

# 鹏元资信评估有限公司

## 信用等级通知书

鹏信评【2015】跟踪第【297】号

### 广州杰赛科技股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、经营状况以及财务实力等方面对贵公司及其 2014 年 07 月 14 日发行的公司债券进行了跟踪分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，决定发行人长期主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评级结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

二零一五年六月十六日

广州杰赛科技股份有限公司

2014 年公司债券 2015 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第  
【297】号 01

债券剩余规模: 4 亿元

债券到期日期: 2019 年  
07 月 14 日

债券偿还方式: 每年付  
息一次, 到期一次还本,  
附第三年末公司上调票  
面利率选择权和投资者  
回售选择权

分析师

姓名:  
范刚强 林心平

电话:  
0755-82870071

邮箱:  
fangq@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

## 广州杰赛科技股份有限公司

### 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 06 月 16 日	2014 年 05 月 22 日

#### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对广州杰赛科技股份有限公司(以下简称“杰赛科技”或“公司”)及其 2014 年 07 月 14 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA,发行主体长期信用等级维持为 AA,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司资质得到进一步完善,公网、专网业务及印制电路板业务量持续增长,营业收入继续攀升,公司储备项目较多,短期内通信网络建设综合解决方案业务的可持续性较强;同时我们也关注到了公司应收账款对营运资金形成较大的占用,主要在建项目后续投资规模仍然较大,且公司有息债务规模相对较大等风险因素。

#### 正面:

- 在手订单相对较多,业务具有较强的可持续性。截至 2014 年末公司通信网络建设综合解决方案业务在手订单未完成合同金额合计 8.03 亿元,业务可持续性较有保障,且随着中国联通及中国电信取得 FDD-LTE4G 牌照,预计该两家运营商将会加快 4G 网络建设,有望带动公司公网业务的持续增长。
- 资质进一步完善。跟踪期内,公司新增取得通讯铁塔专业乙级、建筑行业(建筑工程)乙级资质,有利于公司拓展通信铁塔设计和建设工程及开展电子信息技术服务过程中所涉及的建筑工程相关设计业务,在一定程度上拓宽了公司承接项目的范围,对推动公司业务增长有一定的促进作用。

关注：

- **应收账款规模较大且持续增长，对公司形成较大资金沉淀，在一定程度上增加了发生流动资金短缺和坏账损失的风险。**截至 2015 年 3 月底，公司应收账款为 99,598.65 万元，较 2013 年末增长 43.75%，应收账款规模较大且持续增长，对公司形成较大资金沉淀，在一定程度上增加了发生流动资金短缺和坏账损失的风险。
- **固定资产折旧预计将大幅增加，印制电路板业务毛利率可能会有所下滑。**随着珠海产业园一期工程转固投产，公司固定资产规模大幅增长，2014 年公司固定资产增长 183.83%，受固定资产规模提升的影响，后续固定资产折旧亦较之前有所提高，公司印制电路板毛利率可能会有所下滑。
- **公司资金压力较大。**截至 2014 年底，公司主要在建项目计划投资额 47,479 万元，已完成投资 34,417.71 万元，后续尚需投资规模仍然较大，随着在建项目的继续投资，公司仍将面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大且以短期有息债务为主，面临一定的债务偿付压力。**截至 2015 年 3 月底公司有息债务合计 105,545.12 万元，其中短期有息债务为 65,985.54 万元，短期有息债务规模较大，公司面临一定的债务偿付压力。

**主要财务指标:**

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
总资产(万元)	284,909.48	295,684.25	206,802.56	179,484.62
所有者权益合计(万元)	114,599.94	113,636.90	106,839.79	101,229.80
有息债务(万元)	105,545.12	101,511.49	45,815.67	38,152.34
资产负债率	59.78%	61.57%	48.34%	43.60%
流动比率	1.71	1.66	1.75	2.03
营业收入(万元)	38,286.03	194,683.75	168,484.18	140,678.32
营业利润(万元)	874.24	8,103.81	8,856.77	8,163.01
利润总额(万元)	1,269.45	10,639.70	11,033.61	9,868.37
综合毛利率	21.31%	20.88%	23.91%	25.83%
总资产回报率	-	5.93%	6.70%	6.13%
EBITDA(万元)	-	17,799.70	15,516.59	12,360.21
EBITDA利息保障倍数	-	3.72	8.14	63.64
经营活动现金流净额(万元)	-36,404.51	830.63	2,155.71	8,176.48

资料来源: 公司审计报告及未经审计的 2015 年一季报, 鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可[2014]270号”文核准，2014年07月14日公司公开发行4亿元公司债券，募集资金总额4亿元，票面利率为6.93%。

本期债券为5年期固定利率债券，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券前3年利率为6.93%，在债券存续期内前3年固定不变，后2年根据第3年末公司是否上调票面利率以及上调幅度来确定。

