



# 信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪053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

二零一五年四月二十二日

## 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 (2015)

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	2014 年 5 月 21 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	2012	2013	2014
所有者权益 (亿元)	24.90	26.52	47.37
总资产 (亿元)	63.50	77.37	115.87
总债务 (亿元)	36.37	44.72	57.76
营业总收入 (亿元)	14.18	34.86	39.09
营业毛利率 (%)	25.82	16.57	18.63
EBITDA (亿元)	3.91	6.10	7.64
所有者权益收益率 (%)	5.79	6.35	5.46
资产负债率 (%)	60.79	65.72	59.12
总债务/EBITDA (X)	9.30	7.33	7.56
EBITDA 利息倍数 (X)	3.03	2.68	2.67

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。

### 基本观点

2014 年深圳格林美高新技术股份有限公司（以下简称“格林美”或“公司”）钴镍钨板块、电子废弃物、电池材料板块等多元化循环产业局面已逐渐成型，产品多样化使得公司抗风险能力有所提升，同时电子废弃物拆解产能释放、电池材料产能产量提升使得其规模效应凸显，公司综合盈利表现良好。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，有色金属产品价格市场化程度高导致公司有色金属产品销售价格和盈利水平波动较大、资本支出压力仍较大等不利因素对公司整体信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；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**。

### 正面

- 电子废弃物拆解产能快速释放，发展前景良好。通过设备改进和异地收购，2014 年公司电子废弃物拆解产能迅速扩张，实际拆解量达 670 万台以上，较上年 200 余台大幅增长，电子废弃物已成为公司重要收入来源，加之国家对废旧电器电子产品目录的扩容，电子废弃物板块发展前景良好。
- 三轨驱动的多元化循环产业局面已基本成型。2014 年公司电子废弃物板块、电池材料板块和钴镍钨板块分别占当期营业收入的 36.82%、31.54%和 24.91%，三足鼎立局面已成型，公司业务范围进一步拓展，抗风险能力有所提升。
- 稳定的政府补贴。2012 年、2013 年和 2014 年公司分别取得政府补贴收入 0.79 亿元、1.01 亿元和 1.14 亿元，政府支持力度较大且稳定性较强，成为公司利润的重要补充。
- 定向增发补充自有资本实力，杠杆水平有所降低。2014 年公司通过定向增发募集资金总额 17.58 亿元，资产负债率和总资本化比率分别降至 59.12%和 54.94%，同比下降 6.60 个和 7.83

### 分析师

许云 yxu@ccxr.com.cn

胡辉新 hlhu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 4 月 22 日

个百分点，财务结构得到优化。

## 关 注

- 产品价格市场化程度高，钴镍钨板块毛利水平易受影响。目前国内的钴、镍、钨、铜金属的价格已与国际接轨，受国际和国内市场需求双重影响，近年来该类金属（制品）价格的波动幅度加大，波动频率加快，公司钴镍钨板块毛利水平亦呈现一定的波动。
- 资本支出压力较大。近年来公司持续加大各产业循环园区的建设，2015-2017 年计划资本性支出总额约为 12.25 亿元，随着项目建设的持续推进，公司将面临较大的资金压力。

## 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。

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。

## 重大事项

公司2015年2月17日公布《2015年度非公开发行股票预案》，并于2015年3月17日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》，但此次非公开发行股票事项尚需中国证监会的核准，能否获得核准尚存在不确定性。

根据增发预案，公司募集资金将不超过30亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于：（1）收购江苏凯力克钴业股份有限公司（以下简称“凯力克”）49%股权；（2）收购荆门德威格林美钨资源循环利用有限公司（以下简称“德威格林美”）49%股权；（3）收购浙江德威硬质合金制造有限公司（以下简称“浙江德威”）65%股权；（4）偿还银行贷款；（5）补充流动资金。

如此次增发及收购完成后，凯力克将成为公司的全资子公司，德威格林美将成为公司的全资孙公司，有利于公司进一步完善管理体系，优化管理机制，减少公司管理及运营成本。公司控股浙江德威后，钴镍钨板块产业链将进一步向下游深加工领域延伸，有助于全面拉通公司在废弃钨资源回收、钴镍资源回收与硬质合金制造业务的全产业链。除此之外，偿还银行贷款和补充流动资金有助于优化资本结构，为公司产能释放提供保障。

## 行业关注

**受益于下游电池行业需求稳步增长，电池材料行业亦表现良好，市场规模增长较快**

随着国内外4G网络建设的推进，对通信后备用锂电池需求增长速度加快，同时新能源汽车行业作为国家战略性新兴产业，各地扶持政策的陆续出台亦推动动力电池的需求增长。根据工信部消费品工业司公布国家统计局数据显示，2014年我国锂离子电池累计完成产量52.87亿只（自然只），同比增长10.9%。

