



# 信用等级通知书

信评委函字[2012]011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拟发行的“深圳市格林美高新技术股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为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  
信用评级委员会  
二零一二年八月三十日

## 深圳市格林美高新技术股份有限公司 2012 年公司债券信用评级报告

<b>债券级别</b>	AA
<b>主体级别</b>	AA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	深圳市格林美高新技术股份有限公司
<b>申请规模</b>	不超过人民币 8 亿元 (含 8 亿元)
<b>债券期限</b>	不超过 8 年 (含 8 年), 附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
<b>偿还方式</b>	按年付息、到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。

### 概况数据

格林美	2009	2010	2011	2012.H1
所有者权益 (亿元)	2.83	10.55	21.97	22.08
总资产 (亿元)	7.83	19.26	39.28	41.67
总债务 (亿元)	4.31	7.83	16.03	18.27
营业总收入 (亿元)	3.68	5.70	9.19	5.52
营业毛利率 (%)	33.97	35.65	31.68	29.84
EBITDA (亿元)	1.02	1.63	2.73	1.75
所有者权益收益率 (%)	20.12	8.12	5.47	6.15
资产负债率 (%)	63.82	45.25	44.06	47.02
总债务/EBITDA (X)	4.23	4.81	5.88	5.21
EBITDA 利息倍数 (X)	5.47	5.45	3.53	3.26

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、2012.H1 所有者权益收益率经年化处理。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 评定“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”) 2012 年公司债券”信用等级为 **AA**, 该级别反映了本期债券的信用质量很高, 信用风险很低。

中诚信证评评定格林美主体信用等级为 **AA**, 该级别反映了公司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。中诚信证评认为近年来再生资源行业得到国家政策层面的大力支持, 有效推动了行业的快速发展, 同时肯定了公司在研发实力、技术优势、原材料保障程度等方面的优势。此外, 我们也关注到公司在建项目较多, 尚存在一定融资压力以及经营性现金流不甚稳定等因素可能对公司信用水平产生的影响。

### 正面

- 政府政策支持力度大, 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。
- 突出的研发实力和技术优势。公司在废弃钴镍资源和电子废弃物的循环利用领域取得 100 余项专利, 并牵头起草多项国家和行业标准, 成为再生资源行业的领先企业, 该优势短时期内较难被其他企业复制, 为公司的核心竞争力所在。
- 原材料保障优势。公司以废弃资源生产钴镍金属, 以电子废弃物回收稀贵金属、制造塑木型材的方式不受原矿资源的限制, 具有充足的原料基础保障。同时, 公司已建立起多层次的原材料供应模式, 原材料采购体系已覆盖广东、江西、湖南、湖北和河南 100 多个县市, 为公司业务规模的快速发展奠定良好基础。

### 分析师

邵津宏 [jshao@ccxr.com.cn](mailto:jshao@ccxr.com.cn)  
曹张琪 [zqcao@ccxr.com.cn](mailto:zqcao@ccxr.com.cn)  
蔡汤冬 [tdcai@ccxr.com.cn](mailto:tdcai@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

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

2012 年 8 月 30 日



## 关 注

- 融资压力。公司在建项目较多，未来随着在建项目的推进以及投产后运营资金需求的上升，公司尚存在一定融资压力。
- 经营性现金流不甚稳定。近几年，随着公司产能的快速扩张，公司加大了原材料的储备力度，2009~2012 年上半年，公司经营性现金流分别为 0.74 亿元、-3.34 亿元、1.17 亿元和-2.49 亿元，经营性现金流不甚稳定。

## 概 况

### 发债主体概况

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”）前身为深圳市格林美高新技术有限公司，成立于2001年11月28日。2006年12月，由深圳市汇丰源投资有限公司、广东省科技风险投资有限公司、深圳市协讯实业有限公司、深圳市鑫源兴材料有限公司<sup>1</sup>共同作为发起人，公司整体变更为股份公司。2010年1月22日，根据中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）“许可[2009]1404号”文《关于核准深圳市格林美高新技术股份有限公司首次公开发行股票批复》，公司公开发行人民币普通股2,333万股，发行后公司股本为9,332万股。2011年12月2日，公司向特定投资者非公开发行人民币普通股4,715.909万股，募集资金净额人民币10亿元，发行后公司股本总额增加至28,979.109万股。后经增资扩股，截至2012年6月30日，公司股本总额为57,958.218万股。

格林美主要从事以废旧电池、电子废弃物等废弃资源的回收再生利用业务，拥有国家循环经济试点企业、国家创新型企业、国家级高新技术企业等资质，系中国循环经济与低碳制造的领军企业之一。

截至2011年12月31日，公司资产总计39.28亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.97亿元，资产负债率为44.06%。2011年，公司共实现营业收入9.19亿元，取得净利润1.20亿元，产生经营性现金净流入1.17亿元。截至2012年6月30日，公司资产总计41.67亿元，所有者权益（含少数股东权益）22.08亿元，资产负债率为47.02%。2012年上半年，公司共完成营业收入5.52亿元，取得净利润0.68亿元。

<sup>1</sup> 2012年8月15日，深圳市鑫源兴材料有限公司更名为丰城市鑫源兴材料有限公司。

## 本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	深圳市格林美高新技术股份有限公司 2012 年公司债券。
发行总额	不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元）
债券期限	不超过 8 年（含 8 年），附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	前 5 年票面利率根据发行人与保荐人根据网下询价结果确定；在本期债券存续期内第 5 年末，如发行人行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在债券存续期后 3 年的票面利率为债券存续期前 5 年票面利率加上上调基点，在债券存续期后 3 年执行新利率；若发行人未行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在债券存续期后 3 年票面利率仍维持原有票面利率不变。
发行价格	本期债券面值 100 元，按面值平价发行
付息方式	按年付息、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	用于偿还银行贷款和补充公司流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

再生资源循环利用行业现已在发达工业国家较为成熟。德、日等国在20世纪80年代就实施由生产者和消费者承担回收责任和回收费用的废物回收准则，使资源回收成为生产者和全社会的义务。目前，欧洲和日本的各种资源的平均循环利用率达到70%以上，如德国废旧电池回收循环率在70%以上，家庭废弃物利用率在60%以上。生产者、消费者延伸付费的模式也成了促进再生资源循环利用的有效措施。

比较而言，我国再生资源循环利用行业整体仍处于起步阶段，再生资源回收体系尚不完善，还未完全形成集中收集、科学回收的体系，资源回收率不高。2008年8月29日，《中华人民共和国循环经济促进法》颁布，初步确立了生产者延伸责任制，表明我国的废弃物回收利用政策正在与国际接轨，循环经济产业随之逐步发展。

