



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪050号

深圳市格林美高新技术股份有限公司：

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“深圳市格林美高新技术股份有限公司2012年公司债券”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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；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

二零一三年五月十七日

深圳市格林美高新技术股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2013）

发行主体	深圳市格林美高新技术股份有限公司		
发行规模	人民币 8 亿元		
存续期限	2012/12/21-2020/12/21		
上次评级时间	2012 年 8 月 30 日		
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

格林美	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益（亿元）	10.55	21.97	24.90	25.19
总资产（亿元）	19.26	39.28	63.50	65.63
总债务（亿元）	7.83	16.03	36.37	38.13
营业总收入（亿元）	5.70	9.19	14.18	5.36
营业毛利率（%）	35.65	31.68	25.82	22.81
EBITDA（亿元）	1.63	2.73	3.91	-
所有者权益收益率（%）	8.12	5.47	5.79	4.62
资产负债率（%）	45.25	44.06	60.79	61.62
总债务/EBITDA（X）	4.81	5.88	9.30	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.45	3.53	3.03	-

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、2013.Q1 所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2012年，深圳市格林美高新技术股份有限公司（以下简称“格林美”或“公司”）新建产能逐步释放、产品种类增加、销售收入稳步增长。同时，公司完善新能源电池材料制造的循环产业链，未来收入有望进一步提升。此外，公司入选国家废弃电器电子产品基金补贴名单，为未来业务利润增长奠定基础。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也注意到，作为政策支持的新兴行业，公司运营易受行业政策影响，并且主要产品市场化程度较高，销售和定价易产生波动。2012年，由于项目建设的持续，公司债务规模快速增长，未来负债水平仍存在进一步上升压力，毛利率下滑明显等因素可能影响公司的信用水平。

中诚信证评维持“深圳市格林美高新技术股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AA，深圳市格林美高新技术股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望稳定。

正 面

- 政策支持力度较大，行业发展前景良好。再生资源行业为国家重点支持的行业之一，近年来相继出台的多项产业支持政策使得国内再生资源行业发展环境不断改善，有效推动了行业的快速发展，行业发展前景良好。
- 在建产能逐步释放，产业链进一步完善。公司前期的新建产能于 2012 年逐步释放，电解铜、电子废弃物等产品产量明显增长，公司收入规模相应增加。同期，公司完善报废电池材料到新能源电池材料制造的循环产业链，未来随着协同效应的发挥，公司收入有望进一步提升。
- 公司入选国家废弃电器电子产品基金补贴名单，为未来利润增长奠定基础。2012 年，公司下属子公司荆门格林美和江西格林美入围国家第一批废弃电器电子产品基金补贴名单，公司未来的利润增长奠定基础。

分 析 师

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 5 月 17 日

关 注

- 易受行业环境影响。作为政策支持新行业，公司采购生产易受行业政策影响；而公司主要产品市场化程度较高，销售和定价易产生波动。
- 债务规模增长，负债水平仍存上升压力。随着项目建设的推进，公司债务规模保持增长，财务结构稳定性受到影响。未来公司项目建设仍将持续，负债水平存在进一步上升压力。
- 毛利率持续下滑。近年来公司主要产品毛利率水平持续降低，盈利能力受到影响。中诚信证评将对公司未来的获利情况保持关注。

募集资金使用说明

本次公司债于2012年12月21日发行，以6.65%的发行利率共计发行公司债券8亿元。此次发行共募集资金8亿元，扣除发行费后募集资金净额79,200万元。截至2013年3月31日，公司已使用募集资金人民币4.32亿元，主要用于偿还银行贷款和补充流动资金。

行业关注

受欧债危机深入的影响，国际镍钴资源需求量增速放缓，产品价格走低，国内镍钴销售价格受到影响

钴镍金属具有优异的储能、防腐、耐磨、耐高温和高强度等特殊性能，是不锈钢、充电电池、电镀、汽车配件、关键工具、军工器件等行业的关键原料。但2012年，受欧债危机深入的影响，全球钴镍资源表观消费量增长放缓，加之钴镍产量的提升，2012年钴镍产品价格逐步走低。根据世界金属统计局（WBMS）的数据显示，2012年全球镍市供应过剩达11.70万吨，价格由年初的2万美元/吨降至年末约1.7万美元/吨。同时，全球钴价也由年初约16美元/磅降至年末约11.5美元/磅，价格下降明显。

