

# 跟踪评级公告

联合[2018]1098号

---

格林美股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**格林美股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**  
**格林美股份有限公司发行的“16 格林 01”和“17 格林债”债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十二日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

## 格林美股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

### 债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
16 格林 01	8 亿元	5 年	AA	AA	2017.6.5
17 格林债	6 亿元	5 年	AA	AA	2017.1.13

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

### 主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	190.72	222.51	227.99
所有者权益（亿元）	72.02	78.97	80.09
长期债务（亿元）	37.62	41.39	37.86
全部债务（亿元）	101.19	120.88	124.89
营业收入（亿元）	78.36	107.52	30.48
净利润（亿元）	3.00	6.52	1.85
EBITDA（亿元）	11.42	17.88	--
经营性净现金流（亿元）	1.16	2.33	1.06
营业利润率（%）	15.03	19.21	19.03
净资产收益率（%）	4.28	8.64	2.32
资产负债率（%）	62.24	64.51	64.87
全部债务资本化比率（%）	58.42	60.49	60.93
流动比率（倍）	1.20	1.15	1.10
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.65	3.50	--
EBITDA/待偿债券本金合计（倍）	0.82	1.28	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、短期债务计算中加入了其他流动负债科目中的债务部分，长期债务计算中加入了长期应付款中的债务部分。4、2018 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化。5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对格林美股份有限公司（以下简称“公司”或“格林美”）的跟踪评级反映了其作为国内第一家再生资源行业和电子废弃物回收利用的上市公司，在钴、镍、钨行业、电池材料与电池原料的产能布局、产品质量等方面继续保持优势。2017 年，钴、钨等金属价格上涨，对公司钴镍钨业务及电池材料业务产生了积极的影响，同时随着电池材料板块前期投资项目的逐步投产，电池材料产品产能得到进一步释放，带动公司经营业绩实现了较大幅度增长。

同时，联合评级也关注到，跟踪期内，受基金补贴回款期延长影响，公司电子废弃物与报废汽车拆解业务收入大幅减少；有色金属价格大幅波动、公司有息债务增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望“稳定”；同时维持“16 格林 01”、“17 格林债”债项信用等级为“AA”。

### 优势

1. 跟踪期内，公司所处的新能源产业价值链与循环产业链仍属于国家政策支持产业，行业发展前景好。

2. 2017 年，受益于产能释放以及加强核心业务经营，公司收入规模大幅增长；受益于钴钨等金属价格大幅提升，公司利润规模大幅增长。

3. 2017 年，公司非公开发行股票事项已获得中国证监会审核通过，未来若公司成功非公开发行股票，公司资本实力将有所提升。

### 关注

1. 有色金属的价格不稳定，可能导致公司未来盈利水平的波动。

2. 跟踪期内，公司全部债务快速增长，短

期债务占比高，偿债压力较大；公司存货和应收账款规模较大，对营运资金形成占用，同时由于有色金属价格波动较大，使得公司存货存在一定的存货跌价风险。

3. 2017年，受基金补贴回款期延长影响，公司电子废弃物与报废汽车拆解业务收入大幅减少；国外收入规模大幅增长，汇率波动加剧可能给公司海外收入规模带来一定不利影响。

## 分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

李 莹

电话：010-85172818

邮箱：liying@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



李霞

联合信用评级有限公司

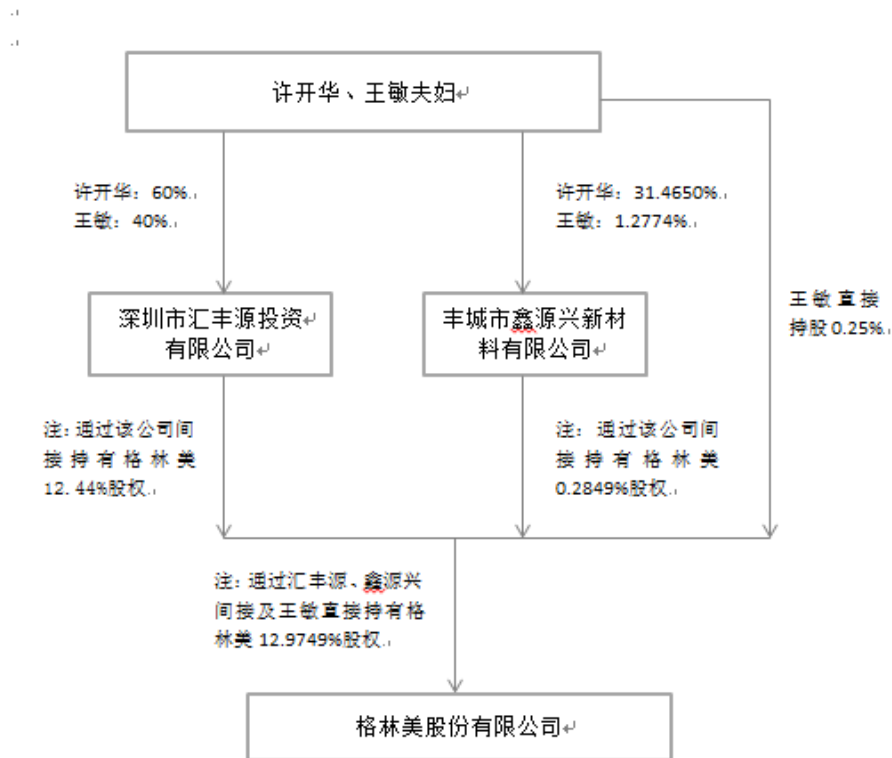


## 一、主体概况

格林美股份有限公司（以下简称“格林美”或“公司”）前身为深圳市格林美高新技术有限公司，成立于2001年12月28日。经过多次增资及股权转让，2006年12月公司整体变更为股份公司，并更名为深圳市格林美高新技术股份有限公司，注册资本5,200万元。2010年1月22日，公司在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“格林美”，股票代码“002340.SZ”，同时首次公开发行人民币普通股（A股）2,333万股，发行后股本变为9,332万元。

2015年4月，公司更为现名，后经多次转股增资，截至2018年3月底，公司总股本为38.16亿元。深圳市汇丰源投资有限公司（以下简称“汇丰源公司”）持有公司股份12.44%，为公司的第一大股东。截至2018年6月1日，汇丰源公司累计质押公司股份219,361,200股，占其所持有公司股份的46.23%，占公司总股本5.75%。许开华持有汇丰源公司60%的股权，王敏持有汇丰源公司40%的股权，公司实际控制人为许开华、王敏夫妇。公司股权结构如下图所示。

图1 截至2018年3月底公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围：二次资源循环利用技术的研究、开发；生态环境材料、新能源材料、超细粉体材料、光机电精密分析仪器、循环技术的研究、开发及高新技术咨询与服务；投资兴办实业（具体项目另行申报）；国内贸易（不含专营、专控、专卖商品）；经营进出口业务（法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可证后方可经营）；普通货运（不含危险品，凭《道路运输经营许可证》经营）；超细镍粉、超细钴粉的生产、销售及废旧电池的收集与暂存（由分支机构经营）。塑木型材及铜合金制品的生产、销售及废线路板处理（由分支机构经营）；废旧金属、电池厂废料、报废电子产品、废旧家电、报废机电设备及其零部件、废造纸原料、废轻化工原料、废

玻璃回收、处置与销售（以上经营项目由分支机构经营）；废旧车用动力蓄电池的收集、贮存、处置（以上经营项目由分支机构经营）。

截至 2018 年 3 月底，公司下设集团办公室、证券部、中央研究院、集团技术战略发展中心、质检中心、投资部、基建工程部、集团安保部、法务部、财务部、人力资源中心等部门；拥有全资或控股子公司 66 家（含全资或控股孙公司）；拥有在职员工 4,890 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 222.51 亿元，负债合计 143.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 78.97 亿元，归属于母公司的所有者权益 75.22 亿元。2017 年，公司实现营业收入 107.52 亿元，净利润（含少数股东损益）6.52 亿元，归属于母公司所有者的净利润 6.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.33 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.71 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 227.99 亿元，负债合计 147.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 80.09 亿元，归属于母公司的所有者权益 76.27 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.48 亿元，净利润（含少数股东损益）1.85 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.06 亿元。

公司注册地址：深圳市宝安区宝安中心区兴华路南侧荣超滨海大厦 A 栋 20 层 2008 号房；法定代表人：许开华。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

