



# 信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪094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，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级AA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一五年五月十一日

## 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（2015）

|        |   |    |         |
|--------|---|----|---------|
| 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 | 2014/05/16                                      |    |         |
| 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，政府部门给予固废处理企业鼓励扶持政策力度不断加强，在此环保产业政策利好的大环境下，东江环保股份有限公司（以下简称“东江环保”或“公司”）依靠全业务链的废物处理能力和成熟的业务运营模式，业务规模保持持续增长，毛利率水平有所提升，体现了很强的抗风险能力。同时，中诚信证评也关注到有色金属市场价格持续下行、公司人才管理风险及公司资本支出压力增加等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持东江环保主体信用等级 **AA**，评级展望稳定；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 **AA**。

### 正面

- 行业政策出台密集，政府部门给予鼓励扶持力度加大。近年来，随着环保产业受关注度日益递增，我国环保法律建设不断完善，国家相关监管力度逐步加大，愈趋严格的环境标准与环境执法有利于改善废物处理企业的经营环境。
- 全业务链的废物处理能力和成熟的业务模式。公司依托资本市场融资渠道的支持，通过收购及参与各地环保项目招投标等方式，已经建立起全业务链的废物处理能力和成熟的业务运营模式，业务规模实现快速扩张，整体经营状况良好。
- 偿债能力很强。2014 年，公司通过发行公司债券及大幅增加银行贷款来扩充资本实力，致使当年公司负债规模大幅上升至 43.06%，但相比于其他环保行业上市公司仍处于较低水平，加之近年来业务规模保持持续增长，毛利率水平有所提升，整体盈利能力很好，债务期限结构亦有所改善，其整体偿债能力很强。

### 概况数据

| 东江环保           | 2012  | 2013  | 2014  | 2015.Q1 |
|----------------|-------|-------|-------|---------|
| 所有者权益(亿元)      | 22.73 | 24.50 | 28.39 | 29.04   |
| 总资产(亿元)        | 31.10 | 32.67 | 49.85 | 54.33   |
| 总债务(亿元)        | 3.40  | 4.66  | 14.55 | 18.04   |
| 营业总收入(亿元)      | 15.22 | 15.83 | 20.48 | 5.10    |
| 营业毛利率(%)       | 36.92 | 30.48 | 32.49 | 30.89   |
| EBITDA(亿元)     | 4.28  | 3.83  | 4.92  | -       |
| 所有者权益收益率(%)    | 12.94 | 9.94  | 9.95  | 2.67    |
| 资产负债率(%)       | 26.91 | 25.02 | 43.06 | 46.54   |
| 总债务/EBITDA(X)  | 0.79  | 1.22  | 2.96  | -       |
| EBITDA 利息倍数(X) | 14.42 | 14.83 | 13.06 | -       |

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 分析师

马延辉 yhma@ccxr.com.cn

高玉淼 ywgao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年5月11日

## 关 注

- 有色金属市场价格持续下行。公司最主要的利润来源系资源化业务，而资源化产品的销售价格与相关金属现货价格紧密关联，因此受近年来有色金属价格总体持续走低的影响，公司资源化产品将面临一定的价格压力。
- 人才管理风险。目前公司全资、控股及参股企业达 40 余家，员工人数 3000 余人，业务布局覆盖 19 个省市，公司或将面临管理链条冗长、员工队伍不稳定等管理风险。
- 资本支出压力。根据公司的战略规划，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，公司将面临一定的资本支出压力。

## 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。

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，并及时对外公布。



## 本次债券募集资金使用情况

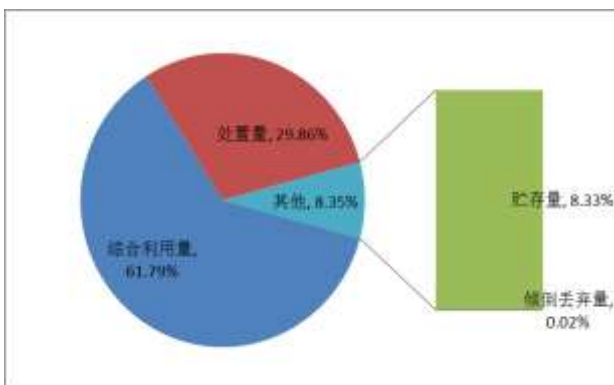
2014年8月1日，公司发行3.50亿元的公司债券。本次债券募集资金扣除发行费用后，剩余34,585.92万元，截至2014年12月31日，募集资金已足额使用，全部用于补充公司流动资金和偿还银行贷款，以改善公司资金状况。资金投向符合《东江环保股份有限公司公开发行2014年公司债券（第一期）募集说明书》的规定。

## 行业分析

根据环境保护部2015年1月发布的《2014年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》显示，综合利用和有效的处置仍是处理一般工业固体废物和工业危险物的主要途径。

一般工业固体废物方面，2013年，261个大、中城市一般工业固体废物产生量达238,306.23万吨，其中，综合利用率146,535.66万吨，处置量70,815.70万吨。一般工业固体废物综合利用率占利用处置总量的61.79%，处置、其他类分别占比29.86%、8.35%，综合利用仍然是处理一般工业固体废物的主要途径，部分城市对历史堆存的固体废物进行了有效的利用和处置。

图1：一般工业固体废物利用、处置情况



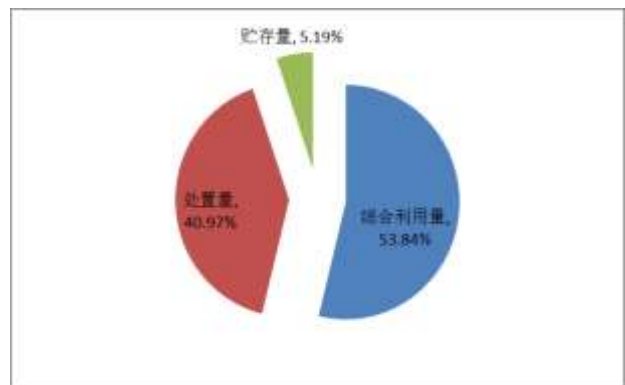
资料来源：环境保护部，中诚信证评整理

一般工业固体废物产生量较大的省份主要集中在华北地区，河北、山西、内蒙古分列前3位。前10位城市产生的一般工业固体废物总量为64,412.89万吨，占全部信息发布城市一般工业固体废物产生总量的27.03%。

