



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪162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，评级展望为稳定；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
二零一七年五月二十五日

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（2017）

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	2016/05/11		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

东江环保	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	28.39	32.20	38.66	39.91
总资产（亿元）	49.85	66.85	81.89	89.22
总债务（亿元）	14.55	23.68	27.90	35.37
营业总收入（亿元）	20.48	24.03	26.17	6.76
营业毛利率（%）	32.49	32.41	36.12	37.03
EBITDA（亿元）	4.92	7.39	10.62	-
所有者权益收益率（%）	9.95	11.96	14.93	11.64
资产负债率（%）	43.06	51.84	52.79	55.27
总债务/EBITDA（X）	2.96	3.20	2.63	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.84	5.38	7.73	-

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 2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

环保行业“十三五”规划落地及相关政策的出台推动固废处理行业经营环境持续改善。在政策利好的推动下，2016 年东江环保股份有限公司（以下简称“东江环保”或“公司”）通过新建项目、并购扩张和新区域布局等方式提升工业废物无害化处理能力，加之市政废物处理处置等业务的协同发展，整体业务规模和经营效益进一步扩张。但同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到资本支出压力上升、债务规模攀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

- 行业成长空间广阔，发展前景良好。在经济增长的环境约束日趋强化的背景下，环保产业投资保持增长，“十三五”规划及相关环保政策的出台推动固废处理行业多个细分市场实现快速发展，行业发展前景广阔。
- 多元化的产业格局成型。2016 年公司通过新建、扩建和并购等方式提升工业废物处理处置能力，加之市政废物处理处置、环境工程服务以及再生能源等业务协同发展，公司形成了多元化的产业格局和全业务链的废物处理能力，整体业务规模稳步扩张。
- 全国性市场布局良好。2016 年公司加大对以江苏、浙江为主的华东市场的扩展，目前公司已形成以泛珠三角和长三角为重点区域，覆盖广东、江苏、浙江、山东、福建、江西、湖北、河北及新疆等国内强工业省市区的工业废物处置网络，市场布局良好。

分析师

米五元 myy@ccxr.com.cn

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月25日

关 注

- 资本支出压力上升。根据公司投资计划安排，2017 年和 2018 年公司在项目建设、并购投资和零星技改等方面的预计投资规模分别为 13.13 亿元和 17.71 亿元，短期内仍存在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。
- 债务规模攀升，负债水平逐年提高。公司在自建产能和对外收购的过程中融资需求相应上升，公司主要通过银行短期借款和资本市场融资等方式弥补流动资金，近三年及一期总债务分别为 14.55 亿元、23.68 亿元、27.90 亿元和 35.37 亿元，债务规模逐年攀升，负债水平分别为 43.06%、51.84%、52.79% 和 55.27%。
- 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，包括焚烧、填埋等在内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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、法规对外公布。

重大事项说明

2016年7月，公司原实际控制人张维仰将其持有的公司6,068.29万股股份过户至广东省广晟资产经营有限公司（以下简称“广晟公司”）名下，本次过户完成后，张维仰持股比例由27.92%降至20.94%；广晟公司持股比例为6.98%。同时，张维仰先生向广晟公司出具《承诺函》，承诺将其持有的公司6,103.06万股股份（占公司总股本的6.88%）对应的股东表决权委托给广晟公司，广晟公司成为可支配上市公司最大单一表决权的股东。此外，2016年10月11日，经公司召开的2016年第二次临时股东大会审议通过，广晟公司提名的董事候选人获得公司董事会多数席位，广晟公司成为公司控股股东，公司实际控制人变更为广东省国资委。

2017年1月18日，广晟公司与张维仰先生签署股权转让协议，受让张维仰先生持有的公司6,103.06万股股份，2017年2月，上述股份完成过户，同时上述《承诺函》亦同时终止履行。通过上述两次受让股份，加之广晟公司的下属子公司从二级市场增持公司A股及H股股份，截至2017年3月31日，广晟公司及其下属子公司持有公司股份合计13,945.67万股，占公司股本为15.72%。

行业环境

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系新兴行业，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，固废处理行业属实践性较强的行业，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。

从行业主要竞争主体来看，传统水务企业拓展产业链，通过涉足固废处理领域逐步向综合环境服务商转型。中国光大国际作为我国最早一批投资股份处理项目的水务企业之一，凭借其较早的经营史及后期市场拓展的持续推进，在行业内占据了有力地位；瀚蓝环境主营业务原为佛山市南海区范围内的水务及固废处理，2014年通过收购创冠中国成功进入我国固废处理行业第一梯队。此外，环保工程建设和设备制造等领域企业涉足运营业务，实现从单一产业链向全产业链的发展，如桑德环境由传统EPC模式逐步转型为EPC与BOT并行的模式。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。

