

信用评级公告

联合〔2022〕528号

联合资信评估股份有限公司通过对四川九洲投资控股集团有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的 2022 年科技创新公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定四川九洲投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，四川九洲投资控股集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）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：

二〇二二年六月二十日

四川九洲投资控股集团有限公司

2022年面向专业投资者公开发行科技创新 公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：5 亿元

本期债券期限：5 年（3+2）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务、补充流动资金及项目投资等

评级时间：2022 年 6 月 20 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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		评级结果	AA	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险		2
			行业风险		3
		自身竞争力	基础素质		2
			企业管理		3
			经营分析		2
财务风险	F2	现金流	资产质量		1
			盈利能力		3
			现金流量		2
		资本结构			2
		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

四川九洲投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）是绵阳市军民业务融合发展的大型电子军工企业，经过多年发展形成了以电子信息技术为核心的多领域军工产业、多元化民品产业协调发展的经营格局，在技术水平、军品市场份额、政府支持等方面具备综合竞争优势。近年来，公司资产规模与收入规模持续扩大，军工业务是营业总收入和利润的重要来源，相关技术处于国内领先地位，政府扶持力度较大。民品业务方面，公司在推动多媒体、软智和线缆业务稳步发展的同时，导航业务规模扩大为公司的营业总收入提供重要支撑，多元化产业布局一定程度提升了综合抗风险能力。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，公司主业盈利能力较弱，所有者权益结构稳定性有待提高，债务负担重，经营性与投资性扩张对外部融资依赖度高等因素可能给公司信用状况带来的负面影响。

未来，随着军队体制机制改革逐步完成，公司军品订单有望正常化运转，加之新兴产业布局的进一步完善，公司竞争力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司具有军工武器装备的核心科研能力。**公司作为大型电子军工骨干企业，通过整合军工和民用技术资源，形成了以绵阳本部为中心，以深圳、北京、重庆等分中心为支撑的军民一体化综合类企业；公司拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，相关技术具有竞争优势。

2. **政府扶持力度较大。**公司基于军工技术向民用发展的“军民融合”战略符合国家发展要求，受政府扶持力度较大，2019—2021 年，公司其他收益中的政府补助分别为 3.24 亿元、2.75 亿元和 2.34 亿元。

3. **空管业务产品线丰富，竞争地位显著。**公司空管识别设备市场占有率位列细分行业第一，行业竞争优势明显。

分析师：孙长征 宁立杰
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

4. 多元化发展的产业布局带动经营规模稳定增长，综合抗风险能力很强。公司在布局军品业务的同时也积极发展民品业务，形成了较为综合的业务开发实力和多元产品线。

5. 资产规模与收入规模持续增长。2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 30.22%。2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 12.68%。

关注

1. 民品业务盈利能力较弱，公司营业利润对非经营性损益依赖度高。2021 年，公司软智 BG、导航 BG 和线缆 BG 毛利率分别为 6.43%、1.41%和 2.72%，业务毛利率处于低水平，主业盈利能力较弱。2019—2021 年，公司其他收益与公允价值变动收益合计分别占营业利润的 78.97%、83.60%和 64.97%。

2. 所有者权益稳定性有待提高。并购广东依顿电子科技股份有限公司后，公司少数股东权益大幅增加。截至 2021 年末，公司少数股东权益占 41.50%，所有者权益结构稳定性有待提高。

3. 公司经营性及投资性资金支出需求较大，对外融资依赖度高，债务负担加重。2021 年，因进行经营性备货、土地储备及投资收购，公司资本支出需求较大，全年经营性现金净流出 12.12 亿元，投资性现金净流出 32.13 亿元，资金支出对外部筹资依赖较大。截至 2021 年末，将永续债调整入长期债务后，公司资产负债率与全部债务资本化比率分别为 70.62%和 57.13%。

4. 公司所涉军品事项涉密，2019 年公司模拟财务报表被出具了有保留意见的审计结论。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	35.98	57.58	63.93	82.35
资产总额(亿元)	239.28	277.16	405.73	429.03
所有者权益(亿元)	80.74	83.39	127.22	128.61
短期债务(亿元)	41.92	43.87	50.04	52.16
长期债务(亿元)	26.95	46.53	100.82	122.07
全部债务(亿元)	68.86	90.40	150.86	174.23
营业总收入(亿元)	276.58	310.85	351.16	95.17
利润总额(亿元)	5.00	5.14	6.03	1.18
EBITDA(亿元)	10.38	11.03	13.68	--
经营性净现金流(亿元)	12.23	9.24	-12.12	-5.65
营业利润率(%)	9.67	8.32	9.22	9.35
净资产收益率(%)	4.58	4.93	3.59	--
资产负债率(%)	66.26	69.91	68.64	70.02
全部债务资本化比率(%)	46.03	52.02	54.25	57.53
流动比率(%)	156.93	153.44	171.26	183.04
经营现金流动负债比(%)	10.71	6.92	-7.47	--
现金短期债务比(倍)	0.86	1.31	1.28	1.58
EBITDA 利息倍数(倍)	4.62	4.28	3.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.64	8.20	11.03	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	--	116.45	172.29	187.26
所有者权益(亿元)	--	45.81	54.29	53.34
全部债务(亿元)	--	0.00	96.79	120.11
营业总收入(亿元)	--	0.25	1.87	0.77
利润总额(亿元)	--	-0.26	0.22	-0.84
资产负债率(%)	--	60.66	68.49	71.51
全部债务资本化比率(%)	--	0.00	64.07	69.25
流动比率(%)	--	66.90	163.33	279.70
经营现金流动负债比(%)	--	-1.93	-1.48	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径; 3. 2022 年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化; 4. 2019 年度审计报告未包含公司本部财务数据; 5. 本报告 2019 - 2021 年数据使用相应年度报告期末数据

资料来源: 公司提供

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2021/06/17	孙长征 宁立杰	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	--

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受四川九洲投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

四川九洲投资控股集团有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行科技创新 公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

四川九洲投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“九洲集团”）由四川九洲电器集团有限责任公司（以下简称“九洲电器”或“国营第七八三厂”）以存续分立方式设立。九洲电器前身为成立于 1958 年的国营涪江机器厂。1994 年 11 月，国营涪江机器厂与绵阳市涪江电子机械厂共同发起设立四川九洲电器有限责任公司（以下简称“九洲有限”），后经原四川省经济贸易委员会同意，九洲有限于 1994 年 12 月变更为九洲电器，注册资本为 11213.60 万元，其中国营涪江机器厂和绵阳市涪江电子机械厂出资占比分别为 99.27% 和 0.73%。1999 年 4 月，绵阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“绵阳市国资委”）下发《关于规范四川九洲电器集团有限责任公司为国有独资公司的通知》，将公司规范为绵阳市国资委授权成立的国有独资公司。2020 年 10 月，经绵阳市国资委批复，九洲电器以存续分立的方式，将九洲电器 5.00 亿元实缴部分、5.00 亿元认缴部分划分至公司。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本 30.00 亿元，实收资本 27.00 亿元，其中绵阳市国资委持股 90.00%，四川省财政厅持股 10.00%；公司实际控制人为绵阳市国资委。

公司经营范围包括：国家政策允许范围内的投资，股权经营管理，托管经营；雷达及配套设备、通信设备、物联网设备、广播电视设备、电线、电缆、光缆、电工器材、光电子器件及半导体照明软硬件制造和销售，智能建筑系统、安全防范系统、消防系统、城市照明系统、训练器材、训练模拟器材、通信工程、信息系统集成服务及相关设备器材的设计、制造、安装、销售，软件开发，智慧城市的规划、设计、咨询以及相

关智能系统工程的施工、运营、维护，卫星导航系统及应用，新材料的技术研发和技术服务，普通机械及零部件加工，无人机研发、制造及服务，检测试验、软件测评、计量校准服务，设备仪器维修服务，电池的研发、制造及销售，物业管理，出口自产机电产品，进口批准的所需原辅材料、设备、仪器及零配件，承包境外电子行业工程及境内国际招标工程，汽车维修，汽车及汽车零部件的销售，车辆改装及集成（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2022 年 3 月末，公司本部内设战略发展部、人力资源部、财务管理部、公司办公室、法务审计部和资本运营部等职能部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 405.73 亿元，所有者权益 127.22 亿元（含少数股东权益 52.80 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 351.16 亿元，利润总额 6.03 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 429.03 亿元，所有者权益 128.61 亿元（含少数股东权益 53.23 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 95.17 亿元，利润总额 1.18 亿元。

公司注册地址：绵阳市科创园区九华路 6 号；法定代表人：夏明。

二、本期债券概况

本期债券名称为“四川九洲投资控股集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）”（简称“本期债券”），本期公司债券拟发行金额为不超过人民币 5 亿元（含），期限为 5 年（含），在第三年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，本期债券采用固定利率，单利按年计息，不计复

利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期的利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金将用于偿还公司有息债务、补充流动资金、项目投资等符合国家产业政策和法律法规的项目。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏

观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较

高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长

¹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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

3.27%，不及上年同期两年平均增速水平

(4.14%)，主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入

增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济

的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

四、行业分析

公司主要从事军民电子制造、通信终端等业务，均属于电子信息行业；公司部分核心产品应用于军事装备，其经营情况与军工行业具有一定关联性。

1. 电子信息行业概况

2021年我国电子信息制造行业整体平稳运行，产值保持增长，出口有所提升；固定资产投资额保持增长趋势。

根据工信部统计，2021年，规模以上电子信息制造业增加值较上年增长15.7%，增速比上年上升8.0个百分点，创下近十年新高。2021年，规模以上电子信息制造业实现营业收入141285亿元，比上年增长14.7%，增速较上年提高6.4个百分点，两年平均增长11.5%。营业成本121544亿元，同比增长13.7%，增速较上年提高5.6个百分点。实现利润总额8283亿元，比上年增长38.9%，两年平均增长27.6%，增速较规模以上工业企业利润高4.6个百分点，但较高技术制造业利润低9.5个百分点。营业收入利润率为5.9%，比上年提高1个百分点，但较规模以上工业企业营业收入利润率低0.9个百分点。

从固定资产投资情况来看，近年来，我国电子信息制造业固定资产投资额逐年上升，2021年，电子信息制造业固定资产投资比上年增长22.3%，增速比同期制造业（13.5%）、高技术制造业（22.2%）分别高8.8个百分点和0.1个百分点；在制造业行业投资增速中排名第三，仅次于专用设备制造业（24.3%）和电气机械和器材制造业（23.3%）。

2022年1至4月份，受疫情防控影响，全国规模以上电子信息制造业增加值同比增长10.7%，增速比一季度下降2个百分点；比同期工业增加值增速高6.7个百分点，但比同期高技术制造业

增加值增速低0.8个百分点。4月份，规模以上电子信息制造业增加值同比增长4.9%，增速比上年同期回落5.5个百分点。

2. 行业上下游

电子信息制造行业下游行业分布广泛；2021年，受平板电脑、可穿戴设备等出货量增长及各行业信息化建设提速影响，电子信息产品需求呈增长趋势；上游方面，受国内需求持续增长影响，集成电路产量也保持增长。