工业危险废物方面，2013年，261个大、中城

市工业危险废物产生量达2,937.05万吨，其中，综合利用率1,589.02万吨，处置量1,209.31万吨。工业危险废物综合利用率占利用处置总量的53.84%，处置、其他类分别占比40.97%和5.19%，有效地利用和处置是处理工业危险废物的主要途径。工业危险废物产生量较大的省份主要集中在东部地区，山东、湖南、江苏分列前3位。前10名城市产生的工业危险废物总量为1,198.90万吨，占全部发布城市产生总量的40.82%。

图2：工业危险废物利用、处置情况



资料来源：环境保护部，中诚信证评整理

我国工业固废处理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。自2010年起，行业的政策出台越来越密集，政府部门给予回收处理企业鼓励扶持政策的力度不断加强。

2012年4月13日，科技部、发改委、工信部、环保部等部门联合发布《废物资源化科技工程“十二五”专项规划》，对废旧电子电器拆解、城市生活垃圾能源化和资源化利用、建筑垃圾资源化利用、城镇污水处理厂污泥和工业污泥处置均提出了明确的目标和要求，以促进废物资源化科技创新。

2013年6月18日，最高人民法院、最高人民检察院公布的《最高人民法院、最高人民检察院关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》，加大对环境污染共同犯罪的打击力度。对明知他人无经营许可证或者超出经营许可范围，向其提供或者委托其收集、贮存、利用、处置危险废物，严重污染环境的情形，应当以污染环境罪的共同犯罪追究有关单位、个人的刑事责任。最新两高司法解释将有利于整治目前废物回收利用行业相对混乱的局面，提高行业进入壁垒，改善取得资质企业的经营环境。

2014年5月6号，国家发改委公布的《关于促进生产过程协同资源化处理城市及产业废弃物工作的意见》，旨在落实《循环经济促进法》和《循环经济发展战略及近期行动计划》(国发[2013]5号)

的要求，加快我国城市及产业废弃物的无害化处置、资源化利用，提高我国新型城镇化的质量和水平，推动绿色循环低碳发展。

表 1: 2012 年~2014 年固废处理行业主要政策一览

| 时间/发布机构                         | 文件                                      | 主要内容   |
|---------------------------------|---|--|
| 2012年4月：国务院、发展改革委、住房城乡建设部、环境保护部 | 《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》              | 明确提出加大城镇生活垃圾处理力度，到2015年，直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理，设市城市生活垃圾无害化处理率达到90%以上，县县具备垃圾无害化处理能力，县城生活垃圾无害化处理率达到70%以上，全国城镇新增生活垃圾无害化处理设施能力58万吨/日。   |
| 2012年4月13日：科技部、发展改革委、工信部、环保部等   | 《废物资源化科技工程“十二五”专项规划》                    | 为指导和推进全国废物资源化科技创新，规划明确规定“十二五”期间，重点选择再生资源、工业固废、垃圾与污泥等量大面广和污染严重废物，以废物资源化全过程清洁控制为基本前提，加强废物循环利用理论研究，大力推进废物资源化全过程污染控制技术研发，发展废物预处理专用技术，加快废物资源化利用技术研发，形成100项左右重大核心技术，开发100项左右市场前景好、附加值高废物资源化产品。 |
| 2013年6月18日：最高人民法院审判委员会          | 《最高人民法院、最高人民检察院关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》 | 《解释》对于“严重污染环境”、“后果特别严重”、从重处罚等情形做出专门规定。同时，《解释》亦加大对环境污染共同犯罪的打击力度，对明知他人无经营许可证或者超出经营许可范围，向其提供或者委托其收集、贮存、利用、处置危险废物，严重污染环境的情形，应当以污染环境罪的共同犯罪追究有关单位、个人的刑事责任。                                     |
| 2013年8月1日：国务院                   | 《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》                    | 废物资源化利用、废旧家电拆解。首次针对发展城市资源化循环利用，提高资源产出率提出了“城市矿产”的概念。制定了“推动再生资源清洁化回收、规模化利用和产业化发展”的目标。  |
| 2014年4月24日：环境保护部                | 《中华人民共和国环境保护法》                          | 为保护和改善环境，防治污染和其他公害，保障公众健康，推进生态文明建设，促进经济社会可持续发展制定国家法律   |
| 2014年5月6日：发改委                   | 《关于促进生产过程协同资源化处理城市及产业废弃物工作的意见》          | 加快我国城市及产业废弃物的无害化处置、资源化利用，提高我国新型城镇化的质量和水平，推动绿色循环低碳发展  |
| 2014年7月1日：环境保护部                 | 《生活垃圾焚烧污染控制标准》                          | 为保护环境，防治污染，促进生活垃圾焚烧处理技术的进步，本标准规定了生活垃圾焚烧厂的选址要求、技术要求、入炉废物要求、运行要求、排放控制要求、监测要求、实施与监督等内容  |

资料来源：中国固废网，中诚信证评整理

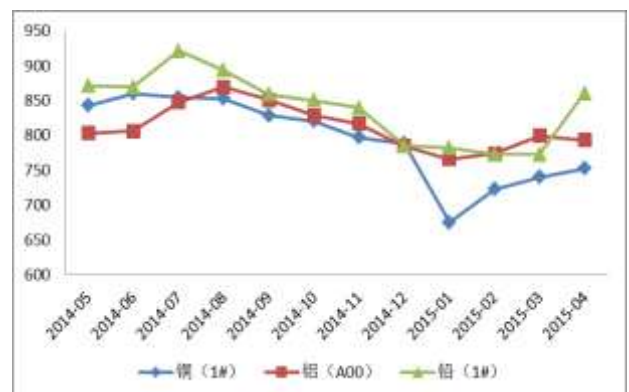
近年来有色金属价格总体持续走低，公司资源化产品面临较大的价格压力。

在对危险废弃物资源化的过程中，生成的产品主要是金属盐，金属盐可用于化工、饲料行业，或进一步提炼纯金属。2014年国内外市场主要有色金属价格总体持续走低，当年12月31日，长江有色金属现货市场报价单中，铜、铝、铅当日期货均价分别为46,545元/吨、12,990元/吨和12,600元/吨，较上年同期下降8.24%、9.75%和9.42%。