本期债券的起息日为2014年07月14日，采用单利按年计息，不计复利，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。2015年至2019年每年的7月14日为上一个计息年度的付息日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。本期债券本金兑付日期为2019年7月14日，如投资者行使回售选择权，则其回售部分债券的兑付日为2017年7月14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）。截至2015年5月31日，本期债券尚未到首次付息日。

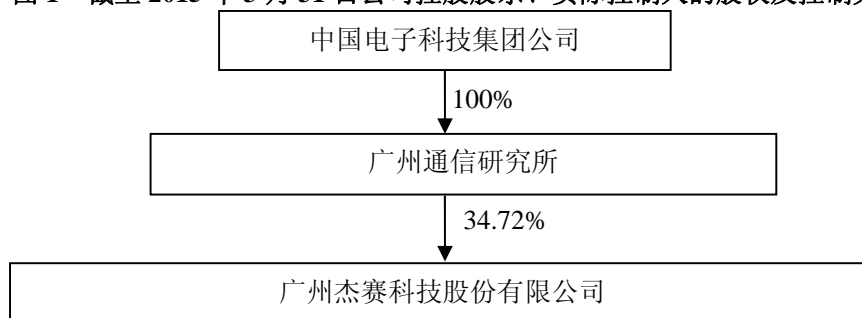
公司募集资金用途为补充流动资金，截至2015年6月2日公司债券募集资金已全部使用完毕。

## 二、发行主体概况

2014年5月16日，经2013年度股东大会审议通过，公司决定以资本公积金向全体股东每10股转增5股，转增后公司股本增至51,576万股。

截至2015年3月31日，公司总股本为51,576万股，其中广州通信研究所持有公司股份179,070,577股，持股比例为34.72%，仍为公司第一大股东。中国电子科技集团公司持有广州通信研究所100%的股份，仍为公司的实际控制人。

图1 截至2015年3月31日公司控股股东、实际控制人的股权及控制关系



资料来源：公司提供

跟踪期内，为履行2008年摘牌广州市萝岗区云埔工业园14,001平方米工业用地使用权时签订的《国有建设用地使用权出让合同》约定，公司于2014年12月在萝岗区注册成立广州杰赛电子有限公司，注册资本为1,500万元，主要业务范围为印制电路板、集成电路等电子元器件制造，纳入公司2014年合并报表范围。2014年公司合并范围变化情况如下表所示。

表1 2014年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
广州杰赛电子有限公司	100%	1,500	印制电路板制造等	新设

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司业务范围未发生重大变更，仍以提供信息网络系统建设技术服务及产品为主。

截至2015年3月31日，公司资产总额为28.49亿元，所有者权益为11.46亿元，资产负债率为59.78%；2014年度，公司实现营业收入19.47亿元，利润总额1.06亿元，经营活动现金流净额0.08亿元。

### 三、运营环境

**电信行业固定资产投资稳步增长，为信息网络规划设计与优化企业提供了较好的发展环境**

跟踪期内，随着“宽带中国”战略的深入推进及移动互联网、IPTV等消费的持续增长，推动了4G网络和宽带基础设施水平的进一步提升。

2014年，电信业全行业固定资产投资规模完成3,992.6亿元，达到自2009年以来投资水平最高点。投资完成额比上年增长238亿元，同比增长6.3%，比上年增速提高2.4个百分点，其中移动通信完成投资1,618.5亿元，同比增长20.2%，占电信业投资的比重达40.5%，比上年提高4.6个百分点。2015年2月，中华人民共和国工业和信息化部向中国电信和中国联通颁发了FDD-LTE牌照，即4G业务牌照，FDD-LTE牌照的颁发将促使中国联通和中国电信加快布设4G的步伐，有望带动移动网络建设需求的大幅提升。

电信行业固定资产投资的稳步增长，提升了信息网络规划设计及产品的市场需求，为信息网络规划设计与优化企业提供了较好的发展环境。

图 2 近年电信固定资产投资完成情况



资料来源：2014 年通信运营统计公报

### 国内电子信息制造业发展较快，带动了印制电路板行业的快速增长

印制电路板下游客户主要为电子信息产业，其中电脑及周边设备、通讯、消费电子是最主要的应用领域；另外，汽车、航空及工业精密仪表等行业对PCB也有一定需求。

近几年，受益于社会信息化水平的不断提高，电子信息产业平稳增长。2014年我国规模以上电子信息制造业企业1.87万家，产业增加值同比增长12.2%，高于同期工业平均水平3.9个百分点，在全国41个工业行业中增速居第7位；收入和利润总额分别增长9.8%和20.9%，高于同期工业平均水平2.8和17.6个百分点，占工业总体比重分别达到9.4%和7.8%，比上年提高0.3和1.2个百分点。

