

2007年深圳市中小企业集合债券跟踪评级报告

本期债券信用

跟踪评级结果 AAA

上次评级结果 AAA

本期债券要素

债券简称 07 深中小债

发行额度 10 亿元

发行时间 2007 年 11 月 14 日

期限 5 年

主体长期信用

债券发行人	上次评级结果	跟踪评级结果	信用等级	评级展望
1 深圳市卓识教育管理顾问有限公司	A ⁺	A ⁺	A ⁺	稳定
2 中航三鑫股份有限公司	A ⁺	A ⁺	A ⁺	稳定
3 深圳市高新奇科技股份有限公司	BBB ⁺	BBB	BBB	负面
4 深圳市好易通科技有限公司	A ⁺	A ⁺	A ⁺	稳定
5 深圳市邦凯电子有限公司	A ⁺	A ⁺	A ⁺	负面
6 深圳市一体医疗科技有限公司	BBB ⁺	BBB	BBB	稳定
7 深圳市金立通讯设备有限公司	A	A	A	稳定
8 深圳市远望谷信息技术股份有限公司	A ⁺	A ⁺	A ⁺	稳定
9 深圳市中航信息科技产业有限公司	A ⁺	BBB	BBB	稳定
10 深圳市飞马国际供应链股份有限公司	A ⁺	A ⁺	A ⁺	稳定
11 深圳市雄韬电源科技有限公司	A ⁺	A ⁺	A ⁺	负面
12 深圳市嘉达高科产业发展有限公司	A ⁺	BBB ⁻	BBB ⁻	负面
13 深圳市驰源实业有限公司	BBB ⁻	BBB ⁻	BBB ⁻	负面
14 深圳宝德科技集团股份有限公司	A	A	A	稳定
15 深圳市好家庭实业有限公司	BBB ⁺	BBB	BBB	稳定
16 深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	A	A	A	稳定
17 深圳市豪威真空光电子股份有限公司	A ⁺	BBB ⁺	BBB ⁺	稳定
18 深圳市金洲精工科技股份有限公司	A ⁺	A ⁺	A ⁺	稳定
19 深圳市新天下集团有限公司	BBB	BBB	BBB	稳定
20 蛇口晶石电子有限公司	BBB ⁻	BB ⁺	BB ⁺	稳定
债券担保人	上次评级结果	跟踪评级结果	信用等级	评级展望
国家开发银行	AAA	AAA	AAA	稳定

跟踪评级时间：2008 年 12 月 29 日

评级观点

2007 年深圳市中小企业集合债券(简称“07 深中小债”或“本期债券”)由深圳市远望谷信息技术股份有限公司等 20 家发行人按照“统一冠名、分别负债、统一担保、集合发行”的模式联合发行,并由国家开发银行(以下简称“国开行”)提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

本期债券的发行人全部为中小企业,经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。2008 年以来,受世界经济金融形势振荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响,部分发行人经营和财务状况有所恶化,信用风险加大。经联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)公开评级,国开行主体长期信用等级为 AAApi。国开行的担保对本期债券的信用等级提升作用大。综合看,本期债券不能按期还本付息的风险小。

综上,联合资信维持 2007 年深圳市中小企业集合债券信用等级为 AAA。

优势

1. 深圳市委、市政府高度重视中小企业及民营经济发展,不断优化政策、营商和创业环境,深圳市中小及民营企业经营环境良好。

2. 国开行的担保对本期债券信用级别提升作用大。

3. 深圳市贸易工业局作为本期债券的牵头人,在债券的发行、信息披露和兑付工作中,负责统一组织和统一协调,并督促各发行人按时足额还本付息,有利于减小本期债券的偿还风险。

关注

1. 本期债券为20家企业集合发行，各个企业存在业务发展不平衡的情况，其中某一发行人的兑付能力发生变化将影响本期债券整体的兑付能力。

2. 本期债券的发行人全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。2008年以来，部分发行人经营和财务状况有所恶化，信用风险加大。

分析师

夏阳、陈钊、黄滨、李志博、吕明远、刘雪城、张华、
赵广辉、梁秀国

电话

010-85679696

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲6号
中环世贸中心D座7层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

一、本期债券基本情况

2007年深圳市中小企业集合债券(简称“07深中小债”或“本期债券”)于2007年11月14日发行,发行总额为人民币10亿元,期限5年。

本期债券由深圳市远望谷信息技术股份有限公司等20家发行人按照“统一冠名、分别负债、统一担保、集合发行”的模式联合发行,债券发行人和发行额度见表1。深圳市贸易工业局作为本期债券的牵头人,在债券的发行、信息披露和兑付工作中,负责统一组织和统一协调,并督促各发行人按时足额还本付息。

表1 本期债券发行人及发债额度

单位:万元

	债券发行人	发债额度
1	深圳市卓识教育管理顾问有限公司	7000
2	中航三鑫股份有限公司	5000
3	深圳市高新奇科技股份有限公司	5000
4	深圳市好易通科技有限公司	7300
5	深圳市邦凯电子有限公司	4000
6	深圳市一体医疗科技有限公司	4000
7	深圳市金立通讯设备有限公司	10000
8	深圳市远望谷信息技术股份有限公司	4500
9	深圳市中航信息科技产业有限公司	3000
10	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	4000
11	深圳市雄韬电源科技有限公司	4000
12	深圳市嘉达高科产业发展有限公司	3000
13	深圳市驰源实业有限公司	4500
14	深圳宝德科技集团股份有限公司	7000
15	深圳市好家庭实业有限公司	3700
16	深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	4000
17	深圳市豪威真空光电股份有限公司	3000
18	深圳市金洲精工科技股份有限公司	4000
19	深圳市新天下集团有限公司	10000
20	蛇口晶石电子有限公司	3000
	合 计	100000

本期债券还本付息方式为:每年付息一次,分次还本,分别于2010年11月14日偿还本金

4亿元,2011年11月14日偿还本金3亿元,2012年11月14日偿还本金3亿元,最后三年的付息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息首日起不另计利息,本金自兑付首日起不另计利息。

本期债券的第一个付息日为2008年11月14日,已按期足额付息。

本期债券主承销商为国家开发银行,副主承销商为国信证券有限责任公司、广州证券有限责任公司、招商证券股份有限公司。

本期债券由国家开发银行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。鉴于国家开发银行为本期债券的担保人,为维护本期债券投资者的权益,发行人、国家开发银行及本期债券的受托人国信证券有限责任公司已订立了《2007年深圳市中小企业集合债券受托协议》,约定:如发行人未按募集说明书的规定履行其在本期债券项下的还本付息义务,并且担保人未按其出具的《担保函》履行担保义务,国信证券有限责任公司将协助或代理投资者向发行人和/或担保人追偿。

二、经营环境

1. 深圳市经济社会发展概况

2007年,深圳市经济平稳增长。

据深圳市统计局统计,2007年,深圳市生产总值6765.41亿元,比2006年增长14.7%。其中,第一次产业增加值6.23亿元,下降17.3%;第二次产业增加值3444.74亿元,增长14.5%;第三次产业增加值3314.44亿元,增长15.0%。三次产业结构由2006年的0.1:52.5:47.4发展为0.1:50.9:49.0,第三次产业所占比重提高了1.6个百分点。

2007年,深圳市工业生产稳步增长。2007年,全市规模以上(下同)工业企业实现增加值3094.79亿元,增长15.0%。从主要经济类型看,国有企业增加值501.08亿元,增长1.4%;股份制企业增加值1036.90亿元,增长24.3%;

外商及港澳台投资企业增加值 1498.70 亿元，增长 14.2%；其他经济类型企业增加值 54.92 亿元，增长 13.9%。

2007 年，深圳市支柱行业快速发展。全年通信设备、计算机及其他电子设备制造业增加值 1515.01 亿元，增长 21.2%，占工业增加值比重 49.0%，比上年提高 1.6 个百分点。大中型工业企业增加值 2148.44 亿元，增长 19.7%，占工业增加值比重 69.4%，提高 2.4 个百分点。

2007 年，深圳市外贸出口继续高位增长。据海关统计，全年全市外贸进出口总额 2875.33 亿美元，增长 21.1%。其中出口总额 1684.93 亿美元，增长 23.8%；进口总额 1190.40 亿美元，增长 17.5%。2007 年以来，外贸出口在 2006 年高速增长基础上继续保持较快的增长势头，单月出口不断创新高，全年月均出口超过 140 亿美元。

2008 年 1-10 月，深圳市经济继续平稳增长，但外贸出口有所放缓。

据深圳市统计局统计，2008 年 1-10 月，全市规模以上（下同）工业企业实现增加值 2873.60 亿元，比上年同期（下同）增长 11.9%，比前 9 个月加快 0.4 个百分点。

从行业看，前 10 个月通信设备、计算机及其他电子设备制造业增加值 1276.96 亿元，增长 16.9%，比全市平均增速高 5.0 个百分点。从经济类型看，外商及港澳台投资企业生产增速明显回落，前 10 个月外商及港澳台投资企业增加值 1880.79 亿元，增长 7.9%，低于全市平均水平 4.0 个百分点，占工业增加值比重 65.5%。

2008 年 1-10 月，深圳市工业出口增长放缓。1-10 月工业销售产值 12555.75 亿元，增长 12.1%，其中出口交货值 7643.92 亿元，增长 5.7%，低于销售产值的增速 6.4 个百分点，出口交货值所占比重由上年同期的 64.6% 下降到 60.9%，出口拉动有所减弱。

2008 年 1-10 月，深圳市工业投资继续下降，幅度有所减小。从产业划分来看，第一次产业投资 972.00 万元，下降 95.1%；第二次产

业完成投资 291.86 亿元，下降 4.3%；第三次产业完成投资 823.41 亿元，增长 12.2%，比重为 73.8%。第二次产业中工业完成投资 291.86 亿元，下降 4.3%，占全社会固定资产投资比重由上年同期的 29.3% 下降到 26.2%。

2008 年 1-10 月，深圳市外贸出口继续放缓。据海关统计，1-10 月全市外贸进出口总额 2491.87 亿美元，增长 8.3%。其中进口总额 1015.48 亿美元，增长 7.1%；出口总额 1476.39 亿美元，增长 9.2%。

2. 深圳市中小企业及民营经济发展环境

2008 年以来，受世界经济金融形势振荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响，中国中小企业外部发展环境有所恶化，加大了其信用级别及评级展望的调整压力。

2008 年 12 月 10 日，中国海关总署发布的数据显示，中国 11 月出口总值为 1149.87 亿美元，同比增长-2.2%，比 10 月增幅下降 21.4 个百分点，比去年 11 月下降 25 个百分点，是 2002 年 2 月以来，首次出现负增长。进口总值 748.97 亿美元，同比增长-17.9%，同比下滑幅度超过 2002 年 2 月的-12.7%。美日欧经济进入衰退，对中国出口的影响逐步显现。

外需放慢、内需不足，以及企业剩余库存的消耗，促使中国工业增加值增幅放缓。国家统计局统计数据，11 月份全国规模以上工业企业（年主营业务收入 500 万元以上的企业）增加值同比增长 5.4%，比上年同期回落 11.9 个百分点，远低于 10 月 8.2% 的增速，创 2001 年末以来的新低。

2008 年下半年以来，为避免国际金融危机对国内经济造成过大冲击，中国政府及时地进行了财政及货币政策的调整。适度宽松的货币政策短期内能够在一定程度上缓解中小企业资金压力，存贷款利率的下调也将降低中小企业的融资成本。但受金融危机影响，美、欧、港、

日等中国产品的主要出口市场均面临经济下滑和消费者信心下降导致需求疲弱的问题，出口增速下滑的颓势短期内难以改变。出口受阻将增加国内市场的销售压力，同时，国内同样面临未来经济增长和居民收入预期不确定的影响。

2008年12月8日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126号），为应对国际金融危机的冲击，贯彻落实党中央、国务院关于进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，认真执行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加大金融支持力度，促进经济平稳较快发展，提出了30条具体意见。在支持中小企业发展方面，提出了如下具体措施：要落实对中小企业融资担保、贴息等扶持政策，鼓励地方人民政府通过资本注入、风险补偿等多种方式增加对信用担保公司的支持；设立包括中央、地方财政出资和企业联合组建在内的多层次中小企业贷款担保基金和担保机构，提高金融机构中小企业贷款比重；对符合条件的中小企业信用担保机构免征营业税。

深圳市委、市政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策、营商和创业环境。随着《中共深圳市委、市人民政府关于加快民营经济发展的意见》、《深圳市民营及中小企业发展专项资金管理暂行办法》、《关于支持发展产业集聚基地的若干意见》、《关于进一步加快民营经济发展的若干措施》、《关于加快自主创新、促进高新技术产业发展的若干政策措施》等的出台，以及“深圳市中小企业及民营经济运行监测分析系统”的启动和完善，深圳市民营经济发展的政策服务体系日趋完善。

为改善中小企业经营环境，维护中小企业合法权益，尽快实现深圳市中小企业法制化、规范化发展，深圳市计划出台《深圳经济特区中小企业发展促进条例》。《条例》将从资金支持、创业扶持、创新与发展推动、融资与担保、创业教育和培训、服务和引导以及权益保护等

七个方面，完善中小企业创业发展环境。《条例》草案中还制定了关于中小企业信用再担保基金、创业教育体系等一系列突破深圳市现有政策法规的创新性、前瞻性条款。

总体看，深圳市委、市政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策、营商和创业环境，深圳市中小及民营企业经营环境良好。

三、发行人主体长期信用

表2 本期债券发行人主体长期信用

债券发行人	上次评级结果	跟踪评级结果	
		信用等级	评级展望
1 深圳市卓识教育管理顾问有限公司	A ⁻	A ⁻	稳定
2 中航三鑫股份有限公司	A ⁺	A ⁺	稳定
3 深圳市高新奇科技股份有限公司	BBB ⁺	BBB	负面
4 深圳市好易通科技有限公司	A ⁻	A ⁻	稳定
5 深圳市邦凯电子有限公司	A ⁻	A ⁻	负面
6 深圳市一体医疗科技有限公司	BBB ⁺	BBB	稳定
7 深圳市金立通讯设备有限公司	A	A	稳定
8 深圳市远望谷信息技术股份有限公司	A ⁺	A ⁺	稳定
9 深圳市中航信息科技产业有限公司	A ⁻	BBB	稳定
10 深圳市飞马国际供应链股份有限公司	A ⁻	A ⁻	稳定
11 深圳市雄韬电源科技有限公司	A ⁻	A ⁻	负面
12 深圳市嘉达高科产业发展有限公司	A ⁻	BBB ⁻	负面
13 深圳市驰源实业有限公司	BBB ⁻	BBB ⁻	负面
14 深圳宝德科技集团股份有限公司	A	A	稳定
15 深圳市好家庭实业有限公司	BBB ⁺	BBB	稳定
16 深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	A	A	稳定
17 深圳市豪威真空光电子股份有限公司	A ⁻	BBB ⁺	稳定
18 深圳市金洲精工科技股份有限公司	A ⁻	A ⁻	稳定
19 深圳市新天下集团有限公司	BBB	BBB	稳定
20 蛇口晶石电子有限公司	BBB ⁻	BB ⁺	稳定

由于本期债券的发行人全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。2008年以来，受世界经济金融形势振荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵

蚀利润空间等多重不利因素的影响，部分发行人经营和财务状况有所恶化，信用风险加大。联合资信对本期债券的 20 家发行人的主体长期信用进行了跟踪分析（见附件 2~21），跟踪评级结果见表 2。其中，维持原主体长期信用级别，评级展望为稳定的 10 家；维持原主体长期信用级别，评级展望为负面的 3 家；下调主体长期信用级别，评级展望为稳定的 5 家；下调主体长期信用级别，评级展望为负面的 2 家。总体看，本期债券发行人的整体信用风险有所加大。

四、担保能力分析

1. 担保条款

根据《2007年深圳市中小企业集合债券担保函》，国开行为本期债券20家发行人发行面额总计为人民币100000万元的企业债券的到期兑付提供无条件的不可撤消的担保。

保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

担保方式：连带责任担保。

2. 担保人担保能力分析

1) 主体概况

国开行成立于1994年，是国家设立的国有政策性金融机构，初始注册资本500亿元，由财政部拨付。2007年12月31日，国开行获得中央汇金投资有限责任公司（汇金公司）200亿美元的注资，实收资本增至1960.92亿元。

