



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪246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；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月六日

## 格林美股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	格林美股份有限公司		
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	2016/06/15		
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

2016 年格林美股份有限公司（以下简称“格林美”或“公司”）已形成覆盖钴镍钨回收、电子废弃物综合利用、汽车拆解制造与动力电池回收再造的多元化循环产业格局，产品多样化使其抗风险能力得以提升。同时，在新能源汽车行业的快速发展的背景下，公司重点布局电池材料业务，产能得以提升，加之各产品产销量的增长，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”）也关注到电池材料业务投资扩张、存货规模持续上升以及短期偿债压力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“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，固废处理行业迎来新的发展契机。同时，新能源汽车行业的蓬勃发展使得车用动力电池材料行业迎来良好的发展机遇。
- 业务规模稳步扩张。2016 年公司重点布局电池材料业务，同时电子废弃物和钴镍钨业务产能释放情况良好，加之以贸易业务为主的其他板块收入保持增长，整体业务规模持续扩张，抗风险能力有所提升。2016 年公司实现营业总收入 78.36 亿元，同比增长 53.13%。
- 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 2016 年末，公司未使用授信额度 32.94 亿元，备用流动性较为充裕。同时，作为 A 股上市公司，资本市场可作为公司重要的筹资来源，2016 年公司共发行合计规模为 21 亿元的债务融资工具，整体融资渠道通畅，具备较强的财务弹性。

### 概况数据

格林美	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	47.37	67.83	72.02	74.15
总资产（亿元）	115.87	159.39	190.72	189.86
总债务（亿元）	57.76	71.49	94.71	94.67
营业总收入（亿元）	39.09	51.17	78.36	16.93
营业毛利率（%）	18.63	17.12	15.71	21.56
EBITDA（亿元）	7.64	8.32	11.42	3.66
所有者权益收益率（%）	5.46	3.22	4.16	5.61
资产负债率（%）	59.11	57.44	62.24	60.95
总债务/EBITDA（X）	7.56	8.59	8.30	6.47
EBITDA 利息倍数（X）	2.67	2.34	2.62	2.99

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 2017 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

米玉元 yym@ccxr.com.cn

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月6日

## 关 注

- 项目投资风险。公司电池材料业务目前产销未能充分衔接,且在建产能与预期投资规模较大,若新能源汽车行业发展增速不及预期,公司实际项目实施及产能投放不足,或增加公司的业务发展压力。
- 存货跌价风险。公司原材料规模的增长使其存货规模不断扩张,截至 2016 年末存货余额为 34.98 亿元。鉴于有色金属价格透明度较高,其价格波动将导致公司存货面临较大的跌价风险。
- 债务规模攀升,短期偿债压力较大。2016 年公司主要通过银行短期借款及发行债券弥补资金缺口,年末有息债务占总负债的比重达到 79.79%,资产负债率同比上升 4.79 个百分点至 62.24%。同时,2016 年末公司短期债务和长期债务 58.35 亿元和 36.36 亿元,长短期债务比为 1.60 倍,短期偿债压力较大。

## 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](http://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、法规对外公布。

## 重大事项

根据发展战略需要，公司于2017年1月公布《2017年非公开发行股票预案》，2017年5月终止前次方案并推出新非公开发行方案。根据最新的非公开发行股票预案，公司计划发行不超过58,706.31万股股票，募集资金总额不超过29.51亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于：（1）绿色拆解循环再造车用动力电池包项目；（2）循环再造动力三元材料用前驱体原料项目（6万吨/年）；（3）循环再造动力电池用三元材料项目（3万吨/年）；（4）补充流动资金项目。本次非公开发行股票方案仍需等待中国证监会的核准以及发行对象的申购报价等情况，若能成功发行，公司资产总额和净资产规模将进一步得到扩张，财务结构趋于稳健，资金实力将得到有效提升，为后续业务的开展提供良好保障。

## 行业环境

### 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系新兴行业，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，固废处理行业属实践性较强的行业，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。

从行业主要竞争主体来看，传统水务企业拓展产业链，通过涉足固废处理领域逐步向综合环境服务商转型。中国光大国际作为我国最早一批投资股份处理项目的水务企业之一，凭借其较早的经营史

及后期市场拓展的持续推进，在行业内占据了有力地位；瀚蓝环境主营业务原为佛山市南海区范围内的水务及固废处理，2014年通过收购创冠中国成功进入我国固废处理行业第一梯队。此外，环保工程建设和设备制造等领域企业涉足运营业务，实现从单一产业链向全产业链的发展，如桑德环境由传统EPC模式逐步转型为EPC与BOT并行的模式。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。

2016年9月29日，发改委、环保部印发《关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见》，对环保产业提出“市场供给能力增强、市场主体逐步壮大和市场更加开放”的三大目标，并指出到2020年，环保产业产值需超过2.8万亿元，需培育50家以上产值过百亿的环保企业，并打造一批技术领先、管理精细、综合服务能力强、品牌影响力大的国际化的环保公司，建设一批聚集度高、优势特征明显的环保产业示范基地和科技转化平台。

总体来看，目前我国固废处理行业的产业化程度和市场集中度较低，随着国家培育、打造和建设一批聚集度高、优势特征明显的环保产业示范基地和科技转化平台政策的出台，具备领先的处理技术、丰富的运营经验和较强资本实力的企业将能够占据市场优势地位。