锂电池正极材料系锂电池生产中最关键的原材料，占其生产成本的44%。从正极材料的市场份额来看，钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂、三元材料涵盖

了主要的正极材料市场。在动力电池领域，锰酸锂、磷酸铁锂具有广泛的发展空间；在通讯电池领域，三元材料和钴酸锂占有大部分市场份额。

随着通讯电池下游需求的增长，对锂电池正极材料的需求亦快速扩张。根据高工产业研究院调查显示，2014年中国正极材料市场规模达到95.75亿元，同比增长17.7%。其中磷酸铁锂电市场规模达到9.95亿元，同比2013年增长136.90%，是正极材料市场增长最快品种；钴酸锂的市场规模增长有限，其2014年产值为54.7亿元，同比2013年增长6.20%，系增长最慢的正极材料。三元材料、锰酸锂材料的市场产值分别同比增长22.40%、11.60%。

2014年三元材料用于动力电池逐渐受到认可，预计2015年三元动力电池的占比将有很大提升，特别是在乘用车上。受数码市场增长放缓影响，2015年钴酸锂的市场规模增长放慢，但其细分的倍率产品和高电压产品的占比将会提升。磷酸铁锂受2015年政策的进一步落实及配套设施的补充，将继续保持高速增长。

**随着国家废旧电器电子基金补贴推进、废旧电子目录扩容，废旧家电行业发展前景良好，行业整合速度加快**

在2012年下半年家电回收行业补贴基金落实后，国内废旧电器电子产品拆解行业正式步入快速发展期，中小企业和家庭作坊逐步被淘汰出拆解市场，而拥有补贴资质的拆解企业，更具市场竞争力，2014年产能利用率普遍提高。随着政府先后公布第三、第四批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单，有资格获得补贴基金的家电拆解企业由2013年的64家增至目前的106家。但从行业集中度来看，目前家电回收行业8大龙头企业仅控制了补贴名单中的31家，行业集中度不高，行业整合将加快。随着行业内有资质企业普遍盈利，龙头企业开始横向并购整合，以实现跨区域布局。

2015年1月26日，商务部等5部委印发《再生资源回收体系建设中长期规划（2015-2020）》的通知，该规划指出到2020年，在全国建成一批网点布局合理、管理规范、回收方式多元、重点品种回收率较高的回收体系示范城市，鼓励国内外各类资本进入

再生资源回收、分拣和加工环节，健全外国投资者并购安全审查管理；鼓励龙头企业以连锁经营等方式整合中小企业和个体经营户。

2015年2月9号，发改委联合6部委印发《废弃电器电子产品处理目录(2014年版)》，新版目录自2016年3月1日起实施。在原先处理目录“四机一脑”基础上，新增9类电器电子产品：吸油烟机、电热水器、燃气热水器、打印机、复印机、传真机、监视器、手机和电话单机。扩容名单的理论报废量已超过“四机一脑”的理论报废量，废旧家电行业处理规模将大幅增长，行业发展前景良好。

随着相关政策的陆续出台，废旧电气电子回收行业市场容量大幅增加，而有资质的龙头企业主要通过并购的方式加大规模扩张，加速占领市场份额，行业整合加快。

随着我国汽车保有量的增大，报废汽车的数量也随之提高，加之国家补贴政策的出台以及限行力度的加大，报废汽车回收拆解行业市场空间广阔

自2000年开始，我国汽车行业首次爆发式增长，按10-15年强制报废推算，2015年我国将迎来第一次汽车报废高峰。截至2014年底，我国汽车保有量达到1.54亿辆，如按发达国家5%的报废率计算，报废汽车量可达到770万辆。但目前我国报废汽车行业仍面临着技术落后、回收困难等问题，致使我国每年报废汽车实际回收量仅为汽车保有量的0.5%-1%，报废汽车流失严重，大量应当报废的汽车售往边远地区，对正规拆解企业造成冲击，并造成环境污染和安全隐患。正规拆解企业因受“五大总成”不得进行再制造的限制，盈利空间远不及非法企业，目前废旧汽车拆解行业亟需国家出台相关补贴政策以保障正规拆解企业的盈利。

2013年7月4日，发改委等5部委联合发布《再制造产品“以旧换再”试点实施方案》，该方案以汽车发动机、变速箱等再制造产品为试点，以后年度视实施情况逐步扩大试点范围；通过试点企业对“以旧换再”再制造产品购买者给予一次性补贴，并设补贴上限。“五大总成”再制造的限制政策有望放开。

与此同时，黄标车淘汰政策逐渐严格，2014年9月16日，环境保护部等6部委联合印发《关于印发

2014年黄标车及老旧车淘汰工作实施方案的通知》确保完成2014年淘汰黄标车及老旧车600万辆的任务，开展黄标车限行，并要求地方财政出台黄标车及老旧车提前淘汰鼓励政策。

