信用评级公告

联合〔2021〕4133 号

联合资信评估股份有限公司通过对广东盛路通信科技股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东盛路通信科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，“盛路转债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

广东盛路通信科技股份有限公司
公开发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广东盛路通信科技股份有限公司	AA⁻	稳定	AA⁻	稳定
盛路转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
盛路转债	10.00亿元	0.53亿元	2024/07/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；债券余额为截至2021年3月底数据

评级时间：2021年6月11日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻/a⁺		评级结果	AA⁻
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价内容
经营风险	C	经营环境	行业风险	3
			宏观和区域风险	2
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	盈利能力	3
			现金流量	1
			资产质量	2
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

2020年，广东盛路通信科技股份有限公司（以下简称“公司”）维持了在军用和民用通信设备领域的技术研发优势和客户资源优势，军工电子业务收入和毛利润受下游行业景气度上行影响而大幅增长，加之剥离连续亏损的汽车电子业务并获得一定投资收益，资产减值损失较上年大幅减少，公司实现扭亏为盈，且债务负担继续下降。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司通讯设备业务存在一定不确定性、净利润受非经常损益影响很大、资产存在一定减值风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将持续专注于军民两用通信技术领域，加大研发投入，推进产品升级与技术创新。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁻，并维持“盛路转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司军工电子业务收入和毛利润大幅增长。**受中国军工行业景气度上行影响，2020年，公司军工电子业务收入同比增长43.37%，产品毛利率维持在较高水平，在手订单充足。
2. **跟踪期内，公司剥离汽车电子业务，进一步聚焦主营业务的同时财务报表更为优化。**2020年9月，公司出售了原全资子公司深圳市合正电子有限公司（以下简称“合正电子”）100.00%股权，并不再将汽车电子业务作为主营业务。此举有利于公司集中优势技术和资源，进一步聚焦通信主营业务，同时财务报表得到改善。
3. **跟踪期内，公司债务负担有所下降。**截至2020年底，公司全部债务2.67亿元，较上年底下降45.38%；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21.58%、8.03%和2.76%，较上年底分别下降16.06个百分点、6.77个百分点和1.67个百分点。

关注

1. **通讯设备业务收入存在一定不确定性。**基站天线单笔订单额度较大，投标活动竞争较为激烈，销售收入存在一定

分析师：孙长征
唐玉丽
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层(100022)
网址：www.lhratings.com

不确定性。公司对华为技术有限公司的销售额占通讯设备销售收入总额的 30%左右，可能随华为技术有限公司一同受到中美贸易战等不利因素影响。

2. **跟踪期内，公司利润受非经常性损益影响很大。**2020 年，公司非经常损益 1.99 亿元，占净利润比重为 109.96%，其中非流动资产处置损益 1.79 亿元，系处置合正电子等子公司股权产生。非经常损益对公司净利润影响很大。

3. **跟踪期内，公司其他应收款和商誉规模较大，仍存在一定资产减值风险。**截至 2020 年底，公司其他应收款 4.76 亿元，商誉 8.58 亿元。考虑到其他应收款抵押物不足以覆盖全部应收金额，且商誉所在资产组估值可能发生变化，公司仍存在一定资产减值风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.60	12.10	11.07	9.84
资产总额(亿元)	53.97	45.05	38.91	38.83
所有者权益(亿元)	28.27	28.09	30.51	30.93
短期债务(亿元)	3.32	3.58	1.80	1.81
长期债务(亿元)	9.07	1.30	0.87	0.87
全部债务(亿元)	12.40	4.88	2.67	2.68
营业收入(亿元)	14.17	13.34	11.45	2.40
利润总额(亿元)	1.36	-7.74	1.55	0.49
EBITDA(亿元)	2.30	-6.53	2.55	--
经营性净现金流(亿元)	-0.11	2.16	0.57	-0.30
营业利润率(%)	31.31	32.01	35.37	44.29
净资产收益率(%)	4.22	-26.95	5.57	--
资产负债率(%)	47.61	37.64	21.58	20.34
全部债务资本化比率(%)	30.48	14.80	8.03	7.96
流动比率(%)	225.25	195.95	359.79	387.12
经营现金流动负债比(%)	-0.83	16.01	8.48	--
现金短期债务比(倍)	4.40	3.38	6.15	5.45
EBITDA 利息倍数(倍)	9.07	-22.93	13.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.40	-0.75	1.04	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	45.29	38.70	38.81	37.52
所有者权益(亿元)	25.52	28.69	29.34	29.28
全部债务(亿元)	9.07	3.19	2.62	2.49
营业收入(亿元)	6.63	6.26	4.23	0.91
利润总额(亿元)	1.04	-4.94	0.55	-0.05
资产负债率(%)	43.65	25.86	24.40	21.96
全部债务资本化比率(%)	26.23	10.01	8.21	7.82
流动比率(%)	275.61	280.94	258.33	286.30
经营现金流动负债比(%)	7.17	32.90	2.07	--

注：2021 年一季度财务报告未经审计
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
盛路转债	AA	AA-	稳定	2020/06/22	杨野 罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文
盛路转债	AA	AA-	稳定	2017/10/13	张兆新 李镭	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由广东盛路通信科技股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

广东盛路通信科技股份有限公司
公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广东盛路通信科技股份有限公司（以下简称“盛路通信”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1998 年 12 月，前身为三水市盛路天线有限公司，初始注册资本为 200.00 万元。2007 年 5 月，公司整体变更为股份有限公司（即现名）。2010 年 7 月，公司于深圳证券交易所上市，股票简称“盛路通信”，股票代码为“002446.SZ”，发行总股本 1.02 亿股。经历数次送转股、增发、转债转股活动，截至 2020 年底，公司总股本 9.09 亿股。自然人杨华持有公司总股本的 9.85%，为公司第一大股东和实际控制人。截至 2020 年底，公司控股股东和实际控制人不存在股权质押情况。

截至 2019 年底，公司主营业务为军工电子、民用通信和汽车电子业务。2020 年 9 月，公司出售了原全资子公司深圳市合正电子有限公司（以下简称“合正电子”）100.00%股权，并不再将汽车电子业务作为主营业务。截至 2020 年底，公司主营业务为军工电子和民用通信产品的研发、生产和销售。截至 2020 年底，公司在职员工人数 1422 人。

截至 2020 年底，公司资产总额 38.91 亿元，所有者权益 30.51 亿元（含少数股东权益 0.06 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 11.45 亿元，利润总额 1.55 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 38.83 亿元，所有者权益 30.93 亿元（含少数股东权益 0.06 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.40 亿元，利润总额 0.49 亿元。

公司注册地址：广东省佛山市三水区西南民营工业园进业二路四号；法定代表人：杨华。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年底，公司由联合资信评级的存续债券情况见下表。截至 2020 年底，盛路转债募集资金已累计使用 7.45 亿元，尚未使用 2.78 亿元，尚未使用的募集资金将根据项目进度使用。截至 2021 年 3 月底，盛路转债余额为 0.53 亿元。跟踪期内，本期债券已按时付息。

表 1　跟踪评级债项概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
盛路转债	10.00	0.53	2018/07/17	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1.　宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。**一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品

[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 军工电子行业

（1）行业概况

军工电子行业景气度与中国军队建设关联度较高。2000年以来，中国国防开支稳步增长，武器装备现代化、加快技术发展等政策也成为军品行业发展的有力支柱。

2000年以来，中国国防支出持续增长。2020年，中国国防预算12680.00亿元，同比增长6.57%，占中央公共财政支出的比例上升了2.64个百分点至36.23%。

图 1　2000 年以来中国军费支出（单位：百万元、%）



资料来源：Wind

政策方面，中国在多个高层会议明确建设现代化军队的目标，并在中共中央、中央军委、国务院以及其下属各部门陆续出台了一系列法律法规和政策，以规范、推动国防科技工业的发展。

