



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪210号

格林美股份有限公司：

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“格林美股份有限公司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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；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
二零一六年六月十五日

格林美股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	格林美股份有限公司（原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	2015/04/22		
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

格林美	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	26.52	47.37	67.83	69.08
总资产（亿元）	77.37	115.87	159.39	169.38
总债务（亿元）	44.72	57.76	74.53	85.54
营业总收入（亿元）	34.86	39.09	51.17	12.32
营业毛利率（%）	16.57	18.63	17.12	17.64
EBITDA（亿元）	6.10	7.64	8.32	1.48
所有者权益收益率（%）	6.35	5.46	3.22	4.00
资产负债率（%）	65.72	59.11	57.44	59.22
总债务/EBITDA（X）	7.33	7.56	8.59	13.09
EBITDA 利息倍数（X）	2.68	2.67	2.34	2.11

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 2016 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

分析师

徐璐 lxu@ccxr.com.cn
郭世瑶 twinkle92@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2016年6月15日

基本观点

2015 年格林美股份有限公司¹（以下简称“格林美”或“公司”）立足于电子废弃物、电池材料、钴镍钨和报废汽车等板块，产品多样化使其抗风险能力得以提升，多元化循环产业格局逐步成型。2015 年在电子废弃物拆解业务产能释放程度提高以及电池材料业务产能产量提升的作用下，公司规模效应进一步凸显。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到国际有色金属价格下行对公司盈利空间造成挤压、经营性现金持续流出以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，中诚信证评维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“格林美股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AA。

正面

- 行业发展前景向好。在经济增长的环境约束日趋强化的背景下，环保产业投资持续增长。“十三五”规划的落地及相关政策的出台预示着环保法规体系逐步完善，固废处理行业迎来新的发展契机。
- 多元化循环产业局面已基本成型。公司通过技术改进、产能扩建以及异地收购等方式扩张电池材料和电子废弃物的业务版图。2015 年公司电子废弃物、钴镍钨和电池材料板块分别占当期营业收入的 35.42%、23.00%和 29.88%，形成了多元业务模式，抗风险能力有所提升。
- 稳定的政府补贴。2013 年、2014 年和 2015 年公司分别取得政府补贴收入 1.01 亿元、1.14 亿元和 1.02 亿元，政府的稳定支持对公司利润形成重要补充。
- 通畅的融资渠道。公司与多家金融机构保持良好的合作关系，截至 2015 年末，公司未使用额度 29.08 亿元。同时，作为上市公司，资本

¹ 公司于 2015 年 3 月 5 日召开 2015 年第二次临时股东大会，会议审议通过了公司名称由“深圳市格林美高新技术股份有限公司”变更为“格林美股份有限公司”，其债券简称“12 格林债”及债券代码 112142 不变。

市场可作为公司重要的筹资来源，为其日常经营和项目投资提供较好的资金支持。

关 注

- 有色金属价格下行。国内的钴、镍、铜、钨金属价格已与国际接轨，相关产品价格市场化程度高，近年来受国际和国内市场需求双重影响，该类金属价格处于下降通道，对公司电子废弃物以及钴镍钨板块的获利空间造成挤压。
- 经营性现金持续流出。受经营性应收账款增加以及存货占用资金加剧等因素的影响，2015年以及2016年一季度经营活动净现金流分别为-2.99亿元和-2.04亿元，持续净流出的经营性现金流或对其长期稳定经营产生负面影响。
- 安全生产风险。公司已全面提升安全管理工作的规范化水平，但仍不能排除在装卸、废旧物质拆卸及资源化利用等环节中因偶发因素造成意外事故或二次污染的可能。

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。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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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、法规及时对外公布。

重大事项

公司于 2015 年 2 月 17 日公布《2015 年度非公开发行股票预案》，并于 2015 年 10 月 14 日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可[2015]2271 号文《关于核准格林美股份有限公司非公开发行股票的批复》。根据公司 2015 年第二次临时股东大会决议及中国证监会的相关批复，公司合计发行人民币普通股（A 股）不超过 270,232,180 股，实际发行人民币普通股（A 股）254,442,606 股，发行价格为 9.50 元/股。变更后，公司股本为 145,543.4823 万股，注册资本由 9.24 亿元增至 14.55 亿元。

根据增发预案，公司募集资金总额为 24.17 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于：（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。

截至 2015 年 11 月，本次发行已实施完毕，凯力克及德威格林美分别成为公司的直接或间接控股全资子公司，有利于进一步其完善管理体系，优化管理机制，减少管理成本。同时，公司控股浙江德威将有助于钴镍钨板块进一步向下游深加工领域延伸，形成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。

行业环境

为遏制环境状况总体恶化的趋势，我国环保产业投资持续增长

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越发严峻的挑战。为改善环境保护滞后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。2014 年，我国环境污染治理投资总额为 9,575.5 亿元，占国内生产总值（GDP）的 1.50%。其中，城市环境基础

设施建设投资 5,463.9 亿元，老工业污染源治理投资 997.7 亿元，建设项目“三同时”投资 3,113.9 亿元，分别占环境污染治理投资总额的 57.06%、10.42%、32.52%。2015 年根据初步统计数据，在国内基建持续增长、国家大力拓展 PPP 模式在环保领域的应用以及行业整合并购加速的推动下，环保行业总投资规模将突破 1.3 万亿元。据环保部规划院测算，“十三五”全社会环保投资将达到 17 万亿元，是“十二五”的 3 倍以上；环保产业将成为拉动经济增长重要支柱。其中，部分资金来自于中央财政，自 2007 年以来中央财政节能环保支出呈增长趋势，2015 年 1~11 月中央财政节能环保支出达到 3,692 亿元，同比增加 35%。