报废汽车拆解是循环经济领域的重要支柱之一，在国家政策不断完善，汽车保有量迅速提高的背景下，我国报废汽车拆解行业市场空间广阔。

## 业务运营

公司主要业务模式为通过采用电子废弃物、废旧电池、废旧钴镍钨资源、报废汽车等废弃资源循环再造钴镍行业中的超细钴粉、超细镍粉、电解铜、碳化钨、塑木型材和稀贵金属等其他金属制品；同时凯力克也利用原矿和中间产品生产电积钴、四氧化三钴、三元材料等产品。

表 1: 2012~2014 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

业务板块	产品种类	2012年		2013年		2014年	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比
电池材料板块	电池材料（四氧化三钴和三元材料等）	0.72	5.08	9.88	28.34	12.33	31.54
电子废弃物板块	电子废弃物	1.89	13.33	4.52	12.97	8.44	21.6
	电积铜	2.86	20.15	4.98	14.28	4.55	11.63
	塑木型材	0.66	4.64	0.69	1.98	1.40	3.58
钴镍钨板块	超细钴粉	4.26	30.60	3.33	9.55	3.84	9.83
	碳化钨	1.75	12.35	2.93	8.40	2.78	7.12
	超细镍粉	1.67	11.78	1.46	4.19	2.11	5.39
	电积钴	0.16	1.11	0.79	2.27	1.01	2.58
	贸易			5.62	16.13	1.71	4.37
	其他	0.22	0.86	0.66	1.89	0.92	2.36
	合计	14.18	100	34.86	100	39.09	100

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014年，公司通过电子废弃物板块产能的释放和电池材料板块规模的扩张，主营业务从钴镍钨稀有金属回收及电子废弃物回收核心业务为主的双规驱动模式，发展到钴镍钨板块、电子废弃物、电池材料板块的多元化循环产业局面。2014年，公司实现营业收入39.09亿元，同比增长12.13%。分板块来看，随着2013年下半年第一批补贴基金到位，以及江西、荆门、武汉、河南、扬州等基地产能的逐步释放，废旧家电拆解收入规模开始大幅提升，2014

年公司电子废弃物拆解量670万台以上,该板块实现营业收入14.39亿元,同比增长41.22%,占同期营业收入的36.81%;继2012年公司收购凯力克51%的股权后,2014年公司继续收购清美通达锂电科技(无锡)有限公司,同时在荆门完善电池材料生产基地,电池材料板块业务由前驱体拓展到三元正极材料,2014年该板块实现营业收入12.33亿元,同比增长24.82%,占同期营业收入的31.54%;随着拆解回收业务的扩大,钴镍钨板块实现营业收入9.74亿元,同比增长14.45%,占同期营业收入的24.92%;2014年度,公司通过收购扬州宁达,增加了固废填埋和锆回收业务。此外,随着主营业务板块的增长,公司少量贸易业务和其他业务收入较上年略有缩减。

**公司电子废弃物拆解基地战略布局正逐渐完善,产能利用率快速提高;通过技术改造,电池材料产能有所扩张;钴镍钨板块生产已成熟稳定,各产品产能释放充分**

目前公司跨区域、多层次再生资源回收体系已基本建成。立足湖北荆门、湖北武汉、江西丰城、河南兰考、天津子牙、江苏泰兴、江苏扬州、湖北

仙桃八大循环产业园,公司在积极建设扩大各基地废弃物拆解产能的同时,亦通过异地收购拓宽拆解基地的覆盖范围。2014年6月公司成功收购扬州宁达,至此,公司业务已能辐射京津唐城市圈、长三角、珠三角三大核心区域,并覆盖河南、江西、湖北等国内主要民废旧资源集散中心。

2014年度,电子废弃物相关项目中,河南兰考电子废弃物项目建成投产;荆门废旧电路板中稀贵金属、废旧五金电器(铜铝为主)、废塑料循环利用项目的主要环境运行设施进入调试阶段,计划2015年7月1日后完工投入生产。电池材料板块相关项目中,动力电池用原料(钴镍锰三元材料、球形氢氧化钴材料、高纯硫酸镍与四氧化三钴)项目正在进行设备调试,计划2015年7月1日投入试生产运行。报废汽车项目中,天津、武汉两大报废汽车产业园部分主体工程建成,进入设备调试阶段,预计2016年开始形成规模,产生效益;江西报废汽车综合利用项目主体工程已建成,正在进行调试,预计2015年7月1日后进入正常生产,逐步产生效益。