国开行主要以发行金融债券筹集资金，以贷款方式支持国内基础设施、基础产业和支柱产业，高新技术产业及中央政府审批的重点项目，并向政府构建和谐和谐社会所需要解决的社会瓶颈问题领域提供融资便利，涉及城镇化、中小企业发展、农业、教育、医疗和环保等项目。同时，国开行还从事金融创新和直接投资活动。

截至2007年末，国开行共有34个分行和3个代表处；资产总额28946.57亿元，其中贷款余额22616.77亿元；负债总额25452.92亿元，其中发行金融债券余额22672.76亿元；股东权益3493.65亿元；不良贷款率0.59%，资本充足率12.77%。2007年，国开行实现净利润295.52亿元。

2) 经营环境

2007年，中国国民经济保持快速发展，全年国内生产总值24.7万亿元，同比增长11.4%；居民消费价格上涨4.8%，较上年提高3.3个百分点；累计贸易顺差2622亿美元，较上年增加847亿美元；M2、M1和M0分别同比增长16.7%、21.0%和12.1%，增速依然偏快。国民经济运行过程中长期积累的一些深层次矛盾仍未得到根本解决，经济增长由偏快转为过热的趋势更为明显。银行体系的流动性过剩成为2007年中国经济运行的基本特征，并已波及到国内经济领域的各个层面，使经济运行中的一些问题日益突出：在流动性过剩的背景下，由于国内投资渠道较为狭窄，大量资金涌入股市和房地产市场，推动资产价格快速攀升并产生泡沫；充裕的资金也导致国内固定资产投资和信贷规模增速居高不下，在建和新开工项目较多，部分行业产能过剩的矛盾十分突出；资产价格的快速攀升和信贷规模的过快增长，刺激物价水平出现较快上涨，价格由结构性上涨演变为全面通胀的压力逐渐加大。

银行业是金融资源配置的基础，在国民经济体系中具有重要地位。在中国，银行一直以来是企业的重要融资渠道和居民投资的主要方式。2007年，中国银行业新增贷款规模占国内非金融机构新增融资总额的78.9%。截至2007年末，中国银行业金融机构主要包括政策性银行3家，国有商业银行5家（依据监管口径纳入交通银行），股份制商业银行12家，城市商业银行124家，城市信用社42家，其他银行类金融机构8691家。

从中国银行业内部的竞争格局来看，目前

国有商业银行仍然占据主导地位。截至 2007 年末，国有商业银行资产总额在银行业金融机构资产总额中的占比为 53.2%，远超过股份制银行和城市商业银行等金融机构的资产规模。从行业监管和政府支持角度看，2003 年 3 月，国务院设立中国银行业监督管理委员会，统一负责中国银行业金融机构的监督管理工作。银监会成立以来，全面推行了信贷资产五级分类管理，加强了商业银行资本制约，并针对商业银行面临的主要风险推出一系列法规及实施细则，银行业监管环境整体转好。为促进经济发展，稳定金融环境，中国对五大国有商业银行实行绝对控股，因此，国有商业银行获得的政府支持力度很大。

总体看，中国经济增长将有所减缓，但运行稳定。国家对银行业的发展支持力度较大，监管体系日趋完善，银行业整体发展环境良好。

3) 公司治理与战略

国开行为政策性银行，行长由国务院任命，监事会由国务院委派，对国开行的财务状况和经营管理情况实施监督。

作为政策性银行及政府的开发性金融机构，国开行在中国的经济发展中扮演着重要的角色。成立十余年来，国开行贯彻国家宏观经济政策，致力于以融资推动市场建设，把融资优势与政府的组织优势相结合，筹集和引导社会资金，缓解经济社会发展的瓶颈制约，支持国家基础设施、基础产业、支柱产业和高新技术等领域的发展和国家重点项目建设；并向城镇化、中小企业、“三农”、教育、医疗卫生和环境保护等社会发展瓶颈领域提供资金支持；同时，配合国家“走出去”战略，积极拓展国际合作业务。

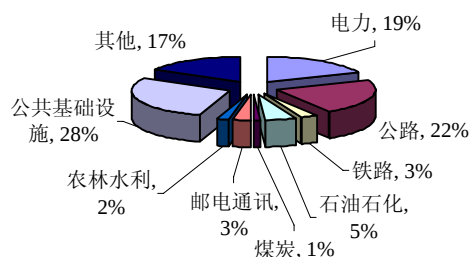
国开行作为政策性银行商业化改革的先行者，已经顺利入股英国巴克莱银行并获得了汇金公司的大额注资。同时，国开行与巴克莱银行签订了战略合作协议，合作领域包括大宗商品、资产管理、业务培训、开发非洲业务等方面。国开行入股巴克莱银行以及双方之间的合

作有助于推动国开行的商业化转型。但目前国开行商业化改革方案尚未公开。

4) 业务发展

2007 年，国开行信贷业务持续增长。截至 2007 年末，国开行贷款总额 22616.77 亿元，同比增长 12.27%。国开行贷款主要投向电力、公路、铁路、石油石化、煤炭、邮电通讯、农林水利和公共基础设施等关系到国民经济发展的基础设施和基础产业领域，见图 1。此外，国开行贷款还投向于中小企业、低收入家庭住房建设、教育、环保及污染减排以及医疗卫生等社会民生领域。近年来，国开行为支持国家西部开发，中部崛起和振兴东北老工业基地的发展战略，其贷款发放逐步向该区域倾斜。2007 年末，国开行中西部贷款和东北老工业基地贷款分别占全部贷款总额的 47.65% 和 9.59%。

图1 国开行贷款行业分布



国开行的信贷资金主要来源于发行的债券（政策性金融债）。目前，国开行人民币债券发行量占银行间债券市场债券发行量的 28.9%（不含央行票据及特别国债）。2007 年，国开行发行人民币债券 6850.7 亿元，较 2006 年增加 550 亿元。期末，国开行债券发行余额 22672.76 亿元。

5) 风险管理

2007 年，国开行对风险管理体系进行了重大调整，由信用风险管理转向全面风险管理，并将信用管理局更名为风险管理局，明确其为全行风险管理的职能部门，负责归口管理全行信用风险、市场风险和操作风险。

信用风险管理

2007年，国开行对信用风险管理委员会组织架构及决策流程进行了改革和调整，增加国际金融局负责人为信用风险管理委员会常设委员，信用风险管理委员会下设信用评级委员会和国际业务风险管理委员会；增加分行信用评级委员会审议权限，将控制个体风险的任务逐步转移至分行；积极推进贷款评审机制改革，加强贷委会专业化建设。国开行在分行成立了风险管理委员会，作为分支机构全面风险管理的协调、审议和决策机构，分行的信用管理处更名为风险管理处，作为分支机构的全面风险管理的职能部门。同时国开行进一步完善了总分行分级授权管理制度，通过适度授权将风险管理职能由总行前移至分支机构，并建立了风险管理巡视机制，加强分支机构风险管理能力的建设。2007年，国开行实施了新版的客户评级打分卡，新的评级方法更加审慎和客观，对风险更加敏感，提升了内部评级体系的质量。国开行进一步完善了贷后管理体系，并建立了动态风险预警管理体系，及时识别和防范信贷风险。

市场风险管理

国开行主要采用风险限额管理市场风险。国开行风险限额体系包括风险敞口限额、止损限额、外汇风险的隔夜敞口限额、利率风险的单基点价值限额、利率风险的净利息收益与净市值变化限额等。国开行通过定期编制中台风险监控报告，及时准确向管理层传递风险管理信息。

流动性风险管理

国开行资金局负责管理全行的流动性并由资产负债管理委员会进行监督。国开行流动性管理流程包括：预测主要货币的现金流，并考虑流动资产的水平；监控资产负债流动性缺口；管理债务到期日的集中度和特征；维持债务融资计划。发行债券是国开行最主要的融资方式，其可以通过发行各品种债券满足年度融资需求，维持充足的流动性。此外，国开行设定了

最低的资金存量标准和最低需保持的同业拆入和其他借入资金的限额以满足不可预见的流动性需求。

操作风险

近年来，国开行操作风险主要侧重于制度流程风险、组织和人员风险、IT系统风险以及外部风险的管理。2007年，国开行在总分行范围内进行了操作风险自评工作，对各部门与分行操作风险点的影响程度与发生可能性的分布情况进行了分析。同时，国开行在各分行增设法律事务办公室，建立总分行两级法律风险防范体系。

总体看，2007年，国开行对风险管理体系进行了调整，构建了全面风险管理体系，强化了分行在风险管理方面的职能，并加强了分行风险管理能力的建设。风险管理体系的进一步健全和完善有助于提高国开行的风险管理水平。

6) 财务分析

国开行公布了 2007 年财务报表，这些财务报表经普华永道中天会计师事务所有限公司审计，并出具了无保留意见审计报告。

资产质量

截至 2007 年末，国开行资产总额 28946.57 亿元，比 2006 年末增长 25.08%，扣除汇金公司 200 亿美元注资后的资产增长率为 18.77%。国开行资产构成见表 3。

表 3 国开行资产构成(%)

项 目	2007 年	2006 年
现金及央行存款	6.67	1.99
同业资产	3.15	0.31
贷款净额	76.98	85.86
金融资产	12.84	11.39
其他资产	0.36	0.45

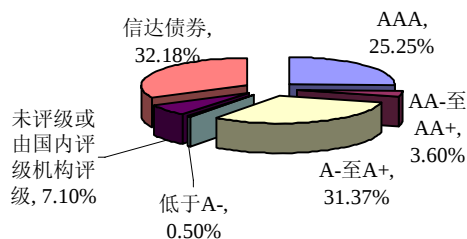
注：同业资产包括存放同业、买入返售和拆出款；金融资产包括以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、可供出售投资、持有至到期投资和贷款及应收款项投资；其他资产包括应收利息、投资联营企业及合营企业、固定资产及其他在资产。

2007年末，国开行贷款总额22616.77亿元，

按贷款五级分类口径统计，2007年末国开行不良贷款余额133.2亿元，不良贷款率0.59%，不良贷款率连续3年控制在1%以内；拨备覆盖率251.1%。国开行的贷款资产质量高。

截至2007年末，国开行金融资产余额3717.17亿元，较2006年末增加41.05%。其中债券投资余额3107.76亿元，占比83.66%。2007年末，国开行持有债券的信用等级整体较高，债券信用等级分布见图2。

图2 债券信用等级分布



国开行金融资产中权益性投资余额为501.80亿元，较2006年增加456.78亿元；其中债转股投资增加212.28亿元。衍生金融资产余额107.61亿元。由于衍生金融工具交易的增加，2007年，国开行衍生金融工具净损失62.73亿元，比2006年增加58.21亿元；未实现净收益69.03亿元，该收益随市场价格变化，存在不确定性。由于国开行持有的可供出售债券和上市公司股票公允价值下降，使得其投资资产减值损失上升。2007年国开行可供出售投资资产减值损失41.88亿元，较2006年增加40.8亿元。可供出售投资公允价值未实现收益净变动额为145.55亿元（扣除递延所得税影响），占期末股东权益（注资前）的7.16%。可供出售投资公允价值变动对所有所有者权益影响较大。

总体看，国开行资产质量良好，但投资资产减值损失增加。

盈利能力

国开行营业收入以利息收入为主，营业收入与支出结构见表4。2007年，国开行利息收入1500.46亿元，比2006年增长29.39%。其中，

贷款利息收入占92.32%，债券利息收入占6.49%。利息净收入698.29亿元，较2006年增长32.21%，略高于利息收入的增幅。手续费净收入34.81亿元，较2006年增加16.20亿元。国开行手续费收入及佣金收入主要是信贷业务相关的手续费及佣金收入。

由于人民币升值和外币资产的增加，2007年国开行汇兑损失73.42亿元，较2006年增加36.66亿元。同时，由于可供出售投资的公允价值持续下降，计提了大额投资资产减值准备。2007年，国开行投资损失42.75亿元，贷款及应收款减值损失65.48亿元。

表4 国开行经营情况

项 目	2007 年	2006 年
利息净收入(亿元)	698.29	528.17
手续费及佣金净收入(亿元)	34.81	18.61
股利收入(亿元)	10.96	3.95
交易收益(亿元)	7.18	16.32
汇兑损失(亿元)	-73.42	-36.76
投资损失(亿元)	-42.75	4
贷款及应收款减值损失(亿元)	-65.48	-39.29
营业支出(亿元)	-109.07	-83.43
其他支出(亿元)	-17.05	-9.15
税前利润(亿元)	443.47	402.42
净利润(亿元)	295.52	276.52
成本收入比(%)	7.27	7.59
平均资产收益率(%)	1.17	1.31
平均净资产收益率(%)	16.35	19.16

注：成本收入比=（营业支出+其他支出）/营业收入

营业支出不包括资产减值损失和营业税金

平均资产收益率=净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]

平均净资产收益率=净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]

2007年资产收益率和净资产收益率扣除了汇金公司于2007年12月31日注资（1460.92亿元）的影响。

由于汇兑损失、资产减值损失的大幅增加，2007年，国开行净利润仅增6.87%，同比下降14.62个百分点。资产收益率和净资产收益率较2006年相应有所下降，但盈利能力较强。

资本充足性

2007年末，国开行获得汇金公司200亿美元，折合1460.92亿元人民币的注资后，资本充足率由2006年末的8.05%上升至12.77%，资本实力显著提升，抵御风险的能力明显增加。

同时，汇金公司注资为国开行商业化改革奠定了基础。汇金公司注资国开行也表明政府对政策性银行商业化改革提供的强大的政策及财政支持。

联合资信认为虽然国开行商业化改革尚未完成，国开行经营模式和业务发展存在一定的不确定性，但考虑到国开行在国内银行体系和债券市场中的重要地位，政府对其支持力度不会发生根本性变化，决定维持国开行 AAApi 的信用等级，评级展望为稳定。

本期债券占国开行 2007 年底资产总额的 0.0345%、贷款余额的 0.0442%，所占比例很低；占 2007 年净利息收入的 1.4321%，占 2007 年净利润的 3.3839%，立即偿还此笔担保债务对国开行影响很小。

综合来看，深圳市委、市政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策、营商和创业环境，深圳市中小及民营企业经营环境良好。深圳市贸易工业局作为本期债券的牵头人，在债券的发行、信息披露和兑付工作中，负责统一组织和统一协调，并督促各发行人按时足额还本付息，有利于减小本期债券的偿还风险。本期债券为20家企业集合发行，各个企业存在业务发展不平衡的情况，其中某一发行人的兑付能力发生变化将影响本期债券整体的兑付能力。2008年以来，受世界经济金融形势振荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响，部分发行人经营和财务状况有所恶化，本期债券发行人的整体信用风险有所加大。考虑到国开行的担保对本期债券信用级别提升作用大，联合资信维持“07深中小债”AAA的信用级别。

附件 1 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，中长期债券信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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2 深圳市卓识教育管理顾问有限公司跟踪评级报告
- 附件3 中航三鑫股份有限公司跟踪评级报告
- 附件4 深圳市高新奇科技股份有限公司跟踪评级报告
- 附件5 深圳市好易通科技有限公司跟踪评级报告
- 附件6 深圳市邦凯电子有限公司跟踪评级报告
- 附件7 深圳市一体医疗科技有限公司跟踪评级报告
- 附件8 深圳市金立通讯设备有限公司跟踪评级报告
- 附件9 深圳市远望谷信息技术股份有限公司跟踪评级报告
- 附件10 深圳市中航信息科技产业有限公司跟踪评级报告
- 附件11 深圳市飞马国际供应链股份有限公司跟踪评级报告
- 附件12 深圳市雄韬电源科技有限公司跟踪评级报告
- 附件13 深圳市嘉达高科产业发展有限公司跟踪评级报告
- 附件14 深圳市驰源实业有限公司跟踪评级报告
- 附件15 深圳宝德科技集团股份有限公司跟踪评级报告
- 附件16 深圳市好家庭实业有限公司跟踪评级报告
- 附件17 深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司跟踪评级报告
- 附件18 深圳市豪威真空光电子股份有限公司跟踪评级报告
- 附件19 深圳市金洲精工科技股份有限公司跟踪评级报告
- 附件20 深圳市新天下集团有限公司跟踪评级报告
- 附件21 蛇口晶石电子有限公司跟踪评级报告

