

首次覆盖

东江环保

占据地利、抢得先机

专注危废 20 年，成长为全国危废龙头

公司专注危废、兼顾市政废物处置，立足广东、布局华东。2003 至 13 年净利润从 2 千万元增长到 2 亿元，过去 10 年除铜价下跌的 08 年和 13 年外其他年份业绩均保持增长。2012 年 A 股上市，13 年收入 15.8 亿元，全国领先。

资源化、无害化兼有，资源化竞争较激烈、无害化毛利高

公司危废处置地域分布以广东为主，江苏、浙江为辅。广东省危废产生量 300 万吨，对应危废资质 324 万吨，但其中焚烧+填埋仅 10 万吨，资源化和无害化的数量严重不匹配，这导致行业现状：1、资源化领域——竞争日趋激烈，行业毛利率下行，叠加金属价格下降导致现有产能回报率下降；2、无害化领域——政府加大违法倾倒、转移危废的执法力度导致表现危废量大幅增加，无害化产能缺口极大，新建项目投产即可达产。按照公司计划，未来 3 年公司产能大幅增长，其中无害化的占比将小幅提高。

收购兼并潜力较大

危废无害化处置是现阶段的稀缺资源，产能极度瓶颈，新项目受制于选址、环评等诸多因素新上产能的周期很长，因此现有项目纷纷扩产，但往往受制于资金等因素，这给予东江环保较好的并购时机，另外作为唯一上市的危废处置公司，公司的项目经验和资金优势非常有助于公司开疆扩土。

估值：首次覆盖给予 39.9 元目标价和“中性”评级

我们预计 2014-16 年公司 EPS 分别为 1.11/1.58/2.09 元，同比增速分别为 24%/42%/32%。基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型和 8.5% 的 WACC，得到目标价 39.9 元，对应 2014-16 年 PE 分别为 36/25/19 倍。考虑到市场对公司未来三年的增长已有充分预期并已充分反映在股价中，我们首次覆盖东江环保，给予“中性”评级。

Equities

中国

污染控制

12 个月评级 **中性**
之前: 未予评级

12 个月目标价 **Rmb39.90**
之前: -

股价 **Rmb37.55**

路透代码: 002672.SZ 彭博代码 002672 CS

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb44.67-30.99
市值	Rmb8.01 十亿/US\$1.28 十亿
已发行股本	178 百万 (ORDA)
流通股比例	40%
日均成交量(千股)	1,080
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb39.6
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb2.44 十亿
市净率 (12/14E)	3.6x
净债务 / EBITDA	0.2x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	-	1.11	- 1.27
12/15E	-	1.58	- 1.55
12/16E	-	2.09	- 2.30

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,501	1,522	1,583	2,075	3,194	4,182	5,083	5,518
息税前利润(UBS)	245	307	204	281	434	601	745	831
净利润 (UBS)	204	267	208	258	367	484	570	638
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.08	1.23	0.92	1.11	1.58	2.09	2.46	2.75
每股股息 (Rmb)	0.00	0.62	0.31	0.33	0.48	0.63	0.74	0.83
现金 / (净债务)	(270)	722	501	(82)	(456)	(454)	37	777
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	16.3	20.2	12.9	13.6	13.6	14.4	14.7	15.1
ROIC (EBIT) (%)	-	30.0	15.3	16.5	18.1	19.4	21.8	24.0
EV/EBITDA(core)x	2.3	11.4	23.9	17.3	11.9	9.0	7.3	6.1
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	-	29.8	42.6	33.7	23.7	18.0	15.3	13.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	23.9	2.3	0.3	(6.9)	(3.9)	1.9	8.3	11.6
净股息收益率(%)	-	1.7	0.8	0.9	1.3	1.7	2.0	2.2

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 05 月 29 日 16 时 57 分的股价(Rmb37.55)得出;

投资主题

东江环保

投资理由

东江环保是 A 股唯一一家主营危废处置业务的公司。2013 年底公司已投产危废处理能力 41.5 万吨/年，其中无害化处置占比 32%。我们预计 2014-18 年，公司投产的危废处理能力 CAGR 将达到 55%，无害化占比小幅提升至 34%。我们看好危废无害化处置行业，行业目前产能极少，政策趋严后产能瓶颈愈发明显，设备负荷率和毛利率都有望保持较高水平。公司风险来自收入占比最高的危废资源化利用业务，该领域目前面临金属价格下跌和竞争加剧两大挑战。我们给予公司“中性”评级，目标价 39.9 元。

乐观情景

我们当前假设 2014-16 年铜价同比增速分别为-6.7%/-6.5%/-1.7%，新项目投产第一年达产率 50%、第二年 75%、第三年满产。如果 2014-15 年铜价同比增速较基准情景增加 2ppt，资源化项目开工率较基准情景增加 5ppt，那么公司 2014-16 年盈利预测将较基准情景上升 5%/10%/10%至 1.17/1.74/2.29 元，对应每股估值为 45.2 元。

悲观情景

如果 2014-15 年铜价同比增速较基准情景降低 2ppt，资源化项目开工率较基准情景降低 5ppt，那么公司 2014-16 年盈利预测将较基准情景下降 4%/9%/9%至 1.06/1.45/1.90 元，对应每股估值为 37.3 元。

近期催化剂

- 1、收购新的危废无害化项目；
- 2、土壤修复相关法案、规划出台；

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb39.90

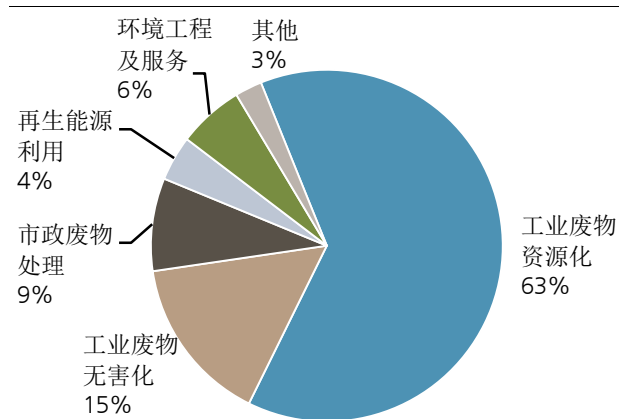
公司简介

东江环保成立于 1999 年 9 月 16 日，2003 年 1 月在港交所创业板上市，2010 年 9 月转至港交所主板上市，2012 年 4 月 26 日在深交所中小板上市。公司主要经营危险废物处理、市政废物处理以及配套服务，大部分位于珠三角和长三角地区。2013 年，危险废物资源化和无害化分别贡献了 63%和 15%的营业收入。

行业展望

危废处置是法律、政策引导型行业，近年频频出现的环保事件导致两高司法解释和新环保法出台，危废处置行业也因此受益，我们匡算中国若要在 2020 年实现危废处置利用率 90%，则 2013-2020 年年均需投资 150 亿元。

2013 年收入分业务构成 (%)



来源: 公司数据

毛利分业务构成

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
工业废物资源化	303	264	259	417	587
工业废物无害化	139	140	239	366	455
市政废物处理	31	18	36	39	41
再生能源利用	22	21	30	30	34
环境工程及服务	52	23	49	51	51
其他	15	17	17	17	17
合计	562	483	630	921	1,185

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

目录

投资案件	4
风险	4
估值和推导我们目标价的基础.....	5
瑞银预期对比市场一致预期	5
敏感性分析.....	5
竞争分析	7
行业吸引力评估	7
竞争优势	8
管理层策略.....	9
立足危废大省和经济强省、大力拓展危废业务	9
1、广东、江苏真实危废量估算.....	9
2、无害化和资源化产能极度悬殊.....	9
3、东江环保的业务布局	10
未来 3 年公司业绩增长驱动因素	12
1、资源化业务关注价、量两方面因素.....	12
2、无害化项目建设进度影响大.....	15
3、无害化项目收购空间较大	17
4、非危废项目前瞻.....	17
5、超预期将来自无害化项目的收购	19
财务状况	20
比率分析	20
盈利预测	21
估值	25
目标价推导.....	25
可比公司	26
附录	27
公司背景	27

徐颖真
分析师
S1460511100001
yingzhen.xu@ubssecurities.com
+86-213-866 8883

郁威
分析师
S1460511120001
wei.yu@ubssecurities.com
+86-213-866 8857

投资案件

我们首次覆盖东江环保，给予“中性”评级。我们预计 2014-16 年公司 EPS 分别为 1.11/1.58/2.09 元，同比增速分别为 24%/42%/32%。基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型和 8.5% 的 WACC，得到目标价 39.9 元，对应 2014-16 年 PE 分别为 36/25/19 倍。

■ 危废资源化竞争加剧、毛利率下滑

危废处置行业目前资源化和无害化的产能严重不匹配。如我们估算广东省危废产量约 300 万吨/年，对应危废资质 324 万吨/年（已经投产的产能），但其中焚烧+填埋仅 10 万吨/年。因此危废资源化领域竞争日趋激烈，毛利率下行，叠加金属价格下降的因素导致现有产能回报率下降，例如东江资源化毛利率在 2013 年同比减少 6ppt 至 26.3%（公司史上最低水平），我们预计未来仍有继续下降的风险。

■ 无害化盈利模式优于资源化

当前政府加大执法力度并增加违法成本导致表观危废量激增，无害化处置的产能缺口极大，新建项目投产即可达产，但受制于选址和政府垄断为主的行业格局，项目审批进展缓慢，我们测算东江未来危废处置产能中，无害化占比将从 13 年的 32% 小幅提升到 18 年的 34%，但无害化的毛利率是资源化的 2 倍以上，预计 16 年无害化毛利占比可达 38%。

■ 广东龙头、全国领先、具备很强的收购兼并潜力

公司业务以工业危废处置为主、市政废物处置为辅，危废处置地域分布以广东为主、江苏为辅。2013 年公司危废产能 41 万吨¹，我们预计 2016 年增长到 137 万吨。目前公司危废处理能力占广东省总处理能力的 13%，其中焚烧和填埋处理能力分别占广东省的 27% 和 60%；2013 年公司实现销售收入 15.8 亿，处于全国领先水平。环保政策趋严导致危废处置中无害化产能严重不足，各地都在新建和扩产，我们认为公司的经验和资金优势有利于公司开疆扩土。

■ 预计 14-16 产能释放高峰、带动业绩大幅增长

过去 5 年（2009-13 年）东江的危废处理能力仅从 17 万吨增加到 41 万吨，年均复合增速 19.0%，但我们预计 2013-16 年将增加到 137 万吨，3 年复合增速 49.1%。此外公司在市政废物处置领域也持续斩获项目，预计 2014-18 年公司工业和市政废物收入 CAGR 分别为 31.4% 和 12.6%。

风险

东江环保面临的风险主要有：

- **资源化业务：**1、金属价格下跌风险，定价模式决定了收入对金属价格的高度敏感，如果金属价格下跌的幅度超出我们预期，将导致公司收入增速

¹ 包括持股 51% 但不并表的东江威立雅，下同。

放缓；2、危废采购成本的折扣率提升风险，由于资源化产能无瓶颈且包括东江在内的公司都在逐渐增加产能，未来资源化部分的开工率、毛利率都可能下行。

- **项目进度推迟：**清远 8 万吨废旧家电拆解利用项目由于相关补贴政策出台较晚，因此截至目前仅建设完成 3 万吨。公司未来 3-5 年的高速增长主要建立在储备项目丰富的基础上，特别是规模极大的粤北和江门项目，如果受政策、经济增速等因素影响，使得项目审核或建设进度落后于计划，将影响我们对公司的盈利预测。
- **跨领域扩张回报不达预期：**公司开始涉足餐厨垃圾处置、建筑垃圾回收和土壤修复等，项目回报可能不达预期。