**表 2: 2014 年公司建成、在建项目情况**

单位: 万元

项目名称	起止年限	计划总投资	截至 2014 年末 已完成投资	未来几年投资计划		
				2015	2016	2017
河南格林美电子废弃物回收与循环利用项目	2010-2016	35,000.00	13,794.92	11,000.00	11,000.00	0
稀贵金属、废旧五金电器、废塑料循环利用	2010-2015	88,600.00	108,035.32	0	0	0
动力电池用原料(钴镍锰三元材料、球形氢氧化钴材料、高纯硫酸镍与四氧化三钴)及废水废气扩容工程	2012-2016	58,240.00	47,912.70	7,065.00	7,065.00	0
格林美(武汉)城市矿产循环产业园项目	2013-2017	120,000.00	57,095.22	20,000.00	20,000.00	20,000.00
天津报废汽车综合利用项目	2014-2016	38,210.00	15,146.40	12,000.00	12,000.00	0
江西报废汽车循环利用项目	2012-2015	30,000.00	20,782.44	10,000.00	0	0
荆门东区产业园建设(含荆门报废汽车项目)	2012-2016	32,000.00	24,703.48	4,000.00	4,000.00	0
废渣废泥处理项目	2013-2015	11,500.00	10,507.28	1,000.00	0	0
仙桃城市矿产大市场建设	2014-2016	33,900.00	9,808.52	12,500.00	12,000.00	0
城市矿产资源与公共平台建设	2012-2015	19,500.00	15,093.80	8,368.00	0	0
钨资源回收利用项目	2013-2016	10,000.00	2,863.44	4,000.00	4,000.00	0
<b>合计</b>	--	<b>476,950.00</b>	<b>325,743.52</b>	<b>89,933.00</b>	<b>70,065.00</b>	<b>20,000.00</b>

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从产能利用情况来看, 电子废弃物板块, 拆解

基地基础设施建设已完成, 2014年共完成各种电子

废弃物拆解670万台以上，较上年的200余万台大幅增长，产能利用率迅速提高。与此同时，随着公司上市募投项目的进一步投产，电积铜产量增长较快；随着下游需求的恢复，塑木型材产量亦大幅提升，产能利用率明显提高。

电池材料板块，2014年公司通过对凯力克生产线改造以及荆门电池材料项目的建设，电池材料产

能提升至15,000吨，全年完成生产四氧化三钴、三元材料等11,413.12吨，产能利用率76.09%。

钴镍钨板块，作为公司成立之初的主营业务，其业务模式已趋于稳定，近三年公司无大规模扩产举措，产量保持平稳增长，除电积钴以外，产能利用率均在100%以上。

**表 3：2012~2014 年来公司主要产品产能利用率情况**

单位：吨、%

	2012			2013			2014		
	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
电池材料 (四氧化三钴和三元材料等)	5,000	790	-	7,000	7,949.50	113.56	15,000	11,413.12	76.09
电积铜	10,000	5,958.05	59.58	15,000	9,649.95	64.33	15,000	11,121.60	74.14
超细钴粉	2,000	1,670.57	83.53	2,000	1,636.11	81.81	2,000	2,025.96	101.30
超细镍粉	1,300	1,238.97	95.31	1,300	1,461.62	112.43	1,300	1,712.45	131.73
碳化钨	1,200	873.08	72.76	1,200	1,371.67	114.31	1,200	1,255.42	104.62
塑木型材	20,000	17,622.99	88.11	20,000	11,981.25	59.91	30,000	31,862.99	106.21
电积钴	1,800	180	-	1,800	992.12	55.12	1,800	617.59	34.31

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，2012年产量仅为当期12月数据。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受国际金属制品价格波动剧烈的影响，公司钴镍钨板块盈利波幅较大，但公司业务多元化循环产业格局已成型，各产品销售情况良好，综合毛利水平较上年有所恢复

2014年，随着下游需求的稳步提升，公司电池材料（包括四氧化三钴和三元材料）销售9,068.12吨，同比增长19.34%，国内市场占有率达到25%以上，良好的销售情况为公司业务提升做出重要贡献。公司传统产品钴镍粉体分别销售1,830.50吨和1,730.22吨，分别同比增长4.50%、32.69%，塑木型材销售量同比增长97.49%，钴镍粉末产品销售达到历史最高纪录。整体来看，公司产品销售渠道较为通畅。电子废弃物方面，2014年公司废弃家电拆解量达到670万台以上，电子废弃物拆解已成为公司重要的收入来源。

**表 4：公司销量同比变化**

单位：吨

	2014年销量	同比变化
电池材料（包括四氧化三钴及三元材料）	9,068.12	19.34%
电积铜	11,071.23	12.07%
超细钴粉	1,830.50	4.50%
超细镍粉	1,730.22	32.69%
碳化钨	1,397.73	16.28%
塑木型材	24,338.05	97.49%
钴片	577.00	-46.73%
合计	50,012.85	--

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从毛利水平来看，随着电子废弃物拆解量加大，公司该板块规模效应凸显，电子废弃物毛利水平有所提升。随着钴价回升和下游需求的增加，公司电池材料销售情况良好，毛利水平达到15.94%，较上年增加3.77个百分点。目前国内的钴、镍、钨、铜金属的价格已与国际接轨，受国际和国内市场需求双重影响，近年来该类金属（制品）价格的波动幅