深圳市卓识教育管理顾问有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁻ 评级展望: 稳定

上次评级结果: A⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
现金类资产(万元)	1328.94	2163.85	3636.11
资产总额(万元)	28692.39	33584.70	36934.09
所有者权益(万元)	19357.47	21490.00	25233.07
长期债务(万元)	0.00	7000.00	7000.00
全部债务(万元)	2400.00	7000.00	7000.00
营业收入(万元)	9020.23	9862.61	9958.67
利润总额(万元)	1459.50	2132.53	3743.07
EBITDA(万元)	2514.72	3290.05	--
经营性净现金流(万元)	1664.13	462.44	--
营业利润率(%)	20.53	33.03	40.87
净资产收益率(%)	7.54	9.92	--
资产负债率(%)	32.53	36.01	31.68
全部债务资本化比率(%)	11.03	24.57	21.72
流动比率(%)	42.29	141.59	196.94
全部债务/EBITDA(倍)	0.95	2.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	14.68	8.55	--
经营现金流流动负债比率(%)	17.83	9.08	--

注: 2007 年财务报表按新会计准则编制, 2006 年财务数据为追溯调整数。
2008 年三季度数据未经审计。

分析师

陈 钊

电话: 010-85679696-8891

邮箱: chendang@lianheratings.com.cn

李志博

电话: 010-85679696-8838

邮箱: lizb@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 深圳市卓识教育管理顾问有限公司(以下简称“公司”)受宏观经济影响相对较小, 公司投资的粤东地区四所全日制学校招生规模平稳增长, 经营情况良好, 盈利能力有所增强; 但公司投资规模大, 债务水平大幅增加, 债务负担有所加重。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到, 潮阳新世界学校扩建工程完工并投入使用后, 学校的招生规模受师资力量、食堂及其他一些配套设施不匹配的影响, 没有达到预期的目标; 但是, 随着学校软件、硬件设施的进一步完善, 预计公司未来的营业收入及利润有望保持上升趋势。

综合考虑, 联合资信维持公司的主体长期信用等级 A⁻, 评级展望为稳定。

优势

1、公司所投资的学校已形成集团化规模, 积累了丰富的丰富而系统的教育教学和学校管理经验。

2、普宁、潮阳和汕尾三所新世界学校的高考成绩均在当地处于前列, 社会声誉较好。

3、潮阳新世界学校扩建工程已投入使用, 预计公司未来收入规模将会有所提高。

关注

1、公司资产中股东之间的往来款占流动资产比重较大。

2、公司经营现金流净额下降幅度较大。

本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等。报告中引用的企业相关资料

主要由企业提供, 联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

一、公司概况

深圳市卓识教育管理顾问有限公司（以下简称“卓识教育”或“公司”）系经深圳市工商行政管理局核准，于1994年12月13日成立的有限责任公司。截至2008年9月底，公司注册资本人民币1000万元，股东为汕尾新世界教育管理有限公司（简称新世界，持股50%）以及陈予川（持股40%）、牛利（持股10%）两名自然人，其中新世界股东也是陈予川及牛利两人。

公司经营范围：教育信息咨询；文教体育用品的购销（不含专营、专控、专卖商品及限制项目）；兴办实业（具体项目另行申报）。

截至2007年底，公司合并资产总额3.36亿元，所有者权益2.15亿元；2007年实现营业收入0.99亿元，利润总额0.21亿元。

截至2008年9月底，公司合并资产总额3.69亿元，所有者权益2.52亿元；2008年1~9月实现营业收入1.00亿元，利润总额0.37亿元。

公司地址：深圳市南山区桃园路1号西海明珠大厦607-609室；法定代表人：陈予川。

二、经营概况

1. 经营分析

公司自成立以来一直专注于民办基础教育投资，是立足于中小学教育投资与管理的专业公司。截至2007年底，公司已在粤东地区投资了普宁新世界学校、潮阳新世界学校、汕尾新世界学校和中海怡翠学校四所全日制中小学；在校生总数10393名，教师员工1287名，分别较2006年增加2.70%，8.24%。（见表1）。

表1 截至2007年底公司所投资学校概况

项目	普宁新世界学校	潮阳新世界学校	汕尾新世界学校	中海怡翠学校
占地面积（平方米）	126000	167000	80000	12000
建筑面积（平方米）	41100	71800	11900	7200
在校生总人数（人）	4741	4196	448	1008
其中：幼儿园在校生人数（人）	261	111	8	78
小学在校生人数（人）	2047	1529	201	828
初中在校生人数（人）	1771	1627	112	102
高中在校生人数（人）	662	929	127	0
招生范围	当地私营及个体工商业者子女			中海怡翠小区及附近小区业主子女
教职工人数（人）	528	558	91	110
2007年高考重点本科入围率（%）	19	28	34	无高中
本科入围率（%）	54	71	66	无高中

资料来源：公司提供

表2 2006~2008年9月公司在校人数及收费情况

年份	在校人数（人）	人均收费（元）	主营业务收入（万元）	利润总额（万元）
2006	10120	8910	9020.23	1459.50
2007	10393	9450	9863.00	2133.00
增长率（%）	2.70	6.06	9.34	46.15
08年1~9月	10468	9500	9958.67	3743.07

资料来源：公司提供

学校运作相比较其他类型企业而言相对简

单，每年春秋两个学期的学费收入就是全年收费总和。公司2006~2008年9月的在校生人数及收费情况见表2。

由表2可以看出，跟踪期内，公司在校人数和人均收费保持稳定增长。

2. 项目情况

本期债券募集资金7000万元，一部分用于替换国家开发银行6000万元5年期长期贷款，

剩余部分投向潮阳新世界学校扩建工程，工程总投资 1580 万，建设期为 2007 年 4 月初到 2007 年 8 月底。跟踪期内，公司共建成三栋楼宇，包括教学楼、教师宿舍、学生宿舍各 1 栋，已于 2007 年 9 月投入使用，预计潮阳新世界学校 2008 年、2009 年可分别新增学生 1000 人和 1500 人。联合资信关注到，截至 2008 年 9 月底，公司在校人数仅比 2006 年底增加 348 人，没有达到预期的增加目标；与公司沟通后得知，潮阳新世界学校的生源不存在问题，主要是师资力量、学校的食堂及其他一些配套设施还没有与预计的招生规模相匹配。目前这些问题学校正在积极解决中。

三、财务分析

公司 2007 年财务报表经天健华证中洲会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。

从盈利能力来看，2007 年公司实现营业收入 9862.61 万元，净利润 2132.53 万元。2008 年 1~9 月，公司收入及利润规模平稳增长，实现营业收入 9958.67 万元，净利润 3743.07 万元，分别占 2007 年的 100.97% 和 175.52%。2006~2008 年 9 月，公司营业利润率分别为 20.53%、33.03% 和 40.87%，盈利能力逐年提高。

从资产构成来看，2007 年底公司资产总额 33584.70 万元，较 2006 年增长 17.05%，以非流动资产为主（占比 78.52%）。流动资产结构变化不大，主要是其他应收款（占比 60.57%）。其他应收款大部分为股东之间的往来款，其中汕尾新世界教育管理顾问有限公司（公司股东）、深圳市轩辕投资有限公司（与公司受同一股东控制）往来款分别占其他应收款的 61.16% 及 11.91%，一年以内账龄占比 90.65%。2007 年底公司非流动资产主要是固定资产（占比 72.37%），固定资产以房屋及建筑物为主，变现能力较差。

2007 年底，公司负债总额 12094.70 万元，全部债务为 7000 万元，分别较 2006 年增长 29.56% 及 191.67%，主要是 2007 年公司发行债券募集 7000 万元。2007 年底公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为 36.01% 及 24.57%。截至 2008 年 9 月底，公司资产及债务结构变化不大，公司资产总额 36934.09 万元，负债总额 11701.02 万元，全部债务 7000 万元，资产负债率 31.68%，全部债务资本化比率 21.72%。

从现金流来看，经营活动方面，2007 年公司经营活动产生的现金流量净额 462.44 万元，较 2006 年减少 72.21%，主要是公司收到其他与经营活动有关的现金中与汕尾新世界教育管理顾问有限公司的往来款减少 45.25%；同时购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金均较 2006 年有所增长，导致 2007 年经营活动现金流净额较 2006 年减少。2007 年公司现金收入比较 2006 年有所上升，为 92.13%，收入的实现质量得到改善，但仍然偏低。投资活动方面，投资现金流出主要是投资建设潮阳新世界学校扩建工程。筹资活动方面，由于经营现金流有所下滑，而投资支出规模相对较大，公司对外筹资规模较 2006 年有所增长。

从偿债能力来看，2007 年公司流动比率和速动比率分别为 141.59% 和 138.65%，与 2006 年相比大幅上升，主要是由于公司负债结构改善所致。考虑到其他应收账款占流动资产的 60.57%，且周转次数较低，公司实际短期支付能力一般；2007 年公司 EBITDA 利息倍数为 8.55 倍；全部债务/EBITDA 为 2.13 倍，公司长期偿债能力较强。截至 2008 年 9 月底，公司现金类资产为 3636.11 万元，是本期债券额度的 0.52 倍；2007 年公司 EBITDA 为 3290.05 万元，是本期债券额度的 0.47 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力正常。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公

司的主体长期信用等级 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 2006~2008 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 9 月
流动资产：				
货币资金	1328.94	2163.85	62.83	3636.11
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款				
预付款项	11.51	388.20	3273.46	399.41
应收利息				
应收股利				
其他应收款	2226.20	4369.30	96.27	6906.06
存货	201.24	149.83	-25.55	156.92
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	180.00	142.50	-20.83	35.35
流动资产合计	3947.89	7213.69	82.72	11133.84
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产				
固定资产	22869.22	24305.75	6.28	23762.63
在建工程				
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	1875.28	2065.26	10.13	2037.62
开发支出				
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	24744.50	26371.01	6.57	25800.25
资产总计	28692.39	33584.70	17.05	36934.09

附件 1-2 2006~2008 年 9 月底资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 9 月
流动负债：				
短期借款	2400.00			
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	562.80	537.63	-4.47	599.45
预收款项	4803.23	3937.32	-18.03	3627.44
应付职工薪酬	1075.12	102.28	-90.49	9.01
应交税费	3.98	4.87	22.33	3.42
应付利息		52.09		
应付股利				
其他应付款	406.80	327.06	-19.60	280.61
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	83.00	133.45	60.78	181.09
流动负债合计	9334.92	5094.70	-45.42	4701.02
非流动负债：				
长期借款				
应付债券		7000.00		7000.00
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计		7000.00		7000.00
负债合计	9334.92	12094.70	29.56	11701.02
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	1000.00	1000.00	0.00	1000.00
资本公积	8974.45	8974.45	0.00	8974.45
减：库存股				
盈余公积	1509.32	1897.23	25.70	1897.23
未分配利润	7873.71	9618.32	22.16	13361.39
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	19357.47	21490.00	11.02	25233.07
少数股东权益				
所有者权益（或股东权益）合计	19357.47	21490.00	11.02	25233.07
负债和所有者权益（或股东权益）总计	28692.39	33584.70	17.05	36934.09

附件 2 2006~2008 年 1-9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1~9 月
一、营业收入	9020.23	9862.61	9.34	9958.67
减: 营业成本	7168.81	6604.59	-7.87	5888.99
营业税金及附加		0.68		
销售费用				
管理费用	194.89	263.31	35.11	226.93
财务费用	151.40	787.71	420.29	99.68
资产减值损失	25.90	1.17	-95.47	
加: 公允价值变动收益 (损失以“一”号填列)				
投资收益 (损失以“一”号填列)				
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“一”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“一”号填列)	1479.24	2205.15	49.07	3743.07
加: 营业外收入				
减: 营业外支出	19.74	72.62	267.88	
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“一”号填列)	1459.50	2132.53	46.11	3743.07
减: 所得税费用				
四、净利润 (净亏损以“一”号填列)	1459.50	2132.53	46.11	3743.07
其中: 归属于母公司所有者的净利润				
少数股东损益				
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				

附件 3-1 2006~2007 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	8251.00	9086.20	10.12
收到的税费返还			
收到其他与经营活动有关的现金	3789.52	1940.68	-48.79
经营活动现金流入小计	12040.52	11026.88	-8.42
购买商品、接受劳务支付的现金	4113.46	4262.07	3.61
支付给职工以及为职工支付的现金	1843.21	2315.61	25.63
支付的各项税费		0.77	
支付其他与经营活动有关的现金	4419.72	3985.98	-9.81
经营活动现金流出小计	10376.39	10564.44	1.81
经营活动产生的现金流量净额	1664.13	462.44	-72.21
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金			
取得投资收益收到的现金			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	174.81	2712.93	1451.97
投资支付的现金			
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计	174.81	2712.93	1451.97
投资活动产生的现金流量净额	-174.81	-2712.93	1451.97
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金			
取得借款收到的现金	2400.00	6611.40	175.48
发行债券收到的现金		6000.00	
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	2400.00	12611.40	425.48
偿还债务支付的现金	2625.00	8400.00	220.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	171.35	437.39	155.26
支付其他与筹资活动有关的现金	600.00	688.60	14.77
筹资活动现金流出小计	3396.35	9525.99	180.48
筹资活动产生的现金流量净额	-996.35	3085.41	-409.67
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	492.97	834.92	69.36
加: 期初现金及现金等价物余额	835.96	1328.94	58.97
六、期末现金及现金等价物余额	1328.94	2163.85	62.83

附件 3-2 2006~2007 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2006 年	2007 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	1459.50	2132.53	46.11
加: 资产减值准备	25.90	1.17	-95.47
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	844.78	729.47	-13.65
无形资产摊销	39.09	43.37	10.94
长期待摊费用摊销			
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)			
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)			
财务费用(收益以“-”号填列)	171.35	813.28	374.62
投资损失(收益以“-”号填列)			
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)			
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)			
待摊费用减少(增加以“-”号填列)			
预提费用增加(减少以“-”号填列)			
存货的减少(增加以“-”号填列)	-68.68	51.41	-174.85
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-3880.14	-2290.19	-40.98
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	3029.34	-1158.65	-138.25
其他	43.00	140.04	225.68
经营活动产生的现金流量净额	1664.13	462.44	-72.21
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	1328.94	2163.85	62.83
减: 现金的期初余额	835.96	1328.94	58.97
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	492.97	834.92	69.36

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 1-9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	35.62	37.62	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.32	--
盈利能力			
营业利润率(%)	20.53	33.03	37.59
总资本收益率(%)	7.50	8.84	--
净资产收益率(%)	7.54	9.92	--
财务构成			
资产负债率(%)	32.53	36.01	31.68
全部债务资本化比率(%)	11.03	24.57	21.72
长期债务资本化比率(%)	0.00	24.57	21.72
偿债能力			
流动比率(%)	42.29	141.59	196.94
速动比率(%)	40.14	138.65	233.50
EBITDA 利息倍数(倍)	14.68	8.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.95	2.13	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.62	-0.32	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	8.69	-5.85	--
现金流			
现金收入比(%)	91.47	92.13	--
盈利现金比率(%)	114.02	21.68	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

中航三鑫股份有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	14745.11	32828.27	29328.59
资产总额(万元)	60141.59	105696.92	124735.85
所有者权益(万元)	24383.41	52356.60	54568.08
长期债务(万元)	0.00	6036.70	6250.45
全部债务(万元)	21153.64	31460.00	46976.65
营业收入(万元)	80297.96	105000.80	100292.45
利润总额(万元)	4638.89	5403.06	3354.88
EBITDA(万元)	6411.51	7319.42	--
经营性净现金流(万元)	4328.43	2389.70	1441.57
营业利润率(%)	15.30	14.17	11.65
净资产收益率(%)	16.58	9.12	--
资产负债率(%)	59.46	50.47	56.25
全部债务资本化比率(%)	46.45	37.53	46.26
流动比率(%)	137.60	176.35	140.77
全部债务/EBITDA(倍)	3.30	4.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.51	7.77	--
经营现金流流动负债比率(%)	12.10	5.12	2.37

注: 2007 年财务报表按新会计准则编制, 2006 年财务数据为追溯调整数。
2008 年三季度数据未经审计。

分析师

陈 钊

电话: 010-85679696-8891

邮箱: chendang@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 中航三鑫股份有限公司(以下简称“公司”)形成了一定规模的幕墙产业链, 资产规模增长较快, 营业收入及利润总额保持上升趋势; 但是公司盈利水平受原材料价格上涨, 汇率波动影响有所下降, 经营活动现金流净额下降较快。公司债务规模大幅增长, 债务负担整体有所加重。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司作为建筑施工企业, 重点承接政府工程, 受房地产市场波动的影响较小; 未来两年, 公司已确定承揽上海世博会相关的机场、场馆幕墙工程, 预计收入及利润规模将保持平稳增长; 而且公司投资的新项目即将投产发挥效益, 预计未来公司盈利水平将会有所提高。

