



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪193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，上调贵公司主体信用等级至AA⁺，评级展望稳定；上调本期债券信用等级至AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年五月二十八日

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（2018）

发行主体	东江环保股份有限公司		
债券名称	东江环保股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）		
债券简称	14 东江 01		
债券代码	112217.SZ		
发行规模	人民币 3.5 亿元		
存续期限	2014/8/1~2019/8/1（3+2）		
上次评级时间	2017/05/25		
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 ⁺	

概况数据

东江环保	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	32.20	38.66	43.22	44.73
总资产（亿元）	66.85	81.89	92.40	93.37
总债务（亿元）	23.68	27.90	34.63	35.00
营业总收入（亿元）	24.03	26.17	31.00	7.58
营业毛利率（%）	32.41	36.12	35.88	35.36
EBITDA（亿元）	7.39	10.62	9.87	-
所有者权益收益率（%）	11.96	14.93	12.80	12.72
资产负债率（%）	51.84	52.79	53.23	52.10
总债务/EBITDA（X）	3.20	2.63	3.51	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.38	7.73	6.28	-

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 2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理；
3、中诚信证评在计算相关债务指标时将“长期应付款”中的应付融资租赁款纳入长期债务计算范畴。

分析师

徐璐 xl@ccxr.com.cn
 乔明星 mxqiao@ccxr.com.cn
 Tel: (021) 60330988
 Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2018年5月28日

基本观点

2017 年，环保相关政策持续加码推动固废处理行业经营环境稳步改善。在政策利好的推动下，跟踪期内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、并购扩张和新区布局等方式提升工业废物无害化处理能力，进一步凸显核心业务竞争实力，整体业务规模和经营性业务利润进一步扩张。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和债务规模攀升等不利因素对公司整体信用水平的影响。

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

正面

- 行业发展前景良好。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，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，行业发展前景良好。
- 有力的股东支持。目前公司控股股东广东省广晟资产经营有限公司（以下简称“广晟公司”，广东省国资委全资子公司）及其下属子公司合计持股比例为 15.70%，提名的董事候选人已获得公司董事会多数席位，同时据公司 2017 年非公开发行 A 股股票预案，广晟公司持股比例将增至 18.60%，可在投融资、运营管理、人才梯队建设等方面给予公司有力支持。
- 核心业务进一步凸显。2017 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，资源化产品销售大幅增长，并与海螺创业签订水泥窑协同处置战略协议，有利于自身产业链的进一步完善及核心竞争力的提升。
- 经营性业务获利能力良好。公司核心业务获利能力较强，经营性业务利润维持良好水平，2017 年实现经营性业务利润 4.88 亿元，同比

增长17.92%，系公司利润的主要来源。

- 综合融资能力较强。公司系深交所和香港联交所上市公司，境内外资本市场均可作为筹资来源；同时，公司与国内诸多银行建立了良好合作关系，截至2018年3月末，共获金融机构综合授信额度56.26亿元，其中尚未使用的授信额度37.77亿元，具备较强的综合融资能力。

关 注

- 短期较大的资金需求或进一步加大债务规模。根据公司投资计划安排，2018年和2019年公司在建项目、拟建项目的预计投资规模分别为12.78亿元和8.62亿元，短期内仍存在较大的投资资金需求，面临一定程度的资本支出压力，后续整体债务规模或将进一步升高。
- 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

2017年5月11日，公司公告称拟非公开发行A股股票的数量不超过公司本次发行前总股本的20%，即不超过177,430,420股（含177,430,420股），募集资金上限为23.00亿元；其中，广晟公司参与认购金额不超过7.59亿元，认购股份不超过本次非公开发行股份的33%。按上限测算，发行完成后广晟公司持股比例可增至18.60%，且与第二大股东张维仰的股比差异可增至7%以上，公司的国资控股比例将进一步得到提升。

2017年6月23日，公司非公开发行股票事项获得广东省国资委批复。

行业环境

2017年，“加强固体废弃物和垃圾处置”逐步落实，固废处理利用得到了全面提升

2017年，“十三五”规划全面贯彻落实，结构调整继续推进，转型升级逐步深化，进一步推动“加强固体废弃物和垃圾处置”的逐步落实。

固体废物处理利用行业所涉及的废物类型包括一般工业固体废物、工业危险废物、医疗废物和生活垃圾四大类型，所涉及行业众多，量大面广。固体废物处理利用工作涉及产业结构调整、市政基础设施建设和检测/监测/监管能力的提升等方面。2017年，政府、企业以及行业协会等多方协作下，固体废物处理利用得到了全面提升。其中，政府对危险废物监管的日趋严格，为危险废物经营许可资质企业提供了更大的市场空间和更好的发展机遇。2017年，危险废物行业并购增多，并购数量超过20起。同时，由于危险废物处理的供需不平衡，行业2017年毛利率相对其他固体废物处理较高，最高达50%。生活垃圾处理方面，焚烧发电在本年度得到了快速发展，新投入运行的生活垃圾焚烧厂超过50座。截至2017年年底我国大陆地区建成并投入运行的生活垃圾焚烧发电厂约303座，总处理能力为30.4万吨/日。信息收集公开方面，2017年度全国共有214个大、中城市向社会发布了2016年固体废物污染环境防治信息。应开展信息发布工作的47个环境保护重点城市和57个环境保护模范城市