度加大，波动频率加快，公司钴镍钨板块毛利水平亦呈现较大波动，其中除超细钴粉因前期回收成本较高致毛利水平受到影响外，其他金属产品毛利水平基本与该类产品销售价格同向波动。从综合毛利水平来看，受电子废弃物板块和电池材料板块毛利水平的提升，公司整体毛利水平较上年略有提高。

表 5：公司产品毛利水平

	销售均价（万元/吨）			毛利率（%）		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
电池材料 （包括四氧化三钴及三元材料）	--	--	13.60	--	--	15.94
电积铜	4.69	5.04	4.11	24.88	19.75	11.87
电子废弃物	--	--	--	25.31	26.94	27.30
超细钴粉	23.52	19.01	20.99	30.46	29.87	25.91
超细镍粉	14.15	11.20	12.18	28.71	20.16	22.71
碳化钨	20.87	24.36	19.90	18.43	22.12	11.22
塑木型材	0.68	0.56	0.58	22.53	24.28	19.17
钴片	2.1	7.31	17.48	10.77	3.78	5.25
贸易	--	--	--	--	1.54	1.91
其他	--	--	--	77.68	23.06	
合计	--	--	--	25.82	16.57	18.63

注：因公司统计口径的变化，目前暂无 2012 年和 2013 年电池材料的销售均价和毛利率水平的可比数据。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司在建产能逐步释放，收入规模稳定增长。虽然公司钴镍钨板块毛利水平受国际金属价格波动影响较大，但考虑到电子废弃物业务和电池材料业务规模及占比的提升，公司整体抗风险能力有所加强。

## 财务分析

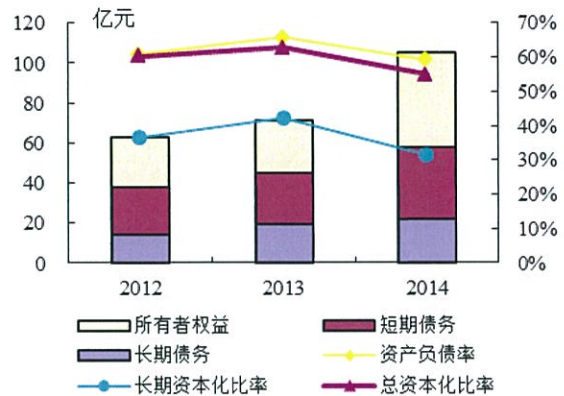
以下分析基于国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的 2012 年度标准无保留意见的财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的 2013 年度和 2014 年度标准无保留意见的财务报表。

### 资本结构

按战略部署，公司积极推进武汉、天津、荆门、江西等几大报废汽车园区、在现有基础上进一步扩大电子废弃物的产能及进一步完善电子废弃物的深加工、加大电池材料生产线投入等，资金需求加大，

2014 年公司资产和负债规模均呈上升态势。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产 115.87 亿元，同比增长 49.77%；同期，公司所有者权益 47.37 亿元，同比增长 78.60%，总负债规模达到 68.50 亿元，同比增长 34.72%，其中总债务 57.76 亿元，同比增长 29.18%。

图 1：2012~2014 年公司资本结构分析

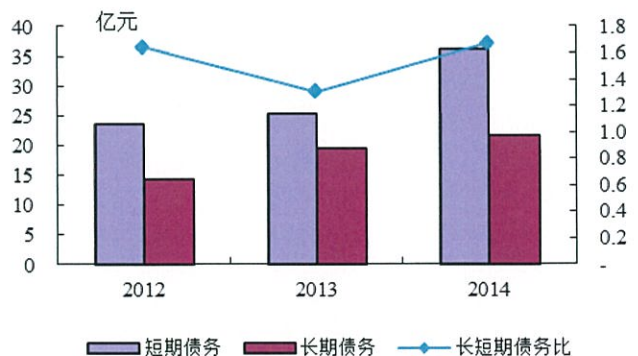


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务结构方面，公司通过定向增发 17.58 亿元，自有资本实力得到充实，截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 59.12% 和 54.94%，同比分别降低 6.60 和 7.83 个百分点，财务结构稳健性加强。

债务结构方面，随着公司在建项目进程的推进，其债务规模保持快速增长。受短期借款规模上升的影响，公司短期债务压力加大，截至 2014 年 12 月 31 日，公司负债以短期债务为主，短期债务 36.14 亿元，长期债务 21.63 亿元，长短期债务比增至 1.67。

图 2：2012~2014 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着各地产业园区的项目推进，公司对外融资需求加大，负债规模上升。2014 年公司通过定向增发募集资金改善了资产负债结构，财务