估值和推导我们目标价的基础

我们预计 2014-16 年公司 EPS 分别为 1.11/1.58/2.09 元，同比增速分别为 24%/42%/32%。基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型和 8.5% 的 WACC，得到目标价 39.9 元，对应 2014-16 年 PE 分别为 36/25/19 倍。首次覆盖并给予“中性”评级。

瑞银预期对比市场一致预期

我们对公司 2014-16 年的收入预测高于市场预测，是因为我们认为随着国家对危废处置的日益重视，公司新投产的无害化项目有望确认较高的收费标准；我们对 2014-15 年的盈利预测与市场一致预期基本相当，但 2016 年的盈利预测低 7.7%，因为我们担心资源化利用行业竞争者众多，受此负面影响，我们预计公司资源化业务的毛利率会继续下降。

表 1: 瑞银预测对比市场一致预期

(百万元)	2014E	2015E	2016E
营业收入			
瑞银预测	2,075	3,194	4,182
市场一致预期	1,967	2,683	3,591
差异	5.4%	19.0%	16.5%
净利润			
瑞银预测	258	367	484
市场一致预期	257	362	524
差异	0.2%	1.2%	-7.7%

注：数据截至 2014 年 5 月 28 日。

来源：Wind，瑞银证券估算

敏感性分析

东江环保的盈利能力对铜价、危废采购折扣率和开工率十分敏感，因此我们就此对 2014 年毛利和 EPS 进行敏感性分析。我们的基准假设为，2014 年铜价同比增速为-6.7%，资源化原料采购折扣率上升 2ppt，新投产项目第一年达产率 50%、第二年 75%、第三年满产。

图表 2: 2014 年毛利和 EPS 的敏感性分析

铜价变动	-10%	-5%	0%	5%	10%
- 毛利变动	-4.4%	-2.2%	0.0%	2.2%	4.4%
- EPS 变动	-4.1%	-2.0%	0.0%	2.0%	4.1%
资源化折扣率变动	-2%	-1%	0%	1%	2%
- 毛利变动	3.5%	1.7%	0.0%	-1.7%	-3.5%
- EPS 变动	6.5%	3.3%	0.0%	-3.3%	-6.5%
资源化开工率变动	-10%	-5%	0%	5%	10%
- 毛利变动	-9.1%	-4.7%	0.0%	5.0%	10.2%
- EPS 变动	-7.2%	-3.7%	0.0%	4.0%	8.2%
无害化开工率变动	-10%	-5%	0%	5%	10%
- 毛利变动	-3.8%	-1.9%	0.0%	1.9%	3.8%
- EPS 变动	-5.1%	-2.6%	0.0%	2.6%	5.1%

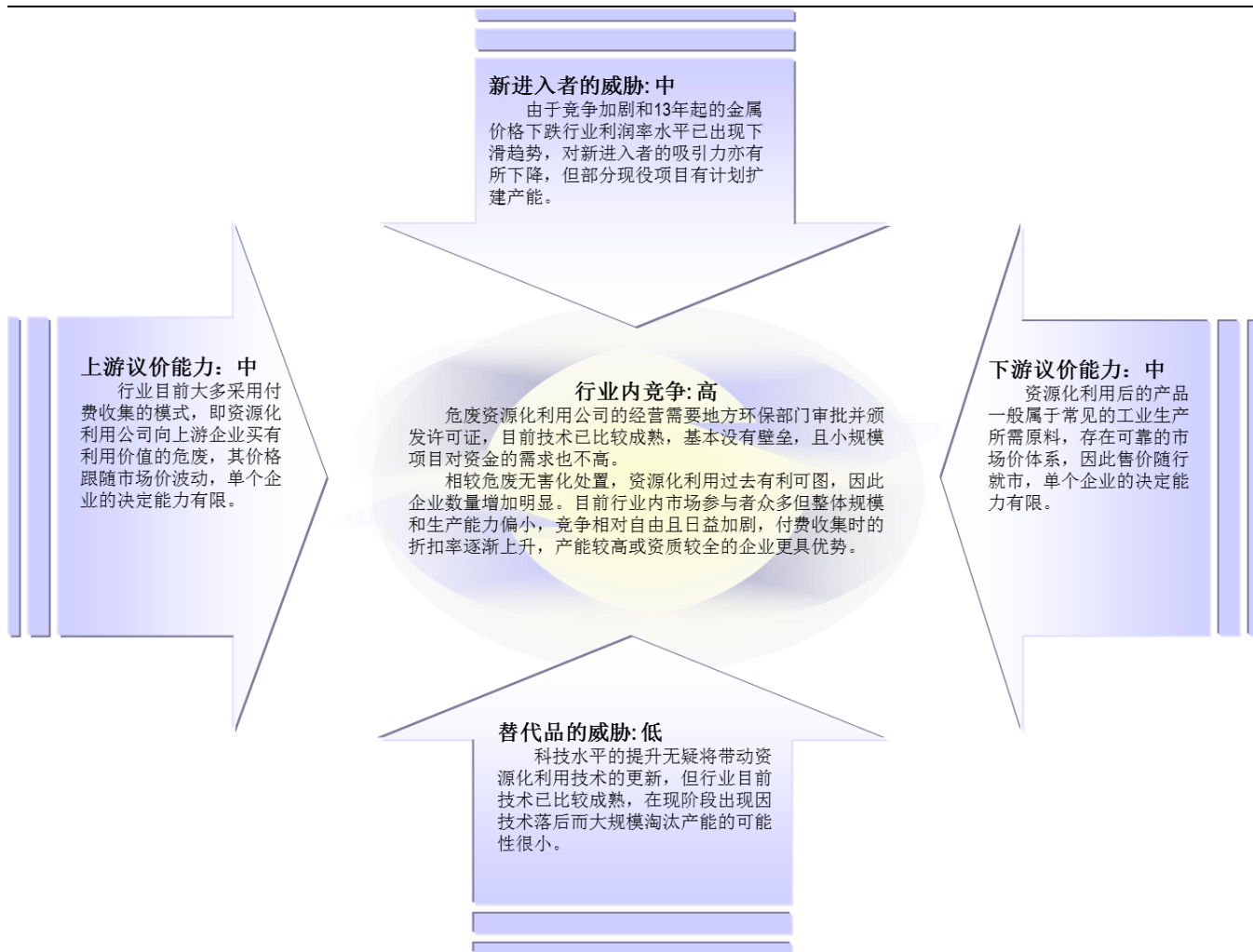
来源: 瑞银证券估算

竞争分析

行业吸引力评估

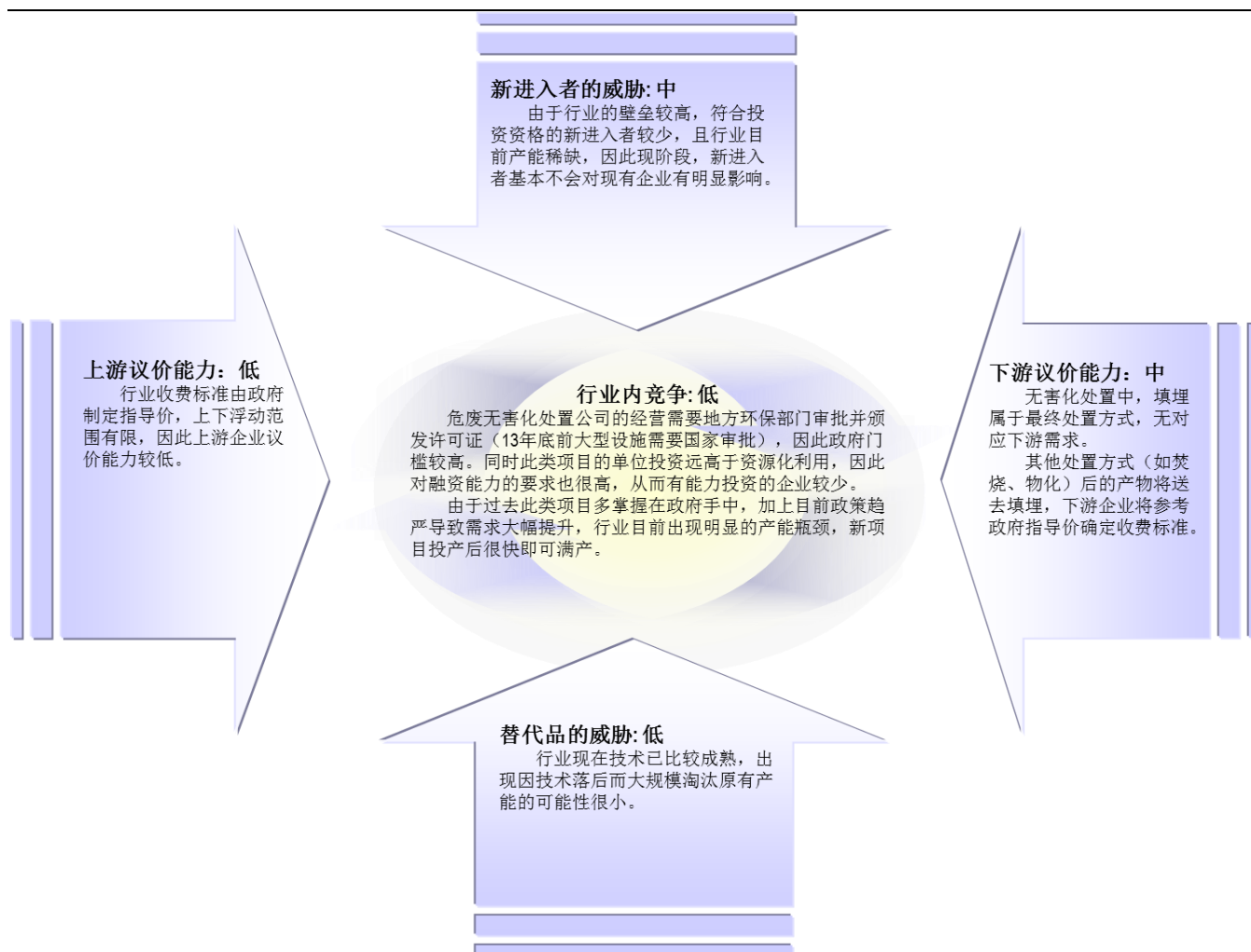
详细的行业分析请参考我们同时发布的《中国危废处置行业：亟待投资、先行者胜》。

图表 3: 危废资源化利用的波特五力分析图



来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

图表 4: 危废无害化处置的波特五力分析图



来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

竞争优势

▪ 资质全+区域龙头

公司在工业废物、市政废物和环保工程方面均有所涉足, 其处理基地主要分布在广东和江苏两个工业危废排放大省。公司具备《国家危险废物名录》全部 49 类危废中 45 类的经营资质, 并拥有废旧家电拆解资质。

公司大部分产能位于广东省, 目前合计处理能力 43 万吨/年, 平均每处 5.4 万吨/年。广东省危废处置企业的规模普遍较小, 目前 116 家危废处理企业 336 万吨/年的处理能力中仅有 13 家大于 5 万吨/年, 公司就占 2 家。