均已按照规定发布信息，另外还有110个城市自愿开展了信息发布工作。

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，固废处理行业市场空间将加速释放

2017年3月18日，国家发展改革委、住房城乡建设部联合发布了《生活垃圾分类制度实施方案》，方案要求加快建立分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的垃圾处理系统，到2020年底，在实施生活垃圾强制分类的城市，生活垃圾回收利用率达到35%以上。

2017年4月10日，环保部网站公开了《国家环境保护标准“十三五”发展规划》，提出了具体指标：一是启动约300项环保标准制修订项目、20项解决环境质量标准等；二是发布约800项环保标准，支持环境管理重点工作；三是推动30余项重点环保标准实施评估，指导相关标准制修订，提出环境管理建议。四是制修订《国家环境保护标准制修订工作管理办法》等管理制度文件，规范管理工作。五是开展国家级培训3,000人次以上，带动地方培训15,000人次以上。

2017年4月21日，国家发展改革委等14个部门联合发布了《循环发展引领行动》，指出到2020年，主要资源产出率比2015年提高15%，主要废弃物循环利用率达到54.6%左右；一般工业固体废物综合利用率达到73%，农作物秸秆综合利用率达到85%，城市餐厨废弃物资源化处理率达到20%，资源循环利用产业总产值达到3万亿元；75%的国家级园区和50%的省级园区开展循环化改造。

2017年7月18日，国务院办公厅正式印发《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》：2017年底前，我国全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物；2019年年底前，逐步有序减少固体废物进口种类和数量；到2020年，将国内固体废物回收量由2015年的2.46亿吨提高到3.5亿吨。

2017年9月1日，环境保护部印发《建设项目危险废物环境影响评价指南》，该指南规定了产生危险废物建设项目环境影响评价的原则、内容和技术

要求。对危险废物的产生、收集、贮存、运输、利用、处置全过程进行分析评价，严格落实危险废物各项法律制度，提高建设项目危险废物环境影响评价的规范化水平，促进危险废物的规范化监督管理。

2018年1月1日正式实施的《环境保护税法》是我国第一部推进生态文明建设的单行税法，将促进生产企业和固体废物处理利用企业更加注重清洁生产和技术升级，加强固体废物减量化、资源化、无害化的协同增效。

在政策利好的推动下，固废处理行业市场空间逐步打开并加速释放，包括危废、垃圾焚烧发电和餐厨垃圾处理等细分领域。

危废方面，根据国家统计局最新统计数据，2016年，全国工业危险废物统计产生量为5,347.3万吨，同比大幅度增加34.5%，其中，以环保督查为代表的环保重拳执法举措，起着重要作用。危废产能核准规模快速增长，但仍有近50%缺口资质规模快速提升，2006~2016年，我国危废行业的核准产能得到快速提升，全国危废处理产能CAGR约26%。危废资质规模由2006年的659万吨/年提升至2016年的6,471万吨/年，其中资源化与无害化规模分别约为5,109万吨/年和1,208万吨/年，全国危废许可证达到2,195份。

垃圾焚烧发电方面，截至2016年底，我国垃圾焚烧发电项目273个，并网装机容量548.8万千瓦，年发电量292.8亿千瓦时，年上网电量236.2亿千瓦时，年利用小时数5,862小时，年处理垃圾量10,456万吨，较2015年新增25个项目，新增并网装机容量44万千瓦，新增垃圾处理能力3.8万吨/日；2017年我国垃圾发电量已超过350亿千瓦时。我国生活垃圾焚烧处理能力在“十三五”期间年复合增长率将达到20.1%，行业高增长有望延续。

餐厨垃圾处理方面，“十三五”期间，针对餐厨垃圾处理领域，我国计划投资184亿元，或建设基础设施，或提升无害化处理能力。随着政府的高度重视、处理设施数量和能力快速增长、收运体系日臻完善，餐厨垃圾处理这一“老问题”、“新行业”，也将在“十三五”阶段迎来快速增长期。未来几年我

国餐厨垃圾处理有望形成至少1,000亿市场规模。届时，具备跨区域经营资质，拥有丰富政府合作经验和掌握资源化处理技术的三大类企业最有机会获益。

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，危废、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

公司业务领域以工业和市政废物的资源化利用与无害化处理为主，配套发展环境工程及服务等增值性业务，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。2017年，公司围绕“专业运作、创新驱动、整合资源、跨越发展”的总体经营方针，聚焦危废主业，加快业务拓展，完善区域布局。受“深圳市河道淤泥福永处理场二期工程——污泥固化填埋区工程”（以下简称“福永污泥项目”）填埋场填满并移交政府关停影响，当年公司市政废物处理处置服务板块收入同比下降36.89%；电子废弃物拆解业务于2016年开始剥离，2017年该板块收入规模同比下滑74.02%。除上述两个板块业务规模同比下降之外，公司其他各主要业务板块营业收入均实现同比增长，全年实现营业收入约31.00亿元，同比增长18.44%；其中资源化利用产品销售业务同比增长49.43%至11.82亿元，工业废物处理处置业务同比增长38.44%至11.67亿元，系公司当年收入增长的主要原因。

