



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪077号

东江环保股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“东江环保股份有限公司2014年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月十一日

东江环保股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	东江环保股份有限公司		
发行规模	人民币 3.50 亿元		
存续期限	2014/8/1-2019/8/1, 附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权		
上次评级时间	2015/05/11		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

近年来,政府鼓励扶持政策的陆续出台使得固废处理行业经营环境持续改善。在此经营环境下,2015 年东江环保股份有限公司(以下简称“东江环保”或“公司”)依托于多元化的产业格局和全业务链的废物处理能力,抗风险能力有所提升。公司全年整体运营良好,新建、扩建以及收购产能的提升使公司规模效应进一步凸显,并保持较好的盈利能力。但同时,中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到有色金属价格下行、资本支出压力上升及安全生产风险等不利因素对公司整体信用水平的影响。

综上,中诚信证评维持东江环保主体信用等级为 **AA**,评级展望为稳定;维持“东江环保股份有限公司 2014 年公司债券(第一期)”信用等级为 **AA**。

正 面

- 行业发展前景向好。在经济增长的环境约束日趋强化的背景下,环保产业投资持续增长。“十三五”规划的落地及相关政策的出台预示着环保法规体系逐步完善,固废处理行业迎来新的发展契机。
- 多元化的产业格局和全业务链的废物处理能力已经成型。公司依托于资本市场融资渠道的支持,通过并购、收购等方式建立了多元化的产业格局和全业务链的废物处理能力。随着新建、扩建和收购产能的陆续释放,公司业务规模稳步扩张,整体经营状况良好。
- 良好的盈利能力。2015 年公司营业毛利率为 32.41%,获利空间较大,同时 2015 年公司取得政府补贴 0.72 亿元,成为利润的重要补充,整体盈利能力较好。
- 通畅的融资渠道。公司与多家金融机构保持良好的合作关系,截至 2015 年末,公司未使用额度 14.05 亿元。同时,作为上市公司,境内外资本市场可作为公司重要的筹资来源,可为自身日常经营和项目投资提供较好的资金支

概况数据

东江环保	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益(亿元)	24.50	28.39	32.20	32.98
总资产(亿元)	32.67	49.85	66.85	69.98
总债务(亿元)	4.66	14.55	23.68	26.56
营业总收入(亿元)	15.83	20.48	24.03	4.99
营业毛利率(%)	30.48	32.49	32.41	35.17
EBITDA(亿元)	3.83	4.92	7.39	-
所有者权益收益率(%)	9.94	9.95	11.96	11.07
资产负债率(%)	25.02	43.06	51.84	52.88
总债务/EBITDA(X)	1.22	2.96	3.20	-
EBITDA 利息倍数(X)	14.83	9.85	5.38	-

注: 1、所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益。
2、公司 2016 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分 析 师

徐 璐 lxu@ccxr.com.cn
郭世瑶 twinkle92@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2016年5月11日

持。

关 注

- 有色金属价格下行。公司资源化产品销售价格与相关金属价格紧密关联，当前国内金属价格处于下降通道，市场需求的不足增加了公司资源化产品的销售难度，未来面临的经营压力或继续上升。
- 资本支出压力。截至 2015 年末，公司已签约而尚未在财务报表中确认的资本性支出承诺合计 7.01 亿元，且在业务规模快速扩张的形势下，公司未来几年项目投资的资金需求较大，将面临较大的资本支出压力。
- 安全生产风险。公司建立了一套完善的安全管理网络，但因处理的工业危废有毒有害，并具有腐蚀性，仍不能排除在收集、装卸、运输、贮存、处理处置及资源化利用等环节中因偶发因素造成意外事故的可能。此外，以焚烧为主的危废处置方式易引发社会群体事件，或对公司生产运营及产能扩建造成负面影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业环境

为遏制环境状况总体恶化的趋势，我国环保产业投资持续增长

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越发严峻的挑战。为改善环境保护滞后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。2014年，我国环境污染治理投资总额为9,575.5亿元，占国内生产总值（GDP）的1.50%。其中，城市环境基础设施建设投资5,463.9亿元，老工业污染源治理投资997.7亿元，建设项目“三同时”投资3,113.9亿元，分别占环境污染治理投资总额的57.06%、10.42%、32.52%。2015年根据初步统计数据，在国内基建持续增长、国家大力拓展PPP模式在环保领域的应用以及行业整合并购加速的推动下，环保行业总投资规模将突破1.3万亿元。

当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题已成为威胁人体健康、公共安全和社会稳定的重要因素之一。根据《国家环境保护“十三五”规划基本思路》，在“十三五”期间，我国将建立环境质量改善和污染物总量控制的双重体系，实施大气、水、土壤污染防治计划，实现三大生态系统全要素指标管理；在既有常规污染物总量控制的基础上，新增污染物总量控制注重特定区域和行业；空气质量实行分区、分类管理。与“十二五”规划相比，环保“十三五”规划的目标实施将由单一目标即总量控制目标、减排目标变成双目标即“环境质量改善”和“污染物总量控制”，其中“污染物总量控制”将是我国当前及未来一段时间内环境管理的重要抓手。

为实现环境保护目标，我国将积极实施和各项环境保护工程。“十三五”期间，水、大气和土壤三大领域的投资需求将达到6万亿元，其中大气污染防治领域投资1.75万亿元，水污染防治4.6万亿元。总体来看，在经济增长的环境约束日趋强化的背景下，环境保护工程的重要性与日俱增。在环保产业投资高速成长的带动下，污水处理、固废处理等子