综合考虑, 联合资信维持公司的主体长期信用等级 A⁺, 评级展望为稳定。

优势

- 1、在幕墙工程和幕墙玻璃制品加工领域, 公司具有较强的技术优势和综合实力。
- 2、公司重点承接政府工程, 受房地产市场波动的影响较小。
- 3、公司 LOW-E 节能玻璃项目、大亚湾三鑫节能幕墙项目即将投产发挥效益, 预计未来盈利能力将会有所提高。
- 4、公司直接融资渠道畅通。

关注

- 1、原材料价格上涨、汇率波动给公司带来负面影响, 盈利能力明显下降。
- 2、公司作为建筑施工企业, 应收账款相对较大且回收周期较长。
- 3、因经营规模扩大, 公司债务规模大幅增长, 债务负担整体有所加重。

4、公司经营现金流净额有所下降。

一、公司概况

中航三鑫股份有限公司（以下简称“公司”）前身为深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司，成立于2000年12月，注册资本3320万元。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2007]207号文核准，公司于2007年8月9日首次向社会公众发行人民币普通股3400万股，并于2007年8月23日在深圳证券交易所挂牌上市交易（公司简称：三鑫股份，股票代码：002163）。截至2008年12月底，公司股本20400万股，持有公司5%以上股份的股东有自然人韩平元（持股28.46%），深圳贵航实业有限公司（简称“深圳贵航”）（持股20.51%），中国贵州航空工业（集团）有限责任公司（简称“贵航集团”）（持股8.49%）。其中贵航集团持有深圳贵航91%的股权，是深圳贵航的实际控制人，因此贵航集团与深圳贵航合计持有公司29%的股权，超出韩三元先生28.46%的持股比例，贵航集团变更为公司实际控制人。同时贵航集团是中国航空工业第一集团公司的全资子公司。2008年11月6日，中国航空工业集团公司设立后，依法承接原中国航空工业第一集团公司及中国航空工业第二集团公司的全部权利义务。因此，公司实际控制人变更为中国航空工业集团公司。2008年12月29日，公司名称变更为现名，公司简称变更为“中航三鑫”，股票代码不变。

公司经营范围：玻璃深加工产品技术开发；生产销售建筑安全节能玻璃、光学玻璃、光控玻璃、电子平板玻璃和建筑幕墙、建筑门窗、钢结构、玻璃深加工机械设备；承担建筑幕墙工程设计、施工；进出口业务等。截至2008年6月底，公司拥有4家控股子公司（见附表1）。

截至2007年底，公司合并资产总额10.57亿元，所有者权益5.24亿元；2007年实现营业收入10.50亿元，利润总额0.54亿元。

截至2008年9月底，公司合并资产总额12.47亿元，所有者权益5.46亿元；2008年1~9月实现营业收入10.03亿元，净利润0.34亿元。

公司注册地址：深圳市南山区南海大道2061号新保辉大厦17层；公司法定代表人：费元文。

二、经营概况

1. 经营分析

从收入构成来看，2007年公司实现营业收入10.50亿元，以幕墙工程施工（占比73.62%）为主，另外幕墙玻璃制品和家电玻璃制品增长较快，分别同比增长43.64%和146.15%。公司大部分毛利来自幕墙工程施工，幕墙玻璃和家电玻璃毛利占比均呈小幅上升趋势，三项业务毛利润占比分别为70.50%，22.84%及6.66%。（见表1）

表1 2006~2008年6月底主要业务经营情况

项目（亿元）	主营业务收入				主营业务毛利润				毛利率（%）		
	2006年	2007年	增长率（%）	08年1-6月	2006年	2007年	增长率（%）	08年1-6月	2006年	2007年	08年1-6月
幕墙玻璃制品	1.65	2.37	43.64	1.51	0.44	0.51	15.91	0.33	26.67	21.52	21.85
家电玻璃制品	0.26	0.64	146.15	0.44	0.09	0.16	77.78	0.05	34.62	25.00	11.36
幕墙工程施工	6.20	7.73	24.68	4.66	0.91	1.07	17.58	0.56	14.68	13.84	12.02
内部抵消	0.09	0.24	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	8.03	10.50	30.76	6.61	1.43	1.74	21.68	0.94	17.81	16.57	14.22

注：内部抵消系石岩生产中心销售给工程分公司的玻璃深加工销售收入。

资料来源：公司财报

从区域分类看，跟踪期内，公司以国内销售为主（占比84.95%），2007年实现收入8.92亿元，

同比增长27.79%；境外实现收入1.82亿元，同比增长59.65%，主要以幕墙节能玻璃产品出

口为主。

从订单完成情况来看，2007年公司完成订单总量13.5亿元，比2006年多接单3.5亿元。其中幕墙工程施工订单9.7亿元，幕墙玻璃订单3亿元，家电玻璃订单0.8亿元。

公司重点承接3000万元以上的大型、特大型技术含量高的政府重点工程和节能项目，因此幕墙工程施工板块受房地产市场波动的影响较小。跟踪期内，公司在建工程主要为北京奥运场馆、首都机场等大型建筑的幕墙施工。未来两年，公司已确定承揽上海世博会相关的场馆、机场幕墙工程建设，预计收入及利润将保持平稳增长。

2. 项目情况

2007年，公司上市募集资金2.77亿元，发债募集资金5000万元，主要投向三个项目（见表2）。截至2008年9月底，上述项目进展顺利。

表2 募集资金项目概况

项目名称	项目总投资(万元)	主要资金来源	截至08年6月底进展情况
年产140万平方米低辐射膜（LOW-E）节能玻璃生产线项目	18624.00	上市募集 发债募集	08年10月到大亚湾生产基地安装，预计08年底或2009年初正式投产。
大亚湾三鑫节能幕墙产品生产基地	14000.00	上市募集	08年3月15日正式建成生产。
ITO平板显示器镀膜玻璃生产线项目	5612.00	发债募集	生产线已经安装调试完毕并投产。

资料来源：公司财报

3. 未来规划

公司未来重点发展节能环保幕墙工程技术的应用和推广，LOW-E 节能玻璃、太阳能玻璃、电子玻璃、航空玻璃等特种玻璃材料的制造业与深加工产品。具体措施为：公司引进新技术建设蚌埠三鑫“日熔量 250 吨全氧燃烧超白太阳能玻璃生产线项目”；公司上市募集资金投资的德国冯.阿登纳离线 Low-E 节能玻璃生产线设备已于 2008 年 10 月到大亚湾生产基地安装，预计 2009 年初正式投产；三鑫精美特电子镀膜玻璃生产线已经安装调试完毕并投产；信息行业应用的 AR（减反）IT 玻璃产品已投入市场，新增两条电子功能 IT 玻璃镀膜生产线已于 2008 年 8 月安

装，预计 2009 年初投产。

4. 重大事项

2008 年 9 月 24 日，贵航集团通过深圳证券交易所系统以大宗交易方式增持公司股份，成为公司实际控制人。贵航集团是中国航空工业第一集团公司的全资子公司。2008 年 11 月 6 日，中国航空工业集团公司设立。2008 年 11 月 7 日，中国航空工业集团公司依法承接原中国航空工业第一集团公司及中国航空工业第二集团公司的全部权利义务。因此，公司实际控制人变更为中国航空工业集团公司。

依据公司第三届董事会第十四次会议决议和 2008 年第三次临时股东大会决议，并报经国家工商行政管理总局和深圳市工商行政管理局核准，公司名称由“深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司”变更为“中航三鑫股份有限公司”。公司名称变更后，经营范围不变，“中航三鑫股份有限公司”依法承接原“深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司”的全部权利义务。

经公司申请并经深圳证券交易所核准，公司股票证券简称于 2008 年 12 月 29 日起由“三鑫股份”变更为“中航三鑫”，公司股票证券代码“002163”保持不变。

总体看，跟踪期内，公司仍然以幕墙工程施工为主要盈利板块，收入及利润保持稳定增长。

三、财务分析

公司 2007 年度财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。2008 年 3 季度数据未经审计。

从盈利能力来看，2007 年公司实现营业收入 105000.80 万元，同比增长 30.76%；实现净利润 4775.02 万元，同比增长 18.13%。2008 年 1~9 月，公司实现营业收入 100292.45

万元，净利润 2797.48 万元，分别占 2007 年底的 95.52%及 58.59%。2006~2008 年 9 月公司营业利润率分别为 15.30%、14.17%和 11.65%，盈利水平下降的原因是公司生产所需的原材料（浮法平板玻璃、铝型材等）价格上升；2007 年 7 月 1 日起玻璃产品退税率由 13%降低到 5%；公司海外玻璃制品销售市场不断增长，出口产品销售主要为美元结算，人民币汇率波动对出口产品销售收入产生影响。

从资产构成来看，2007 年公司资产总额 105696.92 万元，较 2006 年增长 75.75%，流动资产占 77.85%。公司作为建筑施工企业，销售收入结算与工程进度紧密结合，应收账款相对较大，2007 年底应收账款 12934.19 万元，占全部流动资产的 15.72%。2007 年公司负债总额 53340.32 万元，全部债务 31460.00 万元。2007 年 8 月，由于公司上市向社会公开增发股票，实收资本得到充实，公司资产负债率和全部债务资本化比率下降至 50.47%和 37.53%，公司债务负担有所减轻。截至 2008 年 9 月底，公司资产总额 124735.85 万元，负债总额 70167.77 万元，全部债务 46976.65 万元，负债规模扩大，导致资产负债率和全部债务资本化比率上升，分别为 56.25%和 46.26%，公司债务负担明显加重。

从现金流来看，经营活动方面，2007 年公司经营活动现金净流量较 2006 年下降 44.80%，主要是原材料价格上涨及原材料采购增加导致采购货款同比增长所致，同时随着公司经营规模的扩大，公司支付给职工的现金、税费及其他与经营活动有关的现金（技术开发费、市场费用等）均大幅增长也导致经营活动现金净流量下降；2007 年公司现金收入比为 94.88%，收入的实现质量一般。投资活动方面，2007 年公司投资活动现金净流量较 2006 年下降 173.61%，主要是投资规模扩大，公司购建固定资产现金流量大幅支出所致。筹资活动方面，2007 年由于经营现金流有所下滑，而投资支出规模相对较大，公司对外筹资规模较 2006 年大幅增长。2008 年 1~9 月公司

经营活动现金流净额为 1441.57 万元；投资活动现金流净额为-17391.57 万元；筹资活动现金流净额为 12259.59 万元，筹资压力较大。

从偿债能力来看，2007 年，公司流动比率和速动比率分别为 176.35%和 123.49%，与 2006 年相比均有所上升，考虑到流动资产中应收账款占比较大，而且 2007 年公司经营现金流流动负债比率为 5.12%，较 2006 年大幅下降，公司实际短期支付能力偏弱；2007 年末，公司全部债务/EBITDA 为 4.30 倍，EBITDA 利息倍数为 7.77 倍，2007 年公司长期偿债能力一般。截至 2008 年 9 月底，公司现金类资产为 29328.59 万元，是本期债券额度的 5.87 倍；公司 2007 年 EBITDA 为 7319.42 万元，是本期债券发行额度的 1.46 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力及整体偿债能力较强。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司的主体长期信用等级 A⁺，评级展望为稳定。

附表 1 截至 2008 年 9 月底公司控股子公司

子公司	注册地	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例	表决权比例	是否纳入合并 报表范围
惠州大亚湾三鑫玻璃技术有限公司	惠州	制造业	15000	100%	100%	是
深圳市三鑫精美特玻璃有限公司	深圳	制造业	6000	70%	70%	是
三鑫(惠州)幕墙产品有限公司	惠州	制造业	1000	70%	70%	是
深圳市三鑫幕墙工程有限公司	深圳	建筑装饰业	10000	100%	100%	是

附件 2-1 2006~2008 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动资产：				
货币资金	14745.11	32795.00	122.41	29104.59
交易性金融资产				
应收票据		33.27		224.00
应收账款	7895.93	12934.19	63.81	17399.36
预付款项	3547.24	9814.78	176.69	12405.87
应收利息				
应收股利				
其他应收款	367.86	2037.60	453.91	2783.73
存货	22645.89	24665.53	8.92	23669.48
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	49202.03	82280.37	67.23	85587.04
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产				
固定资产	7986.54	14299.30	79.04	16209.87
在建工程	1583.98	6014.30	279.70	19805.48
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	1156.90	2649.71	129.04	2651.45
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	94.15	148.22	57.43	133.59
递延所得税资产	117.99	304.53	158.09	348.43
其他非流动资产		0.48		
非流动资产合计	10939.56	23416.55	114.05	39148.82
资产总计	60141.59	105696.92	75.75	124735.85

注：2007 年财务报表按新会计准则编制，2006 年财务数据为追溯调整数，下同。

附件 2-2 2006~2008 年 9 月底资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动负债：				
短期借款	12300.00	13188.03	7.22	26919.93
交易性金融负债		124.23		3.04
应付票据	8853.64	12235.27	38.19	13806.27
应付账款	8875.31	16781.65	89.08	14000.14
预收款项	1569.76	1142.65	-27.21	2801.93
应付职工薪酬	782.28	220.28	-71.84	159.42
应交税费	1433.67	1430.00	-0.26	1590.80
应付利息				
应付股利				
其他应付款	1697.78	1534.71	-9.61	1517.38
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	245.72			
流动负债合计	35758.18	46656.83	30.48	60798.93
非流动负债：				
长期借款		1000.00		1000.00
应付债券		5036.70		5250.45
长期应付款		646.79		3118.39
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计		6683.49		9368.84
负债合计	35758.18	53340.32	49.17	70167.77
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	10200.00	13600.00	33.33	20400.00
资本公积	2865.20	25245.27	781.10	18445.27
减：库存股				
盈余公积	2495.79	2918.49	16.94	2918.49
未分配利润	8303.27	9788.41	17.89	11155.87
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	23864.26	51552.16	116.02	52919.63
少数股东权益	519.15	804.44	54.95	1648.46
所有者权益（或股东权益）合计	24383.41	52356.60	114.72	54568.08
负债和所有者权益（或股东权益）总计	60141.59	105696.92	75.75	124735.85

附件 3 2006~2008 年 1-9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1-9 月
一、营业收入	80297.96	105000.80	30.76	100292.45
减: 营业成本	65981.29	87611.10	32.78	86699.93
营业税金及附加	2033.29	2508.02	23.35	1906.62
销售费用	3240.85	3938.96	21.54	3350.24
管理费用	3920.39	4116.52	5.00	3785.85
财务费用	629.15	1033.22	64.23	1063.03
资产减值损失	-141.48	547.17	-486.75	243.87
加: 公允价值变动收益 (损失以“一”号填列)				
投资收益 (损失以“一”号填列)				
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“一”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“一”号填列)	4634.47	5245.80	13.19	3242.92
加: 营业外收入	10.24	213.84	1989.14	140.70
减: 营业外支出	5.81	56.59	874.46	28.74
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“一”号填列)	4638.89	5403.06	16.47	3354.88
减: 所得税费用	596.64	628.04	5.26	557.40
四、净利润 (净亏损以“一”号填列)	4042.25	4775.02	18.13	2797.48
其中: 归属于母公司所有者的净利润	3863.10	4457.84	15.40	2727.46
少数股东损益	179.15	317.18	77.05	70.01
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				

附件 4-1 2006~2008 年 1-9 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	77938.07	99625.87	27.83	89529.42
收到的税费返还		558.15		109.34
收到其他与经营活动有关的现金	125.29	4.83	-96.14	382.88
经营活动现金流入小计	78063.36	100188.85	28.34	90021.65
购买商品、接受劳务支付的现金	64590.77	81586.39	26.31	75555.17
支付给职工以及为职工支付的现金	4479.61	6459.27	44.19	5566.99
支付的各项税费	2589.29	3929.90	51.78	3533.31
支付其他与经营活动有关的现金	2075.27	5823.58	180.62	3924.61
经营活动现金流出小计	73734.93	97799.15	32.64	88580.08
经营活动产生的现金流量净额	4328.43	2389.70	-44.79	1441.57
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		40.26		0.05
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计		40.26		0.05
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5179.87	14212.86	174.39	17391.62
投资支付的现金				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	5179.87	14212.86	174.39	17391.62
投资活动产生的现金流量净额	-5179.87	-14172.60	173.61	-17391.57
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	2616.00	27769.37	961.52	1173.00
取得借款收到的现金	24120.00	19650.56	-18.53	23800.00
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金		5000.00		
筹资活动现金流入小计	26736.00	52419.94	96.06	25038.95
偿还债务支付的现金	22257.13	16800.00	-24.52	10000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1961.66	3442.33	75.48	2726.68
支付其他与筹资活动有关的现金		4355.52		52.68
筹资活动现金流出小计	24218.79	24597.85	1.57	12779.36
筹资活动产生的现金流量净额	2517.21	27822.09	1005.28	12259.59
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		196.05		
五、现金及现金等价物净增加额	1665.76	15843.14	851.10	-3690.41
加: 期初现金及现金等价物余额	10686.87	12352.63	15.59	28195.77
六、期末现金及现金等价物余额	12352.63	28195.77	128.26	24505.37