表 3　近年来中国军队建设相关政策

会议/文件	政策
十六大	贯彻积极防御的军事战略方针
十七大	打赢信息化条件下的局部战争
十八大	建设与中国国际地位相称、与国家安全和发展利益相适应的巩固国防和强大军队
十九大	到本世纪中叶（2050年），全面建成世界一流军队
2020年中央政治局第22次集体学习	习总书记指出：当前，世界百年未有之大变局加速演进；全面推进武器装备现代化，加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，确保实现国防和军队现代化目标任务
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保二〇二七年实现建军百年奋斗目标。加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展
中央军委2021年1号命令	习总书记指出：加强实案化对抗性训练，加强应急应战专攻训练，加强军事斗争一线练兵，推动战训深度耦合，实现作战和训练一体化，确保全时待战、随时能战
《军队政治工作条例》	落实新时代党的建设总要求和政治建军方略，坚持党对人民军队的绝对领导，全面深入贯彻军委主席负责制，聚焦聚力备战打仗
《国际军事合作工作条例》	围绕实现党在新时代的强军目标，把人民军队全面建成世界一流军队
《关于构建新型军事训练体系的决定》	加快构建新型军事训练体系，全面提高训练水平和打赢能力

注：“十六大”代指“中国共产党第十六次全国代表大会”，“十七大”代指“中国共产党第十七次全国代表大会”，“十八大”代指“中国共产党第十八次全国代表大会”，“十九大”代指“中国共产党第十九次全国代表大会”
资料来源：公开信息

中国各项政策逐步落实，为军工电子行业的发展提供了有力的支撑。

（2）行业发展

受益于“加快国防和军队现代化”政策支持，未来五年军工行业或将在规模上迎来快速增长的发展机会。

2021 年是“十四五”的开局之年，在“加快国防和军队现代化”建设方面，十四五发展规划和 2035 年远景目标纲要明确指出，在十四五期间，中国将“加快机械化、信息化、智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。

军费是军工行业的主要资金来源和物质基础，中国的军费开支增长也有所提速。根据全国人民代表大会的预算报告，2021 年，中国国防支出预算增长 6.80%，较 2020 年上升 0.2 个百分点。2021 年的国防支出预算增速较政府预算支出同比增速高出了 5 个百分点，创下 1989 年以来最大差值，军工行业将在规模上迎来快速增长的发展机会。

与此同时，“加快机械化信息化智能化融合发展”，“加强武器装备升级换代和智能化武器装备发展”，将给军工行业带来结构性转型升级的机会。信息化是“十四五”国防建设重点，军用微波产品主要用于通讯、遥感、遥测、雷达、电子对抗等领域，是武器装备平台信息化的重要内容，预计国家将加大对导弹、通信、雷达等领域的投入。

2. 民用通信行业

（1）行业概况

民用通信业务与电信行业及电信基础设施建设发展关联度较高。2020 年，中国电信业务收入和业务总量持续增长，5G 用户规模快速增长，行业整体发展情况良好。

2020 年，中国电信业整体呈现稳中向好运行态势，行业持续向高质量方向迈进，5G 等新型信息基础设施加快构建，行业融合应用加快创新，在助力疫情防控、服务民生、支撑企业数字化转型等方面发挥了重要作用。

2020 年，中国电信业务收入累计完成 1.36 万亿元，较上年增长 3.60%，增速同比提高 2.90 个百分点，行业发展呈稳中向好局面。截至 2020 年底，全国移动电话用户达 15.94 亿户，普及率为 113.9 部/百人，高于全球平均的 102.4 部/百人。中国蜂窝物联网连接设备达到 11.36 亿户，全年净增 1.08 亿户，蜂窝物联网连接数占移动网络连接总数的比重已达 41.60%。

5G 建设方面，截至 2021 年 3 月底，中国已累计建设 5G 基站数 81.90 万个，基站总规模在全球遥遥领先。三家电信企业均在 2020 年第四季度开启 5G SA 独立组网规模商用，使中国成为全球 5G SA 商用第一梯队国家。中国 5G 用户规模同步快速增长，用户规模以每月新增千万用户的速度爆发增长，2020 年底，中国 5G 手机终端连接数近 2 亿户。5G 行业应用逐步落地商用，“5G+工业互联网”在建项目数超 1100 个，分布在矿山、港口、钢铁、汽车等多个行业，致力于研发、生产、视觉检测、精准远程操控等领域，形成一批较为成熟的解决方案。

（2）行业发展

受益于“加快建设新型基础设施”政策支持，中国将有序推进 5G 网络建设及应用。5G 时代，伴随着移动互联网的进一步深化发展，传统电信业向综合信息服务业转型升级的态势还将持续。

2020 年 3 月，工业和信息化部发布《关于推动 5G 加快发展的通知》，要求全力推进 5G 网络建设、应用推广、技术发展和安全保障，充分发挥 5G 新型基础设施的规模效应和带动作用，支撑经济高质量发展。工信部部长肖亚庆在 2021 年全国工业和信息化工作会议上指出，2021 年将有序推进 5G 网络建设及应用，加快主要城市 5G 覆盖，推进共建共享，新建 5G 基站 60 万个以上。2021 年 3 月 5 日，国务院总理李克强在政府工作报告中提出加大 5G 网络和千兆光网建设力度，丰富应用场景。

作为 5G 网络的重要载体和支撑基础，5G 基站建设备受各级政府关注。在全国各省市陆续发布的 2021 政府工作报告中，多数提及了 2021 年 5G 建设目标，其中多省份明确基站建设数量，从几千个至几万个不等。2021 年，四大电信运营商将持续加大 5G 网络投资力度。

在全力推进 5G 网络建设的背景下，中国电信行业将迎来大规模固定资产投资，进入 5G 时代，伴随着移动互联网的进一步深化发展，传统电信业向综合信息服务业转型升级的态势还将持续，并逐步在广度和深度上得到拓展，基础电信企业将进一步深化与产业链上下游的合作，推进经营转型，创新业务模式，跨界融合速度不断加快，网络和终端更加智能化，云计算、物联网、大数据、人工智能等应用服务将更加规模化，运营商传统业务受到冲击的同时也将拓展新的蓝海市场。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年底，公司总股本 9.09 亿股。自然人杨华持有公司总股本的 9.85%，为公司第一大股东和实际控制人。截至 2020 年底，公司前十大股东合计质押股数占公司股份总数的 11.31%。

2. 规模与竞争力

跟踪期内，公司维持了在军民两用通信行业的技术研发优势与客户资源优势，新增产能按计划推进中。

技术研发方面，公司拥有多项国家级和省部级科技成果。截至 2020 年底，公司拥有专利共计 550 项（包含发明专利、实用新型专利、外观设计专利）。在军民两用微波，尤其是高频段毫米波技术方面，公司具备国内领先的优势。目前，

公司拥有研发人员超 300 人，在广东省和江苏省拥有 2 个博士后科研工作站、2 个省级工程技术研究中心和 2 个省级企业技术中心，并在广东省拥有 1 个省级重点实验室。

客户资源方面，公司军工电子业务产品多为定制型产品，直接客户或最终客户均为大型的科研院所、整机厂商和军工集团，对产品的质量要求高，供应商准入门槛高。在过去 20 多年的发展历史中，公司与客户建立了密切稳定的合作关系，获得了明显的先进入优势。公司民用通信客户多为全球领先的通信运营商和通信设备集成商。公司与中国移动通信集团有限公司（以下简称“中国移动”）、中国联合网络通信集团有限公司（以下简称“中国联通”）、中国电信集团有限公司（以下简称“中国电信”）、华为技术有限公司（以下简称“华为”）、中兴通讯股份有限公司（以下简称“中兴”）、爱立信公司、中国电子科技集团有限公司、中国空间技术研究院、中国信息通信研究院、中国民用航空局等客户建立了稳固的战略合作关系。