行业将得到快速发展。

受区域经济及管理体制影响，目前固废处理企业主要集中于浙江、广东、江苏等经济较为发达的地区，区域性特征明显

我国环保产业主要集中在东部沿海、沿长江和中部经济较发达的地区，其中广东、浙江、江苏和山东地区的环保产业年收入总额位居全国前列。在固废处理领域中，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1/4左右。因此，上述地区的固废处理需求相对较大。此外，由于国家对固废的管理实行“就近式、集中式”原则，亦使得固废处理区域性特点明显。但由于工业固废处理行业在我国属于新兴行业，从全国范围内来看，市场参与者众多，但整体规模和生产能力偏小，具有核心竞争力的企业较少。其中，规模较大企业的年处理能力仅约为40万吨，占行业总处理能力比重均较小，行业集中度水平较低。

垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理等固废处理行业的细分市场发展较快

在政策利好的推动下，固废处理行业多个细分市场发展快速，包括垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理、环境修复和垃圾渗滤液等。

垃圾焚烧发电方面，2015年我国设市城市的生活垃圾无害化处理率已达到89.3%，其中70%以填埋为主，25%~28%为焚烧。目前的垃圾焚烧处理率为25.6%。“十三五”期间，焚烧处理能力会将进一步增长，建设管理更趋于精细化。在此背景下，有关垃圾焚烧发电的地方性政策法规相继出台，明确因地制宜地发展垃圾焚烧发电。

餐厨垃圾处理方面，自2010年启动餐厨废弃物资源化利用和无害化处理城市试点工作以来，国家发改委已在2011~2015年间分别公布了五批餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点城市，其中首批33个市（区），第二批16个城市，第三批17个城市，第四批17个城市，第五批17个城市，目前餐厨垃圾试点城市数量已达到100个。

“十三五”规划落地及相关政策的出台，预示着环保法规体系逐步完善，固废处理行业迎来新的发展契机

从固废处理细分行业来看，根据国务院办公厅引发的《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（以下简称“规划”）提出了“十二五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设计划总投资2,636亿元，其中新建无害化处理设施投资1,385亿元；续建无害化处理设施投资345亿元，收运转运体系建设投资351亿元；餐厨垃圾专项工程投资109亿元，存量整治工程投资211亿元，垃圾分类示范工程投资210亿元；监管体系建设投资25亿元。

据环保部规划院测算，预计“十三五”期间环保投入将增加到每年 2 万亿元左右，“十三五”期间社会环保总投资有望超过 17 万亿元。根据行业发展，未来几年固废市场规模将占环保投资总额的30%左右。据此测算，“十三五”期间固废处理行业投资区间在 4.25~5.10 万亿之间，到2020年前，我国固废处理行业市场规模有望达到一万亿元的规模。

政策方面，被称为“土十条”的《土壤环境保护和污染治理行动计划》已由环保部提交至国务院审核，预计2016年内出台。按照国务院要求，即将出台的“土十条”中，将包括划定重金属严重污染的区域、投入治理资金的数量、治理的具体措施等多项内容。作为土壤管理和综合防治的重要规划，将会制定治理我国土壤污染具体时间表，总体上把土壤污染分为农业用地和建设用地，分类进行监管治理和保护，对于土壤污染治理责任和任务也将逐级分配到地方政府和企业，争取到2020年土壤恶化的情况能够得到有效遏制。“土十条”预计可带动投资超5万亿元，固废处理产业需求被进一步拉动，行业市场前景较好。对业内企业而言，面对标准趋高、监管趋严、公众参与和效果导向的新常态，也将面临诸多挑战，技术改革、转型升级的节奏将有所加快。

我国固废处理行业竞争日益激烈，具备领先工艺、设备、技术和丰富运营经验的企业将占据优势地位

固废处理行业在我国是新兴行业，随着环境问题的日益突出，固废处理行业紧跟污水处理行业进入了高速发展时期。目前来看，我国固废处理行业的产业化程度和市场集中度较低，具备核心竞争力的企业较少。

一方面，固废处理技术结合了物理、化学和生物等学科技术，具有技术复合型的特点，行业进入门槛较高。尤其是在工业危险废物处理领域，随着国家环保政策的逐渐完善，对工业危险废物处理、利用的标准不断提高，生产规模小、处理技术低的企业将被淘汰。另一方面，固废处理行业是一个实践性较强的行业，处理技术的应用需要经过长期的经验积累。对行业运行规律和发展模式的理解是进入固废处理行业的基本前提，项目经验不足成为潜在进入者面临的主要壁垒之一。

近年来，随着固废行业投资的持续增长，越来越多具有强资本实力和丰富运营经验的水务企业和非环保企业进入到这一行业中。2015年，首创股份收购新加坡危废处理行业龙头企业；先河环保收购美国环保公司顺利进入碳气溶胶分析市场；此外，以中国中车、中国石化和中信集团等大型国有企业通过专设子公司或推行金融计划的方式进军固废领域。同时，传统固废处理企业通过兼并、收购延伸产业链，使得固废处理行业的市场竞争进一步加剧。

总体来看，随着国民经济的发展以及城市化进程加快，未来环保产业还有较大的增长空间。作为刚起步的固废处理行业，具有行业壁垒高、废物处理过程冗长而复杂、项目前期投资规模大且投资回收周期长等特征。未来具有丰富经营管理经验及雄厚资金实力和技术实力并已跻身行业前列的企业将承借利好政策不断扩张规模。