表 1: 2016~2017 年公司营业收入结构情况

单位: 亿元、%

业务名称	2016 年			2017 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	8.43	32.22	43.65	11.67	37.66	38.44
资源化利用产品销售	7.91	30.23	2.34	11.82	38.12	49.33
市政废物处理处置服务	3.06	11.68	12.16	1.93	6.23	-36.89
环境工程及服务	2.45	9.38	22.74	2.80	9.03	14.01
再生能源利用	0.92	3.51	3.00	0.93	3.00	1.22
贸易及其他	1.19	4.54	37.79	1.28	4.12	7.36
电子废弃物拆解	2.21	8.43	-44.11	0.57	1.85	-74.02
合计	26.17	100.00	8.91	31.00	100.00	18.44

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司继续通过“内生式增长+外延式扩张”提升废弃物处理能力, 重点发展工业危废无害化处理业务, 同时资源化产品销售大幅增长, 核心业务整体竞争力持续提升

2017 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、资质总量扩增和创新业务发展模式等多方面入手, 综合提升在危废无害化处理领域的整体竞争力。目前公司已取得工业危险废物质资近 160 万吨/年, 较 2016 年增长约 6.67%; 无害化产能利用率约为 60%, 远高于行业平均水平 (30%左右¹)。同时, 跟踪期内公司积极创新业务发展模式, 与海螺创业签订水泥窑协同处置战略合作协议, 探讨共同建立水泥窑协同处置固废战略合作平台, 有利于自身产业链的进一步完善及核心竞争力的提升。

项目建设方面, 2017 年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。跟踪期内, 公司建设完成湖北天银项目 (焚烧 2 万吨/年、物化 1 万吨/年, 综合利用 3 万吨/年)、珠海永兴盛项目 (焚烧 9,100 吨/年、物化 950 吨/年) 和东莞恒建项目 (物化 2.65 万吨/年、综合利用 9.65 万吨/年), 并推动江西东江、衡水睿韬、潍坊蓝海、仙桃绿怡、福建泉州及南平等项目建设。其次, 公司完成江门东江、永兴盛等技改优化及扩充资质项目, 并启动绍兴华鑫、沿海

固废、厦门东江等技改扩建项目。丰富的项目储备将为公司未来产能释放及业绩增长提供一定保障。

在区域布局上, 公司通过收购佛山富龙环保项目、东莞丰业环保项目股权, 进一步夯实了珠三角发展基础; 同时巩固了以江苏、浙江为主的华东市场; 收购河北唐山曹妃甸项目, 完善了布局京津冀的业务覆盖; 与四川绵阳市政府签订战略合作协议, 形成了辐射西南地区的战略布点。

得益于湖北天银等无害化项目的相继投产以及对外收购, 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 11.67 亿元, 同比增长 38.44%, 占营业收入的比重为 37.66%。同时, 2017 年公司资源化利用产品销售收入较上年大幅上涨 49.43% 至 11.82 亿元, 占营业收入的比重为 38.12%。

表 2: 2016~2017 年公司资源化产品销售情况

单位: 吨、%

产品分类	2016	2017	同比增幅
铜盐产品	41,838.10	54,843.14	31.08
锡盐产品	1,671.00	3,805.20	127.72
铁盐产品	3,674.95	4,848.46	31.93
其他资源化产品	20,852.69	19,757.40	-5.25

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

受福永污泥项目执行完毕并移交政府关停等因素影响, 2017 年公司市政废物处理处置业务规模萎缩; 再生能源利用以及环境工程服务业务规模均保持增长

市政废物处理处置方面, 受福永污泥项目填埋场填满并移交政府关停的影响, 2017 年公司未取得

¹ 按《2017 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》中危废资质核发 6,400 万吨, 实际经营规模仅 1,600 万吨。

市政污泥处理处置收入。此外，由于下坪填埋场除臭工程及外围垃圾应急业务量减少，公司下坪填埋场项目当年收入同比下滑 23.71%；同时，香港力信垃圾收运部分合同到期，且因成本过高而停止再次投标续签合同，公司香港垃圾收运业务同比下滑 42.73%；上述两个项目使得公司市政垃圾运输收运填埋业务同比减少 3,881 万元，下滑幅度为 22.71%。2017 年公司市政废物处理处置业务全年实现营业收入 1.93 亿元，同比下降 36.89%。未来，考虑国家近两年加大去杠杆力度，尤其是地方债务和国企债务，公司项目投资将持更加谨慎的态度，并专注于危险废物领域。