截至 2020 年底，军工电子方面，公司拥有 3000 余平方米的微电子行业超 10 万级标准的净化生产车间，拥有多条微组装生产线用于微波混合集成电路及相关组件的生产制造。民用通信方面，公司拥有 30 多条柔性生产线，并配套自有的机加工、旋压、数控、喷涂、SMT、组装等车间，拥有年产各类通信天线超 1000 万副的交付能力。为了满足行业增长需求，公司积极对全资子公司南京恒电电子有限公司（以下简称“南京恒电”）和成都创新达微波电子有限公司（以下简称“成都创新达”）进行扩产。南京盛恒达科创产业园计划于 2023 年投产，成都创新达提升产能工作也在推进中。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：9144060070779772XN），截至 2021 年 5 月 24 日，公司本部无未结清的不良信贷记录。根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。截至 2021 年 6 月 11 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分董事会成员和高级管理人员发生变化；管理制度未发生重大变动，管理运作正常。

2020 年 6 月，公司原董事何永星因个人原因主动辞职。2020 年 8 月，公司进行董事会换届选举，高级管理人员亦有相应变动。董事李再荣、孙晓航，独立董事马云辉、梁黔义、彭小伟，副董事长兼副总经理郭依勤，副总经理胡灿辉任期届满；李益兵、朱正平、韩三平被选举为董事；褚庆昕、傅恒山、周润书被选举为独立董事；方利平被选举为副总经理。

除此之外，公司高级管理人员未发生重大变动，管理制度未发生重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入有所下降，通信设备业务收入有所下降，军工电子业务收入大幅上升，汽车电子业务不再为公司主营业务。

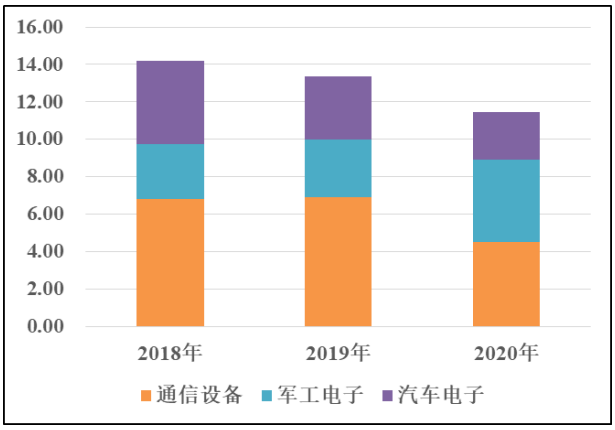
公司主营业务为军工电子与民用通信产品的研发、生产和销售。军工电子业务的主要产品包括单功能微波器件、多功能微波器件和微波子系统等；通信设备业务主要产品包括基站天线、微波天线和终端天线等。公司原全资子公司合正电子从事汽车电子业务，受汽车行业景气度下行影响，自 2019 年起，合正电子业务收入明显下滑并出现大额亏损。2020 年 9 月，公司出售了合正电子 100.00%的股权，并不再将汽车电子业务作为主营业务。

2020 年，公司通信设备业务收入同比大幅下降，主要系受疫情影响，下游电信运营商客户计划内建设需求推迟所致；军工电子业务收入同比大幅增长，主要系下游军工行业对电子产品需求增加所致；汽车电子业务同比大幅下降，主要系 2020 年 3 季度起合正电子不再纳入公司合并范围所致。

2020 年，公司综合毛利率上升 3.33 个百分点，主要系毛利率较高的军工电子业务占比提升所致。其中，通信设备毛利率同比增长 1.05 个百分点；军工电子业务毛利率同比下降 4.94 个百分点；汽车电子业务毛利率同比上升 1.98 个百分点。

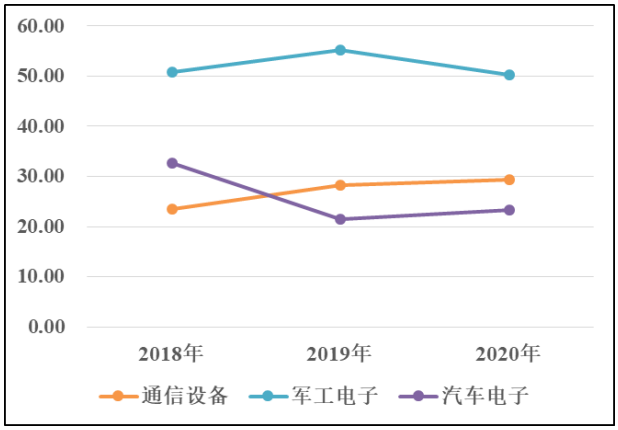
2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.40 亿元，同比下降 2.65%；实现利润总额 0.49 亿元，较上年大幅增长，主要系剥离亏损的汽车电子业务所致。

图 2　2018－2020 年公司收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，联合资信整理

图 3　2018－2020 年公司毛利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司提供，联合资信整理

表 4　2018－2020 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2020 年收入同比增长
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
通信设备	6.81	48.06	23.44	6.90	51.75	28.22	4.49	39.20	29.27	-34.93
军工电子	2.91	20.54	50.77	3.09	23.16	55.16	4.43	38.69	50.22	43.37
汽车电子	4.45	31.40	32.75	3.35	25.09	21.39	2.53	22.10	23.37	-24.48
合计	**14.17**	**100.00**	**31.97**	**13.34**	**100.00**	**32.74**	**11.45**	**100.00**	**36.07**	**-14.17**

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 通信设备业务

跟踪期内，受疫情影响，公司通信设备业务收入大幅下降，采购成本有所上升，但毛利率较为稳定。

公司通信设备业务主要包括基站天线、微波天线和终端天线的研发、生产与销售。此外，射频器件与设备和通信工程等业务也归类于通信设备业务。公司下游客户主要为中国移动等电信运营商和华为、中兴等通信设备集成商。

采购方面，通信设备业务主要原材料分为五金加工件、包装材料和电线电缆等类别。2020 年，因下半年以来大宗商品价格持续上涨，公司各类原材料采购均价较上年有所上涨，公司面临一定成本压力。其中，五金加工件约占采购成本的 70%，采购均价变化不大，公司基站天线、微波天线与终端天线毛利率均稳定在良好水平。

表 5　2018－2020 年公司部分原材料采购情况（单位：亿元、%）

原材料	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年同比变化
五金加工件	采购数量（万个）	2923.71	1896.67	1512.90	-20.23
	采购均价（元/个）	4.32	3.46	3.47	0.29
	采购金额（万元）	12628.07	6554.90	5244.14	-20.00
电线电缆类	采购数量（万件）	2724.23	361.78	633.39	75.08
	采购均价（元/件）	0.93	0.34	0.87	155.88
	采购金额（万元）	2542.67	122.16	550.54	350.67

插件类	采购数量（万个）	1338.96	280.66	413.81	47.44
	采购均价（元/个）	1.82	0.46	0.70	52.17
	采购金额（万元）	2440.82	127.78	287.93	125.33
包装材料类	采购数量（万个）	1238.51	1110.15	1158.04	4.31
	采购均价（元/个）	1.73	0.97	1.17	20.62
	采购金额（万元）	2143.33	1078.80	1354.02	25.51

资料来源：公司提供，联合资信整理

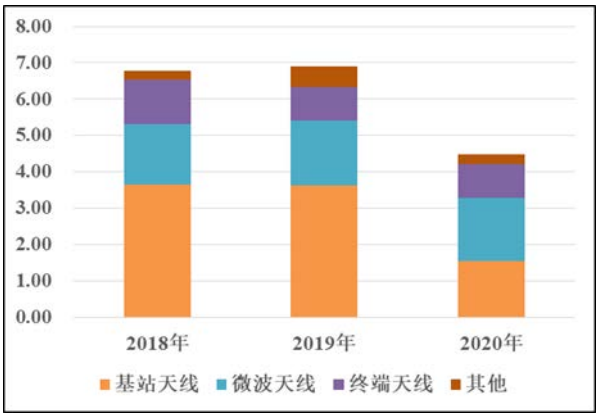
生产方面，2020 年，公司保持了“以销定产”的经营模式，通过投标获得供应合同并与客户签订框架协议，再根据具体订单与发货通知提供产品。2020 年，通讯设备业务主要产品产能保持不变。