业务运营

公司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，并延伸至废旧

电器的拆解与回收领域，形成了一套完整的业务体系，提供一站式环保服务，全业务链的协同发展优势及业务资质优势较为突出。因国内金属价格持续下行对其工业废物资源化利用业务的负面影响较大，公司近年来积极调整战略布局，在放缓工业废物资源化利用业务发展的同时，加大对工业废物处

理处置和市政固废处理处置等其他业务的拓展力度。2015年，除工业废物资源化利用业务营业收入同比下滑以外，其他各项业务营业收入较2014年均有所增长，全年公司共实现营业收入24.03亿元，同比增长17.36%。

表 1：2014~2015 年公司营业收入结构情况

单位：亿元、%

业务名称	2014 年			2015 年		
	营业收入	收入占比	收入同比	营业收入	收入占比	收入同比
工业废物资源化利用	9.37	45.79	-2.60	7.73	32.17	-17.54
工业废物处理处置	3.96	19.32	62.45	5.87	24.43	48.40
废弃电器电子产品拆解	2.21	10.80	437.50	3.95	16.43	78.47
市政废物处理处置	2.09	10.22	54.76	2.73	11.35	30.33
再生能源利用	0.64	3.12	-2.46	0.89	3.71	39.65
环境工程及服务	1.59	7.78	66.23	2.00	8.32	25.49
贸易及其他	0.61	2.97	55.09	0.86	3.59	41.89
合计	20.47	100.00	29.35	24.03	100.00	17.36

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

工业危险废物处理业务

2015 年公司工业废物处理业务实现营业收入 13.60 亿元，在上年基础上小幅增长 2.03%，其中工业废物处理处置业务实现收入 5.87 亿元，同比增长 48.40%；工业废物资源化利用业务实现收入 7.73 亿元，同比下降 17.54%。公司资源化业务的主要产品包括硫酸铜、氧化铜、碱式氯化铜、硫酸镍、碳酸镍和硫酸镍等，销售价格与相关金属价格紧密关联，国内金属价格下行以及市场需求不足增加了资源化产品的销售难度，2015 年该业务面临的经营压力继续上升。

公司持续围绕战略调整升级和重点区域布局，通过“内生式增长+外延式扩张”加大工业废物处理处置能力建设，总体废物收集处理量稳步上升。截至 2015 年末，公司已取得工业危废处理资质 136 万吨/年，较 2014 年增长 89%。其中，填埋、焚烧和物化等工业危废无害化处置能力达到 65 万吨/年，同比增长 240%。公司积极发展工业废物资源化利用向无害化业务的转型，能够有效地抵御有色金属价格持续下跌对其获利空间造成的负面影响。

外延扩张方面，2015 年公司新增无害化资质近 12.6 万吨/年，新增资源化资质约 5.6 万吨/年，并首

次开辟了长三角地区工业危废填埋业务，实现该区域工业危废全产业链运营；地域布局方面，公司重点拓展江浙及华北华中区域，收购包括江联环保、如东大恒及南通惠天然、衡水睿韬等项目，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，公司加大新建扩建产能项目的推进，包括江门东江、沙井处理基地、惠州东江及厦门绿洲等在内的多个基地均取得新资质，新增处理能力约 45 万吨/年，其中粤北危废中心已取得 0.95 万吨/年的焚烧资质，江西固废中心项目亦于 2016 年 2 月取得焚烧资质 1.5 万吨/年，为公司进一步拓展广东及江西等地区工业废物收集及无害化处理市场奠定基础。

市场拓展方面，2015 年公司创新业务服务模式，创建线上咨询、交易，线下废物“一站式”收集、运输、储存、处理和利用的业务模式。面对危废处理市场放量增长形势，公司凭借多年运营管理经验及良好的品牌影响力，在期客户总数及废物收集量维持稳定。

市政废物处理处置业务

公司自 2008 年起开展市政废物处理处置业务，

2015 年该项业务的主要收入来源包括深圳下坪固体废弃物填埋场运营及填埋气发电项目、香港城市生活垃圾清运项目以及市政污水处理项目等。2015 年公司稳步推进市政废物处理业务，全年实现营业收入 2.73 亿元，同比增长 30.33%。

表 2：2014~2015 年公司市政废物处理项目运营情况

单位：万元

业务种类	2014年	2015年
市政污泥处理处置	8,436.76	4,257.43
市政垃圾运输收运填埋	10,367.32	17,261.40
其中：下坪填埋场	4,569.74	11,016.98
邵阳填埋场	2,241.86	2,299.12
香港垃圾收运	3,555.72	3,945.29
市政污水处理	1,551.51	5,597.77
建筑垃圾处理	390.68	12.13
餐厨垃圾处理	171.12	133.47
合计	20,917.39	27,262.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，2015 年公司业绩增长主要来源于下坪填埋场运营服务项目和新增的市政污水处理业务。下坪生活垃圾填埋场运营服务项目服务内容包埋作业服务、填埋场臭气治理提升项目运行服务以及渗滤液处理和深度处理，2015 年实现营业收入 11,016.98 万元，同比增长 141.09%；此外，公司于 2015 年 2 月使用自有资金 1.47 亿元收购深圳市恒建通达投资管理有限公司 100% 股权，取得首个市政污水处理运营项目，实现生活污水 11 万吨/日的处理能力，2015 年实现收入 5,597.77 万元，对公司延伸环保产业链、提升城市环保服务整体业务能力具有重要意义。