（1）上游原材料

半导体行业处于整个电子产业链的最上游，半导体行业各分支包含的产品种类繁多，被广泛应用于消费类电子、通讯、精密电子、汽车电子、工业自动化等诸多领域。我国对集成电路、光电子器件等高端产品的进口依赖较重。考虑到集成电路关系到国家安全和国民经济发展，我国正在加快推进芯片“国产化”。半导体行业的产值增速与全球GDP的增长速度高度相关，因此半导体产业整体周期性较为显著。

以半导体产品中占比最大的集成电路为例，受国内需求持续增长影响，集成电路产量也保持增长。中国信通院的报告显示，2021年，集成电路产量为3594.3亿块，同比增长33.3%，增速较去年提高17.1个百分点，两年平均增长24.5%。

（2）下游需求

公司部分核心业务产品主要应用于军事装备领域，下游需求与我国军队建设关联度较高。

2000年以来，中国国防开支预算稳步增长，武器装备现代化、加快技术发展等政策也成为军品船舶行业发展的有力支柱。2000年以来，中国国防支出持续增长。近年来，中国军队在响应“海洋强国战略”过程中，加速各项装备的更新换代。2020年，国防预算1.29万亿元，同比增长6.59%；2021年，中国国防开支预算同比增长6.84%。

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，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2 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	建设与我国国际地位相称、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：加强实战化对抗性训练，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，全面深入贯彻落实军委主席负责制，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。

3. 行业关注

重点原材料、核心生产设备以进口为主。

尽管近年来中国电子信息制造业发展较快，但目前重点原材料及核心生产设备仍以进口为主。目前外部环境复杂多变，若将来国际贸易壁垒凸显、贸易限制措施增加。部分国内电子信息企业可能面临生产经营持续性风险。

技术更新快，企业需持续进行研发投入。

电子信息制造业技术更新速度快，新技术、新产品不断推出，技术升级对行业内企业将造成较大冲击。企业需持续进行研发投入，紧跟技术革新的发展，提升创新能力和研发能力，提升新产品生产的良品率，降低技术更新对企业经营造成的风险。

生产成本增长，利润空间压缩。由于近年

原材料价格、用工成本持续走高，同时人民币面临升值压力加大，沿海地区土地日趋紧张，传统的制造业基地地位面临挑战，电子信息行业在国内成本优势正在逐步削弱，行业内企业利润增长面临一定压力。

价格战等低端竞争形式依然存在。由于电子信息制造业部分细分行业进入门槛不高，中小企业数量较多，行业内企业竞争不断加剧，为抢占市场份额，“价格”杠杆被行业内企业大肆利用。价格战是一种常态化和直接有效的竞争手段，但恶性价格战会将利润降低的效应传至上游生产企业，致使产业链内企业利润空间进一步遭受挤压，企业的创新资金投入会进一步被削弱，整个行业陷入恶性循环。

4. 未来发展

未来随着中国经济发展和信息化水平的提高，中国电子信息产业行业的支撑引领作用和地位将更加突出，仍具有较好的发展前景。

“十四五”期间，中国将坚持创新提升到了国家现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。国家对科技的重视提升到了新的高度，未来的发展方向与规划有望进一步明确。

人工智能作为“新基建”七大领域之一，为推动产业智能化升级提供了信息基础。5G等技术的发展给AI产业带来新的变革，算力成本有望不断降低，我国AI产业进入快速发展阶段。集成电路为重点关注领域，第三代半导体有望在国家支持下快速发展。相对于硅基半导体，第三代半导体投入较低、国内外技术差距相对较小，有望得到重点支持，我国企业具备快速并实现弯道超车的可能。我们预计，未来几年在5G及新能源车的快速推广和渗透下，第三代半导体将迎来爆发式的增长。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月末，公司注册资本30.00亿元，实收资本27.00亿元，其中绵阳市国资委持股

90.00%，四川省财政厅持股10.00%；公司实际控制人为绵阳市国资委。

截至2022年5月末，公司控股四川九洲电器股份有限公司（证券简称“四川九洲”，证券代码“000801.SZ”）及广东依顿电子科技股份有限公司（证券简称“依顿电子”，证券代码“603328.SH”）两家上市公司；公司持有四川九洲47.61%股权，未质押。截至2022年5月27日，公司持有依顿电子30.00%股权，因公司并购依顿电子时向中国工商银行股份有限公司申请了并购贷款，公司将所持有的依顿电子无限售流通股1.47亿股质押给中国工商银行股份有限公司绵阳分行，作为对并购贷款提供的风险缓释担保措施。

2. 企业规模和竞争力

公司作为绵阳市大型电子军工骨干企业，是军民融合发展的大型高科技企业集团，产业布局多元化，综合抗风险能力较强。

公司建立了“以军工为根基、以民品求发展”的思路，确立高科技军工企业军民融合发展战略，基本形成了以电子信息技术为核心的多领域军工产业、多元化民品产业、多融合军民共用产业协调发展的产业布局。

公司是从事二次雷达系统及设备科研、生产的大型骨干军工企业，是从事有线电视宽带网络系统、数字电视系统设备、LED、RFID、光电线缆、应用电子系统、电子政务和电子商务软件等开发、制造、销售和服务的大型高科技企业集团，建有年产1000万台数字机顶盒的数字电视设备研制基地和西部半导体器件、半导体照明产品的大型应用推广基地。

公司下属上市子公司四川九洲是一家以宽带网络设备、数字电视终端设备为主业的高新技术企业。四川九洲作为已通过国家科技部和中科院评审认定的国家级高新技术企业，是中国电子信息百强企业；四川省最大规模和最佳效益双百强工业企业；中国广播电视设备工业协会副会长暨有线电视分会、卫星电视分会理事长单位；中国数字电视产业联盟和数据联盟

成员单位；工信部机卡分离技术标准化成员单位，全国广播电视标准化技术委员会成员单位。

荣誉方面，自成立以来公司先后荣获国家科技进步特等奖、一等奖、二等奖以及国防、军队和省部级成果奖励70余项；公司先后荣获“军工能力建设先进单位”，中共中央、国务院、中央军委授予的“某重大贡献奖”的荣誉；公司“战区空域监视与控制系统”项目曾荣获国家科技进步奖二等奖；“军航空管二次雷达”项目曾获得四川省科技进步奖二等奖；“航空航天用微波信号传输稳相射频频同轴电缆项目”曾获第四届中国创新创业大赛军转民大赛三等奖；基于泛北斗的精准定位技术在景区智慧旅游的应用研究”项目获得卫星导航定位科技进步奖二等奖等。

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，能够满足日常经营需求。

截至2022年3月末，公司拥有董事、监事及高级管理人员22人。

公司党委书记、董事长夏明先生，出生于1963年3月，工商管理硕士学位。历任江油市化工局副局长，江油市委市政府接待处副处长，江油市副市长，江油市委副书记、常务副市长，绵阳市游仙区委副书记、区长，中国（绵阳）科技城党工委委员、管委会副主任，绵阳市人民政府党组成员、秘书长，绵阳国家高新区技术产业开发区党工委书记；现任公司党委书记、董事长。

公司党委副书记兼董事兼总经理孙仲先生，出生于1965年8月，工商管理硕士学位。历任国营第七八三厂质量管理监督处技术员、副处长，九洲电器质量监督处处长、总经理助理、董事、副总经理、党委委员、总经理；现任公司党委副书记、董事、总经理。

截至2021年末，公司共有员工16027人；从学历结构看，硕士及以上学历占5.98%、本科学历占24.94%、专科及以下学历占69.08%；从岗位构成看，研发人员占19.34%，生产人员占

43.41%，销售人员占8.55%，其他人员占28.70%，岗位构成分布以生产人员为主。

4. 企业信用记录

公司过往征信情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91510700MA660969XB），截至2022年6月14日，公司本部无未结清不良/违约类贷款；无已结清贷款。公司系2020年存续分立的新主体，尚无过往在公开市场发行债务融资工具的记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

公司设股东会，设董事会。董事会成员由9人组成（含职工代表1人，外部董事2人），其中董事长、副董事长由绵阳市委决定并依法依规任免，职工代表董事由公司职工民主选举产生，其他董事依据相关授权，由公司党的委员会决定并依法依规聘任、解聘，事后上报备案。董事会设董事长1人，根据需要可以设副董事长1人或者2人，董事每届任期3年。公司设监事会，监事会成员由5人组成（含职工监事2人），监事会主席和专职监事按照干部管理权限，经审批同意后，由股东会依法依规委派，职工监事由公司职工民主选举产生，报股东会备案。监事每届任期3年，最多不超过两届。公司设总经理1名，由董事会聘任，副总经理及其他高级管理人员的职数由董事会确定。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。但下属子公司多且经营范围跨多个行业，存在一定管理压力。

财务管理方面，公司设有会计核算和财务

管理制度、预算管理制度、风险控制制度等。公司从财务机构设置、账目设置及凭证编制、会计档案、内部稽核及对外投资管理等方面，制定了完备的会计核算和财务管理制度、流程，充分发挥财务管理在企业经营管理中的核心作用。预算管理方面，公司每年通过“自下而上”和“自上而下”相结合的方式进行预算总额的编制和审定，并以《年度经营计划》规范年度预算的执行程序和明确各责任单位在预算管理中的职责权限，加大预算执行情况的考核力度。

风险控制方面，公司延续部分九洲电器的相关制度，建立经营风险和财务风险管理机制。经营风险管理方面，公司建立了集团和下属公司两级财务分析体系，每年定期召开经济活动分析会，对整个集团的经营情况进行分析和讨论，针对存在的问题提出整改措施和建议，并在下一阶段的工作中予以落实。公司同时设立了合同管理办法及主要类型合同法律风险清单，在一定程度上有助于控制经营合同的法律风险。财务风险管理方面，公司一方面建立了资金管理平台和销售回款、现金流日报和旬报制度，公司本部层面对非上市子公司的资金进行归集，并分析、监控整个集团资金营运情况，调剂各公司之间的资金余缺；另一方面，凭借与各商业银行建立的良好合作关系，公司搭建了统一的银行融资平台，并以其为依托解决部分下属公司的融资问题。

对下属子公司绩效考核方面，公司参照国家国有资本绩效评价体系，根据自身发展状况，设置了一套以财务指标为主的业绩评价体系，对集团各下属公司的经营业绩进行定期考核和客观评价。该体系主要包括企业的变现能力指标、偿债能力指标、盈利能力指标等，酌情增加部分定量分析和定性分析的辅助指标，选择这些指标的行业标准值作为衡量的依据。通过与标准值的比较，公司较客观的掌握经营活动的业绩和不足，对公司的财务状况、经营成果及未来收益形成较客观的评价，并根据衡量结果采取奖罚措施，以此来确保对集团公司对下属公司的财务管控。

对外担保方面，公司对市属出资企业提供担保的，由九洲集团内部决策流程审议后，提交绵阳市国资委备案；对非市属企业提供担保的，由九洲集团内部决策流程审议后，提交绵阳市国资委、绵阳市政府审批后执行；公司制定了《四川九洲投资控股集团有限公司融资和担保（借款）管理办法》，建立严格的管理流程和风险预警机制，对下属公司担保（借款）进行严格的审核和控制。

重大决策方面，公司制定了公司本部的核决权限、重大经营决策法律审核管理办法和投资管理办法，明确了公司本部各部门的分管领导及决策权限，明确了重大经营决策的法律审核工作由公司法务审计部负责，也明确了公司年度投资计划的制定、审批等管控方式。