当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题已成为威胁人体健康、公共安全和稳定的重要因素之一。根据《国家环境保护“十三五”规划基本思路》，在“十三五”期间，我国将建立环境质量改善和污染物总量控制的双重体系，实施大气、水、土壤污染防治计划，实现三大生态系统全要素指标管理；在既有常规污染物总量控制的基础上，新增污染物总量控制注重特定区域和行业；空气质量实行分区、分类管理。与“十二五”规划相比，环保“十三五”规划的目标实施将由单一目标即总量控制目标、减排目标变成双目标即“环境质量改善”和“污染物总量控制”，其中“污染物总量控制”将是我国当前及未来一段时间内环境管理的重要抓手。

总体来看，为实现环境保护目标，我国将积极实施和各项环境保护工程。在经济增长的环境约束日趋强化的背景下，环境保护工程的重要性与日俱增，环保产业投资高速增长将带动污水处理、固废处理等子行业将得到快速发展。

新能源汽车蓬勃发展，车用动力电池材料迎来良好发展机遇

新能源汽车用动力电池材料是国家重要战略发展产业，2015 年 10 月 9 日，国务院发布《关于加快电动汽车充电基础建设的指导意见》明确提出，到 2020 年基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系，满足 500 万辆电动汽

车的充电需求。未来，新能源汽车将迎来大发展，传统汽车产业或迎来重大革命。据 EVI (Electric Vehicles Initiative) 统计数据，2015 年全球新能源汽车累计销量 95 万辆（未含中国），据中国汽车工业协会统计数据，2015 年中国新能源汽车生产 340,471 辆，销售 331,092 辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍，行业的快速发展给公司动力电池产业带来良好的发展机遇。

全球范围来看，目前正极材料主要厂商为日韩和欧洲厂商，尤其是户田工业、AGC 清美、田中化学等日本厂商，在行业高端市场中所占份额较高；而比利时 Umicore 公司得益于韩国 LG 化学和三星 SDI 需求的增长，成为最大的锂电池正极材料厂商之一；中国企业也正在迅速崛起，主要以湖南杉杉新材料有限公司、北京当升材料科技股份有限公司、北大先行科技产业有限公司等公司为代表。

总体看，在全球锂电池及正极材料领域，日本、韩国厂商综合实力较强，中国企业近年来发展较快，但企业数量多，规模普遍较小，在高端市场相对缺乏竞争力，行业集中度及规范性尚需提高。锂电池作为电池未来发展方向，其正极材料市场前景看好，新能源汽车的大规模商业化都将为锂电池材料带来新机遇。

随着国家废旧电器电子基金补贴推进、废旧电子目录扩容，我国电器电子废弃物及废旧家电处理产业已形成规模，发展前景良好

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。

2015 年 11 月 26 日，财政部等 4 部委发布新版《废弃电器电子产品处理基金补贴标准》，对废弃电视机、微型计算机、洗衣机、电冰箱和空气调节器（简称“四机一脑”）产品的基金补贴做了调整：其中对电视机、计算机、洗衣机及电脑的补贴情况分尺寸与型号大小来分别制定补贴标准；另外提高了空调调节器的补贴标准，从 35 元/台到 130 元/台。新补贴标准有利于合理引导废弃电器电子产品回收处理，加快提升行业技术水平和整体效率，已于 2016 年 1 月 1 日起正式实施。

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，产能利用率普遍提高。2012~2015 年国内回收废弃电器电子产品近 2 亿台，拆解处理 1.95 亿台。由于处理基金制度的效果，截至 2015 年末有资格获得补贴基金的 109 家家电拆解企业的处理能力达到 1.41 亿台，年规范拆解处理数量增长率超过 200%，规范回收率达到 28%，仅次于欧盟、高于日本和美国。2015 年我国共拆解废弃电器业产品 170 万吨，产生的拆解产物 167 万吨，产出率 98.2%，产出材料经济价值达到 49.5 亿元，行业发展已形成一定规模。

整体来看，随着相关政策的陆续出台，废旧电器电子回收市场容量大幅增加。当前家电回收行业集中度仍不高，但行业内有资质企业普遍盈利，龙头企业通过横向并购整合以实现跨区域布局加速占领市场份额，行业整合速度加快。

我国汽车保有量的增长使得报废汽车数量随之增加，随着国家补贴政策的出台以及限行力度的加大，报废汽车回收拆解业务市场空间广阔

我国汽车保有量持续增长，从 2007 年的 0.57 亿辆增长至 2015 年的 1.72 亿辆，年复合增长率达到 14.80%，预计 2020 年我国汽车保有量将突破 2

亿辆。随着汽车保有量的持续增长，废旧汽车报废量相应增加。根据既有汽车产销量和保有量的数据，2015 年我国迎来第一次汽车报废高峰。汽车报废量的增加给汽车拆解行业带来了巨大的市场空间，有利于具有汽车拆解资质企业的运营。但目前我国报废汽车行业仍面临着技术落后、回收困难、拆解过程机械化程度低等问题，利润率较低。

2013 年 7 月，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。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》，分时间、分地区制定了相应的黄标车及老旧车淘汰目标，意味着黄标车淘汰政策逐渐严格。2015 年 1 月，发改委等 4 部委联合发文确定 10 家企业具备再制造产品推广试点企业资格，将 10 家再制造产品推广试点企业名单及其再制造产品型号、推广价格等予以公布，确定开放汽车零部件再制造。2016 年 3 月，国务院立法计划里明确提出：“为了规范报废机动车回收拆解活动，保障道路交通安全，促进资源综合利用和循环经济发展，修订《报废汽车回收管理办法》（商务部起草）。”修订之后的《管理办法》有望给报废汽车行业带来三大利好：一是落实生产者责任延伸，降低企业回收成本；二是破解报废汽车回收跨区域流转的难题，让规范企业有车可收；三是放开五大总成的循环再造，提高产品价值。本次立法可以解决报废汽车行业发展的最大阻碍，使得报废汽车行业可以健康发展。