表 3：2016~2017 年公司市政废物处理项目运营情况

单位：万元

业务种类	2016年	2017年
市政污泥处理处置	7,928	-
市政垃圾运输收运填埋	17,090	13,209
其中：下坪填埋场	11,180	8,529
邵阳填埋场	2,713	2,848
香港垃圾收运	3,197	1,831
市政污水处理	5,168	5,239
餐厨垃圾处理	391	848
合计	30,577	19,296

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，2017 年，公司未新增填埋气发电机组，总装机规模为 24 兆瓦。由于发电机组维修等因素影响，当年公司再生能源、青岛东江和合肥新冠三个项目上网电量同比略有下降；宝安能源和南昌新冠项目正常运营，发电量同比小幅增长。当年公司上网发电量共计 16,430 万千瓦时，同比增长 0.58%，在电价保持稳定背景下，全年实现营业收入 9,298 万元，同比增长 1.22%，整体保持平稳运行趋势。

表 4：2016~2017 年公司填埋气发电项目运营情况

单位：千瓦时、元/千瓦时、万元

项目名称	项目	2016	2017
再生能源	上网电量	7,130	6,767
	平均电价	0.597	0.597
	销售收入	4,259	4,056
青岛东江	上网电量	2,285	2,155
	平均电价	0.604	0.604
	销售收入	1,179	1,112
宝安能源	上网电量	1,743	2,206
	平均电价	0.597	0.597
	销售收入	1,002	1,317
南昌新冠	上网电量	2,890	3,069
	平均电价	0.532	0.532
	销售收入	1,536	1,631
合肥新冠	上网电量	2,287	2,233
	平均电价	0.529	0.529
	销售收入	1,210	1,181

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

环境工程及服务方面，2017 年，公司承接了福建兴业东江焚烧系统、地基处理及回填土承包合同等 12 个环保工程服务项目，合同金额为 34,003 万元，同比增长 53.97%。全年公司实现营业收入 2.80 亿元，较上年同期增长 14.01%。

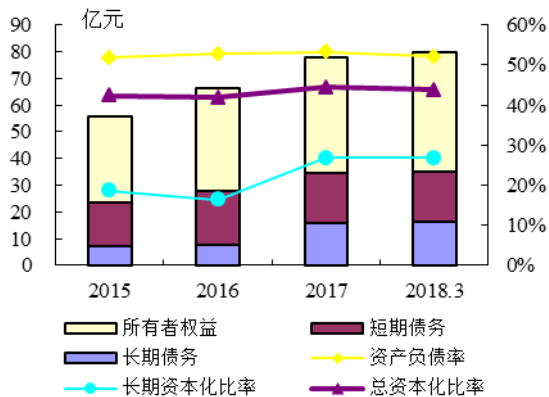
总体上看，公司立足于工业危废处置，通过新建、扩建和并购等方式提升工业废物处理处置能力，提升核心竞争力，并推动其业务规模稳步扩张，整体经营状况良好。

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 2015~2017 年度财务报告，以及未经审计的 2018 年度一季度财务报表。

资本结构

图 1: 2015~2018.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

2017年, 公司继续通过新建、扩建以及收购等方式推进项目产能释放, 业务区域布局稳步扩大, 资产规模和负债规模均保持上升趋势, 年末公司总资产和总负债分别为92.40亿元和49.18亿元, 同比分别增长12.83%和13.76%; 得益于留存收益的逐年积累, 公司自有资本实力进一步增强, 2017年末公司净资产同比增长11.80%至43.22亿元。2017年末, 公司资产负债率和总资本化比率分别为53.23%和44.48%, 与同行业上市公司相比, 其资产负债率处于中等水平。

截至2018年3月末, 公司总资产为93.37亿元, 总负债为48.64亿元, 资产负债率及总资本化比率分别为52.10%和43.90%, 财务杠杆仍处于合理范围之内。

表 5: 2017 年末环保行业主要上市公司资本结构比较

名称	总资产	资产负债率
首创股份	509.94	66.40
中国天楹	81.30	62.51
瀚蓝环境	141.13	56.79
启迪桑德	333.16	54.77
东江环保	92.40	53.23
上海环境	123.84	49.06
远达环保	90.46	42.31
富春环保	51.00	37.47

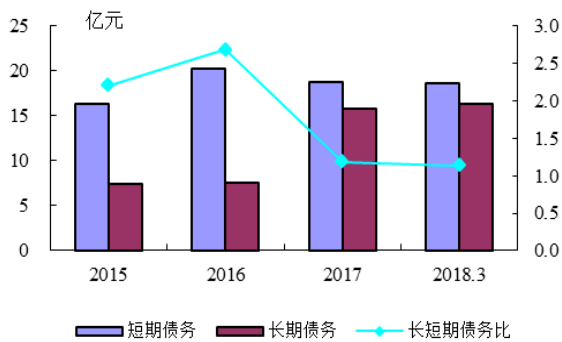
数据来源: 上市公司定期报告, 中诚信证评整理

从资产结构来看, 2017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62.04亿元, 占总资产的比重为67.14%, 包括固定资产16.50亿元、