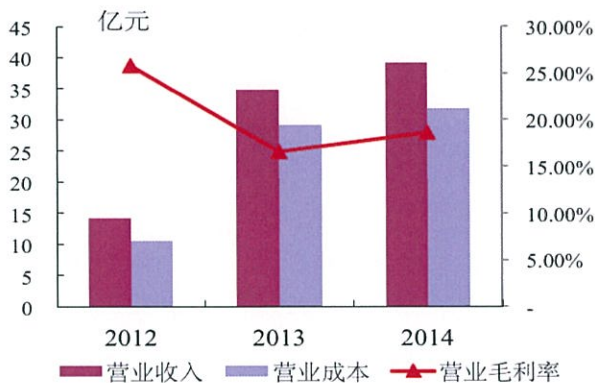
结构稳健性增强。

### 盈利能力

2014 年公司电子废弃物拆解产能加速释放，电池材料产能产量均有所扩张，公司营业收入平稳增长。2014 年公司实现营业收入 39.09 亿元，较上年增长 12.13%。

毛利率方面，电子废弃物板块和电池材料板块业务规模的扩张使得公司规模效应凸显，毛利水平有所提高；但公司钴镍钨板块产品以有色金属制品为主，钴镍钨板块毛利水平呈现一定波动。但总体来看，公司 2014 年综合毛利水平仍较上年有所上升，由 2013 年的 16.57% 增至 18.63%。

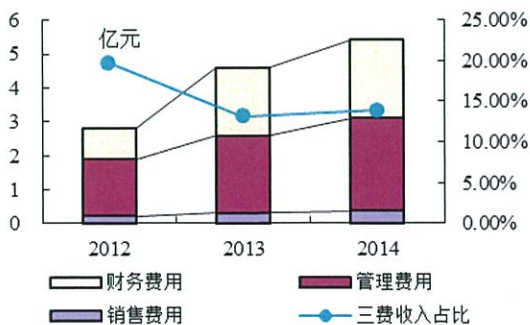
图 3：2012~2014 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2014 年公司共计发生管理费用 2.73 亿元，同比增长 20.81%，主要系研发投入加大、职工工资上涨所致。同期，财务费用发生额为 2.31 亿元，同比增长 14.66%，主要系负债规模进一步加大所致。总体来看，公司 2014 年共计发生期间费用 5.41 亿元，同比增长 17.92%，三费占比为 13.84%。

图 4：2012~2014 公司三费情况分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

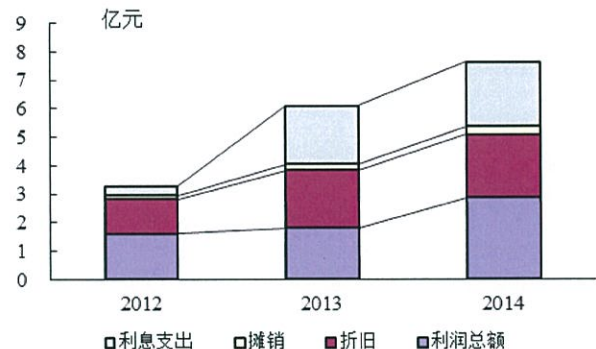
利润总额方面，2014 年公司盈利能力较上年有所提高。当期公司利润总额 2.87 亿元，同比增长 58.60%，主要由经营性业务利润和营业外收入构成，其中经营性业务利润为 1.77 亿元；2014 年公司取得政府补贴收入 1.14 亿元，对公司利润总额形成有效的补充。净利润方面，2014 年公司取得净利润 2.59 亿元，较上年增长 53.78%。

总体来看，受益于公司业务规模的扩张，2014 年收入规模较上年明显上升，规模效应凸显，经营效益提高。另外，政府补贴作为公司利润增长的有力支撑，对公司盈利能力提供了一定的保障。

### 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，公司利润总额提高；另一方面，公司对外负债规模的加大，利息支出加大；两大因素带动公司 EBITDA 增加明显，2014 年公司 EBITDA 达到 7.64 亿元，同比增长 25.25%，公司获现能力提高。

图 5：2012~2014 公司 EBITDA 变化趋势



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014 年末公司经营应收账增加较多，占用公司流动资金规模较大，但得益于盈利能力的提升，2014 年公司经营性现金流基本保持稳定，经营性现金净流入 0.23 亿元。投资性现金流方面，2014 年公司购买扬州宁达股份及购买设备、土地和基建的投资增加，使得净流出规模持续加大，2014 年投资性现金流为 -20.28 亿元。

从各项偿债指标的表现来看，2014 年公司经营活动净现金流对债务覆盖不足。尽管公司 EBITDA 规模大幅提高，但受债务规模亦大幅增加的影响，公司 EBITDA 对债务覆盖程度略有降低，2014 年总