对子公司内部控制方面，公司对子公司主要是通过财务集中管理、投融资集中管理、按年核定预算等管理方式，对子公司行使监督和管理职能。对下属公司对外投融资实行审批制与备案制、单项与总量控制相结合的原则，集团公司原则上统一行使投资决策权，下属公司对外投融资立项审批必须经本公司董事会同意后报集团公司董事会审批；小额的投融资由本公司董事会授权相关部门组织研究后提出意见报批；长期、重大的投融资项目必须经过集团公司董事会集体决策，书面同意后方可实施。子公司财务负责人由集团公司选拔和委派。

安全生产方面，公司高度重视安全生产，将对员工的安全教育作为核心工作，进厂工作的员工都要进行安全培训，各个生产车间针对自身特点制定的规章制度，强制培训完善后才能上岗。同时公司采取精细化管理，保证危险源和重要部分在公司安全部门的掌控之中；要求所有从事安全管理人员、生产管理的人员全部取得市级以上的安全生产证书；加大日常的监察力度，尽量杜绝事故的发生。

2020年10月存续分立后，公司进行了组织结构调整。除房产开发和线缆业务外，将企业集团内子公司按照业务类型划分为军工、多媒体、软智和导航四个BG（板块），四大BG的划分有

利于公司相关子公司提高业务协同性。

七、重大事项

公司通过股权受让获得依顿电子控制权，有利于公司延伸产业链、与依顿电子形成战略协同关系；未来若依顿电子业绩不达预期，公司或面临一定的商誉减值风险。

根据依顿电子2021年9月9日公告，依顿电子的原控股股东依顿投资有限公司（以下简称“依顿投资”）及实际控制人李永强先生、李永胜先生和李铭浚先生与公司于2021年9月8日签署了《股份转让协议（九洲集团）》，本次股份转让包括协议转让、向非关联第三方转让和放弃表决权三部分。

（1）协议转让

依顿投资通过协议转让的方式向公司转让其持有的依顿电子29.42%股份（以下简称“标的股份”），公司受让标的股份，标的股份转让价格拟定为8.9元/股，合计转让价格约为26.14亿元。

（2）向非关联第三方转让

依顿投资为履行与公司所签署的《股份转让协议（九洲集团）》中关于为确保公司取得依顿电子控制权，向无关联第三方转让的约定，2021年9月27日，依顿投资与中泰证券（上海）资产管理有限公司（代表“证券行业支持民企发展系列之中泰资管49号单一资产管理计划”）（以下简称“中泰资管计划”）签署了《股份转让协议（中泰资管）》。依顿投资通过协议转让的方式将其持有的依顿电子0.50亿股股份，占依顿电子总股本的5.01%转让给中泰资管计划，中泰资管计划受让上述股份，转让价格为7.65元/股。

（3）放弃表决权

根据依顿电子公告，依顿投资自《股份转让协议（九洲集团）》项下的标的股份办理完毕过户登记手续后不可撤销地放弃其持有的依顿电子0.46亿股股份（约占依顿电子总股本的4.56%对应的表决权），直至公司实际持股比例超过依顿投资在本次股份转让及向第三方转让后实际持股比例的5%以上。

本次交易前，依顿投资持有依顿电子6.33亿股股份，占依顿电子总股本的63.41%，为依顿电子控股股东；李永强先生、李永胜先生、李铭浚先生未直接持有依顿电子股份，通过依顿投资控制依顿电子63.41%股份，为依顿电子实际控制人。

上述股份转让完成交割（含依顿投资对无关联第三方5.01%的转让）及相关表决权放弃后，上市公司第一、第二大股东持股比例及表决权结构如下：

表3 股权转让后相关股东持股比例及表决权结构
(单位：%)

股东	持股比例	放弃表决权比例	放弃后继续拥有表决权的持股比例
九洲集团	29.42	--	29.42
依顿投资	28.98	4.56	24.42

注：上表未计入九洲集团从二级市场得的0.58%股权，截至2021年末，九洲集团合计持有依顿电子30.00%股份。

资料来源：依顿电子公告

截至2021年11月23日，上述协议转让股份已完成过户登记。

依顿电子属于印刷电路板行业。截至2021年末，依顿电子合并资产总额为46.17亿元，负债合计12.48亿元，所有者权益合计33.69亿元；资产负债率为27.04%。

2019—2021年，依顿电子营业总收入分别为31.35亿元、25.84亿元和29.08亿元；利润总额

分别为6.10亿元、2.60亿元和1.63亿元。2021年，依顿电子外销收入占营业总收入的81.64%，内销收入占18.36%，以外销为主，外销大部分以美元标价结算。

截至2021年末，公司收购依顿电子形成商誉14.75亿元。

八、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，公司主营业务收入持续增长，主营业务毛利率基本稳定。军工、多媒体和房产开发板块对主营业务收入和毛利润的贡献较大，软智、导航和线缆板块收入占比较高但毛利率低。军工板块是公司业务的核心领域，运行基本稳定；多媒体板块因产品结构调整，毛利率波动下降但收入逐年提高；房地产板块结转收入逐年增长，对公司利润形成了有效补充。

公司为绵阳市军民业务融合发展的大型电子军工企业，经过多年发展形成了以电子信息技术为核心的多领域军工产业、多元化民品产业协调发展的经营格局。公司业务板块由军工、多媒体、软智及导航四大BG构成，兼有线缆及房产开发等直属BU。2021年，公司主营业务占营业总收入的比重为89.82%，主营业务突出。2019—2021年，公司营业利润率波动下降。

表4 2019—2021年公司营业总收入构成及毛利率情况(单位：亿元、%)

业务板块	2019年			2020年			2021年				2022年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入同比增长率	收入	占比	毛利率
军工BG	50.67	18.32	25.74	58.94	18.96	17.61	61.92	17.63	23.11	5.06	19.70	20.70	21.88
多媒体BG	43.49	15.72	14.33	46.43	14.94	14.49	48.89	13.92	12.54	5.30	16.50	17.34	11.82
软智BG	41.57	15.03	4.91	38.14	12.27	4.36	42.49	12.10	6.43	11.41	8.31	8.73	6.14
导航BG	83.12	30.05	1.12	104.40	33.59	1.06	115.18	32.80	1.41	10.33	29.56	31.06	1.05
线缆	40.90	14.79	1.67	41.38	13.31	2.07	48.12	13.70	2.72	16.29	12.50	13.13	2.08
房产开发	16.03	5.80	40.14	20.35	6.55	40.90	27.80	7.92	29.86	36.61	6.96	7.31	22.13
综合业务	0.81	0.29	43.44	1.21	0.39	39.28	1.67	0.48	29.76	38.02	0.42	0.44	26.19
微型振动电机	--	--	--	--	--	--	5.09	1.45	22.40	--	1.22	1.28	18.85
合计	276.59	100.00	10.74	310.85	100.00	9.50	351.16	100.00	10.26	12.97	95.17	100.00	9.69

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2019—2021年，公司军工BG业务收入持续增长，年均复合增长10.55%，主要系军品交付量增加所致；占营业总收入的比重波动下降。多媒体BG业务收入持续增长，年均复合增长6.03%，主要系数据通信终端产品销售规模扩大所致；占营业总收入的比重持续下降。软智BG业务收入波动增长，年均复合增长1.10%；占营业总收入的比重持续下降。导航BG业务收入持续增长，年均复合增长17.72%，主要系公司油品销售业务增长所致；占营业总收入的比重波动上升。线缆业务收入持续增长，年均复合增长8.47%，占营业总收入的比重波动下降。房产开发业务收入持续增长，年均复合增长31.69%，主要系开发交付规模扩大所致，占营业总收入的比重持续上升。综合业务和微型振动电机业务占比很小，影响不大。

从毛利率来看，2019—2021年，军工BG毛利率波动下降，主要系产品结构调整所致；多媒体BG、软智BG、导航BG、线缆毛利率变化不大；房产开发毛利率波动下降，主要系房地产行业调控，资金成本与原材料价格上涨及产品结构差异所致。综上，公司综合毛利率波动下降。

2. 军工板块

公司军工业务拥有核心技术，近年来业务发展稳健，是公司重要的收入和利润来源。

军工BG是公司的核心业务板块，目前主要由分立后的国营第七八三厂及四川九洲空管科技有限责任公司、四川九洲科技防控有限责任公司、成都九洲迪飞科技有限责任公司、成都微精电机股份有限公司、四川九洲运输有限公司等业务相关度高的涉军下属公司共同组成。

公司是我国具有核心科研能力的重要军工企业，拥有武器装备一级承制单位、武器装备科研生产许可、国家一级保密资格单位、武器装备质量体系认证等军工资质；建立了国家级企业技术中心和博士后科研工作站，截至2021年末，共有专业技术人员1527人；有60余项科技成果分别获得国家、省、市科技进步奖，其中含有国

家科技进步特等奖。产业领域涉及军事电子、空管、信息系统、雷达探测、微波射频、微特电机、指挥控制、光电探测等细分领域。空管方面，公司作为国内最早从事国产空管系统研制、生产和服务的企业，通过了GB/GJB质量管理体系认证，取得了国家二级保密资格、装备承制单位资格、武器装备科研生产许可等军工领域的许可证、资质。

公司军工业务项目获取方式以定向招投标为主，下游客户主要为总供给商，集中度高。产品交付后结算，回款基本集中在年末，结算方式主要为现金结算，给予部分账期，坏账少。识别与空管领域产品为公司传统优势业务，主要产品包括军用识别设备及军民用二次雷达系统及配套硬件等；受益于产品技术壁垒较高，招投标以定向为主，市场竞争者少、利润空间较大，是电子军工板块利润的重要来源。其中，公司识别设备市场占有率位列细分行业第一，行业地位突出。2021年，九洲电器前五大客户占板块销售金额的30.95%，集中度一般。

表 5 2021 年九洲电器的前五大客户

客户名称	营业收入（亿元）	占该板块销售金额的比重（%）
单位 1	6.29	11.63
单位 2	5.61	10.36
单位 3	1.95	3.59
单位 4	1.50	2.77
单位 5	1.41	2.60
合计	16.75	30.95

资料来源：公司提供

公司空管产品主要分为地面系统及机载设备两大部分，分军航、民航、军贸三个市场方向。军航空管装备主要包括二次雷达、地面询问机、空管应答机、机载防撞系统等，采用询问与应答的方式，实时获得飞行器在管理空域内的方位、航向和速度等信息；军贸空管装备产品主要包括出口系列机载询问机、地面询问机、机载应答机、航管模拟训练系统等；民航空管装备产品主要包括空管二次雷达ADS-B（自动相关监视广播系统）地面站系统、AeroMACS系统、低空协

同运行中心系统等。空管产品涉及空管监视、通信、导航、管理四个领域，覆盖飞机从起飞、爬升、巡航、下降到着陆的全过程。其中，空管二次雷达、机载防撞系统、综合防撞系统等产品已形成广泛的装备应用；民航装备领域方面，公司的ADS-B地面站在民航市场占有率位于第一。

产品储备方面，公司拥有机载设备、多网融合等多种自研及合作研发的项目，储备技术丰富。

2019—2021年，公司军工业务营业收入持续增长，是公司重要的收入来源及主要的利润来源。军工业务的产品销售、收入、毛利率受国家政策影响较大，近年来整体保持稳健。