在建工程16.06亿元、无形资产9.12亿元、商誉12.36亿元。其中固定资产受天银危废项目、惠天然填埋场和永兴盛改造项目等转固影响, 同比增长18.11%; 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)、潍坊东江项目、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10.31%; 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; 商誉主要系收购各地危废处理企业所形成, 2017年商誉规模同比增长10.47%, 需关注后期其可能发生的减值风险, 以及由此对公司盈利产生的不利影响。2017年末, 公司流动资产占总资产的比例为32.86%, 主要由货币资金12.42亿元、应收账款6.95亿元、其他应收款2.96亿元、贷款2.55亿元和存货3.13亿元构成。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470.17万元, 账款质量良好, 回收风险相对可控; 其他应收款主要为股权转让款及原子公司往来款(1.37亿元), 受工程周期较长影响, 其账龄基本在1~2年之内, 当年计提坏账准备0.07亿元, 需关注其后续进一步产生坏账的可能以及由此对公司盈利造成的不利影响; 贷款系公司旗下深圳市东江汇圆小额贷款有限公司发放的小额贷款, 同比下降0.19亿元。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。

债务期限结构方面, 随着项目建设的推进及对外收购产生的融资需求不断上升, 2017年公司总债务规模仍继续攀升, 年末为34.63亿元, 同比增长24.13%。具体来看, 当年公司仍主要通过银行短期借款补充流动资金, 年末短期借款为18.72亿元, 短期债务规模为18.79亿元; 随着本期绿色公司债券以及“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, 当年末公司长期债务规模增至15.84亿元, 长短期债务比同比下降1.49倍至1.19倍; 2018年3月末降至1.14倍。整体来看, 2017年公司债务期限结构有所优化, 但短期债务规模仍较大。

图 2: 2015~2018.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, 根据公司的投资计划安排, 2017年和2018年公司(在建项目、拟建项目)预计投资规模分别为12.78亿元和8.62亿元, 其中在建项目预计投资规模分别为10.77亿元和7.53亿元, 短期内仍存在较大的投资资金需求, 或进一步推高其债务规模。

总体来看, 随着产能建设及收购项目的推进, 2017年公司资产规模保持扩张, 同时经营盈余的累积使其自有资本实力持续提升; 目前, 公司资产负债率仍处于行业中等水平, 但短期内较大的资金需求或进一步加大其债务规模, 中诚信证评对此保持关注。

盈利能力

2017年, 公司电子废弃物拆解业务和市政废物处理处置业务均同比下降, 但在政策利好的驱动下, 公司通过自建及收购的方式不断加快危废产能扩张, 工业废物处理处置业务及资源化利用产品销售业务大幅增长, 主业竞争力进一步凸显, 并推动整体收入同比增长18.44%至31.00亿元。2018年一季度, 公司实现营业收入7.58亿元, 同比增长12.24%。

表 6: 2017 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
工业废物处理处置服务	11.67	47.74
资源化利用产品销售	11.82	27.28
市政废物处理处置服务	1.93	12.78
环境工程及服务	2.80	25.72
再生能源利用	0.93	36.59
贸易及其他	1.28	72.03
电子废弃物拆解	0.57	17.27
合计	31.00	35.88

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

营业毛利率方面, 2017年在废物收运成本和化工原料价格有所上涨等因素影响下, 公司工业废物处理处置服务和资源化利用产品销售业务毛利率分别同比下滑5.64和2.24个百分点, 但二者业务占比进一步提升使得当期营业毛利率小幅下降。当年公司实现营业毛利率35.88%, 同比下降0.24个百分点, 处于行业中上水平; 2018年1~3月, 公司营业毛利率为35.36%, 初始获利水平保持良好水平。

表 7: 2017 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 (%)
中国天楹	16.12	38.41
东江环保	31.00	35.88
上海环境	25.66	33.71
瀚蓝环境	42.02	31.63
首创股份	92.85	31.40
启迪桑德	93.58	30.95
富春环保	33.24	20.69
远达环保	32.77	17.86

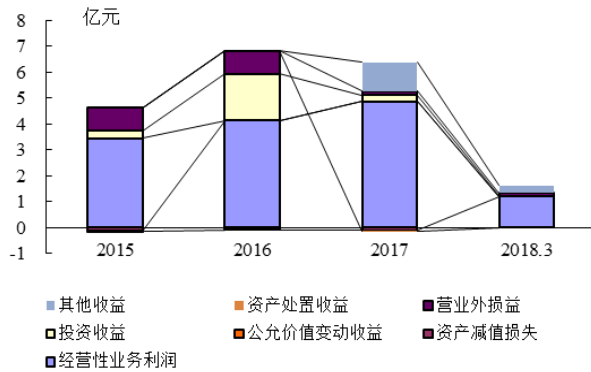
数据来源: 上市公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2017年公司继续加大市场开拓力度, 增加销售人员及营销人工成本, 使得销售费用同比增加0.11亿元至0.69亿元; 管理费用4.15亿元主要为工资、研究费用和折旧费用, 同比增长22.06%, 公司每年投入研发的费用约占其当年收入规模的5%, 科研支出刚性较强; 当年公司财务费用0.98亿元, 同比增长0.02亿元。2017年公司期间费用合计5.83亿元, 三费收入占比18.80%, 基本与上年持平, 期间费用控制水平有待进一步提高。