图 1:2010~2012 年国内外镍价格情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图 2:2010~2012 年国内外钴价格情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

由于钴镍市场受全球性垄断企业主导，且国内钴镍价格与国际钴镍价格波动的正相关性明显，故2012年我国钴镍产品价格均呈现下降趋势。截至2012年12月31日，国内镍（1#）价格为12.88万元/吨，较年初降低13.62%；广州现货钴（1#）价格为21.05万元/吨，较年初降低14.08%；进入2013年，国内钴镍价格保持持续下滑态势。

钴镍产品价格的降低对钴镍生产企业的运营和盈利造成一定压力。但是考虑到钴镍材料的重要性，以及全球储量相对有限，未来随着全球经济的复苏，钴镍产品价格有望回升。

家电“以旧换新”政策的结束使得废旧家电拆解企业在2012年上半年面临原料短缺、成本上升等问题，行业原料供给受到一定制约；但随着“废弃电器电子产品处理基金”政策2012年下半年的出台，废旧家电拆解行业保有较好的发展前景

2009年开始，为拉动内需，我国家电行业启动“以旧换新”政策，催生并推动了我国废旧家电回收处理产业的发展。然而，随着2011年末“以旧换新”政策的退出，废旧家电回收处理产业受到较大影响。“以旧换新”政策的结束，使得废旧家电拆解企业一方面面临拆解补贴的减少，另一方面面临拆解货源断流。受此影响，部分拆解企业出现停工现象，而少部分实力较强的企业则从外部采购废弃家电以满足生产需求，但废弃物采购成本相对于“以旧换新”成本较高，如每台电视机由原来30~40元/台上升到65~75元/台，企业的盈利能力受到一定冲击。

尽管“以旧换新”政策结束，但我国政府仍积极推进废旧家电回收利用相关政策的实施。2012年，经国务院的批准，国家税务总局发布《废弃电器电子产品处理基金征收管理规定》（以下简称“《规定》”），并于2012年7月1日起开始执行。按照《规定》，国家将对在国内市场销售（包括进口产品）的彩电、冰箱、洗衣机、空调、电脑等五大类家电产品定额征收“废弃电器电子产品处理基金”（以下简称“基金”），用于补贴拆解企业对这些废旧电器的回收处理，以及废旧电子产品回收处理体系的建设。

按照《规定》，各电子产品的征收标准为：彩电13元/台，冰箱12元/台，洗衣机、空调7元/台，电脑10元/台；对采用绿色设计和使用环保材料的产品，可减免该项基金的征收。同时，对拆解企业实际完成拆解处理的上述废旧家电整机，基金则将给予彩电、电脑85元/台，冰箱80元/台，洗衣机和空调35元/台的定额补贴。从生产企业处征收，补贴拆解企业的家电回收新政的出台，有望保障家电拆解企业利润，促进废旧家电拆解行业进一步发展。

我国不断推进废旧电子产品回收再利用体系的建设和产业发展，已涉足企业的未来发展空间较为广阔

目前，我国电子产品进入报废高峰期，按照10年至15年的使用寿命计算，我国每年将有500万台电视机、400万台电冰箱以及600万台洗衣机要报废，此外还会有500万台电脑和上千万部手机进入淘汰期。2012年，我国废旧家电产品回收率不足30%，数量巨大的电子垃圾对我国环境造成严重污染。

为此，各政府部门不断推进废旧电子产品回收再利用体系的建设。2011年10月31日，国务院发布《关于建立完整的先进的废旧商品回收体系的意见》（以下简称“《意见》”），提出到十二五末各主要品种废旧电子产品的回收率达70%，并将通过财税金融、土地政策和法规建设以保障完整先进的废旧产品回收体系建立。2013年5月1日起，商务部出台的《旧电器电子产品流通管理办法》正式实施，将规范旧电器电子产品收购和销售活动。

废旧产品作为资源综合利用领域的重要部分，已被列入“十二五”节能环保产业发展规划的重点，而涉及废金属、废弃电器电子产品及废铅酸电池等主要商品门类回收利用的企业主体或将成为未来产业化发展的支柱，已涉足此方面业务的企业有望成为引领产业发展的主力，未来发展空间较好。