债务/EBITDA 为 7.56 倍; EBITDA 利息倍数为 2.67 倍, 与去年基本持平, EBITDA 对债务本息的保障整体处于较好水平。

表 6: 2012~2014 公司偿债能力分析

项目	2012	2013	2014
短期债务(亿元)	22.07	25.31	36.14
总债务(亿元)	36.37	44.72	57.76
EBITDA(亿元)	3.91	6.10	7.64
经营净现金流(亿元)	-2.51	0.23	0.23
经营净现金流/总债务(X)	-0.07	0.01	0.00
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.94	0.10	0.08
总债务/EBITDA(X)	9.30	7.33	7.56
EBITDA 利息倍数(X)	3.03	2.68	2.67

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 2014 年 12 月 31 日, 公司无对外担保、资产抵押等重大或有事项。

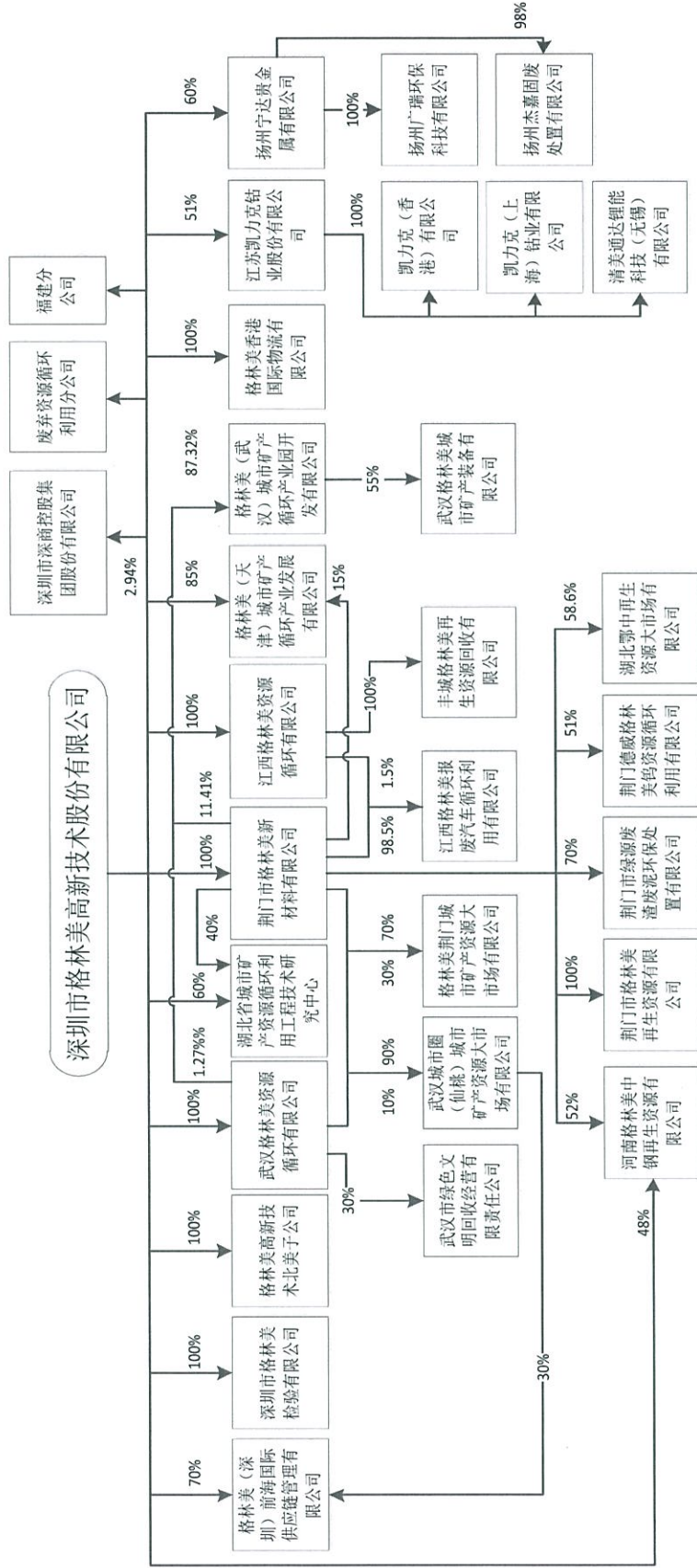
银行授信方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司拥有银行授信额度 80.75 亿元, 其中已使用授信额度 46.18 亿元, 尚未使用额度为 34.57 亿元。

整体来看, 随着公司战略部署步伐的加快, 在建项目进程推进, 公司对外融资需求增加, 2014 年主要通过定向增发满足资金需求, 财务结构有所改善。得益于电子废弃物拆解产能的释放以及电池材料产能产量的扩充, 公司规模效应凸显, 盈利能力提升, 经营获现能力也有所提高。整体看, 公司偿债能力仍很强。