整体来看，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、汽车保有量迅速增加的背景下，我国报废汽车拆解行业市场空间广阔。

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是新兴行业，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，固废处理行业是一个实践性较强的行业，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。

近年来，随着固废行业投资的持续增长，越来越多具有强资本实力和丰富运营经验的水务企业和非环保企业进入到这一行业中。2015 年，首创股份收购新加坡危废处理行业龙头企业；先河环保收购美国环保公司顺利进入碳气溶胶分析市场；此外，中国中车、中国石化和中信集团等大型国有企业通过专设子公司或推行金融计划的方式进军固废领域。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。

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

公司主要通过回收利用电子废弃物、废旧电池、废旧钴镍钨资源和报废汽车等废弃资源循环再造超细钴粉、镍粉、碳化钨、电池材料、塑木型材

和电积铜等高附加值产品。2015年，公司继续立足于钴镍钨、电子废弃物以及电池材料板块的多元化循环产业模式，在产业链布局进一步完善以及各板块产能释放增加的双重作用下，当年营业收入同比增长30.91%至51.17亿元。其中，电子废弃物、钴镍钨以及电池材料板块分别实现营业收入18.13亿

元、11.77亿元和15.29亿元，同比增长25.95%、20.84%和24.00%，收入占比分别为35.42%、23.00%和29.88%。此外，公司在现有业务基础上进一步开展环保设备、锆等产品的产销业务以及塑木型材、钴镍粉体的贸易业务，2015年其他板块实现营业收入5.98亿元，收入占比为11.70%。

表1：2014~2015年公司营业收入结构情况

单位：亿元、%

业务板块	产品种类	2014年		2015年		收入同比增幅
		营业收入	收入占比	营业收入	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）	12.33	31.54	15.29	29.88	24.00
电子废弃物板块	电子废弃物	8.44	21.60	10.96	21.42	29.79
	电积铜	4.55	11.63	5.82	11.37	27.99
	塑木型材	1.40	3.58	1.35	2.63	-3.85
钴镍钨板块	钴产品（含钴粉、氯化钴、草酸钴、碳酸钴等）	3.84	9.83	3.76	7.35	-2.14
	钨产品（碳化钨、钨合金等）	2.78	7.12	3.28	6.41	17.99
	镍产品	2.11	5.39	2.06	4.02	-2.38
	钴片	1.01	2.58	2.67	5.22	164.74
其他板块	贸易	1.71	4.37	3.02	5.90	76.76
	其他	0.92	2.36	2.96	5.80	222.44
合计		39.09	100.00	51.17	100.00	30.91

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司电子废弃物处理产业布局逐步完善，产能释放快速提升；电池材料板块随着技术创新改造，产能相应扩张；钴镍钨板块经营稳定，产能得到充分释放

2015年，公司实现江西园区、河南园区、扬州宁达、凯力克等新园区的规模经营与效益经营，同时推进武汉、天津等新项目进入产业运营阶段，已基本建成跨区域、多层次再生资源回收体系。公司在积极建设扩大各基地废弃物拆解产能的同时，通过异地收购扩充拆解业务的版图。2015年公司完成了对凯力克、荆门德威的全资收购和浙江德威、余姚兴友的股权合作，提升了公司在动力电池材料业务与硬质合金业务的产业链优势。此外，公司完成了山西洪洋的收购以及贵阳电子废弃物、内蒙古电子废弃物等项目的签约，形成了连接南北、覆盖东西的循环产业格局，夯实了在相关业务的竞争地位。

具体来看，在废旧家电拆解方面，公司已拥有

湖北荆门、湖北武汉、江西丰城、河南兰考、江苏扬州、山西长治和内蒙古鄂尔多斯7个拆解基地，国家定点报废电器电子处置资质达到8家企业，资质处理数量达到1,500万台以上；汽车拆解方面，公司位于天津、江西和武汉的报废汽车产业园区已初步建成并进入商业模式探索与试生产阶段，各产业园区的年设计处理能力均为30万吨报废汽车及其他有色金属复杂废料。电池材料板块方面，公司主要生产基地位于湖北荆门、江苏泰兴、无锡和浙江余姚。公司积极推行动力电池材料的系统创新，并成功开发动力电池用大颗粒球形氢氧化钴与NCA前驱体，有利于巩固其核心竞争力。2015年公司在已有5,000吨镍钴锰三元材料前驱体原料的产能基础上，扩建年产5,000吨镍钴铝（NCA）三元动力电池材料前驱体原料、年产10,000吨动力电池用镍钴锰酸锂三元正极材料以及年产10,000吨镍钴锰（NCM）三元前驱体原料等项目，从而形成了四氧化三钴、NCM前驱体、NCA前驱体、镍钴