2016 年 9 月，公司面向合格投资者公开发行 8 亿元公司债券（第一期），债券票面利率为 4.00%，期限为 5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券的付息日为 2017 年至 2021 年每年的 9 月 22 日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日；顺延期间付息款项不另计利息），到期日为 2021 年 9 月 22 日。本次公司债券已于 2016 年 10 月 19 日在深圳证券交易所上市，证券简称“16 格林 01”，证券代码“112450.SZ”。

2017 年 8 月，公司面向合格投资者公开发行 6 亿元公司债券，债券票面利率为 6.27%，期限为 5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券的付息日为 2018 年至 2022 年每年的 8 月 25 日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日；顺延期间付息款项不另计利息），到期日为 2022 年 8 月 25 日。本次公司债券已于 2017 年 9 月 27 日在深圳证券交易所上市，证券简称“17 格林债”，证券代码“112575.SZ”。

2017 年 9 月 22 日，公司支付了“16 格林 01”自 2016 年 9 月 22 日至 2017 年 9 月 21 日期间的利息。截至本报告出具日，“17 格林债”未到第一个付息日。

“16 格林 01”、“17 格林债”募集资金用途为偿还银行借款和补充公司流动资金。截至 2018 年 4 月底，“16 格林 01”、“17 格林债”募集资金已按募集说明书约定用途使用完毕。

## 三、行业分析

公司主要业务包括钴镍钨铜等稀有稀贵金属循环利用业务、锂电池正极原料及材料业务、电子废弃物拆解业务及报废汽车拆解业务。

### 1. 钴、镍金属废物循环利用

2017 年，我国十种有色金属产量 5,501 万吨，同比增长 2.9%。随着国内有色金属制品的消费量和社会积蓄量不断增加，国内废有色金属回收量继续保持稳定增长。

钴、镍价格方面，以长江有色市场 1#镍板平均价为例，受大宗商品市场回暖影响，2017 年下半年以来镍价大幅回升，截至 2018 年 4 月底，镍板价格为 10.46 万元/吨。钴价走势强于镍价，以钴粉价格为例，2017 年以来钴粉价格持续走高，截至 2018 年 4 月底，钴粉价格为 66.50 万元/吨。

图2 2016年以来长江有色市场1#镍板平均价情况（单位：元/吨）

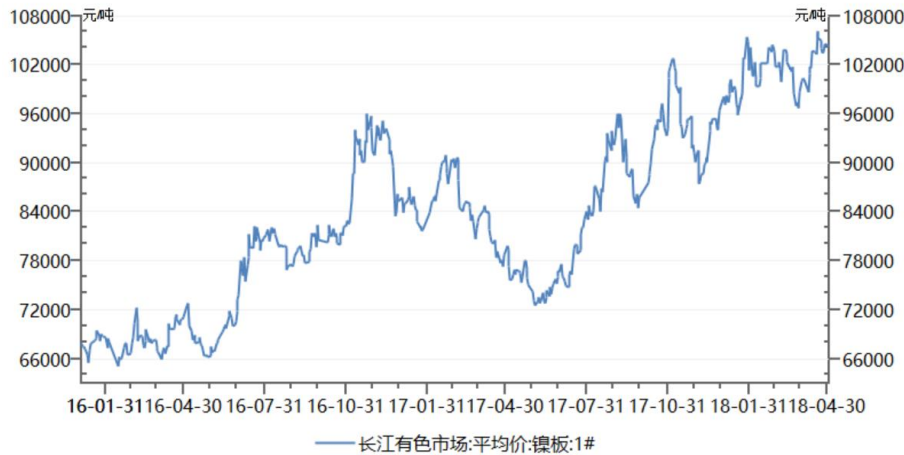
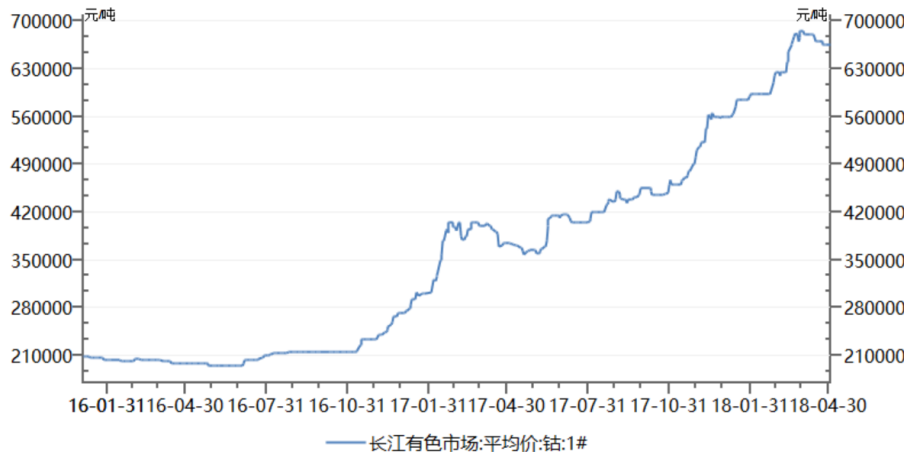


图3 2016年以来长江有色市场1#钴平均价情况（单位：元/吨）



据相关部门预计，未来几年锂离子电池市场需求会以接近 50%的年均复合增长率高速增长，到 2018 年全球需求总量将超过 38,500 万 kWh，锂离子电池将基本替代铅酸电池，而三元电池等锂电池的发展将会带来钴、镍等金属需求的大幅增长。国内的废弃钴镍资源回收主要来源之一为废旧二次电池。中国是世界上最大的电池生产与消费大国，目前中国废旧电池回收已受到重视，国家发改委将废旧电池回收列入第二批循环经济试点领域。尽管中国二次电池消费量巨大，但废旧二次电池资源分布广泛且分散，因此构建健全收集体系仍需要国家和地方政府的支持以及企业的努力。钴、镍粉体因其高附加值、高技术含量、高投入等特点，市场仍主要被世界级大公司所主导，未来随着国内龙头企业加大技术研发力度，产品质量与国外产品差距将进一步缩小，且伴随钴、镍金属价格的走低，以初级产品为主、缺乏竞争力的粗加工中小企业或将面临淘汰，行业集中度有望提升。

总体看，受大宗商品市场回暖影响，2017 年镍价、钴价均大幅回升，且钴价走势强于镍价；锂电池的快速发展会对钴、镍金属产生较大的带动作用，我国巨大的废旧电池可以为钴、镍废旧金属

循环利用提供充足的原料供应，未来钴、镍金属制造集中度将进一步提高。

## 2. 电池材料

目前，广泛使用的化学电池主要有铅酸蓄电池和锂离子电池。2017年我国锂电池正极材料快速增长，产量为32.3万吨，同比增长约49.54%，其中磷酸铁锂产量10.1万吨，同比增长36.49%，磷酸铁锂大幅增长主要受动力电池及储能锂电池带动；三元材料产量12.6万吨，同比增长93.85%，其增长主要受新能源乘用车、锂电自行车、中低端数码锂电池等市场带动。随着节能环保乘用车市场的快速增长，三元电池成为锂电池材料增长的主要动力。2017年全国锂离子电池产量超过110亿自然只；根据亚化咨询的统计，2017年中国锂离子电池产量约为88.7GWh，同比增长29.3%，产量主要集中在广东、江苏、福建、天津、江西、浙江等十个地区。

金属材料供应方面，中国属于钴、镍资源稀缺的国家，尤其是钴矿资源，主要依赖进口，国内供应能力增长缓慢，而中国却是钴、镍的重要消费国，受原矿出口国政策及国际钴、镍价波动影响，钴、镍的稀缺性将进一步增强；此外，存量废旧电池对环境危害较大，也为废旧电池回收利用企业带来较大的供应市场。

需求方面，以锂离子为主的锂电池材料下游需求主要以智能手机、笔记本电脑、平板电脑和电动汽车为主。据统计2017年全球智能手机出货量14.724亿部，同比减少约0.1%，2017年中国智能手机出货量较去年下跌约1%，但销量较去年增长约5%。与此同时，受手机尺寸持续放大、功能日趋多样化等带来的替代冲击，以及市场日趋饱和、产品生命周期长等因素影响，2017年全球平板电脑出货量为1.635亿台、同比下滑6.52%，笔记本电脑出货量1.647亿台，同比增长2.17%。另一方面，节能环保乘用车市场快速增长，2017年全球新能源汽车累计销量突破122万台，同比增长58%；根据中汽协数据显示，2017年中国新能源汽车全年累计产销量分别为79.4万辆和77.7万辆，同比分别增长53.8%和53.3%，由此带来对动力电池材料需求的大幅增加。预计纯电动汽车锂电池未来5年将增长4倍，对三元材料的需求将达20万吨，目前动力电池已持续处于供不应求的局面，成为制约新能源汽车产量增长的重要障碍。镍钴铝三元正极材料、镍钴锰三元正极材料则是制造三元动力电池的最主要材料，随着新能源汽车投入的增加，动力电池市场为钴镍金属的市场需求提供了较大的发展空间。