危险废物由于其特殊属性, 较少进行跨省处理, 而公司体量大且资质全, 是广东省工业废物处理龙头之一, 省内认知度很高, 还是危废处置行业内唯一一家 A 股上市公司, 融资能力更高。因此无论是应对业内竞争者还是新进入者, 公司的优势都很明显。

▪ 项目储备丰富

2013 年底公司已投产危废处理能力 41.5 万吨/年，在建处理能力 96.0 万吨/年，全部投产后公司危废处理能力合计是现有的 3.3 倍。

其中处理能力达到 50 万吨/年的粤北项目和 20 万吨/年的江门项目属于省级定点规划项目，且所属区域此前并无如此体量的处置设施，也无危废焚烧和填埋设施，因此公司的项目具有一定垄断性。由于行业正处于高速增长时期，加上无害化设备的稀缺性，我们认为公司即将释放的产能有望获得良好回报。

管理层策略

▪ 巩固本地主业优势

在可预见的将来，公司的发展重点仍是危险废物处置。广东省现有的危险废物处置能力远不能满足实际需求，加上危废处理基本不能跨省，因此公司在手储备项目绝大部分仍位于广东，继续扩大领先优势。在外埠，公司主要以发挥融资平台优势，收购当地现有优质项目为主，例如嘉兴德达和今年收购的盐城沿海固废。

▪ 尝试多领域发展

在巩固主业工业废物处置的同时，公司择机拓展市政废物相关领域，以期发现新的利润增长点，如市政污泥处理、填埋气发电、垃圾填埋、建筑废物资源化等，但短期业绩贡献可能不显著。

立足危废大省和经济强省、大力拓展危废业务

1、广东、江苏真实危废量估算

在危废行业报告中，我们估算 2012 年全国实际产生危废超过 7,000 万吨，是当年环保部公报数 3,456 万吨的两倍多。2012 年危废产生量最大的省份依次是山东、新疆、青海、湖南、江苏、云南和广东，但山东危废最大的来源是造纸行业产生的废碱，处置利用率很高，其他西部省份与采矿业密切相关，处置利用率低。

公司起家于广东、逐渐向江苏拓展，我们认为公司选择这 2 个省份的优势在于：1、广东、江苏都是电子元器件制造大省，危废资源化的价值较大；2、经济强省也会在环保政策上落实得更早。我们测算，东江业务集中地——广东和江苏目前实际的危废产量将接近 300 万吨/年和 450 万吨/年。

2、无害化和资源化产能极度悬殊

目前我国危废资源化利用竞争十分激烈，而无害化处置资源则相对稀缺。

如图表 5，广东、江苏、浙江三个经济大省目前已颁发的危废许可证所对应的年处理能力远超过当地每年产生的危废量（环保部门公报数），其中焚烧和填埋的资质质量占比却非常低，江苏省最高，但也仅占全省资质总量的 5.0%。

造成资源化和无害化极大反差的主要原因是：

- 危废资源化利用企业的危废牌照审批权属于地方政府，只要符合要求便可发放，并无总量上的限制，因此门槛不高；
- 在去年底国务院下放部分危废审批权以前，1 万吨/年以上规模的危废焚烧设施和列入国家危废医废设施建设规划中的无害化设施都需要国家进行审批，因此核准和建设进度较慢；
- 由于国家对列入规划的无害化设施提供国债投资资助，因此地方政府多将该类设施的投资建设权掌握在自己手中，导致门槛很高，民企多数只能参与危废资源化。

图表 5: 粤苏浙三省危废资质质量和产量结构

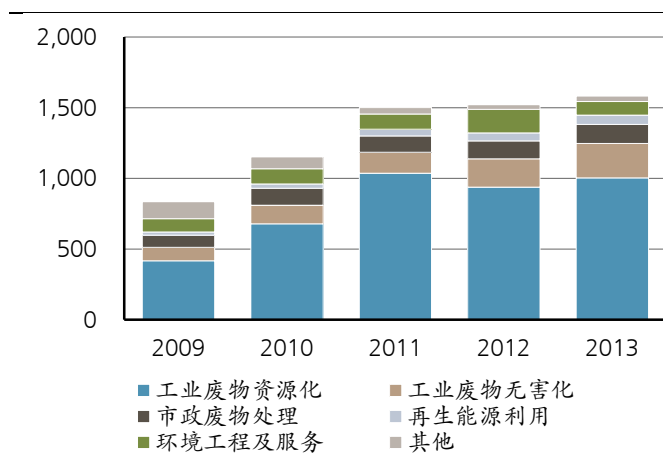
(万吨/年)	危废资质质量			12 年危废产生量		
	焚烧	填埋	总量	综合利用	处置	产量
广东	3.8	6.7	335.9	67.0	62.8	130.2
江苏	27.0	14.2	817.9	110.0	97.6	208.6
浙江	2.3	2.1	251.8	27.9	51.6	80.6

注：广东、江苏、浙江的危废资质质量数据分别截至 2014 年 1 月 8 日、2014 年 4 月和 2014 年 1 月 24 日。12 年危废产生量为环保部门公报数。
来源：地方环保厅

3、东江环保的业务布局

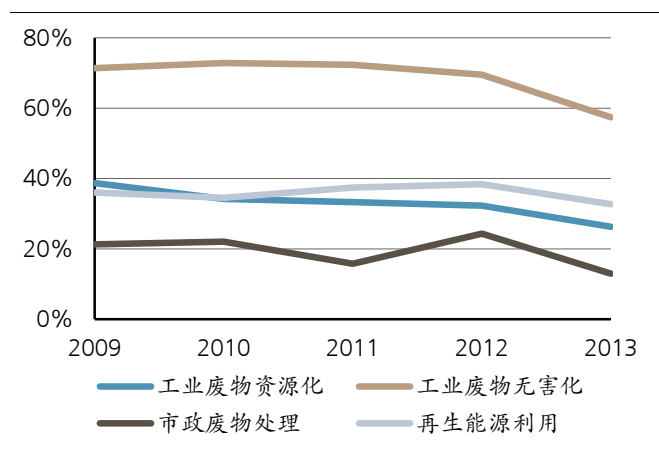
东江环保的业务主要分为三类：工业废物处理、市政废物处理和配套服务。

图表 6: 营业收入结构（单位：百万元）



来源：公司数据

图表 7: 主要业务的毛利率

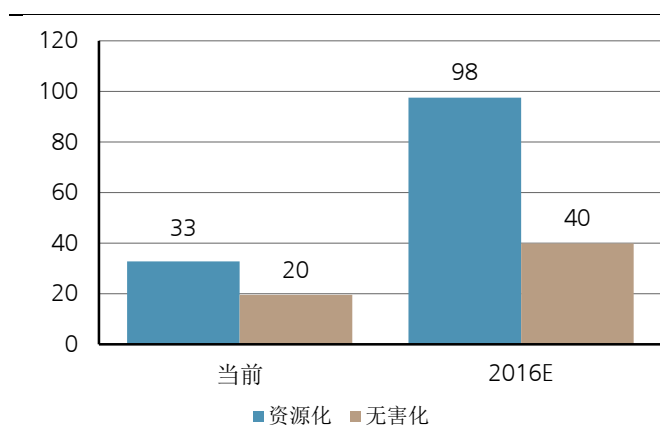


来源：公司数据

公司工业废物处理的对象主要是危险废物，分为资源化利用和无害化处置两个方向。前者是将危废中有用的金属离子通过物理及化学方法提取出来，然后制成相关的金属盐成品并出售给工业企业；后者则是将残渣及无法资源化

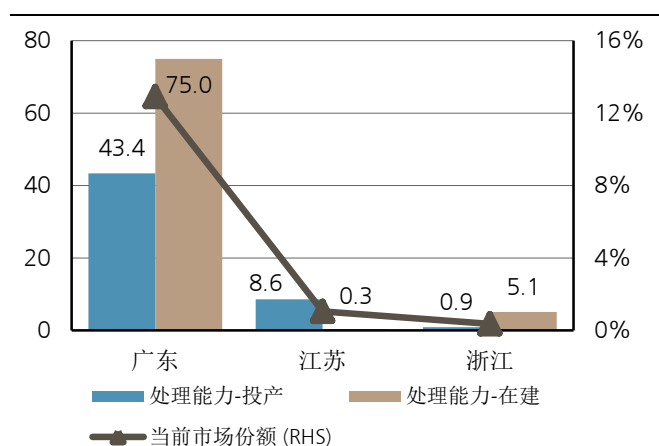
的危废通过稳定化、固化、焚烧和填埋等方式进行安全处理。2013 年这两个方向分别占公司整体收入的 63% 和 15%，是公司最重要的利润来源。

图表 8: 公司危废处理能力的类型结构 (万吨/年)



注: 无害化包括持股 51% 但不并表的东江威立雅 (8.3 万吨/年)。来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 9: 公司危废处理能力的地域结构 (万吨/年) 和市场份额



注: 广东投产处理能力包括持股 51% 但不并表的东江威立雅 (8.3 万吨/年)。来源: 公司数据, 瑞银证券估算

市政废物方面, 公司主要从事市政污泥、卫生填埋和填埋气发电, 同时也参与建筑垃圾资源化利用, 并有一个餐厨垃圾处理项目和 2MW 的填埋气发电项目正在建设中, 预计将分别于 2014 年下半年和 2015 年底投产。

图表 10: 公司市政项目一览表

类型	处理能力/装机容量	所在城市	说明
市政污泥处理	1,300 吨/日	广东深圳	已投产
垃圾填埋	500 吨/日	湖南邵阳	已投产
建筑垃圾处理	100 万吨/年	云南昆明	已投产
餐厨垃圾处理	300 吨/日	广东深圳	在建, 预计 2014 年投产
填埋气发电	20MW	广东深圳、山东青岛、江西南昌、安徽合肥	14MW 已投产, 6MW 于 14 年公告收购, 2MW 在建 (预计 15 年底投产)

来源: 公司数据

图表 11: 东江环保项目的地域分布



来源: 公司数据, 瑞银证券制图

未来 3 年公司业绩增长驱动因素

1、资源化业务关注价、量两方面因素

收入端受金属价格波动影响

在危险废物收集端, 公司采用两种定价模式:

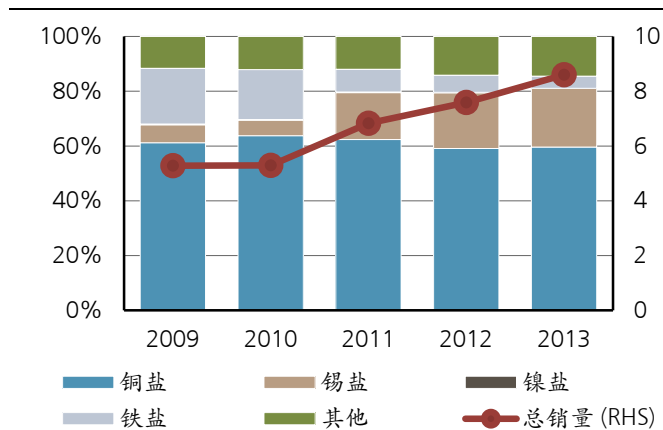
- 付费收集: 适用于资源化利用价值较高的工业废物, 价格根据金属含量和处理难度, 按国内市场金属交易价格的一定折扣确定; 杂质成分越少、金属成分越单一, 折扣系数越高;
- 收费收集: 适用于不可资源化利用或可资源化利用价值极低的工业废物, 价格一般采用年基本费及按量浮动收费相结合的收费模式;