锰酸锂正极材料、氢氧化锂等品种齐全的电池材料体系。

表 2：截至 2016 年 3 月末公司在建项目概况

单位：万元

项目名称	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
			2016	2017	2018
河南格林美电子废弃物回收与循环利用项目一期	14,000.00	13,300.00	700.00	-	-
废渣废泥处理项目	11,500.00	11,270.00	230.00	-	-
武汉城市矿产产业园报废汽车与电子废弃物综合利用项目	74,580.00	63,393.00	11,187.00	-	-
动力电池用原料一期（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）	29,600.00	28,120.00	1,480.00	-	-
动力电池用原料二期（镍钴铝（NCA）三元材料、镍钴锰酸锂三元材料、镍钴锰（NCM）三元材料）及废水废气扩容工程	65,650.00	39,390.00	12,492.61	7,495.57	4,997.04
城市矿产资源与公共平台建设	19,500.00	17,550.00	1,950.00	-	-
天津报废汽车综合利用项目	38,210.00	30,568.00	5,003.42	3,002.05	2,001.37
荆门东区产业园建设（含荆门报废汽车项目）	32,000.00	25,600.00	174.03	-	-
仙桃城市矿产大市场建设	33,900.00	16,950.00	3,699.15	2,219.49	1,479.66
合计	318,940.00	246,141.00	36,916.21	12,717.11	8,478.07

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从产能释放情况来看，2015 年随着产能规模的扩张，公司共完成电子废弃物拆解 850 万台以上，较上年的 670 万台大幅增长；报废汽车处理量亦突破 83,000 吨，整体产能释放情况良好。与此同时，随着公司上市募投项目的进一步投产，电积铜产量大幅增长 54.37% 至 17,169 吨；但塑木型材受下游需求变化的影响，产量较上年减少 15.57% 至 26,903 吨。

电池材料板块方面，2015 年的产能扩建项目使得公司电池材料板块产能提升至 15,000 吨，随着优势产品的突破，公司当年电池材料板块的产能进一步释放，全年完成四氧化三钴、三元材料等 15,246 吨，产能利用率达到 101.64%。

此外，作为公司成立之初的主营业务，钴镍钨板块业务模式趋于稳定，2015 年亦无大规模产能扩建工程，当年公司钴、镍、钨产品产能释放率分别为 115.46%、132.70% 和 85.49%，产能利用程度高。

表 3：2014~2015 年公司主要产品产能释放情况

单位：吨、%

	2014			2015		
	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）	9,000	11,413	126.81	15,000	15,246	101.64
电积铜	15,000	11,122	74.14	20,000	17,169	85.85
钴产品（含钴粉、氯化钴、草酸钴、碳酸钴等）	2,000	2,026	101.30	2,000	2,309	115.46
钨产品（碳化钨、钨合金等）	1,200	1,255	104.62	3,000	2,565	85.49
镍产品	1,300	1,712	131.73	1,300	1,725	132.70
塑木型材	20,000	31,863	159.31	20,000	26,903	134.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司多元化循环产业格局已成型，但受钴、镍、铜等大宗商品价格走低的影响，公司电子废弃物及钴镍钨板块毛利率下滑

随着新能源汽车的快速商用化，公司电池材料（包括四氧化三钴和三元材料）销量大幅增长 39.44% 至 12,644.45 吨，在国内市场占有率约为

30%，为公司业务规模的扩大形成了有力支撑。同时，2015 年公司废弃家电及废旧汽车拆解量分别突破了 850 万台和 83,000 吨，亦成为公司重要的收入来源。钴镍钨板块方面，2015 年公司钴产品和镍产品销量分别同比增长 8.98% 和 8.88%，加之通过布局收购浙江德威使得钨产品产业链得以延伸，当年碳化钨销量同比增长 85.51% 至 2,592.84 吨，该板块产品销量均达到历史最高记录。

表 4：公司主要产品销量同比变化

单位：吨、%		
	2015 年销量	同比变化
电池材料（四氧化三钴和三元材料等）	12,644.45	39.44
电积铜	17,482.20	57.91
钴产品（含钴粉、氯化钴、草酸钴、碳酸钴等）	1,994.82	8.98
钨产品（碳化钨、钨合金等）	2,592.84	85.51
镍产品	1,883.82	8.88
塑木型材	23,907.28	-1.77

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利率水平来看，公司电池材料板块通过产能释放及产品升级实现了营业收入和毛利率的稳步增长，体现了良好的发展势头。但由于国内钴、镍、铜、钨金属价格已与国际接轨，受全球经济下行的影响，2015 年该类金属（制品）价格下滑，公司钴产品和镍产品毛利率均受到不同程度的挤压。当年公司钨产品毛利率同比增长 4.37 个百分点，一方面系原辅料相对于产品价格降幅较大，另一方面系公司调整钨产品生产工艺使生产成本下降所致。此外，受塑料、铜等大宗商品价格走低的影响，公司电子废弃物、电积铜以及塑木型材毛利率分别同比下降 5.08、4.01 和 7.50 个百分点。从综合毛利率来看，在电子废弃物板块以及钴镍钨板块毛利率水平下滑的影响下，公司整体毛利率同比下降 1.51 个百分点至 17.12%。

表 5：2014-2015 年公司主要产品毛利率情况

单位：万元/吨、%				
	销售均价		毛利率	
	2014	2015	2014	2015
电池材料（四氧化三钴和三元材料等）	13.60	12.09	15.94	19.04
电积铜	4.10	3.33	11.87	7.86
电子废弃物	-	-	27.30	22.22
钴产品（含钴粉、氯化钴、草酸钴、碳酸钴等）	21.00	18.85	25.91	18.81
钨产品（碳化钨、钨合金等）	19.90	12.66	11.22	15.59
镍产品	12.20	10.92	22.71	17.94
塑木型材	0.60	0.56	19.17	11.67

注：1、因公司统计口径的变化，2014 年数据按 2015 年期末口径调整后的数据。2、销售均价均为不含税价格。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