附件 4-2 2006~2007 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2006 年	2007 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	4042.25	4775.02	18.13
加: 资产减值准备	-111.42	547.17	-591.09
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1214.15	854.20	-29.65
无形资产摊销	1.18	88.99	7415.64
长期待摊费用摊销	0.00	31.38	
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)	-5.96	-40.26	575.19
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)			
财务费用(收益以“-”号填列)	706.70	1033.22	46.20
投资损失(收益以“-”号填列)			
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-52.62	186.54	-454.50
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)			
待摊费用减少(增加以“-”号填列)			
预提费用增加(减少以“-”号填列)			
存货的减少(增加以“-”号填列)		-2019.64	
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-1102.67	-13868.88	1157.76
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-2684.19	10801.96	-502.43
其他	2321.00	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	4328.43	2389.70	-44.79
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本	-111.42	0.00	-100.00
一年内到期的可转换公司债券	1214.15	0.00	-100.00
融资租入固定资产		633.89	
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	12352.63	28195.77	128.26
减: 现金的期初余额	10686.87	12352.63	15.59
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	1665.76	15843.14	851.10

附件 5 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	10.17	10.07	--
存货周转次数(次)	2.91	3.70	--
总资产周转次数(次)	1.34	1.27	--
盈利能力			
营业利润率(%)	15.30	14.17	11.65
总资本收益率(%)	10.10	6.82	--
净资产收益率(%)	16.58	9.12	--
财务构成			
资产负债率(%)	59.46	50.47	56.25
全部债务资本化比率(%)	46.45	37.53	46.26
长期债务资本化比率(%)	0.00	10.34	10.28
偿债能力			
流动比率(%)	137.60	176.35	140.77
速动比率(%)	74.27	123.49	101.84
EBITDA 利息倍数(倍)	11.51	7.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.30	4.30	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.04	-0.37	-0.34
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.53	-12.51	--
现金流			
现金收入比(%)	97.06	94.88	89.27
盈利现金比率(%)	107.08	50.05	51.53

附件 6 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市高新科技股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB 评级展望: 负面
上次评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 8 月
现金类资产(万元)	3366.71	3389.26	2763.95
资产总额(万元)	50140.5	55689.29	54026.67
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	27720.4	31960.97	32707.70
短期债务(万元)	15285.9	2500.00	589.17
全部债务(万元)	15285.9	19234.82	17401.01
营业收入(万元)	36594.8	45122.17	26622.30
利润总额(万元)	3558.69	4536.06	224.71
EBITDA(万元)	5572.46	8339.36	4028.00
经营性净现金流(万元)	-8695.3	-1462.21	2475.36
营业利润率(%)	23.62	20.82	18.36
净资产收益率(%)	11.80	13.27	--
资产负债率(%)	44.71	42.61	39.46
全部债务资本化比率(%)	35.54	37.57	34.73
流动比率(%)	130.59	460.52	763.44
全部债务/EBITDA(倍)	2.74	2.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.74	6.73	--
经营现金流负债比率(倍)	-39.04	-20.91	--

注: 公司报表按新会计准则编制, 2006 年数据为 2007 年年初数, 2008 年 8 月数据未经审计, EBITDA 为估算值。

分析师

刘雪城

010-85679696-8853

liuxc@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 深圳市高新科技股份有限公司(以下称“公司”)债务规模变化不大, 债务期限的调整在一定程度上缓解了公司的短期支付压力。公司为顺应行业发展趋势优化了产品结构, 主营业务依然保持了较大的生产规模, 但公司传统固定电话机业务总体销售状况不理想, 产品积压明显, 并存在大额应收款。

2007年以来生产成本的上升导致公司主营业务的获利能力呈下滑趋势; 而2008年下半年以来宏观经济增长的减缓和出口形势的恶化对公司生产经营产生不利影响, 导致利润水平和偿债能力继续下降。

综合考虑, 联合资信评估有限公司将公司的主体长期信用等级调整为BBB, 评级展望为负面。

优势

1. 公司产品结构有所改善。
2. 公司债务负担较轻, 债务结构调整使公司的短期支付压力有所缓解。

关注

1. 2008年下半年以来宏观经济增长的减缓和出口形势的恶化对公司产品出口影响大。
2. 2008年公司利润水平快速下降。
3. 公司应收账款和存货规模大。

一、企业概况

深圳市高新奇科技股份有限公司（以下简称“公司”）是2002年9月28日成立的股份有限公司。截至2008年8月底，公司股本2亿元，其中许晓东和许瑞强各持有25%、许瑞杰和陈宝珊各持有10%、许瑞洪和深圳市高新奇投资有限公司各持有15%的股份。

公司经营范围：电话机、传真机、数字解码器的技术开发、生产、销售、通信器材、通信设备、电子产品及多媒体产品的技术开发、销售；经营进出口业务。

截至2007年底，公司资产总额5.57亿元，所有者权益3.20亿元；2007年实现营业收入4.51亿元，利润总额0.45亿元。

公司注册地址：深圳市宝安区67区留仙一路高新奇科技工业园；法定代表人：许晓东。

二、生产经营

2007年全国固定电话用户数量净减少233.70万户，是1968年以来首次出现年度负增长。与此形成对照的是，2007年中国移动电话用户新增8622.80万户，成为移动电话用户增长最多的一年。2008年1~8月，中国固定电话用户净减少1156.70万户，移动电话用户净增6871.10万户。在移动电话价格、资费水平不断下降的环境下，这种变化趋势将继续保持。

公司主营业务是固定电话机和移动电话机的生产销售。2007年之前，公司的产品高度集中于固定电话机（包括传统电话机和无绳电话机）。在消费需求趋势逐渐明朗的环境下，公司的产品结构也在不断进行调整。2007年公司停产4条固定电话机生产线，同时新上2条手机生产线，产品结构因此大幅变化。2007年公司传统固定电话机和无绳电话机产量分别为887.47万部和2.12万部，同比分别减少14.01%和69.12%；手机产量21.27万部，同比增长448.62%。

因亚洲和非洲等部分国家对固定电话机仍

有一定的需求，公司固定电话机业务尽管保持下降趋势但仍将保持较大规模，目前公司大约60%的固定电话机用于出口。2008年1~8月，公司传统固定电话机产量为510.31万部、无绳电话机产量60.73万部，分别占2007年的57.50%和286.55%。

2007年以来，特别是2008年以来，市场竞争带来产品价格呈下行趋势；原材料和人工成本上升，导致公司产品毛利率不断走低；而宏观经济增长的减缓和出口形势的恶化，导致公司传统固定电话机产生大量积压。2008年1~8月，公司的营业利润率降至18.36%，传统固定电话机的产销率降至70.51%。预计公司未来二至三年的生产经营将面临一定困难。

三、财务分析

公司提供的2007年财务报表已经深圳大华天诚会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2008年1~8月份的会计报表未经审计。

截至2007年底，公司资产总额5.57亿元，所有者权益3.20亿元；2007年实现营业收入4.51亿元，利润总额0.45亿元。

截至2008年8月底，公司资产总额5.40亿元，所有者权益3.27亿元；2008年1~8月实现营业收入2.66亿元，利润总额0.02亿元。

2007年及2008年前8个月，公司未进行大额的投资建设活动，资产总额和资产结构均未有明显变化。截至2008年8月底，公司资产总额5.40亿元，流动资产和非流动资产分别占比63.69%和36.31%。流动资产高度集中于应收账款和存货，但应收账款和存货的周转速度慢，非流动资产集中于房屋建筑物。

2007年及2008年前8个月，公司负债总额未有明显变化，但进行了债务期限调整，负债结构大幅变化。截至2008年8月底，公司负债总额2.13亿元，流动负债和非流动负债分别占比21.14%和78.86%。公司资产负债率和全部

债务资本化比率保持连续小幅下降，2008 年 8 月底分别为 39.46%和 34.73%，公司债务负担较轻。

因产品价格的下行，以及原材料和人工成本的上升，公司盈利能力呈小幅下降趋势。2007 年和 2008 年前 8 个月的公司营业利润率分别下降至 20.82%和 18.36%，公司主营业务目前的获利能力正常。2008 年销售费用和人工费用的明显增长，导致公司期间费用大幅上升，2008 年 1~8 月公司营业利润实现 66.63 万元，仅占 2007 全年的 1.70%；2008 年公司整体盈利能力大幅下降。

2007 年和 2008 年前 8 个月，公司收入的现金实现质量较 2006 年大幅改善，经营活动获取现金净额的能力明显提升。2008 年 1~8 月，公司现金收入比率实现 113.82%，经营活动产生现金流量净额 2475.36 万元。因未有大规模的投资建设，公司投资活动和筹资活动的现金净额保持较低水平。

因债务期限的调整，公司流动负债大幅下降，短期偿债能力指标表现良好，2007 年底和 2008 年 8 月底的流动比率分别为 460.52%和 763.44%。但公司流动资产高度集中于应收账款和存货，公司短期的支付能力远低于指标显示值。与 2006 年相比，2007 年公司长期偿债能力保持相对稳定稳定，EBITDA 利息支出倍数为 6.73 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 2.31 倍；但 2008 年公司利润水平大幅下滑，公司长期偿债能力明显下降。

2007 年公司 EBITDA 实现 0.83 亿元，较上年增长 48.21%，EBITDA 对公司发行的 5000 万元中小企业集合债（本期债券）的保障能力明显提升；但 2008 年 1~8 月份的经营业绩迅速下降，实现的利润总额不及上年的 5%，EBITDA 值不足 2007 全年的 50%，公司对本期债券的保障能力下降明显；总体上，目前公司对本期债券的保障能力趋弱。

综合考虑，联合资信评估有限公司将公司的主体长期信用等级调整为BBB，评级展望为

负面。

附件 1 合并资产负债表

(单位: 万元)

	2007 年期初数	2007 年期末数	2008 年 8 月底
流动资产			
货币资金	2,384.58	2,967.19	2,039.89
应收票据	982.14	422.07	724.06
应收账款	11,357.00	9,611.51	8,174.04
预付款项	2,243.28	6,054.18	5,594.10
其他应收款	1,533.57	506.96	2,162.93
存货	10,582.18	12,644.80	15,714.27
流动资产合计	29,082.74	32,206.71	34,409.29
非流动资产			
长期股权投资	-	102.00	102.00
固定资产	19,035.51	17,983.07	14,502.57
在建工程	199.29	-	2.70
无形资产	1,637.28	1,602.93	1,580.04
长期待摊费用	185.71	3,794.57	3,430.07
非流动资产合计	21,057.79	23,482.57	19,617.38
资产总计	50,140.54	55,689.29	54,026.67
	2007 年期初数	2007 年期末数	2008 年 8 月底
流动负债			
短期借款	15,285.99	2,500.00	-
应付票据	-	-	589.17
应付账款	5,757.59	2,890.91	3,335.76
预收款项	1,183.62	1,043.63	1,787.17
应付职工薪酬	212.10	259.18	737.22
应交税费	-265.36	164.75	-178.75
应付利息	-	31.67	221.67
其他应付款	96.10	103.36	-1,985.11
流动负债合计	22,270.06	6,993.49	4,507.13
非流动负债			
长期借款	-	12,000.00	12,000.00
应付债券	-	4,734.82	4,811.84
专项应付款	150.00	-	-
非流动负债合计	150.00	16,734.82	16,811.84
负债合计	22,420.06	23,728.32	21,318.97
所有者权益			
实收资本	20,000.00	20,000.00	20,000.00
资本公积	479.76	479.76	479.76
盈余公积	922.51	1,346.56	1,346.56
未分配利润	6,318.21	10,134.65	10,881.38
归属于母公司股东权益合计	27,720.48	31,960.97	32,707.70
少数股东权益			
股东权益合计	27,720.48	31,960.97	32,707.70
负债和所有者权益合计	50,140.54	55,689.29	54,026.67

附件 2 合并利润表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	2008 年 1~8 月
一、营业收入	36,594.83	45,122.17	26,622.30
减: 营业成本	27,939.08	35,653.73	21,695.58
营业税金及附加	12.70	72.47	38.97
销售费用	551.49	823.70	846.15
管理费用	3,805.41	3,388.19	3,099.11
财务费用	739.97	1,278.96	875.86
资产减值损失	43.00	-13.27	-
二、营业利润	3,503.19	3,918.38	66.63
加: 营业外收入	62.50	629.04	173.99
减: 营业外支出	7.00	11.36	15.91
三、利润总额	3,558.69	4,536.06	224.71
减: 所得税费用	286.75	295.57	61.59
四、净利润	3,271.94	4,240.49	163.12

附件 3 合并现金流量表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	2008 年 1~8 月
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	31,369.05	51,379.70	30,301.77
收到的税费返还	671.16	1,487.19	1,663.85
收到其他与经营活动有关的现金	116.37	652.97	1,499.68
经营活动现金流入小计	32,156.58	53,519.86	33,465.30
购买商品、接受劳务支付的现金	35,185.15	48,628.89	24,830.19
支付给职工以及为职工支付的现金	1,953.85	2,353.03	1,840.99
支付的各项税费	249.04	247.92	307.35
支付其他与经营活动有关的现金	3,463.88	3,752.24	4,011.41
经营活动现金流出小计	40,851.92	54,982.07	30,989.95
经营活动产生的现金流量净额	-8,695.34	-1,462.21	2,475.36
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	4,989.64	-	-
取得投资收益收到的现金			
处置固定无形资产和其他资产收回的现金	-	2.90	-
收到其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计	4,989.64	2.90	-
购建固定无形资产和其他长产支付的现金	1,981.05	552.93	48.05
投资支付的现金	-	102.00	-
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计	1,981.05	654.93	48.05
投资活动产生的现金流量净额	3,008.59	-652.03	-48.05
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金			
取得借款收到的现金	27,785.99	23,307.61	-
发行债券收到的现金	-	4,722.40	-
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	27,785.99	28,030.01	-
偿还债务支付的现金	20,000.00	24,093.61	2,500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	719.76	1,239.55	854.62
支付其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	20,719.76	25,333.16	3,354.62
筹资活动产生的现金流量净额	7,066.24	2,696.85	-3,354.62
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	1,379.48	582.61	-927.30
将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	3,271.94	4,240.49	
加: 资产减值准备	43.00	-13.27	
固定资产折旧	1,283.09	1,790.47	
无形资产摊销	-	34.35	
长期待摊费用摊销	10.92	738.93	
处置固定无形资产及其他资产损失	-	11.30	
财务费用	719.76	1,239.55	
存货减少	-7,402.51	-2,062.62	
经营性应收项目的减少	-5,414.36	-3,364.71	
经营性应付项目的增加	-1,207.17	-4,076.70	
经营活动现金流量净额	-8,695.34	-1,462.21	

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 8 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	2.97	4.50	
存货周转次数(次)	2.64	2.82	
总资产周转次数(次)	0.73	0.81	
盈利能力			
营业利润率(%)	23.62	20.82	18.36
总资本收益率(%)	9.28	10.70	
净资产收益率(%)	11.80	13.27	
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	-	34.37	33.95
全部债务资本化比率(%)	35.54	37.57	34.73
资产负债率(%)	44.71	42.61	39.46
偿债能力			
流动比率(%)	130.59	460.52	763.44
速动比率(%)	83.07	279.72	414.79
EBITDA 利息倍数(倍)	7.74	6.73	
全部债务/EBITDA(倍)	2.74	2.31	
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.37	-0.11	
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-7.90	-1.71	
现金流			
现金收入比(%)	85.72	113.87	113.82
现金利润比率(%)	-265.76	-34.48	