2016年9月29日，发改委、环保部印发《关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见》，对环保产业提出“市场供给能力增强、市场主体逐步壮大和市场更加开放”的三大目标，并指出到2020年，环保产业产值需超过2.8万亿元，需培育50家以上产值过百亿元的环保企业，并打造一批技术领先、管理精细、综合服务能力强、品牌影响力大的国际化的环保公司，建设一批聚集度高、优势特征明显的环保产业示范基地和科技转化平台。

总体来看，目前我国固废处理行业的产业化程度和市场集中度较低，随着国家培育、打造和建设一批聚集度高、优势特征明显的环保产业示范基地和科技转化平台政策的出台，具备领先的处理技术、丰富的运营经验和较强资本实力的企业将能够占据市场优势地位。

我国危废市场处置能力缺口较大，短期内行业将保持良好发展态势，新版《国家危险废物名录》将推动危废科学化和精细化管理，相关危废企业将受益

根据《2016年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》（以下简称《2016年报》）显示，2015年全国246个大、中城市工业危废产生量2,801.8万吨，其中综合利用量1,372.7万吨，处置量1,254.3

万吨，贮存量 216.7 万吨。2015 年，全国范围统计的工业危废生产量达到 4,220 万吨，另据初步统计，2016 年我国工业危废产生量为 4,850 万吨，到 2020 年预计将增长至 7,620 万吨，年均复合增长率超过 12%。

相较于庞大的市场需求而言，危废产生量与处置能力严重不匹配。2015 年，我国危废持证单位设计处理能力为 5,263 万吨，但实际经营规模仅为 1,536 万吨，目前行业处置率仅 36%，处置能力缺口较大。未来随着政策支持、技术迭代和资本注入，危废行业将保持巨大的市场需求，行业整体发展空间广阔。

2016 年 6 月 21 日，环保部发布新版《国家危险废物名录（2016）》（以下简称《名录》），自 2016 年 8 月 1 日起施行。新版《名录》修订坚持问题导向，遵循连续性、实用性、动态性等原则，将危险废物调整为 46 大类别 479 种（其中 362 种来自原名录，新增 117 种），同时增加了《危险废物豁免管理清单》和《危险化学品目录》，取消了原版的“*”标注。新版《名录》更加符合我国行业现状需要，方便企业和监管部门对危险废物的鉴别管理，推动危险废物科学化和精细化管理，对防范危险废物环境风险、改善生态环境质量起到重要作用，相关危废企业将受益。

“十三五”规划落地及相关政策的出台推动环保法规体系逐步完善，在政策利好的推动下，垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理等固废处理行业的细分领域市场发展较快

城镇生活垃圾无害化处理设施是城镇发展不可或缺的基础设施，是人民安全健康生活的重要保障。根据国家发展改革委印发的《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（以下简称《“十三五”规划》）的指导思想，“十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设计划总投资 2,518.4 亿元，其中无害化处理设施投资 1,699.3 亿元，收运转运体系建设投资 257.8 亿元，餐厨垃圾专项工程投资 183.5 亿元，存量整治工程投资 241.4 亿元，垃圾分类示范工程投资 94.1 亿元，监管体系建设投资 42.3 亿元。

我国环保行业的发展与政府支持密不可分，受法律法规和政策影响较大。环境标准与环境执法越严格的国家，环保处理行业越发达，同时亦拥有越多的技术优势。自 2010 年起，环保行业的政策出台越来越密集，政府部门给予固废回收处理企业鼓励扶持政策的力度亦不断加强。

2016 年 11 月 6 日，住建部、国家发改委、国土部、环保部联合印发《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》（以下简称《意见》），提出要加强焚烧设施规划选址管理，项目用地纳入城市黄线保护范围，强化规划刚性，严禁擅自占用或者随意改变用途，严格控制设施周边的开发建设活动。根据焚烧厂服务区域现状和预测的垃圾生产量，适度超前确定设施处理规模，推进区域性垃圾焚烧飞灰配套处置工程建设。此外，《意见》对现有垃圾焚烧厂也提出了针对技术工艺、设施设备运行管理开展专项整治，对整治后不能达标排放的将依法关停处理。

在政策利好的推动下，固废处理行业多个细分市场快速发展，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。

垃圾焚烧方面，目前我国设市城市的生活垃圾无害化处理率已达到 90% 左右，但处理方式以填埋为主，焚烧处理量不足 30%。《“十三五”规划》提出，到 2020 年末，直辖市、计划单列市和省会城市生活垃圾无害化处理率达到 100%，其他设市城市达到 95% 以上，县城 80% 以上，建制镇 70% 以上；设施城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50% 以上，其中东部地区需达到 60% 以上；直辖市、计划单列市和省会城市生活垃圾得到有效分类，生活垃圾回收利用率从达到 35% 以上，城市基恩建立餐厨垃圾回收和再生利用体系，并建立较为完善的城镇生活垃圾处理监管体系。整体来看，“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，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”期间，我国将继续推进餐厨垃圾无害化处理和资源化利用能力建设，根据各地餐厨垃圾产生量及分布等有因素科学布局，鼓励使用餐厨垃圾生产油脂、沼气、邮寄费、土壤改良及和饲料添加剂等，鼓励餐厨垃圾与其他有机可降解垃圾联合处理。到“十三五”末期，力争新增餐厨垃圾处理能力3.44万吨/日，城市基本建立餐厨垃圾回收和再生利用体系。