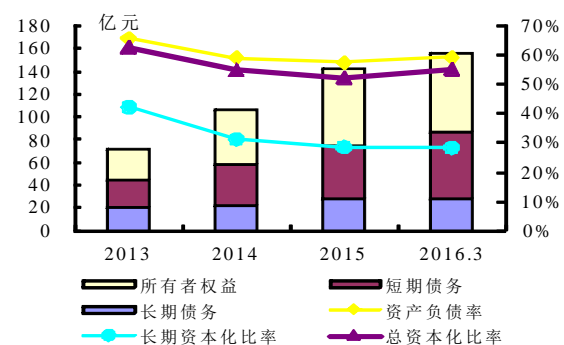
总体来看，公司通过在建产能逐步释放以及产品技术更新，实现了收入以及毛利规模的稳步扩张，但其电子废弃物以及钴镍钨板块获利水平受国际有色金属价格影响较大，2015 年上述板块获利水平受到挤压，公司整体抗风险能力有待提升。

财务分析

以下财务分析基于格林美提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度财务报告，以及未经审计的 2016 年度一季度财务报表。

资本结构

图 1：2013~2016.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

2015 年，公司继续推进各大园区的产能扩建工程，同时在现有基础上通过异地收购实现电子废弃物的产能扩张，并加大了电池材料生产线的投入，

资金需求加大，当年公司资产规模和负债规模均呈扩张态势。2015年末公司总资产和总负债分别为159.39亿元和91.56亿元，同比增长37.56%和33.67%。净资产方面，随着留存收益的逐年积累，加之定向增发股票，公司自有资本实力不断得到夯实，2015年末公司所有者权益同比增长43.19%至67.83亿元。

财务结构方面，2015年末公司资产负债率和总资本化比率分别为57.44%和52.35%，同比分别降低1.67和2.59个百分点，财务结构稳健性有所加强。与同行业上市公司相比，公司资产负债率仍处于中等水平。

截至2016年3月末，公司总资产为169.38亿元，总负债为100.30亿元，资产负债率及总资本化比率分别为59.22%和55.32%，财务杠杆仍处于合理范围之内。

表 6：2015 年末环保行业主要上市公司财务指标

单位：亿元、%

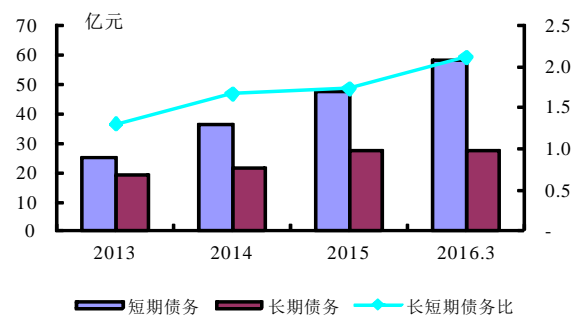
名称	总资产	资产负债率	营业总收入
首创股份	361.25	67.33	70.61
格林美	159.39	57.44	51.17
启迪桑德	158.49	60.35	63.41
创业环保	100.49	54.04	24.03
东江环保	66.85	51.84	19.34
中材节能	29.77	46.78	13.73
永清环保	23.11	42.34	7.73

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

债务结构方面，2015年公司在建项目较多，同时新增产能的释放亦使其流动资金需求增长较快，债务融资压力上升。2015年末公司负债总额达到91.56亿元，其中有息债务占比达到81.40%，债务偿还刚性较强。

2015年公司加大银行短期借款规模，并发行了3亿元短期融资券以及5亿元中期票据以补充流动资金，年末长期债务和短期债务分别为27.25亿元和47.28亿元，长短期债务比由2014年的1.67上升至1.74。整体来看，相较于公司业务规模的扩张，其债务规模仍处于合理范围内，但债务期限结构仍有待改善。

图 2：2013~2016.Q1 公司债务结构分析

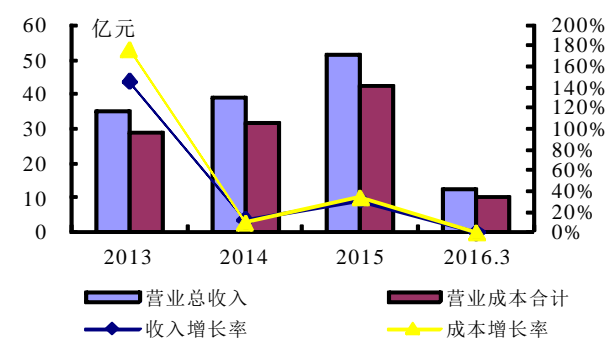


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产结构和负债结构基本符合其业务运营特点，随着各地产业园区项目的推进，公司融资需求加大，负债规模上升。2015年公司通过定向增发募集资金使其自有资本实力得到提升，公司资产负债结构得以改善，财务结构稳健性增强。

盈利能力

图 3：2013~2016.Q1 公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司已形成多元化循环产业格局，2015年继续推进异地扩张步伐以及战略调整升级，在各业务板块产能提升以及产销量增加的推动下，全年收入增长30.91%至51.17亿元。2016年一季度，公司实现营业收入12.32亿元，同比增长53.07%。

毛利率方面，公司电池材料业务规模优势凸显，同时研发与技术的投入推动其产品升级，保证了该板块毛利率提升3.11个百分点至19.04%。但受国际经济下行的影响，公司电子废弃物板块以及钴镍钨板块综合毛利率水平趋于下行，致使当年公司综合毛利率水平小幅下降1.51个百分点至17.12%。2016年一季度，公司毛利率小幅上升至17.64%。综合来看，公司毛利率在同行业上市公司中处于较低水平。