在资源化产品销售段, 公司采用售价与市场金属价格联动的模式, 根据产品所含金属成份和含量、并参照该金属在国内交易市场中的价格确定销售价格。

从东江的定价模式可以看出, 公司资源化业务的收入和成本明显受到金属价格波动的影响, 而工业废物资源化是公司盈利的最大来源。13 年以前东江环

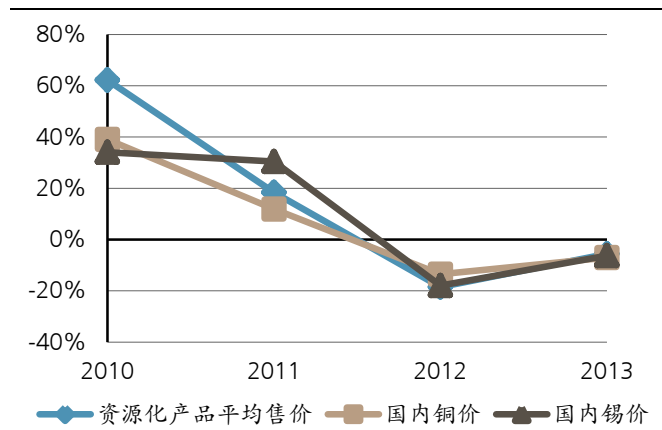
保盈利能力受金属价格的影响最大；其中铜盐产品占公司全部资源化产品销量的60%，其次是锡盐产品。如图表13，公司资源化产品平均售价的趋势和国内铜价、锡价的走势有很强的关联性。

图表 12: 东江资源化产品销量及结构 (万吨)



来源: 公司数据

图表 13: 东江资源化产品平均售价同比增速 vs 国内金属价格同比增速



来源: 公司数据, Bloomberg

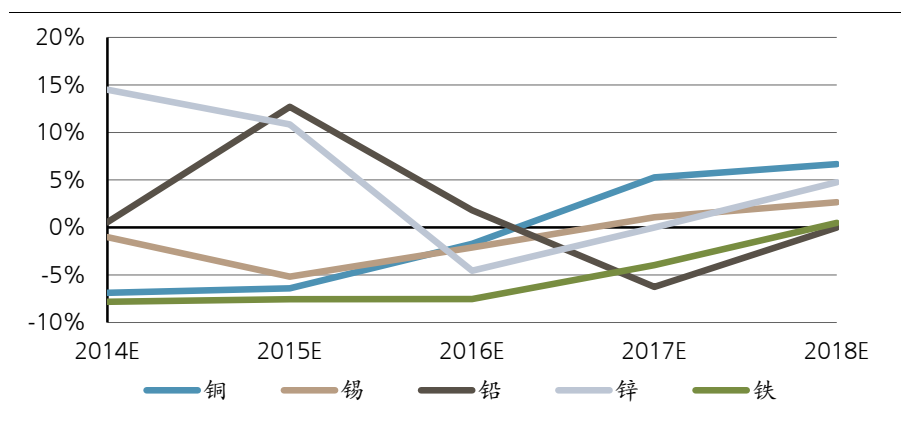
基准情景中，我们采用瑞银大宗商品团队的金属价格预测，其中 2014-16 年铜价同比增速分别假设为-6.7%/-6.5%/-1.7%。在此基础上，如果铜价每上涨 5%，我们的盈利预测将上调 2%。

图表 14: 2014 年公司业绩对铜价波动的敏感性分析

铜价变动	-10%	-5%	0%	5%	10%
-毛利变动	-4.4%	-2.2%	0.0%	2.2%	4.4%
-EPS 变动	-4.1%	-2.0%	0.0%	2.0%	4.1%

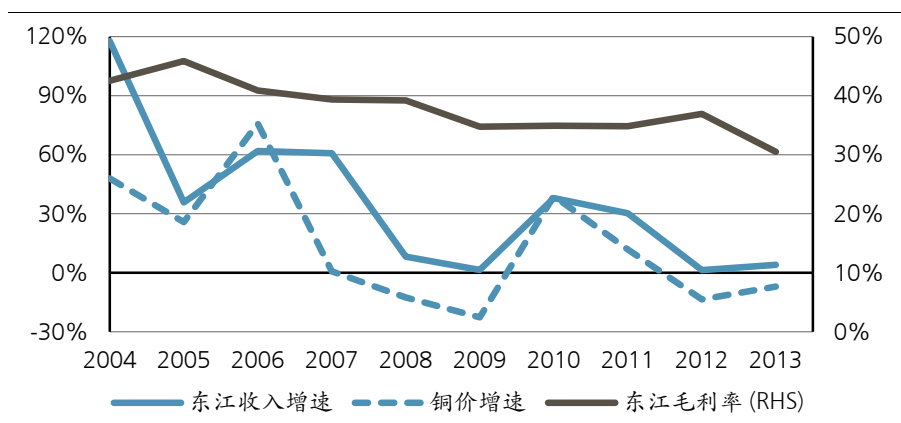
来源: 瑞银证券估算

图表 15: 瑞银大宗商品团队的金属价格增速预测



来源: 瑞银证券估算

图表 16: 过去 10 年东江收入增速、毛利率 vs 铜价增速



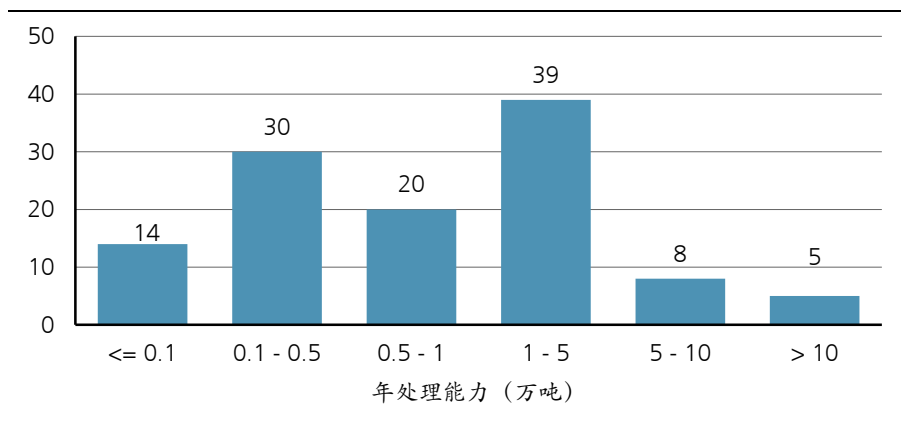
来源: 公司数据, Bloomberg

毛利率受竞争加剧影响

过往大型危废无害化设施的许可证审批权一直都由国家直接控制, 直到去年 12 月国务院才将其下放到地方环保部门, 但危废资源化利用的审批权则由省、自治区、直辖市的环保主管部门掌握, 因此资源化的门槛更低, 竞争也更加激烈。

如广东省, 截至 2014 年 1 月全省共有 116 家公司具有危废经营许可证, 其中超过一半是年处理能力低于 1 万吨的小型项目, 超过 5 万吨的仅 13 个。

图表 17: 广东省危废处理牌照数量 (按年处理能力分)



来源: 广东省环保厅

东江危废业务所在的广东、江苏和浙江三省目前已颁发的危废资质中, 资源化处理能力 (焚烧和填埋之外绝大部分是资源化) 已超过当地危废产生量。

从东江过去 10 年的经营数据中也可以发现, 由于竞争加剧, 公司的毛利率一直下降; 尤其在 2013 年, 公司资源化业务毛利率同比下降 6ppt, 主要是因为竞争对手增加, 导致公司付费收集危废时的折扣率增加。

基准情景中, 我们假设新投产项目第一年达产率 50%、第二年 75%、第三年起满产, 且资源化采购折扣率上升 2ppt。在此基础上, 如果资源化项目开工

率每降低 5%，我们的盈利预测将下调 4%；资源化采购折扣率每上升 1%，盈利预测将下调 3%。

图表 18: 2014 年公司业绩对资源化项目开工率的敏感性分析

资源化开工率变动	-10%	-5%	0%	5%	10%
-毛利变动	-9.1%	-4.7%	0.0%	5.0%	10.2%
-EPS 变动	-7.2%	-3.7%	0.0%	4.0%	8.2%

来源: 瑞银证券估算

图表 19: 2014 年公司业绩对资源化折扣率的敏感性分析

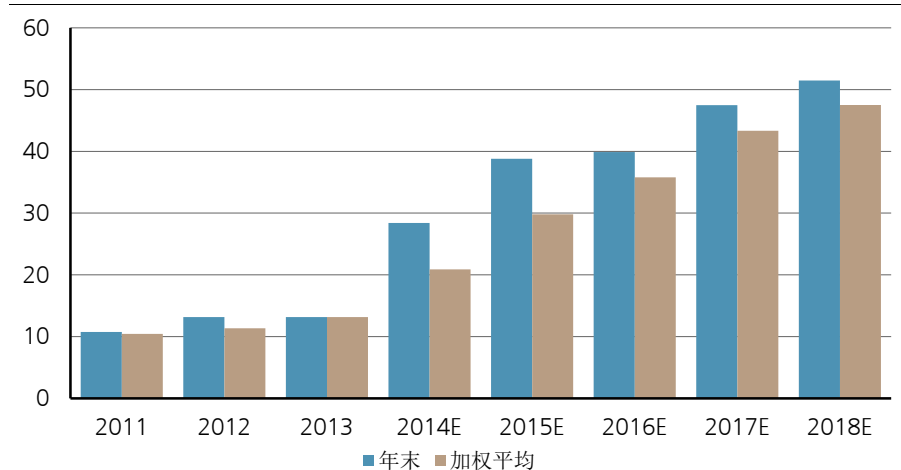
资源化折扣率变动	-2%	-1%	0%	1%	2%
-毛利变动	3.5%	1.7%	0.0%	-1.7%	-3.5%
-毛利率	1.1%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.1%
-EPS 变动	6.5%	3.3%	0.0%	-3.3%	-6.5%

来源: 瑞银证券估算

2、无害化项目建设进度影响大

我们预计 2014-18 年，东江危废无害化规模将实现年均 31% 的增速，2018 年底拥有 51.5 万吨/年的无害化处理能力；收入年均复合增速则略高，达到 34%。

图表 20: 东江 2011-2018E 危废无害化处理能力（万吨/年）



注: 包括持股 51% 但不并表的东江威立雅 (8.3 万吨/年, 2010 年投产)。

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

▪ 沙井处理基地 20 万吨扩建

沙井基地是东江第一个危险废物处理基地，2013 年底其年处理能力已由原先的 9.2 万吨（资源化 8.1 万吨、无害化 1.2 万吨）扩大至 20 万吨（资源化 12.5 万吨，无害化 7.5 万吨），公司目前正在申请相关牌照。

目前深圳市规模最大的是市属深圳市危废处理中心，年处理能力达到 34 万吨，占当地的 57%，排名第二、三位的分别是东江环保的沙井基地和龙岗基地，其余则是 5 家平均规模 0.7 万吨/年的小型危废处理公司。

深圳工业的高速发展使得深圳市危废处理中心早已不堪重负，但二期扩建项目由于选址问题迟迟无法进行，而深圳又是公司的大本营，因此公司在此时将沙井基地扩产可谓天时地利人和，我们相信新增的约 10 万吨处理能力将很快实现满负荷运行。