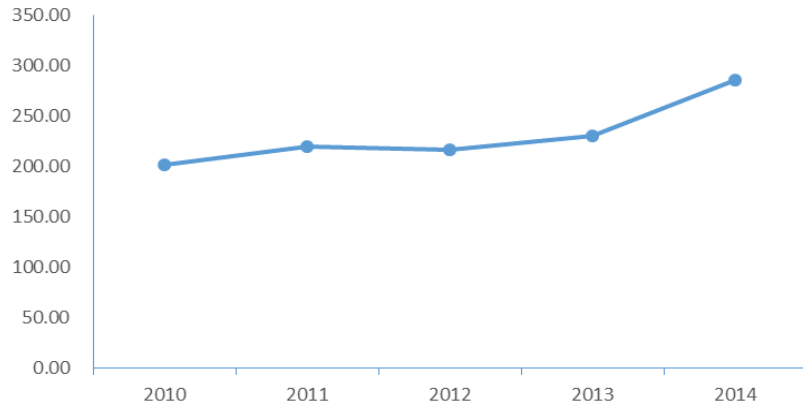
表 2 2013-2014 年规模以上电子信息制造业主要经济指标（单位：万亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
主营业务收入	10.39	9.8%	9.32	10.4%
利润总额	0.51	20.9%	0.42	21.1%
固定资产投资额	1.21	11.4%	1.08	12.9%

资料来源：电子信息产业统计公报

电子信息制造业的快速发展带动了印制电路板市场需求及产销量的持续攀升，2014年中国大陆印制电路板产值达286.34亿美元，同比增长23.96%，增速较2013年提高17.19个百分点。

图3 近年印制电路板产值情况（单位：亿美元）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

#### 四、经营与竞争

跟踪期内公司营业收入及利润构成未发生重大变化，通信网络建设综合解决方案提供及通信网络相关产品销售仍是公司收入和利润的主要来源，2013-2014年公司营业收入构成及毛利率如下表所示。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
通信网络建设综合解决方案	107,811.39	21.86%	95,257.47	24.58%
其中：公众网络	54,423.52	31.59%	48,566.46	37.56%
专用网络	53,387.87	11.95%	46,691.01	11.08%
通信网络相关产品	86,872.36	19.66%	73,226.71	23.03%
其中：网络覆盖设备	16,080.84	9.94%	12,278.87	9.02%
网络接入设备	10,818.78	16.09%	9,468.68	19.61%
通信类印制电路板等	59,972.74	22.91%	51,479.17	27.00%
合计	194,683.75	20.88%	168,484.18	23.91%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司专网及公网业务收入稳步增长，在手订单相对较多，业务具有较强的可持续性

公司是国内资质种类比较齐全的信息网络建设服务提供商之一，具备通信/电子工程设计、勘察、咨询承包、信息系统集成等业务资质，业务范围覆盖信息网络建设的规划、设计、建设、优化、运营维护等全业务流程，相对于行业内单纯提供产品和网络建设阶段性解决方案的企业，具有较强的市场竞争优势。

跟踪期内，公网市场竞争格局未发生较大的变化，公司客户仍主要为中国联通和中国

电信。受益于电信业尤其是移动通信固定资产投资的持续增长，公司承接了较大规模的公网项目，2014年公司在实施公网项目合同金额合计12.55亿元（合同金额为5.87亿元的公网项目已于2014年度完工），累计完成合同金额11.62亿元，其中2014年确认收入5.44亿元，同比增长12.06%。截至2014年底，公司在实施及已签约暂未实施公网项目合同金额合计7.43亿元，未完成合同金额1.68亿元。受运营商建设结构调整、投资延后等因素影响，导致项目结转成本同比有所增长，毛利率小幅下滑。2015年2月中国联通及中国电信获得FDD-LTE4G牌照，预计将加大4G网络布设的步伐，有望推动公网建设需求的增长，公司公网业务量及收入有望进一步增长。

专用网络方面，2014年公司在实施专网项目合同金额合计20.19亿元（合同金额为1.69亿元的专网项目已于2014年度完工），累计完成合同金额14.46亿元，其中2014年确认专网项目收入5.34亿元，同比增长14.34%。截至2014年底，公司在实施及已签约暂未实施专网项目合同金额合计19.12亿元，未完成合同金额6.35亿元，专网业务在手订单相对较多，短期内专网业务具有较强的可持续性。

**表 4 截至 2014 年底公司在实施的主要公网及专网项目情况（单位：万元）**

项目	合同金额	已完工金额	剩余合同金额
公网	66,873.01	57,493.34	9,379.67
专网	184,913.26	127,704.97	57,208.29
<b>合计</b>	<b>251,786.27</b>	<b>185,198.31</b>	<b>66,587.96</b>

资料来源：公司提供

**表 5 截至 2014 年底公司签订合同尚未实施的主要公网及专网项目情况（单位：万元）**

项目	合同金额
专网	6,283.26
公网	7,380.00
<b>合计</b>	<b>13,663.26</b>

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新增取得通信铁塔专业乙级、建筑行业（建筑工程）乙级等资质，有利于公司拓展通信铁塔设计和建设工程及开展电子信息技术服务过程中所涉及的建筑工程相关设计业务，在一定程度上拓宽了公司承接项目的范围，对推动公司业务增长有一定的促进作用。