销售方面，2020 年，受疫情影响，电信运营商基站天线集采项目与通信工程项目普遍延期，公司基站天线产销量均大幅下降，销售收入 1.54 亿元，同比下降 57.42%；通信工程销售收入 0.13 亿元，同比下降 74.82%；微波天线与终端天线销售收入分别为 1.74 亿元和 0.92 亿元，同比变化不大。

对于基站天线，公司通过招投标获取通讯公司订单。由于市场上投标竞争者较多，运营商在付款条件、服务内容和定价能力等方面处于相对优势地位。由于单笔订单额度往往较大，且投标活动竞争较为激烈，基站天线业务销售收入存在一定不确定性。对于微波天线，公司在国内市场占有率排名第一。作为华为最大的微波天线供应商，公司在全球微波天线市场也处于领先位置。对于终端天线，公司主要下游客户也是华为。公司对华为的销售额占通讯设备销售收入总额的 30%左右，与华为绑定较深，可能随华为一同受到中美贸易战等不利因素影响。

图 4　2018－2020 年通信业务收入构成情况

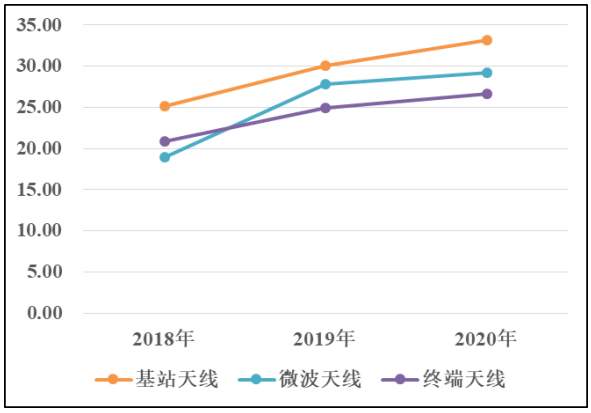
（单位：亿元）



资料来源：公司提供，联合资信整理

图 5　2018－2020 年通信业务产品毛利率变化情况

（单位：%）



资料来源：公司提供，联合资信整理

表 6　2018－2020 年通信业务主要产品产销情况（单位：万件、%）

原材料	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年同比变化
基站天线	产能	440.00	440.00	440.00	0.00
	产量	343.86	402.63	253.74	-36.98
	销量	468.12	451.36	235.96	-47.72
微波天线	产能	32.00	32.00	32.00	0.00
	产量	25.00	30.67	27.25	-11.17
	销量	29.99	32.10	31.76	-1.05
终端天线	产能	3600.00	3600.00	3600.00	0.00
	产量	3541.53	1914.82	1565.18	-18.26

	销量	3664.94	1708.16	1439.48	-15.73

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 军工电子业务

跟踪期内，受军工行业景气度上行影响，公司军工电子业务销售收入大幅增长，产品售价有所上升，产品毛利率处于较高水平，在手订单充足，产能有待提升。

公司军工电子业务主要由子公司南京恒电和成都创新达运营，产品主要应用于通信、雷达和电子对抗等领域。其中，南京恒电的产品主要为单功能微波器件和多功能微波器件；成都创新达的产品主要为单功能微波器件、多功能微波器件和微波子系统。2020 年，公司销售模式没有发生明显变化，即首先需进入军工客户合格供应商目录，再根据签订的合同安排生产。2020 年，军工电子业务下游客户保持稳定，新增收入主要来源于对原有客户销售金额的增长。受中国军工行业景气度上行影响，2020 年，公司军工电子业务收入同比增长 43.37%。其中，单功能微波器件销售额同比增长 11.13%；多功能微波器件销售额同比增长 47.99%；微波子系销售额同比增长 41.30%。

成本方面，军工电子业务主要成本为人工成本，原材料价格上涨对毛利率影响不大。研发模式方面，公司同时研发超过 200 个产品型号，最终确定为客户生产的产品型号约占研发总产品型号 10%左右。

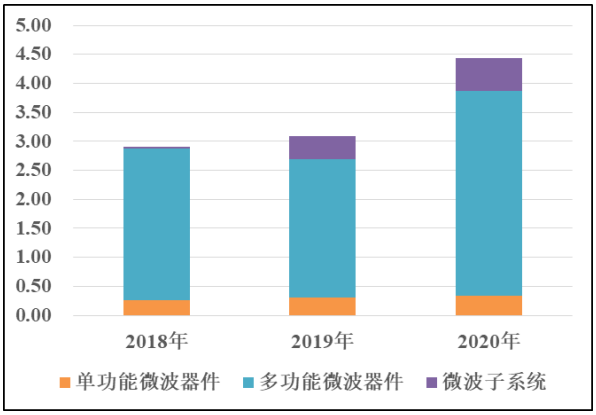
2020 年，附加值较高的多功能微波器件与微波子系统销售收入占比有所提升。军工电子业务同类竞争对手主要有亚光科技集团股份有限公司（以下简称“亚光科技”）、合肥星波通信技术有限公司等。在微波毫米波领域，南京恒电创始人具有很强技术背景，创兴达高管为国内顶级微波毫米波开关领域专家，公司具有较强技术优势。

销售方面，军工电子产品价格受军方客户价格审核部门审定结果影响较大。2020 年，军工电子业务主要产品销售均价均有所上升。其中，单功能微波器件售价同比上升 11.65%；多功能微波器件售价同比上升 69.12%；微波子系统售价同比上升 17.27%。2020 年，受人工成本上涨影响，军工电子业务整体毛利率有所下降，但仍处于较高水平。

截至 2021 年 4 月底，南京恒电与成都创新达在手订单量充足，产能较为紧张。公司将持续推进南京、成都两地产能提升工作以满足下游需求增长。

图 6　2018－2020 年军工电子业务收入构成情况

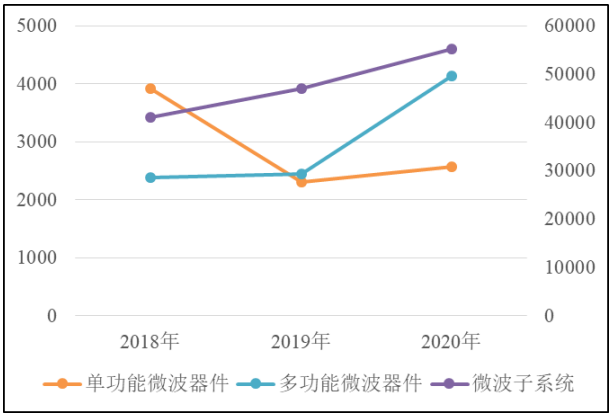
（单位：亿元）



资料来源：公司提供，联合资信整理

图 7　2018－2020 年军工电子业务产品价格变化情况

（单位：%）



注：单功能微波器件和多功能微波器件价格使用左坐标轴，微博子系统价格使用右坐标轴

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 汽车电子业务

受汽车行业景气度下行等因素影响，公司原汽车电子业务持续亏损。跟踪期内，公司出售了子公司合正电子，不再将汽车电子业务作为主营业务。

汽车电子业务的经营主体为公司原子公司合正电子，主要产品包括车载智能系统和电吸门、电动尾门等汽车配件。受环保标准切换、新能源补贴退坡等因素影响，2018－2020 年，中国汽车销量出现连续 3 年下降。在行业景气度下行的背景下，合正电子出现大幅亏损。2019 年，合正电子净利润亏损 1.59 亿元，公司对合正电子进行商誉减值测试后对其计提了 4.25 亿元商誉减值准备。2020 年 9 月，公司出售了合正电子 100.00%股权，并不再将汽车电子业务作为主营业务。综合考虑，出售合正电子有利于公司集中优势技术和资源，进一步聚焦通信业务，同时财务报表得到改善。截至 2020 年底，公司应收账款较上年底下降 46.11%，存货较上年底下降 23.98%，负债总额较上年底下降 50.47%；2020 年，公司实现利润总额 1.55 亿元，较上年由亏损转为盈利，主要系出售合正电子所致。