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，垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理等固废处理行业的细分领域在政策利好的推动下将保持快速发展。而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点

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利用与无害化处理，配套发展环境工程及服务增值性业务，形成了一套完整的业务体系，提供一站式环保服务，业务协同发展优势及业务资质优势较为突出。2016年，公司立足于“聚焦危废，做大做强核心业务”的发展战略，重点推进废物资源化和无害化工艺协同处理，加大对工业废物和市政废物处理处置服务等业务的拓展力度，并将与公司主业关联度较低电子废弃物拆解业务剥离。2016年除电子废弃物拆解业务因业务剥离造成收入规模大幅下滑以外，公司其他各主要业务板块营业收入均同比实现增长，全年实现营业收入26.17亿元，同比增长8.91%。

表 1：2015~2016 年公司营业收入结构情况

单位：亿元、%

业务名称	2015 年			2016 年		
	营业收入	收入占比	同比增幅	营业收入	收入占比	同比增幅
工业废物处理处置服务	5.87	24.43	48.40	8.43	32.22	43.65
资源化利用产品销售	7.73	32.17	-17.54	7.91	30.23	2.34
市政废物处理处置服务	2.73	11.35	30.33	3.06	11.68	12.16
环境工程及服务	2.00	8.32	25.49	2.45	9.38	22.74
再生能源利用	0.89	3.71	39.65	0.92	3.51	3.00
贸易及其他	0.86	3.59	41.89	1.19	4.54	37.79
电子废弃物拆解	3.95	16.43	78.47	2.21	8.43	-44.11
合计	24.03	100.00	17.36	26.17	100.00	8.91

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司重点发展工业危废无害化处理业务，通过“内生式增长+外延式扩张”提升废弃物处理能力，加之资源化产品销售增长，核心业务整体竞争力得以提升

2016年，公司进一步加快布局市场前景较好的焚烧、填埋和物化等危废无害化业务，从处理能力建设、资质总量扩增、资质结构优化和处理技术能力提升等多方面入手，综合提升在危废无害化处理领域的整体竞争力。目前公司已拥有国家危险废物名录中46大类中的44类危废经营资质，并取得工业危险废物资质近150万吨/年，较2015年增长约

10%，其中工业危废无害化处置能力占比一半，同比增长12%。

项目建设方面，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。2016年，东江威立雅焚烧扩建项目2万吨/年、沿海固废2.69万吨/年焚烧项目及南通惠天然2万吨/吨危废填埋项目相继正式投产运营；江西省工业固体废物处置中心项目一期无害化项目8.6万吨/年、如东大恒1.9万吨/年焚烧项目、珠海永兴盛1万吨/年焚烧项目及湖北天银2万吨/年焚

烧项目均进入试运行阶段。此外，潍坊东江获得包括 6 万吨/年危废焚烧项目在内的近 20 万吨处置项目环评批复，泉州 PPP 项目亦有望于 2017 年底建成，优良的项目储备为公司未来产能释放及业绩增长提供保障。

在区域布局上，公司除巩固广东传统市场外，加大了对以江苏、浙江为主的华东区域的布局。2016 年，沿海固废二期焚烧项目建成，提升了公司在苏北的处理能力和行业地位；同时完成了南通焚烧项目的改造和填埋场建设工作，为其完善华东废物处置产业链奠定了基础；当年公司收购绍兴华鑫公司，在浙江形成了多点布局；此外，山东潍坊 6 万吨焚烧项目实施以及控股河北衡水睿韬后，结合山东项目的布点，公司形成了环渤海湾的初步布局。

得益于沿海固废、如东大恒等无害化项目的相继投产，公司危废收集量和处理量同比均有较大增幅，全年公司实现工业废物无害化业务收入 8.43 亿元，较 2015 年同期增长 43.65%，占营业收入的比重为 32.22%，已成为公司最主要的收入来源。同时，2016 年公司加大对自有品牌“百年树”、“东维”资源化产品的市场推广力度，并取得部分海外商标注册及自有销售证书，海外市场拓展初见成效，资源化利用产品销售收入较上年上涨 2.34% 至 7.91 亿元，占营业收入的比重为 30.23%。

表 2：2015~2016 年公司资源化产品销售情况

产品分类	单位：吨、%		
	2015	2016	同比增幅
铜盐产品	44,272.43	41,838.10	-5.50
锡盐产品	1,367.23	1,671.00	22.22
铁盐产品	1,738.81	3,674.95	111.35
其他资源化产品	15,987.48	20,852.69	30.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司不断提升行业统筹能力，推进多种业务形式协同、高效发展，2016 年市政废物处理处置、再生能源利用以及环境工程服务业务规模均实现增长