2017年1月，国家工信部、商务部、科技部发布了《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》，明确指出开展新能源汽车动力电池回收利用试点，建立完善废旧动力电池资源化利用标准体系，推进废旧动力电池梯次利用。这也是国家首次针对动力电池回收所进行的试点工作。

2017年4月，国家工信部、发改委、科技部联合发布了《关于印发〈汽车产业中长期发展规划〉的通知》，提出以新能源汽车和智能网联汽车为突破口，加速跨界融合，构建新型产业生态，带动产业转型升级，实现由大到强发展。到2020年，新能源汽车年产销达到200万辆。到2025年，新能源汽车占汽车产销20%以上。

2017年9月，国家工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合发布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，要求对传统能源乘用车年度生产量或者进口量达到3万辆以上的，从2019年度开始设定新能源汽车积分比例要求。

2018年2月，国家工信部、科技部、环保部、交通部、商务部、质检总局、能源局联合发布了《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》，要求加强新能源汽车动力蓄电池回收利用管理，规范行业发展。汽车生产企业应建立动力蓄电池回收渠道，负责回收新能源汽车使用及报废后产生的废旧动力蓄电池。汽车生产企业应建立回收服务网点，负责收集废旧动力蓄电池，集中贮存并移



交至与其协议合作的相关企业。鼓励汽车生产企业、电池生产企业、报废汽车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渠道。

总体看，在智能手机以及新能源汽车等领域快速发展的带动下，电池材料需求不断增长，行业产量不断扩大，尤其是三元电池成为锂离子电池增长的主要动力；需求增长将导致的钴、镍等金属资源的短缺为废旧电池回收再制造行业带来了较大的发展机遇。我国新能源电动汽车得到了政府的大力支持，新能源汽车发展将有效带动动力电池材料的发展。

### 3. 电子废弃物处理

随着电器电子产品更迭速度加快，废弃电器电子产品规模快速增长，相关数据显示，我国每年主要电器电子产品报废量超过 2 亿台，重量超过 500 万吨，已成为世界第一大废弃电器电子产品生产国。普通家电的使用寿命是 10~15 年，到 2031 年，我国主要家电产品报废量将达到 5.16 亿台，中国电器电子产品已逐步进入报废高峰期，将为电子废弃物处理企业提供充足的资源及发展机遇。

电子废弃物数量未来将大幅增长。根据每户家庭对家电的需求量测算未来家电保有量的常态值，并根据各家电的使用寿命测算常态报废量：四机一脑<sup>1</sup>的年报废量将超过 3 亿台，其中电脑年报废量将超 1 亿台，为报废大户；从内销量看，2007 年冰箱、空调两类家电内销量规模均已超过 3,000 万台，而按其使用寿命 10 年测算，2015 年开始进入报废高峰；电脑 2007 年销量已超过 5,000 万台，13 年报废量超过 5,000 万台。相对而言，洗衣机报废高峰要晚 3~4 年，报废总量只有其他品类的三分之二。按内销量和报废年限推算报废量，预计到 2018 年四机一脑理论报废量将达 2.4 亿台，13~16 年复合增速为 16.9%。如果到 2018 年拆解率能达到 80%，会有 5 倍的增长，年复合增速 35.8%。此外，在国家一系列规范化政策的作用下，电子废弃物回收个体商贩的生存空间将进一步被挤压，并被规范化运作的企业所整合，以粗放式拆解为主的不规范模式也将逐步被更高效和更先进的处理模式所取代。行业内主要企业将逐步向规范化、规模化和高技术化方向发展，龙头企业有望通过并购中小回收企业，实现规模效益，行业集中度将进一步提高。完善高效率的回收渠道、提高产品深加工能力以及合并整合将是未来电子废弃物处理企业发展的方向。

总体看，电子废弃物处理对国民经济发展有着重要意义，随着我国电器电子产品逐步进入报废高峰期，以及政府基金补贴对行业发展的推动，我国废弃电子产品回收和拆解量大幅提升，正规渠道回收处理量逐步增加，行业具有较好的发展前景。

## 四、管理分析

跟踪期内，公司无重大管理变更事项，相关管理制度延续以往模式。公司现任董事会成员 6 人、监事会成员 3 人、高级管理人员 13 人，公司高管人员大多在公司从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

总体看，公司经营状况稳定，主要高管人员大都在再生资源回收行业和企业经营管理方面具有丰富从业经验，管理运作正常。

<sup>1</sup> 四机一脑指电视机、电冰箱、洗衣机、空调和电脑。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要从事回收利用废弃钴镍钨资源、废旧电池、电子废弃物等废弃资源循环再造钴镍行业。2017年，公司实现营业收入107.52亿元，较上年增长37.22%；公司净利润为6.52亿元，较上年增长117.76%；2017年，钴钨等金属价格的上涨，对公司钴镍钨业务及电池材料业务产生了积极的影响，同时随着电池材料板块前期投资项目的逐步投产，电池材料产品产能得到进一步释放，使得公司销售额稳步增长，带动公司整体经营业绩实现了大幅增长。2017年，公司主营业务收入占营业收入比重为95.52%，公司主营业务突出。

表1 2016~2017年公司营业收入情况（单位：亿元、%、百分点）

产品类别	2016年			2017年			收入变化情况	毛利率变化情况
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
电池材料与电池原料（硫酸镍、硫酸钴、三氧化二钴、三元前驱体、三元正极材料、钴酸锂等）	20.78	26.52	22.32	55.32	51.45	24.06	166.16	1.74
钴镍粉末产品（含钴粉、草酸钴、碳酸钴、镍粉等）	6.72	8.58	19.85	13.69	12.73	24.76	103.59	4.92
钨钴制品（碳化钨、硬质合金、钨片等）	6.51	8.30	12.81	6.78	6.31	22.20	4.29	9.40
电子废弃物与报废汽车拆解（含废旧家电拆解、废五金、废塑料、电积铜、塑木型材等）	22.84	29.15	16.84	17.49	16.27	11.90	-23.43	-4.94
环境服务（含固体废物处置、污水处理、江河治理等）	2.09	2.66	24.77	1.62	1.50	24.91	-22.49	0.14
贸易	14.66	18.71	1.57	7.81	7.26	2.01	-46.75	0.44
其他	4.76	6.07	19.12	4.81	4.48	11.32	1.20	-7.80
<b>合计</b>	<b>78.36</b>	<b>100.00</b>	<b>15.71</b>	<b>107.52</b>	<b>100.00</b>	<b>19.90</b>	<b>37.22</b>	<b>4.19</b>

资料来源：公司年报

从营业收入构成看，2017年，电池材料与电池原料板块实现收入55.32亿元，同比增长166.16%，主要系电池材料及原料相关产品产能进一步释放，公司通过发挥自身电池材料业务完整的产业链优势，加大市场开拓力度所致；钴镍粉末产品板块实现收入13.69亿元，同比增长103.59%，主要系钴钨等金属价格大幅提升，公司加大钴钨等产品的生产和销售所致；钨钴制品板块实现收入6.78亿元，同比增长4.29%；电子废弃物与报废汽车拆解板块实现收入17.49亿元，同比减少23.43%，主要系公司对电子废弃物板块业务进行结构调整、电子废弃物拆解总量较上年减少所致。

从毛利率水平看，2017年，电池材料与电池原料板块毛利率较上年上升1.74个百分点，主要系电池材料及原料相关产品价格提升所致；钴镍粉末产品板块毛利率较上年上升4.92个百分点，主要系钴钨等金属价格大幅提升所致；钨钴制品板块毛利率较上年上升9.40个百分点，主要系钴钨等金属价格大幅提升所致；电子废弃物与报废汽车拆解板块毛利率较上年下降4.94个百分点，主要系公司产业转型升级，对电子废弃物板块业务进行结构调整，主动下调电子废弃物拆解总量，积极应对基金补贴回款期延长对公司的影响所致。受此综合影响，公司综合毛利率为19.90%，较上年提升4.19个百分点。

从收入区域构成看，公司产品销售主要集中于国内，内销产品有电池材料、钴镍钨产品、钨片、电子废弃物以及电积铜，2017年，国内收入占总收入的比重为76.93%，毛利率为21.33%；公司销