### 新能源汽车蓬勃发展，车用动力电池材料行业迎来良好的发展机遇，将推动废旧电池回收与动力电池材料再造业务的发展

2016年1月19日，国家财政部、科技部、工信部、发改委和国家能源局发布《关于“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》。通知指出，为加快推动新能源汽车充电基础设施建设，培育良好的新能源汽车应用环境，2016~2020年中央财政将继续安排资金对充电基础设施建设、运营给予奖补。

2016年11月底，国家工业和信息化部召开了关于进一步做好新能源汽车推广应用安全监管工作的宣贯会，会议指出自2017年1月1日起，电动客车安全国家标准出台前，新能源客车暂按《电动客车安全技术条件》的要求执行，新申请《新能

源汽车推广应用推荐车型目录》的使用三元电池的客车，应同时补交第三方检测报告。该会议的召开对于三元电池来讲具有标志性意义，意味着未来电动客车市场将会为三元电池带来较大的需求量。

据 EV Sales Blog 统计数据，2016 年全球新能源汽车累计销量 77.4 万辆，据中国汽车工业协会统计数据，2016 年我国新能源汽车生产 51.7 万辆，销售 50.7 万辆，比上年同期分别增长 51.7% 和 53%，行业的快速发展为动力电池产业带来良好的发展机遇。

为加强新能源汽车动力蓄电池回收利用管理，规范行业发展，推进资源综合利用，促进新能源汽车行业持续健康发展，工业和信息化部于 2016 年 12 月发布了《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》（征求意见稿），对动力电池的回收利用、监督管理等进行了明确规定，并指出“国家支持开展动力蓄电池回收利用的科学技术研究，引导产学研协作，鼓励开展梯级利用和再生利用，推动动力蓄电池回收利用模式创新。鼓励汽车生产企业、电池生产企业、回收拆解企业与综合利用企业等通过多种形式，合作共建、共用废旧动力蓄电池回收利用网络。”

2016 年 12 月，国务院办公厅发布了《生产者责任延伸制度推行方案》，明确“建立电动汽车动力电池回收利用体系。电动汽车及动力电池生产企业应负责建立废旧电池回收网络，利用售后服务网络回收废旧电池，统计并发布回收信息，确保废旧电池规范回收利用和安全处置。动力电池生产企业应实行产品编码，建立全生命周期追溯系统。率先在深圳等城市开展电动汽车动力电池回收利用体系建设，并在全国逐步推广。”

### 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 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。

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，报废汽车回收拆解业务市场空间广阔

2000 年以来，随着我国人民生活水平的提高，我国汽车销量和保有量不断增长，预计 2020 年我国汽车保有量有望达到 2.77 亿辆，报废汽车回收量有望达到 969 万辆。2015~2020 年，报废汽车回收量复合增长率有望达到 38.91%，庞大的报废汽车回收量为报废汽车拆解行业的发展打下了良好的基础。

截至 2016 年上半年，我国汽车保有量达 1.84 亿辆。相较于庞大的汽车保有量，我国报废汽车回收量较少，2016 年报废汽车回收量仅 286 万辆左右，占汽车保有量的比例为 1.50%。考虑到我国汽车的平均使用年限为 10~15 年，预计未来五年我国报废汽车回收量将迎来快速增长。

2016 年 9 月，国务院发布《国务院关于〈报废汽车回收管理办法〉的决定（征求意见稿）》，对报废汽车回收管理作出如下的修改：1、报废汽车回收不再纳入特种行业管理；2、拆解的报废汽车“五大总成”，应当作为废金属，交售钢铁企业作为冶

炼原料，或者按照国务院报废汽车回收主管部门会同国务院循环经济发展综合管理部门制定的有关规定交给零部件再制造企业；3、删除“报废汽车的收购价指，按照金属含量折算，参照废旧金属市场价指计价”的条款。

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。

## 业务运营

公司主要通过回收电子废弃物、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、钴片、塑木型材、电积铜

和电池材料等高附加值产品。2016年，公司继续立足于电池材料、电子废弃物、钴镍钨和报废汽车的多元化循环产业模式，在产业链布局进一步完善以及产能释放增加的双重作用下，全年实现营业收入78.36亿元，同比增长53.13%。其中，电子废弃物、钴镍钨以及电池材料产品分别实现营业收入22.69亿元、13.32亿元和20.70亿元，同比增长25.17%、13.16%和35.37%，收入占比分别为28.95%、17.00%和26.41%。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，2016年贸易业务收入大幅增长，其他板块实现营业收入16.90亿元，收入占比为21.57%。

表1：2015~2016年公司营业收入结构情况

单位：亿元、%

业务类别	产品	2015年		2016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	电池材料（四氧化三钴和三元材料等）	15.29	29.88	20.70	26.41	35.37
电子废弃物	电子废弃物	10.96	21.42	14.00	17.86	27.70
	电积铜	5.82	11.37	7.44	9.49	27.81
	塑木型材	1.35	2.63	1.26	1.60	-6.82
钴镍钨	钴产品（含钴粉、氯化钴、草酸钴、碳酸钴等）	3.76	7.35	4.61	5.88	22.50
	钨产品（碳化钨、钨合金等）	3.28	6.41	3.20	4.08	-2.47
	镍产品	2.06	4.02	2.21	2.82	7.26
	钴片	2.67	5.22	3.31	4.22	23.76
其他板块	贸易	3.02	5.90	14.66	18.71	385.98
	其他	2.11	4.12	2.24	2.86	6.15
其他业务收入	-	0.86	1.68	4.76	6.07	452.20
合计		51.17	100.00	78.36	100.00	53.13