公司最主要的利润来源系资源化利用业务，而资源化产品的销售价格与相关金属现货价格紧密

关联，因此受金属价格波动的影响，公司资源化产品销售业务受到影响。

图 3: 长江有色网铜（1#）、铝（A00）、铅（1#）价格指数



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

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

2014年，公司抓住环保产业政策的利好形势，顺应危废市场需求的变化，加速推进产能建设，提高市场份额。2014年除再生能源利用因发电机组定期维修、资源化产品综合利用因国内金属价格持续下降导致再生能源利用业务及资源化利用业务收入较上年同期略有下降，公司其他各项业务营业收入较2013年均有所增长，当年公司共实现营业收入20.47亿元，较2013年增长29.35%。

表 2：2012~2014 年公司营业收入结构与毛利率情况

单位：亿元

| 业务名称       | 2012  |        | 2013  |        | 2014  |        |
|------------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
|            | 营业收入  | 毛利率    | 营业收入  | 毛利率    | 营业收入  | 毛利率    |
| 工业废物资源化利用  | 9.39  | 32.30% | 10.04 | 26.62% | 9.37  | 30.19% |
| 工业废物处理处置   | 2.00  | 69.55% | 2.43  | 57.42% | 3.96  | 57.74% |
| 废弃电器电子产品拆解 | -     | -      | 0.42  | 18.97% | 2.21  | 16.11% |
| 市政固废处理处置   | 1.26  | 24.34% | 1.35  | 12.98% | 2.09  | 16.15% |
| 再生能源利用     | 0.57  | 38.39% | 0.65  | 23.61% | 0.64  | 28.22% |
| 环境工程及服务    | 1.66  | 31.29% | 0.96  | 23.61% | 1.59  | 24.64% |
| 贸易及其他      | 0.33  | 43.99% | 0.39  | 43.54% | 0.61  | 44.56% |
| 合计         | 15.22 | 36.92% | 15.83 | 30.48% | 20.47 | 32.49% |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 工业废物处理业务

得益于公司持续围绕战略调整升级和重点区域布局，加大工业无害化处置业务的拓展，其总体废物收集处理量呈明显上升态势。2014年公司工业废物处理业务实现营业收入13.33亿元，较上年增长10.53%，其中资源化利用产品销售收入9.37亿元，同比下降2.6%；工业废物处理处置服务收入3.96亿元，同比增长62.45%。2015年1-3月公司工业废物处理业务实现营业收入3.51亿元，较上年同期增长29.90%。

目前公司正式运营中的工业废物处理基地包括沙井处理基地、东江华瑞处理基地、惠州处理基地、昆山处理基地等。公司以上述处理基地为业务中心，逐渐形成废物处理业务及增值性服务协同发展的完善业务链条。



表3：2014年末公司主要工业废物处理项目运营情况

单位：万吨/年、亿千瓦时

| 项目名称         | 状态       | 设计处理量 <sup>1</sup> | 工业废物处理量   | 资源化利用产品产量 |
|--------------|----------|--------------------|-----------|-----------|
| 沙井处理基地       | 运营       | 9.21               | 10.36     | 2.92      |
| 东江华瑞处理基地     | 运营       | 0.48               | -         | 0.39      |
| 惠州处理基地       | 运营       | 3.45               | 1.81      | 0.87      |
| 昆山处理基地       | 运营       | 8                  | -         | 1.84      |
| 广东省危废示范中心    | 运营       | 8.3                | 8.3       | -         |
| 清远新绿基地       | 运营       | 2.6                | -         | 1.04      |
| 东莞恒建环保处理基地   | 运营       | 5                  | -         | 0.54      |
| 龙岗工业危废基地     | 运营       | 2.41               | 2.4       | -         |
| 嘉兴德达扩建资源循环利用 | 在建       | 6                  | -         | 2.59      |
| 江门工业废物处理基地   | 在建       | 19.85              | -         | -         |
| 粤北危废中心       | 在建       | 57.4               | -         | 0.79      |
| 清远废旧家电拆解基地   | 运营       | 7.5                | -         | 2.22      |
| 湖北家电以旧换拆解基地  | 在建       | 5                  | -         | -         |
| 厦门绿洲处理基地     | 运营<br>在建 | 6.41<br>5.7        | 1.87<br>- | 2.01<br>- |
| 江西康泰处理基地     | 运营       | 2.96               | 2.13      | -         |
| 沿海固废处理基地     | 运营       | 0.6                | 0.55      | -         |
| 克拉玛依沃森环保处理基地 | 在建       | 5                  | -         | -         |
| 江西东环处理基地     | 在建       | 36.6 <sup>2</sup>  | -         | -         |
| 合计           | -        | 192.47             | 27.42     | 15.21     |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

市场拓展方面，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明显增长。截至2014年末，公司工业废物处理业务的签约客户达到10715家，较2013年增加4250家，同比增长65.74%，市场拓展成效显著。

新项目拓展方面，2014年公司在危废处理基地

方面有效提升处理处置效率；同时，亦在加快推进新项目的建设。其中，粤北危险处理处置中心项目已于2014年10月获得焚烧、物化及废水综合处理等4个子项目共25.13万吨/年危废处理资质；江门工业废物处理项目（19.58万吨/年）、嘉兴德达迁扩建项目（6万吨/年）等项目预计将于2015年上半年建成投产，可较好地扩充公司废物处置能力，以承接放量增长的市场需求。

2014年，公司亦大力推进异地扩张步伐，相继收购厦门绿洲环保产业股份有限公司、克拉玛依沃森环保科技有限公司、盐城市沿海固体废料处置有限公司及江西康泰环保股份有限公司等企业，成功进入福建、新疆及江西等地，进一步完善布局广东省以外危废市场，同时快速切入医疗废物处理、手机拆解等新领域，延伸及完善公司环保服务产业链。此外，值得一提的是，公司还通过招投标获得江西省危险废物处理处置BOT项目25年特许经营权，设计处理危废规模为8.6万吨/年，此举将有效扩大公司产能，全面拓展江西危废处置市场。

