



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪122号

深圳市格林美高新技术股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“深圳市格林美高新技术股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年五月二十一日

深圳市格林美高新技术股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2014）

发行主体	深圳市格林美高新技术股份有限公司		
发行规模	人民币 8 亿元		
存续期限	2012/12/21-2020/12/21		
上次评级时间	2013 年 5 月 17 日		
上次评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

格林美	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益（亿元）	21.97	24.90	26.52	26.95
总资产（亿元）	39.28	63.50	77.37	78.62
总债务（亿元）	16.03	36.37	44.72	46.91
营业总收入（亿元）	9.19	14.18	34.86	7.56
营业毛利率（%）	31.68	25.82	16.57	19.70
EBITDA（亿元）	2.73	3.91	6.10	-
所有者权益收益率（%）	5.47	5.79	6.35	6.27
资产负债率（%）	44.06	60.79	65.72	65.73
总债务/EBITDA（X）	5.88	9.30	7.33	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.53	3.03	2.68	-

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、2014.Q1 所有者权益收益率经年化处理。

分析师

许云 yxu@ccxr.com.cn
胡辉期 hlhu@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn
2014 年 5 月 21 日

基本观点

2013 年，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”）产品种类增加，销售收入和利润规模稳步增长，合并江苏凯力克钴业股份有限公司（以下简称“凯力克”）的协同效应和规模效应凸显，公司销售收入大幅增长。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也注意到，公司产品价格市场化程度高，销售和定价易产生波动，盈利水平受影响较大。随着公司在建项目的持续推进，公司负债规模加大，未来负债率仍存在进一步上升压力。

中诚信证评维持“深圳市格林美高新技术股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 AA，深圳市格林美高新技术股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望稳定。

正面

- 稳定的政府补贴。2012 年和 2013 年公司分别取得政府补贴收入 0.79 亿元和 1.01 亿元，政府支持力度较大，成为公司利润的重要补充。
- 产能释放充分，产销量稳定增长。公司主要产品已达产，产能充分释放，同时销量保持稳步增长，销售较为通畅。
- 业务广度延伸，收入规模有所提高。2013 年除传统产品钴镍粉体外，公司产品还增加四氧化三钴等电池原料，产业链进一步延伸，当期收入规模较上年有所提高。
- 拟非公开定向增发，资本实力进一步充实。2014 年公司拟非公开定向增发不超过 25.69 亿元，该增发计划已于 2014 年 3 月 6 日得到证监会批复，募集资金到位后，公司自有资本实力将得到进一步充实。

关 注

- 产品市场化程度高，公司盈利易受影响。公司主要产品市场化程度较高，销售和定价易产生波动，2013 年钴镍等金属价格持续低迷，公司盈利水平受到较大影响。
- 多元化发展面临一定挑战。近年来公司由电子废弃物回收向废五金、报废汽车、废塑料拓展，主业快速扩张，对公司资金实力、资金运作、经营管理、人才储备等各方面均提出更高要求，公司发展战略实施面临一定挑战。

募集资金使用说明

本次公司债于2012年12月21日发行，以6.65%的发行利率共计发行公司债券8亿元。此次发行共募集资金8亿元，扣除发行费后募集资金净额7.92亿元。截至2013年12月31日，公司债券募集资金已使用完毕，资金主要用于偿还银行贷款和补充流动资金。

重大事项

根据发展战略需要，公司2014年将完成非公开定向增发，募集资金不超过25.69亿元，用于公司新增报废汽车等七个项目的投资。2014年3月6日，中国证券监督管理委员会《关于核准深圳市格林美高新技术股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2014]229号）核准公司非公开发行不超过24,893万股新股。本批复自核准发行之日起6个月内有效。

行业关注

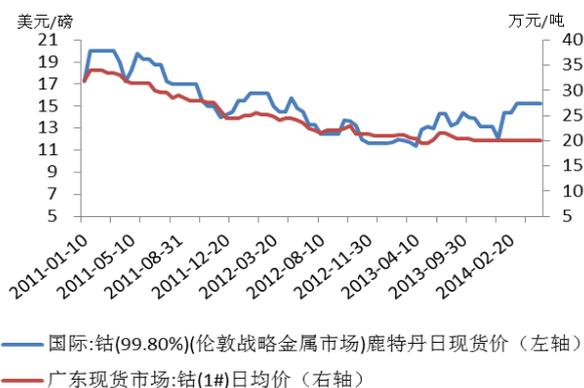
钴镍市场供过于求的局面仍未改变，钴镍价格下行压力较大，但随着镍钴出口禁令先后颁发，2014年国际钴镍价格出现回升

