业务以深圳为主，限于广东



资料来源：招股说明书，东北证券

收购香港力信，进入市政废物处理业务。公司于 2008 年 5 月全资收购力信服务，在香港地区提供生活垃圾清运服务，学习借鉴了香港先进的市政废物处理和管理经验。以此为基础，公司采取“以点带面”的经营策略，将业务逐步延伸市政废物处理业务领域。2011 年，市政废物处理业务营收过亿，对公司营收的贡献已接近 8%。

收购北京永新。2007 年 7 月，公司以 22 万元收购了北京永新 55% 股益，强化了公司在环保工程与服务领域的地位，延伸了公司的产业与服务链条。至今，环境工程与服务业务已经成为公司业务的重要环节，其业务贡献在营业收入 10% 左右。

7.2. 并购与基地建设是公司未来成长的源泉

未来，公司的成长需要依托公司经济腹地行业空间的扩大，积极推进重要基地的建设，提升公司在区域市场中的市场占有率和地位，并继续推进并购，拓展市场区域。

一方面，公司将稳步推进基地项目的建设。其中较为重要的项目包括：

1. 电子废弃物综合利用

公司电子废弃物综合利用的项目主要有两个，一是清远东江年拆解及综合利用

^①会计准则的调整会影响公司营业收入的可比性。例如，2010 年，公司调整了适用的会计准则与会计政策，由香港会计准则调整为国内会计准则，同时对以前误差项进行修正，使得公司营收减少了近一亿元，并追溯历史至 2008 年，相应地对工业废物资源化与处理处置业务的营收进行了调整。本图中，2003 年至 2007 年数据引用港股年报分部资料中的工业废物资源化与处理处置项数据（适用香港会计准则），2008 至 2012 年引用的数据为公司在 A 股披露的数据（适用国内会计准则），会计准则的调整，可能会对业务增长的计算造成差异。特别是对于 2007 到 2008 年的增速计算可能较大偏差。若采用可比香港会计准则，以港股 2008 年年报披露数据为准，2008 年公司工业废物资源化与处理处置业务的营收为 72401.8 万元，较 2007 年增长 7.14%。

废电器 8 万吨项目，一是湖北家电以旧换新拆解处理项目。

清远东江年拆解及综合利用废电器 8 万吨项目为公司 IPO 募投项目，将以洗衣机、电冰箱、电视机、空调器及电脑（以下简称“四机一脑”）为主要处理对象，设计建成年拆解及综合利用 8 万吨的电子废弃物综合处理基地，形成一条完整的废旧电器回收、拆解、处理及资源化生产链。

清远项目辐射区域原材料资源丰富。根据联合国环境规划署的报告，目前全世界每年产生 4,000 万吨的电子废弃物，其中，中国的产生量达 230 万吨，仅次于美国成为世界第二大电子废弃物制造国。项目的主要服务区域为广东省经济较发达和人口密度较高的清远、韶关、深圳、广州、东莞和佛山地区。根据 2010 年中国电子科学院的分析预测，未来 3-5 年，深圳、清远、韶关、广州、东莞和佛山六个地区的“四机一脑”的年均报废量分别为 119 万台、121 万台、231 万台、148 万台及 199 万台，合计达 818 万台，25.48 万吨。

清远项目收益较好。预计，项目建成后平均每年新增销售收入 33,661.36 万元，利润总额 3,789.86 万元。项目投资所得税后内部收益率为 15.78%。

湖北家电以旧换新拆解处理项目。公司于 2010 年 9 月在湖北省家电以旧换新指定拆解处理企业公开招标中成功中标，取得湖北省家电以旧换新指定拆解处理企业资格。公司规划在湖北建设 5 万吨的拆解处理产能。

2. 粤北危废处置中心

粤北危废处置中心是根据《广东省环保规划纲要（2006-2020）》，针对韶关地区冶金工业发达，工业废物处理设施建设严重滞后的现象，以子公司韶关绿然为项目实施主体投资建设的综合性省级定点危废中心。