## 废弃电器电子产品拆解业务

废弃电器电子产品拆解业务是公司新确立的另一项重要业务，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。2014年该项业务快速发展，当年实现营业收入2.21亿元，较上年同期增长437.5%，占2014年度公司营业总收入的10.80%。

目前，公司建设及运营的废弃电器电子产品拆解项目包括：（1）清远废旧家电拆解处理基地及综合利用项目，已于2014年2月取得3万吨/年处理资质，2014年共拆解处理废弃电子产品约140万台，实现收入1.53亿元，成为清远市唯一一家省级环保教育示范基地，并成为国家手机拆解补贴规范制定咨询单位以及国家“四机一脑”补贴调整顾问单位之一<sup>3</sup>。（2）厦门绿洲废弃电器电子产品处理项目，2014年共拆解处理废弃电子产品约140万台，为公司带来收入0.68亿元（自2014年8月财务并表后）。

（3）湖北东江废弃电器电子产品拆解项目，年设计

<sup>1</sup> 该处的“设计处理量”并非资源化利用产品的最高产量，而是指处理含铜、镍等重金属的废物的最高处理量。

<sup>2</sup> 江西东环处理基地业务分为两部分，一部分是公司通过招投标取得的江西省危险废物处理处置BOT项目25年特许经营权，其设计处理危废规模为8.6万吨/年；另一部分是资源化利用产品业务，其设计处理危废规模为28万吨/年。

<sup>3</sup> 补贴标准为：电视机85元/台、电冰箱80元/台、洗衣机35元/台、房间空调器35元/台、微型计算机85元/台。



处理能力 5 万吨/年, 已于 2014 年底取得废弃电器电子产品拆解处理资质, 2015 年将进入运营阶段。

**表4: 2014年末公司主要废弃电器电子产品**

拆解项目运营情况

单位: 万吨/年、万台、亿元

| 项目名称                | 状态 | 设计处理能力 | 工业废物处理量 | 实现营业收入 |
|---------------------|----|--------|---------|--------|
| 清远废旧家电拆解处理基地及综合利用项目 | 运营 | 3      | 140     | 1.53   |
| 厦门绿洲废弃电器电子产品处理项目    | 运营 | 4.5    | 140     | 0.68   |
| 湖北东江废弃电器电子产品拆解项目    | 在建 | 5      | 0       | 0      |
| 合计                  | -  | 12.5   | 280     | 2.21   |

注: 对于清远废旧家电拆解处理基地及综合利用项目, 截至目前, 公司已完成 7.5 万吨的全部项目建设, 于 2015 年 3 月 31 日取得 7.5 万吨的废弃电器电子产品处理资质。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

通过上述项目, 目前公司拥有共约 12.5 万吨/年的废弃电器电子产品拆解处理能力, 并已逐步建立多渠道回收体系, 后续拆解处理能力仍将提升。此外, 公司已启动建设手机拆解项目, 未来将延伸至线路板、液晶屏、电池等部件综合处理业务。

## 市政固废处理处置业务

市政固废处理处置是公司的另一项支柱业务, 公司自 2008 年起开展市政固废处理业务, 目前该项业务的主要收入来源系深圳下坪固体废物填埋场运营及填埋气发电项目、湖南邵阳生活垃圾清运及填埋、香港城市生活垃圾清运、福永市政污泥处理项目等。2014 年该项业务保持较快发展, 实现营业收入约 2.09 亿元, 较 2013 年同比上升 54.76%。

**表 5: 2013~2014 年公司市政废物处理项目运营情况**

单位: 万元

| 业务种类       | 2013年     | 2014年     |
|------------|-----------|-----------|
| 市政污泥处理处置   | 1,831.83  | 9568.65   |
| 市政垃圾运输收运填埋 | 9,301.17  | 9233.40   |
| 其中: 下坪填埋场  | 3,661.79  | 3435.82   |
| 邵阳填埋场      | 2,165.86  | 2,241.86  |
| 香港垃圾收运     | 3,473.52  | 3,555.72  |
| 市政污水处理     | 1,797.29  | 1,551.51  |
| 建筑垃圾处理     | 516.29    | 390.68    |
| 餐厨垃圾处理     | 69.78     | 173.15    |
| 合计         | 13,516.36 | 20,917.39 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

其中, 福永污泥处理二期工程经过一段时间的

技改及调试, 当年实现营业收入 9,569 万元, 较上年同期实现大幅增长。深圳市罗湖区餐厨垃圾收运项目收运体系已初步建立, 并已实现收入约 173.15 万元, 该项目预计于 2015 年试运营。

在市政污水领域, 公司已于 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, 取得深圳市首个市政污水处理运营项目。

## 再生能源利用

公司现有的三个填埋气发电项目(再生能源、青岛东江、宝安东江)已正式规范运营。同时, 公司还积极拓展新项目, 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, 新增加了 8 台发电机组, 扩充公司总体垃圾填埋发电规模至 22 兆瓦, 并实现营业收入约人民币 6,386.52 万元。

**表 6: 2012~2014 年公司填埋气发电项目运营情况**

单位: 亿千瓦时、元/千瓦时(不含税)、亿元

| 项目名称 | 项目     | 2012  | 2013  | 2014  |
|------|--------|-------|-------|-------|
| 再生能源 | 上网电量   | 0.550 | 0.547 | 0.387 |
|      | 平均上网电价 | 0.597 | 0.597 | 0.597 |
|      | 销售收入   | 0.329 | 0.327 | 0.227 |
| 青岛东江 | 上网电量   | 0.238 | 0.197 | 0.218 |
|      | 平均上网电价 | 0.528 | 0.604 | 0.604 |
|      | 销售收入   | 0.126 | 0.134 | 0.114 |
| 宝安东江 | 上网电量   | 0.193 | 0.215 | 0.213 |
|      | 平均上网电价 | 0.597 | 0.597 | 0.597 |
|      | 销售收入   | 0.116 | 0.129 | 0.127 |
| 南昌新冠 | 上网电量   | -     | -     | 0.180 |
|      | 平均上网电价 | -     | -     | 0.532 |
|      | 销售收入   | -     | -     | 0.096 |
| 合肥新冠 | 上网电量   | -     | -     | 0.142 |
|      | 平均上网电价 | -     | -     | 0.529 |
|      | 销售收入   | -     | -     | 0.075 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