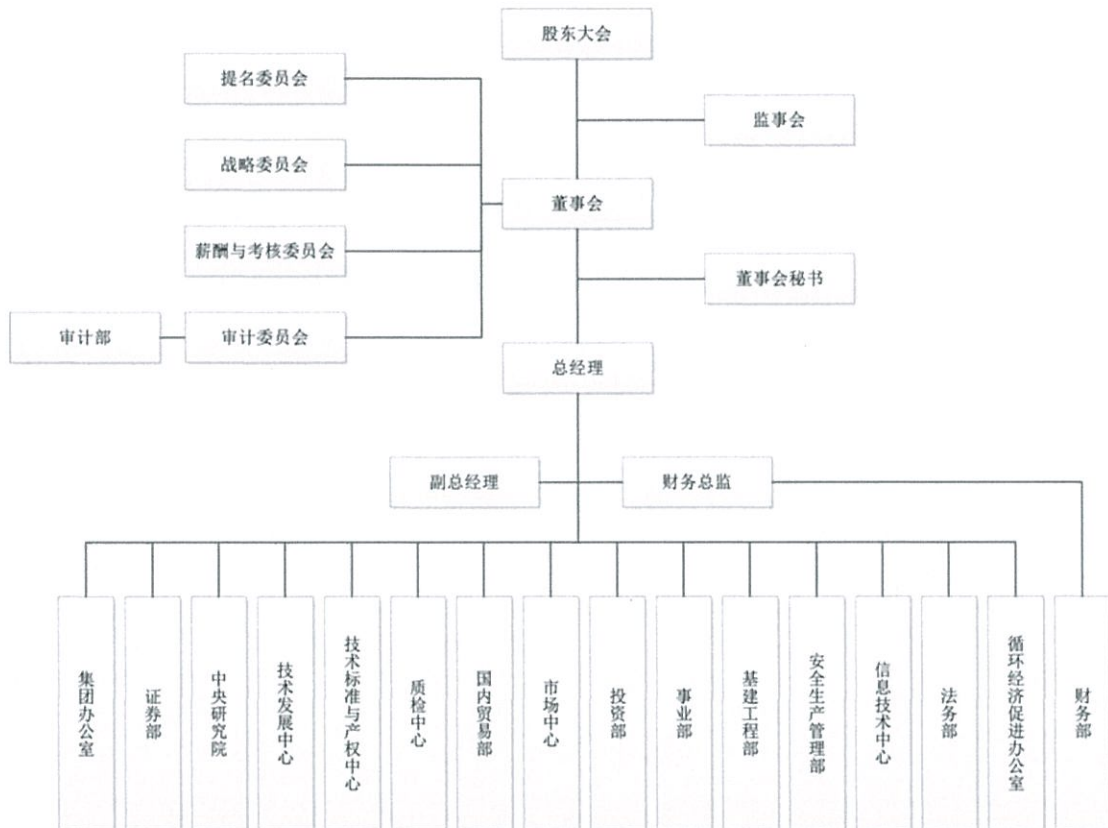
## 结 论

综上, 中诚信证评维持格林美主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定; 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。

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2014年12月31日）



附二：深圳市格林美高新技术股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



**附三：深圳市格林美高新技术股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	117,142.41	71,947.11	115,351.05
应收账款净额	22,375.92	46,300.96	84,605.07
存货净额	120,941.74	161,957.25	224,449.28
流动资产	305,658.31	332,317.80	502,003.50
长期投资	9,651.74	8,526.96	3,256.28
固定资产合计	284,752.02	364,293.84	499,983.28
总资产	635,033.69	773,660.88	1,158,681.60
短期债务	220,724.69	253,096.89	361,391.29
长期债务	142,990.32	194,062.97	216,256.98
总债务（短期债务+长期债务）	363,715.01	447,159.86	577,648.27
总负债	386,061.61	508,417.24	684,950.12
所有者权益（含少数股东权益）	248,972.08	265,243.64	473,731.48
营业总收入	141,842.10	348,602.83	390,885.63
三费前利润	35,981.35	56,823.82	71,830.70
投资收益	-140.58	-969.48	735.77
净利润	14,426.67	16,834.63	25,887.61
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	39,099.79	60,979.35	76,374.25
经营活动产生现金净流量	-25,063.19	2,289.45	2,263.58
投资活动产生现金净流量	-111,693.89	-96,068.32	-202,806.80
筹资活动产生现金净流量	151,802.59	48,717.16	236,933.29
现金及现金等价物净增加额	15,052.61	-45,195.31	36,445.38
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	25.82	16.57	18.63
所有者权益收益率（%）	5.79	6.35	5.46
EBITDA/营业总收入（%）	27.57	17.49	19.54
速动比率（X）	0.78	1.10	0.63
经营活动净现金/总债务（X）	-0.07	0.01	0.00
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.11	0.01	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.94	0.10	0.08
EBITDA 利息倍数（X）	3.03	2.68	2.67
总债务/EBITDA（X）	9.30	7.33	7.56
资产负债率（%）	60.79	65.72	59.12
总债务/总资本（%）	59.36	62.77	54.94
长期资本化比率（%）	36.48	42.25	31.34

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。