粤北地区矿产资源丰富，是我国冶金工业最发达的地区之一，韶关市危险废物种类约有 20 类，主要的废物种类有 2 类，包括含锌废物（HW23）和含铜废物（HW22），分别占韶关市危险废物总产生量的 94.10%和 3.72%。含锌废物的主要形态为含锌粉尘（如布袋灰、瓦斯灰等），含铜废物主要包括含铜蚀刻液和含铜废渣等。

项目分两期建设，建成后将处理处置表面处理废物（HW17）、含铬废物（HW21）、含铜废物（HW22）、含锌废物（HW23）、含铅废物（HW31）、有色金属冶炼废物（HW48）等 41 类危险废物（目前，填埋场和废铅酸蓄电池回收利用建设内容应依法另行报批）。处理产能达 80 万吨，其中由韶关绿然建设的处理能力达 55 万吨。预计该项目将于 2015 年达产，达产后，预计，韶关绿然的营收可达到 30 亿。

3. 江门东江工业废物处理建设项目

10 月 18 日，公司发布公告称，拟使用超募资金 5,000 万元在广东省江门市投资设立江门市东江环保技术有限公司（暂定名），由其负责东江环保（江门）工业废物处理建设项目（以下简称“项目”）的投资建设及运营。该项目主要针对广东省出现的电子行业企业开始向粤西等经济相对较落后区域转移的趋势，而采取的应变之策，抓住电子企业搬迁、原有环保服务链条被打断之机，拓展客户群。

项目计划总投资约 3 亿元，预计处理废矿物油、废乳化液、染料涂料废物、感光材料废物、含铜废物、含镍废物、其他废物等工业危险废物共 19.85 万吨/年。目前项目已经通过环评，该项目的建设期为 1 年，大概在 2014-15 年完成建设，投入运营。据初步测算，项目建成运营后，将实现年生产销售收入约 47,500 万元，年净利润约 8,000 万元，税后内部收益率约 9.35%，具有良好的经济效益。

4. 嘉兴德达搬迁扩建工程

嘉兴德达是公司在 7 月份收购的一家公司，目前有 9000 吨的危废处理资质（包含资源化和无害化，以资源化为主）。预计，嘉兴德达将是公司在长三角重要的前

沿阵地。目前，该公司拟搬迁扩建产能至 4-6 万吨/年。预计，该搬迁项目将于 2013 年建成，2014 年下半年投产。

同时，公司还在紧密跟踪粤西危废处置中心的规划与建设进展，公司还规划，未来 3-5 年，在广东江门、东莞、中山、珠海、广州及惠州大亚湾等地新建 6-7 个工业废物收集、中转及处理基地；在江苏新建 1 家处理基地；启动广东省危废综合示范中心二期工程的建设。

另一方面，公司将继续推进并购，打破区域的市场界线，快速扩张公司业务。其中，长三角是公司重点拓展的区域，收购的对象的选择主要着眼于对方的规模和资质，关注其目前的资质规模和未来的拓展空间，不会收规模太小的企业。

7.3. 2013 年公司成长的推动力：产能释放

具体到 2013 年，公司业绩的成长动力主要来源于基地项目建设产能的投放及当前运营基地产能利用率的提升。在产能投放方面，2013 年将贡献业绩的产能包括：

1. PCB 资源化业务

2013 年，公司有两条 PCB 处理生产线共 1.4 万吨 PCB 处理产能将投入运营，它们分别是清远东江的废 PCB 处理生产线和沙井基地的 PCB 边角料处理生产线。清远东江的生产线为该公司年拆解及综合利用废电器 8 万吨项目的一期工程——1 万吨/年的废旧家电拆解和 PCB 资源化利用项目形成的产能，目前一期工程已经通过环评，并取得废旧线路板处理资质，公司拥有的废 PCB 处理资质为 6000 吨处理量。沙井基地的 PCB 边角料处理生产线，有 8000 吨处理资质。