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

**在新能源汽车市场需求的推动下，公司加速布局电池材料业务，电池产业链逐步完善，产能、产量和销量迅速扩张，成为公司业绩增长的主要驱动力之一**

近年来，为推动动力电池材料产业链的整合，公司重点布局电池材料业务，完成了“废旧电池回收-资源化-前驱体再制造-动力电池正极材料制造”的全产业链建设，实现三元电池正极材料产能的扩张。2015年和2016年在分别完成对江苏凯力克及

余姚兴友的全资收购后，公司电池材料业务形成了湖北荆门、江苏泰兴、江苏无锡和浙江余姚四大生产基地。2016年，公司以江苏凯力克和无锡格林美为中心实施动力电池材料链的转型升级，构造动力电池材料产业链，并以荆门为中心建设三元前驱体原料基地。2015年10月，荆门格林美在已有5,000吨镍钴锰（NCM）三元前驱体原料产能基础上，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NCM三元前驱体

原料等项目；荆门格林美投资建设年产 40,000 吨车用动力电池原料硫酸镍生产线；2016 年 8 月，无锡格林美投资建设年产 15,000 吨镍钴锰酸锂三元动力电池正极材料生产线。公司持续扩张电池材料的产业布局，逐步形成四氧化三钴、NCM 三元前驱体材料、NCA 三元前驱体材料、镍钴锰酸锂正极材料、氢氧化钴等品种齐全的电池材料体系。截至 2016 年末，公司累计电池材料产能达到 28,000 吨，较上年大幅提升 86.67%。

随着新能源汽车对三元电池材料需求的增长以及公司产能的扩张，2016 年公司电池材料产量达到 23,308 吨，同比增长 52.88%，产能释放率为 83.24%，产能释放程度较高。当年公司电池材料销量为 18,477 吨，同比增长 46.13%；但公司产销率仅为 79.27%，产销衔接情况仍有待进一步改善。2016 年，公司电池材料业务实现营业收入 20.70 亿元，同比增长 35.37%。

表 2：2015~2016 年公司电池材料主要经营情况

	2015 年	2016 年
产能（吨）	15,000.00	28,000.00
产量（吨）	15,246.29	23,308.29
产能利用率（%）	101.64	83.24
销量（吨）	12,644.45	18,477.31
同比增幅（%）	39.44	46.13

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从长期发展来看，根据公司于 2017 年 5 月公告显示，公司计划通过非公开发行股票的方式募集资金不超过 29.51 亿元，主要用于荆门格林美绿色拆解循环再造车用动力电池包项目、循环再造动力电池材料用前驱体原料（包括 50,000 吨 NCM 前驱体原料和 10,000 吨 NCA 前驱体原料）项目以及循环再造动力电池用三元材料（包括 20,000 吨车用镍钴锰酸锂和 10,000 吨镍钴铝酸锂三元动力电池材料）项目的投资建设。未来公司电池材料产能规模将继续扩张，新能源汽车行业的快速发展有望带动该业务规模继续扩张，并成为公司的主要业绩驱动力。但中诚信证评也关注到，若新能源汽车行业发展增速不及预期，公司实际项目实施及产能投放不足或造成相关资源投入的浪费，并对整体业务发展产生负面影响。

## 公司电子废弃物处理及报废汽车回收拆解产业布局逐步完善，产能释放快速提升；同时，钴镍钨业务经营稳定，产能得到充分释放，公司多元化循环产业格局已成型

在电子废弃物拆解方面，公司拥有湖北荆门、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 7 家企业，资质处理量达到 1,500 万台以上。报废汽车回收拆解方面，公司在武汉、天津、江西、仙桃与荆门建设报废汽车处理基地，形成“回收-拆解-粗极分选-精细化分选-零部件再造”的报废汽车完整资源化产业链模式，最大限度实施报废汽车无害化与资源化处置。2016 年，公司共完成电子废弃物拆解 1,000 余万台，较上年增长约 20%；处理报废汽车 5.8 万余辆，整体产能释放情况良好。2016 年公司实现电子废弃物拆解收入 14.00 亿元，同比增长 27.70%。在拆解产能释放的推动下，当年公司电积铜产量大幅增长 36.97% 至 23,516.73 吨，产能释放率为 117.58%，产能得到充分利用；销量为 22,262.24 吨，同比增长 27.34%。但与此同时，塑木型材受下游需求变化的影响价格持续走低，销售需求的不足使得公司当年塑木型材产量同比下降 14.01% 至 23,134 吨，产能释放率为 115.67%；销量同比下降 2.85% 至 23,224.48 吨。2016 年公司电子废弃物业务实现营业收入 22.70 亿元，同比增长 25.21%。