## 再生钴镍循环利用行业

### 行业概况

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，是国民经济发展的重要战略物资。根据美国地质调查局数据，2006年世界钴储量为700万吨，主要集中在刚果(金)、澳大利亚、古巴、赞比亚、俄罗斯和新喀里多尼亚，合计储量约占世界钴总储量的93.6%；镍储量为6,400万吨，主要分布在澳大利亚、俄罗斯、古巴、加拿大、巴西、新喀里多尼亚、南非、印度尼西亚和中国，合计约占世界镍总储量的90.6%。除原生矿的钴镍资源外，再生钴镍是世界钴镍供应重要的来源之一，目前，再生钴占全球钴总供应量已超过15%，再生镍占镍总供应量的30%以上。

我国是钴镍资源的使用大国，年均钴使用量接近世界消耗总量的25%，镍使用量占世界消耗量的20%左右。然而我国钴镍资源较为稀缺，基本没有单一的钴矿，钴资源主要伴生在镍矿中。按照国土资源部2005年全国矿产资源储量通报，我国钴储量基础为7.33万吨，但具有开采经济价值的储量仅为4.09万吨，占世界可开采量的1.03%；同时，我国镍储量为232万吨，仅占全球总量的3.56%。

需求方面，根据安泰科预测，2013年国内钴粉市场需求量将增长至4,330吨，供求缺口增长至3,130吨；镍粉需求量将增长至8,050吨，供求缺口将增长至4,050吨。供需矛盾的突出加强了市场对资源供给的需求量，并且对废弃钴镍资源回收需求的迫切性愈发明显。

表 2：2011 年~2013 年中国钴镍市场供需平衡表

	单位：吨		
	2011	2012	2013
钴粉消耗	3,450	3,865	4,330
自有矿山钴粉产量	1,100	1,200	1,200
钴粉缺口	2,350	2,665	3,130
镍粉消耗	6,655	7,320	8,050
自有矿山镍粉产量	3,500	3,800	4,000
镍粉缺口	3,155	3,520	4,050

数据来源：安泰科，中诚信证评整理

国内的废弃钴镍资源回收主要来源于废旧二次电池。我国是世界上最大的电池生产与消费大国，据统计，2001~2005年国内消费的二次电池量77.3亿只，按三年使用寿命和每个镍镉、镍氢及锂离子电池平均重量为25克计算，则所有废旧二次电池的总重量约为19.3万吨，其中含镍约3.28万吨、

含钴约为1.28万吨（相当于我国探明原钴矿总储量的30%，相当于中国年钴矿开采量的5倍以上）。

目前我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。尽管我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需要国家和地方政府的支持，以及企业的努力。

钴镍粉体是钴镍产业链中高附加值、高技术产品，同时也是一种典型的资本密集型产品，具有市场国际化、质量国际化和制造国际化等特点，市场主要被世界级大公司所主导，而国内能够生产适应电池行业和高端硬质合金行业用途的超细钴镍粉体的公司不多，生产能力还不能满足国内的需求。近年来我国厂商加大技术研发力度，缩小了与国外产品在产品质量上的差距，特别是南京寒锐钴业有限公司和格林美的钴粉产品，达到了全球最大的电子废品拆解提炼商比利时优美科公司的产品质量水平。但是，我国绝大部分厂商在生产规模、装备水平和制造技术上仍然与国外公司有一定差距。

由于市场受世界级大公司主导，因此我国钴镍产品价格受国际钴镍价格波动影响较大，价格波动的正相关性明显。2009年下半年起，随着全球制造业的逐步复苏，钴镍资源需求量提高，从而带动国际钴镍价格上升。但随后爆发的欧债危机使全球制造业再次陷入震荡，钴镍等国际金属价格也持续走低。

图 1：2009 年初至 2012 年初国际钴 99.80%现货、镍现货价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

## 竞争格局

目前，国内有能力生产超细钴粉、超细镍粉等高附加值产品的企业大多主要以原矿资源为原料进行钴镍粉末的规模化生产。而国内从事再生钴镍资源处理的企业主要从事废旧电池等钴镍废料的拆解、分类，生产硫酸镍、碳酸钴等低端基础化工产品，属于再生资源的初级循环。该产品附加值较低，且并未实现资源有效循环利用。目前钴镍粉生产企业主要有南京寒锐、金川集团以及格林美，合计约占市场份额的50%以上。其中，利用再生钴镍资源组织生产钴粉的仅格林美一家。

表 3：我国钴粉主要生产企业情况

原料	产品	特点
南京寒锐 进口矿/自有矿山	钴粉	中国优质品牌之一
格林美 废弃钴资源	钴粉	中国优质品牌之一
金川集团 原矿石/自有矿山	钴粉	自有矿山，资金雄厚

资料来源：公司招股说明书，中诚信证评整理

制约再生钴镍资源循环利用企业向高级循环利用发展的主要因素为核心技术的缺乏。废弃资源再利用的原生化和高技术材料再制备是再生资源利用的两大技术难关，国内外从事再生钴镍资源高级循环利用的企业一般掌握了具有自主知识产权的该类技术，而该类企业的行业优势突出。

表 4：国内主要再生钴镍资源企业比较

	循环特点	循环再造产品	技术水平
潮州澳佳化工厂	经分类、提纯、制造普通化工产品。	硫酸镍、硫酸钴	初级循环
江西上高县轩恒铜业有限公司	经分类、高温熔炼制造粗镍合金。	废粗镍合金	初级循环
湖南安化县鸿发钨业有限公司	经分类、分离制造粗废料。	废粗碳酸钴	初级循环
深圳市衡源泰商贸有限公司	分类、分选、物理机械破碎制造钴镍废料。	废钴镍料	初级循环
深圳市危险废物处理站	经分类、提纯、制造初级化工产品。	硫酸镍	初级循环
格林美	经分类、提纯、原生生化制造高技术产品。	超细钴粉、超细镍粉、镍合金、镍片、钴片。	高级循环，国际先进水平，拥有专利技术。

资料来源：安泰科《钴镍行业咨询报告》和公司招股说明书

此外，我国已经颁布的相关行政法规，如《固体废物污染环境防治法》、《危险废物经营许可证管

理办法》、《再生资源回收管理办法》、《废弃家用电器与电子产品污染防治技术政策》和《废电池污染防治技术政策》等，对从事再生资源回收利用提出了较严格的技术、环保和生产设施条件要求，只有满足无害化、资源化条件的企业才可能取得相关部门再生钴镍资源回收利用的行政许可资格。

总体来看，我国钴镍资源缺乏，再生钴镍资源作为原生矿的有效补充，行业前景广阔。由于再生钴镍资源循环利用行业的特殊性，在技术、环保、行政等进入壁垒的多重作用下，行业的进入门槛较高，而已进入行业的企业的相对优势较为明显。