由于主要经济体增长出现分化，全球经济难以出现一致复苏，人民币双向波动、供应过剩、需求增长乏力等诸多因素导致有色金属价格波动，有色金属行业总体难以走出疲软局面。

据安泰科数据统计显示，2013年中国原生钴产量约为3.79万吨，进口钴金属0.38万吨、回收0.40万吨，全年国内钴供应量约4.5万吨，同比增加20.8%。2013年中国钴消费量达3.5万吨，同比增长11%，消费增速有所放缓，市场供应过剩的局面有所加重。价格方面，2013年国际钴价整体上维持低位震荡趋势，上半年受刚果钴出口禁令的预期，钴矿价格大涨，进入7月后，钴矿价格开始走跌，相应钴产品也随之下跌，主要系刚果发布推迟钴矿出口禁令和季节性下跌所致。8月底，因刚果禁矿等不利因素基本消化完毕，贸易商投机性采购有所复苏，钴价开始小幅攀升，但进入第四季度，因商家急于清理库存，钴价走低。国内钴价相较国际钴价

波动不甚明显，整体走势偏弱，2013年12月31日，广东现货钴（1#）价格为20.05万元/吨，较年初降低4.75%。2014年电动汽车的发展将成为钴电池需求上涨的主要推动力，后期价格有望重返上升通道。

图 1：2011~2013 年国内外钴价格情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013年国际镍价整体走弱，但自2014年1月12日印尼禁止出口镍矿禁令正式生效，中国最主要的红土镍矿供应渠道完全切断。海关数据显示，中国进口印尼矿石从1月612万吨骤降至2月的310万吨，占全球25%的中国镍铁冶炼产能处于闲置状态。作为占全球镍消费50%左右的不锈钢行业因其前期产品大量投放，库存高企，加之中国经济增速下行，镍消费行业增速放缓。如印尼镍禁矿令长期有效，中国镍库存将降低，镍生铁产量降低将影响全球精炼镍市场平衡，预计未来镍价持续走高。2014年国际镍价已由年初的13905美元/吨升至4月25日的18465美元/吨，价格上涨明显。

图 2：2011~2013 年国内外镍价格情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

我国再生资源回收行业得到政府大力支持，近几年发展迅速，电子废弃物行业在政策约束下发展更加规范

近年来，我国采取一系列措施大力推动循环经济发展，再生资源回收行业规模明显扩大，截至2013年底，全社会再生资源回收企业达10余万家，80%以上为中小企业。据中国商务部流通业发展司初步统计，2013年废钢铁、废塑料、废纸、废轮胎、报废汽车、废弃电器电子产品7大品种回收量接近1.6亿吨，较2000年增长超过3倍；回收总值接近6,000亿元，较2000年增长12倍；废钢铁、废有色金属、废弃电器电子产品的回收率达到70%以上。目前，国家已分3批将90个城市列入试点，运用中央财政服务业发展专项资金，支持试点城市新建和改扩建51,550个网点、341个分拣中心、63个集散市场，同时支持了123个再生资源回收加工利用基地建设。北京、上海等试点城市推动自助废弃物交售、回收热点等新型回收模式。

电子废弃物作为再生资源回收的重要方面，也得到国家政策的大力支持，行业整合加速。2013年12月6日，财政部发文《关于完善废弃电器电子产品处理基金等政策的通知》（财综[2013]110号，以下简称“通知”），提出“严格控制处理企业规划数量，优化处理企业结构。除将已获得基金补贴的优质处理企业纳入规划外，本通知发布前已经环境保护部备案的各省（区、市）废弃电器电子产品处理企业规划数量不再增加。”同时明确基金补贴企业退出规定，“自2014年起，经各级环保部门审核确认的废弃电器电子产品不规范拆解处理数量占其申报拆解处理总量连续两年超过5%的”，“各类废弃电器电子产品年实际拆解处理量低于许可处理能力的20%的，以及资源产出率低于40%的”将取消给予基金补贴资格，并从相关省（区、市）规划中剔除。

随着国家政策对电子废弃物处理企业的总量控制，对拆解产能利用率提出量化要求，目前多家公司已申请调减核定拆解产能，行业整合加剧，能够广泛掌控回收渠道的拆解企业更具竞争力。