表 7: 2014~2015 年环保行业主要上市公司毛利率比较

单位: %

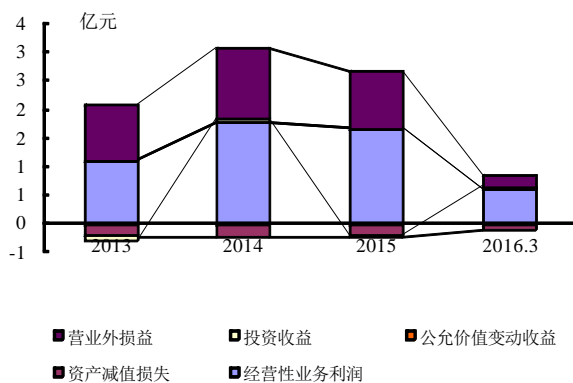
名称	2014 年	2015 年
创业环保	40.66	37.86
东江环保	32.49	32.41
首创股份	30.68	32.30
启迪桑德	34.49	30.54
中材节能	25.53	24.01
永清环保	16.42	23.24
格林美	18.63	17.12

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, 公司期间费用以管理费用和财务费用为主, 2015年共计发生管理费用3.37亿元, 同比增长23.37%, 主要系公司加大研发投入以及工资薪金支出上涨所致; 同期财务费用支出同比上涨33.22%至3.07亿元, 主要原因系负债规模扩张以及大宗原材料进口汇兑损失增加。总体来看, 2015年公司期间费用合计发生额为6.98亿元, 同比增长28.91%, 三费占比为13.63%, 较上年小幅下降0.21个百分点。

利润总额方面, 公司利润总额主要由经营性业务利润以及营业外损益构成。2015年公司综合毛利率同比下滑, 经营性业务利润小幅下降5.71%至1.67亿元。同时, 公司当年取得企业扶持基金、国家863项目和循环教育示范基地等多项政府补助共计1.02亿元, 对其盈利表现形成有力支撑。2015年公司实现利润总额2.49亿元, 同比下降13.37%。2016年一季度, 公司实现利润总额0.78亿元, 其中经营性业务利润和营业外损益分别为0.62亿元和0.23亿元。

图 4: 2013~2016.Q1 公司利润总额构成



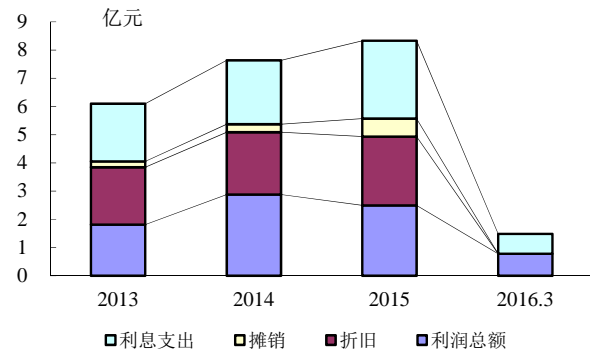
数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2015年公司业务规模扩张, 但在国际有色金属价格下行的经营环境下, 经营性业务获

利水平下降, 整体经营效益趋弱, 盈利能力及稳定性有待提升。

偿债能力

图 5: 2013~2016.Q1 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, 利息支出、利润总额以及折旧是公司 EBITDA 的重要构成部分。2015 年公司利润总额较上年有所减少, 但利息支出和折旧规模的扩大使得公司当年 EBITDA 同比增长 8.98% 至 8.32 亿元, 公司获现能力有所提高。

经营性现金流方面, 2015 年公司业务规模扩大, 但经营性应收账款增加较多, 年末应收账款规模同比扩大 46.57% 至 12.74 亿元, 加之存货占用资金加剧以及商业信用融资规模的减少, 经营性现金流量净额为-2.99 亿元。2016 年 3 月末, 公司应收账款规模进一步扩大至 15.48 亿元, 当期经营活动产生的现金流量净额为-2.04 亿元。公司经营性现金流持续呈现净流出状态, 或对其长期稳定经营产生负面影响。

投资性现金流方面, 2015 年公司购买凯力克、荆门德威少数股权以及收购浙江德威、余姚兴友等子公司, 投资活动现金流出较多, 当期投资活动现金流量净额为-26.68 亿元。

从各项偿债指标的表现来看, 由于经营性现金流呈净流出状态, 公司经营活动现金流对债务本息的覆盖不足。同时, 尽管公司 EBITDA 规模同比扩张, 但受债务规模及利息支出增长较为明显影响, 公司 EBITDA 对债务本息的覆盖程度略有降低, 2015 年总债务/EBITDA 为 8.95 倍, EBITDA 利息倍数为 2.34 倍。整体来看, 虽然指标值有所弱化, 但公司 EBITDA 对债务本息的保障仍处于较好水平。

表 8：2013~2016.Q1 公司主要财务能力指标

	2013	2014	2015	2016.Q1
短期债务（亿元）	25.31	36.14	47.28	58.10
长期债务（亿元）	19.41	21.63	27.25	27.44
长短期债务比（X）	1.30	1.67	1.74	2.12
总债务（亿元）	44.72	57.76	74.53	85.54
经营性净现金流 （亿元）	0.23	0.23	-2.99	-2.04
经营净现金流/ 短期债务（X）	0.01	0.01	-0.06	-0.14
经营净现金流/ 总债务（X）	0.01	0.00	-0.04	-0.10
EBITDA（亿元）	6.10	7.64	8.32	1.48
总债务/EBITDA（X）	7.33	7.56	8.95	14.45
EBITDA 利息倍数(X)	2.68	2.67	2.34	2.11