注：经营效率指标计算采用当年数。

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) /本期债券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市好易通科技有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: A⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	1788.46	6710.40	2700.96
资产总额(万元)	29459.95	38206.01	43830.76
所有者权益(万元)	10631.75	14713.98	20150.28
短期债务(万元)	4800.00	6332.45	7001.61
全部债务(万元)	10300.00	16890.61	14451.58
主营业务收入(万元)	37721.00	41523.51	37999.21
利润总额(万元)	804.65	4922.33	6451.18
EBITDA(万元)	1611.65	6989.59	--
经营性净现金流(万元)	2500.21	3379.61	--
主营业务利润率(%)	32.58	45.80	50.98
净资产收益率(%)	7.48	29.41	--
资产负债率(%)	63.91	61.49	54.03
全部债务资本化比率(%)	49.21	53.44	41.77
流动比率(%)	133.50	206.92	189.13
全部债务/EBITDA(倍)	5.49	2.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.84	9.32	--
经营现金流负债比率(倍)	18.76	26.13	--

注: 公司 2008 年 9 月财务报表未经审计。

分析师

赵广辉

010-85679696-8889
zhaogh@lianheratings.com.cn

李志博

010-85679696-8838
lizb@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 深圳市好易通科技有限公司(以下简称“公司”)不断强化内部管理机制, 管理水平进一步提高。生产规模的扩大和产品的研发创新带动了公司主营业务收入规模快速增长, 盈利能力显著提高; 公司所有者权益规模和债务规模同步增长, 资产规模增长明显, 债务负担有所下降。

预计未来 1~2 年, 公司主营业务不会发生较大变化, 主营业务收入将继续增长, 盈利能力保持较好水平。

综上, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司主体长期信用等级为 A⁻, 评级展望为稳定。

优势

1. 宏观经济下滑带来一定社会安全问题, 带动对公司产品的需求。
2. 公司是全球专业无线对讲机市场三大供应商之一和国内最大的无线对讲机供应商, 占有较多的市场份额。
3. 公司强化内部管理, 管理水平进一步提高。
4. 公司主营业务收入继续快速增长, 盈利能力显著增强。

关注

1. 公司存货、应收账款规模较大, 应收账款增长速度较快, 经营活动获取现金能力有所下滑。
2. 公司正在筹划上市, 其进程存在一定不确定性。

一、企业基本情况

深圳市好易通科技有限公司(以下简称“公司”)成立于1993年5月,初始注册资本人民币188万元。经历次增资,截至2008年9月底,公司注册资本为2000万元,其中陈清州持股83%,陈坚强持股12%,翁玲玲持股5%。

公司经营范围:开发、生产无线电通信器材及配件,提供相关技术服务。

截至2007年底,公司(合并)资产总额为38206.01万元,所有者权益14713.98万元。2007年,公司实现主营业务收入41523.51万元,净利润4327.04万元。

截至2008年9月底,公司(合并)资产总额为43830.76万元,所有者权益20150.28万元。2008年1~9月,公司实现主营业务收入37999.21万元,净利润5436.29万元。

公司注册地址:深圳市南山区高新区北区北环路好易通大厦;公司法定代表人:陈清州。

二、经营分析

1. 经营现状

公司是专业的无线通讯领域中少数能够提供系统化客户解决方案的开发商,公司在国产对讲机终端领域连续9年市场份额位居第一,其模拟集群通信系统已经装备国内二十多个省市自治区,其中警用集群系统占据60%以上的市场份额。

跟踪期内,公司市场占有率进一步提升,成为专业无线对讲机市场的主流品牌。

公司研发中心职能进一步向市场方向转化,初步树立从“对产品的研发负责”向“对产品的市场成功负责”的意识,为公司新产品规划和长期高速成长提供了组织保障。公司模拟产品开发实现全面创新,数字产品研发取得突破性进展,其中TC610、TC780M等新产品上市;DMR产品成功完成产品预研,进入产品开发阶段。

通过引入绩效与薪酬优化项目、DFSS项

目、CMM项目等外部咨询项目,以及内部持续的管理改进活动,公司建立了规范化的财务管理体系,运营管理水平进一步提升,产品质量问题有所减少。

公司入选德勤评选的2007年度中国高科技、高成长50强企业第34位、亚太地区高科技高成长500强企业第287位;公司的“好易通”商标被评定为广东省著名商标;公司TC-1600产品入选《财富》杂志中国2007年度最成功的25个产品设计。

2. 未来发展

由于公司产品在一定程度上属于安全保护性质的产品,宏观经济增长的下滑及其带来的社会问题,在一定程度上会带动公司产品的需求。2008年,公司业务受宏观经济影响较小,继续保持快速增长趋势。

随着全球反恐和公共安全成为各国政府与公众关注的焦点,对专业通讯产品需求将持续旺盛。

总体来看,公司技术研发向市场化发展,不断推出市场需要的新产品;公司加强内部绩效考核,管理水平不断提高;预计未来1~2年,公司主营业务不会发生较大变化,主营业务收入继续保持快速增长,利润率将保持较好水平。

三、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2007年财务报表经深圳恒平会计师事务所有限公司审计,出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2008年三季度财务报表未经审计。

2008年初,公司正式启动上市进程,对业务和资产进行了剥离和清理,以便符合上市要求,导致财务报表合并范围发生了重大变化,公司提供的2007年期初财务数据与2006年期末财务数据不一致(见表1)。

表1 公司新报表与旧报表主要财务数据比较

	2006 年期末	2007 年期初
总资产（万元）	51604.48	38206.01
所有者权益（万元）	20331.42	14713.98
主营业务收入（万元）	44835.08	41523.51
利润总额（万元）	2282.91	4922.33

资料来源：公司提供财务报表

以下财务分析以 2007 年经审计的合并财务报表为主。

2. 资产结构

随着公司经营规模扩大，截至2007年底，公司资产总额38206.01万元，较2006年增长29.69%；其中，流动资产占比70.05%，较2007年初上升9.65%；固定资产占比29.73%。公司流动资产比重上升，固定资产比重下降，主要是流动资产增长较快。

截至2007年底，公司流动资产26762.77万元，同比增长50.41%；其中，主要由货币资金、应收账款和存货构成，分别占流动资产的比重为25.07%、40.96%和28.24%。2007年底，公司流动资产构成较2006年底相比，货币资金和应收账款增长较大，增长幅度分别为275.20%和220.33%，主要是因为公司主营业务收入快速增长。

截至2007年底，公司货币资金余额6710.40万元，同比增长275.20%。

截至2007年底，公司应收账款余额9111.20万元，同比增长220.33%，其中，账龄1年以内的占比91.67%。公司已经按照会计准则的规定计提了坏账准备。公司应收账款质量较好，回收风险较低。

截至2007年底，公司存货余额7556.61万元，同比下降20.53%，主要是原材料、在产品和产成品。

截至2007年底，公司固定资产合计11357.43万元，同比增长71.92%，主要原因是公司为了扩大生产经营规模，对机器设备投资增加。

截至2008年9月底，公司资产总额43830.76万元，较2007年底增长14.72%，公司资产总额的增长主要是流动资产的增长；公司流动资产合计30697.36万元，较2007年底增长17.40%，主要是应收账款和存货增加较多；公司固定资产合计11708.89万元，较2007年底增长3.09%，变化不大。

总体看，公司资产快速增长，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益结构

截至2007年底，公司负债合计23492.02万元，同比增长24.77%，其中，流动负债占比55.06%，长期负债占比44.94%，负债构成较2006年底相比，流动负债比重下降了15.73个百分点。

截至2007年底，公司流动负债合计12933.86万元，主要由短期借款、应付票据、应付账款和应交税金构成，分别占比26.52%、22.44%、21.59%和14.94%。

截至2007年底，公司长期负债合计10558.16万元，由长期借款和应付债券组成，分别占比34.10%和65.90%。公司应付债券为本次发行的7300万元的中小企业集合债券净额。

截至2007年底，公司所有者权益合计14713.98万元，同比增长38.40%，主要来自未分配利润的增加。

截至2007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61.49%、53.44%和41.78%，较2007年初底变化不大。

截至2008年9月底，公司所有者权益20150.28万元，较2007年底上升36.95%，主要是未分配利润的增加；负债总额23680.49万元，较2007年底增长0.80%，基本没有变化，其中，流动负债占68.54%，比重较2007年底上升了13.48个百分点。从债务指标来看，截至2008年9月底，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54.03%、41.77%

和26.99%，均较2007年底有所下降。

总体看，公司负债水平处于合理水平，债务负担适中。

4. 盈利能力

2007年，公司实现主营业务收入41523.51万元，同比增长10.08%。公司主营业务利润率45.80%，较2006年的35.58%有大幅上升。公司实现营业利润4573.73万元，较2006年增长703.40%，净利润4327.04万元，较2006年增长444.01%。公司盈利能力好。

从盈利能力指标来看，2007年，公司总资本收益率17.81%，净资产收益率29.41%，分别较2006年的8.92%和7.48%有大幅上升。

2008年1~9月，公司实现主营业务收入37999.21万元，占2007年全年比重为91.51%，营业利润6499.71万元，净利润5436.29万元。

总体来看，公司主营业务收入继续快速增长，盈利能力较强。

5. 现金流及保障

2007年，公司经营活动现金流入41397.73万元，同比下降17.00%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。公司经营活动现金流量净额3379.61万元，同比增长35.17%。从收入实现质量来看，2007年公司现金收入比97.89%，同比下降15.67个百分点，主要是公司为了扩大市场而扩大信用额度。

从投资活动和筹资活动看，2007年，公司投资较小，筹资活动金额较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2007年底，公司流动比率和速动比率分别为206.92%和148.50%，较2006年底的133.50%和62.16%有大幅度上升，公司短期偿债能力增强。截至2008年9月底，公司流动比率和速动比率分别为189.13%和124.01%，较2007年底有一定幅度下降。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2007年，公司EBITDA增长较快，为6989.59万元，同比增长333.69%，是因为公司利润总额快速增长。2007年，公司EBITDA利息倍数整体呈上升趋势，为9.32倍，EBITDA对利息支出的保护能力增强，主要是因为EBITDA年均增长而利息支出则有所下降。2007年，全部债务/EBITDA倍数下降幅度较大，为2.42倍，公司对债务整体保护能力增强，主要是由于EBITDA的快速增长。

2007年，公司经营性现金流入额和经营性现金流净额分别为41397.73万元和6989.59万元，是本次债券发行额度的5.67倍和0.46倍；2007年，公司EBITDA为6989.59万元，是本次债券发行额度的0.95倍；对本次债券的保护程度一般。

截至2007年底，公司无对外担保。

总体来看，公司资产快速增长，构成较为合理，整体资产质量较好；公司负债水平处于合理水平，债务负担适中；公司主营业务收入继续快速增长，盈利能力较强。

综上所述，联合资信维持公司主体长期信用等级A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 2006 年~2008 年 9 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月
流动资产				
货币资金	1788.46	6710.40	275.20	2700.96
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	2844.30	9111.20	220.33	13527.56
其他应收款	1310.83	1931.54	47.35	2985.26
预付账款	2361.94	1532.02	-35.14	1166.60
存货	9508.79	7556.61	-20.53	10407.70
待摊费用	87.23	0.77	-99.11	2.71
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	17793.22	26762.77	50.41	30697.36
长期投资				
长期股权投资	0.00	0.00		337.97
长期债权投资				
长期投资合计	0.00	0.00		337.97
减：长期投资减值准备				
加：合并价差				
长期投资净额	0.00	0.00		337.97
固定资产				
固定资产原值	6624.16	15298.66	130.95	16698.39
减：累计折旧	2706.55	3941.23	45.62	4989.50
固定资产净值	3917.61	11357.43	189.91	11708.89
固定资产净值减值准备	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	3917.61	11357.43	189.91	11708.89
工程物资				
在建工程				
固定资产合计	11616.82	11357.43	-2.23	11708.89
无形资产及其他资产				
无形资产	1.74	0.00	-100.00	1021.66
其中：土地使用权				
长期待摊费用	48.17	91.18	89.30	76.12
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	49.91	85.81	71.92	1086.55
资产总计	29459.95	38206.01	29.69	43830.76

附件 1-2 2006 年~2008 年 9 月合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月
流动负债				
短期借款	4800.00	3430.46	-28.53	6031.15
应付票据	0.00	2901.99		970.46
应付账款	6334.45	2792.82	-55.91	5641.76
预收账款	334.99	747.98	123.28	1577.41
应付工资	13.72	17.81	29.74	-1.17
应付福利费	19.52	0.00	-100.00	0.00
应付利润（股利）				
应交税金	72.36	1931.67	2569.48	1045.86
其他未交款	0.86	0.04	-94.83	1.34
其他应付款	1752.28	1076.41	-38.57	582.27
预提费用				
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	13328.20	12933.86	-2.96	16230.51
长期负债				
长期借款	5500.00	3600.63	-34.53	400.63
应付债券		6957.53	-	7049.34
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计	5500.00	10558.16	91.97	7449.97
负债合计	18828.20	23492.02	24.77	23680.49
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	2000.00	2000.00	0.00	2000.00
资本公积	1030.90	786.10	-23.75	786.10
盈余公积				
其中：法定公益金	0.00	67.90		0.00
未分配利润	7600.85	11927.88	56.93	17364.18
未确认的投资损失（以“-”号填列）				
外币报表折算差额				
所有者权益合计	10631.75	14713.98	38.40	20150.28
负债及所有者权益合计	29459.95	38206.01	29.69	43830.76

附件 2 2006 年~2008 年 9 月合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月
一、主营业务收入	37721.00	41523.51	10.08	37999.21
减: 主营业务成本	25365.45	22450.18	-11.49	18538.27
主营业务税金及附加	64.77	53.89	-16.81	88.54
加: 代购代销收入				
二、主营业务利润	12290.79	19019.44	54.75	19372.40
加: 其他业务利润	683.85	640.83	-6.29	0.00
减: 营业费用	3541.80	4878.25	37.73	4156.60
管理费用	7791.49	8907.28	14.32	7231.62
财务费用	1072.05	1301.00	21.36	1467.59
其他	0.00	0.00		16.88
三、营业利润	569.30	4573.73	703.40	6499.71
加: 投资收益	0.00	0.00		22.06
补贴收入	167.44	12.17	-92.73	0.00
营业外收入	91.18	358.84	293.57	140.74
其他				
减: 营业外支出	23.27	22.41	-3.68	211.33
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	804.65	4922.33	511.74	6451.18
减: 所得税	9.25	595.29	6335.57	1014.89
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	795.40	4327.04	444.01	5436.29

附件 3 2006 年~2008 年 9 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	42835.33	40646.37	-5.11
收到的税费返还	2279.49	251.71	-88.96
收到的其他与经营活动有关的现金	4764.03	499.66	-89.51
现金流入小计	49878.85	41397.73	-17.00
购买商品、接受劳务支付的现金	30376.38	22610.13	-25.57
支付给职工以及为职工支付的现金	6598.96	8806.06	33.45
支付的各项税费	2449.19	1822.41	-25.59
支付的其他与经营活动有关的现金	7954.11	4779.52	-39.91
现金流出小计	47378.64	38018.13	-19.76
经营活动产生的现金流量净额	2500.21	3379.61	35.17
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金			
取得投资收益所收到的现金			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	25.34	0.05	-99.80
收到的其他与投资活动有关的现金	221.88	0.00	-100.00
现金流入小计	247.21	0.05	-99.98
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	5235.52	674.26	-87.12
投资所支付的现金	10.38	0.00	-100.00
支付的其他与投资活动有关的现金	165.57	0.48	-99.71
现金流出小计	5411.46	674.74	-87.53
投资活动产生的现金流量净额	-5164.25	-674.69	-86.94
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金			
借款所收到的现金	13378.53	15313.08	14.46
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	
现金流入小计	13378.53	15313.08	14.46
偿还债务所支付的现金	10305.39	11255.00	9.21
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	406.05	718.19	76.87
支付的其他与筹资活动有关的现金	39.71	1072.44	2600.60
现金流出小计	10751.16	13045.63	21.34
筹资活动产生的现金流量净额	2627.37	2267.46	-13.70
四、汇率变动对现金的影响	0.00	-50.44	
五、现金及现金等价物净增加额	-36.66	4921.93	-13525.27

附件 4 主要计算指标

项目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数（次）	13.26	6.95	-
存货周转次数（次）	2.67	2.63	-
资产总额周转次数（次）	1.28	1.23	-
盈利能力			
主营业务利润率（%）	32.58	45.80	50.98
总资本收益率（%）	8.92	17.81	-
净资产收益率（%）	7.48	29.41	-
财务构成			
长期债务资本化比率（%）	34.09	41.78	26.99
全部债务资本化比率（%）	49.21	53.44	41.77
资产负债率（%）	63.91	61.49	54.03
偿债能力			
流动比率（%）	133.50	206.92	189.13
速动比率（%）	62.16	148.50	125.01
EBITDA 利息倍数（倍）	4.84	9.32	-
全部债务/EBITDA（倍）	5.49	2.42	-
经营现金流动负债比率（%）	18.76	26.13	-
现金流			
现金收入比率（%）	113.56	97.89	-
盈利现金比率（%）	314.34	78.10	-
筹资活动前产生的现金流量净额（万元）	-2664.03	2704.92	-