## 环境工程及服务

环保工程运营方面, 公司加大业务市场开拓力度, 同时优化工业废水工程运营模式, 业务范围从深圳拓展至海南、江门、昆山、浙江等地, 并在浙江绍兴成立专门废水运营分公司, 成功进入印染废水处理运营领域。当年公司废水营运业务新增客户 7 家, 目前运营客户共 27 家, 实现营业收入 5,026.60 万元, 较上年同比增长 30.75%。

工程服务方面，公司由深圳地区逐步向广东省周边地市、江西、湖南、湖北、江苏等省市拓展；当年公司共成功承接 15 个项目，合同金额为约人民币 21,000 万元，实现收入 10,245.16 万元，较上年同比增长 88.80%。

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，业务规模实现快速扩张，整体经营状况良好。

## 财务分析

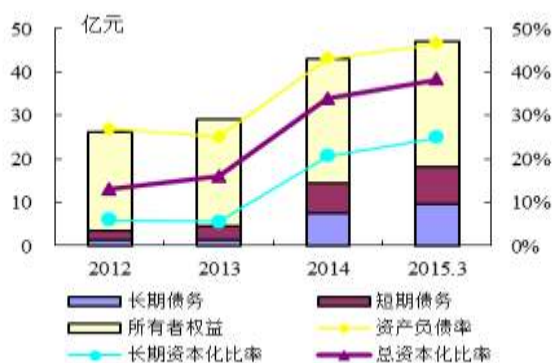
以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年度审计报告，以及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表。

## 资本结构

2014 年，在环保产业政策的利好的大环境下，公司新投产的项目产能逐渐释放，整体业务规模、资产和负债规模均大幅增加。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产 49.85 亿元，较上年增加 52.59%；负债总额 21.47 亿元，较上年上升 162.67%；净资产方面，随着利润的不断累积，公司所有者权益不断增加，2014 年末，公司所有者权益为 28.38 亿元，同比增加 15.84%。

2014 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 43.06% 和 33.88%，分别同比上升 18.04 个百分点和 17.89 个百分点。但与同行业其他上市公司相比，公司的资产负债率仍处于较低水平，在合理范围内，财务结构整体上较为稳健。

图 4：2012~2015.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

表 7：2014 年末国内环保行业主要上市公司资本结构比较

单位：亿元、%

| 上市公司        | 资产总计         | 资产负债率        |
|-------------|--------------|--------------|
| 创业环保        | 108.59       | 60.05        |
| 格林美         | 115.87       | 59.11        |
| 桑德环境        | 95.49        | 44.75        |
| <b>东江环保</b> | <b>49.85</b> | <b>43.06</b> |
| 神雾环保        | 24.37        | 37.18        |
| 天壕节能        | 23.70        | 41.26        |

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

另截至 2015 年 3 月 31 日，公司总资产为 54.33 亿元，总负债为 25.29 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 46.54% 和 38.32%，整体仍处于合理范围之内。

从债务结构来看，截至 2014 年 12 月 31 日，公司长期债务为 7.37 亿元，短期债务为 7.17 亿元，长短期债务比由上年的 2.26 下降至 0.97，债务期限结构得到一定改善，公司现有债务结构与其资金运用较为匹配。另截至 2015 年 3 月 31 日，公司长期债务为 9.66 亿元，短期债务为 8.38 亿元，长短期债务比为 0.87。

图 5：2012~2015.Q1 公司债务结构分析

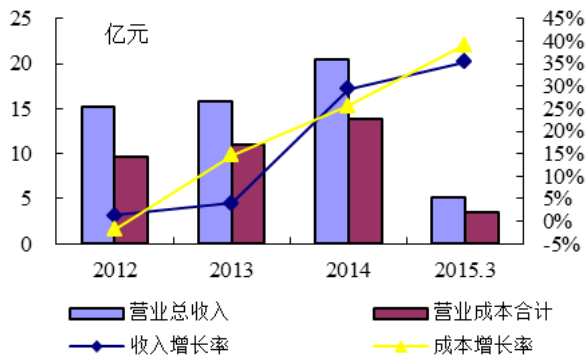


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年随着公司业务的发展，其资产规模增长较快，同时经营盈余的积累使得公司自有资本实力逐年提升，资产负债率与总资本化比率均控制在适中水平，资本结构的稳健性较好。

盈利能力

图 6: 2012~2015.Q1 公司盈利能力分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

近年来, 公司大力推进异地扩张步伐, 积极拓展新领域、新市场, 加快推进产能建设, 提高市场份额。2014 年, 除再生能源利用因发电机组定期维修、资源化产品综合利用因国内金属价格持续下降导致再生能源利用业务收入及资源化利用业务收入较 2013 年同期略有下降之外, 公司其他各项业务营业总收入较上年均有增长。当年公司实现营业收入 20.47 亿元, 较上年增长 29.35%。另截至 2015 年 3 月 31 日, 公司一季度实现营业收入 5.10 亿元, 同比增长 35.42%。

表 8: 2014 年末公司各板块业务收入和毛利构成

| 业务名称       | 2014  |        |
|------------|-------|--------|
|            | 营业收入  | 毛利率    |
| 工业废物资源化利用  | 9.37  | 30.19% |
| 工业废物处理处置   | 3.96  | 57.74% |
| 废弃电器电子产品拆解 | 2.21  | 16.11% |
| 市政固废处理处置   | 2.09  | 16.15% |
| 再生能源利用     | 0.64  | 28.22% |
| 环境工程及服务    | 1.59  | 24.64% |
| 贸易及其他      | 0.61  | 44.56% |
| 合计         | 20.47 | 32.49% |

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

成本方面, 公司当年营业成本增长较快, 主要原因系公司业务规模扩大, 营业总成本随着营业总收入的增长而增长<sup>4</sup>。营业毛利率方面, 2014 年公司坚持产品结构优化和业务结构持续改革, 业务重心偏向工业废物处理处置业务, 致使当年公司营业毛利率为 32.49%, 同比上涨 2.01 个百分点。