3. 多媒体板块

公司多媒体板块业务种类较多，近年来，公司在该板块聚焦华为等优质客户，逐渐降低传统数字电视业务配套产品。

公司纳入多媒体板块的业务和产品种类较多，自2019年起，公司压缩非核心业务，该板块收入较2018年明显下降，但毛利率明显上升。2021年，该板块占比较大的产品为智能终端产品和海外及平台业务。

（1）智能终端业务

基本情况

公司智能终端业务主要经营主体为四川九洲的下属子公司四川九州电子科技股份有限公司（以下简称“九州电子”）及深圳市九洲电器有限公司（包括四川迪佳通电子有限公司）等。其中，深圳市九洲电器有限公司主要负责国际市场的开发和销售，九州电子主要负责生产与国内市场的开发和销售。公司数字多媒体产品覆盖智能终端、光器件、智慧照明、音响、综合平台等多个业务领域。其中，智能终端为多媒体业务最主要的业务，主要产品包括数字电视机顶盒、宽带网络系统、高频头等。

作为专注数字音视频终端、数据通信终端

及行业应用服务的企业，公司拥有绵阳、北京、成都和上海四个技术开发中心。在数字音视频终端方面，公司具有超高清音视频解码、超高带宽数据通信、广电TVOS操作系统及云平台等核心技术，营销和客服网络覆盖国内所有省份以及国外70多个国家和地区，在省级广电入围覆盖率约为90%，出货量居行业第二名；在数据通信终端方面，公司成功研发WiFi6、5G CPE、5G DTU、PON、DOCSIS3.0/3.1等终端产品，为中国移动、中国联通的稳定供应商，与优势品牌企业深度合作。

2019—2021年，随着数据通信终端产品销售规模扩大，公司数字多媒体产品收入持续增长。

采购

采购方面，公司机顶盒、宽带网络产品的原材料主要为芯片、外壳和线材等，公司通过新供方导入、新供方资质审核、现场审核、送样认证、试用跟踪、合格供方审批、询报价、谈价议价、物料申报审批、采购订单下达、物料跟催、收料入库、发票挂账、货款支付等环节进行供应商筛选和采购活动的全流程管理。公司与供应商结算方式包括电汇、3个月承兑汇票及6个月承兑汇票。根据供应商的不同，结算周期为30天、60天和90天不等。

从采购量来看，2019—2021年，公司主芯片采购量持续减少，年均复合减少5.03%，主要系主芯片供应紧张，采购难度增加所致；其他原材料采购量均随着销售规模扩大而增长。

从采购均价来看，2019—2021年，公司印制板采购均价连续增长，年均复合增长5.05%；主芯片采购均价波动减少，年均复合减少2.95%；集成电路与外壳采购均价均持续下降，年均复合减少14.44%，主要系公司与供应商谈判规模采购，控制采购价格所致。

表 6 2019—2021 年公司智能终端产品原材料采购情况

主要原材料	项目	2019 年	2020 年	2021 年
集成电路	采购数量（万个）	5632.27	7556.34	9164.18
	采购均价（元/个）	4.99	3.94	3.77
	采购额（万元）	28115.03	29801.97	34589.33
主芯片	采购数量（万个）	278.32	251.20	251.04
	采购均价（元/个）	36.99	27.62	34.84
	采购额（万元）	10295.25	6939.79	8746.70
印制板	采购数量（万个）	1455.73	2180.94	3572.23
	采购均价（元/个）	3.09	3.38	3.41
	采购额（万元）	4491.90	7380.03	12176.66
外壳	采购数量（万个）	355.08	1157.39	2173.01
	采购均价（元/个）	4.44	3.26	3.25
	采购额（万元）	1576.01	3775.46	7055.47
线材	采购数量（万根）	4431.35	6954.89	8438.94
	采购均价（元/根）	1.21	1.01	1.25
	采购额（万元）	5370.45	7038.44	10522.02

资料来源：公司提供

产品生产

公司主要智能终端产品的生产模式为“以销定产，订单制管理”。公司的智能终端产品主要为数字机顶盒等，数字机顶盒又主要包括 DVB、IPTV 等多种类型。DVB 为数字机顶盒，可以将数字信号转换为模拟信号，运营商为广电运营商。其中，DVB-C 为有线数字机顶盒，信号源为有线电视网络；DVB-T 为地面数字机顶盒，信号源为电视信号发射塔。IPTV 为连接电视机和宽带网机顶盒设备，传输渠道为电信运营商管控的专网。ABS-S 为卫星直播信号传输标准，PON 为无线光纤网络，CM 为有线电视网络连接互联网的设备，ONT 为光网络设备。

产能方面，2019—2021 年，公司 DVB-C/T 产能保持稳定；ABS-S 产能持续下降，年均复合减少 36.75%，主要系村村通和户户通项目收尾，卫星直播产品集采减少所致；PON 与 X-DSL 产能于 2021 年各增长一倍；CM 与 IPTV 产能出现下降，分别年均复合下降 20.94% 和 42.26%，主要系 2021 年运营商业务受国际形势及新冠疫情影响，芯片等关键物料齐套较难，产能下降所致；ONT 产能持续增长，年均复合增长 46.97%，主要系业务量增长，公司调整部分产线转为 ONT 生产使用所致。

产量方面，2019—2021 年，公司 DVB-C/T、ABS-S 和 IPTV 产量持续下降，分别年均复合减少 19.59%、54.02% 和 41.96%，主要系传统数字电视使用量减少所致；PON、X-DSL 和 ONT 产量持续增长，分别年均复合增长 279.57%、115.73% 和 62.96%，主要系数据通信终端产品订单增加所致；CM 产量波动下降，年均复合减少 43.50%。

综上，产能利用率方面，2019—2021 年，公司各类产品产能利用率波动较大，以 2021 年来看，公司 DVB-C/T、PON 和 ONT 终端产能利用率较高，其他产品产能利用率较低。近三年，IPTV 产能利用率的波动主要是公司中标中国移动和中国电信终端项目后，由于原材料的快速上涨和受国际形势及新冠疫情影响，只能协调选择性供货，导致通信市场参与度随之波动，故产能利用率也同步波动。CM 产能利用率 2021 年下降较多，主要是由于受国际形势及新冠疫情影响，芯片等关键物料齐套较难所致；ABS-S 产品主要是直播卫星产品，随着村村通和户户通项目的收尾，卫星直播产品项目的集采也随之减少，转为以零售市场为主，但板块直播卫星的产品是以参与集采为主，零售市场仅为少量参与，故导致 ABS-S 产品的产能利用率下降。

表 7 2019 - 2021 年公司智能终端部分产品产能、产量和产能利用率情况

主要产品	项目	单位	2019 年	2020 年	2021 年
DVB-C/T	产能	万台	200.00	200.00	200.00
	产量	万台	177.66	162.72	114.86
	产能利用率	%	88.83	81.36	57.43
ABS-S	产能	万台	50.00	40.00	20.00
	产量	万台	17.45	14.06	3.69
	产能利用率	%	34.90	35.15	18.45
PON	产能	万台	15.00	15.00	30.00
	产量	万台	1.57	10.30	22.62
	产能利用率	%	10.47	68.67	75.40
CM	产能	万台	80.00	80.00	50.00
	产量	万台	48.87	52.40	15.60
	产能利用率	%	61.09	65.50	31.20
X-DSL	产能	万台	100.00	100.00	200.00
	产量	万台	9.80	28.84	45.61
	产能利用率	%	9.80	28.84	22.80
IPTV	产能	万台	150.00	150.00	50.00
	产量	万台	79.17	61.45	26.67
	产能利用率	%	52.78	40.97	53.34
ONT	产能	万台	500.00	1000.00	1080.00
	产量	万台	396.44	822.91	1052.84
	产能利用率	%	79.29	82.29	97.48

资料来源：公司提供

产品销售

从销量来看，2019—2021年，公司DVB-C/T和IPTV销量持续下降，分别年均复合减少17.86%和43.73%，主要系广电行业用户流失严重，需求减少，且公司因2018年下半年原材料价格上涨，出于市场策略未承接IPTV订单，2019年起逐渐退出市场所致；ABS-S和CM销量波动减少，年均复合减少37.70%和43.69%，主要系网络整合市场需求减少及作为机顶盒配套产品相应减少所致；PON、X-DSL和ONT销量持续增长，分别年均复合增长225.12%、65.85%和60.61%，主要系部分机会性订单增加，及5G网络升级带来的配套网络终端消费需求增加所致。

从销售均价来看，2019—2021年，公司

DVB-C/T销售均价持续下降，年均复合下降9.45%，主要系由于产品形态变化不大，电子器件成本下降，且融合类需求减少所致；ABS-S销售均价波动增长，年均复合增长9.87%；PON销售均价持续下降，年均复合下降36.45%，主要系广电定制化产品结构不同所致；CM和X-DSL销售均价持续下降，分别年均复合下降11.78%和17.03%，主要系市场竞争激烈，销售价格下降所致；IPTV销售均价波动增长，年均复合增长4.77%；ONT销售均价持续增长，年均复合增长21.42%，主要系原材料价格上涨及产品技术的迭代更新导致成本逐步增高，销售均价随之上涨所致。

表 8 2019 - 2021 年公司智能终端部分产品销售情况

产品	项目	单位	2019 年	2020 年	2021 年
DVB-C/T	平均售价	元（不含税）	200	176	164
	销量	万台	181.57	162.40	122.50
	产销率	%	102.20	99.80	106.65
ABS-S	平均售价	元（不含税）	187	238	225.72

	销量	万台	9.56	9.78	3.71
	产销率	%	54.79	69.56	100.54
PON	平均售价	元（不含税）	250	214.43	100.98
	销量	万台	1.21	2.30	12.79
	产销率	%	77.07	22.33	56.54
CM	平均售价	元（不含税）	183	143	142.42
	销量	万台	47.03	54.2	14.91
	产销率	%	96.23	103.44	95.58
X-DSL	平均售价	元（不含税）	150	150	103.26
	销量	万台	15.28	23.80	42.03
	产销率	%	155.92	82.52	92.15
IPTV	平均售价	元（不含税）	147	138	161.35
	销量	万台	78.96	60.16	25.00
	产销率	%	99.73	97.90	93.74
ONT	平均售价	元（不含税）	46.86	52.07	69.09
	销量	万台	404.75	816.20	1044.10
	产销率	%	102.10	99.18	99.17

资料来源：公司提供

销售模式方面，公司在国内市场主要采取直销为主，经销为辅的方式，直销产品一般通过招标和客户建立供货关系；国际市场主要采用OEM、ODM的销售方式，同时逐步开展自有品牌的推广，重点专注于全球的零售市场和终端市场。

近年来，公司在研发和生产机顶盒的同时，通过融合高清、家庭网络、多媒体、增值服务等多门类的系列化三网融合终端产品和系统软硬件方案，增强与下游主要有线电视运营商合作的稳定性。从下游客户类型看，国内市场主要为广电运营商及通信运营商。各地广电运营商一般以招标形式选取有线数字机顶盒供应商，并按照“一户一台”的标准向最终用户赠送机顶盒，再通过每月收取的收视费回收投资、赚取利润，因而机顶盒等终端设备供应商通常需要向广电运营商提供比较宽松的信用政策，采用赊销结算方式且应收账款信用期较长。公司对国内广电运营商的信用期一般为一年左右。