▪ **处理能力 50 万吨/年的粤北危废中心项目**

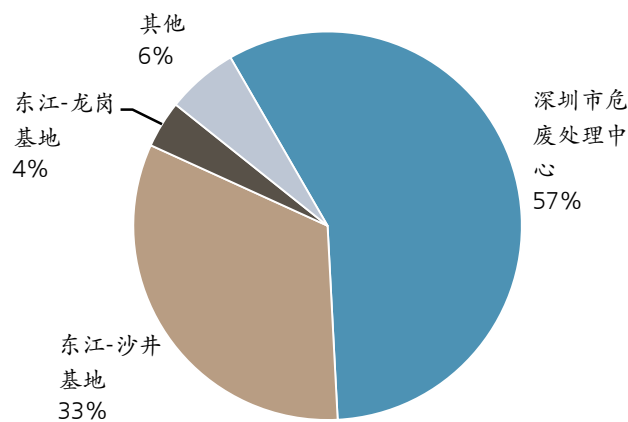
粤北危废中心是东江目前在建的最大工程，其规模也远超过公司其他现有项目。根据广东省规划，该项目主要针对冶金业发达的韶关地区。

目前韶关市累计发放危废处理牌照 24 万吨，远不能满足当地需求，其中规模在 5 万吨以上的只有 2 家（分别为 7.5 万吨和 7 万吨），并不足以和粤北危废中心相抗衡。

公司预计粤北项目将于 2014-16 年陆续投产，总处理能力达到 80 万吨/年，其中东江拥有 50 万吨/年（包括无害化 7 万吨/年），剩下则属于其他进园的危废处理企业。

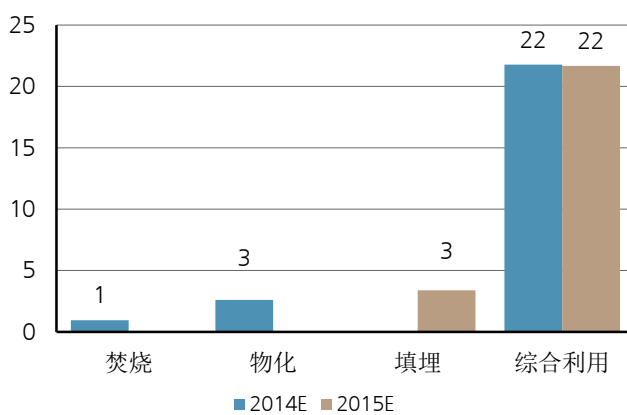
粤北项目的另一优势在于，该项目是《广东省环保规划纲要（2006-2020）》中规划建设五家省级综合性危险废物定点处理处置中心之一（珠三角 3 家、粤北 1 家、粤西 1 家），也是《广东省固体废物污染防治“十二五”规划》重点推进建设的，在当地具有一定垄断性，因此废物量是有保证的，我们看好该项目投产后的盈利能力。

图表 21: 深圳市危废处理竞争格局



来源: 广东省环保厅

图表 22: 粤北危废中心投产计划（东江部分）



来源: 公司数据

▪ **年处理规模 20 万吨的江门工业废物处理基地**

目前江门市最大的危废处理公司是江门市新会区绿洁油类清理有限公司，年处理规模为 4 万吨废矿物油及含油废水（HW08），仅为公司即将投产的江门基地规模的 1/5，而且江门基地可处理的危废种类远超过绿洁公司。

公司预计 2014 年末江门基地有望投产，年处理能力 20 万吨，其中资源化和无害化分别为 13 万吨和 7 万吨。

3、无害化项目收购空间较大

- 政府直接运营的效率较低，有收购的可能

2003 年发布的《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》提出用国债支持纳入规划的危废无害化处置设施建设，而且 2013 年底前，这类设施以及大型危废焚烧设施的许可证都必须由环保部审批（普通危废由地方环保部门颁发），因此我国目前的大型危废集中处置中心大多在政府手中，其建设进度、运行效率和盈利能力普遍低于专业环保公司。

2011 年起，国家再未公布有关这类设施的国债投资计划，并于 13 年底将其审批权下放至地方。我们认为这一系列举措，有助于民企实施收购。

- 融资平台优势有利于公司实施收购

我们在危废行业报告中提到，目前无害化处置设施属于稀缺资源，处于供不应求的状态，因此扩大产能势在必行，小民企可能会由于欠缺资金而出卖一部分股权，东江环保是危废专业处置公司中唯一的上市公司。我们相信公司如果介入收购，将具备明显的融资平台优势。

事实上，公司在外埠的扩张一向以直接收购固有产能为主，而目前公司在广东省外的在建项目来自 2012 年和 2014 年的两次收购。我们认为公司将持续这一战略。

图表 23: 东江自 A 股上市以来收购危废处置公司明细

被收购公司	收购时间	收购价格 (百万元)	持股比例		当前处理类型	处理能力(万吨/年)		净利润(百万元)	
			收购前	收购后		投产	在建/拟建	2012 年	2013 年
清远新绿	2012 年	46.8	20%	62.5%	资源化	2.6		5.8	16.9
珠海清新	2012 年	12.0	35%	75%	资源化	1.0		1.2	NA
嘉兴德达	2012 年	30.2	0%	51%	资源化	0.9	5.1	1.8	3.3
东莞恒健	2013 年	77.0	0%	100%	资源化	5.0	资源化 4.0 无害化 4.0	-1.1	-1.4
广州绿由	失败	NA	NA	NA	资源化+无害化	26.0		83.6	102.4
沿海固废	2014 年	23.2	0%	60%	无害化	0.6	0.3	NA	8.3

来源: 公司数据

4、非危废项目前瞻

1、废旧家电拆解

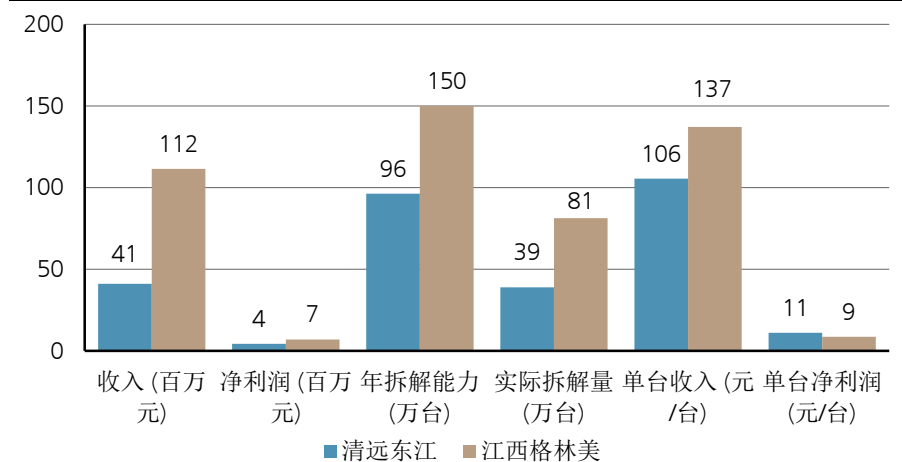
东江的废旧家电拆解项目分别位于广东清远和湖北孝昌，规划年处理能力分别为 8 万吨和 5 万吨。

清远东江由于废弃电器电子产品处理基金相关政策性文件较晚，一期 1 万吨投产后曾一度无法实现预期效益，扩产进度也相应滞后。2013 年 2 月，清远东江入选第二批废弃电器电子产品处理基金补贴名单；截至 2014 年 2 月，清远基地已恢复正常运作，同时成功扩建至 3 万吨并取得相应处理资质。考虑到配套支持政策已经落实，我们预计 2015 年该项目 8 万吨将全部投产。

湖北东江仍在建设中，也尚未入选基金补贴名单，我们预计项目有望于 2015 年完工并投产。

我们将清远东江与另一家上市公司——格林美旗下的江西格林美废旧家电拆解项目做了对比，后者已全部投产并于 2012 年 7 月入选第一批基金补贴名单。

图表 24: 清远东江 vs 江西格林美的废旧家电拆解项目



来源: 公司数据, 广东省环保厅, 江西省环保厅

我们发现由于入选补贴名单时间较晚, 清远东江 2013 年的单台收入低于江西格林美, 但单台净利润高于江西格林美。我们认为可能是由于江西格林美缺乏拆解后的深加工能力, 需将拆解产物送到荆门格林美进行后续处理, 因此费用较高; 而清远东江具备大部分家电拆解公司所没有的废 PCB (HW49 类危废) 处置利用资质, 因此单台净利润较高。

2、填埋气发电

东江的填埋气发电业务已投产 14MW, 目前唯一在建的是深圳下坪的 2MW 机组 (另外 8MW 已投产)。该项目是 A 股上市时的融资项目, 曾计划于 2013 年 10 月投产, 但目前已推迟至 2015 年底 (公司表示是为了综合研究更合理的气体利用方案以实现效益最大化, 因而暂缓建设)。

2014 年 4 月, 公司公告以总价 9,660 万元收购南昌新冠和合肥新冠两家填埋气发电公司, 收购完成后, 公司将新增 6MW 装机。

图表 25: 南昌新冠和合肥新冠收购明细

	收购价格 (百万元)	收购股比	装机规模 (MW)	含税上网电价 (元/千瓦时)	2013 年收入 (百万元)	2013 年净利润 (百万元)
南昌新冠	96.6	100%	3	0.6220	14.46	4.83
合肥新冠		100%	3	0.6190	12.44	4.83

来源: 公司数据, 江西省发改委

3、餐厨垃圾和土壤修复的前期培育

除了原有业务外, 公司也正尝试拓展新领域。

▪ 餐厨垃圾

公司第一个餐厨垃圾 BOT 项目预计将于 2014 年年中投产，日处理能力 300 吨，根据可研，满产后年收入和净利润分别为 0.35 亿/0.03 亿元。公司此前并不具备相关运营经验，此次参与餐厨垃圾处理更多是试探性质，我们认为该项目盈利可能不达预期，但占公司整体盈利的比重很低，因此影响不大。

▪ 土壤修复

2013 年 11 月，公司公告与江苏上田环境修复有限公司合资设立子公司，东江持有合资公司 51% 股权。江苏上田是一家专业从事污染土壤及地下水修复的公司，2013 年年中曾获得中国风投及旗下基金 1,500 万元的投资。

东江希望借由与江苏上田的合作进入土壤修复行业。事实上，这并不是东江的第一次尝试。2012 年 6 月，公司曾公告拟与同和环保再生事业有限公司合资设立公司，从事地下水及土壤污染治理、修复工程业务，但最终因双方未能达成一致而终止。

环保部和国土资源部于 2014 年 4 月联合发布第一份全国土壤污染调查报告，完成了对土壤污染情况的摸底调查，且污染情况十分严重，因此对土壤修复的需求很高。我们认为下一步很有可能是出台专门土壤修复的法案和规划，且就在今明两年。我们看好东江在该领域的提前布局，但预计短期内收益有限。

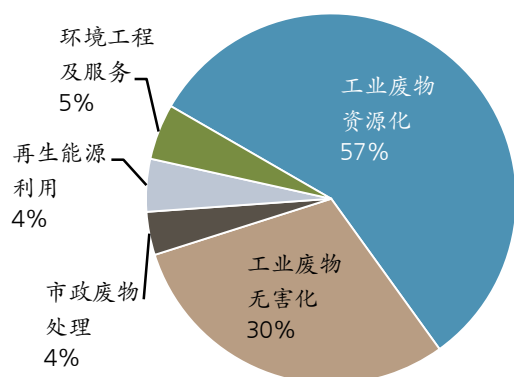
5、超预期将来自无害化项目的收购

综合上述讨论，我们认为至 2018 年，公司几项主要业务中：

- 危险废物资源化面临金属价格下跌和竞争加剧两大挑战，毛利率将下降，从而部分抵消产能释放带来的益处；
- 危险废物无害化供不应求，且政府足够重视，配合处理能力增加，毛利年均复合增速将超过资源化业务，预计达到 34.3%；
- 市政废物处理和再生能源利用（即填埋气发电）仅少量新增产能；
- 土壤修复、餐厨垃圾处置等处于培育期。