再生能源利用业务

再生能源利用业务方面，2014 年在收购了南昌新冠能源开发有限公司和合肥新冠能源开发有限公司 100% 股权后，公司拥有的填埋气发电项目总数由 3 个上升至 5 个。2015 年公司下属深圳下坪填埋气综合利用项目新增 2 台发电机组并网发电，扩充其总体垃圾填埋发电规模至 24 兆瓦时，全年上网发电量共计 15,285 万千瓦时，实现营业收入 8,918.89 万元，同比增长 3.71%。

表 3：2014~2015 年公司填埋气发电项目运营情况

单位：千瓦时、万元

项目名称	项目	2014	2015
再生能源	上网电量	3870	6539
	销售收入	2271	3859
青岛东江	上网电量	2183	2118
	销售收入	1139	1367
宝安东江	上网电量	2127	1555
	销售收入	1271	963
南昌新冠	上网电量	1797	2744
	销售收入	955	1498
合肥新冠	上网电量	1419	2318
	销售收入	751	1232

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

废弃电器电子产品拆解业务

废弃电器电子产品拆解业务主要以“四机一脑”等废旧电器为处理对象，已形成完整的回收、拆解、处理及资源化生产链。2015 年公司该业务实现营业收入 3.95 亿元，同比增长 78.47%，占年度营业收入的 16.43%。

2015 年公司主要运营项目包括清远废旧家电拆解处理基地及综合利用项目、厦门绿洲废弃电器电子产品处理项目和湖北东江废弃电器电子产品拆解项目。其中，清远废旧家电拆解处理基地及综合利用项目于 2015 年 3 月将处理资质由 3 万吨/年提升至 7.5 万吨/年；湖北东江废弃电器电子产品拆解项目年设计处理能力 5 万吨/年，于 2015 年下半年正式投产。此外，公司于 2015 年 3 月使用自有资金 7,350 万元收购并增资湖北天银循环经济发展有限公司（以下简称“湖北天银”）60% 的股权，取得湖北天银废旧家电拆解及综合利用基地（仍处于在建期）的运营权。湖北天银于 2013 年 12 月取得 100 万台/年（单班）的废弃电器电子产品处理资质，并已向环保部申请纳入拆解基金补贴资格；其下属的湖北天银报废汽车回收拆解有限公司具备无害化处理报废汽车车壳 2 万辆/年、拆解破碎报废汽车车壳 5 万辆/年的处理规模，目前上述项目仍处于在建阶段。截至 2015 年末，公司累计取得拆解资质合计 18.63 万吨/年，较上年增长 33%。

根据 2016 年 4 月 13 日公司董事会发布的公告，4 月 12 日公司与桑德（天津）再生资源投资控股有

限公司（以下简称“桑德天津”）签订了《关于湖北东江环保有限公司及清远市东江环保技术有限公司的股权转让协议》，拟向桑德天津转让公司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，转让价格为人民币 38,000 万元。除本次关联交易外，同日公司与桑德天津、北京新易资源科技有限公司及其他相关方签订《关于厦门绿洲环保产业股份有限公司的合作框架协议》，就转让分立后的厦门绿洲环保产业股份有限公司 100% 股权做出框架性安排，为后续签署正式的股权转让协议创造条件。

从短期来看，废弃电器电子产品拆解业务的剥离或对公司营收表现造成一定的负面影响。但从长期来看，上述交易旨在提升公司工业和市政废物的无害化处理与资源化利用等主营业务的核心竞争力和抗风险能力，有利于公司进一步聚焦主业，以积极应对外部经济环境风险，在整合内部资源、降低管理成本及财务费用的理念下，能够进一步巩固公司工业危废处理业务的领先地位，符合整体战略发展的需要。

环境工程及服务

随着政府在环境污染第三方治理模式以及社会资本合作相关政策的逐步明朗，通过市场化机制引入专业化第三方来治理污染的模式为环保产业注入新的发展机遇。2015 年，公司重点推进环保服务业务的市场拓展及管理，全年实现营业收入 19,995.80 万元，同比增长 25.49%。

在环保工程及运营业务方面，2015 年公司成功跟踪签约 9 个项目，新开拓跟踪目标客户工程共 41 项，新增运营项目 3 个，市场拓展成果较好；同时大力开展浙江、江苏、江西等外区业务拓展，针对工业园区启动一站式服务，推进平台化协同发展新模式。

在环境监测业务方面，2015 年全资子公司深圳市华保科技有限公司外部环境检测业务上取得较好的发展，新增较多市政府重点生态调查及监测业务委托，在环境监测专业性及服务上积累了一定的口碑和业务基础。2015 年环境监测业务实现营业收入 960.32 万元，较 2014 年增长 52.01%。

此外，为适应环保服务业务的快速增长，在职能整合方面，公司将项目建设团队整合到环保服务事业部，实现了环保服务业务从需求-设计-工程-验收-移交-运营的全业务流程；在业务开展方面，与市场部、各事业部建立起公司业务资源与利润共享模式，发挥协同效应。

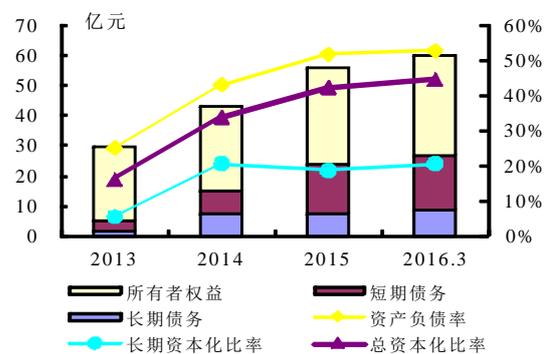
总体上看，公司立足于废物处理领域，经过多年经营发展，已经建立了全业务链的废物处理能力和成熟的业务运营模式，业务规模稳步扩张，整体经营状况良好。