表 7　2017－2019 年合正电子盈利情况

（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	26213.31	44524.61	33462.41
营业利润	-4048.28	2427.62	-18856.49
利润总额	-4022.51	2412.60	-18907.23
净利润	-3048.71	2060.93	-15923.90

资料来源：公司提供，联合资信整理

5. 经营效率

跟踪期内，公司整体经营效率一般。

截至 2020 年底，受剥离汽车电子业务及应收账款核销影响，公司应收账款余额大幅下降，应收账款周转次数有所上升；公司存货周转次数有所下降但变化不大，总资产周转次数不变。与四家同类上市公司相比，2020 年，公司各项经营指标处于中游水平。

整体看，公司经营效率一般。

表 8　2020 年部分可比公司经营指标对比

（单位：亿元、次）

项目	盛路通信	亚光科技	通宇通信	摩比发展
营业收入	11.45	18.13	15.09	12.67
存货周转率	1.61	1.49	2.45	2.48
应收账款周转率	1.99	1.49	2.27	0.71
总资产周转率	0.27	0.23	2.59	0.23

注：为保持可比性，表中数据均采用 Wind 计算值

资料来源：Wind，联合资信整理

6. 在建及拟建项目

截至 2020 年底，公司重要在建项目主要将用于提升技术水平与产能。未来三年，在建项目预计投资规模不大，公司资本支出压力一般。

截至 2020 年底，公司在建项目主要为盛恒达科创产业园一期和南京恒电微波信号模拟技术中心及环境试验与测试中心建设项目（以下简称“南京恒电技术中心”）。盛恒达科创产业园一期旨在为公司后续技术研发、业务拓展和扩大产能提供保障；受疫情影响，该项目建设延迟复工，导致项目施工进度缓慢。南京恒电技术中心旨在提升子公司南京恒电军用微波技术的研发能力与环境测试能力；该项目实施地点于 2019 年 4 月发生变更，从而对项目实施进度带来一定影响。

此外，公司原计划向“盛路通信智能通信天线研发与生产中心建设项目”投资 3.90 亿元，截至 2020 年底已投入 0.23 亿元。但考虑到通信设备市场环境变化等因素，公司认为现有产能已经能够满足该部分业务发展需要，并于 2020 年终止了对这个项目的投资。

截至 2020 年底，公司重大在建及拟建项目合计计划投资 4.23 亿元，未来三年预计还将投资 2.81 亿元，投资规模不大，公司资本支出压力一般。

表 9　截至 2020 年底公司重大在建及拟建项目情况(单位：万元)

项目名称	计划投资额	拟投入募集资金总额	截至期末完成进度	未来投资估算			预计完工时间
				2021 年	2022 年	2023 年	
盛恒达科创产业园一期	33000.00	22000.00	44.74%	3500.00	7000.000	9200.00	2023 年

南京恒电技术中心	9341.60	8000.00	9.79%	1000.00	1500.00	5900.00	2023 年
合计	**42341.60**	**30000.00**	--	**4500.00**	**8500.00**	**15100.00**	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

7. 未来发展

未来，公司将持续专注于军民两用通信技术领域，加大研发投入，推进产品升级与技术创新。

“十四五”期间，军工电子产业与通信基建行业或将迎来加速发展机会。未来，公司将紧跟国家“加快国防和军队现代化”、“加快建设新型基础设施”的规划，持续专注于军民两用通信技术领域，加强军工电子与民用通信业务间的协同作用。公司将持续推进产品研发与技术创新实现产品升级，推动微波和毫米波产品工作频段不断向高频段延伸，微波元器件及整机不断向小型化、宽频带发展，微波系统和整机不断向数字化、自动化、智能化、多功能化方面发展；同时，加大微波器件、微波多功能芯片、LTCC 技术、立体组装（3D-MCM）技术等方面的研究和投入，关注预研项目的实施，为持续发展提供技术支持，并充分利用近两年在 5G 技术方面取得的技术优势，扩大技术成果的应用范围，促进军民产品的升级。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2021 年一季度财务报告未经审计。

从合并范围来看，截至 2020 年底，公司纳入合并范围的子公司共 7 家，较 2019 年底减少 1 家，系公司于 2020 年 9 月出售原子公司合正电子 100.00%股权所致。公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 38.91 亿元，所有者权益 30.51 亿元（含少数股东权益 0.06 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 11.45 亿元，利润总额 1.55 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 38.83 亿元，所有者权益 30.93 亿元（含少数股东权益 0.06 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.40 亿元，利润总额 0.49 亿元。

2. 资产质量

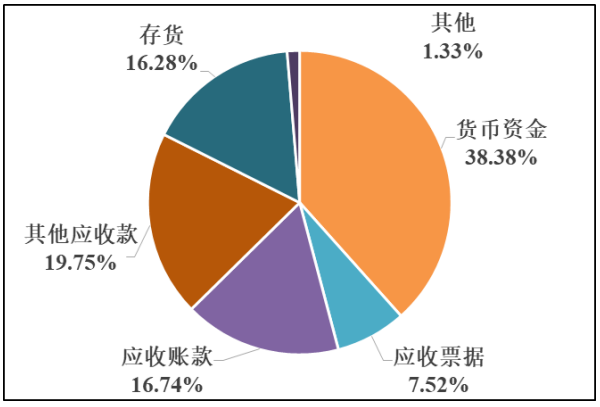
截至 2020 年底，因不再将合正电子纳入合并范围，公司资产规模有所下降。公司其他应收款与商誉规模较大，存在一定减值风险。整体看，公司资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 38.91 亿元，较上年底下降 13.62%，主要系出售合正电子所致。其中，流动资产占 61.97%，非流动资产占 38.03%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 24.11 亿元，较上年底下降 8.89%。公司流动资产主要由货币资金（占 38.38%）、应收票据（占 7.52%）、应收账款（占 16.74%）、其他应收款（占 19.75%）和存货（占 16.28%）构成。

图 8 截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司货币资金 9.25 亿元，较上年底下降 15.64%。货币资金中有 0.37 亿元受限资金，受限比例为 3.98%，主要为银行承兑汇票保证金（占 87.13%）。

截至 2020 年底，公司应收票据 1.81 亿元，较上年底增长 59.85%，主要系军工电子业务收入

增长，军工客户支付商业承兑汇票增加所致。

截至 2020 年底，公司应收账款 4.04 亿元，较上年底下降 46.11%，主要系合正电子应收账款不再纳入合并报表范围所致。应收账款账龄以半年以内为主，累计计提坏账 0.16 亿元，计提比例为 3.71%；应收账款前五大欠款方合计金额为 2.36 亿元，占比为 63.83%，集中度高。

截至 2020 年底，公司其他应收款 4.76 亿元，较上年底增加 4.53 亿元，主要系出售合正电子股权产生的股权转让款、债权转让款及业绩补偿权利。2020 年 5 月，公司与罗剑平、郭依勤签署协议出售公司持有的合正电子 100.00%股权，股权转让款、债权转让款及业绩补偿权利交易对价共计 48000.00 万元（详见下表）。截至 2020 年底，罗剑平、郭依勤已支付 3720.00 万元，待支付总金额为 44280.00 万元，未按期支付 8280.00 万元，计提坏账准备 8040.00 万元。尚未被支付的公司享有的业绩补偿权有一定抵押物，但抵押物规模不足以覆盖全部待支付金额，因此公司其他应收款仍存在一定减值风险。