利润总额方面, 2017年会计政策变更后, 公司将与日常经营相关的政府补助金额转入其他收益科目, 将营业外收入、营业外支出中处置非流动资产损益列报于资产处置损益科目。当年公司利润总额主要由经营性业务利润和其他收益构成。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, 全年实现经营性业务利润4.88亿元, 同比增长17.92%, 系利润总额的主要构成; 2017年公司取得其他收益1.10亿元, 主要系取得的增值税即征即退等与日常经营相关的政府补助; 此外, 2017年公司投资收益同比减少1.55亿元, 主要由于2016年公司处置电子废弃物拆解业务的主要子公司获得的投资收益大幅增至1.79亿元。当年公司实现利润总额

6.23亿元，同比下降7.59%，实现净利润5.53亿元，同比小幅下降4.12%，所有者权益收益率为12.80%。2018年一季度，公司实现利润总额1.62亿元，其中经营性业务利润和其他收益分别为1.20亿元和0.29亿元。

图 3：2015~2018.Q1 公司利润总额构成

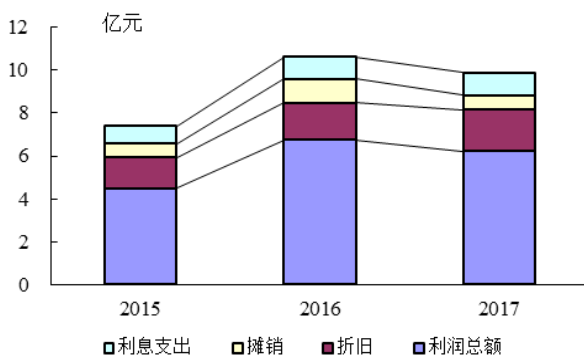


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，虽然跟踪期内投资收益减少使得利润同比略有下降，但公司整体收入规模保持增长，且主业获利能力进一步凸显，盈利能力保持良好水平，未来其经营性业务获利能力有望进一步得到提升。

偿债能力

图 4：2015~2017 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，其中利润总额系 EBITDA 的重要构成部分，占比达到 63.06%。2017 年利润总额的下降使得公司 EBITDA 同比下降 7.04% 至 9.87 亿元，当期总债务/EBITDA 为 3.51 倍，同比增加 0.88 倍，EBITDA 利息倍数为 6.28 倍，同比下降 1.45 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度仍较高。

表 8：2015~2018.Q1 公司主要财务能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务 (亿元)	16.29	20.32	18.79	18.64
长期债务 (亿元)	7.39	7.57	15.84	16.36
长短期债务比 (X)	2.21	2.68	1.19	1.14
总债务 (亿元)	23.68	27.90	34.63	35.00
经营性净现金流 (亿元)	2.28	6.90	6.71	0.53
经营净现金流/短期债务 (X)	0.14	0.34	0.36	0.11*
经营净现金流/总债务 (X)	0.10	0.25	0.19	0.06*
EBITDA (亿元)	7.39	10.62	9.87	-
总债务/EBITDA (X)	3.20	2.63	3.51	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.38	7.73	6.28	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：带“*”指标经年化处理。

经营性现金流方面，2017 年公司业务规模继续扩张，经营性现金流保持较大规模净流入状态，当期经营活动产生的现金流量净额为 6.71 亿元，基本与上年持平。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 0.19 倍和 4.27 倍，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力尚可。

财务弹性方面，公司与平安银行、兴业银行和招商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 2018 年 3 月末，公司获得授信额度总计人民币 56.26 亿元，其中尚未使用的授信额度为 37.77 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，公司融资渠道顺畅，具备良好的财务弹性。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保余额为 4.13 亿元，担保对象为广东省融资再担保有限公司和福建兴业东江环保科技有限公司，担保余额占所有者权益的比重为 9.23%，需关注其可能面临的或有负债风险。