财务分析

以下财务分析基于东江环保提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度财务报告，以及未经审计的 2016 年度一季度财务报表。

资本结构

图 1：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在环保产业政策利好的经营环境下，2015 年公司经营范围进一步扩大，随着新建、扩建以及收购项目产能的逐步释放，公司资产规模和负债规模均有大幅上升。2015 年末公司总资产和总负债分别为 66.85 亿元和 34.66 亿元，同比增长 34.09% 和 61.43%。净资产方面，随着留存收益的逐年积累，公司自有资本实力不断得到夯实，2015 年末公司净资产同比增长 13.42% 至 32.20 亿元。整体来看，2015 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 51.84% 和 42.38%，与同行业上市公司相比，其资产负债率仍处于中等水平。

截至 2016 年 3 月末，公司总资产为 69.98 亿元，总负债为 37.00 亿元，资产负债率及总资本化比率分

别为52.88%和44.61%，财务杠杆仍处于合理范围之内。

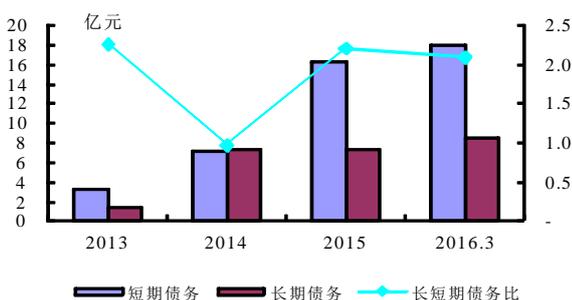
表 4：2015 年末环保行业主要上市公司资本结构比较

单位：亿元、%		
名称	总资产	资产负债率
首创股份	361.25	67.33
启迪桑德	158.49	60.35
创业环保	100.49	54.04
东江环保	66.85	51.84
中材节能	29.77	46.78
永清环保	23.11	42.34

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，2015年公司新建和扩建项目较多，新增产能的释放使其流动资金需求增速较快，加之对外投资规模较大，公司整体负债规模呈上升趋势。2015年公司负债总额为34.66亿元，同比增长61.43%，其中有息债务占比达到68.32%，偿还刚性较强。公司当年加大银行短期借款以补充流动资金，短期借款大幅增长至12.71亿元，同时随着长期借款等融资工具的临近到期，当年长期债务和短期债务分别为7.39亿元和16.29亿元，长短期债务比由2014年的0.97上升至2.21。整体来看，相较于不断增长的业务规模与资产规模，其债务规模仍处于合理范围内，但以短期债务为主的债务结构增加了公司面临的短期偿债压力。

图 2：2013~2016.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资本性支出方面，截至2015年末，公司已签约而尚未在财务报表中确认的资本性支出承诺合计7.01亿元，主要包括对外投资、在建工程和购买机器设备三个板块。公司上述资本性支出承诺的预计投资期间均在2016年内，短期内仍有较大的投资资金需求，将在一定程度上增加公司面临的资本支出压力。

表 5：2014-2015 年公司资本性支出承诺构成

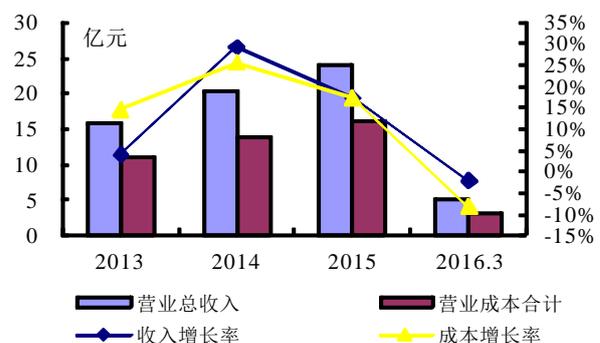
单位：亿元		
项目	2014	2015
对外投资	0.87	2.88
在建工程	2.20	2.69
购买机器设备	0.30	1.44
合计	3.37	7.01

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产和负债结构基本符合其业务运营特点，2015年产能建设项目的推进使其资产规模扩大，同时经营盈余的积累使其自有资本实力得到提升，资产负债率控制在适中水平，财务结构尚属稳健。

盈利能力

图 3：2013~2016.Q1 公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年公司继续积极推进战略调整升级，持续优化业务结构，同时大力推进异地扩张步伐，深化区域布局，随着产能的稳步提升，公司营业总收入稳步增长。其中，公司废物资源化利用业务受到国内金属价格下行的影响，全年收入同比下滑17.54%至7.73亿元；其余各项业务通过加大产能建设、提高市场拓展、推进新产品战略和规范内部管理等措施，收入均在上年基础上有所增长，最终推动整体收入增长17.36%至24.03亿元。2016年一季度，公司实现营业收入4.99亿元，随着废弃电器电子产品拆解业务的剥离，公司短期营业收入或出现下滑，中诚信证评将对此保持关注。

表 6：2015 年公司各板块业务收入和毛利率情况

单位：亿元、%

业务名称	营业收入	毛利率
工业废物资源化利用	7.73	30.43
工业废物处理处置	5.87	51.57
废弃电器电子产品拆解	3.95	14.73
市政固废处理处置	2.73	17.59
再生能源利用	0.89	25.91
环境工程及服务	2.00	24.38
贸易及其他	0.86	72.66
合计	24.03	32.41