表 3：2015~2016 年公司电子废弃物主要经营情况

	2015	2016	
电积铜	产能（吨）	20,000.00	20,000.00
	产量（吨）	17,169.34	23,516.73
	产能利用率（%）	85.85	117.58
	销量（吨）	17,482.20	22,262.24
	同比增幅（%）	57.91	27.34
塑木型材	产能（吨）	20,000.00	20,000.00
	产量（吨）	26,902.95	23,134.42
	产能利用率（%）	134.51	115.67
	销量（吨）	23,907.28	23,224.48
	同比增幅（%）	-1.77	-2.85

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

钴镍钨业务系公司成立之初的主营业务，整体经营趋于稳定，2016 年亦无大规模产能扩建工程。

目前公司拥有年产 3,000 吨钴粉、2,500 吨/镍粉、3,000 吨碳化钨及钨产品以及 1,800 吨钴片的生产能力，主要制造基地位于湖北省荆门市。2016 年公司钴、镍、钨产品和钴片产量分别为 2,623.12 吨、2,092.04 吨、2,731.54 吨和 1,941.51 吨，产能释放率分别为 87.44%、83.68%、91.05% 和 107.86%，产能释放程度较高；销量分别为 2,514.38 吨、2,075.19 吨、2,530.00 吨和 1,896.00 吨，产销率分别为 95.85%、99.19%、92.62% 和 97.66%。同时，由于国内钴、镍、铜、钨金属价格已与国际接轨，2016 年相关金属价格整体上涨，带动公司销售收入同比增长 13.16% 至 13.32 亿元。

表 4：2015~2016 年公司钴镍钨主要经营情况

	2015	2016	
钴产品（含钴粉、氯化钴、草酸钴、碳酸钴等）	产能（吨）	2,000.00	3,000.00
	产量（吨）	2,309.29	2,623.12
	产能利用率（%）	115.46	87.44
	销量（吨）	2,592.84	2,514.38
	同比增幅（%）	85.51	-3.03
镍产品	产能（吨）	1,300.00	2,500.00
	产量（吨）	1,725.09	2,092.04
	产能利用率（%）	132.70	83.68
	销量（吨）	1,883.82	2,075.19
	同比增幅（%）	8.88	10.16
钨产品（碳化钨、钨合金等）	产能（吨）	3,000.00	3,000.00
	产量（吨）	2,564.61	2,731.54
	产能利用率（%）	85.49	91.05
	销量（吨）	2,592.84	2,530.00
	同比增幅（%）	85.51	-2.42

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

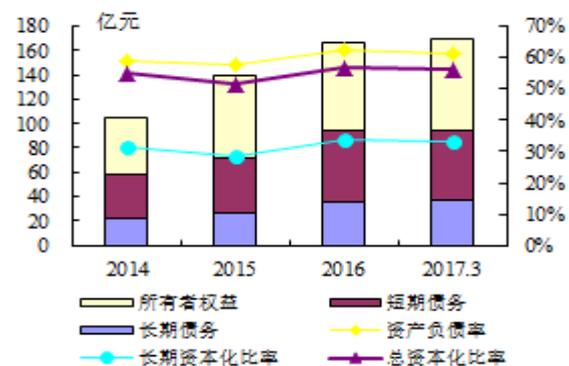
总体来看，公司已形成覆盖钴镍钨回收、电子废弃物综合利用、汽车拆解制造与动力电池回收再造的多元化循环产业格局，近年来在新能源汽车产业快速发展的推动下，公司积极布局电池材料业务，产能及产销量均实现快速提升，加之电子废弃物和钴镍钨良好经营，公司整体收入规模保持增长，运营状况稳定。但同时也应关注到，公司电池材料目前产销未能充分衔接，且在建产能与预期投资规模较大，若新能源汽车行业发展增速不及预期，公司实际项目实施及产能投放不足，或增加公司的业务发展压力。

## 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 2014 年、2015 年度财务报告，经亚太（集团）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 2016 年度财务报告，以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。

## 资本结构

图 1：2014~2017.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

2016 年，公司重点推进对电池材料的产能扩建工程，资金需求相应上升，公司主要通过银行借款和发行债券弥补资金缺口，资产规模和负债规模继续保持扩张。2016 年末公司总资产和总负债分别为 190.72 亿元和 118.70 亿元，同比增长 19.66% 和 29.64%。净资产方面，随着留存收益的逐年积累使得公司自有资本实力不断得到夯实，2016 年末公司所有者权益同比增长 6.18% 至 72.02 亿元。财务杠杆比率方面，2016 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 62.24% 和 56.80%，同比分别上升 4.79 个百分点和 5.49 个百分点。

截至 2017 年 3 月末，公司总资产为 189.86 亿元，总负债为 115.71 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 60.95% 和 56.08%。与同行业上市公司相比，公司资产负债率仍处于较高水平，财务结构稳健性有待提升。

表 5：2016 年末环保行业主要上市公司资本结构比较

单位：亿元、%		
名称	总资产	资产负债率
首创股份	296.35	65.65
东江环保	81.89	52.79
瀚蓝环境	132.73	58.26
<b>格林美</b>	<b>190.72</b>	<b>62.24</b>
启迪桑德	229.44	63.51
永清环保	29.96	48.61