## 废旧家电回收行业

### 行业概况

我国是世界上最大的家用电器制造国和生产国，2010年四机一脑（电视机、洗衣机、电冰箱、空调、微型计算机）销售量超过60亿台。目前我国已经开始进入家电报废的高峰期，报废量年均增长率在20%以上。保守估计，2011年起我国电器电子产品的报废量超过500万吨/年。

废旧家电整机的利用价值较低，简单拆解处理也不能提高循环利用价值，且废旧家电的部分组件构成十分复杂，化学组份种类繁多，处理不当对环境十分有害。但另一方面，废旧家电中也含有多种重要的稀贵金属资源。以印刷电路板为例，其中钯、铂含量约为0.01%，金含量约150g/t，银含量约0.2%，铜约20%，镍约2%。通过合理方式规模化地提取回收其中稀有金属资源，将创造较高的价值；同时，其余材料也可进行进一步加工，制造其他再生产品，以提高产业附加值。

### 竞争格局

目前，欧美日等发达国家已在粉碎线路板和分选工艺技术、装备方面开展了大量研究工作。而我国在电子废弃物综合应用方面仍处于起步阶段，按照我国电子废弃物划分标准，国内废旧家电企业可以分为简单拆解、整机拆解、拆解与处置三个级别，其中可以做到对废旧家电完全处置的公司仅有五家。

表 5: 中国废旧家电处理企业资质

政府指定企业	家数	占比
简单拆解	32	57%
整机拆解	19	34%
完全处理（环保实施）	5	9%

资料来源：《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业现状与展望——行业研究白皮书》2010，中诚信证评整理

制约我国废旧家电稀贵金属回收行业发展的主要因素依旧是缺乏领先技术。目前国内较为成熟的废旧家电稀贵金属回收技术为格林美自主研发形成的“干湿法联用废旧电路板贵金属回收技术”。该技术在同行业处于领先地位，并已成为国家标准和行业标准，技术优势明显。

总体而言，我国拥有丰富的废旧家电资源，而掌握核心技术的企业可充分利用废旧家电资源，多元化再生产品，间接降低运营成本，提高自身竞争优势。

## 行业政策

我国再生资源循环利用行业的发展与政府支持密不可分，从2005年发改委等六个部委联合下发《关于组织开展循环经济试点工作的通知》开始，政府部门给予回收处理企业鼓励扶持政策的力度不断加强。

2011年，政府部门继续出台多项对资源回收处理企业扶持的政策。2011年1月1日起，《废弃电器电子产品的回收管理条例》正式实施，此条例不仅提高了中国电子废弃物处理的门槛，使我国电子废弃物进入指定企业的定向处置阶段，而且将要实施的财政基金补贴制度，使电子废弃物的处理获取稳定长效的财政政策支持。同年10月31日，国务院办公厅颁布了《关于建立完整的先进的废旧商品回收体系的意见》，进一步明确强化再生资源回收利用的目标、政策与措施。11月21日，财政部、国家税务总局颁布了《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》，将对电子废弃物、废旧电池、废渣废泥、废塑料等为原料生产金、银、钯、铈、铜、锡、塑木型材、报废汽车等废弃物实行增值税即征即退50%的政策。

表 6: 主要产业政策

时间/发布机构	文件	主要内容
2008年8月29日；第十一届全国人大常委会第四次会议	《中华人民共和国循环经济促进法》	第三十六条规定“企业对生产过程中产生的废物不具备综合利用条件的，应当提供给具备条件的生产经营者进行综合利用。”和第三十九条规定“回收的电器电子产品，需要拆解和再生利用的，应当交售给具备条件的拆解企业。
2010年4月19日；国家发改委、人民银行、银监会、证监会	《关于支持循环经济发展的投融资政策措施意见的通知》	充分发挥政府规划、投资、产业和价格政策对社会资金投向循环经济领域的引导作用；各地要编制“十二五”循环经济发展规划，确定发展循环经济的重点领域、重点工程和重大项目；各级政府要采用直接投资或资金补助、贷款贴息等方式加大对循环经济的重大项目和技术示范产业化项目的支持力度。
2010年5月12日；国家发改委、财政部	《关于开展城市矿产示范基地建设的通知》	阐释开展“城市矿产”示范基地建设的重要意义，明确“城市矿产”示范基地建设的主要任务和要求。
2010年5月28日；商务部	《关于进一步推进再生资源回收行业发展的指导意见》	进一步推动再生资源回收行业发展，促进经济发展方式转变和经济结构调整。
2011年1月12日；财政部、商务部下发	《关于2011年开展再生资源回收利用体系建设有关问题的通知》	支持部分城市开展城市再生资源回收利用体系建设，及部分省份区域性大型再生资源回收利用基地建设。
2011年4月26日；国家发改委	《产业结构调整指导目录（2011年版）》	再生资源回收利用网络体系建设；有色金属现有矿山接替资源勘探开发；高效、节能、低污染、规模化再生资源回收与综合利用，包括废杂有色金属回收、有价元素的综合利用等。
2012年2月7日；工信部	《再生资源综合利用先进适用技术目录（第一批）》	推广再生资源综合利用技术，提高再生资源综合利用水平，促进再生资源技术产业化发展进程。目录中涉及废弃电气电子产品的技术达13项之多。
2012年5月21日；财政部、环境保护部	《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》	办法规定“对处理企业按照实际完成拆解处理的废弃电器电子产品数量给予定额补贴。基金补贴标准为：电视机85元/台、电冰箱80元/台、洗衣机35元/台、房间空调器35元/台、微型计算机85元/台”。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

中诚信证评认为，我国的再生资源循环利用行业尚处于起步发展阶段，且下游需求旺盛，行业前

景良好。同时，国家和地方政府对行业发展均持鼓励态度，并出台具体法规政策支持行业和相关企业发展。目前，再生资源循环利用技术的匮乏成为制约行业发展的主要问题，因此拥有领先核心技术和完善产业链的企业，将在未来行业发展中持续获益。

## 竞争优势

### 突出的研发实力和技术优势

近年来，公司大力引进优秀研发人才。目前公司研发人员总数已达到328名，其中博士/教授级12名，硕士研究生80名，为研发实力的提升提供了可靠的人才保障。同时，公司研发中心拥有国家认可实验室CNAS认证和国家计量检测CMA认证双重资格，是深圳市环境友好金属材料工程技术研发中心、湖北省城市矿产资源循环利用工程中心和中国有色金属工业粉末冶金产品质量检验监督中心深圳检测实验室的依托单位。2011年，公司获准组建城市矿产资源循环利用国家地方联合工程研究中心，成为行业第一个国家级公共技术平台。此外，公司研发中心已与中南大学、英国谢菲尔德大学建立了合作关系，形成了开放式的技术研发体系，为公司技术实力提升提供支持。