为实现“综合环保服务平台”的战略发展规划，公司已建立全业务链的废物处理能力和成熟的业务运营模式，在坚持工业危废处置主业的同时，公司积极拓展市政废物处理处置、再生能源利用以及

环境工程服务等业务。

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、香港城市生活垃圾清运以及市政污水处理等项目的处置费收入。2016 年，罗湖餐厨垃圾项目投入运营，日均餐厨垃圾收运量达到 120 吨，处理能力逐步上升，进一步完善公司综合处置能力，全年实现营业收入 3.06 亿元，同比增长 12.16%。

表 3：2015~2016 年公司市政废物处理项目运营情况

业务种类	单位：万元	
	2015年	2016年
市政污泥处理处置	4,257	7,928
市政垃圾运输收运填埋	17,261	17,090
其中：下坪填埋场	11,017	11,180
邵阳填埋场	2,299	2,713
香港垃圾收运	3,945	3,197
市政污水处理	5,598	5,168
建筑垃圾处理	12	-
餐厨垃圾处理	133	391
合计	27,262	30,577

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

再生能源利用业务方面，公司现有填埋气发电机组 22 台，总装机规模 24 兆瓦。2016 年公司上网电量共计 15,274 万千瓦时，实现营业收入 9,186.00 万元，同比增长 3.00%。整体来看，公司再生能源利用业务整体运行保持平稳。

表 4：2015~2016 年公司填埋气发电项目运营情况

项目名称	项目	单位：千瓦时、元/千瓦时、万元	
		2015	2016
再生能源	上网电量	6,539	7,130
	平均电价	0.597	0.597
	销售收入	3,859	4,259
青岛东江	上网电量	2,118	2,285
	平均电价	0.604	0.604
	销售收入	1,367	1,179
宝安能源	上网电量	1,555	1,743
	平均电价	0.597	0.597
	销售收入	963	1,002
南昌新冠	上网电量	2,744	2,890
	平均电价	0.532	0.532
	销售收入	1,498	1,536
合肥新冠	上网电量	2,318	2,287
	平均电价	0.529	0.529
	销售收入	1,232	1,210

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

环境工程及服务方面，公司经过不断实践和积累，在危废行业 EPC 总包项目建设能力方面有了较大提升，加之通过拓宽市场区域和行业业务范围，不断优化废水处理工艺技术，进一步提升了环保服务水平。2016 年公司成功承接湖北江陵污水处理厂项目、阳新项目等一批工业和市政污水处理工程新项目，全年新签约环保工程项目 14 个，合同金额 22,084 万元；同期公司实现环境工程及服务收入 24,543 万元，较上年同期增长 22.74%。

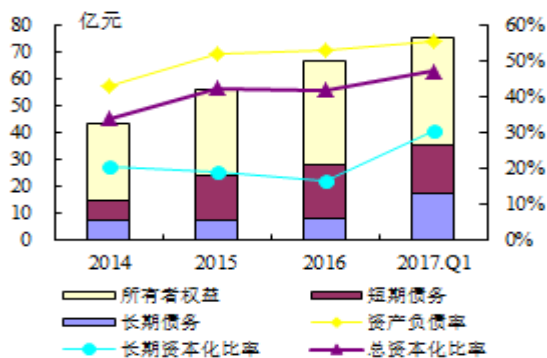
总体上看，公司立足于废物处理领域，经过多年经营发展，已经建立了多种业务协同发展的废物处理能力和成熟的业务运营模式，业务规模稳步扩张，整体经营状况良好。

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2014~2016年度财务报告，以及未经审计的2017年度一季度财务报表。

资本结构

图 1：2014~2017.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

2016 年随着新建、扩建以及收购项目产能的逐步释放，公司经营范围进一步扩大，投资性资金需求相应上升，资产规模和负债规模均有大幅上升，年末公总资产和总负债分别为 81.89 亿元和 43.23 亿元，同比分别增长 22.50% 和 24.75%。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，2016 年末公司净资产同比增长 20.07% 至 38.66 亿元。整体来看，2016 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 52.79% 和 41.91%，与同行业上市公司相比，其资产负债率处于中等水平。

截至 2017 年 3 月末，公司总资产为 89.22 亿元，总负债为 49.31 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 55.27% 和 46.98%，财务杠杆仍处于合理范围之内。

表 5：2016 年末环保行业主要上市公司资本结构比较

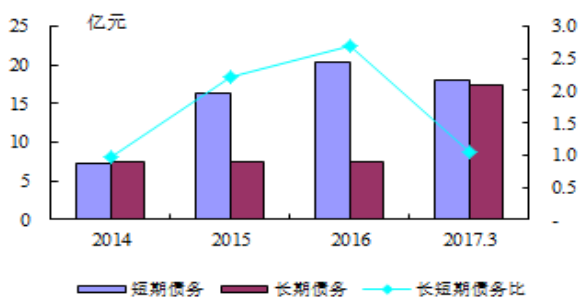
单位：亿元、%		
名称	总资产	资产负债率
首创股份	296.35	65.65
东江环保	81.89	52.79
瀚蓝环境	132.73	58.26
格林美	190.72	62.24
启迪桑德	229.44	63.51
永清环保	29.96	48.61