近年来，随着全国光纤宽带部署规模不断扩大，移动网络服务质量显著提升。互联网宽带接入端口“光进铜退”趋势显著。2021年，公司加大与华为等通信设备企业业务合作，数据通信终端产品订单有所增加。

从国际市场看，公司下游客户主要是大型

家电零售终端采购商和海外运营商，主要结算模式是信用证、电汇和赊销结算。电汇结算主要是根据订单预收20~30%的订金后组织生产，生产完毕并收到余款后发货；对于信用状况较好的大客户，公司在生产完毕后通过运输公司将货物运输到客户指定目的地，收到余款后再通知货运公司将产品交付给客户；采用赊销结算时将最大欠款额严格控制在中国出口信用保险公司核定的保险额度内，其信用期一般是3~6个月。

从客户集中度看，2021年，公司智能终端业务中，下游前5大客户占比为67.91%，其中华为技术有限公司系第一大客户，占公司智能终端业务销售收入的49.79%，客户集中度高。

（2）海外及平台业务

公司海外及平台业务主要通过深圳九洲投资发展有限公司（以下简称“深圳九洲发展”）及其下属子公司开展，主要从事自主研发集成、生产加工、供应链金融、代理进出口等业务。

供应链整体服务业务主要由下属子公司九洲集团（香港）控股有限公司（以下简称“九洲香港”）参与运营，九洲香港注册地在中国香港，一方面主要帮助关联公司对接海外客户、收付外汇，扩大国际业务；另一方面为大湾区中小企业提供对外出口业务服务，包括对接海外客户、

收付汇、报关等；同时，支持国内企业境外采购业务，为其提供进口付汇、进口报关、仓库保管等服务。九洲香港的主要产品包括平板电脑、笔记本电脑、平板电脑显示屏模组、新材料等。

自主研发集成业务主要由下属子公司久和新科技（深圳）有限公司、深圳市福瑞祥电器有限公司、四川九洲创新科技有限公司和深圳市九洲光电科技有限公司参与运营，主要从事包括墨水屏电子书、电器电源、太阳能、LED 显示屏等产品的研发、生产和销售。公司具有包括硬件设计、结构设计、ID 设计、软件研发、包装设计等能力；具备墨水屏类产品完整的生产工艺技术手段，具有组件加工、组装、胶装、封装、测试等技术手段和条件，拥有专用加压保压专用工艺设备、多台套精密测试仪器等先进的生产、检测设备，具有电器电源插件及组件产品完整的生产工艺技术手段，具有组件加工、组装、焊接、胶装、封装、测试、镭雕等技术手段和条件，能满足电器电源插件及组件品种、多批次和产品的生产，拥有美国 Agilent 矢量网络分析仪、精密测试仪器等国外先进的生产、检测设备。

生产加工业务主要由深圳市福瑞祥电器有限公司开展，可加工生产机顶盒、手机、电子书、机器人在内的各种电子类产品，获得了 IATF16949 认证、国产自主信创产品 GJB 认证，拥有在线自动光学检测、在线锡膏印刷质量检测仪、网络测试分析仪、自动光学检测仪 AO、RoHS 检测仪 EDX3000D 等测量检测仪器设备。

代理进出口业务主要由四川九洲创新科技有限公司负责承接各种进出口相关的业务，代理出口的产品主要包括手机、平板电脑、手机配件等电子产品。公司海外及平台业务采购产品主要包括电脑显示卡、笔记本电脑及零部件等。结算模式主要为现汇和账期；销售产品主要为电脑主板、显卡开发、代加工、矿机等。销售结算模式主要为账期结算，账期一般为 60-90 天。

2019—2021 年，公司海外及平台业务分别实现营业收入 18.80 亿元、13.11 亿元和 13.04 亿元。

4. 导航板块

2019—2021 年，公司导航板块收入持续增长，现阶段以能源销售为主，利润贡献小；未来逐步布局与拓展智慧物流等业务，导航业务收入结构有望优化。

公司导航业务主要定位于北斗终端设备研制、系统开发和集成、运营服务，主要是通过北斗导航系统开展的一系列产品生产和服务提供业务，收入实现方式与具体应用场景密切相关。导航板块主要分为能源销售业务和智慧物流业务。

（1）能源销售

能源销售业务是本板块收入的主要来源，实施主体为子公司四川中油九洲北斗科技能源有限公司（以下简称“中油北斗”）。中油北斗在全国开展能源销售服务，自主研发了“中油北斗智慧物流业务平台——油商平台”，客户通过油商平台可以在线上完成油品充值交易、消费、申请开票等全业务流程，并通过入驻商家来为客户提供金融、保险、ETC、广告、电商等增值服务。上游结算方面，公司一部分通过银行转账预付给中石油，一部分通过账期与中石油结算，以进行油卡充值上账，中石油每月根据消费数据与公司结算返利；下游结算方面，公司对客户发放油卡，客户通过银行转账进行油卡预充值，公司根据客户每月消费数据，给予客户消费返利。

2019—2021 年，公司导航 BG 分别实现收入 83.12 亿元、104.40 亿元和 115.18 亿元，其中，能源销售收入占比分别为 94.39%、94.54% 和 95.08%，因而目前导航业务毛利率处于较低水平，利润贡献小。

表 9 公司导航 BG 的收入结构

细分板块	2019 年	2020 年	2021 年
能源销售（亿元）	78.46	98.70	109.51
导航业务（亿元）	2.44	2.49	3.10
智慧物流（亿元）	2.22	3.21	2.58
合计	83.12	104.40	115.18

资料来源：公司提供

2019—2021 年，中油北斗油品分销的客户预充值款分别为 76.37 亿元、83.76 亿元和 90.66 亿元。

元。

（2）导航业务

军品市场方面，公司自成立以来注重导航基础技术研究，经过多年发展，目前已具备北斗卫星导航整机配套、系统集成、融合应用全过程解决能力，掌握高动态/高灵敏度接收、抗干扰、高精度差分、短报文、精密授时等导航领域关键技术，形成了多类模块、天线、整机及应用系统等成熟产品，可满足不同武器装备平台使用要求。在“北斗+”融合产业中已形成的“装备制造、系统建设、运营服务”产业链互动布局。民用拓展方面，公司已独立掌握了从定位导航、授时到短报文通信的卫星导航主要关键技术，大部分产品为自研，技术状态自主可控，受外部厂商制约相对较少。

民品市场方面，公司以“北斗+人防应急”“北斗+智能车联”“北斗+安全监测与应急”和“北斗+智慧旅游”为核心理念，融入北斗定位导航、云计算、大数据、三维GIS、高分遥感等技术，能够实现面向复杂环境的空天地一体化空间信息服务、基于多元大数据融合的健康安全监测与协同预警、车辆高精度组合定位导航与动态编组调度等多种功能，研发了具有自主知识产权的北斗动态指挥信息系统云平台、北斗公务用车管理平台、北斗城市安全应急管理平台、北斗智游星系统、三维GIS旅游管理系统、车联网终端、监测类终端等产品。

在采购端，公司导航业务本质为生产导航定位授时类通信终端、监测预警终端、车载终端等，采购产品主要包括主板、芯片、天线阵元、滤波器、授时模块、板卡和车载元器件等；采购模式主要是“竞争性谈判”，结算模式主要为长期供应商按月滚动付款、短期供应商按合同执行，信用期一般按照一年执行。

在销售端，公司导航业务为销售导航定位授时类通信终端、监测预警终端、车载终端和运营服务等，产品主要是导航定位授时类通信终端、监测预警终端、车载终端。销售模式主要是“投标竞价”，结算模式主要为按合同执行结算，账龄一年。

（3）智慧物流

公司拥有四川省首个北斗国家地方联合工程实验室，及立足四川面向西南地区的高分辨率遥感数据处理平台和空间信息共享服务平台。现有卫星导航接收机板卡、整机及设备、天线、软件和应用系统等五大类40余种成熟产品，可实现北斗产品在智能交通、智慧旅游、民生关爱、公共安全、农林业、应急通信、测绘地理等领域的推广应用。2021年，中油北斗实现智慧物流业务收入为2.58亿元，较上年下降19.63%。

公司智慧物流业务的运营平台为“中油北斗智慧物流业务平台——驿运平台”。智慧物流业务收入主要来源于物流运费差价，即货主委托的物流业务费用和公司支付给货运司机的运费之间的差额，地方政府对智慧物流服务业务大力支持，给予长期的税收奖补政策。

结算方面，公司从货主方签订运输合同，对公收取运费；对实际承运人结算方面，公司与实际承运方签订运输合同，按运单单笔结算，其中，油费以油卡充值的方式支付给实际承运人，除油品成本以外的运输费用通过转账的方式支付。智慧物流业务的客户主要为物流商贸企业。

未来随着业务在不同领域的逐步推广落地，公司导航业务收入构成有望得以优化。

5. 其他业务板块

公司软智业务、线缆板块业务均处于充分竞争行业，利润贡献较小，对公司经营业绩影响不大；近年来房地产业务为公司利润形成了一定补充，现有项目开发、销售的完成，将为公司带来一定规模的现金流入。

公司其他业务板块包括软智业务、线缆、房产开发等。

（1）软智业务

公司软件与电子商务业务主要运营主体为子公司四川科瑞软件有限责任公司（以下简称“科瑞公司”）和成都九洲电子信息股份有限公司（以下简称“九洲信息”）等。

科瑞公司的业务分为软件开发及技术服务、系统集成项目及产品销售三类。软件开发及技

术服务方面，科瑞公司大数据平台能够针对主流电商、私募、政务、软件测评等细分领域提供定制开发、运维服务及解决方案；系统集成主要是在ToG的信息系统和数字化建设业务，向用户提供IaaS基础设施所需的软、硬件及集成项目交付；产品销售方面，包括ToB的O2O区域业务、ToC的电子商务网络业务等线上线下业务。

2021年，科瑞公司营业收入合计43.14亿元，主要来自产品销售（占91.24%），毛利率很低。

表 10 2021 年科瑞公司收入构成及毛利率情况
(单位: 亿元、%)

业务	收入	占比	毛利率
软件开发及技术服务	2.35	5.45	58.90
系统集成项目	1.43	3.32	1.41
产品销售	39.36	91.23	3.30
合计	43.14	100.00	6.27

资料来源：公司提供

科瑞公司主要客户包括国内公安体系、金融机构、地方政府及职能部门、电商平台等。销售方面，2019—2021年，科瑞公司对前5大客户销售金额占比分别为34.26%、8.59%和7.67%，集中度大幅下降。

九洲信息主要业务为物联网业务（包括军事物流信息化、智能溯源和智能安防等），拥有基于射频识别（RFID）传感等物联网核心技术，以军方客户市场为主；2017年起，九洲信息的军品业务受到军队体制改革、商务部试点智能溯源政策等影响，处于转型阶段。现阶段公司以校园食堂管理信息化建设为切入点，为客户提供一体化供应商管理平台及溯源体系，以建立食品安全保障体系。