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司中国建设银行、中国进出口银行和国家开发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 2015 年末，公司获得授信额度总计人民币 80.20 亿元，其中尚未使用的授信额度为 29.08 亿元，备用流动性较为充裕。作为上市公司，资本市场可作为公司重要的筹资来源；此外，公司还通过发行中票、短融等债务融资工具弥补资金不足。整体来看，公司融资渠道通畅，具备较强的财务弹性。

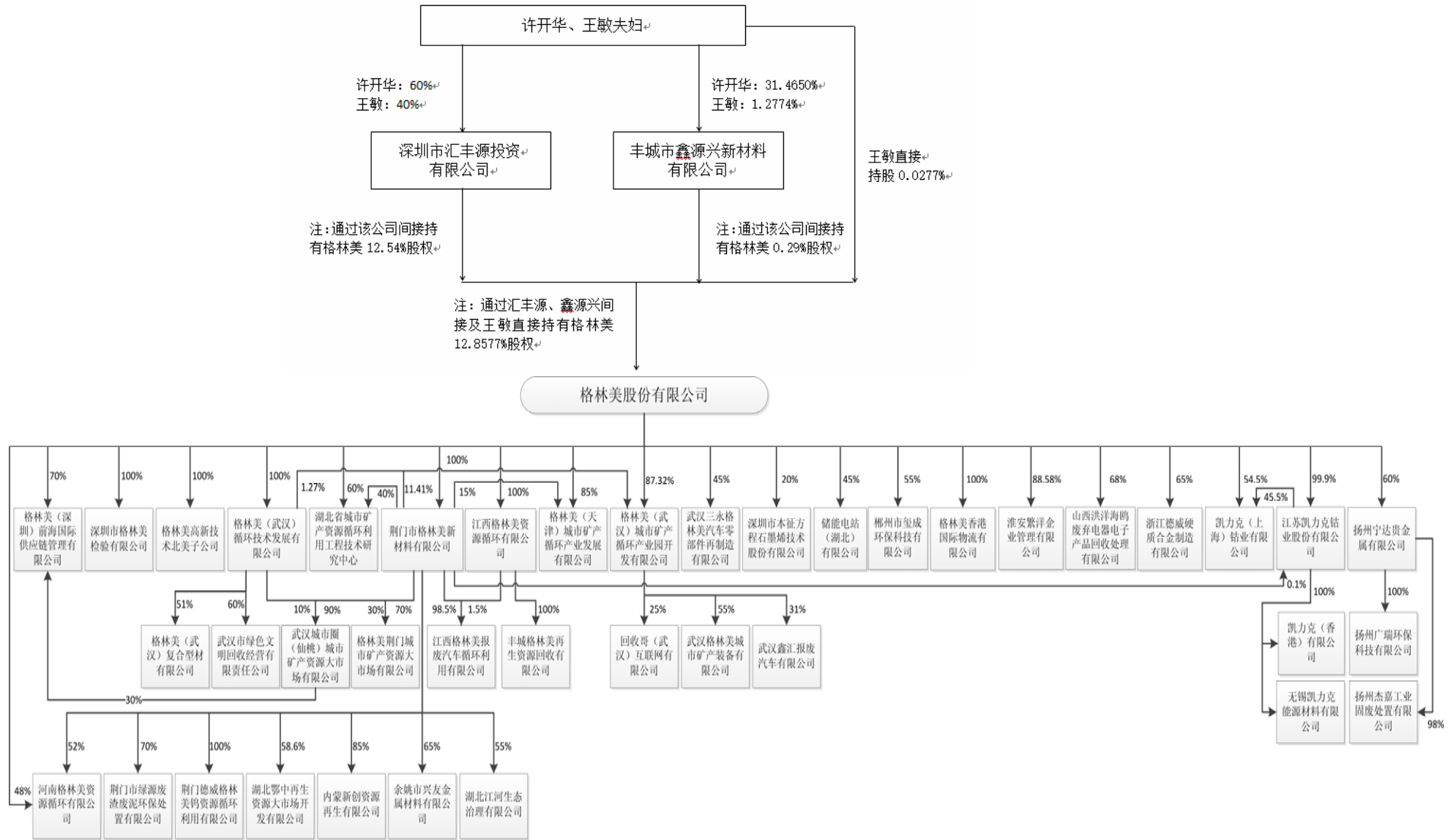
或有负债方面，截至 2015 年末，公司无对外担保等重大或有事项。

综上所述，公司战略部署步伐持续推进，产能稳步扩张，得益于电子废弃物拆解业务产能的释放以及电池材料业务产能的扩张，公司规模效应凸显，但其盈利能力受国际有色金属价格影响较大，盈利稳定性不足。2015 年公司通过定向增发满足资金需求，资产负债率维持在适中水平，财务结构尚属稳健，且其融资渠道较为通畅，整体偿债能力很强。