业务运营

公司主要从事废弃钴镍资源与电子废弃物等废弃资源循环再造超细钴粉、超细镍粉、电解铜、塑木型材、碳化钨等高附加值产品业务。2012年，公司收购了江苏凯力克钴业股份有限公司（以下简称“凯力克”）51%的股权，此次收购使公司新增电积钴、三氧化二钴和三元材料产能，公司金属钴下游产品领域拓展至电积钴、钴酸锂、镍钴锰酸锂等，完善了废旧电池、报废电池材料到新能源电池材料制造的循环产业链。

表 1：2010~2012 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

	2010		2011		2012	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
超细钴粉	3.89	68.26	4.22	45.90	4.26	30.60
超细镍粉	0.83	14.59	1.39	15.12	1.67	11.78
塑木型材	0.41	7.29	0.77	8.44	0.65	4.64
电解铜	0.52	9.06	2.08	22.63	2.86	20.15
电子废弃物	-	-	0.61	6.61	1.89	13.33
碳化钨	-	-	-	-	1.75	12.35
电积钴	-	-	-	-	0.16	1.11
三氧化二钴	-	-	-	-	0.65	4.57
三元材料	-	-	-	-	0.07	0.48
其他	0.05	0.80	0.12	1.30	0.22	0.86
合计	5.70	100	9.19	100	14.18	100

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012年，公司实现营业收入14.18亿元，同比增长54.41%。分产品看，超细钴、镍粉为公司传统优势产品，也是公司收入和利润的主要来源，2012年公司超细钴、镍粉产品的合计收入5.93亿元，收入合计占比42.38%。同时，随着电解铜、电子废弃物等项目的逐步投产，公司销售收入得到进一步充实。2012年公司电解铜和电子废弃物分别为1.89亿元和2.86亿元，占当期营业收入的13.33%和20.15%。

此外，公司新增碳化钨产品，当年实现收入1.75亿元，占当年营业收入的12.35%，成为公司收入和利润的有效补充。

公司采购渠道逐步扩张，自建回收网络体系不断完善，原材料资源供应较有保障

公司主要通过社会收购模式和企业收购模式两条渠道保证原材料供给的稳定。目前公司采购体系已覆盖广东、江西、湖南、湖北和河南等省的100多个县市。

表 2：2012 年公司采购占比情况

	具体方式	采购占比
社会收购	个体模式	16.74%
	自建社会收集体系	9.97%
企业收购	与废料收集处理企业合作	33.29%
	与产生废料的企业合作	21.15%
	原原料	18.85%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

目前，公司原材料采购主要依赖于企业收购模式，采购占比超过70%。公司一方面与从事含钴镍废料、电子废弃物收集、分类处理的企业建立上下游合作关系；另一方面，公司通过与产生废料的企业直接签署废料回收处理协议，形成废弃资源的定向流动及专业化的回收体系。目前，公司已与深圳创维湖北分公司、东风汽车股份有限公司、中国移动股份有限公司湖北分公司等公司签署报废电子电器处理的相关协议，保障公司废弃资源原料供应的充足与稳定。

在回收网络建设方面，通过设立废弃电池回收箱、废弃电器电子产品回收超市和3R循环消费社区连锁超市多种回收形式，形成了跨区域、多层次的回收体系，覆盖了以武汉城市圈、湖北鄂西城市带和江西南昌城市带为中心的县市。跨区域、多层次的回收体系包括绿箱子、绿色回收超市、3R 循环消费社区连锁超市等多个层次，形成固定场所、流动收购、区域性大市场集散回收等多体系的回收网

络，并引入物联网实施全程监控、全面感知的再生资源监控体系。

此外，公司与政府机关、企事业单位等公共机构合作建设废旧商品回收体系，并积极推广和复制格林美循环消费新型商业模式。总体看来，公司原材料资源丰富，且其原材料采购渠道多样，采购体系覆盖面广，能够为公司的快速发展提供较为充足的原材料供应。

公司持续推进新项目建设，在建产能逐步释放，新产品对收入的贡献度有望增长

目前，公司共有5大循环产业园，分别位于湖北荆门、湖北武汉、江西丰城、江苏泰州和河南开封。循环产业园具备年处理各种废旧电池、电子废弃物和钴镍废弃资源50万吨以上的处理能力，废旧家电的拆解总量达130余万台，实现循环再造超细钴镍粉末、铜以及塑木型材等各种产品产能达到4.13万吨以上。此外，2012年公司取得了武汉、天津、江西等大型城市的报废汽车回收处理资质，并正式启动了湖北、江西的报废汽车处理基地的建设。