表 10　公司出售合正电子交易对价构成(单位：万元)

项目	交易对价
合正电子股权	4800.00
合正电子债权	29200.00
公司享有的对罗剑平、郭依勤的业绩补偿权利	14000.00
合计	**48000.00**

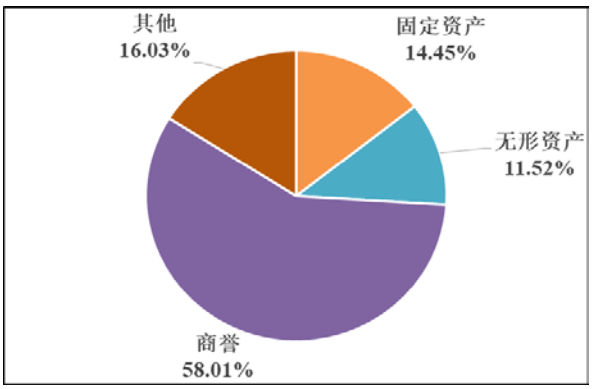
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司存货 3.93 亿元，较上年底下降 23.98%，主要系合正电子存货不再纳入合并报表范围所致。存货主要由原材料（占 30.01%）、在产品（占 24.82%）和库存商品（占 26.73%）构成，累计计提跌价准备 0.13 亿元，计提比例为 3.24%。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 14.80 亿元，较上年底下降 20.37%，公司非流动资产主要由固定资产（占 14.45%）、无形资产（占 11.52%）和商誉（占 58.01%）构成。

图 9　截至 2020 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司固定资产 2.14 亿元，较上年底下降 40.20%，主要系合正电子固定资产不再纳入合并报表范围所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 59.65%）和机器设备（占 24.59%）构成，累计计提折旧 2.47 亿元；固定资产成新率 46.42%，成新率较低。

截至 2020 年底，公司无形资产 1.70 亿元，较上年底下降 21.44%，主要系合正电子无形资产不再纳入合并报表范围所致。公司无形资产主要由专利权利及专有技术（占 76.26%）构成，累计摊销 0.68 亿元，尚未计提减值准备。

截至 2020 年底，公司商誉 8.58 亿元，较上年底下降 2.13%。公司于 2015 年和 2018 年分别收购了南京恒电与成都创新达，分别形成商誉 7.88 亿元和 3.69 亿元；2019 年，公司首次对南京恒电计提商誉减值准备 2.99 亿元。截至 2020 年底，南京恒电商誉所在资产组账面价值为 9.03 亿元；成都创新达商誉所在资产组账面价值为 5.06 亿元。2020 年，公司并未对上述两项商誉计提减值准备。未来，若南京恒电与成都创新达经营情况发生变化，则商誉所在资产组估值可能发生变化，公司商誉仍存在一定减值风险。

表 11　截至 2020 年底公司主要并购标的商誉情况

(单位：亿元)

项目	账面原值	累计计提减值准备	商誉余额
南京恒电	7.88	2.99	4.89
成都创新达	3.69	0.00	3.69
合计	**11.57**	**2.99**	**8.58**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司受限资产合计 2.68 亿元。公司资产受限比例为 6.88%，受限比例低。

表 12　截至 2020 年底公司受限资产情况(单位：亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.37	银行承兑汇票保证金及履约保证金
应收票据	0.54	银行承兑票据
成都创新达100.00%股权	1.77	并购贷款质押
合计	**2.68**	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 38.83 亿元，较上年底下降 0.20%，资产规模与结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益稳定性较强，债务负担轻。

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 30.51 亿元，较上年底增长 8.61%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.79%。归属于母公司所有者权益 30.45 亿元，实收资本和资本公积分别占 29.78%和 68.76%。所有者权益结构稳定性较强。

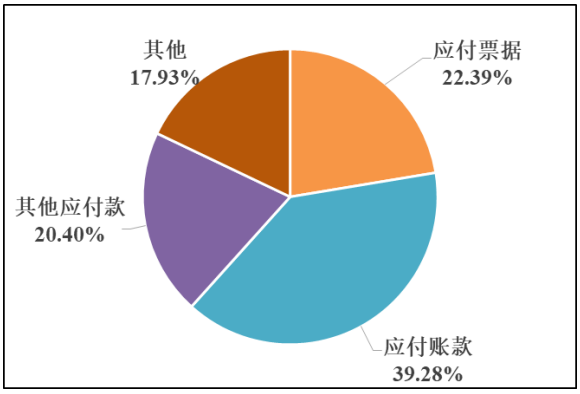
截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 30.93 亿元，所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

（2）负债

截至 2020 年底，公司负债总额 8.40 亿元，较上年底下降 50.47%，主要系合正电子负债不再纳入合并报表范围所致。其中，流动负债占 79.80%，非流动负债占 20.20%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债 6.70 亿元，较上年底下降 50.38%。公司流动负债主要由应付票据（占 22.39%）、应付账款（占 39.28%）和其他应付款（占 20.40%）构成。

图 10　截至 2020 年底公司流动负债构成情况

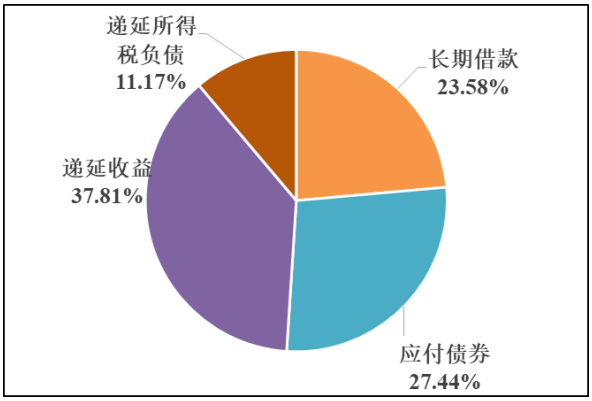


资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司应付票据 1.50 亿元，较上年底下降 17.43%；公司应付账款 2.63 亿元，较上年底下降 41.10%；公司其他应付款 1.37 亿元，较上年底下降 62.02%；上述科目变化主要系合正电子负债科目不再纳入合并报表范围所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 1.70 亿元，较上年底下降 50.84%。公司非流动负债主要由长期借款（占 23.58%）、应付债券（占 27.44%）、递延收益（占 37.81%）和递延所得税负债（占 11.17%）构成。

图 11　截至 2020 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司长期借款 0.40 亿元，较上年底下降 42.86%，主要系公司部分长期借款将于一年内到期，重分类为流动负债所致；长期借款均为质押、保证借款，并将全部于 2022 年 12 月到期。

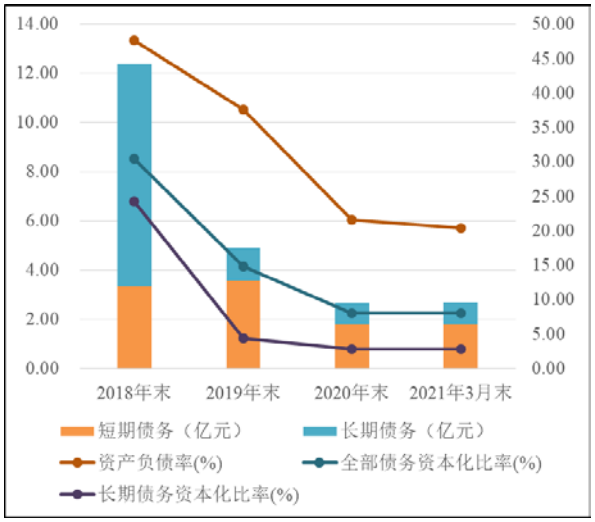
截至 2020 年底，公司应付债券 0.47 亿元，较上年底下降 22.62%，主要系可转换债券转股所