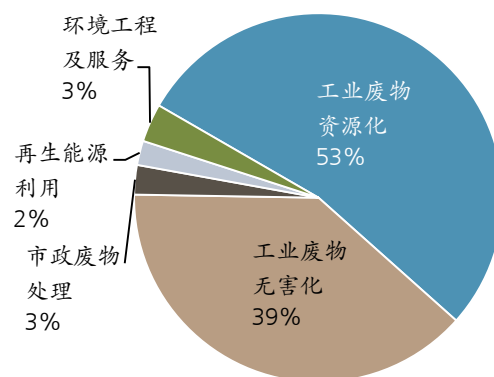
我们期待公司未来在无害化领域的兼并收购。

图表 26: 2013 年公司毛利构成



来源: 公司数据

图表 27: 2018E 公司毛利构成



来源: 瑞银证券估算

财务状况

比率分析

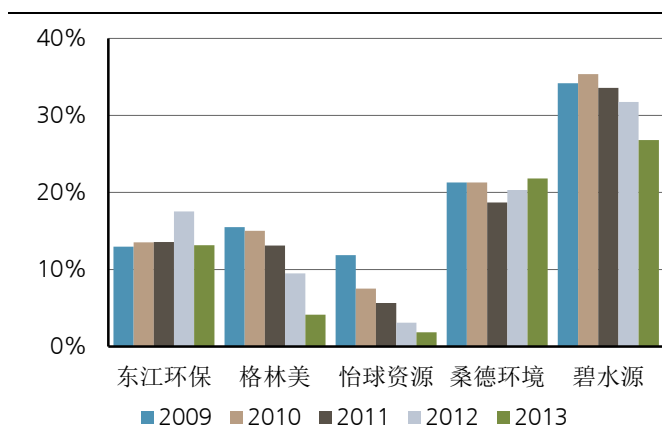
由于东江环保是危废处置领域唯一一家 A 股上市公司（H 股的光大国际和 A 股的桑德环境仍以垃圾焚烧为主），因此没有完全可比的公司。

考虑到危废资源化利用占东江一半以上毛利，我们选取格林美和怡球资源作为资源再生利用的参考样本。东江资源化后产品为金属盐，格林美为钴粉和镍粉，怡球资源为铝锭，三家公司的采购和销售对象大部分都是工业客户。

危废的政府特许经营属性与参与市政项目运营的公司也有一定可比性（东江环保的市政项目毛利占比不到 10%），我们也分别选取了市政固废和污水处理运营的两家 A 股领头公司——桑德环境和碧水源作为参考，其中桑德环境拥有蒙东危废处置中心，碧水源除运营外也直接销售产品。两家公司运营项目的客户以政府为主。

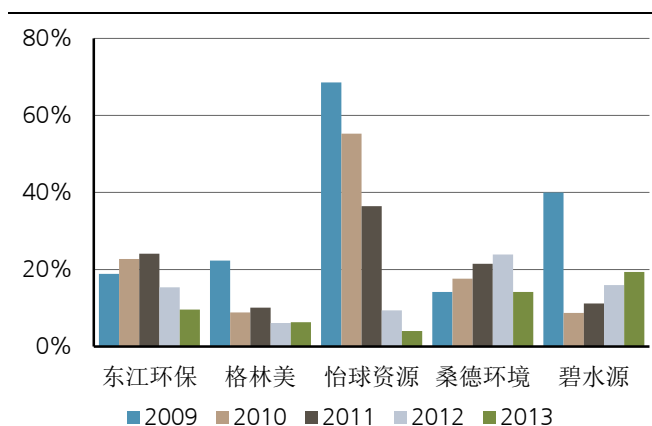
- **盈利能力：**东江环保 2009-13 年的净利润率基本在 13-14% 左右，2012 年 A 股上市前的 ROE 约 19-24%，上市后 15%，13 年降至 10%，均好于另两家资源再生利用公司（怡球资源 2012 年上市，上市前 ROE 基本不可比），但不及两家市政项目运营公司，后者主要是由于市政 BOT 项目独特的会计确认方式。

图表 28: 东江环保与其他公司的净利润率对比



来源: 公司数据

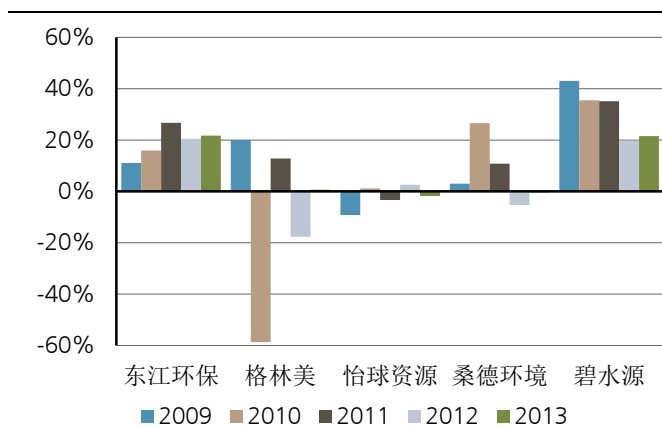
图表 29: 东江环保与其他公司的 ROE 对比



来源: 公司数据

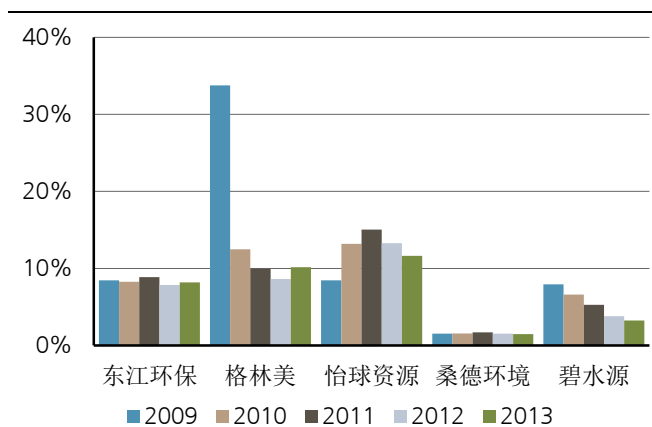
- 现金流:** 在资源再生利用公司中, 东江环保的现金流状况明显占优, 2012-13 年经营性净现金流占收入之比分别为 20%/22%, 同期格林美为-18%/1%, 怡球资源为 3%/-2%; 与市政项目运营公司相比, 东江环保的现金流也好于桑德环境, 与碧水源基本相当。
- 应收账款:** 和同样工业客户为主的格林美和怡球资源相比, 东江环保的应收账款周转率不具明显的优势, 但比较稳定, 几年以来均保持在 8-9%左右。与市政项目运营公司相比, 东江的情况则好很多, 这主要是因为前者的客户多为政府, 回款力度不及工业客户。

图表 30: 东江环保与其他公司的经营性净现金流/收入对比



来源: 公司数据

图表 31: 东江环保与其他公司的应收账款周转率对比



来源: 公司数据

盈利预测

基准情景中, 我们采用以下假设:

- 2014-16 年铜价同比增速分别假设为-6.7%/-6.5%/-1.7%;
- 新投产项目第一年达产率 50%、第二年 75%、第三年起满产;

- 2014-15 年资源化危废原料的采购折扣率每年上升 2ppt。

因此我们预计，随着公司产能释放，2014-16 年公司危废年处理能力同比将分别增长 112%/51%/3%至 88/133/137 万吨，对应加权平均的处理能力同比则将分别增长 27%/68%/33%至 52/87/116 万吨。

在此期间，收入和毛利将分别实现年均 38%和 35%的同比增速，其中无害化的收入占比将由 2013 年的 15%提升至约 20%，毛利占比则将由 29%提升至约 40%，从而实现 2014-16 年净利润 23.9%/42.1%/31.8%的同比增速。

由于资源化业务竞争加剧将导致采购成本上升，我们预计公司整体毛利率将由 2013 年的 30.5%降至 2016 年的 28.3%，加上资本开支增加带来的财务费用上升，我们预计净利润率将由 13.2%降至 11.6%。

图表 32: 东江环保关键假设、营业收入和毛利预测拆分

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
关键假设					
铜价同比增速	-13.5%	-7.0%	-6.7%	-6.5%	-1.7%
年末危废处理能力(万吨/年)	35.9	41.5	88.0	133.0	137.5
- 资源化	22.7	28.3	59.6	94.2	97.6
- 无害化	13.2	13.2	28.4	38.8	39.9
其中: 东江威立雅	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
加权平均危废处理能力(万吨/年)	34.1	40.9	51.9	87.2	115.7
- 资源化	22.7	27.7	31.0	57.4	79.9
- 无害化	11.4	13.2	20.9	29.8	35.8
其中: 东江威立雅	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
营业收入(百万元)					
工业废物资源化利用	939	1,004	1,090	1,959	2,770
工业废物处理处置	200	243	416	638	793
市政废物处理处置	126	135	231	250	260
再生能源利用	57	65	93	93	103
环境工程及服务	166	96	206	215	217
贸易及其他	33	39	39	39	39
合计	1,522	1,583	2,075	3,194	4,182
营业毛利(百万元)					
工业废物资源化利用	303	264	259	417	587
工业废物处理处置	139	140	239	366	455
市政废物处理处置	31	18	36	39	41
再生能源利用	22	21	30	30	34
环境工程及服务	52	23	49	51	51
贸易及其他	15	17	17	17	17
合计	562	483	630	921	1,185
营业毛利率					
工业废物资源化利用	32.3%	26.3%	23.8%	21.3%	21.2%
工业废物处理处置	69.5%	57.4%	57.4%	57.4%	57.4%
市政废物处理处置	24.3%	13.0%	15.7%	15.7%	15.7%
再生能源利用	38.4%	32.7%	32.7%	32.7%	32.7%
环境工程及服务	31.3%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
贸易及其他	44.0%	43.5%	43.5%	43.5%	43.5%
合计	36.9%	30.5%	30.4%	28.8%	28.3%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 33: 东江环保利润表

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,522	1,583	2,075	3,194	4,182
销售成本	(975)	(1,110)	(1,457)	(2,293)	(3,022)
毛利润	547	473	618	902	1,160
销售管理费用	(240)	(269)	(337)	(467)	(559)
其他营业收入	0	0	0	0	0
息税前利润	307	204	281	434	601
利息	(3)	(1)	(2)	(16)	(34)
其他税前非经营性项目	17	33	25	25	25
税前利润	333	271	337	476	625
税项	(39)	(28)	(37)	(52)	(69)
税后利润	294	244	300	424	556
净利润	267	208	258	367	484
营收增长率	1%	4%	31%	54%	31%
息税前利润率	20%	13%	14%	14%	14%
息税前利润增长率	26%	-33%	38%	55%	38%
净利润增长率	31%	-22%	24%	42%	32%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 34: 东江环保资产负债表