从产能利用情况来看，2012年，随着公司上市募投项目的逐步投产，钴镍粉产品产能有所增长，超细钴粉、超细镍粉产能利用率分别为83.53%和95.31%；电解铜则由于在建项目的逐步投产使得产能得到提升；塑木型材依旧保持高负荷生产运转；2012年公司新增碳化钨产品，年产能1,200吨，当年产能利用率为72.76%。购入产能方面，2012年公司获得凯力克电积钴、三氧化二钴以及三元材料产能，但由于仅合并凯力克2012年12月的产量数据，因此各产品均未充分体现。2013年公司将完善与凯力克的低成本产业链的整合，把原有的从废旧电池、报废电池材料回收再生超细钴粉产业链向新能源电池材料制造拓展，发挥生产协同效应，提升公司收入水平。

表 3：2010~2012 年来公司主要产品产能利用率情况

单位：吨、%

	2010			2011			2012		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
超细钴粉	1,500	1,505.33	100.36	2,000	1,556.44	77.82	2,000	1,670.57	83.53
超细镍粉	600	545.64	90.94	1,300	786.13	60.47	1,300	1,238.97	95.31
塑木型材	5,000	6,987.79	139.76	12,000	12,936.63	107.81	20,000	17,622.99	88.11
电解铜	1,500	1,277.08	85.14	4,000	3,802.30	95.06	10,000	5,958.05	59.58
碳化钨	-	-	-	-	-	-	1,200	873.08	72.76
电积钴	-	-	-	-	-	-	1,800	180	-
四氧化三钴	-	-	-	-	-	-	4,000	700	-
三元材料	-	-	-	-	-	-	1,000	90	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：电积钴、四氧化三钴、三元材料均为合并凯力克的产品，产能为全年数据，产量仅为2012年12月数据。

产能建设方面，为进一步深化废弃物回收处理产业链，公司于2011年非公开发行股票，募集资金10亿元用于新建项目投资（表4）。其中包括建设我国第一条废旧线路板回收利用稀贵金属的示范生产线。未来，公司在空间布局上将突破珠三角地区，布局武汉、天津，建设城市矿产资源产业园。在产业广度上，由电子废弃物向废五金、报废汽车、废塑料拓展，建设江西、湖北两个报废汽车与废钢处理中心，以及江西、荆门废五金、废塑料处理中心。

在产业深度上，由钴镍向铜钨、金银等贵金属拓展。

投资计划方面，为实现上述战略发展目标，公司目前在建项目较多，相关项目将在2013以后陆续投产，进一步扩充公司的产能及产品种类。总体来看，公司未来将在立足再生钴镍资源循环利用产业的同时，向更为广阔的再生资源业务领域发展，并在市场开拓、原材料供应、业务布局等方面作出了较为清晰的战略规划，为业务的长远发展奠定基础。

表 4：公司在建项、拟建目情况

单位：万元

项目名称	起止年限	计划总投资	截至 2012 年末已完成投资	2013 年计划投资
废旧电路板中稀贵金属与废旧五金电器、废塑胶的循环利用	2011-2014	88,600.00	91,794.19	4,000.00
江西格林美电子废弃物回收与循环利用项目	2010-2013	30,000.00	25,949.14	5,000.00
河南电子废弃物土建基础工程	2011-2013	4,000.00	3,289.76	3,000.00
废渣废泥处理项目	2012-2013	7,000.00	4,682.36	3,000.00
合计	-	129,600.00	125,715.46	15,000.00
项目名称	起止年限	计划总投资	2013 年计划投资	
江西汽车拆解项目	2013-2014	30,000	20,000	
武汉城市圈（仙桃）城市矿产资源大市场项目	2013-2016	33,900	10,000	
格林美（武汉）城市矿产 循环产业园项目	2013-2017	120,000	15,000	
格林美（天津）城市矿产 循环产业园	2013-2017	100,000	10,000	
动力电池用镍钴锰前驱体材料项目	2013-2014	9,500	5,000	
合计	-	293,400	60,000	