往海外的产品有钴粉、镍粉、碳酸钴以及三元前驱体材料，外销地区包括韩国、日本、美国和南非，国外收入占总收入的比重为 23.07%，毛利率为 15.11%，外销收入规模较上年大幅增长，主要系公司加大海外市场开拓力度，供应三星 SDI、ECOPRO 等国际主流客户所致；汇率波动加剧可能给公司海外收入规模带来一定不利影响。

表 2 2016~2017 年公司营业收入区域构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
国内	74.52	95.10	15.73	82.71	76.93	21.33
国外	3.84	4.90	15.28	24.81	23.07	15.11
合计	<b>78.36</b>	<b>100.00</b>	<b>15.71</b>	<b>107.52</b>	<b>100.00</b>	<b>19.90</b>

资料来源：公司年报

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.48 亿元，同比增长 80.05%，主要系公司本期电池材料及电池原料板块、钴镍钨板块销售规模增长所致；实现营业利润 2.15 亿元，同比增长 89.46%，主要系销售规模增长，营业收入增加所致；实现净利润 1.85 亿元，同比增长 77.79%，主要系销售规模增长，营业收入增加所致。

总体看，受益于产能释放，公司收入规模稳步提升；受电池材料及原料相关产品价格、钴钨等金属价格大幅提升影响，公司综合毛利率较上年提升；公司营业收入主要集中于国内，国外收入规模大幅增长，汇率波动加剧可能给公司海外收入规模带来一定不利影响。

## 2. 产品生产

跟踪期内，公司生产模式以及主要生产基地均未发生变化。

2017 年，除塑木型材产能维持稳定外，公司主要产品产能均有所提升。受产能扩张及市场需求增长影响，钴产品、镍产品、钨产品、电池材料的产量均大幅增长，电积铜产量下降主要系年内电积铜销售规模降低所致，钴片产量下降主要系本期钴片销售减少所致，塑木型材产量较上年小幅增长。电积铜、钴片产能扩张后，产量同比下降，存在一定设备闲置风险。受产能扩张及产量变化影响，不同产品的产能利用率有所分化。

表 3 公司主要产品生产情况（单位：吨、%）

项目		2016 年	2017 年
钴产品（含钴粉、氯化钴、草酸钴、碳酸钴等）	产量	2,623.12	5,053.23
	产能	3,000.00	5,300.00
	产能利用率	87.44	95.34
镍产品	产量	2,092.04	2,964.30
	产能	2,500.00	4,100.00
	产能利用率	83.68	72.30
电积铜	产量	23,516.73	7,416.43
	产能	20,000.00	26,200.00
	产能利用率	117.58	28.31
塑木型材	产量	23,134.42	24,486.62
	产能	20,000.00	20,000.00
	产能利用率	115.67	122.43

钨产品（碳化钨、钨合金等）	产量	2,731.54	4,415.55
	产能	3,000.00	6,000.00
	产能利用率	91.05	73.59
钴片	产量	1,941.51	409.89
	产能	1,800.00	2,000.00
	产能利用率	107.86	20.49
电池材料	产量	23,308.29	51,545.30
	产能	28,000.00	53,000.00
	产能利用率	83.24	97.26

资料来源：公司提供

总体看，2017年，除塑木型材外，公司主要产品产能均有所提升。受产能扩张及市场需求增长影响，钴产品、镍产品、钨产品、电池材料的产量均大幅增长，电积铜、钴片产量下降，塑木型材产量较上年小幅增长。

### 3. 原料采购

跟踪期内，公司采购模式、原料采购渠道、原料采购定价、采购结算等均未发生变化。

从公司主要原料采购情况看，2017年，受大宗商品价格回暖影响，公司主要原材料采购价格出现不同程度的上涨，对公司成本控制有一定不利影响。

随着公司主要产品产能的提升和产量的增加，镍原料、钴各类主要原材料的采购量整体呈增长趋势。其中，钴原料、氢氧化钴、氯化钴和钴精矿统为钴，相互之间存在替代作用，公司根据当时的采购价格和生产需求等相应调整原材料的结构。铜原料、铜精矿采购量较上年下降主要系本期减少电积铜销售所致。

表4 公司主要原料采购情况（单位：万元/吨、吨、万元）

项目		2016年	2017年
铜原料	均价	2.38	4.03
	采购量	28,653.26	16,528.91
	采购额	68,194.75	66,611.51
镍原料	均价	5.10	7.41
	采购量	5,863.30	8,097.23
	采购额	29,902.83	60,000.47
钴精矿	均价	13.15	21.22
	采购量	3,639.48	4,432.71
	采购额	47,859.19	94,062.11
氢氧化钴	均价	14.11	24.58
	采购量	4,380.75	4,730.01
	采购额	61,812.45	116,263.56
氯化钴	均价	15.23	22.49
	采购量	3,070.99	3,681.00
	采购额	46,771.13	82,785.73
钴原料	均价	10.66	20.63
	采购量	9,306.74	13,198.77
	采购额	99,209.87	272,290.69
铜精矿	均价	2.12	3.96



	采购量	820.27	536.13
	采购额	1,738.97	2,123.06

资料来源：公司提供

公司钴原料和镍原料以废旧成品为主，氢氧化钴、氯化钴和铜原料主要购自大型供应商，其他原材料采购渠道多样、分散；2017年，公司五大供应商采购额占比为22.37%，集中度一般。

表5 2017年公司供应商采购情况（单位：亿元、%）

供应商	采购金额	采购金额占比
供应商1	9.86	9.88
供应商2	4.07	4.07
供应商3	3.40	3.41
供应商4	2.58	2.58
供应商5	2.43	2.43
<b>合计</b>	<b>22.34</b>	<b>22.37</b>

资料来源：公司年报

总体看，公司原材料价格受大宗商品回暖影响而有所上涨，镍原料、钴各类主要原材料的采购量随着产能的提升和业务量的增加呈增长趋势，公司供应商集中度一般。

#### 4. 市场销售

跟踪期内，公司销售模式、销售回款及账期均未发生变化。

从销售价格看，公司主要产品平均销售价格与国际市场价格走势一致，2017年大宗商品回暖，除镍产品外，公司主要产品销售价格均较上年上升，镍产品销售价格小幅下降主要系市场价格下降所致。从销量来看，受市场需求扩张影响，除电积铜、钴片外，公司主要产品销量均较上年上升，电积铜、钴片销量下降主要系公司调整业务板块，加大电池材料与电池原料业务板块的生产所致。从产销率看，2017年，公司主要产品产销率均处于较好水平。

表6 公司产品销售情况（单位：万元/吨、吨、%）

产品		2016年	2017年
钴产品（含钴粉、氯化钴、草酸钴、碳酸钴等）	销售价格	18.32	30.15
	销量	2,514.38	4,674.66
	产销率	95.85	92.51
镍产品	销售价格	10.63	9.68
	销量	2,075.19	3,214.41
	产销率	99.19	108.44
电积铜	销售价格	3.34	5.12
	销量	22,262.24	7,687.83
	产销率	94.67	103.66
塑木型材	销售价格	0.54	0.56
	销量	23,226.48	24,618.86
	产销率	100.40	100.54
钨产品（碳化钨、钨合金等）	销售价格	12.65	13.56
	销量	2,530.00	3,669.13
	产销率	92.62	83.10

钴片	销售价格	17.43	41.14
	销量	1,896.00	439.52
	产销率	97.66	107.23
电池材料	销售价格	11.20	14.24
	销量	18,477.31	50,521.79
	产销率	79.27	98.01

资料来源：公司提供

2017年，公司前五大客户销售额占当年产品总销售额的23.19%，集中度一般。

表7 2017年公司主要销售客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售额	占年度销售总额比例
客户1	7.28	6.77
客户2	6.56	6.10
客户3	4.51	4.19
客户4	3.43	3.19
客户5	3.16	2.93
<b>合计</b>	<b>24.94</b>	<b>23.19</b>

资料来源：公司年报

总体看，2017年大宗商品回暖，除镍产品外，公司主要产品销售价格均较上年上升；受市场需求扩张影响，除电积铜、钴片外，公司主要产品销量均较上年上升；2017年，公司主要产品产销率均处于较好水平。

#### 5. 贸易及其他业务板块

2013年以来，公司在保证库存和生产需求的基础上，根据市场行情的变化，适时进行钴片和镍粉等商品贸易，贸易量按当年产销情况和市场行情而定，因此各年波动明显。供应商主要分布在长三角地区，与供应商的结算方式主要是银行承兑汇票，即期结算。公司下游客户同样分布在长三角地区，与客户结算方式主要是电汇，即期结算。贸易业务并非公司优势主业，2017年实现收入为7.81亿元，较上年大幅减少46.75%，主要系本期钨钴等金属价格及电池材料相关产品价格大幅提升，公司加大钴镍钨业务及电池材料业务板块的生产和销售，对应收缩贸易板块的销售规模所致；毛利率小幅上升但仍较低，为2.01%。