同时我们也关注到，公司的主要客户电信运营商、广电运营商、大型专用网络用户等企事业单位每年的计划、招标、建设、验收、结算具有明显的季节性，整个服务周期和收款期较长，使得公司收入和利润具有较强的季节性（通常集中在第四季度）。另外，公司主要下游客户电信运营商、广电运营商等大型客户付款周期较长，随着公司业务规模的增长，应收账款规模可能会随之大幅增加，对营运资金需求量亦会相应加大。

总体来看，公司专网及公网业务稳步增长，在手订单相对较多，短期内业务发展具有较强的可持续性。

#### 公司通信类印制电路板产销量持续增长，业务发展情况良好

2014年底，杰赛科技珠海通信产业园一期工程项目（以下简称“珠海产业园一期项目”）已建成投入使用，按实际投产时间折算后公司新增产能4万平方米/年，公司印制电路板产能小幅增长。公司租赁的位于广州经济技术开发区用于印制电路板产品生产的厂房屋于2015年3月31日到期后不再续租，2015年该部分生产线停产，珠海产业园一期工程的建成投产正好可以弥补该部分停产产能，珠海产业园一期工程的投产对公司印制电路板产能影响不大。

公司印制电路板产品主要客户是通信设备制造商、数控工业控制设备制造商和国防科教单位。2014年公司印制电路板军用产品销售收入占比为33.61%，与2013年相比占比变动不大。

受益于下游市场需求的稳步增长及产能的小幅提升，公司印制电路板产品产销量亦有所提高。2014年公司印制电路板产量为33.36万平方米，销售32万平方米，实现销售收入6亿元，分别同比增长13.72%、7.69%和16.5%。

印制电路板产品属于非标准化产品，客户需求不同，产品生产工序、生产成本及产品毛利率亦存在一定的差异，受此影响公司印制电路板业务毛利率有所波动，2014年公司印制电路板业务毛利率为22.91%，较2013年下降4.09个百分点。另外，珠海产业园一期工程项目已于2014年底建成投产，固定资产规模大幅增加，固定资产折旧亦较之前有所提高，将对公司印制电路板毛利率产生一定的影响。

**表 6 通信类印制电路板的产能、产销及收入情况**

项目	2014年	2013年
产能（平方米/年）	340,000	300,000
产量（平方米）	333,571	293,323
销量（平方米）	320,022	297,176
销售收入（万元）	59,972.74	51,479.17

资料来源：公司提供

截至2014年底，公司主要在建项目珠海产业园等项目计划总投资47,479万元，已完成投资34,417.71万元，后续尚需投资规模相对较大，随着公司主要在建项目的继续投资，可能会对公司现有资金形成较大消耗，加大公司资金压力。

**表 7 截至 2014 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目	计划投资额	已投资
珠海产业园	39,890	32,093.69

云埔二期	3,000	2,303.96
云埔园区产品调整项目	4,589	20.06
<b>合计</b>	<b>47,479</b>	<b>34,417.71</b>

资料来源：公司审计报告

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告以及未经审计的2015年一季度财务报表，其中2013年财务数据采用2014年审计报告年初数。公司财务报表采用新会计准则编制。2014年公司新增一家子公司广州杰赛电子有限公司，详见表1。

### 资产结构与质量

公司资产规模有所提升，但应收账款规模较大且持续增长，一定程度上增加了发生流动资金短缺和坏账损失的风险

截至2015年3月底，公司资产总计284,909.48万元，较2013年末增长37.77%，较2014年末减少3.64%，主要为支付部分应付账款及应付票据到期偿还所致。2015年3月底，公司流动资产占比为78.42%，较2013年底下滑6.19个百分点。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	47,202.06	16.57%	78,210.99	26.45%	63,265.24	30.59%
应收票据	12,332.23	4.33%	13,836.43	4.68%	3,342.70	1.62%
应收账款	99,598.65	34.96%	89,591.10	30.30%	69,286.57	33.50%
预付款项	7,692.98	2.70%	3,832.63	1.30%	4,016.22	1.94%
存货	47,122.17	16.54%	43,140.97	14.59%	29,463.27	14.25%
其他应收款	7,300.28	2.56%	5,238.22	1.77%	5,064.27	2.45%
<b>流动资产合计</b>	<b>223,424.64</b>	<b>78.42%</b>	<b>236,255.48</b>	<b>79.90%</b>	<b>174,981.71</b>	<b>84.61%</b>
固定资产	45,319.08	15.91%	45,620.93	15.43%	16,073.31	7.77%
在建工程	7,040.78	2.47%	4,769.24	1.61%	8,681.80	4.20%
<b>非流动资产合计</b>	<b>61,484.83</b>	<b>21.58%</b>	<b>59,428.76</b>	<b>20.10%</b>	<b>31,820.84</b>	<b>15.39%</b>
<b>资产总计</b>	<b>284,909.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>295,684.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>206,802.56</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告及未经审计的2015年一季度财务报表，鹏元整理