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
资产总额周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) /本期债券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据
 全部债务= (长期债务+短期债务)
 EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销
 筹资活动前现金流量净额=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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

深圳市邦凯电子有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁻ 评级展望: 负面上次评级结果: A⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 11 月
现金类资产(万元)	5044.97	6021.21	5330.66
资产总额(万元)	27086.23	36257.29	33734.28
所有者权益(万元)	9017.74	12569.96	13479.30
短期债务(万元)	3394.91	7012.51	7211.37
全部债务(万元)	4394.91	11041.86	11211.37
主营业务收入(万元)	32311.62	34222.19	36841.84
利润总额(万元)	6744.77	4647.45	3826.63
EBITDA(万元)	7443.04	5830.12	--
经营性净现金流(万元)	--	--	--
主营业务利润率(%)	26.05	24.48	20.91
净资产收益率(%)	34.50	34.13	
资产负债率(%)	39.76	65.33	60.04
全部债务资本化比率(%)	21.22	46.76	45.41
流动比率(%)	230.10	156.04	164.76
全部债务/EBITDA(倍)	0.59	1.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	38.94	41.12	--

经营现金流/流动负债比率(%)

注: 公司 2007 年及 2008 年 11 月会计报表均未审计, 2006 年数据为 2007 年初数

分析师

刘雪城

010-85679696-8853

liuxc@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 手机、笔记本电脑、数码相机等电子产品产量大幅增长, 进而带动了锂电池行业的发展。尽管宏观经济的走弱可能影响电子产品的消费需求, 但电子产品消费总量仍然可期, 预计锂电池需求仍保持相当规模。

根据2008年9月联合资信评估有限公司(以下称“联合资信”)对深圳市邦凯电子有限公司(以下称“公司”)的实地走访获得的信息, 公司生产状况基本正常, 上市工作取得一定进展, 债券募投项目未能启动。

未经审计的会计报表显示, 公司产品存在一定积压, 销路有所不畅; 公司债务负担明显加重, 盈利能力和长期偿债能力有所下降。

综合考虑, 联合资信维持公司的主体长期信用等级为A⁻, 评级展望为负面。

优势

1. 消费类电子产品的普及带动锂电池的需求增长。
2. 上市工作的推进有利于公司经营的规范性。

关注

1. 公司盈利能力下降。
2. 公司债务负担加重。
3. 公司应收账款和存货规模大。
4. 公司提供的2007年和2008年11月财务报表均未经审计。

一、企业基本情况

深圳市邦凯电子有限公司（以下简称“公司”）始建于1999年11月，经过多次增资及股东变化，股东变更为6家企业法人和2名自然人（具体见附件1）；公司实际控制人为自然人付启元和高萍。

公司主要经营业务是锂电池产品的研发、生产和销售。

截至2008年11月底，公司资产总额3.37亿元，所有者权益1.35亿元；2008年1~11月实现主营业务收入3.68亿元，利润总额0.38亿元。

公司注册地址：深圳市宝安区龙华镇赤岭头村委侧；法定代表人：付启元。

二、经营管理

锂电池因良好的性能被广泛应用于手机、笔记本电脑、数码相机（摄像机）、MP3、MP4、蓝牙设备等电子产品中。统计数据显示，2007年中国手机产量约5.48亿部、MP3/MP4产量约1.45亿部、数码相机产量约7500万部、笔记本电脑产量约8000万部。电子产品的普及为锂电池行业提供了广阔的市场空间。

2008年下半年宏观经济的走弱将对电子产品市场需求产生负面影响，但电子产品市场仍保持较大规模，且锂电池行业受到政策支持，预计锂电池产品的需求总量仍会保持相当规模。

受益于消费电子的庞大市场，全球经济的低迷趋势未对公司生产经营造成大幅的负面影响，目前公司的生产销售状况保持平稳；但市场结构方面，公司收缩了出口规模并加大国内市场的开拓，目前中兴、华为、富士康等一线品牌企业已成为公司的优质客户。

2007年及2008年前11个月，公司收入保持增长趋势，原材料价格的上涨以及劳动力成本的上升导致公司产品毛利率连续下降。

公司2007年开始筹备上市工作，经过一年努力，目前内控制度基本建立，中介机构完成尽职调查；第一次引入4家战略合作者的私募工

作也已经完成。由于2008年资本市场低迷运行，公司暂缓了上市进程。

由于上市进程受阻，资金融通未达到公司预期；建设成本的上升以及项目设计方案因景观因素受到政府限制等原因，公司原计划的锂离子动力电池技术改造及异地扩建工程项目至今未启动。

三、财务分析

公司提供的2007年和2008年1~11月的会计报表未经审计（附件2~4）。

资产方面，总额保持增长，结构保持稳定；2008年11月底公司资产总额3.37亿元，其中流动资产占比79.39%。公司应收账款和存货增长明显，2008年11月底两者分别占到流动资产的32.23%和40.94%，分别占到2008年1~11月份主营业务收入和主营业务成本的23.43%和37.63%，在一定程度上体现出公司产品销售遇到阻力。

中小企业债券的发行和短期借款的增加使公司债务快速增长，2008年11月底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为60.04%和45.41%；公司债务负担正常。

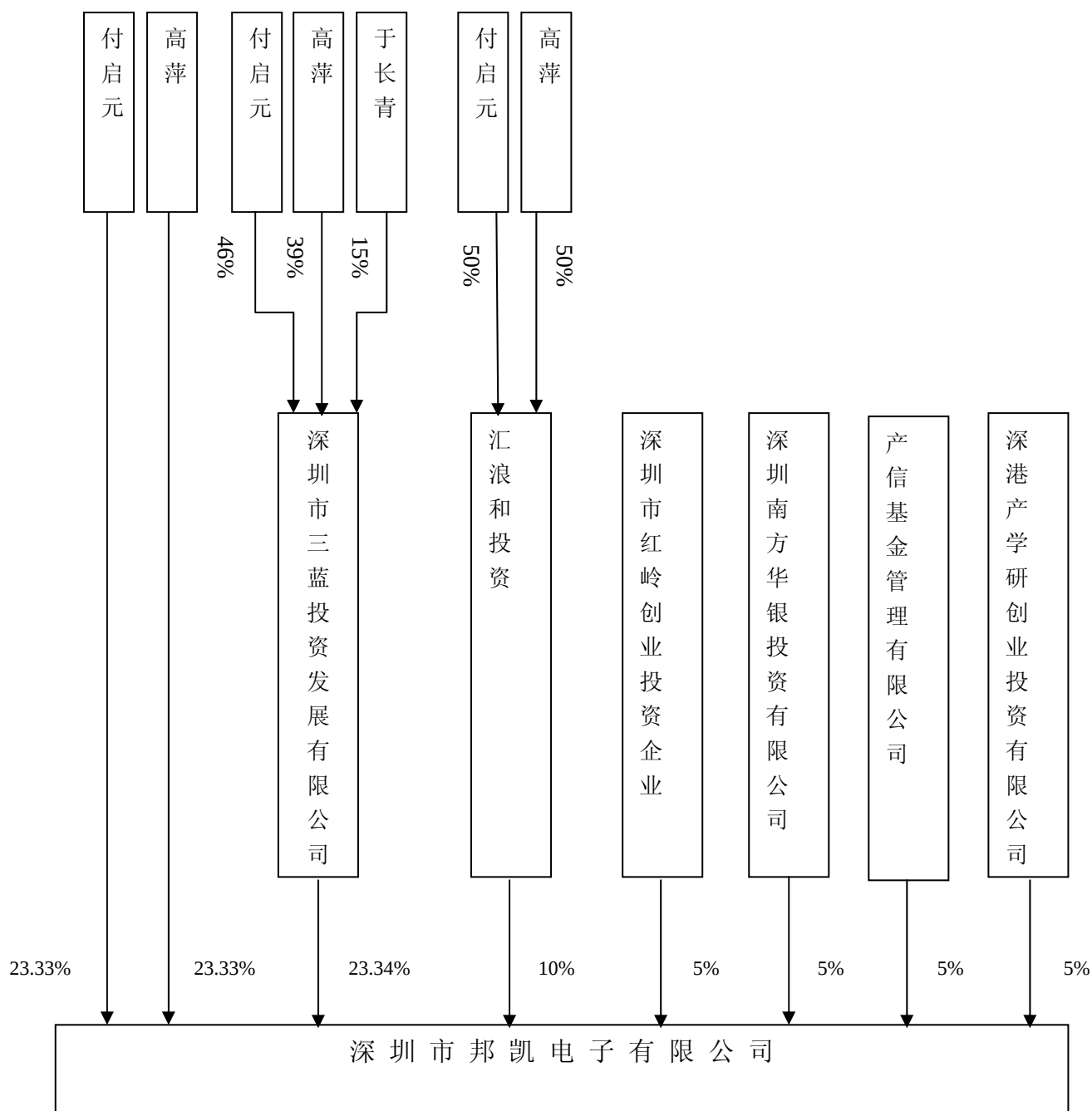
2007年公司产品销售收入较2006年增长5.91%，但利润总额下降31.10%；2008年1~11月份公司主营业务收入已实现2007全年的1.08倍，但利润总额仅实现2007全年的82.34%。公司盈利能力趋弱。

公司流动比率和速动比率指标逐步下降，利润规模的减小使EBITDA值出现下降，估算的2007年EBITDA为0.58亿元，较2006年减少21.62%；估算的2008年1~11月份EBITDA 0.50亿元，占2007全年的85.55%；公司EBITDA值呈下降趋势，对发行的4000万元中小企业集合债的保障能力逐步下降。

总体上，公司会计报表体现出公司产品存在一定积压，销售有所不畅，债务负担有所加重，盈利能力和长期偿债能力有所下滑。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为A⁻，评级展望为负面。

附件 1 公司最新股权结构图



附件 2 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

	2007 年期初数	2007 年期末数	2008 年 11 月底
流动资产:			
货币资金	1,712.59	5,970.46	4,911.10
应收票据	3,332.38	50.75	419.56
应收账款	5,287.07	9,434.50	8,632.13
应收利息	-	-	51.46
其他应收款	5,067.91	594.53	1,455.52
存货	7,068.66	14,303.45	10,965.08
待摊 费用	8.68	-	-
其他流动资产	-	321.19	346.95
流动资产合计	22,477.29	30,674.87	26,781.81
长期投资:			-
长期投资			-
固定资产:			-
固定资产原价	3,442.24	5,921.87	7,271.97
减: 累计折旧	1,736.12	2,744.89	3,291.04
固定资产净值	1,706.12	3,176.98	3,980.93
固定资产清理	-	-	0.16
在建工程	852.45	2,264.89	2,597.40
固定资产合计	2,558.57	5,441.87	6,578.49
无形及递延资产:			-
无形资产	1,915.62	1.36	303.75
长期待摊费用	134.75	102.65	33.69
递延及无形资产合计	2,050.37	104.02	337.44
递延税项:	-	36.53	36.53
资产总计	27,086.23	36,257.29	33,734.28

附件 3 资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

	2007 年年初数	2007 年期末数	2008 年 11 月底
流动负债:			
短期借款	2,720.54	5,809.14	3,892.00
应付票据	674.37	1,203.37	3,319.37
应付账款	4,454.67	8,213.55	5,791.87
其他应付款	1,652.36	1,883.48	2,113.96
应付工资	195.00	1,354.23	111.59
未交税金	5.50	1,070.82	900.07
应付利息			44.88
未付利润	7,300.00	-	-
其他未交款	-1.36	-	-
预提费用	67.42	-	-
其他流动负债	-	123.39	81.22
流动负债合计	17,068.49	19,657.97	16,254.97
长期负债:			-
长期借款	1,000.00	4,029.36	-
应付债券			4,000.00
长期负债合计	1,000.00	4,029.36	4,000.00
负债合计	18,068.49	23,687.33	20,254.97
所有者权益:			-
实收资本	1,350.00	1,350.00	1,500.00
资本公积	63.40	12.02	4,662.02
盈余公积	1,490.43	1,240.76	1,240.76
未分配利润	6,113.91	9,967.18	6,076.52
所有者权益合计	9,017.74	12,569.96	13,479.30
负债及所有者权益合计	27,086.23	36,257.29	33,734.28

附件 4 利润表

	2007 年本年数		2008 年前 11 月
一、产品销售收入	34,222.19	一、主营业务收入	36,841.84
减：产品销售成本	25,799.64	减：主营业务成本	29,139.54
产品销售税金及附加	45.71	营业税费	0.01
二、产品销售利润	8,376.84	销售费用	1,280.29
加：其他业务利润	-	管理费用	2,006.57
减：管理费用	2,717.02	财务费用	545.96
财务费用	141.79	加：其他业务利润	9.09
营业费用	875.51	加：投资收益	-
三、营业利润	4,642.53	补贴收入	111.70
加：投资收益	-	二、营业利润	3,990.25
补贴收入	-	加：营业外收入	40.34
营业外收入	53.40	减：营业外支出	203.96
减：营业外支出	48.47	三、利润总额	3,826.63
加：以前年度损益调整	-	减：所得税	688.79
四、利润总额	4,647.45	四、净利润	3,137.84
减：所得税	357.76		
五、净利润	4,289.69		

深圳市一体医疗科技有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB 评级展望: 稳定

上次评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	1703.41	6557.04	1339.41
资产总额(万元)	25606.16	38016.42	36695.64
所有者权益(万元)	16384.64	21200.22	17350.83
长期债务(万元)	0.00	4000.00	4109.01
全部债务(万元)	3973.00	10675.00	9109.01
主营业务收入(万元)	13106.62	14854.77	7363.49
利润总额(万元)	2976.09	3632.78	2080.59
EBITDA(万元)	3414.99	4393.45	--
经营性净现金流(万元)	4627.68	2233.18	3782.41
主营业务利润率(%)	36.57	41.48	33.03
净资产收益率(%)	17.48	16.96	--
资产负债率(%)	31.28	36.90	45.02
全部债务资本化比率(%)	18.42	31.90	31.11
流动比率(%)	261.86	315.78	196.94
全部债务/EBITDA(倍)	1.16	2.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.46	12.71	--
经营现金流动负债比率(%)	58.84	22.42	--

注: 公司报表均执行旧会计准则, 2008 三季度数据未经审计。

分析师

陈 钊

电话: 010-85679696-8891

邮箱: chendang@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市一体医疗科技有限公司(以下简称“公司”)是专业从事大型肿瘤治疗设备和其他医用设备的研制和生产的高新技术企业。

跟踪期内, 公司资产规模增长较快, 主要产品产销状况良好, 收入和利润规模基本维持稳定, 但公司主营业务利润率明显下降。目前公司资产中应收账款及存货占比较大, 周转速度较慢, 考虑到应收账款中部分是关联公司的往来交易, 公司正在进行资产重组工作, 重组以后应收账款将会有所下降。同时 2008 年以来, 受奥运期间设备运输受限的影响, 公司伽玛刀装机进程变缓, 导致现金不能及时支付, 2008 年 1~9 月公司现金类资产大幅减少, 预计 2008 年底销售额重新确认后, 现金类资产情况将会有所改善。公司债务规模增长明显, 债务保护能力有所下降; 公司对外担保额度进一步增加, 或有负债风险进一步加大。

综合考虑, 联合资信评估有限公司将公司的主体长期信用等级调整为 BBB, 评级展望为稳定。

优势

1、公司拥有核心技术的专利权, 主要产品技术国际领先。

2、公司在肿瘤放疗、热疗和光疗设备方面市场占有率高, 竞争优势明显。

3、公司主营业务盈利能力较强。

关注

1、公司的应收账款和存货在总资产中比例过大, 周转效率较低。

2、“一体产业园”项目进展存在不确定性。

3、公司债务规模增长明显, 债务保护能力有所下降。

4、公司对外担保额度增加, 或有负债风险加大。

一、公司概况

深圳市一体医疗科技有限公司（以下简称“深圳一体”或“公司”）前身为成立于 1999 年 7 月 21 日的深圳市一体智能技术有限公司，后经多次增资扩股及股权转让，截至 2008 年 9 月底，公司注册资本 7000 万元人民币，深圳市金之林投资发展有限公司（简称“金之林”）持股 90%，刘艺青持股 8%，刘惠艳持股 2%。公司拥有西安一体医疗科技股份有限公司（持股比例 66.67%）及北京一体智健医疗科技有限公司（持股比例 91%）两家控股子公司。