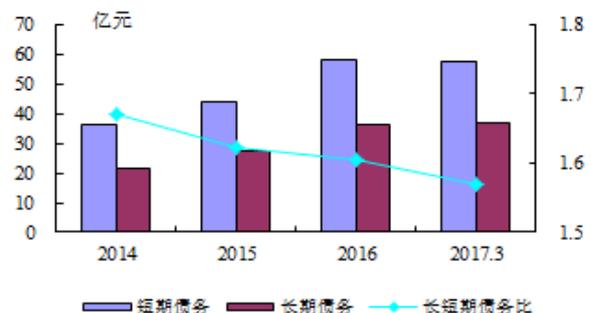
数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2016年末公司非流动资产合计96.50亿元，占总资产的比重为50.60%，主要包括固定资产49.99亿元、在建工程16.32亿元、无形资产12.69亿元和商誉3.91亿元。其中固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、办公设备和运输设备等，受在建工程结转的影响，年末余额同比增长38.22%至49.99亿元；在建工程主要包括动力电池用原料二期（NCA三元前驱体材料、镍钴锰酸锂三元材料、NCM三元前驱体材料）和天津报废汽车综合利用项目等，年末余额同比下降36.99%；无形资产主要为土地使用权、专利权、计算机软件和其他；商誉主要系由收购企业所形成，2016年公司进行商誉减值测试，本期商誉未发生减值，期末商誉规模同比增长6.39%。2016年末公司流动资产占总资产的比例为49.40%，主要由货币资金16.52亿元、应收票据7.29亿元、应收账款16.59亿元、预付款项6.59亿元和存货34.98亿元构成。其中，货币资金主要为银行存款，流动性较强；应收账款系应收产品销售款，账龄基本在一年以内，当年末公司按信用风险特征组合计提坏账准备4,017万元，账款质量较好，且回收风险可控；预付款项主要为预付材料采购款和预付电力工程入网费；存货中原材料、在产品和库存商品占比分别为59.50%、18.10%和14.33%，2016年公司原材料备货增长，加之电池材料产销未能充分衔接，年末存货余额同比上升87.35%至34.98亿元，鉴于有色金属价格透明度较高，一旦市场金属价格下跌或将导致公司存货面临较大的跌价风险，中诚信证评对此予以关注。

债务结构方面，2016年末公司负债总额达到118.70亿元，其中有息债务占比达到79.79%，债务偿还刚性较强。2016年公司加大银行短期借款规

模，并发行了5亿元短期融资券、3亿元中期票据、5亿元绿色企业债和8亿元绿色公司债以补充流动资金，年末长期债务和短期债务分别为36.36亿元和58.35亿元，长短期债务比为1.60倍，同比下降0.02倍。整体来看，公司通过发行债券的方式改善债务结构，近三年及一期长短期债务比逐年下降，但目前公司短期债务规模仍较大，其债务期限结构仍有待进一步改善。

图 2：2014~2017.Q1 公司债务结构分析

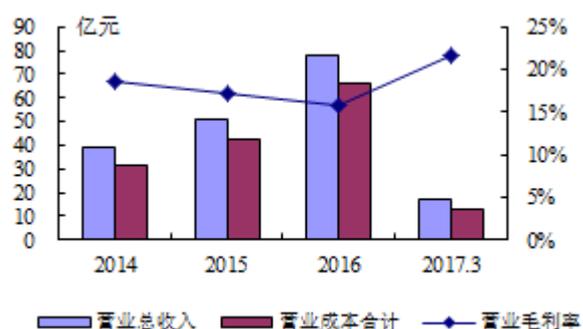


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着对电池材料业务投资的扩张，公司融资需求加大，负债规模上升，资产负债水平较高。同时，以短期债务为主的债务期限结构与其资产结构匹配程度欠佳，公司财务结构稳健性有待提升。

## 盈利能力

图 3：2014~2017.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，2016年电池材料市场需求增长的推动下，公司产能及产销量快速提升；同时，电子废弃物产能的良好释放及有色金属价格的回升带动相关业务收入增长；加之贸易业务为主的其他板块业务规模进一步扩张，全年公司实现营业收入78.36亿元，同比增长53.13%。2017年，公司电池材料产品销售规模继续扩张，一

季度实现营业收入16.93亿元，同比增长37.42%。

表 6：2015~2016 年公司主要产品毛利率情况

单位：万元/吨、%

	销售均价		毛利率	
	2015	2016	2015	2016
电池材料（四氧化三钴和三元材料等）	12.09	11.20	19.04	22.32
电积铜	3.33	3.34	7.86	10.68
电子废弃物	-	-	22.22	20.59
钴产品（含钴粉、氯化钴、草酸钴、碳酸钴等）	18.85	18.32	18.81	20.69
钨产品（碳化钨、钨合金等）	12.66	12.65	15.59	18.18
镍产品	10.92	10.63	17.94	18.14
塑木型材	0.56	0.54	11.67	11.50

注：销售均价为不含税价格。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利率水平来看，公司电池材料业务通过扩大经营规模及加强成本控制等手段实现盈利水平的提升，当年毛利率同比增长 3.28 个百分点至 22.32%。同时，2016 年包括钴、镍、钨和铜在内的有色金属价格整体上涨，公司钴镍钨相关产品及电积铜毛利率不同程度上涨。但受塑木型材下游需求变化的影响价格走低，当年毛利率小幅下降 0.17 个百分点，电子废弃物毛利率亦小幅降低至 20.59%。从综合毛利率来看，2016 年以贸易业务为主的其他板块盈利水平较低，业务占比的提升导致公司整体毛利率小幅下降 1.41 个百分点至 15.71%，整体毛利率处于同行业较低水平。