致。应付债券全部为可转换公司债券“盛路转债”，2020 年，“盛路转债”转股 0.18 亿元。

截至 2020 年底，公司递延收益 0.64 亿元，较上年底下降 9.95%；公递延所得税负债 0.19 亿元，较上年底下降 12.62%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 7.90 亿元，较上年底下降 5.92%，负债规模与结构较上年底变化不大。

图 12　公司债务及偿债指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

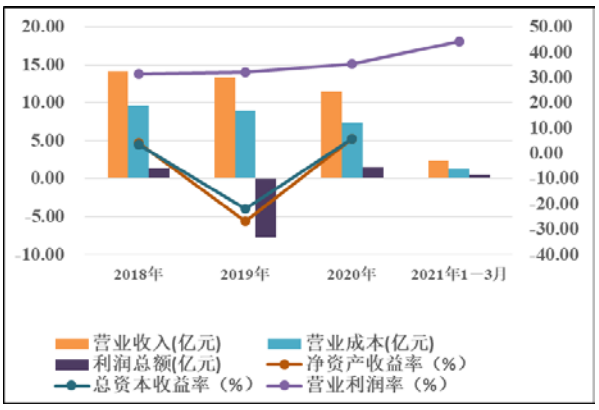
截至 2020 年底，公司全部债务 2.67 亿元，较上年底下降 45.38%，主要系合正电子债务不再纳入合并报表范围所致。其中，短期债务占 67.54%，长期债务占 32.46%；短期债务 1.80 亿元，较上年底下降 49.69%；长期债务 0.87 亿元，较上年底下降 33.51%。截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 21.58%、8.03%和 2.76%，较上年底分别下降 16.06 个百分点、6.77 个百分点和 1.67 个百分点。公司债务负担轻。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 2.68 亿元，债务规模与结构较上年底变化不大。

4.　盈利能力

跟踪期内，受剥离汽车电子业务和疫情等因素影响，公司营业收入有所下降，利润总额由亏损转为盈利，期间费用和信用减值损失对利润侵蚀较严重，非经常性损益对公司净利润影响很大。

图 13　公司盈利能力变化情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020 年，公司实现营业收入 11.45 亿元，同比下降 14.11%；实现利润总额 1.55 亿元，较上年由亏损转为盈利，主要系公司 2019 年计提大额商誉减值准备，且 2020 年合正电子不再纳入合并范围所致。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 3.59 亿元，同比下降 4.33%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 21.63%、39.73%、36.89%和 1.75%。其中，销售费用为 0.78 亿元，同比下降 11.13%；管理费用为 1.43 亿元，同比增长 0.01%；研发费用为 1.33 亿元，同比下降 1.18%；财务费用为 0.06 亿元，同比下降 44.20%，主要系债务规模大幅下降所致。2020 年，公司期间费用率为 31.38%，同比上升 3.21 个百分点，公司期间费用对利润侵蚀较严重。

2020 年，公司非经常性损益 1.99 亿元，占净利润比重为 109.96%，其中非流动资产处置损益 1.79 亿元，系处置合正电子和长沙浩信通信科技有限公司股权产生，非经常损益对公司净利润影响很大。2020 年，公司信用减值损失 1.10 亿元，对公司净利润影响很大。

2020 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 35.37%、5.68%和 5.57%，同比分别提高 3.36 个百分点、27.78 个百分点和 32.53 个百分点。公司各盈利指标较上年有所改善。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.40 亿元，同比下降 2.65%；2021 年 1—3 月，公司实

现利润总额 0.49 亿元，同比大幅增长 11.85 倍，主要系原子公司合正电子的亏损不再纳入财务报表合并范围所致。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量有所下降，经营活动现金继续呈净流入状态但净流入额大幅下降；投资活动现金继续呈净流出状态，流出金额有所下降；筹资活动现金由净流入转为净流出，公司仍存在一定筹资压力。

表 13 2018－2020 年公司现金流情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年同比变化
经营活动现金流入量	13.74	16.80	12.48	-25.69
经营活动现金流出量	13.85	14.64	11.91	-18.60
经营活动现金流量净额	**-0.11**	**2.16**	**0.57**	**-73.72**
投资活动现金流入量	34.79	16.98	15.23	-10.32
投资活动现金流出量	39.78	20.71	16.47	-20.47
投资活动现金流量净额	**-5.00**	**-3.74**	**-1.25**	--
筹资活动前现金流净额	**-5.11**	**-1.57**	**-0.68**	--
筹资活动现金流入量	12.65	6.18	2.94	-52.47
筹资活动现金流出量	1.73	6.00	3.67	-38.88
筹资活动现金流量净额	**10.92**	**0.18**	**-0.73**	--
现金及现金等价物净增加额	**5.81**	**-1.39**	**-1.41**	-0.01
现金收入比（%）	92.18	119.05	104.70	-14.35

注：现金收入比同比变化为两年现金收入比的差值

资料来源：公司提供，联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，经营活动现金流入和流出均有所下降，经营活动现金净流入大幅下降，现金收入比同比下降 14.35 个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2020 年，投资活动现金流入和流出均有所下降，投资活动现金净流出大幅下降。

2020 年，公司筹资活动前现金净流出 0.68 亿元，公司存在一定筹资压力。

从筹资活动来看，筹资活动现金流入和流出均大幅下降，筹资活动现金流由净流入转为净流出。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流净额为-0.30 亿元，投资活动现金流净额为-0.53 亿元，筹资活动现金流净额-0.18 亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.01 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标良好，整体偿债能力很强。

表 14 公司偿债能力指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
EBITDA（亿元）	2.30	-6.53	2.55	--
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	225.25	195.95	359.79	387.12
速动比率(%)	183.74	157.72	301.21	319.25
现金短期债务比(倍）	4.40	3.38	6.15	5.45
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数(倍）	9.07	-22.93	13.89	--
全部债务/EBITDA(倍）	5.40	-0.75	1.04	--

资料来源：公司年报，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年大幅上升并处于高水平。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，受净利润亏损影响，公司 EBITDA 为负值；2020 年，公司 EBITDA 由负转正，EBITDA 对全部债务本息的覆盖程度很高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至 2020 年底，公司共获银行授信额度 6.30 亿元，已使用额度为 2.11 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。考虑到公司近年来净资产收益率指标表现一般，分红较不稳定，公司直接融资能力有限。

截至 2020 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项；无对外担保事项。

截至 2021 年 3 月底，公司流动比率与速动比率较上年底分别上升 27.33 和 18.04 个百分点，现金短期债务比较上年底有所下降但依然维持在高水平。整体看，公司偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

盛路通信母公司主要经营民用通信业务。跟踪期内，母公司资产结构较为均衡，债务负担较轻。

截至 2020 年底，母公司资产总额 38.81 亿元，较上年底增长 0.27%。其中，流动资产 20.67 亿元(占比 53.26%），非流动资产 18.14 亿元(占比 46.74%），资产结构较为均衡。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 34.65%）、应收账款（占 8.84%）和其他应收款（占 53.99%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 91.68%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 7.16 亿元。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 29.34 亿元，较上年底增长 2.24%。其中，实收资本为 9.09 亿元（占 30.98%）、资本公积合计 20.98 亿元（占 71.51%）、未分配利润合计-1.51 亿元（占 -5.14%）、盈余公积合计 0.68 亿元（占 2.31%）。所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年底，母公司负债总额 9.47 亿元，较上年底下降 5.37%。其中，流动负债 8.00 亿元（占比 84.48%），非流动负债 1.47 亿元（占比 15.52%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占 18.23%）、应付账款（占 7.55%）和其他应付款（占 69.93%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 27.21%）、应付债券（占 31.67%）和递延收益（占 41.12%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 24.40%，全部债务资本化比率为 8.21%。