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2015年继续坚持产品结构优化和业务结构调整，业务重心进一步偏向工业废物处理处置业务。但受税制改革的影响，该业务营业毛利率同比下降6.17个百分点至51.57%，致使当年公司整体毛利率同比小幅下降0.08个百分点至32.41%。2016年1~3月，公司营业毛利率为35.17%。综合来看，公司毛利率处于行业中上水平。

表 7：2015 年环保行业主要上市公司盈利能力指标

名称	营业总收入（亿元）	毛利率（%）
首创股份	70.61	32.30
启迪桑德	63.41	30.54
东江环保	24.03	32.41
创业环保	19.34	37.86
中材节能	13.73	24.01
永清环保	7.73	23.24

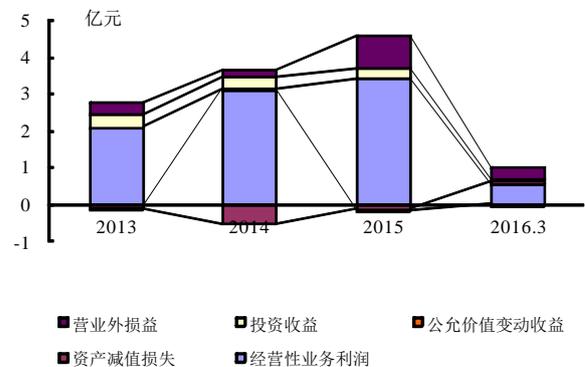
数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015年公司销售费用大幅增长64.73%至0.53亿元，主要原因系为提高废物处理市场份额增加了营销人员以加大市场开拓力度；同时，随着公司业务规模的扩大，资金需求的增长使其融资成本上升，当年财务费用同比增长166.52%至0.65亿元。2015年公司期间费用合计4.16亿元，同比增长21.85%，三费收入占比17.32%，较上年小幅增长0.64个百分点，期间费用控制水平有待提高。

利润总额方面，经营性业务利润、营业外损益和投资收益系公司利润总额的重要组成部分。得益于业务规模的扩张，公司经营性业务利润维持良好水平，对利润总额形成重要支撑作用；同时，2015年公司取得深圳高新技术产业专项补助资金、再生能源资源节约和环境保护工程资金等多项政府补

助款，亦推动其盈利表现向好。2015年公司实现利润总额4.49亿元，同比增长39.76%；2016年一季度，公司实现利润总额1.03亿元，其中经营性业务利润和营业外损益分别为0.60亿元和0.33亿元。

图 4：2013~2016.Q1 公司利润总额构成

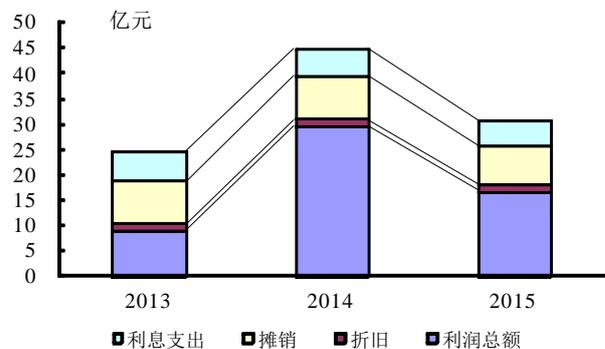


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2015年公司业绩提升明显，盈利能力较强，业务运营较为稳健。从长期来看，公司所处行业发展前景广阔，公司积极优化产业结构、进一步聚焦主业的发展战略将有望带动其长期营收表现和盈利能力改善。

偿债能力

图 5：2013~2015 公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧、无形资产摊销和利息支出构成，其中利润总额占比达到 60.77%，系 EBITDA 的重要组成部分。2015 年利润总额的上升推动公司 EBITDA 同比增长 50.27% 至 7.39 亿元，但受债务规模及利息支出增长较为明显影响，同期总债务/EBITDA 为 3.20，EBITDA 利息倍数为 5.38 倍。整体来看，虽然指标值有所弱化，但公司 EBITDA 对债务本息的保障程度仍较好。

表 8：2013~2016.Q1 公司主要财务能力指标

	2013	2014	2015	2016.Q1
短期债务（亿元）	3.23	7.17	16.29	17.96
长期债务（亿元）	1.43	7.37	7.39	8.60
长短期债务比（X）	2.26	0.97	2.21	2.09
总债务（亿元）	4.66	14.55	23.68	26.56
经营性净现金流 （亿元）	3.44	1.66	2.28	0.01
经营净现金流/ 短期债务（X）	1.06	0.23	0.14	0.02
经营净现金流/ 总债务（X）	0.74	0.11	0.10	0.01
EBITDA（亿元）	3.83	4.92	7.39	-
总债务/EBITDA（X）	1.22	2.96	3.20	-
EBITDA 利息倍数(X)	14.83	9.85	5.38	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营性现金流方面，2015 年公司实现经营活动净现金流 2.28 亿元，较上年增加 0.62 亿元，经营性现金流表现有所改善。但受债务规模攀升的影响，当年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.10 倍和 1.66 倍，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所减弱。值得注意的是，公司经营活动现金流主要受到固废处置工程结算以及补贴周期的影响，近三年受电子废弃物拆解基金补贴周期较长的影响，公司应收账款呈快速增加的趋势，对其经营性现金流产生一定影响。2016 年公司将该业务板块的主要生产基地转让，相关业务的剥离或有助于改善公司未来经营性现金流表现。