表 7：2016 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（%）
首创股份	79.12	32.94
东江环保	26.17	36.12
瀚蓝环境	36.90	32.39
<b>格林美</b>	<b>78.36</b>	<b>15.71</b>
启迪桑德	69.17	32.88
永清环保	15.36	23.76

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，2016 年公司共计发生管理费用 4.60 亿元，同比增长 36.38%，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 27.50% 至 3.92 亿元，主要原因系负债规模扩张导致的融资成本增加。总体来看，2016 年公司期间费用合计发生额为 9.09 亿元，同比增长 30.28%，三费占比 11.60%，同比下降 2.03 个百分点，三费控制能力有所提升。

表 8：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

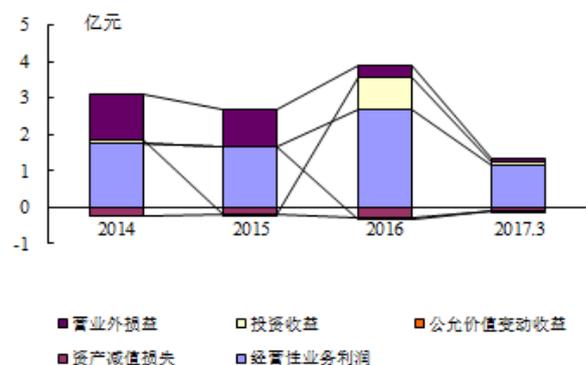
单位：亿元、%

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.38	0.54	0.58	0.19
管理费用	2.73	3.37	4.60	1.08
财务费用	2.31	3.07	3.92	1.10
三费合计	5.41	6.98	9.09	2.37
营业总收入	39.09	51.17	78.36	16.93
三费收入比	13.84	13.63	11.60	14.01

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2016 年公司业务规模实现扩张，同时三费控制能力有所加强，经营性业务利润同比增长 61.04% 至 2.69 亿元。2016 年公司处置长期股权投资对象武汉鑫汇报废汽车回收有限公司取得投资收益 6,365 万元，使得投资收益大幅增至 8,892 万元。公司营业外收入主要为政府补助及收到即征即退的增值税款，对其盈利表现形成有力支撑。资产减值损失 3,059 万元主要为坏账损失和存货跌价损失。2016 年公司实现利润总额 3.56 亿元，同比增长 43.10%。2017 年一季度，公司实现利润总额 1.25 亿元，其中经营性业务利润和营业外损益分别为 1.17 亿元和 0.11 亿元。

图 4：2014~2017.Q1 公司利润总额构成

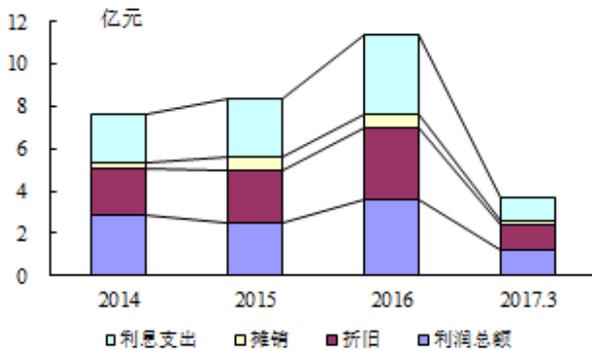


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司业务规模快速扩张，虽然毛利率水平同比下降，但期间费用控制情况有所改善，整体经营效益仍小幅提升。

偿债能力

图 5：2014~2017.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，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧及利息支出构成，2016 年公司利润总额较上年有所增长，加之利息支出和折旧规模亦保持增长，EBITDA 同比增长 37.16% 至 11.42 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 8.30 倍和 2.62 倍，EBITDA 对债务本息能够形成良好的保障。

经营性现金流方面，2016 年公司加强了应收账款管理，销售款回收情况较上年度明显改善，带动了经营性现金流表现向好，全年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.16 亿元。从偿债指标来看，2016 年公司经营活动净现金/总债务及经营活动净现金/利息支出分别为 0.01 倍和 0.27 倍，虽然公司现金流表现有所改善，但对债务本息的保障能力仍较弱。

表 9：2014~2017.Q1 公司主要财务能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务 (亿元)	36.14	44.24	58.35	57.83
长期债务 (亿元)	21.63	27.25	36.36	36.84
长短期债务比 (X)	1.67	1.62	1.60	1.57
总债务 (亿元)	57.76	71.49	94.71	94.67
经营活动净现金流 (亿元)	0.23	-2.99	1.16	0.83
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.01	-0.07	0.02	0.06
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.00	-0.04	0.01	0.04
EBITDA (亿元)	7.64	8.32	11.32	3.66
总债务/EBITDA (X)	7.56	8.59	8.30	6.47
EBITDA 利息倍数 (X)	2.67	2.34	2.62	2.99

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与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 2016 末，

公司获得授信额度总计 97.27 亿元，其中尚未使用的授信额度为 32.94 亿元，备用流动性较为充裕。同时，作为 A 股上市公司，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、短期融资券和公司债券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。