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
有形固定资产净值	572	588	935	1,886	2,359
无形固定资产净值	341	539	597	577	538
净营运资本	310	395	397	438	439
其他长期负债	(102)	(87)	(87)	(87)	(87)
总投资资本	1,121	1,435	1,843	2,813	3,249
投资/其他资产	429	514	926	676	649
总动用资本	1,551	1,949	2,768	3,489	3,898
净(现金)/债务	(722)	(501)	82	456	454
股东权益	2,094	2,242	2,436	2,725	3,064
总动用资本	1,551	1,949	2,768	3,489	3,898
固定资产增长率	21%	3%	59%	102%	25%
营运资本增长率	4%	28%	0%	10%	0%
动用资本增长率	18%	26%	42%	26%	12%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 35: 东江环保现金流量表

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
息税前利润	307	204	281	434	601
折旧	75	93	152	250	314
营运资本变化	(46)	15	(1)	(41)	(1)
其他业务	17	60	27	41	59
经营性现金流 (息税前)	354	373	458	684	974
利息	(3)	(1)	(2)	(16)	(34)
已付税项	(39)	(28)	(37)	(52)	(69)
资本支出	(191)	(318)	(970)	(930)	(721)
自由现金流	121	26	(550)	(314)	149
股息 (普通股)	(75)	(60)	(69)	(77)	(110)
其他	(123)	(186)	31	17	(37)
净债务现金流(增加)/减少	984	(220)	(583)	(374)	2
股息收益率	1.7%	0.8%	0.9%	1.3%	1.7%
资本支出/销售收入	12.5%	20.1%	46.7%	29.1%	17.2%
净债务权益比	-34.5%	-22.3%	3.4%	16.7%	14.8%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

估值

目标价推导

我们预计 2014-16 年公司 EPS 分别为 1.11/1.58/2.09 元，同比增速分别为 24%/42%/32%。基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型和 8.5% 的 WACC，得到目标价 39.9 元，对应 2014-16 年 PE 分别为 36/25/19 倍。考虑到市场对公司未来三年的增长已有充分预期并已充分反映在股价中，我们首次覆盖东江环保并给予“中性”评级。

图表 36: 瑞银 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	281	434	601	745	831	902	983	1,072	1,168	1,273
折旧及摊销*	152	250	314	365	389	427	465	507	553	603
资本支出	(970)	(930)	(721)	(384)	(256)	(421)	(492)	(572)	(662)	(764)
运营资本变动	3	(48)	(37)	(29)	26	(38)	(40)	(44)	(47)	(52)
所得税(营运)	(31)	(48)	(66)	(112)	(125)	(135)	(172)	(214)	(263)	(318)
其他	(25)	(56)	(49)	(45)	(22)	(25)	(27)	(30)	(32)	(35)
自由现金流	(590)	(398)	42	541	844	710	718	720	717	707
增长		NM	NM	1194.4%	56.1%	-15.9%	1.1%	0.3%	-0.5%	-1.4%

估值	
明计现金流现值	4,285
期末价值(第 17 年)现值	3,755
企业价值	8,040
占永续价值百分比	47%
联营公司及其他	612
少数股东权益	225
现金盈余**	624
债务***	448
权益价值	8,602
已发行股数 [m]	231.6
每股权益价值 (Rmb/股)	37.10
权益成本	8.5%
股息收益率	1.1%
1年期目标价 (Rmb/股)	39.90

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	9.0%	3.0%	2.0%
息税前利润率	15.0%	14.0%	13.0%
资本支出/销售收入	9.0%	9.0%	9.0%
投资资本回报率	20.5%	19.5%	15.8%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	18.6x	11.7x	15.0x
企业价值 / 息税前利润	28.6x	18.5x	23.4x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率(现值)	33.5x	23.5x	28.6x
市盈率(目标)	35.9x	25.3x	30.7x

加权平均资本成本	
无风险利	4.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.80
债务 / 权益	5.1%
边际税率	25.0%
权益成本	8.5%
债务成本	6.7%
WACC	8.5%

期末假设值	
VCH(年数)	17
对应的自由现金流增长	1.8%
投资资本回报率增幅	9.0%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	5.8x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

可比公司

在资源回收利用领域，与东江环保业务类似的 A 股上市公司有格林美和怡球资源；市政固废领域的 A 股上市公司则有桑德环境、盛运股份和瀚蓝环境。

对比 5 家公司和东江环保可以看到，东江环保当前股价对应 2014/15/16 年 34/24/18 倍 PE，与行业平均水平基本相当，在资源回收利用类公司中最低，但高于市政固废相关公司。考虑到市政项目占东江毛利比重较小（不到 10%，预计未来 3-5 年中仍是如此），我们认为资源回收利用类公司的估值更具参考价值。

图表 37: 环保公司盈利预测和估值一览表

公司	代码	瑞银评级	股价 (元/股)	市值 (百万元)	EPS (元/股)			PE			PB		
					2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
资源回收利用													
格林美	002340.SZ	中性	11.21	10,356	0.29	0.38	0.61	38.5x	29.5x	18.4x	3.1x	2.8x	2.5x
怡球资源	601388.SS	未予评级	9.32	3,821	0.27	0.34	NA	34.5x	27.4x	NA	NA	NA	NA
平均								36.5x	28.5x	18.4x	3.1x	2.8x	2.5x
市政固废													
桑德环境	000826.SZ	中性	22.17	18,703	0.82	1.00	1.14	26.9x	22.2x	19.4x	3.6x	3.2x	2.8x
盛运股份	300090.SZ	未予评级	14.99	7,937	0.67	0.94	1.23	22.3x	15.9x	12.2x	3.7x	3.1x	2.5x
瀚蓝环境	600323.SS	未予评级	10.71	6,204	0.46	0.58	0.70	23.3x	18.6x	15.2x	2.1x	2.0x	1.9x
平均								24.2x	18.9x	15.6x	3.1x	2.7x	2.4x
水处理													
碧水源	300070.SZ	买入	33.37	29,748	1.40	1.97	2.11	23.8x	16.9x	15.8x	4.9x	3.8x	3.1x
万邦达	300055.SZ	未予评级	28.80	6,589	0.84	1.10	1.40	34.2x	26.1x	20.6x	3.2x	2.9x	2.6x
津膜科技	300334.SZ	买入	33.20	5,777	0.85	1.23	1.46	39.1x	27.0x	22.7x	6.2x	5.2x	4.3x
中电环保	300172.SZ	未予评级	16.05	2,712	0.52	0.66	0.78	30.7x	24.4x	20.5x	2.9x	2.6x	2.4x
平均								32.0x	23.6x	19.9x	4.3x	3.6x	3.1x
大气治理													
龙净环保	600388.SS	中性	23.91	10,224	1.20	1.24	1.13	19.9x	19.3x	21.2x	3.2x	2.9x	2.6x
中电远达	600292.SS	未予评级	17.98	9,203	0.82	0.90	0.91	22.0x	20.0x	19.7x	NA	NA	NA
国电清新	002573.SZ	未予评级	17.06	9,090	0.52	0.74	0.86	32.9x	23.1x	19.8x	3.7x	3.2x	2.8x
平均								24.9x	20.8x	20.2x	3.5x	3.1x	2.7x
环境监测													
聚光科技	300203.SZ	中性	14.60	6,497	0.48	0.55	0.64	30.4x	26.4x	22.6x	3.1x	2.8x	2.5x
雪迪龙	002658.SZ	未予评级	19.25	5,293	0.65	0.83	1.06	29.7x	23.2x	18.1x	4.0x	3.5x	3.0x
先河环保	300137.SZ	未予评级	20.95	4,249	0.51	0.68	0.88	41.1x	30.9x	23.9x	4.0x	3.6x	3.2x
平均								33.7x	26.8x	21.5x	3.7x	3.3x	2.9x
环保公司平均								30.0x	23.4x	19.3x	3.7x	3.2x	2.8x
东江环保	002672.SZ	中性	37.55	8,695	1.11	1.58	2.09	33.7x	23.7x	18.0x	3.6x	3.2x	2.8x

注：格林美、桑德环境、碧水源、津膜科技、龙净环保、聚光科技、东江环保盈利预测为瑞银证券估算，其他公司采用 Wind 一致预期。股价数据截至 2014 年 5 月 29 日。

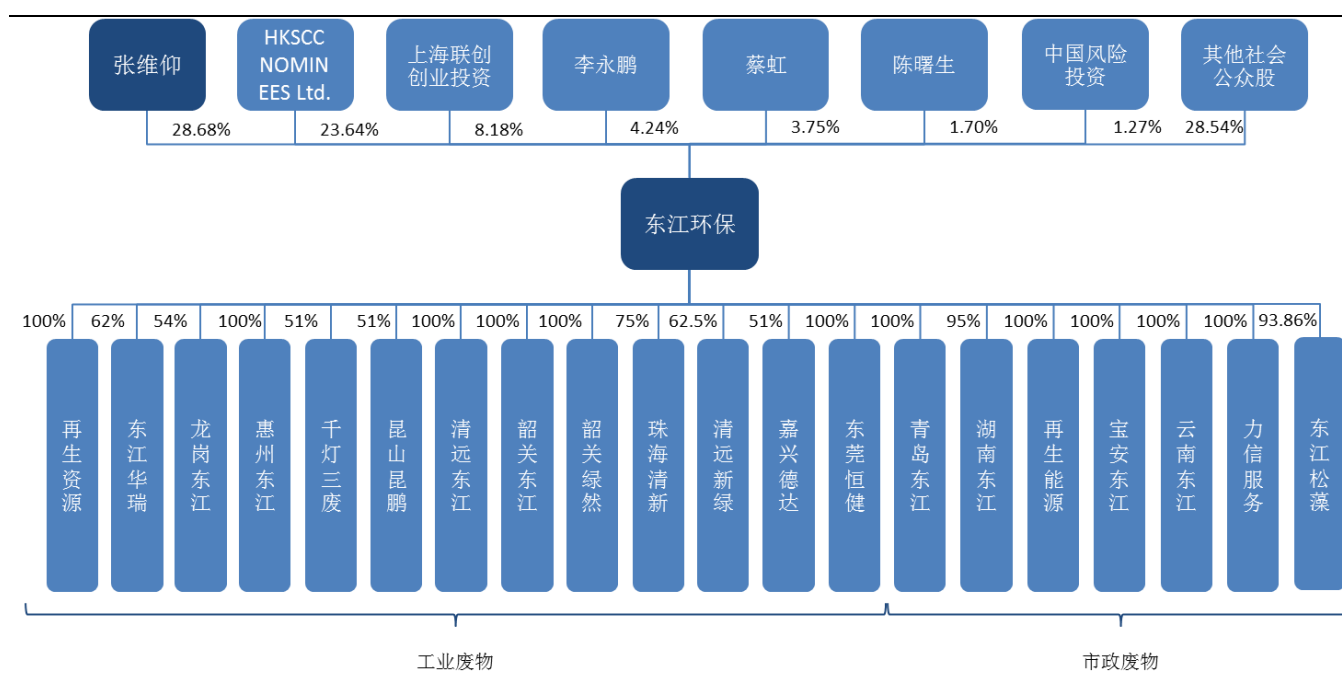
来源：Wind，瑞银证券估算

附录

公司背景

东江环保成立于 1999 年 9 月 16 日，2003 年 1 月在港交所创业板上市，2010 年 9 月转至港交所主板上市，2012 年 4 月 26 日在深交所中小板上市。公司主要经营危险废物处理（包括资源化利用和无害化处理）、废旧家电拆解、市政废物处理（如污泥处理、卫生填埋、填埋气发电和建筑垃圾）以及配套服务，大部分覆盖珠三角和长三角地区。2013 年，危险废物资源化和无害化分别贡献了 63% 和 15% 的营业收入。