财务弹性方面，公司与汇丰银行、中国进出口银行和中信银行等多家金融机构建立了良好的合作关系，间接融资渠道通畅。截至 2015 年末，公司获得授信额度总计人民币 36.69 亿元，其中尚未使用的授信额度为 14.05 亿元，备用流动性较为充裕。此外，公司系深交所和香港联交所上市公司，境内外资本市场可作为公司重要的筹资来源。整体来看，公司融资渠道通畅，具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2015 年末，公司担保余额为 1.36 亿元，均为对子公司的担保，担保对象包括韶关绿然再生资源发展有限公司、深圳市东江环保再生能源有限公司、力信服务有限公司、嘉兴德达资源循环利用有限公司和克拉玛依沃森环保科技有限公司。2015 年末公司担保余额占所有者权益

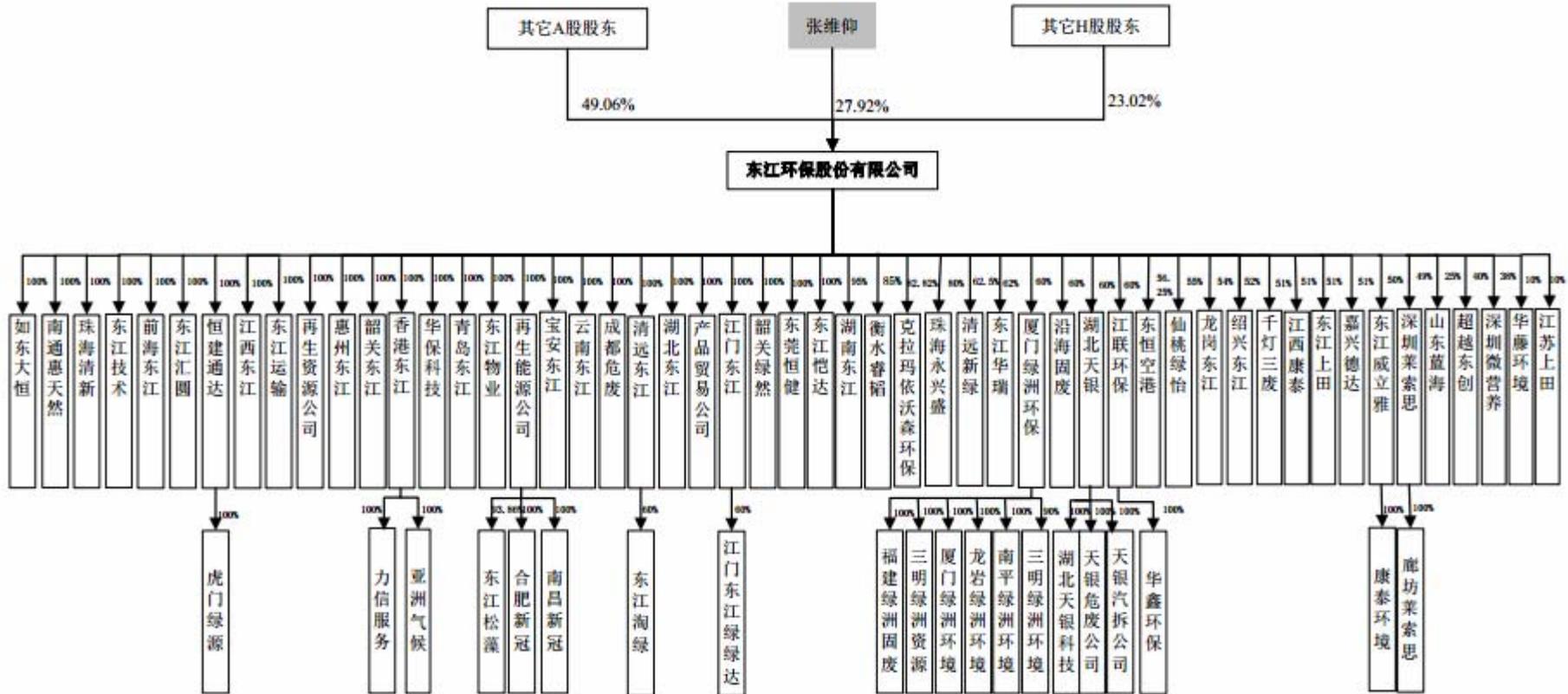
的比重为 4.22%，或有负债风险较小。

综上所述，2015 年公司资产负债率维持在适中水平，财务结构尚属稳健，业务规模稳步增长，盈利水平有所提升，且其融资渠道较为通畅，获现能力对债务本息的保障程度较好，具备较好的竞争实力和抗风险能力。