其他业务主要为报废汽车拆解、固废填埋等业务收入。2017年，其他业务实现收入合计4.81亿元，毛利率为11.32%，其他业务板块业务量小但毛利率水平较高。

总体看，公司贸易及其他业务板块经营情况较好，对主营业务形成良好的补充。

#### 6. 经营效率

2017年，公司应收账款周转次数为5.21次，较上年的5.27次略有下降，主要系本期电子废弃物业务应收基金补贴款和电池材料板块及钴镍钨板块应收账款增加所致；存货周转次数为2.12次，较上年2.08次提高，主要系本期销售规模扩大，使得营业成本增加所致；总资产周转次数为0.52次，较上年0.45次有所提高。

总体看，2017年，公司经营效率有所提高。

## 7. 在建项目

公司在建项目主要以电池材料制造、废弃物循环利用生产项目建设为主。

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目有循环再造动力三元材料用前驱体原料项目（6 万吨/年）、武汉城市矿产循环产业园项目，公司在建工程已完成投资 18.54 亿元，公司尚未完成投资额合计 9.62 亿元，2019~2020 年预计投资额分别为 6.59 亿元、1.13 亿元，未来公司资本支出压力较小。

未来，随着公司在建项目的逐渐完工，公司电池材料制造、废弃物循环利用等循环产业链将更加完善，有利于进一步带动公司经营业绩的提升。

表8 截至2018年3月底公司在建工程情况（单位：%、万元）

项目名称	所属业务板块	起止时间	总投资	计划资金来源	2018年3月底累计投入	未来几年投资计划		
	（钴镍钨/电子废弃物/电池材料）					2018年剩余投资	2019年投资额	2020年投资额
循环再造动力三元材料用前驱体原料项目（6万吨/年）	电池材料	2017.1~2019.12	161,600.00	贷款、自筹资金	69,727.07	14,651.23	65,921.70	11,300.00
武汉城市矿产循环产业园项目	电子废弃物	2013~2018.12	120,000.00	贷款、自筹资金	115,679.87	4,320.13	--	--
<b>合计</b>	--	--	<b>281,600.00</b>	--	<b>185,406.94</b>	<b>18,971.36</b>	<b>65,921.70</b>	<b>11,300.00</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司仍处于高速发展期，公司尚未完成投资额合计 9.62 亿元，未来公司资本支出压力较小。未来随着公司在建项目的逐渐完工，公司循环产业链将更加完善，有利于带动整体经营业绩的进一步提升。

## 8. 重要事项

### （1）签署多项战略合作协议及战略合作备忘录

跟踪期内，公司签署多项战略合作协议及战略合作备忘录。2017 年 08 月 28 日，格林美（无锡）能源材料有限公司与江苏天鹏电源有限公司签署了标的为镍钴锰酸锂三元正极材料的重大合同，2017 年该合同执行数量为 1,032.25 吨，涉及金额 18,260.50 万元。

### （2）非公开发行股票事项

公司第四届董事会第二十四次会议和 2017 年第二次临时股东大会审议通过了非公开发行股票方案，拟通过非公开发行股票募集资金总额不超过 295,100.00 万元，用于以下项目：（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。2017 年 12 月 4 日，本次非公开发行项目已获得中国证监会发行审核委员会审核通过。

总体看，跟踪期内，公司签署的战略合作协议及战略合作备忘录将对公司营业收入和营业利润

产生一定的积极影响，对公司未来的市场开拓产生积极影响。公司非公开发行股票事项已获得中国证监会审核通过，未来若公司成功非公开发行股票，公司资本实力将明显提升。

#### 9. 经营关注

受我国经济增速放缓以及国家过剩行业供给侧改革的影响，主要有色金属价格出现较大波动，上游供应结构性短缺、下游需求不振，2017年有色金属价格大幅回升，但后续增长乏力，公司镍、铜等主要产品价格波动，给公司经营业绩带来较大的不确定性。

#### 10. 未来发展

2018年，公司将继续坚持以效益为中心，强化经营风险管控，从建设、生产、运营等方面全面释放产能与效益。

(1) 公司将坚守“城市矿山+新能源材料”核心产业战略，聚焦钴镍钨、电池材料与废物回收利用三大核心业务，探索做大料场运营模式，积极发展稀散金属回收业务。

(2) 公司将全面实施质量提升工程，强化质量管理，对标主流产品的世界品牌，拟定精准的质量提升目标，把产品质量做到最好，做产业链的高端产品、高质量产品。

(3) 公司坚守“不环保、不生产”，坚决执行“严禁偷排与无组织排放、达标排放、不扰民”的三个环境管理法则，养成环保与生产一起抓的生产管理观，杜绝环境污染。

(4) 深耕战略市场合作关系，进一步强化与三星 SDI、ECOPRO、ATL/CATL 等优质客户的战略合作关系，积极拓展国际战略客户，做大市场底盘，为公司产业发展奠定基础。

(5) 公司将严控无效投资，杜绝一切不利于效益的支出，去库存，全面压缩各项成本支出，坚决遏制亏损业务，坚决抵御效益下滑业务。盘活有效资产，降低负债率，提升公司的抗风险能力。

(6) 公司全面实施创新驱动，建立领军人才与专业人才领头的创新团队。

总体看，公司经营战略重点更加强调加强管理能力、巩固核心优势业务、推行环保因子考核、培养专业化人才等方面，战略方案可行性较强，有利于公司的未来发展。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2017 年度财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制。从合并范围来看，公司 2017 年度纳入合并范围的子公司、孙公司共 67 户，比上年度增加 1 家子公司、13 家孙公司，减少 2 家孙公司；截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 66 家。公司合并范围变化未涉及公司主营业务变化，合并范围内新增或减少子公司资产规模相对较小，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 222.51 亿元，负债合计 143.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 78.97 亿元，归属于母公司的所有者权益 75.22 亿元。2017 年，公司实现营业收入



107.52 亿元，净利润（含少数股东损益）6.52 亿元，归属于母公司所有者的净利润 6.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.33 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.71 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 227.99 亿元，负债合计 147.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 80.09 亿元，归属于母公司的所有者权益 76.27 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.48 亿元，净利润（含少数股东损益）1.85 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.06 亿元。

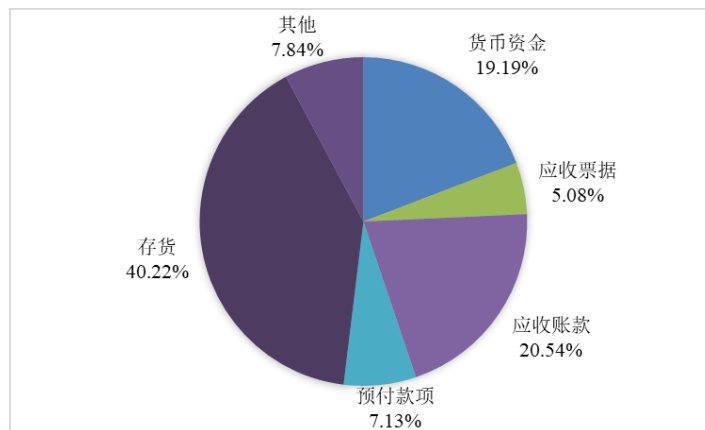
## 2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 222.51 亿元，较年初大幅增长 16.66%，其中流动资产 113.71 亿元（占 51.10%），非流动资产 108.79 亿元（占 48.90%），资产结构以流动资产为主。

### （1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 113.71 亿元，较年初大幅增长 20.68%；流动资产主要由货币资金（占 19.19%）、应收票据（占 5.08%）、应收账款（占 20.54%）、预付款项（占 7.13%）和存货（占 40.22%）构成。

图4 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司货币资金为 21.83 亿元，较年初大幅增长 32.91%，主要系发行公司债券募集资金增加所致。公司货币资金由库存现金（占 0.03%）、银行存款（占 87.95%）和其他货币资金（占 12.03%）构成；公司其他货币资金为信用证、应付票据保证金，全部为受限货币资金，共 2.62 亿元，公司受限资金比例尚可。