图表 38: 东江环保股权结构图



来源: 公司数据

东江环保 (002672.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	1,501	1,522	1,583	2,075	31.1	3,194	54.0	4,182	5,083	5,518
毛利	506	547	473	618	30.6	902	45.9	1,160	1,422	1,564
息税折旧摊销前利润(UBS)	311	382	298	433	45.5	685	58.1	916	1,111	1,220
折旧和摊销	(66)	(75)	(93)	(152)	62.8	(250)	64.7	(314)	(365)	(389)
息税前利润(UBS)	245	307	204	281	37.5	434	54.5	601	745	831
联营及投资收益	11	12	36	33	-9.3	33	0.0	33	33	33
其他非营业利润	21	17	33	25	-23.4	25	0.0	25	25	25
净利息	(20)	(3)	(1)	(2)	-7.7	(16)	-884.0	(34)	(37)	(31)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	257	333	271	337	24.2	476	41.3	625	766	857
税项	(37)	(39)	(28)	(37)	-33.2	(52)	-41.3	(69)	(115)	(129)
税后利润	219	294	244	300	23.2	424	41.3	556	651	729
优先股股息及少数股权	(15)	(27)	(35)	(42)	-18.9	(57)	-36.3	(72)	(81)	(91)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	204	267	208	258	23.9	367	42.1	484	570	638
净利润(UBS)	204	267	208	258	23.9	367	42.1	484	570	638
税率(%)	14.6	11.6	10.3	11.0	7.3	11.0	0.0	11.0	15.0	15.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	1.08	1.23	0.92	1.11	20.7	1.58	42.1	2.09	2.46	2.75
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.08	1.23	0.92	1.11	20.7	1.58	42.1	2.09	2.46	2.75
每股收益(UBS, 基本)	1.08	1.23	0.92	1.11	20.7	1.58	42.1	2.09	2.46	2.75
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.62	0.31	0.33	8.6	0.48	42.1	0.63	0.74	0.83
每股账面价值	17.73	9.28	9.93	10.52	5.9	11.77	11.9	13.23	14.95	16.88
平均股数(稀释后)	188.21	217.38	225.71	231.56	2.6	231.56	0.0	231.56	231.56	231.56
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	256	1,032	949	366	-61.4	321	-12.2	420	912	1,652
其他流动资产	618	735	678	731	7.9	914	24.9	1,004	1,021	962
流动资产总额	873	1,767	1,627	1,098	-32.5	1,235	12.5	1,424	1,932	2,613
有形固定资产净值	473	572	588	935	59.1	1,886	101.6	2,359	2,641	2,598
无形固定资产净值	173	341	539	597	10.9	577	-3.4	538	498	460
投资/其他资产	465	429	514	926	80.0	676	-27.0	649	424	372
总资产	1,984	3,110	3,267	3,556	8.8	4,374	23.0	4,970	5,496	6,044
应付账款和其他短期负债	319	425	282	335	18.5	476	42.3	565	611	621
短期债务	183	198	323	323	0.00	653	101.92	750	750	750
流动负债总额	502	623	606	658	8.6	1,129	71.6	1,315	1,361	1,370
长期债务	342	111	125	125	0.0	125	0.0	125	125	125
其它长期负债	90	102	87	87	0.0	87	0.0	87	87	87
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	934	837	817	870	6.4	1,341	54.1	1,526	1,572	1,582
普通股股东权益	946	2,094	2,242	2,436	8.7	2,725	11.9	3,064	3,463	3,909
少数股东权益	103	179	208	250	20.2	308	22.9	380	461	552
负债和权益总计	1,984	3,110	3,267	3,556	8.8	4,374	23.0	4,970	5,496	6,044
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	204	267	208	258	23.9	367	42.1	484	570	638
折旧和摊销	66	75	93	152	62.8	250	64.7	314	365	389
营运资本变动净值	71	(46)	15	(1)	-	(41)	-3169.2	(1)	29	69
其他营业性现金流	59	16	27	11	-58.9	40	263.5	74	86	89
经营性现金流	401	312	344	420	22.0	616	46.8	870	1,050	1,185
有形资本支出	(213)	(191)	(318)	(970)	-205.1	(930)	4.1	(721)	(384)	(256)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	29	(65)	(142)	33	-	33	-	33	33	33
投资性现金流	(184)	(256)	(459)	(937)	-104.0	(898)	4.2	(689)	(351)	(223)
已付股息	(31)	(75)	(60)	(69)	-15.4	(77)	-11.4	(110)	(145)	(171)
股份发行/回购	12	1,061	0	6	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	20	(58)	(45)	(2)	96.45	(16)	-884.01	(69)	(63)	(51)
债务及优先股变化	(141)	(216)	139	0	-	330	-	97	0	0
融资性现金流	(141)	713	34	(65)	-	237	-	(83)	(208)	(222)
现金流量中现金的增加/(减少)	76	768	(82)	(583)	-613.5	(45)	92.3	99	491	740
外汇/非现金项目	-	7	(1)	0	-	0	4907362.2	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	-	776	(83)	(583)	-604.9	(45)	92.3	99	491	740

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

东江环保 (002672.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	-	29.8	42.6	33.7	23.7	18.0	15.3	13.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	29.8	42.6	33.7	23.7	18.0	15.3	13.6
股价/每股现金收益	-	23.3	29.4	21.2	14.1	10.9	9.3	8.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	23.9	2.3	0.3	(6.9)	(3.9)	1.9	8.3	11.6
净股息收益率(%)	-	1.7	0.8	0.9	1.3	1.7	2.0	2.2
市净率	-	3.9	4.0	3.6	3.2	2.8	2.5	2.2
企业价值/营业收入(核心)	0.5	2.9	4.5	3.6	2.6	2.0	1.6	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	2.3	11.4	23.9	17.3	11.9	9.0	7.3	6.1
企业价值/息税前利润(核心)	2.9	14.2	NM	26.6	18.8	13.7	10.8	9.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	2.8	13.7	NM	23.6	17.3	12.9	10.3	8.6
企业价值/运营投入资本	-	4.3	5.3	4.4	3.4	2.7	2.4	2.2
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	787	5,287	7,858	8,009	8,009	8,009	8,009	8,009
净债务 (现金)	270	(722)	(501)	82	456	454	(37)	(777)
少数股东权益	103	179	208	250	308	380	461	552
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	1,160	4,744	7,565	8,341	8,773	8,843	8,433	7,784
非核心资产	(445)	(374)	(446)	(857)	(607)	(580)	(356)	(303)
核心企业价值	715	4,370	7,120	7,484	8,166	8,263	8,077	7,481
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	-	1.4	4.0	31.1	54.0	30.9	21.5	8.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	-	23.0	-22.1	45.5	58.1	33.7	21.3	9.9
息税前利润(UBS)	-	25.6	-33.5	37.5	54.5	38.4	23.9	11.4
每股收益(UBS 稀释后)	-	13.3	-24.8	20.7	42.1	31.8	17.8	11.9
每股股息净值	-	-	-50.6	8.6	42.1	31.8	17.8	11.9
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	33.7	35.9	29.9	29.8	28.2	27.7	28.0	28.4
息税折旧摊销前利润率	20.7	25.1	18.8	20.9	21.4	21.9	21.8	22.1
息税前利润率	16.3	20.2	12.9	13.6	13.6	14.4	14.7	15.1
净利 (UBS) 率	13.6	17.5	13.2	12.4	11.5	11.6	11.2	11.6
ROIC (EBIT)	-	30.0	15.3	16.5	18.1	19.4	21.8	24.0
税后投资资本回报率	-	26.4	13.5	14.7	16.1	17.3	18.5	20.4
净股东权益回报率(UBS)	-	17.5	9.6	11.0	14.2	16.7	17.5	17.3
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.9	(1.9)	(1.7)	0.2	0.7	0.5	(.0)	(0.6)
净债务/总权益 %	25.7	(31.8)	(20.4)	3.0	15.0	13.2	(1.0)	(17.4)
净债务/(净债务 + 总权益) %	20.4	(46.6)	(25.7)	3.0	13.1	11.6	(1.0)	(21.1)
净债务/企业价值	37.7	(16.5)	(7.0)	1.1	5.6	5.5	(0.5)	(10.4)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	117.8	72.8
资本支出/营业收入(%)	14.2	12.5	20.1	NM	29.1	17.2	7.5	4.6
息税前利润/净利息	12.5	NM	NM	NM	27.9	17.5	20.2	27.0
股息保障倍数 (UBS)	-	2.0	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	-	50.8	33.4	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,501	1,522	1,583	2,075	3,194	4,182	5,083	5,518
总计	1,501	1,522	1,583	2,075	3,194	4,182	5,083	5,518
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	245	307	204	281	434	601	745	831
总计	245	307	204	281	434	601	745	831

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+6.3%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+7.2%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	-2.3%

风险声明

1、金属价格下跌风险：由于资源化业务收入对金属价格高度敏感，如果金属价格下跌的幅度超出我们预期，将导致收入增速放缓。2、危废采购成本的折扣率提升风险：由于资源化产能无瓶颈且行业产能增加，未来资源化部分的开工率、毛利率都可能下行。3、项目进度推迟风险：公司未来 3-5 年的高速增长主要建立在储备项目丰富的基础上，如果受政策、经济增速等因素影响，使得项目审核或建设进度落后于计划，将影响我们对公司的盈利预测。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：徐颖真；郁威。

涉及报告中提及的公司的披露

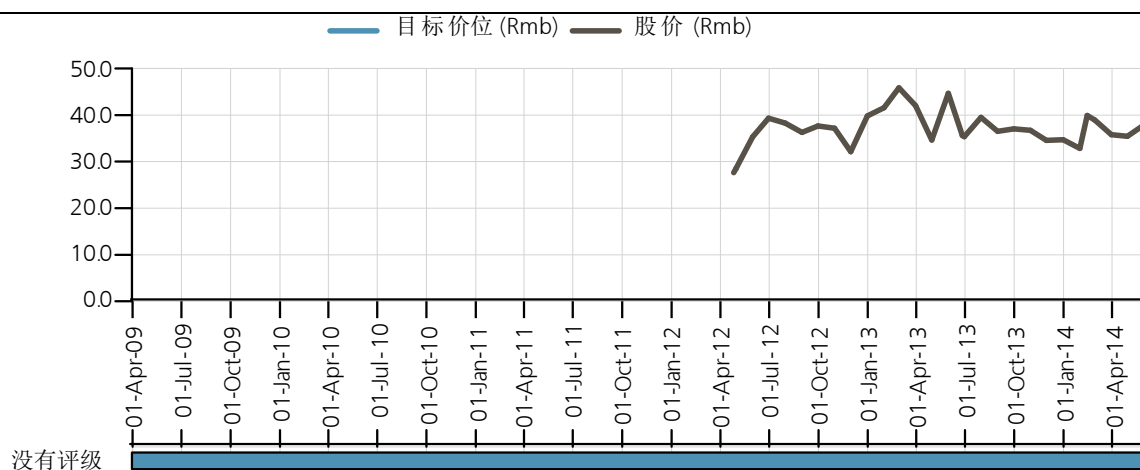
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
东江环保	002672.SZ	未予评级	不适用	Rmb37.63	2014 年 05 月 28 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

东江环保 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 5 月 28 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