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2016 年公司继续加快战略布局及产能扩建，年末非流动资产合计 54.77 亿元，占总资产的比重为 66.89%，包括固定资产 13.97 亿元、在建工程 14.56 亿元、无形资产 8.28 亿元、商誉 11.19 亿元。其中固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、办公设备和运输设备等；在建工程主要包括粤北危险废物处置中心园区建设（韶关绿然）、东恒环境项目、二期房产建设（厦门绿洲环保）和天银危废项目（天银危废处置）等，在项目扩建的推动下，年末在建工程规模同比增长 17.77%；无形资产主要为土地使用权、专利权、非技术专利权和 BOT 经营权（龙岗东江和湖南东江）；商誉主要系收购各地危废处理企业所形成，2016 年公司对重大商誉进行评估，当期商誉规模同比增长 13.66%，若后期被并购对象经营业绩不能达到预期，商誉资产将发生减值，并影响公司的盈利表现。2016 年末，公司流动资产占总资产的比例为 33.11%，主要由货币资金 11.60 亿元、应收账款 4.93 亿元、其他应收款 2.50 亿元、贷款 2.74 亿元和存货 2.67 亿元构成。其中，货币资金主要为银行存款，流动性较强；应收账款系应收客户工程服务款及货款，账龄基本在一年以内，当年末公司计提的坏账准备余额为 1,762.968 万元，账款质量较好，且回收风险可控；其他应收款主要为各类保证金以及业绩补偿款，受工程周期较长影响，公司履约保证金账龄基本在 1~2 年之内，但回收压力较小；存货系合理储备的工业废渣废液等原材料以及资源化的库存商品。

从债务结构来看，2016年，在自建产能和对外收购的过程中，公司融资需求相应上升，加之新增产能的释放使其流动资金需求增速较快，公司整体负债规模呈上升趋势。当年公司负债总额为43.23亿元，同比增长24.75%，其中有息债务占比达到64.52%，偿还刚性较强。从债务期限结构来看，2016年公司主要通过银行短期借款补充流动资金，年末短期借款大幅增长至17.36亿元，长期债务和短期债务分别为7.57亿元和20.32亿元，长短期债务比由2015年的2.21上升至2.68。2017年一季度，随着2017年绿色公司债券以及“广发恒进-广晟东江环保虎门绿源PPP项目资产支持专项计划”优先级资产支持证券的发行，期末公司长期债务规模大幅上升至17.31亿元，长短期债务比下降整1.04。整体来看，公司现有债务期限结构较为合理，但较高的短期债务规模仍使其面临较大的短期偿债压力。

图 2：2014~2017.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2016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4.75亿元，主要包括对外投资、在建工程和购买机器设备三个板块。此外，根据公司的投资计划安排，2017年和2018年公司在项目建设、并购投资和零星技改等方面的预计投资规模分别为13.13亿元和17.71亿元，短期内仍存在较大的投资资金需求，或推动债务规模的进一步上升。

表 6：2015~2016 年公司资本性支出承诺构成

项目	单位：亿元	
	2015	2016
对外投资	2.88	0.46
在建工程	2.69	3.74
购买机器设备	1.44	0.55
合计	7.01	4.75

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产结构和负债结构基本符合其业务运营特点，2016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，但其短期债务规模仍较高，存在一定的短期偿债压力。

盈利能力

在环保行业政策利好的影响下，公司近年来通过自有产能建设及异地收购的方式加快扩张的进程，整体收入规模逐年增长。2016年，在电子废弃物拆借业务剥离的背景下，公司各主要业务板块通过加大产能建设、提高市场拓展、推进新产品战略和规范内部管理等措施，推动整体收入规模实现增长，全年收入同比增长8.91%至26.17亿元。2017年一季度，公司实现营业收入6.76亿元，同比增长35.29%。

表 7：2016 年公司各板块业务收入和毛利率情况

业务名称	单位：亿元、%	
	营业收入	毛利率
工业废物处理处置服务	8.43	49.98
资源化利用产品销售	7.91	32.92
市政废物处理处置服务	3.06	21.82
环境工程及服务	2.45	24.01
再生能源利用	0.92	36.30
贸易及其他	1.19	75.76
电子废弃物拆解	2.21	6.51
合计	26.17	36.12

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2016年公司进一步聚焦毛利率水平较高的工业废物处理处置业务，同时盈利水平较低电子废弃物拆解业务的剥离使得产品结构得以优化，公司整体毛利率同比增长3.71个百分点至36.12%。2017年1~3月，公司营业毛利率为37.03%，公司毛利率处于行业中上水平。