截至 2017 年底，公司应收票据为 5.78 亿元，较年初大幅减少 20.78%，主要系公司票据结算减少所致。公司应收票据由银行承兑票据（占 97.37%）、商业承兑票据（占 0.74%）和信用证（占 1.89%）构成。截至 2017 年底，公司以账面价值为 2.14 亿元的应收票据作为质押开出银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 23.35 亿元，较年初大幅增长 40.76%，主要系本期电子废弃物业务应收基金补贴款增加 2.87 亿、本期电池材料板块及钴镍钨板块应收账款增加 3.88 亿所致。截至 2017 年底，应收账款坏账准备余额为 0.95 亿元，计提比例为 3.91%。从账龄分布来看，1 年以内的应收账款占 91.88%，1~2 年的应收账款占 6.27%，2~3 年的占 1.60%，3 年以上的占 0.25%，总体账龄较短。截至 2017 年底，公司应收账款余额前五名合计 15.50 亿元，占应收账款年末余额的 63.79%，较为集中；其中政府拆解基金补贴为 12.37 亿元，占应收账款期末账面价值的 52.96%，账龄在 3 年以内。

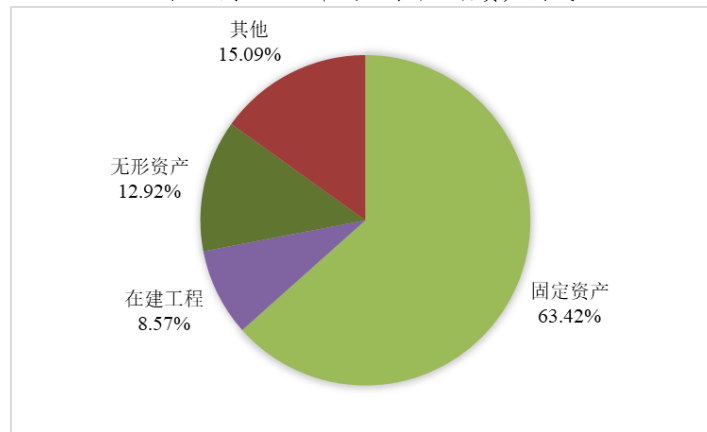
截至 2017 年底，公司预付款项为 8.11 亿元，较年初大幅增长 22.98%，主要系预付材料采购款增长所致。年末余额前五名预付账款合计 5.69 亿元，占预付账款年末余额合计数的 70.24%，集中度较高。账龄在 1 年以内的预付款项占 97.67%，账龄较短。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 45.74 亿元，较年初大幅增长 30.75%，主要系本期钴原料价格大幅上涨、电池材料板块及钴镍钨板块销售规模扩大，为保证生产经营需要增加存货储备所致。公司存货主要由原材料（占 50.20%）、在产品（占 22.08%）、库存商品（占 19.63%）、发出商品（占 1.90%）和开发产品（占 1.63%）等构成。公司对相关原材料、在产品、库存商品和周转材料计提了跌价准备，2017 年底跌价准备余额为 0.28 亿元，由于铜、镍等金属价格波动较大，公司存货面临一定的跌价风险。

## （2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 108.79 亿元，较年初大幅增长 12.74%；非流动资产主要由固定资产（占 63.42%）、在建工程（占 8.57%）和无形资产（占 12.92%）构成。

图5 截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 68.99 亿元，较年初大幅增长 38.00%，主要系在建工程本期完工转固所致，公司固定资产由房屋及建筑物（占 48.20%）、机器设备（占 46.45%）、运输设备（占 1.09%）、办公及电子设备（占 1.79%）和其他设备（占 2.47%）构成；已累计计提折旧 16.42 亿元，固定资产成新率 80.79%，成新率较高。公司对机器设备和办公及电子设备计提了减值准备，截至 2017 年底共计提减值准备 936.95 万元。固定资产中正在办理产权证书的房屋及建筑物账面价值 14.87 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程为 9.33 亿元，较年初大幅减少 42.86%，主要系在建工程本期完工转固所致。2017 年公司完工的主要项目有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、武汉城市矿产循环产业园项目、仙桃城市矿产大市场建设、天津报废汽车综合利用项目一期、荆门循环再造动力电池材料项目、荆门钨资源回收利用项目。

截至 2017 年底，公司无形资产为 14.06 亿元，较年初大幅增长 10.82%，主要系土地使用权增长所致。无形资产由土地使用权（占 75.46%）、专利权（占 12.85%）、计算机软件（占 0.16%）和其他（占 11.53%）组成，累计摊销 2.28 亿元。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 3.13 亿元，较年初大幅增长 43.08%，主要系本期投资成立 ECOPRO GEM CO.,LTD，持有其 30.3% 股权，属于公司的联营企业；本期增资株洲欧科亿数控精

密刀具股份有限公司，属于公司的联营企业；本期增资河南沐桐环保产业有限公司，属于公司的联营企业。

截至 2017 年底，公司受限资产为 8.06 亿元，占资产总额的 3.62%，受限比例低。

表 9 截至 2017 年末公司受限资产明细表（单位：亿元）

受限资产	受限金额	备注
货币资金	2.62	信用证、应付票据保证金
应收票据	2.14	票据质押、作为质押取得银行借款
固定资产	2.03	作为抵押取得银行借款、开具银行承兑汇票
无形资产	1.27	作为抵押取得银行借款、开具银行承兑汇票
<b>合计</b>	<b>8.06</b>	--

资料来源：公司年报

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 227.99 亿元，较上年底增长 2.46%。其中，流动资产占 51.94%，非流动资产占 48.06%，较上年末变化不大。

总体看，截至 2017 年底，公司资产规模较年初大幅增长，其中固定资产及在建工程规模较大。流动资产中存货和应收账款占比较高，对公司资产流动性产生一定影响，由于铜、镍等金属价格波动较大，公司存货存在一定的跌价风险；公司现金类资产较充裕，资产结构较为稳定，整体资产质量较高。

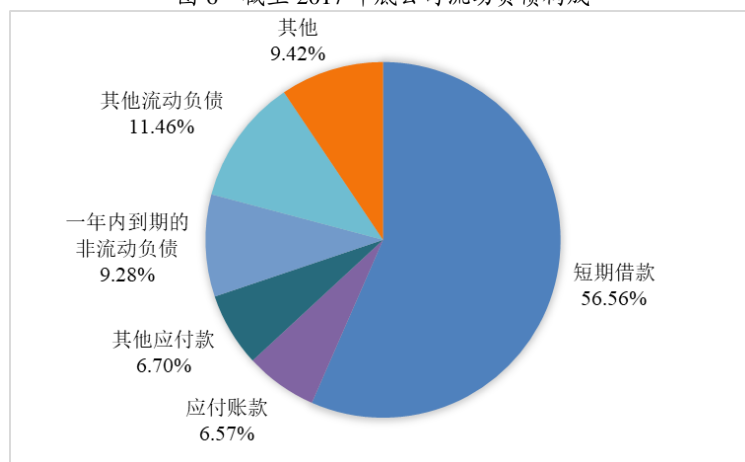
### 3. 负债及所有者权益

#### (1) 负债

截至 2017 年底，公司负债规模合计 143.54 亿元，较年初大幅增长 20.93%，其中流动负债 98.89 亿元（占 68.89%），非流动负债 44.65 亿元（占 31.11%），负债结构以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 98.89 亿元，较年初大幅增长 26.44%，主要系短期借款增长所致；流动负债主要由短期借款（占 56.56%）、应付账款（占 6.57%）、其他应付款（占 6.70%）、一年内到期的非流动负债（占 9.28%）和其他流动负债（占 11.46%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司短期借款为 55.93 亿元，较年初大幅增长 29.43%，主要系公司生产销售规模扩大，营运资金需求增加，公司相应增加了短期借款所致。公司短期借款主要为抵押借款（占

12.91%)、保证借款(占 75.40%)和信用借款(占 10.12%)。

截至 2017 年底,公司应付账款为 6.49 亿元,较年初大幅增长 47.14%,主要系应付货款及其他大幅增长所致。应付账款主要为货款,账龄超过 1 年的应付账款未结转的原因主要为合同仍在执行中。

截至 2017 年底,公司其他应付款为 6.63 亿元,较年初增长 2.66%。其他应付款主要由工程设备款(占 71.10%)、投资款(占 19.69%)、往来款(占 6.82%)和保证金(占 2.39%)构成。账龄超过 1 年的其他应付款未偿还的原因主要为未到付款期。

截至 2017 年底,公司一年内到期的非流动负债为 9.18 亿元,较年初减少 2.65%,主要系年内到期的长期借款大幅减少所致。

截至 2017 年底,公司其他流动负债为 11.33 亿元,较年初大幅增长 110.46%,主要系短期应付债券大幅增长所致。公司其他流动负债主要由短期应付债券(占 98.05%)<sup>2</sup>和将于 1 年内转入营业外收入的递延收益(占 1.95%)构成。