原料来源预计较为充足。PCB 资源化生产线的原料有两类：一是 PCB 企业在生产过程中的边角料、废料；二是废旧的 PCB。公司通过多种方式来保障原料：一是，借助公司与 PCB 企业已有的合作关系，在同等条件下可优先获取其 PCB 边角料资源；二是，公司也可对外采购处理广东省内的废弃 PCB 板。三是，建立原料供应模式，加大废旧家电的拆解力度，提升公司自供废弃线路板的比例。

广东省废弃线路板处置企业较少。按广东省工业废物分类，经过印刷之后的线路板，属于危废，但 PCB 边角料等属严控废物。目前，广东拥有废弃印刷电路板处理资质的企业只有 3 家，合计 1.25 万吨资质，拥有 PCB 边角料等覆铜板的边角料及残次品处理资质的企业则较多，总资质在 10 万吨以上。预计，由于可处理废弃 PCB 的企业较少，公司在资源上面临的竞争较小。

项目效益较好。线路板的含铜量介于 10-30%，1.4 万吨的 PCB，预计可产出 2000 吨铜（最终产品为铜粉），产品的毛利率约为 20%（废 PCB 采购价格也按含铜量对铜价折扣来确定）。若原材料来源没有问题，该业务开工便可满产，预计，该业务 13 年贡献的收入可达 1 亿元。

2. 深圳市龙岗区工业危险废物处理基地项目

龙岗区工业危废处理基地项目也是公司 IPO 募投项目，目前该项目已正式运营，危险废物处理规模由原来的每年 1.9 万吨（其中，物理/化学处理规模为 6,000 吨/年，稳定化/固化处理规模为 13,500 吨/年）扩大至 2.4 万吨。原处理规模所做的预算表明，项目达产后平均每年新增销售收入 3,794.03 万，利润总额 1,405.96 万。

3. 韶关绿然水淬渣综合利用项目

目前，由韶关绿然承担的粤北危废处置中心一期工程水淬渣综合利用项目，氧化锌车间已经试运行，将形成 20 万吨/年水淬渣（总共有两条生产线，一条线产能为 10 万吨）及少量危废处理能力，该项目完全达产后年产值可达 23,608.97 万元。预计，该项目的一条生产线将在 2013 年上半年稳定生产，其第一年的产能利用率约为 60-70%，预计会生产出 1 万吨的锌金属量（最终产品为次氧化锌）。另一条生产线将看一线的生产情况而定何时投产。以此预算，韶关绿然水淬渣项目将增加 1

个多亿的营收，预计毛利率在 20% 以内。

原料来源有保障。2011 年底，公司库存水淬渣数量达 183.66 万吨，其中铅、锌等金属平均含量分别为 2.79% 和 7.49%，公司库存水淬渣可供公司使用 10 年。除水淬渣之外，公司还要处理瓦斯灰、布袋灰等品位较高的含锌危废（这些含锌的废物需要以市场价格对外采购）。而韶关钢铁厂、韶钢集团、韶铸集团和仁化金狮冶金化工厂等分布在韶关地区的大中型钢铁制造企业每年产生的含锌粉尘约 10 万吨，粤北危废作为粤北地区的危废综合处置中心，将优先获得这些工业废物，因此，含锌废物处理项目的原材料来源长期有所保障。

4. 清远新绿和珠海清新项目

公司今年收购了清远新绿和珠海清新等项目合计危废处理产能近 4 万吨，珠海清新在整改后将投入运营，而清远新绿拥有 2.6 万吨危废处理能力（2011 年产能利用率不足 50%），产能利用率提升将贡献收入。

此外，一些市场废物项目投入运营，也将增加公司产出，如 2012 年上半年，云南建筑垃圾资源化项目已建成废物资源化生产线并已投入试生产，预计 2013 年将投入正式运营。今年投入运营的湖南东江等项目产能利用率提升也将贡献收入。