随着我国汽车保有量的增大，报废汽车的数量也随之提高，报废汽车回收拆解行业也将迎来快速发展期

报废汽车可回收资源众多，仅以钢铁、铜铝、橡胶等材料计算，单车可实现约3,000元的回收收入，汽车拆解市场利润可观。

自2000年开始，我国汽车行业首次爆发式增长，按10-15年强制报废推算，2015年我国将迎来第一次汽车报废高峰。据新华社社数据显示，截至2013年10月底，我国汽车保有量达到1.35亿辆，如按发达国家5%的报废率计算，报废汽车量可达675万辆。但目前我国报废汽车行业仍面临着技术落后、回收困难等问题，致使我国每年报废汽车实际回收量仅为汽车保有量的0.5%-1%，报废汽车流失严重，大量应当报废的汽车售往边远地区，对正规拆解企业造成冲击，并造成环境污染和安全隐患。

为此，各政府部门积极推行相关政策，统一机动车强制报废标准。2012年12月27日，商务部、国家发改委、公安部、环境保护部以第12号令发布《机动车强制报废标准规定》（以下简称“规定”），自2013年5月1日起施行。规定整合了原报废标准有关内容，取消了非营运小、微型载客车使用年限限制，逐步强化了安全、环保技术性能检查，严格了机动车强制报废制度。与此同时，制定了国家标准《报废汽车回收拆解汽车技术规范》，借鉴发达国家经验，对回收拆解企业场地、设施、人员、拆解作业流程，以及经营管理等方面提出了要求，提高了环保和资源利用水平。

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

业务运营

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

表 1: 2011~2013 年公司营业收入构成

单位: 亿元、%

	2011 年		2012 年		2013 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
四氧化三钴	-	-	0.65	4.57	9.38	26.91
电解铜	2.08	22.63	2.86	20.15	4.98	14.28
电子废弃物	0.61	6.61	1.89	13.33	4.52	12.97
超细钴粉	4.22	45.90	4.26	30.60	3.33	9.55
超细镍粉	1.39	15.12	1.67	11.78	1.46	4.19
碳化钨	-	-	1.75	12.35	2.93	8.41
塑木型材	0.77	8.44	0.65	4.64	0.69	1.98
电积钴	-	-	0.16	1.11	0.79	2.27
三元材料	-	-	0.07	0.48	0.50	1.43
贸易					5.62	16.12
其他	0.12	1.30	0.22	0.86	0.66	1.89
合计	9.19	100	14.18	100	34.86	100

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2012年12月, 公司通过成功收购凯力克, 新增电积钴、四氧化三钴和三元材料的产能, 成为公司新的收入增长点。2013年, 公司实现营业收入34.86亿元, 同比增长145.84%。分产品看, 四氧化三钴已成为公司主要产品, 2013年实现收入9.38亿元, 占同期营业收入的26.91%; 随着电解铜、电子废弃物等项目的逐步投产, 该两类产品已成为公司主要的收入和利润来源, 2013年公司电解铜和电子废弃物销售4.98亿元和4.52亿元, 占当期营业收入的14.28%和12.97%。相对而言, 公司传统产品超细钴、镍粉产品主导地位有所下降。此外, 公司新增贸易业务板块, 主要销售钴片和镍粉。2013年公司实现贸易收入5.62亿元, 占当期营业收入比为16.12%, 成为公司收入的重要补充。

公司再生资源回收体系已逐步建成, 完善的渠道建设为公司废旧材料的来源提供可靠保障

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。2013年公司回收网络体系已逐步建成。

表 2: 2013 年公司采购占比情况

	具体方式	采购占比
社会收购	个体模式	14.51%
	自建社会收集体系	10.15%
企业收购	与废料收集处理企业合作	35.39%
	与产生废料的企业合作	23.08%
	原生料	16.87%

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

目前, 公司原材料采购仍然以企业收购模式为主, 采购占比达到75.34%。2013年公司启动格林美武汉城市圈(仙桃)城市矿产资源大市场和荆门再生资源大市场的建设, 与可口可乐、东风神农等大型企业建立了商业回收合作关系, 使公司回收网络更进一步的向大型企业、集散市场的集中回收模式延伸。

此外, 2013年, 公司构建了以物联网技术为支撑的智能环保信息平台, 对废弃资源回收、储运、处置的全过程进行追踪, 加强废旧物回收的信息化管理, 并建立基于物联网的网上回收系统。总体来看, 公司多层次的再生资源回收体系构建已基本完成, 为废料来源提供了重要保障。