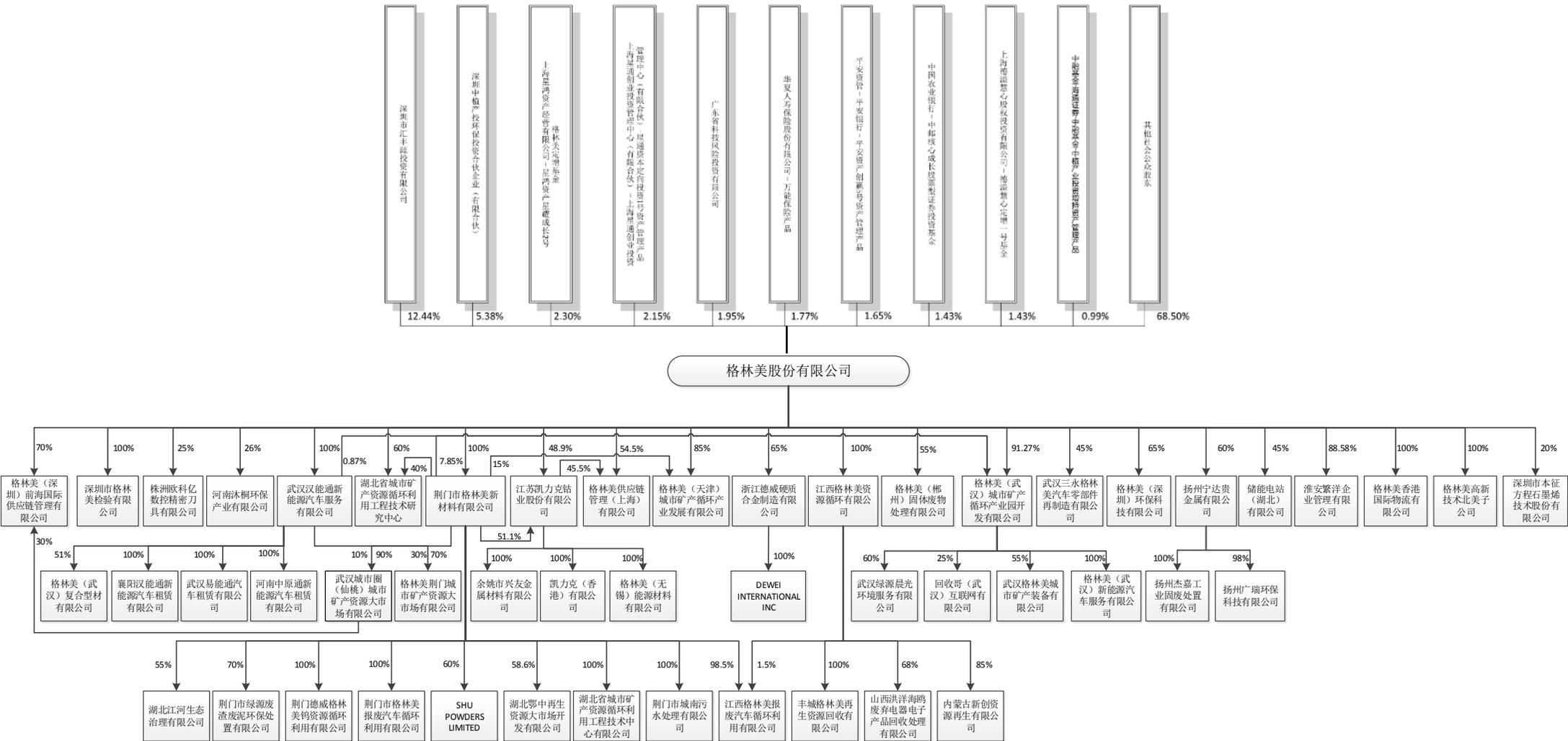
或有负债方面，截至 2016 年末，公司无对外担保等重大或有事项。

综上所述，公司业务规模稳步扩张，期间费用控制改善使其经营效益得以小幅提升，且其融资渠道较为通畅，获现能力对债务本息的保障程度较好，具备很强的竞争实力和抗风险能力。但公司持续的项目投资推动其债务融资规模持续增长，资产负债水平较高，加之以短期债务为主的债务期限结构与其资产结构匹配程度欠佳，财务结构稳健性有待提升。