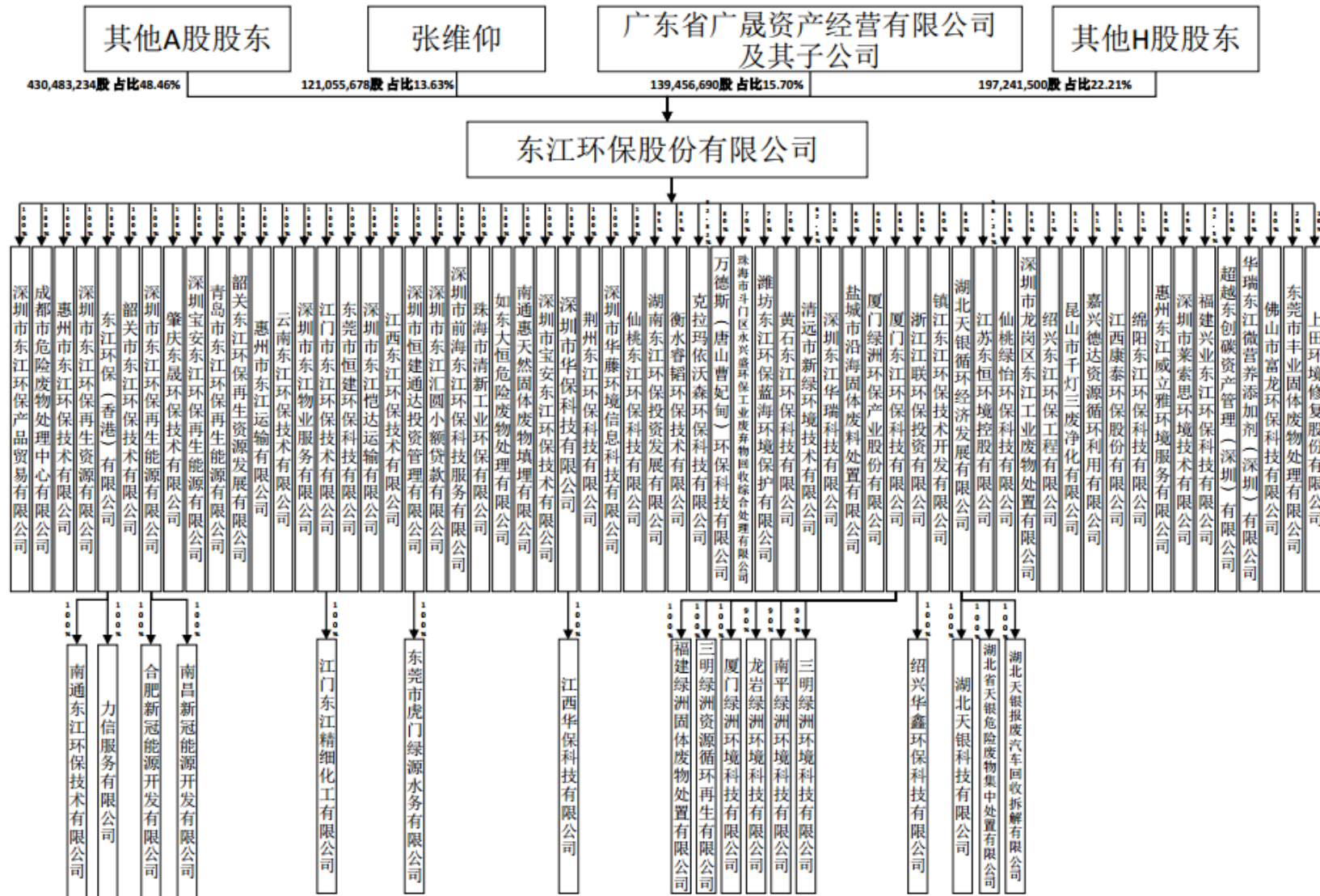
综上所述，2017 年公司财务结构仍较稳健，主业进一步凸显，盈利能力保持较高水平，且其融资渠道顺畅，获现能力对债务本息的保障程度良好，具备很强的竞争实力和抗风险能力。