2013年公司多种产品已达产, 产能释放充分, 随着新建产能逐步投产, 公司未来业务规模有望持续增长

目前, 公司五大循环产业园具备年处理各种废旧电池、电子废弃物和钴镍废弃资源近100万吨的处理能力, 废旧家电的拆解总量达到200万台以上, 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4.73万吨, 其中电解铜新增产能0.50万吨, 四氧化三钴新增产能0.20万吨。此外, 2013年, 位于江西丰城的格林美江西报废汽车循环产业园已完成建设, 该基地年综合处理报废汽车与各种复杂金属废料的处理能力可达30万吨。除江西外, 武汉、天津的报废汽车项目已完成土地征用、环评审批、项目备案、相关设计与设备调查等工作, 其中武汉报废汽车项目已开工建设。

从产能利用情况来看, 2013年公司超细镍粉、碳化钨和四氧化三钴均产能利用率均达到110%以上; 超细钴粉、三元材料产能利用率分别也达到81.81%和83.13%, 产能利用率均较高。2013年随着

公司上市募投项目的进一步投产，电解铜产能扩大，产量增加较快，产能利用率有所上升，达到64.33%。受2012年塑木型材销量下滑的影响，公司

调整2013年塑木型材产量，产能利用率也随之下降。

表 3：2011~2013 年来公司主要产品产能利用率情况

单位：吨、%

	2011			2012			2013		
	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
三氧化二钴	-	-	-	4,000	700	-	6,000	7,118.23	118.64
电解铜	4,000	3,802.30	95.06	10,000	5,958.05	59.58	15,000	9,649.95	64.33
超细钴粉	2,000	1,556.44	77.82	2,000	1,670.57	83.53	2,000	1,636.11	81.81
超细镍粉	1,300	786.13	60.47	1,300	1,238.97	95.31	1,300	1,461.62	112.43
碳化钨	-	-	-	1,200	873.08	72.76	1,200	1,371.67	114.31
塑木型材	12,000	12,936.63	107.81	20,000	17,622.99	88.11	20,000	11,981.25	59.91
电积钴	-	-	-	1,800	180	-	1,800	992.12	55.12
三元材料	-	-	-	1,000	90	-	1,000	831.27	83.13

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：电积钴、三氧化二钴、三元材料均为合并凯力克的产品，产能为全年数据，2012年产量仅为当期12月数据。

产能建设方面，经过2年的建设，募集资金项目“废旧电路板中稀贵金属、废旧五金电器（铜铝为主）、废塑料的循环利用项目”已完成建设，项目进入试运行阶段。电子废弃物拆解业务已完成国内布局，覆盖湖北、江西和河南三省电子废弃物处理中心已建成。在产业广度上，公司业务由电子废弃物向废五金、报废汽车、废塑料拓展，建设江西、武汉、天津报废汽车项目与废钢处理中心，以

及江西、荆门废五金、废塑料处理中心。2013年，江西作为报废汽车回收示范基地已完成建设，未来，公司将致力于报废汽车项目运行的商业模式建设与全国范围报废汽车产业基地布局建设。

投资计划方面，为实现上述战略发展目标，公司需建设多个项目，进而扩充公司产能，完成公司产业广度和深度的延伸。

表 4：2013 年公司建成、在建项目情况

单位：万元

项目名称	起止年限	计划总投资	截至 2013 年末 已完成投资
废旧电路板中稀贵金属与废旧五金电器、废塑胶的循环利用	2011-2014	88,600.00	105,393.59
江西格林美电子废弃物回收与循环利用项目	2010-2014	30,000.00	33,173.81
河南电子废弃物土建基础工程	2011-2013	4,000.00	5,543.62
废渣废泥处理项目	2012-2013	7,000.00	8,244.82
合计	-	129,600.00	152,355.84

项目名称	起止年限	计划总投资	截至 2013 年末 已完成投资	2014 年计划投资
格林美（武汉）城市矿产循环产业园项目	2013-2017	120,000.00	19,789.82	15,000
动力电池用原料（含钴镍锰三元材料、球形氢氧化钴材料、高纯硫酸镍与三氧化二钴）	2013-2014	29,660.00	21,761.51	7,000
江西报废汽车循环利用项目	2013-2014	30,000.00	15,859.34	5,000
仙桃城市矿产大市场建设	2013-2016	33,900.00	286.16	5,000
天津循环产业园建设	2013-2017	100,000.00	4,399.88	10,000
合计	--	313,560.00	62,096.71	42,000.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司业务广度延伸，产品销售情况良好，但受钴镍价格低迷的影响，公司相关金属产品毛利水平有所下降；电子废物回收有望成为公司新的收入增长点