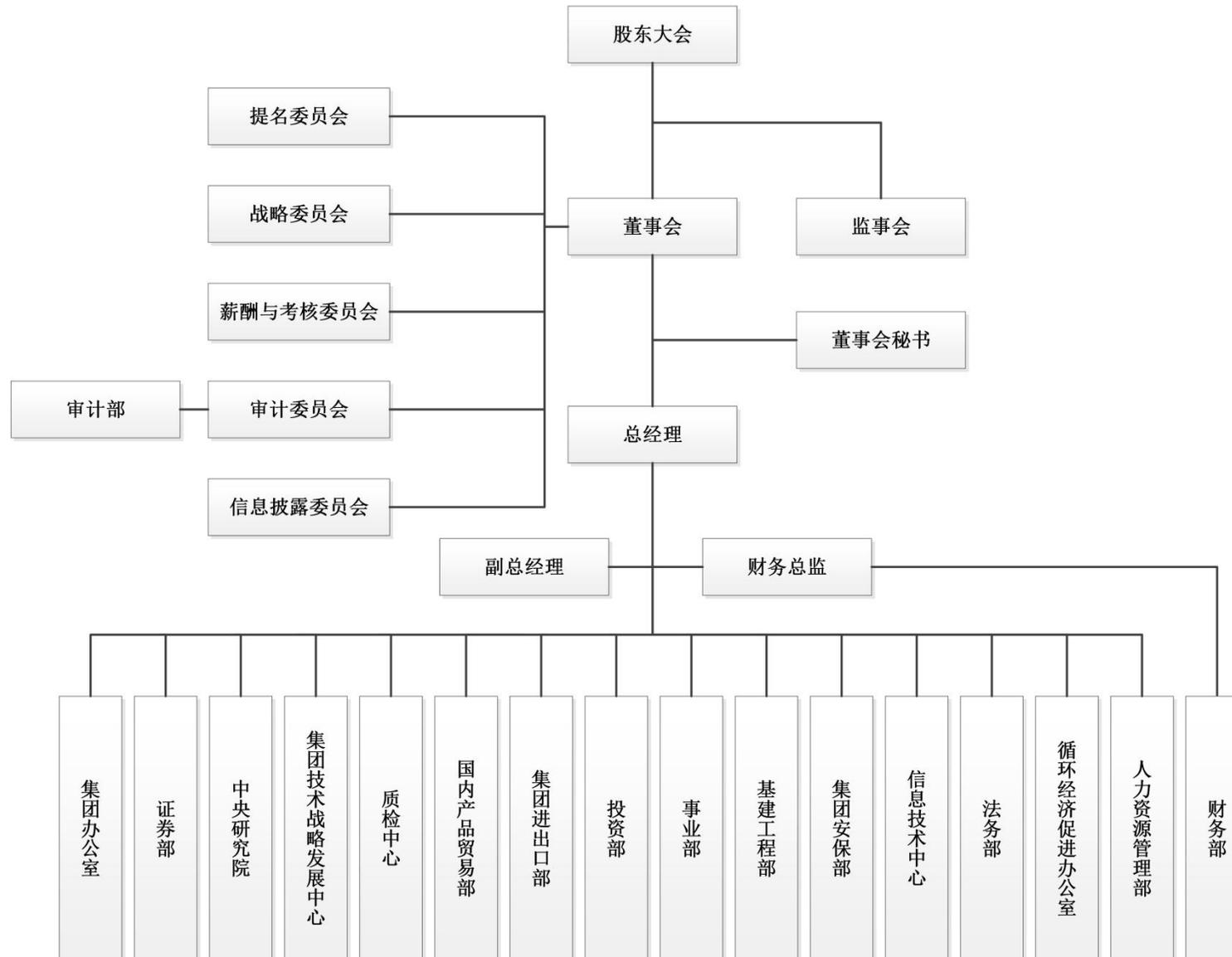
结论

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“格林美股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AA。

附一：格林美股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：格林美股份有限公司组织结构图（截至 2017 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	115,351.05	159,020.65	164,205.40	141,419.50
应收账款净额	84,605.07	124,005.17	165,894.00	181,734.74
存货净额	224,449.28	277,831.45	349,805.06	391,912.42
流动资产	502,003.50	775,778.45	942,234.93	911,935.02
长期投资	3,256.28	8,183.12	81,833.66	84,271.91
固定资产	252,983.84	361,715.95	499,949.30	494,379.30
在建工程	246,936.74	259,051.10	163,238.59	185,525.75
无形资产	104,086.61	125,701.22	126,878.10	127,719.95
总资产	1,158,681.60	1,593,932.29	1,907,227.55	1,898,609.46
短期债务	361,391.29	442,443.24	583,548.07	578,286.19
长期债务	216,256.98	272,477.07	363,589.12	368,438.24
总债务（短期债务+长期债务）	577,648.27	714,920.31	947,137.19	946,724.43
总负债	684,950.12	915,599.08	1,187,004.04	1,157,118.50
所有者权益（含少数股东权益）	473,731.48	678,333.21	720,223.51	741,490.97
营业总收入	390,885.63	511,716.65	783,589.85	169,262.73
三费前利润	71,830.70	86,463.95	117,780.69	35,395.67
投资收益	735.77	-48.83	8,892.23	545.85
净利润	25,887.61	21,864.02	29,963.31	10,397.74
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	76,374.25	83,230.08	114,154.74	36,569.91
经营活动产生现金净流量	2,263.58	-29,874.71	11,593.33	8,295.99
投资活动产生现金净流量	-202,806.80	-266,781.46	-185,836.98	16,101.71
筹资活动产生现金净流量	236,933.29	320,500.94	189,397.40	-47,762.49
现金及现金等价物净增加额	36,445.38	24,186.85	15,326.29	-23,423.06
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	18.63	17.12	15.71	21.56
所有者权益收益率（%）	5.46	3.22	4.16	5.61*
EBITDA/营业总收入（%）	19.54	16.26	14.57	21.61
速动比率（X）	0.63	0.81	0.76	0.70
经营活动净现金/总债务（X）	0.00	-0.04	0.01	0.04*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.01	-0.07	0.02	0.06*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.08	-0.84	0.27	0.68
EBITDA 利息倍数（X）	2.67	2.34	2.62	2.99
总债务/EBITDA（X）	7.56	8.59	8.30	6.47*
资产负债率（%）	59.11	57.44	62.24	60.95
总资本化比率（%）	54.94	51.31	56.80	56.08

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、2017年一季度财务指标中带“\*”的为年化指标。

**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。