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司产品销售总体保持增长，但2012年毛利水平有所降低；考虑到公司进入基金补贴名单，未来实际盈利能力较有保障

2012年，公司主要产品钴镍粉体、电解铜销售量分别为2,994.48吨和6,012.20吨，同比分别增长39.53%和54.23%；而受市场疲软影响，公司2012年塑木型材销量仅为9,668.81吨，同比降低18.17%。此外，2012年公司新增碳化钨等新产品，尽管产能未充分释放，但各新产品的产销率均在95%左右。未来随着购入产能的发挥和在建工程的逐步投产，公司销售规模存在较大提升空间。

表 5：公司产品毛利水平

	2010	2011	2012
超细钴粉	33.97%	33.91%	30.46%
超细镍粉	38.46%	32.04%	28.71%
塑木型材	40.69%	29.40%	22.53%
电解铜	39.97%	23.42%	24.88%
电子废弃物	-	45.66%	25.31%
碳化钨	-	-	18.43%
钴片	-	-	10.77%
四氧化三钴	-	-	13.15%
三元材料	-	-	25.38%
其他	32.46%	36.46%	77.68%
合计	35.65%	31.68%	25.82%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012年公司销售量和销售收入整体保持增长，但主要产品的毛利水平较上年有所降低。受全球钴镍价格下滑影响，公司当年钴镍粉体毛利水平分别降低3.45和3.33个百分点。塑木型材方面，2012年公司塑木型材销售单价基本平稳，但由于客户对产品质量要求提高，且原材料价格和人工成本相对增加，塑木型材的单位成本上升、毛利率降低。电子废弃物方面，2012年电子废弃物主要回收渠道是从外采购废弃的家电产品，较2011年以旧换新的回收成本提升，造成利润水平降低，毛利率由2011年的45.66%降至25.31%，同比降低20.35个百分点。

总体看来，公司原材料渠道不断完善，在建产能的逐步释放将促进收入规模增长。然而公司主要产品毛利水平的降低对其盈利能力造成一定影响，但考虑到电子废弃物拆解等业务可获得相关政府补贴，公司利润可以得到保障。

未来，公司将推进凯力克的产能释放，发挥生产协同效应，有望进一步提升公司整体收入水平。此外，公司下属子公司荆门格林美、江西格林美已于2012年入选国家第一批废弃电器电子产品基金补贴名单，为公司未来的业务顺利运营和盈利奠定基础。

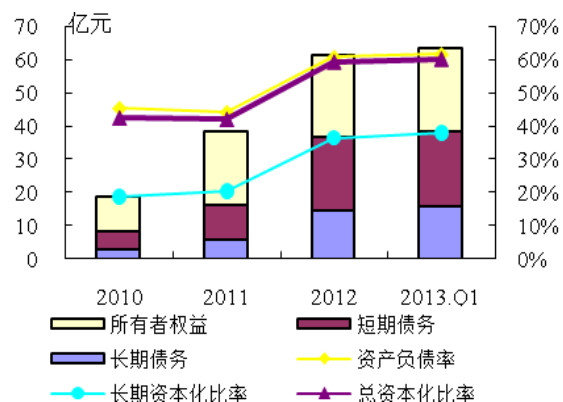
财务分析

以下分析基于深圳市鹏城会计师事务所有限公司对公司出具的2010年度、2011年度标准无保留意见的财务报告，国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的2012年度标准无保留意见的财务报告以及未经审计的2013年一季度财务报告。

资本结构

2012年，由于实现收购凯力克51%的股权，公司合并后的资产规模和负债规模均呈现大幅增长。截至2012年12月31日，公司总资产63.50亿元，同比增长61.66%；同期，公司所有者权益为24.90亿元，同比增长13.31%。负债方面，公司债券的发行，以及不断推进项目建设和对于凯力克的股权收购，使得公司负债规模大幅增长，2012年公司总负债达38.61亿元，同比增长123.04%，其中总债务36.37亿元，同比增长126.86%。

图 3：2010-2013.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务结构方面，公司财务杠杆水平同比明显提升，截至2012年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为60.79%和59.36%，同比分别增长16.73和17.18个百分点。截至2013年3月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为61.62%