2013年，公司传统产品钴镍粉体销售3,055.60吨，同比增长2.04%；新增产品四氧化三钴实现6,798.13吨，同比增长88.46%。整体来看公司销售情况良好，除镍粉和碳化钨外，其余产品产销率均维持在95%以上。电子废弃物方面，公司2013年废弃家电拆解量达到200万台以上，同比增长约54%，电子废弃物已形成一定规模。

表 5：公司销量同比变化

单位：吨

	2013年销量	同比变化
四氧化三钴	6,798.13	88.46%
电解铜	9,878.49	66.44%
超细钴粉	1,751.68	-3.40%
超细镍粉	1,303.92	10.39%
碳化钨	1,202.04	43.17%
塑木型材	39,638.45	27.46%
钴片	1,083.23	--
三元材料	800.63	53.13%
合计	62,456.57	--

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013年公司销量和销售收入整体保持增长，但主要产品毛利水平较上年有所降低。受全球钴镍铜价格下滑影响，公司当年钴镍粉体毛利水平分别降低0.59和8.55个百分点，电解铜毛利率下降5.13个百分点；主要产品四氧化三钴和钴片毛利率降低0.90和6.99个百分点。公司主要产品盈利空间受金属价格波动较大。2013年电子废弃物拆解业务规模增加，规模效应凸显，电子废弃物以及其延伸循环再造产品塑木型材毛利水平分别提高1.63和1.75个百分点。贸易业务方面，2013年公司贸易毛利率1.54%，因贸易业务盈利空间较低，且业务占比较大，公司综合毛利水平受到较大影响，综合毛利率仅16.57%，同比减少9.25个百分点。

表 6：公司产品毛利水平

	2011	2012	2013
四氧化三钴	-	13.15%	12.25%
电解铜	23.42%	24.88%	19.75%
电子废弃物	45.66%	25.31%	26.94%
超细钴粉	33.91%	30.46%	29.87%
超细镍粉	32.04%	28.71%	20.16%
碳化钨	-	18.43%	22.12%
塑木型材	29.40%	22.53%	24.28%
钴片	-	10.77%	3.78%
三元材料	-	25.38%	10.62%
贸易	-	-	1.54%
其他	36.46%	77.68%	23.06%
合计	31.68%	25.82%	16.57%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司在建产能逐步释放，收入规模稳定增长。虽然公司毛利水平受国际金属价格波动影响较大，但考虑到电子废弃物业务可获得政府相关补贴，公司利润水平可以得到保障。

此外，2013年12月，公司下属子公司河南格林美、武汉城市矿产公司同时入选国家第三批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单，自此，公司四个电子废弃物处理基地全部入选，未来电子废弃物业务有望成为公司新的收入增长点。

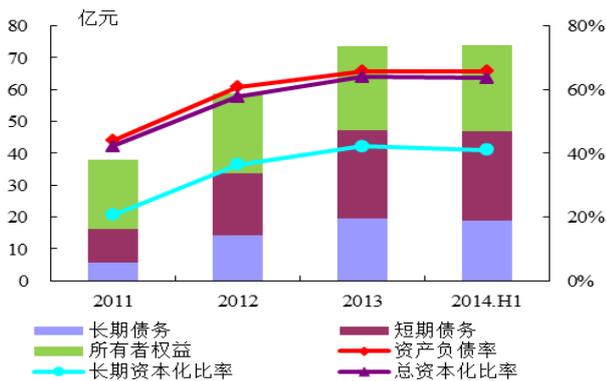
财务分析

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2011年度标准无保留意见的财务报告，国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的2012年度标准无保留意见的财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的2013年度标准无保留意见的财务报表以及未经审计的2014年一季度财务报告。

资本结构

随着武汉城市矿产循环产业园、江西报废汽车循环利用项目等在建项目的推进，公司对外融资需求增加，2013年公司资产和负债规模均呈上升态势。截至2013年12月31日，公司总资产77.37亿元，同比增长21.83%；同期，公司所有者权益为26.52亿元，同比增长6.54%，总负债规模达50.84亿元，同比增长31.69%，其中总债务44.72亿元，同比增长26.93%。