表 10 截至 2017 年底公司存续期内短期应付债券情况(单位:亿元)

债券简称	发行日期	发行金额	债券期限
17 格林美 CP001	2017/7/27	3.00	1 年
17 格林美 SCP001	2017/8/24	2.00	270 天
17 格林美 SCP002	2017/11/22	3.00	270 天
17 格林美 SCP003	2017/11/28	3.00	270 天
合计	--	11.00	--

资料来源:公司年报

截至 2017 年底,公司非流动负债合计 44.65 亿元,较年初大幅增长 10.27%;非流动负债主要由长期借款(占 21.07%)、应付债券(占 64.71%)、长期应付款(占 7.26%)和递延收益(占 5.45%)构成。

截至 2017 年底,公司长期借款为 9.41 亿元,较年初大幅增长 24.40%,主要系公司生产销售规模扩大,营运资金需求增加,公司相应增加了长期借款所致。公司长期借款在 1~2 年到期的占 70.47%,在 2~3 年到期的占 11.17%,在 3~4 年到期的占 11.27%,4 年以上的占 7.09%,2019 年到期的长期借款占比较大,届时将面临一定的偿付压力。

截至 2017 年底,公司应付债券为 28.90 亿元,较年初增长 0.35%。公司应付债券情况见下表所示。

表 11 截至 2017 年底公司存续期内应付债券情况(单位:亿元)

债券简称	发行日期	发行金额	债券期限
12 格林债	2012/12/21	8.00	8 年
16 格林美 MTN001	2016/3/17	3.00	3 年
15 格林美 MTN001	2015/9/9	5.00	3 年
16 格林 01	2016/9/22	8.00	5 年
16 格林绿色债	2016/10/31	5.00	7 年
17 格林债	2017/8/25	6.00	5 年
合计	--	35.00	--

资料来源:公司年报

<sup>2</sup>公司其他流动负债中的短期应付债券已计入短期债务。



截至2017年底，公司长期应付款<sup>3</sup>为3.24亿元，较年初大幅增长66.86%，主要系荆门格林美新材料有限公司2017年9月向长城国兴金融租赁有限公司融资租入其它非金属矿物制品工业专用设备固定资产所致。

截至2017年底，公司递延收益为2.43亿元，较年初大幅增长86.89%，主要系收到政府补贴款增长所致。

全部债务方面，截至2017年底，公司全部债务为120.88亿元，较年初大幅增长19.46%。其中，公司短期债务为79.49亿元（占65.76%），较年初大幅增长25.03%，主要系发行短期应付债券所致；公司长期债务为41.39亿元（占34.24%），较年初大幅增长10.03%，主要系发行公司债券所致。2017年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.51%、60.49%和34.39%，分别较年初的62.24%、58.42%和34.31%上升2.27个百分点、2.07个百分点和0.08个百分点。公司债务负担有所加重。

截至2018年3月底，公司负债规模合计147.90亿元，较上年底增长3.04%，其中流动负债107.21亿元（占72.48%），非流动负债40.70亿元（占27.52%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。截至2018年3月底，公司全部债务为124.89亿元，较上年底增长3.32%；其中，公司短期债务为87.03亿元（占69.69%），较年初增长9.49%；公司长期债务为37.86亿元（占30.31%），较年初减少8.54%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.87%、60.93%和32.10%，债务负担较年初有所增长。

总体看，2017年，公司负债以流动负债为主，短期债务占比较高，债务结构有待改善，短期偿债压力较大；公司负债规模及有息债务规模均有所扩大，公司整体债务负担较重。

#### （2）所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计78.97亿元，较年初增长9.64%，其中归属于母公司的所有者权益占95.26%。归属于母公司的所有者权益主要由或股本（占50.73%）、资本公积（占27.08%）、其它综合收益（占0.77%）、盈余公积（占0.47%）和未分配利润（占20.95%）构成；股本及资本公积占比较高，权益稳定性较高。

截至2017年底，公司股本为38.16亿元，较年初大幅增长31.09%，主要系公积金转增股本8.81亿元所致。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计80.09亿元，较上年底增长1.42%，其中归属于母公司的所有者权益占95.23%，较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益规模变化不大，归属于母公司所有者的权益仍以股本和资本公积为主，权益稳定性较好。

#### 4. 盈利能力

2017年，钴钨等金属价格的上涨，对公司钴镍钨业务及电池材料业务产生了积极的影响，同时随着电池材料板块前期投资项目的逐步投产，电池材料产品产能得到进一步释放，使得公司销售额稳步增长。2017年，公司实现营业收入107.52亿元，较上年大幅增长37.22%；公司实现营业利润7.94亿元，较上年大幅增长163.28%；公司实现净利润6.52亿元，较上年大幅增长117.76%。

从期间费用来看，2017年，公司费用总额为12.23亿元，同比增长34.63%。其中，销售费用、管理费用、财务费用占比分别为6.59%、55.46%和37.94%。具体看，2017年，公司销售费用为0.81亿元，较上年大幅增长39.84%，主要系当期公司电池材料及钴镍钨板块销售量大幅增加，使得运输

<sup>3</sup>长期应付款中的2.44亿元融资租赁款已计入长期债务。

费增加 1,075.39 万元，包装物增加 927.09 万元所致。2017 年，公司管理费用为 6.79 亿元，较上年大幅增长 47.67%，主要系本期研发费用增加 1.05 亿以及公司规模扩大、相应的薪资及折旧摊销费用增加影响所致。2017 年，公司财务费用为 4.64 亿元，较上年大幅增长 18.55%，主要系本期生产经营规模大幅增长，导致所需银行借款及债券规模大幅增加，对应的利息支出大幅增加所致。2016~2017 年，公司费用收入比分别为 11.60% 和 11.38%，虽呈下降态势，但费用控制能力有待提升。

2017 年，公司所取得的公允价值变动净收益为 -0.05 亿元，主要系子公司江西格林美资源循环有限公司向国外采购铜原料，采用点价方式确定采购价格，因期货市场价格波动形成的损益所致。2017 年，公司所取得的投资净收益为 0.03 亿元，（占当年公司营业利润 0.40%），较上年大幅减少 96.39%，主要系本年处置长期股权投资产生的投资收益、理财产品收益及丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得比上年减少所致。2017 年，公司所取得的营业外收入为 0.11 亿元，（占当年公司营业利润 1.42%），较上年大幅减少 83.86%，主要系本期会计政策变更，将与企业日常活动相关的政府补助调整至其他收益核算所致。2017 年，公司新增其他收益 0.65 亿元，主要由 0.30 亿元企业发展基金、0.20 亿元递延收益转入、0.11 亿元增值税即征即退构成。由于电子废弃物与电池材料补贴政策下降，可能对公司非经常损益的可持续性存在不利影响。

从盈利指标来看，2017 年，受大宗商品市场回暖影响、钴钨等有色金属价格持续上升，公司盈利指标均有所好转。2017 年，公司营业利润率为 19.21%，较上年 15.03% 上升 4.17 个百分点；公司总资产收益率为 6.00%，较上年 4.32% 上升 1.68 个百分点；公司总资产报酬率为 6.11%，较上年 4.22% 上升 1.89 个百分点；公司净资产收益率为 8.64%，较上年 4.28% 上升 4.36 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.48 亿元，同比增长 80.05%，主要系公司本期电池材料及电池原料板块、钴镍钨板块销售规模增长所致；实现营业利润 2.15 亿元，同比增长 89.46%，主要系销售规模增长，营业收入增加所致；实现净利润 1.85 亿元，同比增长 77.79%，主要系销售规模增长，营业收入增加所致。

总体看，受产能规模扩大，部分产品价格上升的带动，公司收入规模及利润规模均大幅增长，盈利能力较上年明显提升。公司费用控制能力仍有待加强。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入小计为 114.06 亿元，较上年大幅增长 35.09%，主要系公司销售规模扩大，收到款项增加所致。2017 年，公司经营活动现金流出小计为 111.73 亿元，较上年大幅增长 34.17%，主要系公司销售规模扩大，对应的采购支出增长所致。综上影响，2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.33 亿元，较上年 1.16 亿元有所增长，主要系公司产品核心竞争力提升，公司扩大对国内外优质战略客户的销售规模，缩短应收账款账期以及公司积极调整产品结构，加大对现金流较好产品的生产及销售所致。2016~2017 年，公司现金收入比率分别为 105.03% 和 103.50%，2017 年较上年有所下降，但公司收入实现质量仍较高。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入小计为 7.03 亿元，较上年大幅增长 70.09%，主要系公司收回上一年度理财产品本金和投资收益所致。2017 年，公司投资活动现金流出小计为 19.09 亿元，较上年大幅减少 15.95%。综上影响，2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -12.07 亿元，较上年净流出 18.58 亿元规模有所缩减，主要系本期收回上一年度理财产品本金以及投资收益以及本期股权投资减少所致。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入小计为 97.43 亿元，较上年大幅增长 18.23%，主要系借款大幅增长所致。2017 年，公司筹资活动现金流出小计为 80.85 亿元，较上年大幅增长