和 60.22%，较上年末进一步提升，财务结构稳健性有所减弱，但仍处于可控范围内。

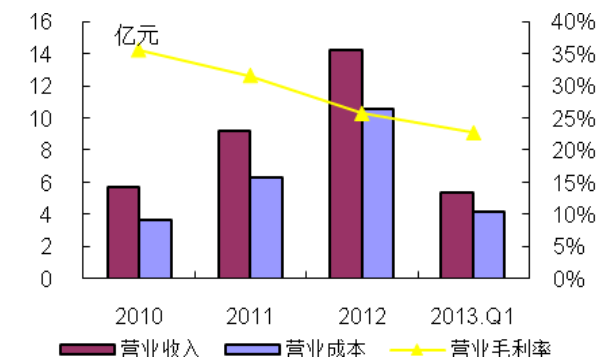
债务结构方面，随着业务规模的扩大和项目建设的不断推进，公司债务规模保持快速增长，且仍以短期债务为主。截至 2012 年 12 月 31 日，公司短期债务 22.07 亿元，长期债务 14.30 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.54。尽管公司已于 2012 年成功发行公司债券，但仍不能满足公司较大的资金需求，公司短期债务规模的上升将增加公司的短期偿债压力。

总体来看，2012 年在资产规模快速增长的同时，公司负债水平大幅提升，财务结构稳健性有所降低。未来，随着公司业务规模的逐步扩大和项目建设的持续，其债务规模可能持续增加，负债水平存在进一步上升压力。

盈利能力

得益于主要产品销量增长以及新产品的收入贡献，公司营业收入呈现较快增长，2012 年实现营业收入 14.18 亿元，同比增长 54.41%。未来随着凯力克产能的释放以及在建项目的投产，公司业务规模有望持续增长。

图 4：2010~2013.Q1 公司收入成本分析



毛利率方面，受主要产品毛利水平降低的影响，公司 2012 年营业毛利率持续下滑，降低至 25.82%，同比降低 5.86 个百分点。期间费用方面，随着业务规模的扩大，公司研发费、环保支出以及市场开拓费用的增长导致期间费用相应增加，2012 年公司期间费用为 2.79 亿元，同期，三费收入占比，为 19.69%，较上年降低 2.10 个百分点。

表 6：2010~2013.Q1 公司期间费用变化

单位：亿元

	2010	2011	2012	2013.Q1
销售费用	0.17	0.25	0.22	0.06
管理费用	0.74	1.18	1.66	0.37
财务费用	0.30	0.57	0.91	0.47
三费合计	1.21	2.00	2.79	0.90
三费收入占比	21.14%	21.79%	19.69%	16.79%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

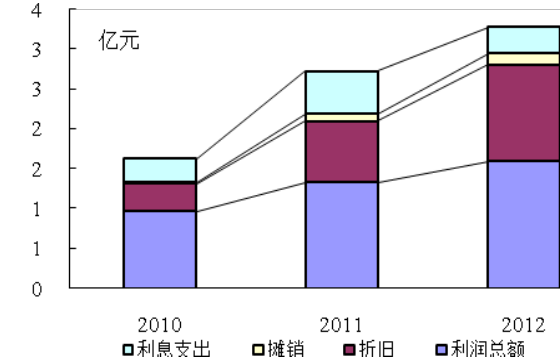
利润总额方面，2012 年公司利润总额为 1.60 亿元，同比增长 20.18%。其中经营性业务利润分别为 0.81 亿元，较上年降低 9.12%，主要系毛利水平降低所致。受益于公司所处行业获得的政府支持力度较大，2012 年公司获得补贴收入 0.79 亿元，对公司利润总额增长形成有力支撑。

总体看，受益于产品种类增加和主要产品销量的增长，2012 年公司收入规模大幅度增长。但在市场需求疲软的影响下，公司产品的盈利能力有所减弱，利润增长主要依赖政府补贴。

偿债能力

从获现能力来看，利润总额、折旧和利息支出为公司 EBITDA 的主要构成。一方面，公司近年业务规模持续扩大，利润总额呈上升态势；另一方面，项目的逐步投产使得公司固定资产规模增长较快，折旧规模有所上升。在上述两大因素的带动下，2012 年公司 EBITDA 为 3.91 亿元，同比增长 43.30%，整体获现能力良好。