（2）线缆

公司光电线缆业务主要由子公司四川九洲线缆有限责任公司（以下简称“线缆公司”）负责运营，业务主要包括光电线缆生产销售和有色金属贸易。其中，光电线缆生产销售业务产品主要包含航天航空线缆、裸电线与电力电缆、光缆与通信电缆、装备用电线电缆、特种缆与光电缆组件五大类。公司有色金属贸易品种主要包括铜杆、电解铝、铝锭和铝杆等。2021年，线缆

公司实现收入48.53亿元，因有色金属贸易收入占比较高，线缆公司综合毛利率仅为2.73%。

表 11 2019 - 2021 年线缆公司主要产品收入情况
(单位: 亿元、%)

产品	2019年		2020年		2021年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
航空航天高温特种线缆	0.05	39.00	0.04	35.00	0.09	38.00
钢芯铝绞线	0.53	8.40	3.11	12.00	0.80	12.00
电力电缆	1.45	13.00	1.88	16.00	3.93	16.00
光电缆组件	0.26	22.00	0.56	22.00	0.35	27.00
光缆	0.11	9.00	0.13	15.00	0.07	15.00
其他	1.19	9.00	2.21	10.00	3.43	10.00
电子线材	2.16	6.30	4.27	3.35	3.18	2.13
有色金属	35.25	0.00	29.37	0.19	36.68	0.14
合计	41.01	1.37	41.58	3.01	48.53	2.73

注：与线缆板块收入差异原因系合并报表内部关联交易抵消所致

资料来源：公司提供

采购方面，公司线缆业务主要采购原材料为铜杆、铝杆、钢丝、钢绞线和塑料化工。公司每年进行合格供应商名录评审，所有采购必须为名录内厂家，供应商主要为四川、重庆和甘肃的大型厂家。2019—2021年，公司对线缆业务前五大供应商采购额占线缆业务采购金额的比重分别为28.12%、34.68%和25.77%，波动下降。产品市场化程度较高，单一供应商依赖风险较小。公司与供应商的结算方式主要为现汇、款到发货及滚动付款等。

销售模式方面，公司按照“点·线·面”管理理念，构建了以军工、通信、电力、装备、组件、国际六大行业客户为支撑的专业营销模式。公司与下游客户的结算方式主要有现款现货、电汇、银行承兑汇票等。2021年，公司向光电线缆下游前五大客户合计销售1.76亿元，占总销额的3.63%，销售集中度很低。

（3）房产开发业务

公司房地产开发业务主要由子公司九洲千城置业有限责任公司（以下简称“九洲千城”）及绵阳市畅泰实业有限公司（以下简称“畅泰实业”）经营。公司房地产开发业务主要以“自主拿地-开发建设-销售”的模式为主，辅以商业运营、物业管理、康养产业等业务模式，同时介入

“对外合作开发”和“管理服务输出”等业务模式综合运营。

表 12 2019—2021 年，公司房产开发业务进行中的自主开发项目总体情况

	2019年	2020年	2021年
新开工面积（万平方米）	19.50	42.80	30.00
竣工面积（万	29.70	0.00	29.00

平方米)			
销售面积(万平方米)	24.20	22.40	29.00

注：自主开发项目情况包含九洲千城与畅泰实业
资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司土地储备196.62亩。目前在售项目中的待售面积未来预计回收资金52.23亿元；开发中项目尚需投资31.11亿元。

表 13 截至 2021 年末公司投资、在建及在售项目情况

项目名称	类型	总建筑面积（万平方米）	总投资额（亿元）	已投资额（亿元）	尚需投资额（亿元）	待售面积（万平方米）	预计回款金额（亿元）	项目权益占比（%）
跃进路 16 号	商住	2.99	2.26	0.98	1.28	2.99	4.76	100.00
三江屿	商住	34.33	23.31	12.03	11.28	25.15	17.54	100.00
观海云岭	商住	20.06	12.77	5.53	7.24	12.46	11.33	100.00
九洲·北郡	商住	11.10	6.16	5.42	0.74	1.31	0.71	100.00
云栖湖	商住	13.76	12.50	8.34	4.16	0.17	8.57	100.00
柏悦湾	商住	29.90	12.29	7.21	5.08	4.62	5.69	100.00
九洲·又一城三期	商业	3.68	2.22	0.89	1.33	7.53	4.63	100.00
合计		115.82	71.51	40.40	31.11	54.71	52.23	--

注：7个在建项目预计总回款货值为136.08亿元，其中已预售金额82.84亿元，预计回收金额为剩余待售面积回款
资料来源：公司提供

6. 经营效率

2019—2021年，公司主要经营效率指标变化不大有所下降，整体处于一般水平。

从经营效率指标看，2019—2021年，公司销售债权周转次数分别为5.62次、5.95次和5.69次，波动上升。存货周转次数分别为3.51次、3.82次和3.62次，波动上升。总资产周转次数分别为1.19次、1.20次和1.03次，波动下降。

7. 未来发展

公司经营方针稳健可行，有利于未来公司的持续健康发展。

未来公司将实施全面创新、融合发展及数字化转型战略，以效益优先，实现规模效益同步增长。

军工业务方面，公司将依托军工业务一体化协同发展，聚焦军事装备和军事信息化两大业务方向，以识别和空管“双核”为引领，以创新和数据“双轮”为驱动，强化智能军事电子装备、军事信息化优势，构架布局监视防撞体系、一体化识别体系，拓展低空目标探测设备及区

域防御综合解决方案，拓展通信微波产品应用等。

多媒体业务方面，公司计划以通信与电子、照明与显示、智慧音视频三大业务为核心，扩大光通信器件及模块代工规模，研发通信终端设备及行业应用解决方案，推动音频、视频、照明等产品联动的一体化销售。

导航业务板块，公司计划以北斗高精度时空信息为核心技术基础，围绕北斗应用、智慧物流和智慧城市三大业务，研发北斗应用整体解决方案，提供更广泛的智慧物流平台服务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019模拟财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，出具了有保留意见的审计结论，保留意见的基础系公司所涉军品事项的涉密资料未能提供所致；公司提供了2020—2021年度财务报告，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公

司2022年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2020年，公司合并范围内一级子公司新增3家，减少1家；2021年，公司合并范围内子公司新增3家。截至2021年末，公司合并范围内直接投资子公司29家。整体看，公司合并范围变化对财务数据可比性产生一定影响。

截至2021年末，公司合并资产总额405.73亿元，所有者权益127.22亿元（含少数股东权益52.80亿元）；2021年，公司实现营业总收入351.16亿元，利润总额6.03亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额429.03亿元，所有者权益128.61亿元（含少数股东权益53.23亿元）；2022年1—3月，公司实现营

业总收入95.17亿元，利润总额1.18亿元。

2. 资产质量

2019—2021年末，公司资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主，流动资产中应收账款与存货对营运资本形成一定占用；非流动资产以固定资产为主。公司资产流动性一般，整体资产质量尚可。

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长30.22%。截至2021年末，公司合并资产总额较上年末大幅增长，流动资产与非流动资产均大幅增长。公司资产以流动资产为主，非流动资产较上年末占比上升较快。

表 14 2019—2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末			2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	较上年末增长率	金额	占比
流动资产	179.10	74.85	204.78	73.88	277.85	68.48	35.68	298.54	69.58
货币资金	27.70	11.58	46.64	16.83	53.05	13.08	13.74	60.61	14.13
应收账款	36.30	15.17	43.70	15.77	57.86	14.26	32.41	69.16	16.12
预付款项	14.43	6.03	11.97	4.32	35.51	8.75	196.58	13.27	3.09
存货	73.89	30.88	73.41	26.49	100.65	24.81	37.12	119.38	27.83
非流动资产	60.18	25.15	72.38	26.12	127.88	31.52	76.68	130.49	30.42
投资性房地产	12.97	5.42	20.15	7.27	22.60	5.57	12.15	22.88	5.33
固定资产	27.97	11.69	29.62	10.69	50.94	12.56	72.00	51.13	11.92
商誉	0.64	0.27	0.64	0.23	20.80	5.13	3137.37	20.80	4.85
资产总额	239.28	100.00	277.16	100.00	405.73	100.00	46.39	429.03	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长24.55%。截至2021年末，流动资产较上年末大幅增长，主要系预付款项与存货增加所致。

2019—2021年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长38.39%。截至2021年末，公司货币资金较上年末有所增长，主要系公司为收购依顿电子及安和精密筹措资金，以及公司为后续投资安排进行现金储备所致。货币资金中有8.25亿元受限资金，受限比例为15.56%，主要为保证金、银行监管户资金及帮扶基金等。

2019—2021年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长26.25%。截至2021年末，公司应收

账款账面价值较上年末大幅增长，主要系营业总收入增长，客户按照账期回款所致。应收账款账龄以1年以内（占79.73%）为主，累计计提坏账准备6.67亿元，计提比例为10.33%；应收账款前五大欠款方合计欠款金额为5.79亿元，占比为8.97%，集中度较低。

2019—2021年末，公司预付款项波动增长，年均复合增长56.86%。截至2021年末，公司预付款项较上年末大幅增长，主要系子公司九洲千城预付土地使用权款项以及军工板块为备货而增加预付货款所致。

2019—2021年末，公司存货波动增长，年均复合增长16.72%。截至2021年末，公司存货较上年末大幅增长，主要系军工板块备货增加，“三

江屿”“西昌观海云岭”等房地产项目开发，以及增加房地产板块土地储备增加所致。存货主要由开发成本（占31.12%）、在产品（占20.05%）、原材料（占16.76%）、发出商品（占11.03%）、库存商品（占9.99%）和开发产品（占6.89%）构成，累计计提跌价准备2.76亿元，计提比例为2.69%。

（2）非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长45.77%。截至2021年末，公司非流动资产较上年末大幅增长，主要系固定资产与商誉增加所致。

2019—2021年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长31.98%。截至2021年末，公司投资性房地产较上年末有所增长，主要原因一是公司调整管理方式，将位于四川省绵阳市对外出租的门面按投资性房地产进行管理和核算；二是九洲信息将位于四川省成都市的对外出租房屋调整为投资性房地产进行管理和核算；三是公司公允价值变动等影响导致投资性房地产增加。

2019—2021年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长34.95%。截至2021年末，公司固定资产较上年末大幅增长，主要系合并范围变化（特别是依顿电子纳入合并报表）所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占58.08%）和机器设备（占38.71%）构成，累计计提折旧35.41亿元；固定资产成新率58.96%，成新率一般。

2019—2021年末，公司商誉年均复合增长469.37%。截至2021年末，公司商誉较上年末大幅增长，主要系溢价收购依顿电子所致。

截至2021年末，公司资产受限情况如下表所示，公司受限资产占净资产的21.78%，资产受限规模较大。

表 15 截至 2021 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例 (%)	受限原因
货币资金	8.25	2.03	保证金、银行监管户资金、帮扶基金等
应收票据	2.22	0.55	票据质押
应收款项融资	0.59	0.15	票据质押
投资性房地产	15.04	3.71	贷款担保
固定资产	1.29	0.32	贷款担保、冻结等
无形资产	0.32	0.08	贷款担保
合 计	27.71	6.83	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月末，公司合并资产总额与资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2019—2021 年末，公司所有者权益逐年增长。公司所有者权益中少数股东权益占比高，所有者权益稳定性较弱。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 25.52%。截至 2021 年末，公司所有者权益较上年末大幅增长 52.55%，主要系公司发行永续债，以及合并依顿电子等公司后少数股东权益大幅增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 58.50%，少数股东权益占比为 41.50%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 36.28%、26.05%和 19.80%。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益规模及结构较上年末均变化不大。