截至2015年3月末，公司货币资金为47,202.06万元，主要为银行存款，较2014年底减少31,008.93万元，主要为部分应付账款、应付票据结算及业务运营投入所致。公司提供的信息网络建设服务通常需要经过投标、建设和客户验收几个阶段，整个服务周期相对较长，加上电信运营商、广电网络运营商和大型专用网应用客户付款期较长，随着公司业务规模的扩大，公司应收账款规模也随之增长。2015年3月底，公司应收账款为99,598.65万元，较2013年增长43.75%，应收账款规模较大且持续增长，对公司营运资金形成较大沉淀，在一定程度上增加了发生流动资金短缺和坏账损失的风险。截至2015年3月底，公司应收票据为12,332.23万元，较2013年底大幅增加，主要为下游客户以票据结算项目款增加所致；预付款项为7,692.98万元，主要为预付材料款；其他应收款为7,300.28万元，较2014年末增加较多，主要为公网业务投标保证金增加所致；存货为47,122.17万元，较2013年末增长59.94%，主要为在实施项目增加所致。

截至2015年3月底，公司固定资产为45,319.08万元，较2013年底增加较多，主要为珠海产业园部分在建工程转固所致；在建工程为7,040.78万元，仍主要为珠海产业园建设项目投入成本。

总体来看，公司资产规模有所提升，但应收账款规模较大且持续增长，对公司营运资金形成较大消耗，在一定程度上增加了发生流动资金短缺和坏账损失的风险。

## 资产运营效率

### 2014年，公司应收账款及存货大幅增长，资产运营效率有所下降

2014年，公司营业收入有所增长，但应收账款及存货增长幅度更大，应收账款周转天数及存货周转天数有所延长；受下游款项结算滞后的影响，公司对上游供应商及外协客户结算亦受到一定影响，应付账款周转天数有所增加。受以上因素的影响，公司净营业周期及总资产周转天数有所延长，资产运营效率有所降低。

**表9 公司资产运营效率指标**

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	146.89	132.17
存货周转天数	84.84	71.82
应付账款周转天数	120.29	96.71
净营业周期（天）	111.44	107.28
总资产周转天数	464.59	412.69

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 公司营业收入有所增长，但盈利能力小幅下降

跟踪期内，随着下游市场需求的增加，公司通信网络建设综合解决方案及通信网络相关产品均有所增长，2014年公司实现营业收入194,683.75万元，同比增长15.55%。截至2014年末公司通信网络建设综合解决方案业务在手订单相对较多，业务可持续性较强，且随着中国联通及中国电信取得FDD-LTE4G牌照，预计该两家运营商将会加快4G网络建设，有望带动公司公网业务收入的增长。

受公网业务及印制电路板业务毛利率下滑的影响，公司综合毛利率小幅下降，2014年公司综合毛利率为20.88%，同比下降3.03个百分点。另外，受运营资金占用规模大幅增加的影响，公司有息债务规模大幅增加，财务费用亦随之增多，挤占了公司部分利润空间。受综合毛利率下滑及财务费用增加的影响，公司营业利润并未随营业收入的增长而提高，2014年公司实现营业利润8,103.81万元，营业利润水平基本与2013年持平。

公司作为高新技术企业，持续受到政府在技术研发等方面的资金支持，2014年公司收到战略性新兴产业核心拨款（新型软件工厂平台技术）等项目政府补助合计2,668.38万元，在一定程度上增厚了公司的净利润水平。

**表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2014 年	2013 年
营业总收入	194,683.75	168,484.18
营业利润	8,103.81	8,856.77
营业外收入	2,668.38	2,201.68
利润总额	10,639.70	11,033.61
净利润	9,237.16	9,770.24
综合毛利率	20.88%	23.91%
期间费用率	14.98%	16.87%
营业净利率	4.74%	5.80%
总资产回报率	5.93%	6.70%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 现金流

公司经营现金流水平进一步减弱，主要在建项目后续尚需投资规模相对较大，公司面临一定的资金压力

2014年公司净利润与2013年基本持平，但财务费用有所提高，FFO相应小幅提升。受应收账款、应收票据等经营性应收项目及存货规模增加的影响，营运资本对现金占用进一步增加，公司经营活动现金净流入规模大幅下滑。

跟踪期内，公司对珠海产业园建设项目投入较大，投资活动现金流呈大规模净流出状态；2014年公司发行4亿元公司债券，有息债务规模大幅增加，公司筹资活动现金流呈大规模净流入状态。整体来看，2014年公司经营及投资活动现金流均表现较弱，但受发行公司债券的影响，公司净现金流有所改善。