依托于优秀的研发人才、开放的研发体系，公司的技术优势突出。自设立以来，公司围绕废弃钴镍资源、电子废弃物和废旧电池等城市矿山资源的循环利用展开研究，突破了电子废弃物、废旧电池等废弃资源循环利用的关键技术，取得100余项专利，并牵头起草多项国家和行业标准。2011年，公司在废旧电池、电子废弃物、报废汽车、稀贵、稀散金属循环领域申请的专利量突破110项，新起草10余项国家标准和行业标准，并有9项标准发布。其中，公司研发的由电子废弃物中的废弃塑料循环再造塑木型材技术已先后获得欧盟、美国等十多个国家的专利授权，而公司与北京工业大学、北京科技大学共同研发的三项稀土、稀散金属回收利用项目被列为国家“863”计划，推进了中国城市矿山低碳资源化模式的实施。

总体而言，公司研发实力雄厚，技术优势明显，目前已成为行业的技术先行者。突出的研发实力和

技术优势已成为公司的核心竞争力所在，为公司的快速发展提供了较强的技术支撑。

### 原材料保障程度高

与有限的钴镍原生矿相比，公司生产钴镍粉体产品使用的主要原材料为锂离子电池废料、镍电池废料、废旧电池、废镍合金、废碳酸钴、镍渣、废硫酸镍、废碳酸镍、废硬质合金工具等。此类原料资源来源于电池行业、硬质合金行业、冶炼和电镀等行业在生产过程中产生的废料以及所生产的产品在达到使用寿命后报废产生的废旧产品。由于此类产品在日常的生产消费中就会被产生，因而来源广泛，储量较大。据统计，目前我国这些行业每年大约产生10,000吨（金属量）左右的钴废料和50,000吨（金属量）左右的镍废料（除废不锈钢外）。未来随着上述行业的增长、居民环保意识的提高，我国钴镍废料的供应量还会持续增加。

此外，我国为家用电器制造和使用大国，随着家电报废高峰期的到来，以及消费类电子产品报废量的快速上升，公司进行电子废弃物循环利用具有充足的原料基础。

可见，我国再生钴镍资源丰富，电子废弃物资源量庞大，公司进行钴镍粉体生产和电子废弃物再利用具有较为充足原料供应，为其生产规模的扩大奠定较好的基础。

## 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、电积铜、塑木型材、碳化钨等高附加值产品业务。受益于产能的释放，公司收入规模呈现快速增长趋势，2009~2011年，公司营业收入分别为3.68亿元、5.70亿元和9.19亿元，三年复合增长率达到58.05%。2012年上半年公司营业收入则达到5.52亿元，同比增长38.43%，继续保持良好增长态势。

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，近几年保持稳定增长趋势。2009~2011年上半年，公司超细钴、镍粉产品的营业收入分别为3.15亿元、4.72亿元、5.61亿元和2.98亿元。其中超细钴粉产品毛利较为稳定，

超细镍粉毛利受价格影响，呈现一定的波动性。同时，随着塑木型材、电积铜等项目的逐步投产，近三年公司塑木型材、电积铜等产品销售收入快速扩大，分别为0.29亿元、0.93亿元和2.85亿元，占当期营业收入的7.77%、16.36%和31.08%。毛利方面，塑木型材产品由于受价格下降影响，加之原料、人

工成本上升，其毛利水平持续下滑。2012年上半年，公司碳化钨项目投产，当期实现营业收入0.84亿元，收入占比为15.22%，成为公司营收规模扩大的又一动力。目前，公司已实现钴镍业务与电子废弃物循环再造业务的双轨驱动，带动营业收入规模迅速增长。

**表 7：2009~2011 年 H1 公司营业收入构成及毛利情况**

单位：亿元、%

品种	2009			2010			2011			2012.H1		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
超细钴粉	2.72	73.83	33.84	3.89	68.26	33.97	4.22	45.90	33.91	2.23	40.46	33.44
超细镍粉	0.43	11.76	34.33	0.83	14.59	38.46	1.39	15.12	32.04	0.75	13.61	31.18
镍合金	0.06	1.51	11.16	-	-	-	-	-	-	-	-	-
塑木型材	0.14	3.85	48.93	0.41	7.29	40.69	0.77	8.44	29.40	0.29	5.21	19.76
电积铜	0.15	3.91	34.94	0.52	9.06	39.97	2.08	22.63	23.42	1.12	20.32	22.78
电子废弃物	-	-	-	-	-	-	0.61	6.61	45.66	0.27	4.86	39.66
碳化钨	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.84	15.22	28.80
其他	0.19	5.13	29.64	0.05	0.80	32.46	0.12	1.30	36.46	0.02	0.31	30.16
合计	3.68	100	33.97	5.70	100	35.06	9.19	100	31.43	5.52	100	29.55

数据来源：公司定期报告

此外，2012年8月2日，公司公告将以2.72亿元现金收购江苏凯力克钴业股份有限公司（以下简称“凯力克”）51%股权。此次收购完成后，公司金属钴下游产品领域将由原来的超细钴粉拓展至超细钴粉、电积钴和锂电池正极前驱体，基本覆盖了所有金属钴下游产品的主要应用领域。我们认为，此次收购将有利于公司金属钴产品链的拓展，对公司市场竞争力有较大提升。对于资金的筹措，公司计划通过自有资金支付部分收购款，不足部分通过贷款（或其他负债方式融资）解决。因此，若通过贷款（或其他负债方式）筹集本次交易的资金，这将会增加公司的债务规模。同时，此次收购方案尚需经过公司股东大会、商务部门及证监会批准，对此，我们将持续关注。

## 原材料采购

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100多个县市。

**表 8：公司主要原料采购体系**

采购模式	具体方式	实现形式
社会收购模式	个体模式	区域布点、培育个体收购商，与个体收购商形成合作关系。
	自建社会收集体系	自建废旧电池回收体系，建立电子废弃物超市、城市矿产交易所、3R店等电子废弃物回收网络。
企业收购模式	与废料收集处理企业合作	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，通过这些企业收集废料、分类处理，销售给公司进行废弃资源的循环利用。
	与产生废料的企业合作	与大量产生废料的企业直接签署废料回收处理协议，进行合作。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司社会收购模式主要包括两种方式，一是采取区域布点、培育个体收购商的模式，与个体收购商形成合作关系；二是自建废旧电池回收体系和电子废弃物超市等电子废弃物回收网络。具体来看，根据含钴镍废弃物分布零散的现状，公司采取区域布点、培育个体收购商，与个体收购商形成合作关系。目前公司在天津、湖南、广东深圳、江门、汕头、佛山等含钴镍废弃物集中的区域，培育了一批专业的个体收购商，布点收购。同时，公司以学校

为主线，以家庭为单元的废旧电池回收体系正逐步展开。此外，公司自建电子废弃物回收网络，已在鄂州、荆门、深圳等地建立了100多个电子废弃物回收超市，并参与发起全国首家城市矿产交易所，首创“3R循环消费社区连锁超市（简称3R店）”，有力地保障了原料供应。