图 3: 2011~2014.Q1 公司资本结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务结构方面, 公司财务杠杆水平同比提升, 截至2013年12月31日, 公司资产负债率和总资本化比率分别为65.72%和62.77%, 同比分别增长4.92和4.18个百分点。财务结构稳健性有所减弱, 但仍处于可控范围。截至2014年一季度末, 公司资产负债率和总资产化比率分别为65.73%和63.51%, 基本与上年末持平。

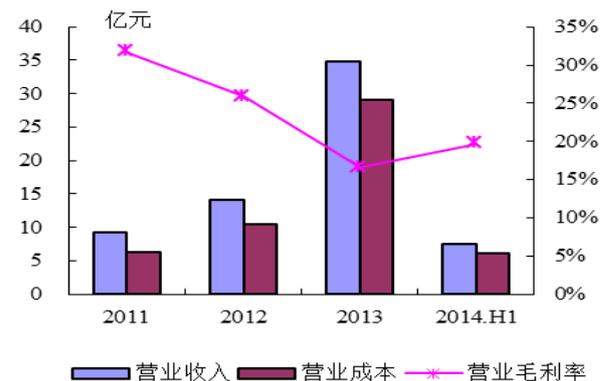
债务结构方面, 随着公司业务广度的拓展, 在建项目进程推进, 公司债务规模保持快速增长, 且以短期债务为主。截至2013年12月31日, 公司短期债务25.31亿元, 长期债务19.41亿元, 长短期债务比为1.30, 公司仍面临一定的短期偿债压力。截至2014年一季度末, 随着长期银行借款的到期, 公司短期债务规模进一步提高, 但长期债务有所下降, 公司短期债务28.20亿元, 长期债务18.71亿元, 长短期债务比为1.51, 长短债比例有所改善。

总体来看, 2013年在项目进程进一步推进的过程中, 公司资产负债规模均同比上升, 财务结构稳健性有所降低。随着废旧汽车项目进一步建设, 公司未来资金需求仍将扩大, 公司负债率进一步上升。

盈利能力

2012年12月公司成功合并凯力克, 新增电积钴、三氧化二钴、三元材料等产品, 2013年公司营业收入迅速增长, 全年实现营业收入34.86亿元, 但同比参考性不强。全年营收中12.93亿元来自于凯力克, 剔除该部分数据后的公司其他营业收入21.93亿元, 较2012年剔除凯力克营收后的13.12亿元提高67.15%, 合并后的协同效应明显。

图 4: 2011~2014.Q1 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

毛利率方面, 2013年公司新增低毛利的贸易业务对其综合毛利空间影响较大, 加之钴镍价格低位震荡, 公司毛利水平从2012年的25.82%降至16.57%。

期间费用方面, 随着公司职工福利增加, 研发投入加大, 公司管理费用达到2.26亿元; 负债规模加大直接导致财务费用升至4.59亿元, 2013年公司三费合计4.59亿元, 三费占比为13.19%, 较上年降低6.53个百分点, 公司规模效应凸显。

表 7: 2011~2014.Q1 公司期间费用变化

	单位: 亿元			
	2011	2012	2013	2014.Q1
销售费用	0.25	0.22	0.32	0.08
管理费用	1.18	1.66	2.26	0.45
财务费用	0.57	0.91	2.01	0.56
三费合计	2.00	2.79	4.59	1.09
三费收入占比	21.79%	19.69%	13.16%	14.46%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

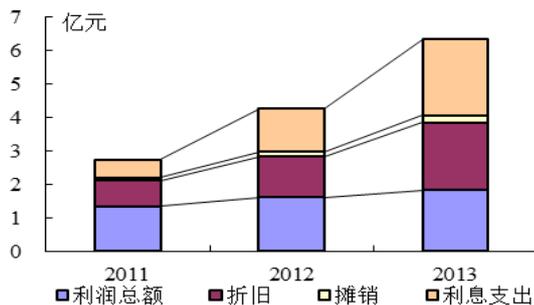
利润总额方面, 2013年公司利润总额1.81亿元, 同比增长13.08%, 其中经营性业务利润分别为1.09亿元。2013年公司取得政府补贴收入1.01亿元, 对公司利润总额形成有效的补充。净利润方面, 2013年公司取得净利润1.68亿元, 剔除凯力克净利润后的其他业务净利润约为1.24亿元, 同比略有下滑。2014年一季度公司实现利润总额0.48亿元, 同比增长37.14%, 盈利能力进一步提高。

总体来看, 受益于公司业务广度的扩展, 2013年收入规模大幅增长, 但新增贸易业务拉低了公司综合毛利率, 盈利水平受到影响, 但政府补贴为公司利润增长提供有力支撑, 公司盈利能力依旧良好。