截至2014年底，公司主要在建项目计划总投资47,479万元，已完成投资34,417.71万元，后续尚需投资规模相对较大，随着公司在建、拟建项目的继续投资，可能会对公司现有资金形成较大消耗，加大公司资金压力。

**表 11 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2014 年	2013 年
净利润	9,237.16	9,770.24
非付现费用	5,125.26	4,699.65
非经营损益	3,933.95	1,650.30
<b>FFO</b>	<b>18,296.37</b>	<b>16,120.19</b>
营运资本变化	-17,465.75	-13,964.48
其中：存货减少（减：增加）	-13,983.42	-8,240.49
经营性应收项目的减少（减：增加）	-36,858.63	-19,557.32
经营性应付项目的增加（减：减少）	33,376.30	13,833.33
经营活动产生的现金流量净额	830.63	2,155.71
投资活动产生的现金流量净额	-29,636.42	-11,569.62
筹资活动产生的现金流量净额	42,002.33	1,899.99
现金及现金等价物净增加额	13,107.47	-8,007.39

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且以短期有息债务为主，面临一定的债务偿付压力

跟踪期内，公司负债总额大幅增长，所有者权益变动不大，负债权益比率及资产负债率均有所提高，公司资本对负债的保障程度有所下降。

**表 12 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2015 年 3 月	2014 年	2013 年
负债总额	170,309.54	182,047.34	99,962.77
所有者权益	114,599.94	113,636.90	106,839.79
负债权益比率	1.49	1.60	0.94

资料来源：公司审计报告及未经审计的 2015 年一季度财务报表，鹏元整理

截至2015年3月底，公司应付账款为52,139.32万元，较2013年底增长31.71%，仍主要为应付材料采购款及工程款等。2015年3月末公司短期借款为38,989.32万元、应付票据为

26,786.75万元、一年内到期的非流动负债为209.47万元、应付债券为39,559.58万元，有息债务合计105,545.12万元，有息债务规模较大且大部分为短期债务，公司面临一定的债务偿付压力。

**表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	38,989.32	13.68%	26,966.69	9.12%	19,282.09	9.32%
应付票据	26,786.75	9.40%	34,636.82	11.71%	25,534.43	12.35%
应付账款	52,139.32	18.30%	63,347.34	21.42%	39,587.36	19.14%
一年内到期的非流动负债	209.47	0.07%	348.40	0.12%	900.15	0.44%
流动负债合计	130,746.39	45.89%	142,484.19	48.19%	99,757.64	48.24%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	99.00	0.05%
应付债券	39,559.58	13.88%	39,559.58	13.38%	0.00	0.00%
非流动负债合计	39,563.15	13.89%	39,563.15	13.38%	205.12	0.10%
负债合计	170,309.54	59.78%	182,047.34	61.57%	99,962.77	48.34%

资料来源：公司审计报告及未经审计的2015年一季度财务报表，鹏元整理

跟踪期内，公司负债总额大幅增长，资产负债率有所提高，流动比率与速动比率有所下降，资产对债务的保障程度相对有所改善。同时公司利润规模变动不大，但有息债务规模大幅增长，EBITDA对利息支付及有息债务偿还的保障程度均大幅减弱。

**表 14 公司偿债能力指标**

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
资产负债率	59.78%	61.57%	48.34%
流动比率	1.71	1.66	1.75
速动比率	1.35	1.36	1.46
EBITDA（万元）	-	17,799.70	15,516.59
EBITDA 利息保障倍数	-	3.72	8.14
有息债务/EBITDA	-	5.70	2.95

资料来源：公司审计报告及未经审计的2015年一季度财务报表，鹏元整理

## 六、评级结论

跟踪期内，公司公网、专网业务及印制电路板业务量持续增长，营业收入继续攀升；2015年2月中国联通及中国电信获得FDD-LTE4G牌照，预计将会加快4G网络建设，有望带动公司公网业务的增长，同时公司专网储备项目较多，短期内通信网络建设综合解决方案业务的可持续性较强；公司新增取得通讯铁塔专业乙级、建筑行业（建筑工程）乙级资质，

有利于公司拓展通信铁塔设计和建设工程及开展电子信息技术服务过程中所涉及的建筑工程相关设计业务，在一定程度上拓宽了公司承接项目的范围，对推动公司业务增长有一定的促进作用。