企业收购模式方面，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，通过这些企业收集废料、分类处理，销售给公司进行废弃资源的循环利用，形成废料收集—深度循环—深加工的循环链。另一方面，公司通过与大量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、专业化的回收体系。目前公司已与深圳创维湖北分公司、东风鸿泰武汉控股集团有限公司包装分公司等公司签署报废电子电器处理的相关协议，并已开始与四川长虹、比亚迪等上游制造企业进行直接合作，保障公司废弃资源原料供应的充足与稳定。

原材料采购定价方面，目前国内钴镍废料定价市场化，已经形成了固定模式，即根据废料中所含钴镍金属量和成份的复杂程度，按国际市场钴镍金属交易价格的一定折扣确定。由于钴镍废料是生产和消费过程中产生的废物，只要生产和消费就会被产生，因此，尽管其计价是以钴镍金属市场价格为基础，但各个渠道废料供应量受钴镍金属交易市场价格波动的影响很小。

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。

## 产品生产

2010年，公司通过公开发行股票募集资金7.08亿元，用于“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品项目”、“循环再造低成本塑木型材和铜合金项目”以及“500吨超细钴粉扩产项目”等多个项目的建设并在近两年逐步实现投产，公司整体产能得到快速提升。截至目前，公司共有5大循环产业园，分别位于深圳、湖北荆门、湖北武汉、江西丰城和河南开封，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1.98万吨以上。

从产能利用情况来看，2010年，公司超细钴粉和塑木型材产品均处于满负荷运作状态；超细镍粉和电积铜产品产能利用率也分别达到90.94%和85.14%，整体产能利用率较高。2011年，随着公司上市募投项目的逐步投产，各主要产品产能均大幅提升，当年产能利用率有所下滑，超细钴粉、超细镍粉、塑木型材以及电积铜的产能利用率分别为77.82%、60.47%、107.81%和95.06%。2012年上半年，随着新增产能的逐步投产，公司钴镍粉产品产能利用率有所恢复。电积铜则由于产能大幅扩大，产能利用率有所降低。碳化钨产品方面，公司碳化钨产品产能为1,000吨，年化产能利用率为83.05%。

表 9：近年来公司主要产品产能利用率情况

单位：吨、%

品种	2009			2010			2011			2012.H1		
	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	产能	产量	产能利用率
超细钴粉	1,200	980	81.67	1,500	1,505.33	100.36	2,000	1,556.44	77.82	2,000	971.80	97.18
超细镍粉	300	320	106.67	600	545.64	90.94	1,300	786.13	60.47	1,300	476.28	73.27
镍合金	300	58.28	19.43	-	-	-	-	-	-	-	-	-
塑木型材	5,000	2341	46.82	5,000	6,987.79	139.76	1,200	12,936.63	107.81	12,000	6,573.56	109.56
电积铜	600	423.79	70.63	1,500	1,277.08	85.14	4,000	3,802.30	95.06	10,000	3,006.82	60.14
碳化钨	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,000	415.27	83.05

注：2012.H1产品产能利用率已经年化处理

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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10）。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；与浙江德威公司合作建设回收利用废钨资源生产线。随着上述生产线的建成投产，标志着公司产品实现了从钴

镍金属向钨铜、金银稀贵金属等稀缺资源的扩展。此外，公司以河南兰考为中心开展电子废弃物、废钢与报废汽车的循环利用业务，公司的回收利用体系将从电子废弃物扩展至报废汽车，地域则向中原继续深入。未来随着上述项目的陆续建成投产，公司总体产能将大幅增强。

表 10：公司 2011 年非公开发行募集项目

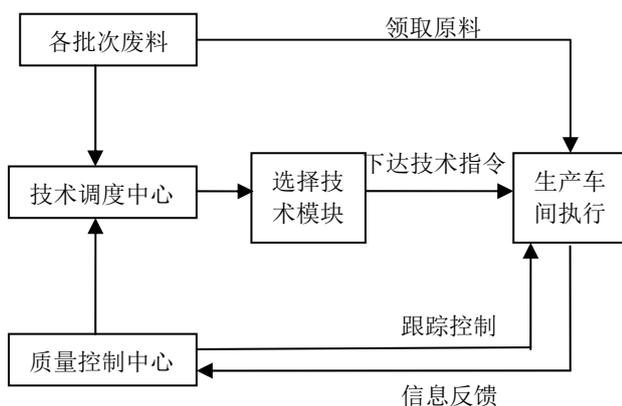
单位：万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金额	备注	建设期
1	废旧电路板中稀贵金属、废旧五金电器（铝铜为主）、废塑料的循环利用。	88,600	70,000	新增废弃物处理能力 30 万吨；新增产能 260,451 吨（主要为铜、金、银、锡等稀贵金属）	2011-2014
2	电子废弃物回收与循环利用	30,000	10,000	新增年处理电子废弃物 5 万吨、循环再造生产 30,000 吨塑木型材/塑料粒，10,000 吨铜粉，5,000 吨镍、锡、钴等金属等。	2010-2013
3	偿还部分短期银行贷款	20,000	20,000	-	-
合计		138,600	100,000	-	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

生产模式方面，公司产品生产由生产部设立的技术调度中心牵头。针对废料成分多变的现实，技术调度中心将回收流程分成若干技术模块，依据废料的成分变化来选择不同的回收利用模块，下达技术指令给生产车间执行，质量控制中心跟踪执行情况并及时反馈给技术调度中心，技术调度中心根据执行情况进行修正，进而保证产品质量的稳定性。

图 2：公司生产模式简易图



资料来源：公司招股说明书，中诚信证评整理

作为专业从事废弃资源循环利用的企业，公司也十分重视环保投入，严格控制回收过程中的二次污染。2009~2011年，公司环保投入分别达到1,862万元、6,965万元和8071万元，分别占当年营业收入的5.06%、12.22%和8.79%，近三年累计环保支出达

到1.69亿元。此外，公司还建有专门的环保机构，并配置了专职的环保管理人员，始终坚持废弃资源“无害化”的处理原则，严格执行ISO14001国际环境管理体系准则，实施全过程的生态设计和清洁化生产，各项环境指标达到了国家排放标准。为创建生态的废物处理工厂，2011年，公司投资改造污水处理系统，废水处理通过在线监测系统实施24小时监测，并与荆门市环保局联网，数据自动上传。目前公司废水排放标准为国家一级排放标准。但中诚信证评也关注到，近年我国环保政策和规定日趋严格，国家对环保要求的进一步提高将加大公司的环保投入压力。

总体来看，公司近年产能扩张较快，产品线日渐丰富，已初步形成覆盖珠三角、长三角和中部地区的城市矿产资源循环产业布局。未来，随着在建项目的逐步投产，公司产能将进一步扩大。