结论

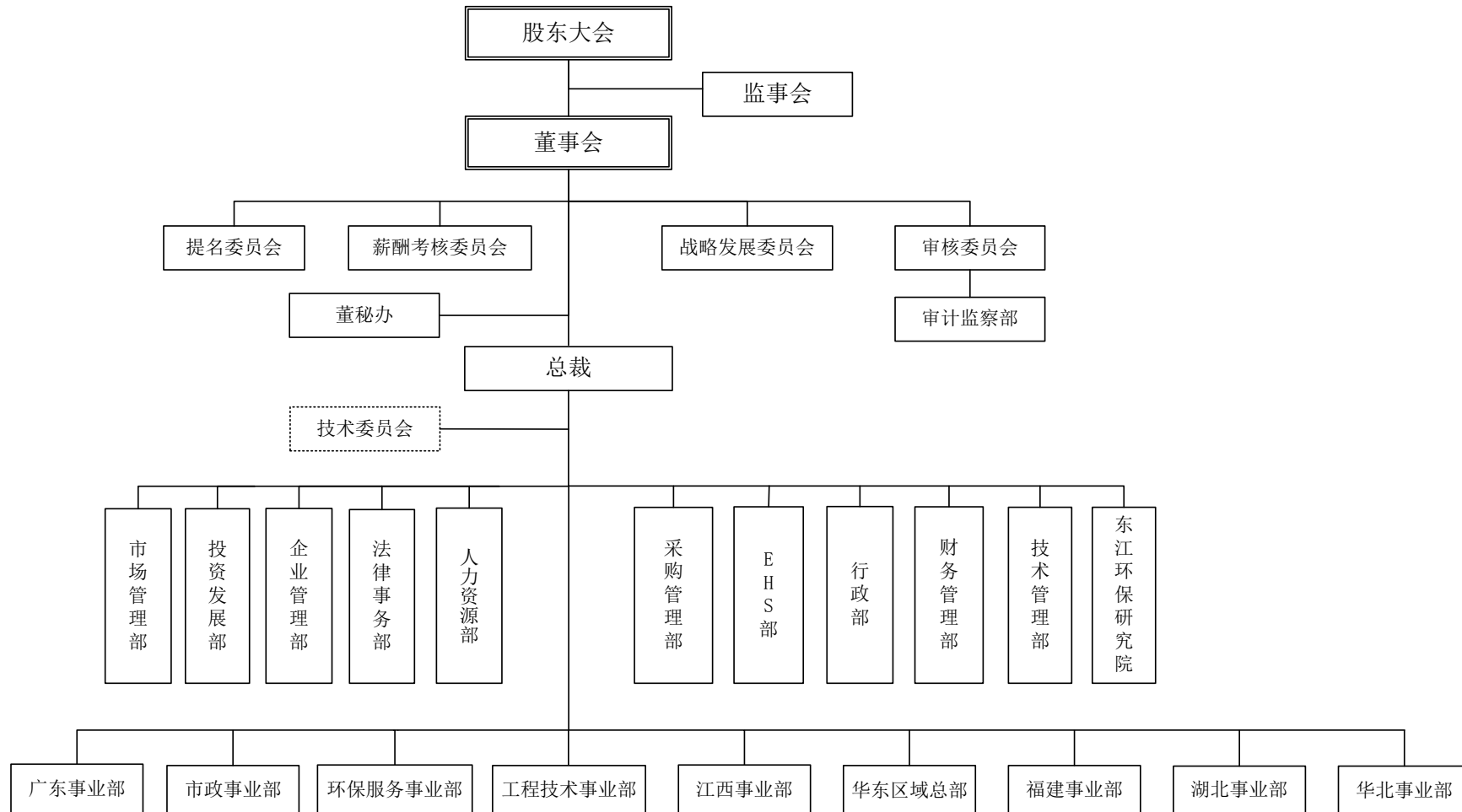
综上，中诚信证评上调东江环保主体信用等级

至 **AA⁺**，评级展望为稳定；上调“东江环保股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”的信用等级至 **AA⁺**。

附一：东江环保股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：东江环保股份有限公司组织结构图（截至 2018 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	85,772.93	116,007.31	124,243.02	106,745.64
应收账款净额	70,887.12	49,335.02	69,463.61	70,158.83
存货净额	26,926.95	26,717.06	31,258.82	30,964.73
流动资产	232,281.79	271,169.33	303,640.87	298,464.71
长期投资	14,953.55	15,300.69	27,674.17	27,923.84
固定资产	130,016.37	139,722.54	164,954.09	161,705.37
在建工程	92,081.30	145,560.71	160,570.19	174,837.73
无形资产	73,490.96	82,834.55	91,230.86	89,683.63
总资产	668,521.72	818,914.85	924,014.74	933,693.10
短期债务	162,929.63	203,240.85	187,876.87	186,431.58
长期债务	73,854.72	75,712.40	158,397.30	163,580.50
总债务	236,784.34	278,953.25	346,274.17	350,012.08
总负债	346,568.17	432,345.56	491,829.98	486,427.93
所有者权益（含少数股东权益）	321,953.55	386,569.29	432,184.75	447,265.17
营业总收入	240,298.64	261,707.68	309,965.86	75,821.16
三费前利润	76,132.58	90,720.83	107,016.30	25,953.06
投资收益	2,965.37	17,884.14	2,368.96	249.66
净利润	38,517.41	57,713.59	55,335.60	14,225.55
EBITDA	73,943.50	106,204.82	98,727.49	-
经营活动产生现金净流量	22,778.35	68,984.42	67,139.63	5,342.43
投资活动产生现金净流量	-91,560.43	-65,414.06	-99,277.69	-25,874.28
筹资活动产生现金净流量	47,970.89	28,747.84	40,414.83	1,068.42
现金及现金等价物净增加额	-20,833.75	32,369.70	8,227.17	-19,243.27
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	32.41	36.12	35.88	35.36
所有者权益收益率（%）	11.96	14.93	12.80	12.72*
EBITDA/营业总收入（%）	30.77	40.58	31.85	-
速动比率（X）	0.79	0.72	0.86	0.87
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.25	0.19	0.06*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.34	0.36	0.11*
经营活动净现金/利息支出（X）	1.66	5.02	4.27	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.38	7.73	6.28	-
总债务/EBITDA（X）	3.20	2.63	3.51	-
资产负债率（%）	51.84	52.79	53.23	52.10
总资本化比率（%）	42.38	41.91	44.48	43.90
长期资本化比率（%）	18.66	16.38	26.82	26.78

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、2018年一季度财务指标中带“*”的为年化指标；

3、中诚信证评在计算相关债务指标时将“长期应付款”中的应付融资租赁款纳入长期债务计算范畴。

附四：基本财务指标的计算公式

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

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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。