但我们也关注到，随着业务规模的增长，公司应收账款规模大幅增长，对营运资金形成较大消耗，在一定程度上增加了发生流动资金短缺和坏账损失的风险；同时公司主要在建项目后续投资规模仍然较大，随着在建项目的持续投入，将会进一步加大公司的资金压力；公司有息债务规模较大，且以短期有息债务为主，存在一定债务压力。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级AA，评级展望为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
货币资金	47,202.06	78,210.99	63,265.24	70,764.40
应收票据	12,332.23	13,836.43	3,342.70	3,620.24
应收账款	99,598.65	89,591.10	69,286.57	54,429.11
预付款项	7,692.98	3,832.63	4,016.22	3,564.96
应收利息	117.26	55.45	543.44	156.08
其他应收款	7,300.28	5,238.22	5,064.27	2,645.02
存货	47,122.17	43,140.97	29,463.27	21,691.63
其他流动资产	2,059.01	2,349.70	0.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>223,424.64</b>	<b>236,255.48</b>	<b>174,981.71</b>	<b>156,871.45</b>
固定资产	45,319.08	45,620.93	16,073.31	12,058.71
在建工程	7,040.78	4,769.24	8,681.80	4,515.84
无形资产	5,132.64	4,871.73	4,273.54	3,569.51
开发支出	1,370.17	1,437.09	484.69	119.99
长期待摊费用	665.28	772.89	724.78	1,000.45
递延所得税资产	1,956.88	1,956.88	1,582.71	1,348.69
<b>非流动资产合计</b>	<b>61,484.83</b>	<b>59,428.76</b>	<b>31,820.84</b>	<b>22,613.18</b>
<b>资产总计</b>	<b>284,909.48</b>	<b>295,684.25</b>	<b>206,802.56</b>	<b>179,484.62</b>
短期借款	38,989.32	26,966.69	19,282.09	12,621.63
应付票据	26,786.75	34,636.82	25,534.43	25,167.71
应付账款	52,139.32	63,347.34	39,587.36	29,296.57
预收款项	2,202.73	2,303.63	3,099.08	1,565.72
应付职工薪酬	4,313.26	5,891.45	5,317.21	4,525.60
应交税费	53.22	3,109.70	1,408.89	1,450.64
应付利息	2,127.07	1,346.32	27.60	21.02
其他应付款	3,925.25	4,533.84	4,600.83	1,925.33
一年内到期的非流动负债	209.47	348.40	900.15	132
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	619.17
<b>流动负债合计</b>	<b>130,746.39</b>	<b>142,484.19</b>	<b>99,757.64</b>	<b>77,325.39</b>
长期借款	0.00	0.000	99.00	231
应付债券	39,559.58	39,559.58	0.000	0.00
递延收益	3.58	3.58	106.12	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	698.43
<b>非流动负债合计</b>	<b>39,563.15</b>	<b>39,563.15</b>	<b>205.12</b>	<b>929.43</b>
<b>负债合计</b>	<b>170,309.54</b>	<b>182,047.34</b>	<b>99,962.77</b>	<b>78,254.82</b>

股本	51,576.00	51,576.00	34,384.00	17,192.00
资本公积	21,657.86	21,657.86	38,771.10	55,963.10
其他综合收益	-1,323.63	-1,113.53	-891.84	-184.43
盈余公积	6,548.06	6,548.06	5,663.78	4,794.30
未分配利润	36,011.38	34,797.64	28,769.96	23,379.26
<b>归属于公司所有者权益合计</b>	<b>114,469.67</b>	<b>113,466.03</b>	<b>106,697.00</b>	<b>101,144.23</b>
少数股东权益	130.27	170.87	142.79	85.57
<b>所有者权益合计</b>	<b>114,599.94</b>	<b>113,636.90</b>	<b>106,839.79</b>	<b>101,229.80</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>284,909.48</b>	<b>295,684.25</b>	<b>206,802.56</b>	<b>179,484.62</b>

资料来源：公司审计报告及未经审计的 2015 年一季度财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
<b>一、营业总收入</b>	<b>38,286.03</b>	<b>194,683.75</b>	<b>168,484.18</b>	<b>140,678.32</b>
其中：营业收入	38,286.03	194,683.75	168,484.18	140,678.32
<b>二、营业总成本</b>	<b>37,411.79</b>	<b>186,579.93</b>	<b>159,627.41</b>	<b>132,515.31</b>
其中：营业成本	30,127.73	154,034.20	128,204.71	104,343.11
营业税金及附加	50.59	1,157.66	961.94	2,041.57
销售费用	1,779.33	8,084.23	8,320.90	7,258.58
管理费用	4,505.24	17,727.52	18,687.62	15,761.48
财务费用	948.90	3,351.07	1,420.61	423.66
资产减值损失	0.00	2,225.26	2,031.63	2,686.91
<b>三、营业利润</b>	<b>874.24</b>	<b>8,103.81</b>	<b>8,856.77</b>	<b>8,163.01</b>
加：营业外收入	400.21	2,668.38	2,201.68	1,734.33
其中：非流动资产处置利得	0.00	1.50	0.57	0.00
减：营业外支出	5.00	132.49	24.83	28.97
其中：非流动资产处置损失	2.03	26.83	17.95	12.14
<b>四、利润总额</b>	<b>1,269.45</b>	<b>10,639.70</b>	<b>11,033.61</b>	<b>9,868.37</b>
减：所得税费用	96.31	1,402.54	1,263.37	1,271.16
<b>五、净利润</b>	<b>1,173.14</b>	<b>9,237.16</b>	<b>9,770.24</b>	<b>8,597.21</b>