### 产品销售

近年来，公司在产能不断扩张的过程中实现了良好的销售业绩，主要产品的销售规模不断增长。2011年，公司钴镍产品、电积铜和塑木型材销售量分别达到2,146.09吨、3,898.13吨以及11,816.33吨，同比分别增加32.59%、260.76%和90.01%。2012年上半年，公司钴镍产品、电积铜和塑木型材销售量

分别为1,366.72吨、2,271.77吨以及4,496.24吨，同比分别增长36.74%、111.49%和25.77%，碳化钨销量则达到918.65吨。未来随着非公开募投项目的逐步投产，公司销售规模尚存在较大提升空间。

公司产品以国内销售为主，近两年内销占比均达到90%以上，由公司总部对销售渠道及客户进行统一管理和协调。外销方面，则由子公司北美格林美高新技术公司在总部的统一管理下进行运营。

近两年，公司领先的技术优势与产品质量引起了国际大型企业的关注。2011年11月，力拓加拿大魁北克公司与公司签署了镍粉战略合作协议，成功成为力拓镍粉产品的合格供应商。受此推动，公司国外销售收入规模增幅较大，2011年，公司国外营业收入0.86亿元，同比增长59.26%，占公司总营业收入的9.34%。此外，比利时优美科公司、霍尼韦尔以及苹果公司等国际知名企业也多次前往公司调研、洽谈相关合作事宜。2012年上半年，欧债危机导致全球钴镍金属需求量下降，产品价格下滑，公司国外营业收入也有所降低，当期营业收入为0.37亿元，同比下降7.40%，占总营业收入的6.69%。未来随着公司产品及品牌的国际认知度逐步提高，以及全球经济的回暖，其外销规模有望进一步扩大。与此同时，中诚信证评也关注到，由于外销价格较内销略低，因此外销规模的扩大也在一定程度上影响了公司相关产品的毛利空间。

**表 11：近两年公司国内外收入占比情况**

单位：亿元、%

地区	2010年		2011年		收入同比
	收入	占比	收入	占比	
国内	5.16	90.55	8.33	90.66	61.43
国外	0.54	9.45	0.86	9.34	59.26
合计	5.70	100	9.19	100	61.22

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综上所述，公司原材料来源较为广泛，加之近年通过自建回收体系的建设和完善，原材料供应保障较为充分。与此同时，公司产能增长迅速，考虑到下游需求较为旺盛，未来随着产能的完全释放，公司业务有望体现出良好的成长性。

## 战略发展

公司定位于再生资源的综合利用商。未来，公

司将继续开展全国范围内的废旧电池、电子废弃物以及报废汽车等城市矿山资源的环境友好型社会回收体系建设，并创新回收的商业模式，构造多层次的再生资源回收网络；同时，发展技术先进的稀土、稀散、稀贵、稀有难溶等稀有金属循环再生利用的循环经济静脉大产业，形成以稀有金属资源化利用为主体的国家城市矿山回收体系创新基地、加工利用示范基地、技术研发示范和推广基地、循环经济宣传教育基地。

具体来看，在市场开拓上，公司将继续做大做强超细钴镍粉末主营业务，努力拓展国际市场，成为全球优秀的超细钴镍粉末制造商。原材料采购方面，公司将持续创新商业模式，通过回收箱、电子废弃物回收超市、3R循环消费社区超市和再生资源集散与交易大市场等多种形式，构建多层次的再生资源回收网络，将电子废弃物、废旧电池回收网络迅速由武汉、深圳扩展至江西等地区，建立稳定、覆盖面大的资源聚集通道，保障电子废弃物工厂原料充足，提升公司综合盈利能力。

此外，在现有业务的基础上，公司还将积极深入发展铜钨、金银等稀有金属的回收业务，完善稀有金属资源综合利用产业链。同时，积极开展报废汽车与废钢处理业务，完成从电子废弃物到报废汽车等社会突出废弃物的完整回收利用，解决社会突出的大宗固体废弃物的污染与循环利用问题。

2012至2013年，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，资本支出规模较大（表12）。除2011年非公开发行人股票募集的2个项目外，公司尚有3个在建项目，涉及废弃物综合利用、电子废弃物循环再造塑木型材和铜合金等领域。相关项目将在2012~2014年间陆续投产，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

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 12：公司在建项目情况

单位：万元、万吨

序号	项目名称	设计处理能力/产能	起止年限	计划投资总额	截至 2011 年 12 月 31 日已完成投资	计划投资额		
						2012	2013	2014
1	年处理 8 万吨电子废弃物综合利用项目。	8	2010-2012	30,000	28,622	1,378	-	-
2	电子废弃物循环再造低成本塑木型材和铜合金制品项目。	塑木型材：3 电积铜：0.1	2010-2012	13,000	12,307	693	-	-
3	河南电子废弃物土建基础工程。	-	2011-2012	4,000	1,763	2,237	-	-
4*	稀贵金属综合利用项目。	-	2011-2014	88,600	53,409	20,000	10,000	5,191
5*	江西格林美电子废弃物回收与循环利用项目。	5	2010-2013	30,000	17,501	10,000	2,499	-
<b>合计</b>		-	-	<b>165,600</b>	<b>113,602</b>	<b>34,308</b>	<b>12,499</b>	<b>5,191</b>

注：\*为公司 2011 年非公开募投项目；  
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 管 理

### 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》等法律、法规的要求，完善公司内部法人治理结构，健全内部管理和控制制度，规范公司行为。

公司制定了股东大会、董事会、监事会议事规则及总经理工作细则。董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬及考核委员会、提名委员会共 4 个专门委员会，为董事会重大决策提供咨询、建议。相关部门相互制衡，能够有效保障良好的公司治理水平。公司现任董事会由 9 名成员组成，其中独立董事 3 名，董事会的人数及人员构成符合相关法律法规要求。公司全体董事能够依据相关法律法规开展工作，认真出席董事会，积极参加培训，熟悉有关法律法规；独立董事能够不受影响地独立履行职责。公司监事会由 3 名成员组成，其中 2 人为职工代表，监事会能够认真履行自己的职责，按规定的程序召开了监事会，对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员的履行职责的合法合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益。

总体看，公司建立了比较健全的治理结构，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的长远发展打下了良好的基础。

### 内部管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《企业内部控制基本规范》、《深圳证券交易所上市公司内部控制指引》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》等相关法律、法规的要求，结合自身经营管理的特点，逐步完善和提高了公司内部控制制度和规范运作水平，建立了较为完善、健全有效的内部控制体系。内部控制制度涵盖了法人治理结构、生产经营、财务管理、信息披露、内部审计等方面，有效防范了内部控制的风险，保障了公司经营管理活动的正常进行。同时，公司在生产、销售等环节都建立了相应的问责制度，以预防重大生产、销售等环节的责任事故。