结 论

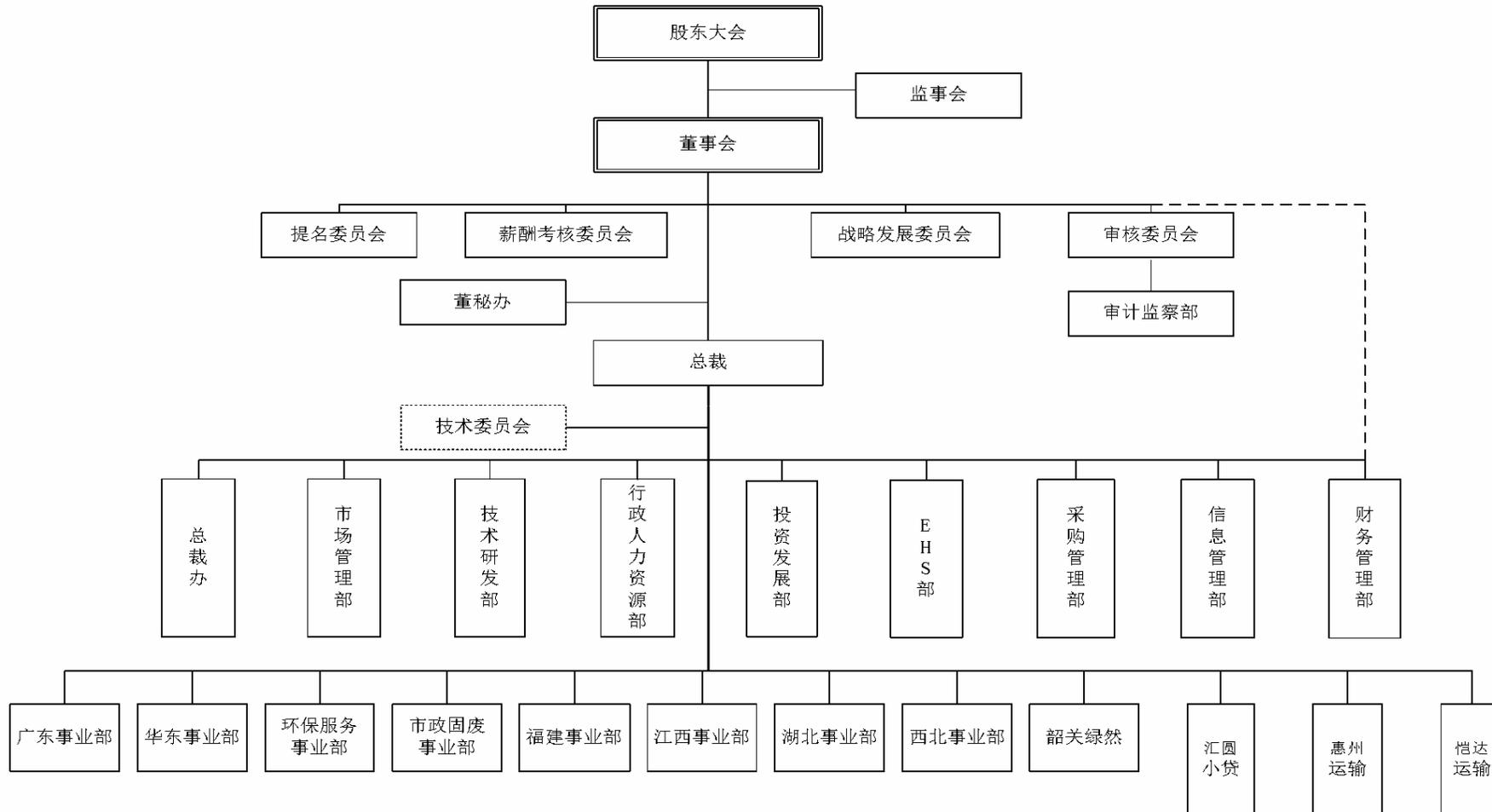
综上，中诚信证评维持东江环保主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“东江环保股份有限公司 2014 年公司债券(第一期)”的信用等级为 **AA**。

附一：东江环保股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



注：公司于2016年4月12日与桑德（天津）再生资源投资控股有限公司签订了《关于湖北东江环保有限公司及清远市东江环保技术有限公司的股权转让协议》，拟向桑德天津转让公司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。

附二：东江环保股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附三：东江环保股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	94,688.75	102,775.01	85,722.93	75,283.36
应收账款净额	17,958.43	47,146.30	70,887.12	68,454.11
存货净额	24,445.24	30,031.22	26,926.95	28,325.00
流动资产	162,668.19	224,101.52	232,281.79	22,934.31
长期投资	10,355.63	10,138.36	14,953.55	18,993.40
固定资产合计	92,985.89	156,829.20	227,484.75	239,507.79
总资产	326,745.76	498,547.06	668,521.72	699,811.53
短期债务	32,334.31	71,716.69	162,929.63	179,565.54
长期债务	14,300.53	73,746.73	73,854.72	86,001.78
总债务（短期债务+长期债务）	46,634.84	145,463.43	236,784.34	265,567.32
总负债	81,749.41	214,689.47	346,568.17	370,030.24
所有者权益（含少数股东权益）	244,996.35	283,857.59	321,953.55	329,781.29
营业总收入	158,293.64	204,751.15	240,298.64	49,928.31
三费前利润	47,311.60	65,571.36	76,132.58	17,175.42
投资收益	3,587.59	3,616.55	2,965.37	411.63
净利润	24,363.82	28,246.75	38,517.41	9,122.93
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	38,273.19	49,207.85	73,943.50	-
经营活动产生现金净流量	34,398.61	16,553.74	22,778.35	690.90
投资活动产生现金净流量	-45,949.22	-96,985.07	-91,561.43	-28,822.46
筹资活动产生现金净流量	3,384.11	89,414.58	47,970.89	20,538.55
现金及现金等价物净增加额	-8,201.19	8,942.16	-20,833.75	-7,598.30
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	30.48	32.49	32.41	35.17
所有者权益收益率（%）	9.94	9.95	11.96	11.07*
EBITDA/营业总收入（%）	24.18	24.03	30.77	-
速动比率（X）	2.28	1.47	0.79	0.74
经营活动净现金/总债务（X）	0.74	0.11	0.10	0.01*
经营活动净现金/短期债务（X）	1.06	0.23	0.14	0.02*
经营活动净现金/利息支出（X）	13.33	3.31	1.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	14.83	9.85	5.38	-
总债务/EBITDA（X）	1.22	2.96	3.21	-
资产负债率（%）	25.02	43.06	51.84	52.88
总资本化比率（%）	15.99	33.88	42.38	44.61

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。