资料来源：公司审计报告及未经审计的2015年一季度财务报表

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	38,792.77	185,272.31	175,332.96	139,900.15
收到的税费返还	0.00	296.38	433.73	385.37
收到其他与经营活动有关的现金	245.87	3,316.22	2,494.09	5,026.16
经营活动现金流入小计	39,038.63	188,884.91	178,260.78	145,311.68
购买商品、接受劳务支付的现金	56,090.00	138,106.97	127,058.15	89,981.97
支付给职工以及为职工支付的现金	11,697.39	29,149.12	28,060.86	25,575.58
支付的各项税费	3,731.10	9,470.56	8,397.49	8,166.08
支付其他与经营活动有关的现金	3,924.65	11,327.64	12,588.57	13,411.57
经营活动现金流出小计	75,443.14	188,054.29	176,105.07	137,135.20
经营活动产生的现金流量净额	-36,404.51	830.63	2,155.71	8,176.48
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>	-	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.84	76.04	9.78	1.69
投资活动现金流入小计	1.84	76.04	9.78	1.69
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,881.28	29,712.47	11,579.41	8,913.92
投资活动现金流出小计	2,881.28	29,712.47	11,579.41	8,913.92
投资活动产生的现金流量净额	-2,879.44	-29,636.42	-11,569.62	-8,912.23
<b>三、筹资活动产生的现金流量</b>	-	-	-	-
取得借款收到的现金	27,655.60	46,140.63	25,714.35	20,239.46
发行债券收到的现金	0.00	39,480.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	27,655.60	85,620.63	25,714.35	20,239.46
偿还债务支付的现金	18,728.55	38,532.03	18,485.74	13,563.06
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	585.15	5,086.27	5,287.11	3,398.57
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	41.52	0.00
筹资活动现金流出小计	19,313.70	43,618.30	23,814.36	16,961.63
筹资活动产生的现金流量净额	8,341.90	42,002.33	1,899.99	3,277.83
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>	<b>-66.88</b>	<b>-89.06</b>	<b>-493.48</b>	<b>-124.83</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-31,008.93</b>	<b>13,107.47</b>	<b>-8,007.39</b>	<b>2,417.25</b>

资料来源：公司审计报告及未经审计的2015年一季度财务报表

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	9,237.16	9,770.24	8,597.21
加：资产减值准备	2,225.26	2,122.47	2,686.91
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,118.07	1,900.32	1,619.93
无形资产摊销	305.66	210.76	171.77
长期待摊费用摊销	476.27	466.10	505.93
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	20.94	13.68	2.48
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	5.90	4.27	4.91
财务费用(收益以“-”号填列)	4,281.28	1,866.38	1,249.57
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-374.16	-234.03	-437.54
存货的减少(增加以“-”号填列)	-13,983.42	-8,240.49	-6,183.18
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-36,858.63	-19,557.32	-13,793.86
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	33,376.30	13,833.33	13,752.36
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>830.63</b>	<b>2,155.71</b>	<b>8,176.48</b>
现金的年末余额	73,496.82	60,389.35	68,396.74
减：现金的年初余额	60,389.35	68,396.74	65,979.49
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>13,107.47</b>	<b>-8,007.39</b>	<b>2,417.25</b>

资料来源：公司审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	105,545.12	101,511.49	45,815.67	38,152.34
资产负债率	59.78%	61.57%	48.34%	43.60%
负债与所有者权益比率	1.49	1.60	0.94	0.77
流动比率	1.71	1.66	1.75	2.03
速动比率	1.35	1.36	1.46	1.75
EBITDA（万元）	-	17,799.70	15,516.59	12,360.21
EBITDA 利息保障倍数	-	3.72	8.14	63.64
综合毛利率	21.31%	20.88%	23.91%	25.83%
期间费用率	18.89%	14.98%	16.87%	16.66%
总资产回报率	-	5.93%	6.70%	6.13%
营业净利率	--	4.74%	5.80%	6.11%
应收账款周转天数	-	146.89	132.17	123.96
存货周转天数	-	84.84	71.82	64.17
应付账款周转天数	-	120.29	96.71	95.86
净营业周期（天）	-	111.45	107.28	92.27

资料来源：公司审计报告及未经审计的 2015 年一季度财务报表，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数（天）	$360 / \{ \text{营业总收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
	存货周转天数（天）	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
	应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数（天）	$360 / \{ \text{营业总收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / [ (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ] \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 投资性房地产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
	营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
资本结构及财务安全性	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	负债权益比例	负债总额 / 所有者权益
	资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 融资租赁款
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款
有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务	

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。