图 5：2010~2012 公司 EBITDA 变化趋势



公司上下游结算周期较为匹配，但近年来受产能逐步释放，增加原材料储备的影响，经营性现金流有所波动，2012 年公司经营性现金净流量为-2.51 亿元。投资性现金流方面，由于公司处于业务发展

阶段,在建项目较多,2012年投资性现金流为-11.17亿元,净流出规模较大。

从各项偿债指标的表现来看,2012年公司经营活动净现金流对债务覆盖不足。同时,由于公司债务规模的增长,尽管获现能力有所提升,但公司EBITDA对债务保障能力出现降低,2012年公司EBITDA利息倍数为3.03倍,总债务/EBITDA为9.30倍。

表 7: 2010~2012 公司偿债能力分析

项目	2010	2011	2012
短期债务(亿元)	5.40	10.36	22.07
总债务(亿元)	7.83	16.03	36.37
EBITDA(亿元)	1.63	2.73	3.91
经营净现金流	-3.34	1.17	-2.51
经营净现金流/总债务(X)	-0.43	0.07	-0.07
经营活动净现金流 利息保障系数	-11.19	1.52	-1.94
总债务/EBITDA(X)	4.81	5.88	9.30
EBITDA 利息保障系数	5.45	3.53	3.03

数据来源:公司定期报告,中诚信证评整理

或有负债方面,截至2012年12月31日,公司无对外担保、资产抵押等重大或有事项。

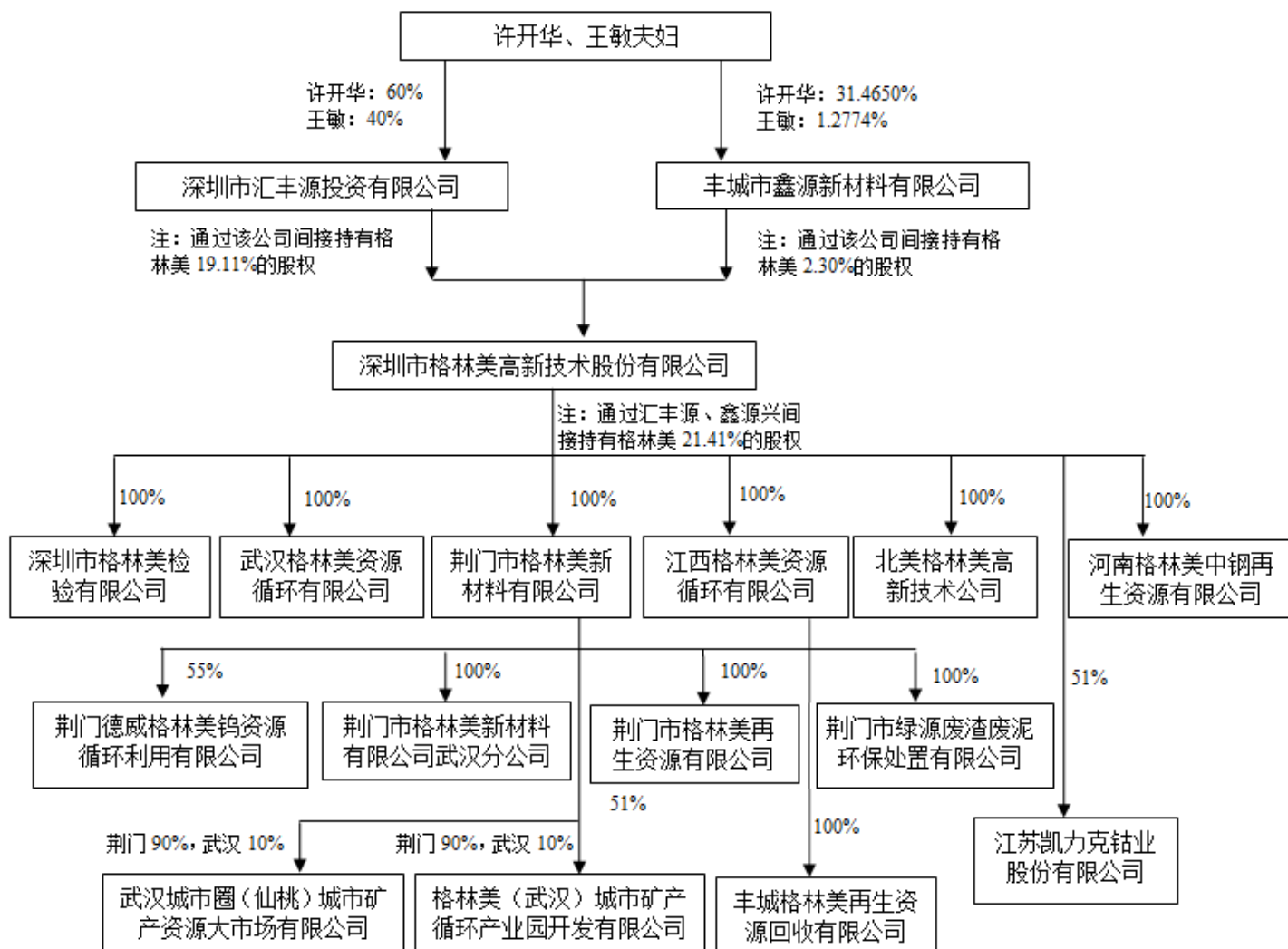
银行授信方面,截至2012年12月31日,公司拥有银行授信额度30.52亿元,其中已使用授信额度25.42亿元,尚未使用额度为5.10亿元。