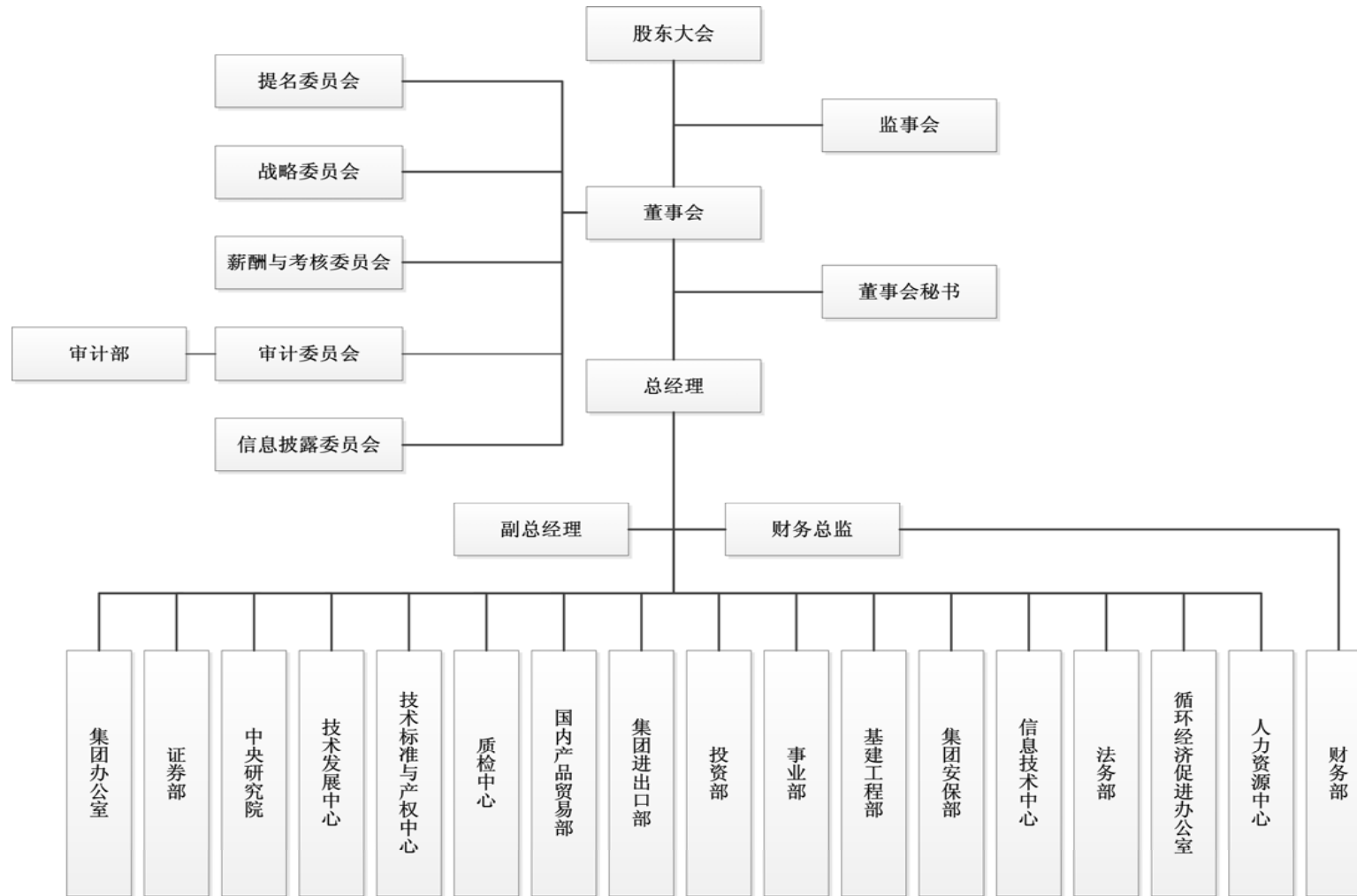
结 论

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“格林美股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 **AA**。

附一：格林美股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：格林美股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附三：格林美股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	71,947.11	115,351.05	159,020.65	184,306.05
应收账款净额	46,300.96	84,605.07	124,005.17	154,849.38
存货净额	161,957.25	224,449.28	277,831.45	287,244.92
流动资产	332,317.80	502,003.50	775,778.45	808,474.57
长期投资	8,526.96	3,256.28	8,183.12	54,308.53
固定资产合计	364,293.84	499,983.28	620,771.73	637,344.49
总资产	773,660.88	1,158,681.60	1,593,932.29	1,693,759.76
短期债务	253,096.89	361,391.29	472,804.44	580,976.84
长期债务	194,062.97	216,256.98	272,477.07	274,395.47
总债务（短期债务+长期债务）	447,159.86	577,648.27	745,281.51	855,372.32
总负债	508,417.24	684,950.12	915,599.08	1,002,977.44
所有者权益（含少数股东权益）	265,243.64	473,731.48	678,333.21	690,782.33
营业总收入	348,602.83	390,885.63	511,716.65	123,171.17
三费前利润	56,823.82	71,830.70	86,463.95	21,658.71
投资收益	-969.48	735.77	-48.83	256.35
净利润	16,834.63	25,887.61	21,864.02	6,815.73
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	60,979.35	76,374.25	83,230.08	14,797.54
经营活动产生现金净流量	2,289.45	2,263.58	-29,874.71	-20,391.26
投资活动产生现金净流量	-96,068.32	-202,806.80	-266,781.46	-32,380.43
筹资活动产生现金净流量	48,717.16	236,933.29	320,500.94	71,667.53
现金及现金等价物净增加额	-45,195.31	36,445.38	24,186.85	18,891.47
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	16.57	18.63	17.12	17.64
所有者权益收益率（%）	6.35	5.46	3.22	4.00*
EBITDA/营业总收入（%）	17.49	19.54	16.26	12.01
速动比率（X）	0.57	0.63	0.81	0.75
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.00	-0.04	-0.10*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.01	0.01	-0.06	-0.14*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.10	0.08	-0.84	-2.91
EBITDA 利息倍数（X）	2.68	2.67	2.34	2.11
总债务/EBITDA（X）	7.33	7.56	8.59	14.45*
资产负债率（%）	65.72	59.11	57.44	59.22
总资本化比率（%）	62.77	54.94	52.35	55.32

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；带“*”财务指标已经年化处理。

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 + 短期应付债券

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。