表 8：2016 年环保行业主要上市公司盈利能力指标

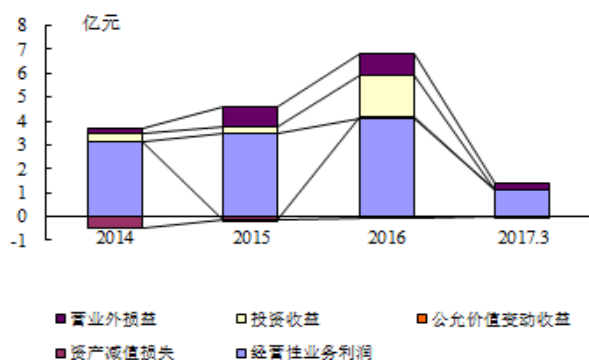
名称	营业总收入 (亿元)	毛利率 (%)
首创股份	79.12	32.94
东江环保	26.17	36.12
瀚蓝环境	36.90	32.39
格林美	78.36	15.71
启迪桑德	69.17	32.88
永清环保	15.36	23.76

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，2016年公司为提高废物处理市场份额加大开拓力度，增加销售人员及营销人工成本所致销售费用增至0.57亿元；管理费用3.40亿元主要为工资、研究费用和折旧费用，公司每年投入研发的费用约占其当年收入规模的4%，科研支出刚性较强；随着公司业务规模的扩张，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48.94%至0.96亿元。2016年公司期间费用合计4.94亿元，同比增长18.60%，三费收入占比18.87%，较上年小幅增长1.54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，全年实现利润总额6.74亿元，同比增长49.93%。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，全年实现利润总额4.13亿元；2016年公司取得增值税即征即退、产业发展引导资金和企业基础设施建设奖励等多项政府补贴，当期取得营业外收入1.18亿元；此外，2016年公司将电子废弃物拆解业务的主要子公司处置，当期投资收益大幅增长至1.79亿元。2017年一季度，公司实现利润总额1.36亿元，其中经营性业务利润和营业外损益分别为1.12亿元和0.22亿元。

图 3：2014~2017.Q1 公司利润总额构成

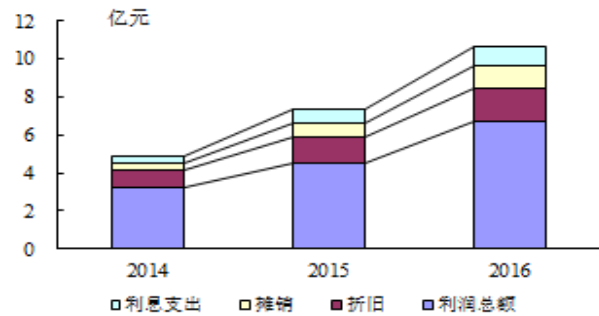


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，在收入规模持续增长、毛利率水平上升的情况下，公司盈利能力逐年增强。当前环保行业政策环境良好，随着公司业务结构的不断优化，未来长期营收表现和盈利能力有望得到进一步提升。

偿债能力

图 4：2014~2016 年公司 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 63.43%，系 EBITDA 的重要构成部分。2016 年利润总额的上升推动公司 EBITDA 同比增长 43.63% 至 10.62 亿元，当期总债务/EBITDA 为 2.63 倍，同比下降 0.58 倍；EBITDA 利息倍数为 7.73 倍，同比增长 2.35 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度增强。

表 9：2014~2017.Q1 公司主要财务能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务 (亿元)	7.17	16.29	20.32	18.05
长期债务 (亿元)	7.37	7.39	7.57	17.31
长短期债务比 (X)	0.97	2.21	2.68	1.04
总债务 (亿元)	14.55	23.68	27.90	35.37
经营性净现金流 (亿元)	1.66	2.28	6.90	0.99
经营净现金流/短期债务 (X)	0.23	0.14	0.34	0.22
经营净现金流/总债务 (X)	0.11	0.10	0.25	0.11
EBITDA (亿元)	4.92	7.39	10.62	-
总债务/EBITDA (X)	2.96	3.20	2.63	-
EBITDA 利息倍数 (X)	9.84	5.38	7.73	-

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，2016 年公司业务规模扩张，加之应收账款回收有所加快，当期经营活动产生的现金流量净额增至 6.90 亿元，经营性现金流明显改善。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 0.25 倍和 5.02 倍，经营活动净现金流能对债务本息形成有效覆盖。

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 2016 年末，公

司获得授信额度总计人民币 39.31 亿元，其中尚未使用的授信额度为 11.53 亿元。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，仍具备良好的财务弹性。