<sup>4</sup> 公司当年营业总成本中有一部分系公司新增股权激励成本 0.188 亿元。

表 9: 2014 年国内环保行业主要上市公司盈利能力比较

单位: 亿元、%

| 上市公司 | 营业收入 (亿元) | 营业毛利率 (%) |
|------|-----------|-----------|
| 东江环保 | 20.47     | 32.49     |
| 天壕节能 | 4.48      | 25.04     |
| 创业环保 | 18.28     | 22.54     |
| 桑德环境 | 43.74     | 21.43     |
| 格林美  | 39.08     | 18.63     |
| 天立环保 | 3.01      | -9.92     |

数据来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2014 年公司期间费用合计为 3.42 亿元, 同比增加 16.69%。其中, 销售费用 0.33 亿元, 较上年减少 0.058 亿元, 主要系运输费用和汽车费用减少所致; 管理费用 2.85 亿元, 较上年增加 0.636 亿元, 主要系当年公司新增股权激励及人员工资增加所致; 财务费用 0.24 亿元, 较上年增加 0.227 亿元, 主要系当年利息支出增加所致。整体来看, 2014 年公司期间费用占营业收入比重略微上升至 16.69%。

表 10: 2012~2015.Q1 公司期间费用分析

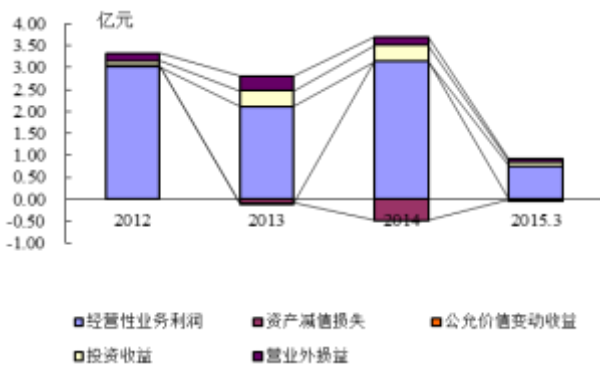
单位: 亿元

|        | 2012   | 2013   | 2014   | 2015.Q1 |
|--------|--------|--------|--------|---------|
| 销售费用   | 0.34   | 0.38   | 0.33   | 0.10    |
| 管理费用   | 2.08   | 2.21   | 2.85   | 0.61    |
| 财务费用   | 0.03   | 0.02   | 0.24   | 0.08    |
| 三费合计   | 2.45   | 2.61   | 3.42   | 0.79    |
| 营业总收入  | 15.22  | 15.83  | 20.48  | 5.10    |
| 三费收入占比 | 16.10% | 16.50% | 16.69% | 15.58%  |

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2014 年公司实现利润总额 3.22 亿元, 同比增加 18.43%, 其中经营性业务利润 3.14 亿元, 同比增加 48.18%, 系公司利润总额的主要构成。2014 年公司实现净利润 2.82 亿元, 同比增加 15.94%。另截至 2015 年 3 月 31 日, 公司实现利润总额 0.90 亿元, 其中经营性业务利润 0.75 亿元, 当年实现净利润 0.76 亿元。

图 7: 2012~2015.Q1 公司利润总额分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司财务杠杆比率适中, 业务经营较为稳健。在当年环保产业政策的利好下, 公司经营业绩提升较为明显, 整体盈利能力很强。中诚信证评认为, 公司所处行业发展前景广阔, 良好的业务成长性将带动公司业务规模的不断扩大, 盈利能力有望得到进一步增强。

### 偿债能力

2014 年公司发行了公司债券并大幅增加银行贷款, 致使当年公司负债规模大幅上升, 2014 年公司总债务为 14.54 亿元, 同比增长 211.92%。未来根据公司资本支出计划, 还将有一定规模的资金投入, 债务规模可能进一步提升。

图 8: 2012~2015.Q1 公司 EBITDA 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, 从 EBITDA 构成来看, 利润总额和折旧为公司 EBITDA 的主要构成。近年来公司新项目逐步投产, 固定资产折旧部分亦相应增加; 加之 2014 年环保产业政策利好, 公司经营业绩提升较为明显, 在上述因素的影响下, 2014 年公司 EBITDA 为 4.92 亿元, 同比增长 28.46%。另截至 2015 年 3 月末, 公司 EBITDA 为 0.98 亿元, 整体获现能力良好。

表 11: 2012~2015.Q1 公司偿债能力分析

| 项目               | 2012  | 2013  | 2014  | 2015.Q1 |
|------------------|-------|-------|-------|---------|
| 短期债务 (亿元)        | 1.98  | 3.23  | 7.17  | 8.38    |
| 长期债务 (亿元)        | 1.41  | 1.43  | 7.37  | 9.66    |
| 长短期债务比 (X)       | 1.40  | 2.26  | 0.97  | 0.87    |
| 总债务 (亿元)         | 3.40  | 4.66  | 14.54 | 18.04   |
| 经营净现金流 (亿元)      | 3.12  | 3.44  | 1.66  | 0.06    |
| 经营净现金流/总债务 (X)   | 0.92  | 0.74  | 0.11  | 0.01    |
| EBITDA (亿元)      | 4.28  | 3.83  | 4.92  | 0.98    |
| 总债务/EBITDA (X)   | 0.79  | 1.22  | 2.96  | 4.59    |
| EBITDA 利息倍数 (X)  | 14.42 | 14.83 | 13.06 | 12.62   |
| 经营活动净现金/利息支出 (X) | 10.51 | 13.33 | 4.39  | 0.76    |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2014 年公司 EBITDA 规模受利润总额的上升而增加, 但其总债务规模增加较多, 致使当年公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所减弱, 总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.96 倍和 13.06 倍, 整体仍处于很好水平。另截至 2015 年 3 月 31 日, 公司总负债/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.59 倍和 12.62 倍。

现金流方面, 2014 年公司实现经营活动净现金流 1.66 亿元, 较上年减少 1.78 亿元。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 0.11 倍和 4.39 倍, 分别较上年下降 0.63 倍和 8.94 倍, 但仍处于较好水平。