8. 盈利预测与估值

根据前述对公司各项业务的论述，我们对营业收入和毛利率做出如下假设：

表 12：关键假设

		2012	2013	2014
营业收入	工业废物的资源化	86940	126285	143699
	工业废物的处理处置	18900.00	22385.00	26244.80
	市场废物处理处置	11855.00	19230.00	22320.00
	再生能源	5521.44	6225.90	6719.93
	环境工程与服务	18369.59	13777.19	14466.05
	贸易与其他	2000.00	3000.00	3500.00
毛利率	工业废物的资源化（%）	34.60	32.05	31.69
	工业废物的处理处置（%）	73.00	73.00	73.00
	市场废物处理处置（%）	33.80	33.80	33.80
	再生能源（%）	41.76	43.96	44.33
	环境工程与服务（%）	23.00	23.00	23.00
	贸易与其他（%）	25.00	18.00	16.66

资料来源：东北证券

其他假设包括：

1) 公司所得税率为 15%。母公司及千灯三废享受高新技术企业税收优惠，减按 15% 的税率征收企业所得税，同时其资源利用收入享受减按 90% 计入收入总额计缴企业所得税以及研发费用按 50% 在企业所得税税前加计扣除的优惠。

2) 假设公司在 2012 年到 2014 年都有 1700 万的营业外净收支。

3) 假设公司 2012 年资产减值损失大幅减少至收益 200 万元。2011 年由于公司对韶关绿然计提了 2300 多万的商誉减值损失，使得公司的资产减值损失达到了 2580 万元。但 2011 年公司商誉大多数已计提损失，公司在 2012 年计提了香港力信商誉损失 300 多万。此项假设也成为 2012 年公司业绩变动的原因之一。

据此预计，2012 年、2013 年和 2014 年的公司的业绩分别为 1.77 元、2.26 元和 2.55 元。对应当前价格的 PE 水平分别为 28，22 和 20 倍。

对于 A 股同类型的环保类公司，公司估值在环保股中也略高。如公司 2012 年的 PE 水平，按我们的业绩预测为 28 倍多，要略高于多数同行企业及同行平均水平，2013 年的 PE 水平也要高。落实到 PEG 上，公司以 2012 年 PE 和 2011 年到 2013 年的复合增长率计算得出的 PEG 要高于全行业，估值水平略高。

不过，也需要看到的是，公司兼具环保和有色金属弹性双重属性，这使得公司具有独特的价值。同时，公司业绩增长的稳定性也较高，此前的十年，公司业绩维持了高增长，而在未来的 2-3 年，公司有大量项目将要投入运营，这将给公司发展带来新的动力，公司的业绩也将保持较快增速。随着公司加大区域扩张和并购扩张力度，公司业绩的增长还可能迎来新阶段。

表 13: 同行业公司估值对比

代码	简称	最新价	总市值(亿)	EPS			PE			11-13 CAGR%	PEG 2012PE
				2011	2012	2013	2011	2012	2013		
002340.SZ	格林美	12.18	70.59	0.49	0.28	0.41	24.86	43.99	29.92	41.71	1.05
000826.SZ	桑德环境	21.44	106.80	0.73	0.86	1.18	29.37	24.98	18.13	38.23	0.65
300190.sz	维尔利	19.91	19.48	0.92	0.71	0.94	21.64	28.05	21.08	37.77	0.74
600388.SH	龙净环保	21.51	45.99	1.19	1.35	1.64	18.08	15.91	13.09	17.66	0.90
	均值						23.49	28.23	20.55		0.84
002672.sz	东江环保 一致预期	52.35	78.77	1.62	1.87	2.48	30.86	26.69	20.12	30.88	0.86
002672.sz	东江环保 东北预测	52.35	78.77	1.62	1.77	2.26	32.31	28.30	22.10	24.45	1.16