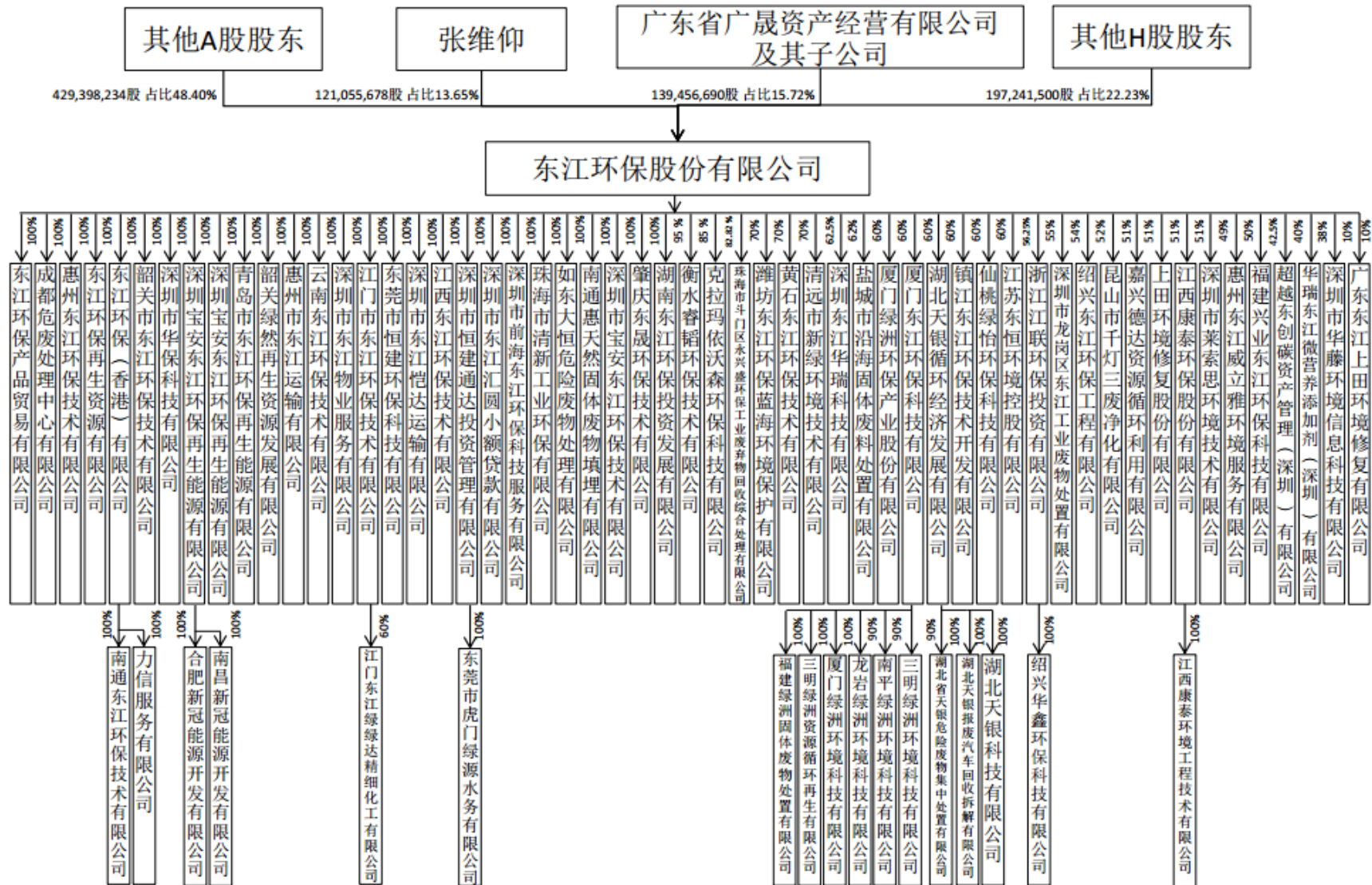
或有负债方面，截至 2016 年末，公司担保余额为 3.28 亿元，均为对子公司的担保，担保余额占所有者权益的比重为 8.48%，或有负债风险较小。