偿债能力

从获现能力来看，利润总额、折旧和利息支出为公司EBITDA的主要构成。一方面，公司利润总额提高；另一方面，公司对外负债规模的加大，利息支出加大；两大因素带动公司EBITDA迅速提高，2013年公司EBITDA达到6.10亿元，同比增长56.01%，公司获现能力提高。

图 5：2011~2013 公司 EBITDA 变化趋势



数据来源：公司定期报告,中诚信证评整理

随着公司负债水平提高，付现费用加大，在利润规模提高的同时，公司经营性现金流较上年改善，2013年经营性现金净流量为0.23亿元。投资性现金流方面，因公司在建项目较多，业务仍处于拓展期，2013年投资性现金流为-9.61亿元，净流出规模较大。

从各项偿债指标的表现来看，2013年公司经营活动净现金流对债务覆盖较为不足，但随着获现能力的提高，EBITDA对债务覆盖程度有所提高，2013年公司总债务/EBITDA为7.33倍，但利息支出加大，EBITDA利息倍数将为2.68倍。

表 8：2011~2013 公司偿债能力分析

项目	2011	2012	2013
短期债务(亿元)	10.36	22.07	25.31
总债务(亿元)	16.03	36.37	44.72
EBITDA(亿元)	2.73	3.91	60.98
经营净现金流	1.17	-2.51	0.23
经营净现金流/总债务(X)	0.07	-0.07	0.01
经营活动净现金流	1.52	-1.94	0.10
利息保障系数			
总债务/EBITDA(X)	5.88	9.30	7.33
EBITDA 利息保障系数	3.53	3.03	2.68

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2013年12月31日，公司无对外担保、资产抵押等重大或有事项。

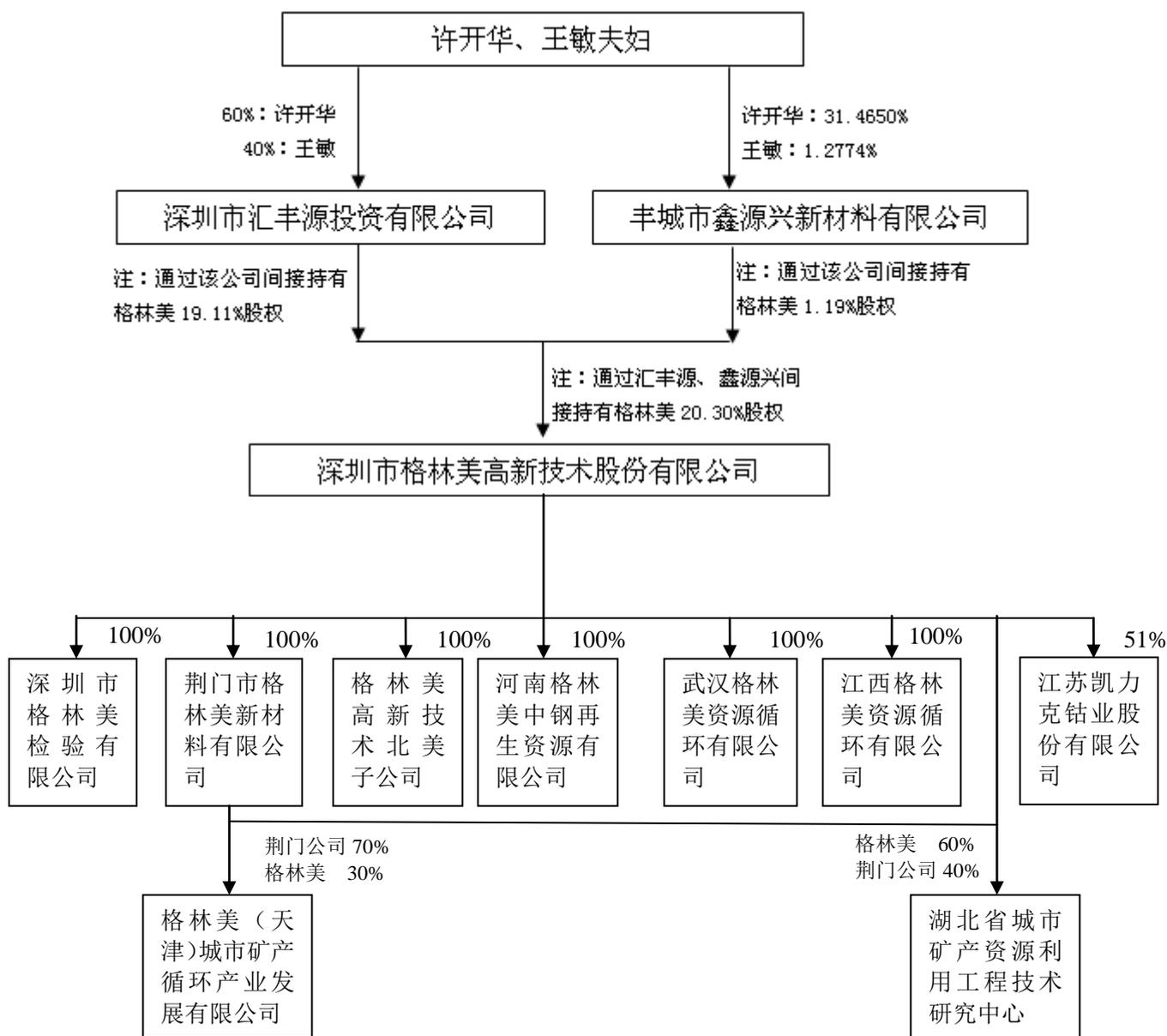
银行授信方面，截至2013年12月31日，公司拥有银行授信额度48.32亿元，其中已使用授信额度31.41亿元，尚未使用额度为16.91亿元。