（2）负债

2019—2021 年末，公司负债和债务规模持续增长，非流动负债和长期债务增速较高；公司债务结构以长期债务为主，债务负担重。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 32.54%。截至 2021 年末，公司负债总额较上年末大幅增长，主要系非流动负债增长所致。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

表 16 2019—2021 年及 2022 年 3 月末公司负债主要构成（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末			2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	较上年末增长率	金额	占比
流动负债	114.12	71.98	133.46	68.88	162.23	58.25	21.56	163.10	54.29
短期借款	33.83	21.34	20.30	10.48	23.80	8.54	17.19	26.97	8.98
应付票据	7.85	4.95	11.90	6.14	16.69	5.99	40.25	16.15	5.37
应付账款	22.44	14.16	27.02	13.94	45.33	16.27	67.78	50.30	16.74
合同负债	--	--	23.39	12.07	40.46	14.53	73.02	36.11	12.02
非流动负债	44.42	28.02	60.30	31.12	116.28	41.75	92.82	137.32	45.71
长期借款	26.95	17.00	46.53	24.02	100.63	36.13	116.24	121.97	40.60
负债总额	158.54	100.00	193.76	100.00	278.51	100.00	43.74	300.42	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 19.23%。截至 2021 年末，公司流动负债较上年末增长 21.56%，主要系应付账款与合同负债增加所致。

2019—2021 年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降 16.13%。截至 2020 年末，公司短期借款较上年末大幅下降，主要系公司调整债务结构，减少短期借款所致。截至 2021 年末，公司短期借款较上年末有所增长；公司短期借款以保证借款（占 59.30%）和信用借款（占 30.80%）为主。

2019—2021 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 45.83%。截至 2021 年末，公司应付票据较上年末大幅增长，主要系经营规模扩大所致。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 42.11%。截至 2021 年末，公司应付账款较上年末大幅增长，主要系经营规模扩大，原材料采购需求增加所致。应付账款账龄以 1 年以内（占 90.86%）为主。

2020 年起，公司执行新收入准则，将与销售商品相关的预收款项重分类至合同负债科目。截至 2021 年末，公司合同负债较上年末大幅增长，主要系销售规模扩大所致。

2019—2021 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 61.80%。截至 2021 年末，公司非流动负债较上年末大幅增长，主要系长期借款增长所致。

2019—2021 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 93.25%。截至 2021 年末，公司长期

借款较上年末大幅增长，主要系新增长期借款用于日常经营周转、购买房地产土地储备以及投资并购所致；长期借款主要由信用借款（占 95.72%）构成。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 7.87%。公司负债结构较上年末变化不大。

2019—2021 年末，公司全部债务持续快速增长。截至 2021 年末，公司全部债务 150.86 亿元，较上年末增长 66.87%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 33.17%，长期债务占 66.83%，以长期债务为主，其中，短期债务 50.04 亿元，较上年末增长 14.05%；长期债务 100.82 亿元，较上年末增长 116.66%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至 2021 年末，公司资产负债率为 68.64%，较上年末下降 1.27 个百分点，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.25% 和 44.21%，较上年末分别上升 2.23 个百分点和 8.40 个百分点。

公司于 2021 年 8 月 9 日与中海信托股份有限公司签署永续债权投资合同，中海信托股份有限公司以“中海汇誉 2021-95 九洲集团永续债权投资集合资金信托计划”的信托资金向公司（本部）提供永续债权投资，投资本金为 8.00 亿元，8 月 13 日起计息，期限不超过 2.5 年，担保方式为信用，利率为 5.20%。如将永续债调入长期债务，截至 2021 年末，公司全部债务增至 158.86 亿元。债务结构方面，短期债务 50.04 亿元（占 31.50%），长期债务 108.82 亿元（占 68.50%）。从债务指标看，截至 2021 年末，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 70.62%、

57.13%和47.72%，较调整前分别上升1.97个百分点、2.88个百分点和3.51个百分点。

截至2022年3月末，公司全部债务174.23亿元，较上年末增长15.49%。债务结构仍以长期债务为主。其中，长期债务122.07亿元，较上年末增长21.08%，主要系日常营运资金需求增加所致。从债务指标来看，截至2022年3月末，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70.02%、57.53%和48.70%，较上年末分别提高1.38个百分点、3.28个百分点和4.48个百分点。

4. 盈利能力

2019—2021年，公司营业总收入和利润总额持续增长，表现出较明显的低毛利、高周转特点；公司期间费用控制能力有待提高，政府补助等非经营性损益对利润影响较大，整体盈利能力一般。

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长12.68%。2019—2021年，公司营业成本持续增长，年均复合增长12.98%。2019—2021年，公司营业利润率基本稳定。

从期间费用看，2019—2021年，公司费用总额持续增长，年均复合增长12.80%。2021年，公司费用总额为29.69亿元，同比增长21.21%，主要系销售费用和研发费用增加所致。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18.69%、33.43%、37.72%和10.16%，以管理费用和研发费用为主。其中，销售费用为5.55亿元，同比增长26.92%，主要系职工薪酬增加所致；管理费用为9.92亿元，同比增长2.74%，变化不大；研发费用为11.20亿元，同比增长32.72%，主要系研发投入增加所致；财务费用为3.02亿元，同比增长49.06%，主要系债务增加，利息费用增加所致。2019—2021年，公司期间费用率有所波动。

非经常性损益方面，其他收益及公允价值变动收益对公司营业利润影响较大。2019—2021年，公司其他收益持续下降，年均复合下降14.62%，分别占营业利润的66.22%、52.93%和40.07%。公允价值变动收益波动上升，年均复合增长

53.40%，分别占营业利润的12.75%、30.67%和24.90%。

表 17 公司盈利指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	276.58	310.85	351.16
利润总额（亿元）	5.00	5.14	6.03
营业利润率（%）	9.67	8.32	9.22
期间费用率（%）	8.44	7.88	8.46
总资本收益率（%）	3.97	3.85	3.06
净资产收益率（%）	4.58	4.93	3.59

注：期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入*100%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资本收益率持续下降；净资产收益率波动下降。

2022年1—3月，公司实现营业总收入95.17亿元；营业利润率为9.35%。

5. 现金流

2019—2021 年，因公司进行经营备货及土地储备，经营活动现金由净流入转为净流出，公司于 2021 年进行投资收购，投资活动现金支出较大，公司对外融资依赖度高。

表 18 公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	297.73	334.18	379.92	90.68
经营活动现金流出小计	285.50	324.95	392.05	96.33
经营现金流量净额	12.23	9.24	-12.12	-5.65
投资活动现金流入小计	17.25	15.60	184.74	17.03
投资活动现金流出小计	21.41	23.14	216.87	30.70
投资活动现金流量净额	-4.16	-7.54	-32.13	-13.67
筹资活动前现金流量净额	8.07	1.70	-44.25	-19.32
筹资活动现金流入小计	82.70	91.06	130.32	35.70
筹资活动现金流出小计	85.87	76.49	83.92	12.17
筹资活动现金流量净额	-3.17	14.56	46.40	23.53
现金收入比（%）	98.72	99.44	101.74	91.20

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营现金流入持续增长，年均复合增长 12.96%；经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 17.18%，主要系公司储备经营所需的芯片及房地产开发用地等支付大量现金所致。2019—2021 年，公司经营现金净额由净流入转

为净流出。2019—2021 年，公司现金收入比分别为 98.72%、99.44%和 101.74%，持续上升。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 227.25%；投资活动现金流出量持续增长，年均复合增长 218.29%。2019—2021 年，公司投资活动现金净流出额持续增长，年均复合增长 178.01%，主要系公司 2021 年收购安和精密、依顿电子等投资活动支出较大所致。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 8.07 亿元、1.70 亿元和-44.25 亿元。2021 年，公司经营与投资资金支出规模较大，具有对外融资需求。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入量持续增长，年均复合增长 25.54%；筹资活动现金流出量波动下降，年均复合下降 1.14%。2019—2021 年，公司筹资活动现金净额由净流出转为净流入。

2022 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-5.65 亿元、-13.67 亿元和 23.53 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标有所弱化，公司或有负债风险小，剩余授信额度较大，融资渠道畅通。

表 19 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	156.93	153.44	171.26
	速动比率（%）	92.19	98.43	109.22
	经营现金/流动负债（%）	10.71	6.92	-7.47
	经营现金/短期债务（倍）	0.29	0.21	-0.24
	现金类资产/短期债务（倍）	0.86	1.31	1.28
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	10.38	11.03	13.68
	全部债务/EBITDA（倍）	6.64	8.20	11.03
	经营现金/全部债务（倍）	0.18	0.10	-0.08
	EBITDA/利息支出（倍）	4.62	4.28	3.47
	经营现金/利息支出（倍）	5.44	3.58	-3.07

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2019—2021年，公司流动比率波动增长。同期，公司速动比率持续增长。公司流动资产对流动负债的保障程度较好。2019—2021年，公司现金短期债务比波动增长。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司 EBITDA 持续增长，债务增速高于盈利增速。具体来看，2019—2021年，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，全部债务/EBITDA 持续增长。公司长期偿债指标有所弱化。

2019—2021年，公司经营活动现金波动较大。2021年，公司经营活动现金呈净流出，无法对长短期债务形成覆盖。

对外担保方面，截至2022年3月末，公司无对外担保。

截至2022年3月末，公司存在1起重大诉讼事项。2011年1月，苏州嘉岳九鼎投资中心（有限合伙）（以下简称“嘉岳九鼎”）和苏州金泽投资中心（有限合伙）²（以下简称“金泽九鼎”）分别与四川九洲光电科技股份有限公司（以下简称“九洲光电”）签署《投资协议书》，分别出资认购九洲光电2160万股和400万股新发股份。嘉岳九鼎、金泽九鼎分别与九洲电器签署《关于四川九洲光电科技股份有限公司投资合作之协议》，对规范运作、股权限制、回购等事项进行了约定。2012年4月，嘉岳九鼎、金泽九鼎分别向安震转让股份295万股、55万股，转让完成后嘉岳九鼎、金泽九鼎分别持有的九洲光电股份份额变更为1865万股、345万股。

2021年1月19日，嘉岳九鼎/金泽九鼎向苏州工业园区人民法院提起诉讼，因九洲光电在2015年6月30日之前未完成发行股票和上市，要求九洲电器回购其持有的九洲光电股权，连带支付股份回购款人民币2696.20万元及逾期利息，公司承担连带责任。

2022年3月2日，经调解，由公司、九洲电器于2022年9月1日前支付嘉岳九鼎股份回购款1268.20万元、支付金泽九鼎股份回购款234.60万元，用以回购嘉岳九鼎、金泽九鼎分别持有的九

²金泽九鼎现更名为苏州金泽九鼎投资中心（有限公

伙）。

洲光电全部股份份额。

银行授信方面，截至2022年3月末，公司共计获得银行授信额度340.65亿元，尚未使用的授信额度为191.41亿元。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部作为控股型集团，具体业务由下属子公司经营；资产构成以货币资金、往来款和对子公司的股权投资为主，利润主要体现为投资收益。