财务弹性方面, 公司与多家银行建立了良好的银企关系, 截至 2014 年末, 公司尚未使用银行授信额度为 13.40 亿元。此外, 公司亦为香港联交所上市企业, 境内外资本市场可为公司提供重要的筹资来源。

或有负债方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司对外担保余额 2.64 亿元, 其中对子公司的担保余额为 2.59 亿元, 主要系公司对其子公司韶关绿然再生资源发展有限公司、深圳宝安东江环保再生能源有限公司、深圳市东江环保再生能源有限公司、力信服务有限公司等提供的担保, 期末担保余额占公司所有者权益的 10.83%, 公司因对外担保引致的或有风险较小。

综上所述, 公司在当年环保产业政策的利好的大环境下, 业务规模保持持续增长, 毛利率水平有所提升, 整体盈利能力很好, 加之其负债水平合理,

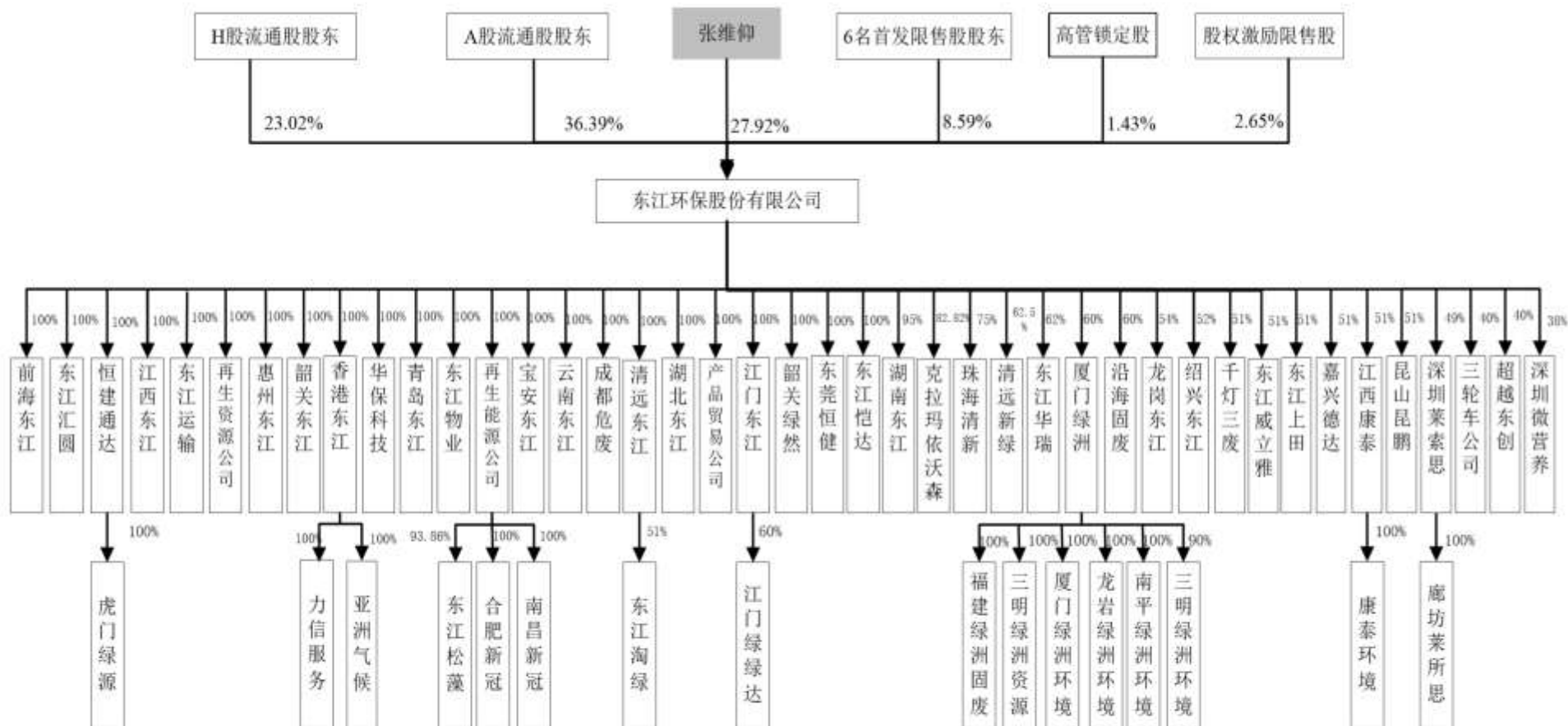


财务结构保持稳健，同时备用流动性充裕，整体偿债能力很强。

## 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**。

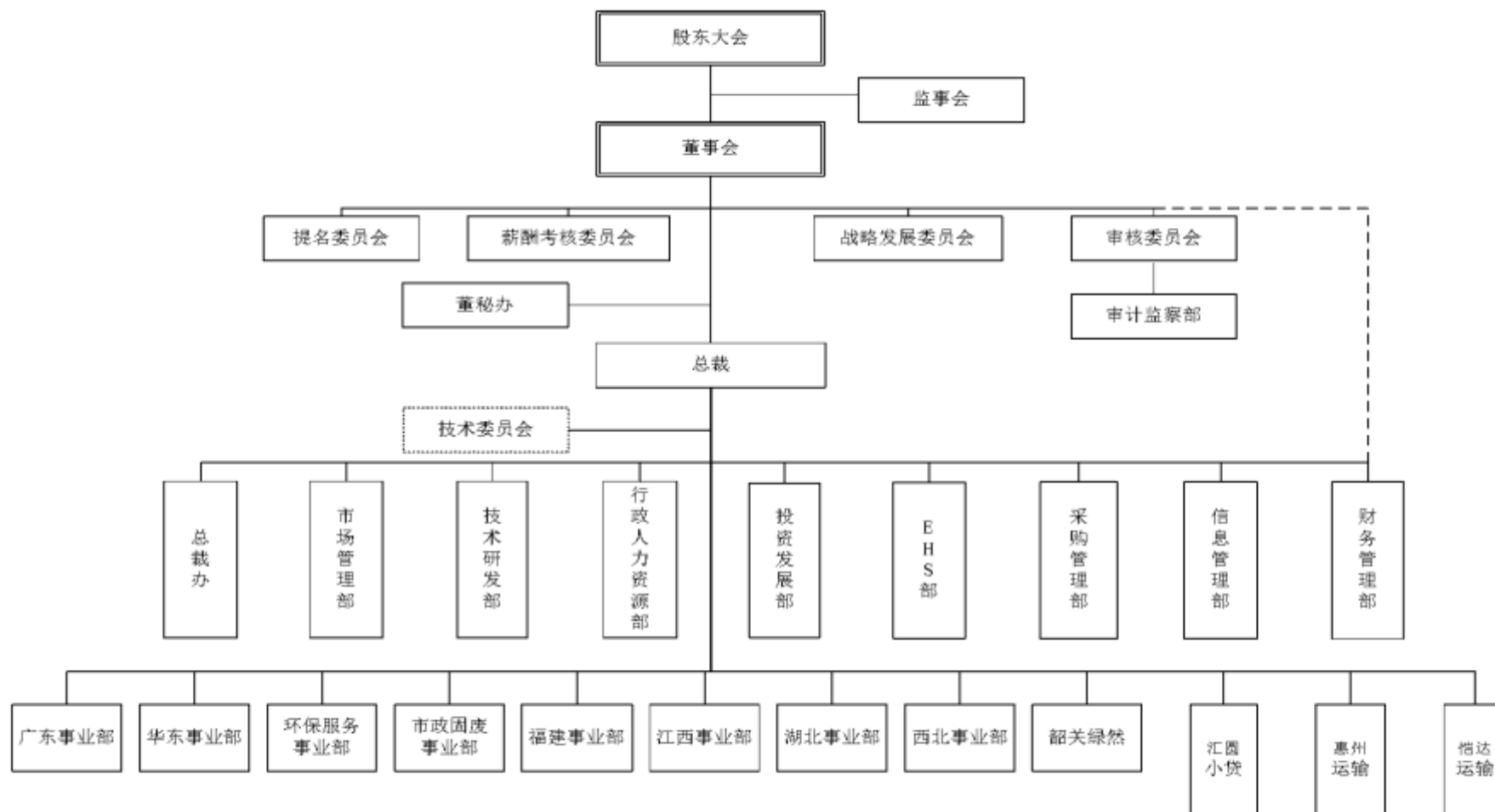
附一：东江环保股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 4 月 08 日）



注意：

公司股东中的6名首发限售股股东包括：李永鹏、蔡红、唐成明、周耀明、蔡萍及蔡慧。

附二：东江环保股份有限公司组织结构图（截至 2015 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)     | 2012       | 2013       | 2014       | 2015.Q1    |
|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金             | 102,781.46 | 94,688.75  | 102,775.01 | 98,981.79  |
| 应收账款净额           | 20,739.34  | 17,958.43  | 47,146.30  | 58,091.97  |
| 存货净额             | 25,848.85  | 24,445.24  | 30,031.22  | 32,789.73  |
| 流动资产             | 176,661.89 | 162,668.19 | 224,101.52 | 220,726.09 |
| 长期投资             | 8,125.53   | 10,355.63  | 10,138.36  | 12,571.03  |
| 固定资产合计           | 86,497.05  | 92,985.89  | 156,829.20 | 159,286.46 |
| 总资产              | 310,960.60 | 326,745.76 | 498,547.06 | 543,278.33 |
| 短期债务             | 19,848.08  | 32,334.31  | 71,716.69  | 83,782.03  |
| 长期债务             | 14,105.75  | 14,300.53  | 73,746.73  | 96,642.77  |
| 总债务(短期债务+长期债务)   | 33,953.83  | 46,634.84  | 145,463.43 | 180,424.80 |
| 总负债              | 83,666.00  | 81,749.41  | 214,689.47 | 252,859.71 |
| 所有者权益(含少数股东权益)   | 227,294.60 | 244,996.35 | 283,857.59 | 290,418.62 |