整体来看，随着公司业务广度的拓展，在建项目进程推进，公司债务规模保持快速增长，负债水平提升，财务结构稳定性有所减弱。同时，公司仍以短期债务为主，短期偿债压力较大。但得益于公司合并凯力克的协同效应和规模效应凸显，公司盈利能力依旧良好，获现能力有所提高，加之政府补贴收入作为公司利润有力补充，规模可观，公司整体偿债能力依然较强。

结论

综上所述，中诚信证评维持本次公司债债项等级为AA，公司主体信用等级为AA，评级展望稳定。

附一：深圳市格林美高新技术股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



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)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	102,089.80	117,142.41	71,947.11	36,540.09
应收账款净额	10,518.48	22,375.92	46,300.96	69,532.71
存货净额	54,311.16	120,941.74	161,957.25	169,022.71
流动资产	182,639.74	305,658.31	332,317.80	336,481.92
长期投资	3,263.28	9,651.74	8,526.96	8,628.22
固定资产合计	191,181.11	284,752.02	364,293.84	371,826.80
总资产	392,824.71	635,033.69	773,660.88	786,189.42
短期债务	103,633.60	220,724.69	253,096.89	282,021.43
长期债务	56,692.00	142,990.32	194,062.97	187,063.93
总债务(短期债务+长期债务)	160,325.60	363,715.01	447,159.86	469,085.36
总负债	173,090.27	386,061.61	508,417.24	516,726.44
所有者权益(含少数股东权益)	219,734.44	248,972.08	265,243.64	269,462.98
营业总收入	91,861.44	141,842.10	348,602.83	75,562.30
三费前利润	28,876.50	35,981.35	56,823.82	14,795.79
投资收益	-36.72	-140.58	-969.48	107.62
净利润	12,017.43	14,426.67	16,834.63	4,221.86
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	27,284.70	39,099.79	60,979.35	-
经营活动产生现金净流量	11,740.10	-25,063.19	2,289.45	-29,836.75
投资活动产生现金净流量	-102,738.75	-111,693.89	-96,068.32	-25,083.91
筹资活动产生现金净流量	176,693.62	151,802.59	48,717.16	19,653.05
现金及现金等价物净增加额	85,677.72	15,052.61	-45,195.31	-35,407.02
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	31.68	25.82	16.57	19.70
所有者权益收益率(%)	5.47	5.79	6.35	6.27
EBITDA/营业总收入(%)	29.70	27.57	17.49	0.00
速动比率(X)	1.14	0.78	1.10	1.06
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	-0.07	0.01	-0.13
经营活动净现金/短期债务(X)	0.11	-0.11	0.01	-0.21
经营活动净现金/利息支出(X)	1.52	-1.94	0.10	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.53	3.03	2.68	-
总债务/EBITDA(X)	5.88	9.30	7.33	-
资产负债率(%)	44.06	60.79	65.72	65.73
总债务/总资本(%)	42.18	59.36	62.77	63.51
长期资本化比率(%)	20.51	36.48	42.25	40.98

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。