截至2021年末，母公司资产占合并口径的42.47%；母公司负债占合并口径的42.37%；母公司所有者权益占合并口径的42.67%；母公司营业总收入占合并口径的0.53%；母公司营业收入占合并口径的0.53%；母公司利润总额占合并口径的3.61%；母公司全部债务占合并口径的64.16%。

截至2021年末，母公司资产总额172.29亿元，较上年末增长47.96%。其中，流动资产49.42亿元（占28.68%），非流动资产122.88亿元（占71.32%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占20.27%）和其他应收款（合计）（占76.91%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占82.20%）和固定资产（占5.91%）构成。截至2021年末，母公司货币资金为10.02亿元。

截至2021年末，公司本部负债总额118.00亿元，较上年末增长67.07%。其中，流动负债30.26亿元（占25.64%），非流动负债87.75亿元（占74.36%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占11.58%）和其他应付款（合计）（占64.39%）构成；非流动负债主要由长期借款（占98.50%）构成。截至2021年末，公司本部资产负债率为69.19%，较上年末提高8.54个百分点。截至2021年末，公司本部全部债务96.79亿元。其中，短期债务占10.70%、长期债务占89.30%。截至2021年末，公司本部短期债务为10.36亿元。截至2021年末，公司本部全部债务资本化比率64.07%。

截至2021年末，公司本部所有者权益为54.29亿元，较上年末增长18.50%。公司本部所

有者权益中，实收资本为27.00亿元（占49.73%），资本公积合计17.33亿元（占31.93%），未分配利润合计-0.55亿元（占-1.00%），盈余公积合计2.50亿元（占4.60%）。

2021年，公司本部营业总收入为1.87亿元，利润总额为0.22亿元。同期，公司本部投资收益为4.27亿元。

现金流方面，2021年，公司本部经营活动现金流净额为-0.45亿元，投资活动现金流净额-82.14亿元，筹资活动现金流净额68.26亿元。

十、外部支持

公司作为国有全资军工生产企业，受政府扶持力度较大。

公司作为绵阳市国资委全资控股的大型军工企业，发展过程中获得了当地政府和国家的大力扶持。2019—2021年，公司持续获得政府补助，计入其他收益中的政府补助分别为3.24亿元、2.75亿元和2.34亿元。

十一、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务水平影响不大；公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券的保障能力较强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行规模为5.00亿元，分别占公司2021年末长期债务和全部债务的4.96%和3.31%，对公司现有债务结构影响不大。以2021年末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由68.64%、54.25%和44.21%上升至69.03%、55.06%和45.41%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为70.97%、57.88%和48.84%。考虑到本期债券部分募集资金用于置换存量债务，公司实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

截至2021年末，公司现金类资产为63.93亿元，为本期债券发行额度(5.00亿元)的12.79倍；2021年公司经营活动产生的现金流入和EBITDA分别为379.92亿元和13.68亿元，为本期债券发行额度(5.00亿元)的75.98倍和2.74倍。2021年，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券覆盖倍数均处于较高水平，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券的保障能力较强。

表 20 本期债券偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务* (亿元)	105.82
经营现金流入/发行后长期债务 (倍)	3.59
经营现金/发行后长期债务 (倍)	-0.11
发行后长期债务/EBITDA (倍)	7.74

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十二、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

```

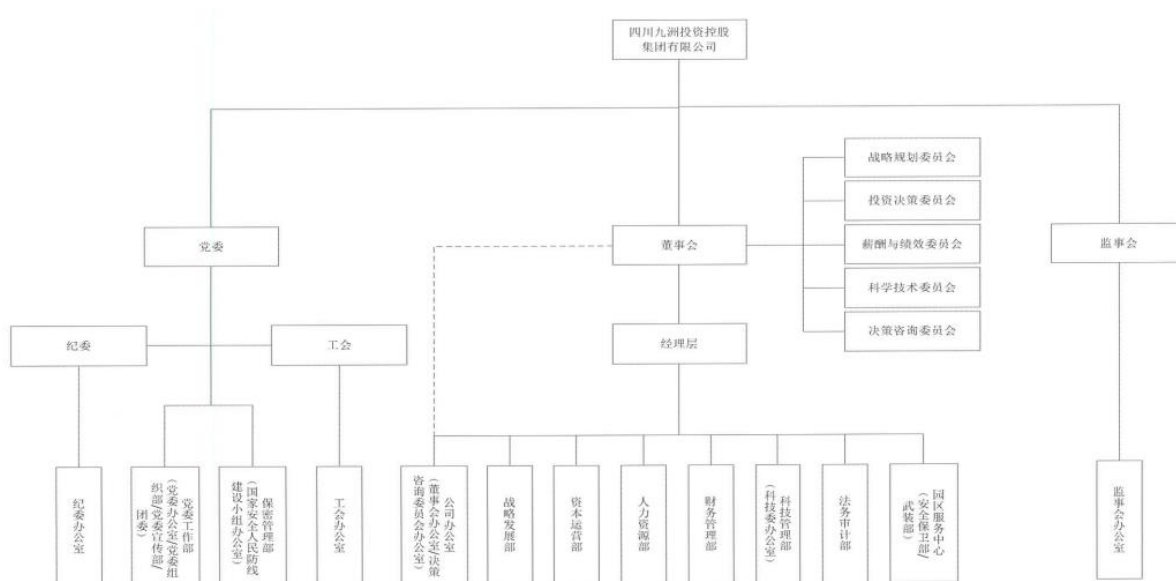
graph TD
    A[绵阳市国有资产监督管理委员会] -- 90% --> D[四川九洲投资控股集团有限公司]
    B[四川省财政厅] -- 10% --> D
  
```

绵阳市国有资产监督管理委员会 90%

四川省财政厅 10%

四川九洲投资控股集团有限公司

附件 1-2 截至 2021 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末公司主要子公司情况

子公司名称	注册地	主营业务	持股比例（%）	
			直接	间接
四川九洲投资控股集团有限公司	绵阳市	投资与资产管理业	--	--
四川九洲电器集团有限责任公司	绵阳市	制造业	100.00	--
四川九洲环保科技有限责任公司	绵阳市	制造业	51.00	--
深圳市九洲光电子有限公司	深圳市	制造业	100.00	--
成都微精电机股份公司	绵阳市	制造业	54.57	20.56
四川九洲防控科技有限责任公司	绵阳市	制造业	63.25	--
四川九洲线缆有限责任公司	绵阳市	制造业	75.68	13.70
四川科瑞软件有限责任公司	绵阳市	制造业	78.78	12.38
绵阳市畅泰实业有限公司	绵阳市	房地产业	100.00	--
九洲千城置业有限责任公司	绵阳市	房地产业	100.00	--
四川九洲数码科技有限公司	绵阳市	制造业	100.00	--
四川九洲保险代理有限公司	绵阳市	金融业	69.08	23.87
四川九洲技师学院	绵阳市	教育业	100.00	--
四川九洲教育投资管理有限公司	绵阳市	教育业	56.00	37.18
四川九洲创业投资有限责任公司	绵阳市	投资	100.00	--
深圳市九洲投资发展有限公司	深圳市	制造业	100.00	--
四川中油九洲北斗科技能源有限公司	绵阳市	批发和零售业	32.00	--
四川九州光电子技术有限公司	绵阳市	制造业	68.87	--
四川九洲卫星导航投资发展有限公司	绵阳市	制造业	44.37	--
绵阳兴绵产业发展基金（有限合伙）	绵阳市	投资	67.59	--
绵阳市智慧城市产业发展有限责任公司	绵阳市	制造业	95.45	--
九洲巴西电子有限责任公司	巴西	其他	99.13	0.87
四川湖山电器股份有限公司	绵阳市	制造业	44.10	13.02
四川九洲电器股份有限公司	绵阳市	制造业	47.61	--
成都九洲电子信息系统股份有限公司	成都市	制造业	94.96	5.04
四川九洲后勤服务有限责任公司	绵阳市	服务业	100.00	--
四川九洲光电科技股份有限公司	绵阳市	制造业	49.88	--
九洲集团成都创智融合科技有限公司	成都市	科技推广和应用服务业	100.00	--
四川安和精密电子电器股份有限公司	绵阳市	制造业	44.37	4.56
广东依顿电子科技股份有限公司	中山市	制造业	30.00	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	35.98	57.58	63.93	82.35
资产总额（亿元）	239.28	277.16	405.73	429.03
所有者权益（亿元）	80.74	83.39	127.22	128.61
短期债务（亿元）	41.92	43.87	50.04	52.16
长期债务（亿元）	26.95	46.53	100.82	122.07
全部债务（亿元）	68.86	90.40	150.86	174.23
营业总收入（亿元）	276.58	310.85	351.16	95.17
利润总额（亿元）	5.00	5.14	6.03	1.18
EBITDA（亿元）	10.38	11.03	13.68	--
经营性净现金流（亿元）	12.23	9.24	-12.12	-5.65
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.62	5.95	5.69	--
存货周转次数（次）	3.51	3.82	3.62	--
总资产周转次数（次）	1.19	1.20	1.03	--
现金收入比（%）	98.72	99.44	101.74	91.20
营业利润率（%）	9.67	8.32	9.22	9.35
总资本收益率（%）	3.97	3.85	3.06	--
净资产收益率（%）	4.58	4.93	3.59	--
长期债务资本化比率（%）	25.02	35.82	44.21	48.70
全部债务资本化比率（%）	46.03	52.02	54.25	57.53
资产负债率（%）	66.26	69.91	68.64	70.02
流动比率（%）	156.93	153.44	171.26	183.04
速动比率（%）	92.19	98.43	109.22	109.85
经营现金流动负债比（%）	10.71	6.92	-7.47	--
现金短期债务比（倍）	0.86	1.31	1.28	1.58
EBITDA 利息倍数（倍）	4.62	4.28	3.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.64	8.20	11.03	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2022 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 本报告 2019 - 2021 年数据使用相应年度报告期末数据

资料来源：公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	--	23.89	11.40	21.82
资产总额（亿元）	--	116.45	172.29	187.26
所有者权益（亿元）	-	45.81	54.29	53.34
短期债务（亿元）	--	0.00	10.36	10.36
长期债务（亿元）	--	0.00	86.44	109.76
全部债务（亿元）	--	0.00	96.79	120.11
营业总收入（亿元）	--	0.25	1.87	0.77
利润总额（亿元）	--	-0.26	0.22	-0.84
EBITDA（亿元）	-	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	--	-1.34	-0.45	-0.13
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	-	--	--	--
现金收入比（%）	--	112.35	46.31	7.58
营业利润率（%）	--	38.24	63.10	83.11
总资本收益率（%）	--	-0.46	0.02	--
净资产收益率（%）	-	-0.46	0.07	--
长期债务资本化比率（%）	--	0.00	61.42	67.29
全部债务资本化比率（%）	--	0.00	64.07	69.25
资产负债率（%）	--	60.66	68.49	71.51
流动比率（%）	--	66.90	163.33	279.70
速动比率（%）	--	66.90	163.33	279.70
经营现金流动负债比（%）	-	-1.93	-1.48	--
现金短期债务比（倍）	--	--	1.10	2.11
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2022 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 2019 年度审计报告未包含公司本部财务数据；5. 本报告 2019-2021 年数据使用相应年度报告期末数据

资料来源：公司提供

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
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 四川九洲投资控股集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行科技创新 公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

四川九洲投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。