27.39%，主要系偿还债务支付的现金大幅增长所致。综上影响，2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为16.58亿元，较上年18.94亿元有所减少。

2018年1~3月，公司经营活动现金净额为1.06亿元，投资活动现金净额为-1.75亿元，筹资活动现金净额为0.85亿元。

总体看，2017年，公司经营活动现金净额较上年有所增长，收入实现质量较高，由于公司未来偿还债务支付现金较多，使得公司未来仍存在较大的外部融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2017年，公司流动比率分别为1.20倍和1.15倍；公司速动比率分别为0.76倍和0.69倍；公司现金短期债务比分别为0.37倍和0.35倍。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA为17.88亿元，较上年增长56.64%，主要系利润总额大幅增长所致。公司2017年EBITDA主要由利润总额（占44.49%），计入财务费用的利息支出（占26.07%），折旧（占24.68%），以及摊销（占4.77%）构成。2016~2017年，公司EBITDA全部债务比分别为0.11倍和0.15倍。2016~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为2.65倍和3.50倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司获得银行授信额度108.13亿元，已使用授信额度74.78亿元，未使用授信额度33.35亿元，公司间接融资渠道较畅通。此外，作为上市公司，公司具备资本市场直接融资能力。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码G10440306001166004），截至2018年5月30日，公司未结清及已结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息。

截至2018年3月底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

总体看，公司整体偿债能力指标处一般水平，但考虑行业地位，产品市场需求状况等因素，公司整体偿债能力很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产达28.21亿元，约为“16格林01”、“17格林债”本金（14.00亿元）的2.02倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度高；净资产达80.09亿元，约为“16格林01”、“17格林债”本金（14.00亿元）的5.72倍，公司净资产能够对“16格林01”、“17格林债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为17.88亿元，约为“16格林01”、“17格林债”本金（14.00亿元）的1.28倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金净流入为2.33亿元，约为“16格林01”、“17格林债”本金（14.00亿元）的0.17倍，公司经营活动现金净流入量对债券本金的覆盖程度一般；公司2017年经营活动产生的现金流入为114.06亿元，约为“16格林01”、“17格林债”本金（14.00亿元）的8.15倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为电子废弃物综合利用行业的技术领军企业和产业领军企业，在政策支持、技术水平、市场品牌、市场占有率等方面仍具有很强的竞争优势，能够通过持续经营

获得较高的利润留存，公司对“16 格林 01”、“17 格林债”依然保持很强的偿还能力。

## 八、综合评价

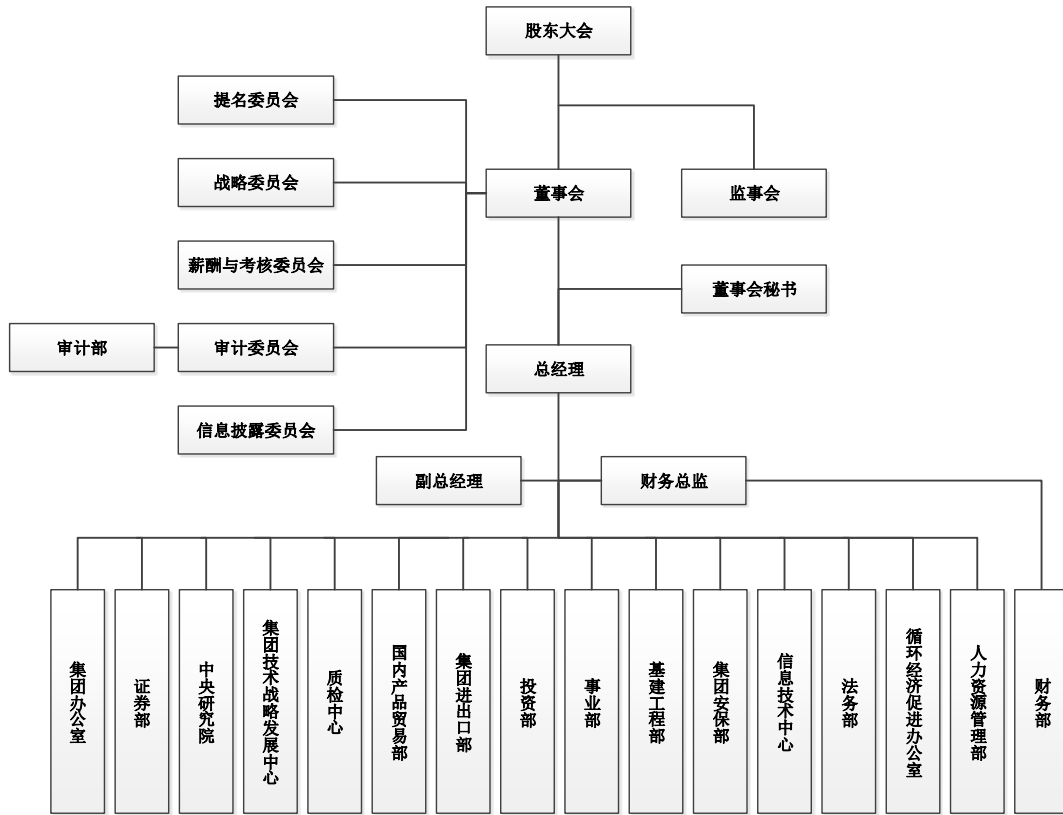
公司作为国内第一家再生资源行业和电子废弃物回收利用的上市公司，在钴、镍、钨行业、电池材料与电池原料的产能布局、产品质量等方面继续保持优势。2017 年，钴、钨等金属价格上涨，对公司钴镍钨业务及电池材料业务产生了积极的影响，同时随着电池材料板块前期投资项目的逐步投产，电池材料产品产能得到进一步释放，带动公司经营业绩实现了较大幅度增长。

同时，联合评级也关注到，跟踪期内，受基金补贴回款期延长影响，公司电子废弃物与报废汽车拆解业务收入大幅减少；有色金属价格大幅波动、公司有息债务增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望“稳定”；同时维持“16 格林 01”、“17 格林债”债项信用等级为“AA”。



### 附件 1 格林美股份有限公司组织结构图



## 附件 2 格林美股份有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	190.72	222.51	227.99
所有者权益 (亿元)	72.02	78.97	80.09
短期债务 (亿元)	63.57	79.49	87.03
长期债务 (亿元)	37.62	41.39	37.86
全部债务 (亿元)	101.19	120.88	124.89
营业收入 (亿元)	78.36	107.52	30.48
净利润 (亿元)	3.00	6.52	1.85
EBITDA (亿元)	11.42	17.88	--
经营性净现金流 (亿元)	1.16	2.33	1.06
应收账款周转次数 (次)	5.27	5.21	--
存货周转次数 (次)	2.08	2.12	--
总资产周转次数 (次)	0.45	0.52	--
现金收入比率 (%)	105.03	103.50	113.64
总资本收益率 (%)	4.32	6.00	--
总资产报酬率 (%)	4.22	6.11	--
净资产收益率 (%)	4.28	8.64	2.32
营业利润率 (%)	15.03	19.21	19.03
费用收入比 (%)	11.60	11.38	12.20
资产负债率 (%)	62.24	64.51	64.87
全部债务资本化比率 (%)	58.42	60.49	60.93
长期债务资本化比率 (%)	34.31	34.39	32.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.65	3.50	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.15	--
流动比率 (倍)	1.20	1.15	1.10
速动比率 (倍)	0.76	0.69	0.65
现金短期债务比 (倍)	0.37	0.35	0.32
经营现金流动负债比率 (%)	1.48	2.36	0.99
EBITDA/待偿债券本金合计 (倍)	0.82	1.28	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、短期债务计算中加入了其他流动负债科目中的债务部分，长期债务计算中加入了长期应付款中的债务部分。4、2018 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化。5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

    长期债务=长期借款+应付债券

    短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券  
    +一年内到期的非流动负债

    全部债务=长期债务+短期债务

    EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

    所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 企业主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。