2020 年，母公司营业收入为 4.23 亿元，利润总额为 0.55 亿元。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金净流入 0.17 亿元；投资活动现金净流出 1.49 亿元；筹资活动现金净流出 0.17 亿元。2020 年，母公司现金净流出 1.49 亿元。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 28.93 亿元，所有者权益为 17.38 亿元，负债总额 11.55 亿元；母公司资产负债率 39.91%，全部债务资本化比率 33.52%。2021 年 1－3 月，母公司营业收入 4.44 亿元，利润总额 0.97 亿元。

表 15 2020 年合并报表与母公司财务数据比较

（单位：亿元）

科目	合并报表	母公司
资产	38.91	38.81
所有者权益	30.51	29.34
全部债务	2.67	2.62
营业收入	11.45	4.23
利润总额	1.55	0.55

资料来源：公司年报，联合资信整理

十、存续期内债券偿还能力分析

跟踪期内，公司存续债规模小，现金类资产、经营性现金流和 EBITDA 对存续期债券余额保障能力很强。

表 16 存续期债券保障能力测算

指标	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产/债券余额	27.55	22.85	20.89
经营活动现金流入量/债券余额	25.93	31.71	23.56
EBITDA/债券余额	4.33	-12.33	4.82
经营性净现金流/债券余额	-0.22	4.08	1.07

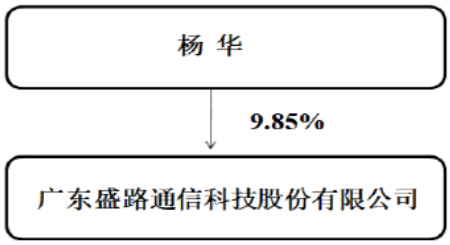
资料来源：公司年报及企业提供资料，联合资信整理

截至 2020 年底，公司存续债券共 1 支，为“盛路转债”，余额为 0.53 亿元，将于 2024 年到期。截至 2020 年底，“盛路转债”存续规模小，总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对待偿债券保障能力很强。

十一、结论

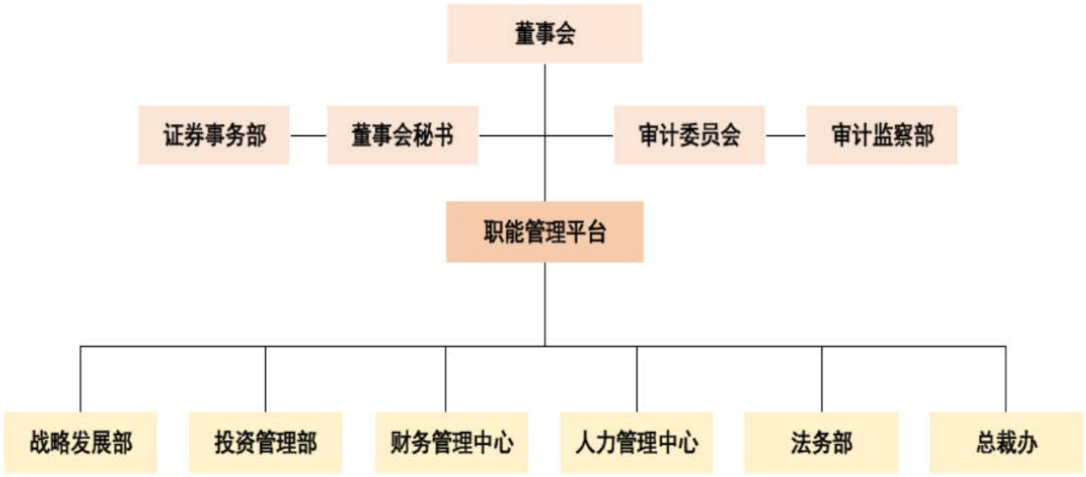
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA$^-$，并维持“盛路转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合资信整理制作

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	注册地	注册资本（万元）	持股比例%	表决权比例%
佛山市盛夫通信设备有限公司	佛山	4500.00	100.00	100.00
深圳市朗赛微波通信有限公司	深圳	2800.00	100.00	100.00
南京恒电电子有限公司	南京	5000.00	100.00	100.00
广东星磁检测技术研究有限公司	佛山	5000.00	100.00	100.00
深圳前海盛元投资有限公司	深圳	4500.00	100.00	100.00
广东盛路通信有限公司	佛山	10000.00	100.00	100.00
成都创新达微波电子有限公司	成都	600.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.60	12.10	11.07	9.84
资产总额（亿元）	53.97	45.05	38.91	38.83
所有者权益合计（亿元）	28.27	28.09	30.51	30.93
短期债务（亿元）	3.32	3.58	1.80	1.81
长期债务（亿元）	9.07	1.30	0.87	0.87
全部债务（亿元）	12.40	4.88	2.67	2.68
营业总收入（亿元）	14.17	13.34	11.45	2.40
利润总额（亿元）	1.36	-7.74	1.55	0.49
EBITDA（亿元）	2.30	-6.53	2.55	--
经营性净现金流（亿元）	-0.11	2.16	0.57	-0.30
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.76	1.43	1.58	--
存货周转次数（次）	2.03	1.65	1.61	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.27	0.27	--
现金收入比率（%）	92.18	119.05	104.70	90.55
营业利润率（%）	31.31	32.01	35.37	44.29
总资本收益率（%）	3.55	-22.10	5.68	--
净资产收益率（%）	4.22	-26.95	5.57	--
长期债务资本化比率（%）	24.30	4.43	2.76	2.74
全部债务资本化比率（%）	30.48	14.80	8.03	7.96
资产负债率（%）	47.61	37.64	21.58	20.34
流动比率（%）	225.25	195.95	359.79	387.12
速动比率（%）	183.74	157.72	301.21	319.25
经营现金流动负债比（%）	-0.83	16.01	8.48	--
现金短期债务比（倍）	4.40	3.38	6.15	5.45
EBITDA 利息倍数（倍）	9.07	-22.93	13.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.40	-0.75	1.04	--

注：2021 年一季度财务报告未经审计

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.83	9.13	7.22	6.38
资产总额（亿元）	45.29	38.70	38.81	37.52
所有者权益合计（亿元）	25.52	28.69	29.34	29.28
短期债务（亿元）	0.00	1.89	1.76	1.62
长期债务（亿元）	9.07	1.30	0.87	0.87
全部债务（亿元）	9.07	3.19	2.62	2.49
营业总收入（亿元）	6.63	6.26	4.23	0.91
利润总额（亿元）	1.04	-4.94	0.55	-0.05
EBITDA（亿元）	1.04	-4.94	0.55	--
经营性净现金流（亿元）	0.59	2.27	0.17	0.02
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.66	2.33	1.93	--
存货周转次数（次）	4.14	3.89	6.32	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.15	0.11	--
现金收入比率（%）	104.51	119.28	122.23	104.60
营业利润率（%）	19.77	24.67	21.91	7.95
总资本收益率（%）	3.47	-12.49	0.32	--
净资产收益率（%）	4.04	-14.44	0.12	--
长期债务资本化比率（%）	26.23	4.34	2.87	2.88
全部债务资本化比率（%）	26.23	10.01	8.21	7.82
资产负债率（%）	43.65	25.86	24.40	21.96
流动比率（%）	275.61	280.94	258.33	286.30
速动比率（%）	258.39	266.59	257.81	286.21
经营现金流动负债比（%）	7.17	32.90	2.07	--
现金短期债务比（倍）	--	4.83	4.10	3.95
EBITDA 利息倍数（倍）	7.11	-29.57	9.06	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.51	-0.67	4.22	--

注：2021 年一季度财务报告未经审计

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
净资产周转次数	营业总收入/平均所有者权益总额
应收账款周转次数	营业总收入*2/(期初应收账款+期末应收账款)
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。