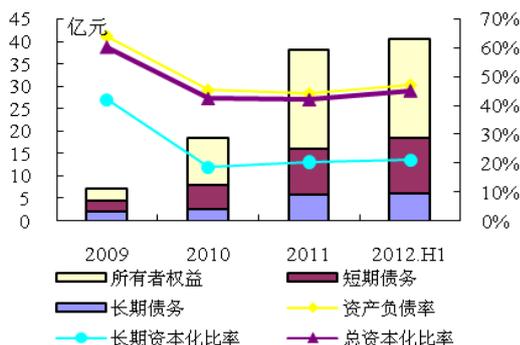
总体而言，公司的内部控制制度健全，基本涵盖公司经营管理的各层面和各主要业务环节，有利于保证公司各项业务的合理开展。

## 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 2009 年度、2010 年度、2011 年度标准无保留意见的财务报告，以及未经审计的 2012 年半年度财务报告。

### 资本结构

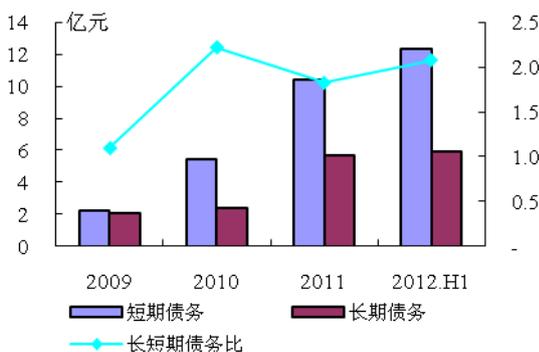
图 3：2009~2012.H1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着公司 2010 年公开发行 A 股股票并上市、2011 年成功实现非公开发行股票，自有资本实力得到大幅增强。2009~2011 年公司所有者权益分别为 2.83 亿元、10.55 亿元和 21.97 亿元，三年复合增长率达到 178.56%。自有资本实力的增强在为其业务的快速发展提供了有力支撑的同时，也使得公司的资产规模呈现大幅增长态势，2009~2011 年，公司总资产分别为 7.83 亿元、19.26 亿元和 39.28 亿元，三年复合增长率达到 124.01%。得益于权益资本的扩张，公司近年负债水平有所下降。截至 2012 年 6 月 30 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 47.02% 和 45.28%，整体负债水平较低。

图 4：2009~2012.H1 公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务结构方面，随着业务规模的扩大，公司短期债务比重有所增加。截至 2012 年 6 月 30 日，公

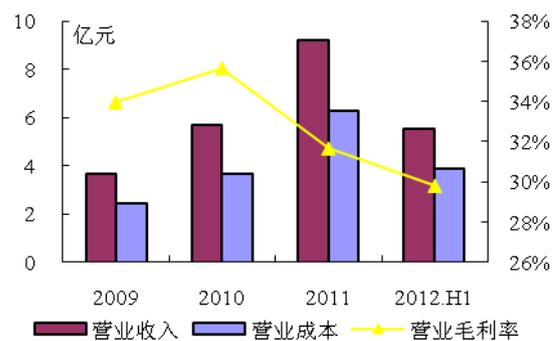
司总债务为 18.27 亿元，其中短期债务 12.34 亿元，长期债务 5.93 亿元。2009~2012 年上半年，公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 1.10、2.22、1.83 和 2.08，短期债务比重的上升将增加公司的短期支付压力。若此次公司债券成功发行，将在一定程度上改善公司的债务结构，缓解短期债务压力。

总体来看，自上市以来，公司自有资本实力得到增强，资产规模高速增长，负债处于较低水平。未来，随着公司产业布局向中心城市和发达地区战略转移以及业务规模的逐步扩大，公司债务规模将有所增加，负债水平存在上升压力。

### 盈利能力

我国钴镍资源贫乏且需求量大，因而公司以废弃钴镍资源生产超细钴镍产品具有良好的市场前景。同时，受益于市场开拓力度的加大以及塑木型材、电积铜等新兴业务的发展，公司营业收入呈现快速增长态势。2009~2011 年公司营业总收入分别为 3.68 亿元、5.70 亿元和 9.19 亿元，三年复合增长率达到 58.05%。2012 年上半年，公司营业收入达到 5.52 亿元，同比增长 38.43%。未来随着非公开增发募投项目的建成投产以及国外市场的扩大，公司业务规模有望持续增长。

图 5：2009~2012.H1 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

分产品毛利率方面，公司钴镍粉体产品以国际金属交易市场价格为基础定价，而钴镍粉体产品原材料则根据废料中所含钴镍金属量和成份的复杂程度，按国际市场钴镍金属交易价格的一定折扣确定，因而其原材料采购均价与产品销售均价的变动趋势一致，公司钴镍粉体产品毛利水平波动较小。2011 年以来，受国际市场的拓展、原材料价格以及人工成本上涨等因素影响，公司电积铜和塑木型材

产品的毛利率同比分别下降 16.55 和 11.29 个百分点。在上述因素的综合影响下，2009~2012 年上半年，公司综合营业毛利率分别为 33.97%、35.65%、31.68%和 29.84%，毛利水平呈下降趋势。

从期间费用方面看，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，2009~2011 年公司期间费用分别为 0.64 亿元、1.21 亿元和 2.00 亿元；同期，三费收入占比分别为 17.50%、21.14%和 21.79%，公司费用控制水平尚可。

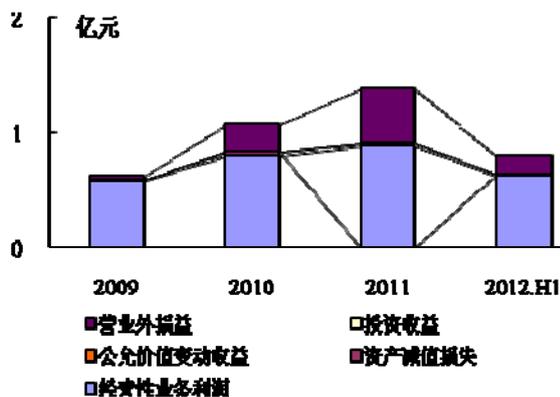
表 13：2009~2012.H1 公司期间费用变化

单位：亿元				
	2009	2010	2011	2012.H1
销售费用	0.06	0.17	0.25	0.13
管理费用	0.39	0.74	1.18	0.57
财务费用	0.19	0.30	0.57	0.31
三费合计	0.64	1.21	2.00	1.01
三费收入占比	17.50%	21.14%	21.79%	18.29%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2009~2011 年公司利润总额分别为 0.62 亿元、0.97 亿元和 1.33 亿元，逐年增加。其中经营性业务利润分别为 0.59 亿元、0.79 亿元和 0.89 亿元，为公司利润总额的主要来源。公司所处行业获得的政府支持力度较大，近三年分别获得财政补贴收入 0.03 亿元、0.17 亿元和 0.44 亿元，对公司利润总额构成有力补充。2012 年上半年，公司业务规模同比扩大，利润总额达到 0.76 亿元，同比增长 22.00%，为全年利润的增长奠定较好基础。