综上所述，2016 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，具备很强的竞争实力和抗风险能力。

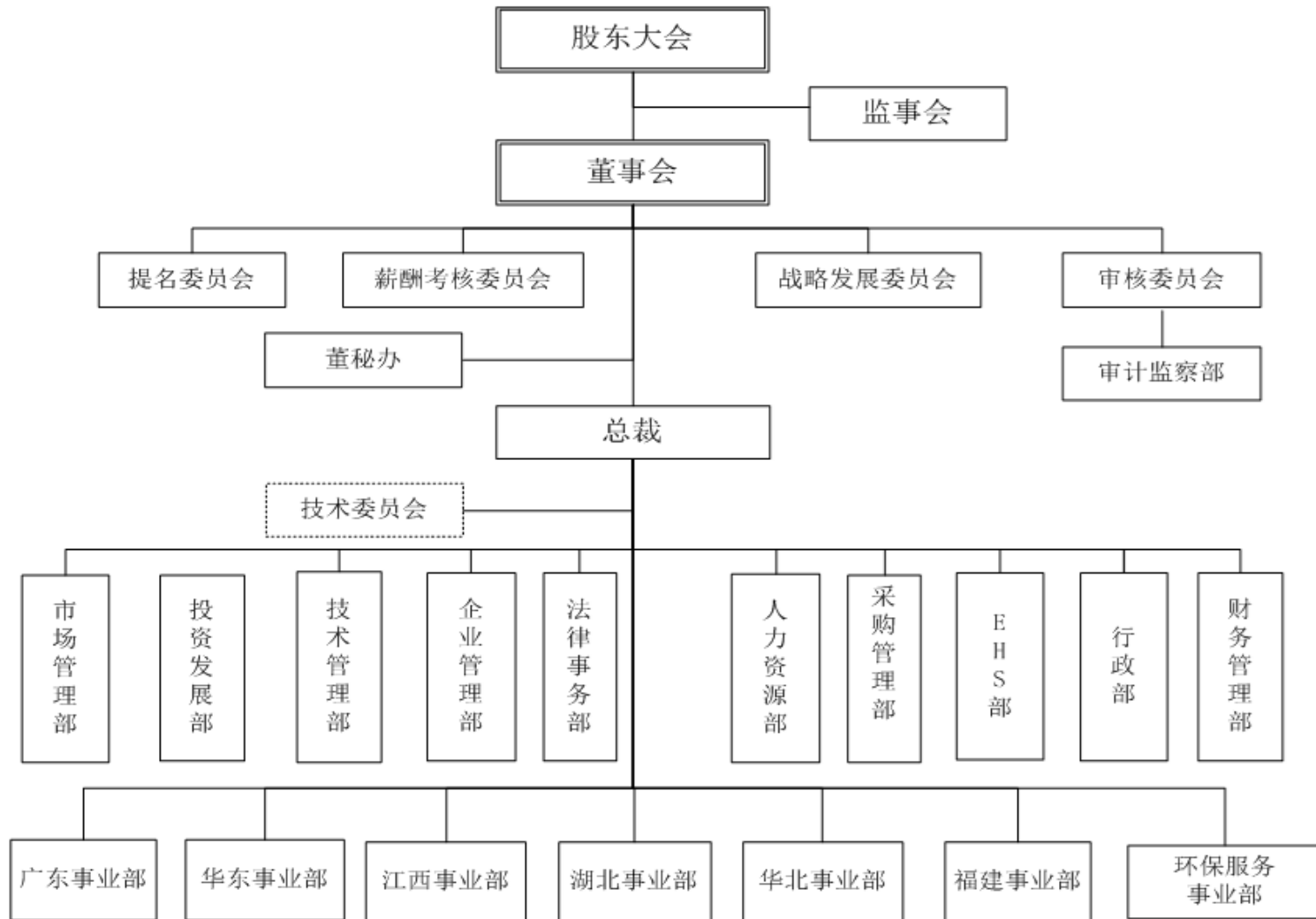
结 论

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 2017 年 3 月 31 日）



附二：东江环保股份有限公司组织结构图（截至 2017 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	102,775.01	85,772.93	116,007.31	179,399.84
应收账款净额	47,146.30	70,887.12	49,335.02	56,084.04
存货净额	30,031.22	26,926.95	26,717.06	29,085.26
流动资产	224,101.52	232,281.79	271,169.33	333,387.06
长期投资	10,138.36	14,953.55	15,300.69	19,951.64
固定资产	79,000.86	130,016.37	139,722.54	138,299.61
在建工程	72,441.25	92,081.30	145,560.71	150,103.33
无形资产	50,396.68	73,490.96	82,834.55	89,564.35
总资产	498,547.06	668,521.72	818,914.85	892,218.57
短期债务	71,716.69	162,929.63	203,240.85	180,543.63
长期债务	73,746.73	73,854.72	75,712.40	173,108.95
总债务	145,463.43	236,784.34	278,953.25	353,652.57
总负债	214,689.47	346,568.17	432,345.56	493,108.96
所有者权益（含少数股东权益）	283,857.59	321,953.55	386,569.29	399,109.61
营业总收入	204,751.15	240,298.64	261,707.68	67,550.23
三费前利润	65,571.36	76,132.58	90,720.83	24,306.73
投资收益	3,616.55	2,965.37	17,884.14	230.89
净利润	28,246.75	38,517.41	57,713.59	11,617.53
EBITDA	49,207.85	73,943.50	106,204.82	-
经营活动产生现金净流量	16,553.74	22,778.35	68,984.42	9,863.25
投资活动产生现金净流量	-96,985.07	-91,560.43	-65,414.06	-18,240.95
筹资活动产生现金净流量	89,414.58	47,970.89	28,747.84	72,189.24
现金及现金等价物净增加额	8,942.16	-20,833.75	32,369.70	64,060.09
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	32.49	32.41	36.12	37.03
所有者权益收益率（%）	9.95	11.96	14.93	11.64
EBITDA/营业总收入（%）	24.03	30.77	40.58	-
速动比率（X）	1.47	0.79	0.72	1.00
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.10	0.25	0.11*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.23	0.14	0.34	0.22*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.31	1.66	5.02	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.84	5.38	7.73	-
总债务/EBITDA（X）	2.96	3.20	2.63	-
资产负债率（%）	43.06	51.84	52.79	55.27
总资本化比率（%）	33.88	42.38	41.91	46.98
长期资本化比率（%）	20.62	18.66	16.38	30.25

注：1、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；

2、2017年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

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。