| 营业总收入            | 152,151.77 | 158,293.64 | 204,751.15 | 50,987.96  |
| 三费前利润            | 54,683.02  | 47,311.60  | 65,571.36  | 15,450.31  |
| 投资收益             | 1,167.15   | 3,587.59   | 3,616.55   | 1,081.59   |
| 净利润              | 29,401.70  | 24,363.82  | 28,246.75  | 7,752.90   |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 42,789.48  | 38,273.19  | 49,207.85  | --         |
| 经营活动产生现金净流量      | 31,178.59  | 34,398.61  | 16,553.74  | 595.57     |
| 投资活动产生现金净流量      | -25,587.99 | -45,949.22 | -96,985.07 | -29,681.49 |
| 筹资活动产生现金净流量      | 71,256.35  | 3,384.11   | 89,414.58  | 25,289.87  |
| 现金及现金等价物净增加额     | 76,907.56  | -8,201.19  | 8,942.16   | -3,793.11  |
| 财务指标             | 2012       | 2013       | 2014       | 2015.Q1    |
| 营业毛利率(%)         | 36.92      | 30.48      | 32.49      | 30.89      |
| 所有者权益收益率(%)      | 12.94      | 9.94       | 9.95       | 2.67       |
| EBITDA/营业总收入(%)  | 28.12      | 24.18      | 24.03      | --         |
| 速动比率(X)          | 2.42       | 2.28       | 1.47       | 1.28       |
| 经营活动净现金/总债务(X)   | 0.92       | 0.74       | 0.11       | 0.01       |
| 经营活动净现金/短期债务(X)  | 1.57       | 1.06       | 0.23       | 0.03       |
| 经营活动净现金/利息支出(X)  | 10.51      | 13.33      | 4.39       | 0.76       |
| EBITDA 利息倍数(X)   | 14.42      | 14.83      | 13.06      | --         |
| 总债务/EBITDA(X)    | 0.79       | 1.22       | 2.96       | --         |
| 资产负债率(%)         | 26.91      | 25.02      | 43.06      | 46.54      |
| 总资本化比率(%)        | 13.00      | 15.99      | 33.88      | 38.32      |
| 长期资本化比率(%)       | 5.84       | 5.52       | 20.62      | 24.97      |

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；



**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

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。