图 6：2009~2012.H1 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

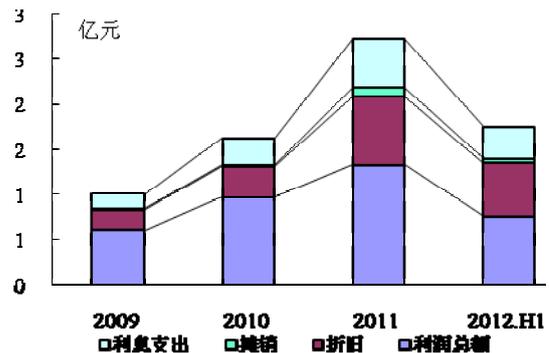
总体看，受益于产能扩张、下游需求的增长以及其自身较强的竞争优势，近年来公司收入规模大

幅度增长，盈利水平稳步提升。中诚信证评认为，公司所处行业发展前景广阔，良好的业务成长性将带动公司业务规模的不断扩大，盈利能力也有望得到进一步增强。

### 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，盈利水平稳步提升，近三年利润总额呈上升态势；另一方面，募投项目的逐步投产使得公司固定资产规模增长较快，折旧规模也呈现相应上升。在上述两大因素的带动下，2009~2011 年，公司 EBITDA 分别为 1.02 亿元、1.63 亿元和 2.73 亿元，逐年增长。2012 年上半年，公司 EBITDA 达到 1.75 亿元，整体获现能力良好。

图 7：2009~2012.H1 公司 EBITDA 变化趋势



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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，2009~2012 年上半年，公司经营性现金净流量分别为 0.74 亿元、-3.34 亿元、1.17 亿元和 -2.49 亿元。投资性现金流方面，由于公司处于业务高速发展阶段，在建项目较多，近年来投资性现金流分别为 -2.27 亿元、-5.79 亿元、-10.27 亿元和 -3.87 亿元，净流出规模较大。但公司通过公开、非公开发行股票以及发行公司债等资本市场融资手段，满足项目建设资金的需求，有效缓解了公司的资本支出压力。

从各项偿债指标的表现来看，公司近年经营活动净现金流对债务覆盖略显不足，2009~2012 年上半年，其经营净现金流/总债务分别为 0.17、-0.43、0.07 和 -0.27。但同期，公司获现能力良好，EBITDA 能对利息支出形成较高保障，2009~2012 年上半年，

公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.47、5.45、3.53 和 3.26。

**表 14: 2009~2012.H1 公司偿债能力分析**

项目	2009	2010	2011	2012.H1
长期债务(亿元)	2.05	2.43	5.67	5.93
总债务(亿元)	4.31	7.83	16.03	18.27
EBITDA(亿元)	1.02	1.63	2.73	1.75
经营净现金流	0.74	-3.34	1.17	-2.49
经营净现金流/ 总债务(X)	0.17	-0.43	0.07	-0.27
经营活动净现金流 利息保障系数	3.48	-11.19	1.52	-4.26
总债务/ EBITDA(X)	4.23	4.81	5.88	5.21
EBITDA 利息保障系数	5.47	5.45	3.53	3.26

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 6 月 30 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 6 月 30 日, 公司拥有银行授信额度 23.99 亿元, 其中已使用授信额度 18.27 亿元, 尚未使用额度为 5.72 亿元。

整体来看, 目前公司债务规模适中, 资本结构较为稳健; 近年来公司业务规模的快速增长, 盈利水平稳步提升, 且具备良好的获现能力, 公司整体偿债能力很强。但同时, 中诚信证评也关注到, 未来随着公司在建项目的逐步推进、产业布局向中心城市和发达地区战略转移以及业务规模扩大, 公司尚存在一定资金压力。

## 结 论

综上, 中诚信证评认为本期公司债券信用质量很高, 信用风险很低, 中诚信证评认为格林美在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。



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)	2009	2010	2011	2012.H1
货币资金	7,732.24	16,412.08	102,089.80	50,117.77
应收账款净额	1,199.08	7,925.57	10,518.48	13,832.53
存货净额	9,236.19	47,338.56	54,311.16	73,942.98
流动资产	26,386.82	85,505.58	182,639.74	168,816.85
长期投资	0.00	0.00	3,263.28	3,300.00
固定资产合计	48,062.89	99,218.18	191,181.11	227,858.75
总资产	78,279.87	192,642.16	392,824.71	416,683.53
短期债务	22,583.00	54,006.56	103,633.60	123,370.45
长期债务	20,500.00	24,300.00	56,692.00	59,292.00
总债务(短期债务+长期债务)	43,083.00	78,306.56	160,325.60	182,662.45
总负债	49,961.12	87,179.47	173,090.27	195,914.07
所有者权益(含少数股东权益)	28,318.75	105,462.70	219,734.44	220,769.46
营业总收入	36,772.60	57,000.40	91,861.44	55,211.53
三费前利润	12,309.30	19,984.58	28,876.50	16,313.56
投资收益	0.00	0.00	-36.72	36.72
净利润	5,697.90	8,568.77	12,017.43	6,787.69
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	10,177.95	16,287.65	27,284.70	17,525.39
经营活动产生现金净流量	7,367.01	-33,443.90	11,740.10	-24,862.33
投资活动产生现金净流量	-22,667.52	-57,904.98	-102,738.75	-38,690.11
筹资活动产生现金净流量	19,016.04	100,018.33	176,693.62	11,573.37
现金及现金等价物净增加额	3,715.52	8,679.84	85,677.72	-51,972.03
财务指标	2009	2010	2011	2012.H1
营业毛利率(%)	33.97	35.65	31.68	29.84
所有者权益收益率(%)	20.12	8.12	5.47	6.15
EBITDA/营业总收入(%)	27.68	28.57	29.70	31.74
速动比率(X)	0.62	0.63	1.14	0.72
经营活动净现金/总债务(X)	0.17	-0.43	0.07	-0.27
经营活动净现金/短期债务(X)	0.33	-0.62	0.11	-0.40
经营活动净现金/利息支出(X)	3.48	-11.19	1.52	-4.62
EBITDA 利息倍数(X)	5.47	5.45	3.53	3.26
总债务/EBITDA(X)	4.23	4.81	5.88	5.21
资产负债率(%)	63.82	45.25	44.06	47.02
总债务/总资本(%)	60.34	42.61	42.18	45.28
长期资本化比率(%)	41.99	18.73	20.51	21.17

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。

## 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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

## 关于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安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）予以公告。