资料来源：WIND，东北证券

因此，从公司独特属性与业绩增长与区域突破前景出发，我们给予公司谨慎推荐评级。提示以下几个方面的股价刺激因素：公司区域扩张（如取得省外危废处置中心的特许经营权）和并购取得突破；公司项目投入运营；铜等金属价格大幅上扬；公司取得粤西或其他广东省危废处置设施的特许经营权。

9. 风险提示

危废等废物处理资质许可和特许经营权的展期风险。如经营危废资源化与处理处置业务都需要获取危险废物经营许可证，并每过 3 或 5 年都需要进行重审，若因公司设施无法满足条件等原因而未能重获许可，则将给公司业务带来重大影响。

环保风险。作为环保企业，一旦发生环境事件，将对公司形成致命性打击。

资源化产品的原材料供应及价格和毛利率风险。

项目进展或区域扩张不及预期风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	252	1233	1394	1666
交易性金融资产	4	3	3	3
应收款项	180	264	319	330
存货	225	229	250	265
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	873	1902	2148	2462
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	145	205	225	245
固定资产	473	705	765	845
无形资产	170	269	331	353
商誉	3	3	3	3
非流动资产合计	1110	1215	1293	1344
资产总计	1984	3117	3441	3806
短期借款	128	0	0	0
应付款项	154	219	233	246
预收款项	87	72	95	108
一年内到期的非流动负债	55	100	60	50
流动负债合计	502	516	550	589
长期借款	342	212	212	212
其他长期负债	51	93	93	93
长期负债合计	432	308	308	308
负债合计	934	824	858	897
归属于母公司股东权益合计	946	2166	2431	2724
少数股东权益	103	127	153	185
负债和股东权益总计	1984	3117	3441	3806

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1501	1436	1909	2169
营业成本	978	888	1213	1380
营业税金及附加	16	14	19	22
资产减值损失	26	-2	3	4
销售费用	56	33	44	50
管理费用	179	175	225	252
财务费用	20	12	1	1
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	11	9	10	11
营业利润	235	324	413	472
营业外收支净额	21	17	17	17
利润总额	257	341	430	489
所得税	37	51	65	73
净利润	219	290	366	416
归属于母公司净利润	204	266	340	384
少数股东损益	15	24	25	32

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	219	290	366	416
资产减值准备	26	-2	3	4
折旧及摊销	66	74	82	89
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	26	23	15	15
投资损失	-11	-9	-10	-11
运营资本变动	71	-8	-29	-9
其他	0	3	0	0
经营活动净现金流量	401	353	410	487
投资活动净现金流量	-184	-154	-133	-115
融资活动净现金流量	-141	782	-115	-100
企业自由现金流	164	264	276	368

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	1.62	1.77	2.26	2.55
每股净资产 (元)	7.54	14.39	16.15	18.10
每股经营性现金流量 (元)	3.19	2.34	2.72	3.24
成长性指标				
营业收入增长率	30.26%	-4.34%	32.95%	13.64%
净利润增长率	30.71%	30.51%	28.04%	12.66%
盈利能力指标				
毛利率	34.82%	38.19%	36.46%	36.39%
净利率	13.57%	18.52%	17.83%	17.68%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	48.47	60.00	55.00	50.00
存货周转率 (次)	94.88	94.00	75.00	70.00
偿债能力指标				
资产负债率	47.09%	26.44%	24.92%	23.57%
流动比率	1.74	3.68	3.90	4.18
速动比率	1.00	2.98	3.21	3.47
费用率指标				
销售费用率	3.76%	2.30%	2.30%	2.30%
管理费用率	11.93%	12.20%	11.80%	11.60%
财务费用率	1.31%	0.86%	0.06%	0.04%
分红指标				
分红比例	—	0.73%	0.91%	1.10%
股息收益率	—	0.73%	0.91%	1.10%
估值指标				
P/E (倍)	36.93	28.30	22.10	19.62
P/B (倍)	7.95	3.47	3.10	2.76
P/S (倍)	4.18	5.24	3.94	3.47
净资产收益率	21.53%	12.28%	14.01%	14.08%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760