整体来看,由于债务规模的增长,公司负债水平提升,财务结构稳定性受到影响。同时,以短期债务为主的债务结构,使得公司短期偿债压力较大,而公司现金流和EBITDA对债务的保障均有所弱化。但考虑到公司新建产能将逐步投产,收入水平有望保持增长;且公司已入围电子产品基金补贴名单,为未来利润增长奠定一定基础,整体偿债能力仍然较强。

结 论

综上所述,中诚信证评维持本次公司债债项等级为AA,公司主体信用等级为AA,评级展望稳定。

附一：深圳市格林美高新技术股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



附二：深圳市格林美高新技术股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	16,412.08	102,089.80	117,142.41	84,235.00
应收账款净额	7,925.57	10,518.48	22,375.92	30,901.16
存货净额	47,338.56	54,311.16	120,941.74	127,749.26
流动资产	85,505.58	182,639.74	305,658.31	301,654.29
长期投资	0.00	3,263.28	9,651.74	9,467.74
固定资产合计	99,218.18	191,181.11	284,752.02	305,726.02
总资产	192,642.16	392,824.71	635,033.69	656,258.64
短期债务	54,006.56	103,633.60	220,724.69	226,791.81
长期债务	24,300.00	56,692.00	142,990.32	154,530.32
总债务(短期债务+长期债务)	78,306.56	160,325.60	363,715.01	381,322.13
总负债	87,179.47	173,090.27	386,061.61	404,391.71
所有者权益(含少数股东权益)	105,462.70	219,734.44	248,972.08	251,866.93
营业总收入	57,000.40	91,861.44	141,842.10	53,585.28
三费前利润	19,984.58	28,876.50	35,981.35	11,984.71
投资收益	0.00	-36.72	-140.58	-183.75
净利润	8,568.77	12,017.43	14,426.67	2,906.54
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	16,287.65	27,284.70	39,099.79	-
经营活动产生现金净流量	-33,443.90	11,740.10	-25,063.19	-17,052.55
投资活动产生现金净流量	-57,904.98	-102,738.75	-111,693.89	-27,667.82
筹资活动产生现金净流量	100,018.33	176,693.62	151,802.59	11,722.90
现金及现金等价物净增加额	8,679.84	85,677.72	15,052.61	-32,907.41
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	35.65	31.68	25.82	22.81
所有者权益收益率(%)	8.12	5.47	5.79	4.62
EBITDA/营业总收入(%)	28.57	29.70	27.57	-
速动比率(X)	0.63	1.14	0.78	0.72
经营活动净现金/总债务(X)	-0.43	0.07	-0.07	-0.18
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.62	0.11	-0.11	-0.30
经营活动净现金/利息支出(X)	-11.19	1.52	-1.94	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.45	3.53	3.03	-
总债务/EBITDA(X)	4.81	5.88	9.30	-
资产负债率(%)	45.25	44.06	60.79	61.62
总债务/总资本(%)	42.61	42.18	59.36	60.22
长期资本化比率(%)	18.73	20.51	36.48	38.02

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 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

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

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

附四：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。