2007 年 9 月 3 日公司股东大会决定变更经营范围为：生产三类医用高能射线、医用核素设备、软件、物理治疗及康复设备；二类医用电子仪器设备、医用 X 射线附属设备及部件；数字自动化控制设备、数字影像的技术开发；自动化设备、电子设备的购销等。

截至 2007 年底，公司合并资产总额 3.80 亿元，所有者权益 2.40 亿元；2007 年实现主营业务收入 1.49 亿元，净利润 0.34 亿元。

截至 2008 年 9 月底，公司合并资产总额 3.67 亿元，所有者权益 1.74 亿元；2008 年 1~9 月实现主营业务收入 0.74 亿元，净利润 0.19 亿元。

公司注册地址：深圳市科技园北区朗山二路洁净阳光园；法定代表人：刘丹宁。

二、经营概况

1. 管理分析

跟踪期内，公司治理结构无重大变化。公司高管人员变动如下：2008 年 2 月 25 日公司股东大会通过决议，法定代表人由原来的刘大明变更为刘丹宁。其中，刘大明持有金之林 90% 的股份，为公司最大股东，与刘丹宁为父女关系。刘丹宁，38 岁，硕士学历，现任全国工商联汽车经销商会理事，广东高科技产业商会常务理事，深圳市总商会第五届常务理事，深圳市总商会女企业家协会副会长；曾任深圳市华

旭科技开发有限公司财务总监、深圳市画仓投资发展有限公司总经理等职务，具有十余年大型私营企业的管理经验。

2. 经营分析

公司属于医疗器械行业。据国家统计局统计，2008 年 1~8 月医药制造业总产值达到 5067.38 亿元，同期增长了 28.15%；利润总额累计达到 460.09 亿元，同期增长 38.93%；其中医疗器械的销售毛利率比去年同期增长了 1.29 个百分点。2008 年 11 月 24 日，国家计划新增 48 亿元支持农村卫生服务体系，将有约 30% 的资金用于购买医疗设备，这将直接带动国内医疗器械行业发展。

公司主营业务是医疗器械（全身热疗系统、红光治疗系统和伽玛刀）的生产及销售。2007 年三种产品业务收入占主营业务收入的比重为 95.83%。全身热疗系统销售收入较稳定，2007 年占主营业务收入的 47.67%；伽玛刀 2005 年度投入生产，销售收入稳定增长，占比从 2006 年的 23.56% 上升至 2007 年的 32.04%；全身红光系统占比稳定在 16.12% 左右。

表 1 2005~2007 年主营业务收入构成

单位：万元

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	07 年 占比 (%)	变动率 (%)
全身热疗系统	6820.51	6919.66	7079.49	47.67	-5.31
全身红光系统	1579.49	2243.59	2394.44	16.12	-1.06
伽玛刀	3418.80	3076.92	4758.80	32.04	8.48
其他	1309.09	866.45	622.04	4.17	-2.11
总计	13127.89	13106.62	14854.77	100	

资料来源：公司提供

公司是高新技术企业，拥有核心技术专利权。从研发投入来看，2007 年公司研发投入金额 983.66 万元，较 2006 年增长 6.97%，占销售收入 6.62%（见表 2）；公司新申请专利 19 项，其中实用新型专利 12 项，发明专利 7 项，另外获得软件著作权 3 项。2007 年，公司研发的全身热疗系统二代进行升级研发，获得政府资金

支持 630 万元。

表 2 2005~2007 年科研投入明细表

年份	项目	研发投入(元)	占销售收入比例
2005 年	深圳一体	6931467.21	7.00%
	西安一体	1545892.46	4.78%
	合并	8477359.67	6.46%
2006 年	深圳一体	7797255.69	7.81%
	西安一体	1398310.77	4.54%
	合并	9195566.46	7.04%
2007 年	深圳一体	7687817.53	7.69%
	西安一体	2148825.43	4.42%
	合并	9836642.96	6.62%

资料来源：公司提供

从产销量来看，公司依靠先进设备及大量的研发投入，2007 年全身热疗系统、全身红光系统和伽玛刀生产能力分别达到 29 台、31 台和 8 台；实际产量分别为 29 台（占全国市场份额的 85%）、31 台和 8 台（占全国市场份额的 45.8%）；销量分别为 32 台、32 台和 8 台，产销率保持在较高水平，产能利用率较充分（见表 3）。2008 年 1~9 月，受奥运期间设备运输受限的影响，公司伽玛刀装机进程变缓，联合资信将保持关注。

表 3 2006~2007 年主要产品产销量

（单位：台）

产品	2006 年		2007 年	
	产量	销量	产量	销量
全身热疗系统	51	22	29	32
全身红光系统	39	21	31	32
伽玛刀	3	5	8	8

资料来源：公司提供

从销售价格来看，2007 年全身热疗系统、全身红光系统、伽玛刀原材料成本分别为每台 122.50 万元、55 万元、257.14 万元，销售价格（含税）分别为每台 280 万元、110 万元、700 万元，利润空间较大。

总体来看，跟踪期内公司加大核心技术研发投入，主营业务产销稳定。

3. 项目情况

本期债券募集资金 4000 万元原计划用于

“一体产业园”建设（总投资 32000 万元）。但是由于政府“四通一平”施工滞后，导致该地段交通不便，工程延后动工（具体开工时间不确定）。目前，债券募集资金主要投向公司生产经营。

4. 未来发展

公司未来将从单纯的医疗设备生产商发展成为研发生产和医疗投资兼顾的全新型企业。

目前，公司已完成一家专业的医疗设备投资公司——深圳金樟投资有限公司（简称“深圳金樟”）的资产与业务收购。目标收购公司的主营业务以经营放射治疗中心为主，中心配备伽玛刀、直线加速器和全身热疗系统等设备。通过收购，公司将与医疗机构建立紧密的合作关系，通过打造肿瘤治疗领域内完整的价值链服务，产生持续稳定的投资收益回报，成为公司未来几年重要的利润来源。公司对目标公司并购涉及的资金公司将以股权融资的方式解决。

三、财务分析

公司 2007 年财务报表经深圳市大华天诚会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。

从盈利能力来看，2007 年公司实现营业收入 14854.77 万元，同比增长 13.34%；实现净利润 3393.40 万元，同比增长 18.50%。2008 年 1~9 月，公司实现营业收入 7363.49 万元，净利润 1915.48 万元，分别占 2007 年的 49.57% 及 56.45%，营业收入及净利润占比较小的原因是 2008 年公司收购深圳金樟的资产与业务后，公司与深圳金樟之间的往来交易收入不再计入公司的主营业务收入，而是计入公司内部的其他业务利润。2006~2008 年 9 月的公司营业利润率分别为 36.57%、41.48% 和 33.03%。

从资产构成来看，2007 年公司资产总额 38016.42 万元，较上年增长 48.47%，流动资产

占 82.73%，其中货币资金较上年增长 284.95%，主要是 2007 年末子公司西安一体医疗股份有限公司引进了两名战略投资者，共投入 2250 万元资本金。流动资产以存货（占 30.62%）和应收账款（占 43.56%）为主，存货主要是库存商品，应收账款账龄都在一年以内。应收账款周转次数和存货周转次数分别为 1.08 次和 0.90 次，整体经营效率较低。

2007 年公司负债总额 14028.29 万元，较 2006 年底增长 75.16%，相应资产负债率上涨至 36.90%。同期公司债务规模迅速扩大，2007 年公司全部债务为 10675.00 万元，同比增长 168.69%；全部债务资本化比率达到 31.90%。截至 2008 年 9 月底，公司资产总额 36695.64 万元，负债总额 8008.77 万元，资产负债率 45.02%，全部债务资本化比率 31.11%。

从现金流来看，经营活动方面，2007 年公司经营现金流净额较 2006 年下降 51.74%，主要是 2007 年应收账款大幅增长，销售商品、提供劳务收到的现金减少，同时购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。投资活动方面，2007 年公司没有投资活动现金流入；由于公司“一体产业园”项目停滞，投资活动现金流出较 2006 年大幅减少。筹资活动方面，2007 年公司筹资活动现金流入主要是银行借款，筹资活动现金流出主要是偿还利息。2008 年 1~9 月，公司经营现金流变化不大，投资活动现金流大幅增长的原因是随着公司经营范围的变更、公司业务规模扩张引起购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长所致。目前，公司经营现金流净额不能满足投资需求，筹资压力较大。

从偿债能力来看，2007 年公司流动比率和速动比率分别为 315.78%和 219.07%，考虑到流动资产以应收账款及存货为主，且周转速度较慢，因此公司短期支付能力低于指标显示值；2007 年公司 EBITDA 利息倍数为 12.71 倍；全部债务/EBITDA 为 2.43 倍，公司长期偿债能力

较强。截至 2008 年 9 月底，公司现金类资产为 1339.41 万元，较 2007 年底大幅减少的原因是受奥运期间设备运输受限的影响，伽玛刀装机进程变缓，导致现金不能及时支付，预计 2008 年底现金状况会有所改善；现金类资产是本期债券额度的 0.33 倍；2007 年公司 EBITDA 为 4393.45 万元，是本期债券额度的 1.10 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力较强。

在或有负债方面，截至 2008 年 9 月底，公司对关联公司深圳市画仓投资发展有限公司在深圳发展银行深圳分行 2000 万元、兴业银行深南支行 800 万元、上海浦东发展银行深圳分行 3000 万元的借款进行了担保，担保额度占公司净资产的 33.43%。公司担保数额较 2006 年底增长 49.68%，或有负债风险加大。

截至 2008 年 9 月底，公司从农业银行深圳国贸支行、中行深圳分行科技园支行、华夏银行深圳分行共获得授信总额 7000 万元，已使用额度 7000 万元。

综合考虑，联合资信评估有限公司将公司的主体长期信用等级调整为 BBB，评级展望为稳定。

附件 1-1 2006~2008 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月
流动资产				
货币资金	1703.41	6557.04	284.94	1339.41
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	5935.41	8954.79	50.87	4603.36
其他应收款	2828.84	4743.58	67.69	6230.59
减：坏账准备				76.54
应收账款净额	5935.41	8954.79	50.87	10757.41
预付账款	1355.62	1563.53	15.34	6242.28
应收补贴款				
存货	8771.70	9631.62	9.80	5824.93
待摊费用				144.75
流动资产合计	20594.98	31450.56	52.71	24308.78
长期股权投资	30.00	30.00	0.00	100.00
固定资产	2879.22	3912.98	-2.38	10088.64
在建工程				1475.00
无形资产	597.52	885.90	48.26	652.51
开发支出				
长期待摊费用	1040.19	1272.15	22.30	70.13
其他长期资产	464.25	464.25	0.00	
无形资产及其他资产合计	5011.18	6565.29	31.01	722.64
递延税项		0.58		0.58
资产总计	25606.16	38016.42	48.47	36695.64

附件 1-2 2006~2008 年 9 月底资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月
流动负债				
短期借款	3973.00	5675.00	42.84	4000.00
应付票据		1000.00		1000.00
应付账款	1071.09	1253.65	17.04	1214.16
预收账款	736.84			-3.78
代销商品款				
应付工资	112.15	80.95	-27.82	26.62
应付福利费				
应付利息		38.00		
应付利润	675.65	711.01	5.23	
应交税金	284.42	535.30	88.21	263.16
其他应交款				
其他应付款	1011.63	665.80	-34.19	5843.26
预提费用				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	7864.77	9959.70	26.64	12343.42
长期负债				
长期借款				
应付债券		4000.00		4109.01
长期应付款				
专项应付款	144.00	64.00	-55.56	64.00
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	144.00	4064.00	2722.22	4173.01
递延税项				
递延税项贷款		4.59		4.59
负债合计	8008.77	14028.29	75.16	16521.02
少数股东权益	1212.75	2787.91	129.88	2823.78
所有者权益				
实收资本	7000.00	7000.00		7000.00
资本公积	1251.42	3754.58	7.99	3406.03
盈余公积	1422.40	1837.16	29.16	1837.17
其中：公益金				
未分配利润	6710.82	8608.48	46.28	5107.63
外币报表折算差额				
所有者权益合计	16384.64	21200.22	22.10	17350.83
负债及所有者权益合计	25606.16	38016.42	48.47	36695.64

附件 2 2006~2008 年 1-9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 1-9 月
一、主营业务收入	13106.62	14854.77	13.34	7363.49
减: 主营业务成本	8276.83	8629.81	4.26	4813.97
主营业务税金及附加	37.16	63.92	72.03	117.22
二、主营业务利润	4792.64	6161.04	28.55	2432.30
加: 其他业务利润				1508.71
减: 存货跌价损失		8.47		
营业费用	690.62	868.66	25.78	154.43
管理费用	1436.61	2020.09	40.61	1337.60
财务费用	252.44	425.30	68.48	584.85
三、营业利润	2412.97	2838.52	17.64	1864.14
加: 投资收益				
期货收益				
补贴收入				
营业外收入	585.56	794.59	35.70	223.47
减: 营业外支出	22.43	0.32	-98.56	7.01
其他支出				
四、利润总额	2976.09	3632.78	22.07	2080.59
减: 所得税	112.56	239.39	112.67	165.11
五、净利润	2863.53	3393.40	18.50	1915.48

附件 3-1 2006~2008 年 1-9 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 1—9 月
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	12636.43	11080.54	-12.31	11756.14
收到的租金				
收到的税费返还	65.90	531.29	706.15	223.47
收到的其他与经营活动有关的现金	251.86	113.38	-54.98	2180.34
现金流入小计	12954.19	11725.20	-9.49	14159.94
购买商品、接受劳务支付的现金	6934.21	7971.18	14.95	9606.76
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	412.73	560.63	35.83	220.36
支付的各项税费	475.08	960.21	102.12	550.41
支付的其他与经营活动有关的现金	504.49		-100.00	
现金流出小计	8326.51	9492.02	14.00	10337.53
经营活动产生的现金流量净额	4627.68	2233.18	-51.74	3782.41
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	12.65	0.28	-97.79	
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	12.65	0.28	-97.79	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1772.37	1738.61	-1.90	6773.73
投资所支付的现金	1498.80		-100.00	
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	3271.17	1738.61	-46.85	6773.73
投资活动产生的现金流量净额	-3258.52	-1738.33		-6773.73
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	417.10		-100.00	
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	3838.00	4702.00	22.51	
收到的其他与筹资活动有关的现金		44.08		
现金流入小计	4255.10	4746.08	11.54	
偿还债务所支付的现金	6224.98		-100.00	1565.99
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利或利润所支付的现金	284.44	387.30	36.16	622.85
偿付利息所支付的现金				
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金				37.47
现金流出小计	6509.42	387.30	-94.05	2226.30
筹资活动产生的现金流量净额	-2254.32	4358.78		-2226.30
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-885.15	4853.63	-648.34	-5217.63

附件 3-2 2006~2008 年 1-9 月现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 1—9 月
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	2863.53	3393.40	18.50	1915.48
加: 少数股东本期收益				78.30
计提的资产减值准备		8.47		-0.31
固定资产折旧	33.73	190.61	465.07	108.80
无形资产摊销	5.00	60.00	1100.00	65.74
长期待摊费用摊销	126.08	164.27	30.29	681.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	5.80	0.20	-96.60	7.01
待摊费用减少(减:增加)				-144.75
预提费用增加(减:减少)				
固定资产报废损失				
财务费用	252.44	425.30	68.48	584.85
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				4.01
存货的减少(减:增加)	-2052.08	-859.92	-58.10	361.48
经营性应收项目的减少(减:增加)	6514.54	-1546.09	-123.73	-2263.46
经营性应付项目的增加(减:减少)	-3121.36	392.93	-112.59	2383.72
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	4627.68	2233.18	-51.74	3782.41
二、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1703.41	6557.04	284.94	1339.41
减: 货币资金的期初余额	2588.57	1703.41	-34.19	6557.04
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-885.15	4853.63	-648.34	-5217.63

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 1-9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	2.21	1.16	--
存货周转次数(次)	0.94	0.90	--
总资产周转次数(次)	0.51	0.39	--
盈利能力			
营业利润率(%)	36.57	41.48	33.03
总资本收益率(%)	14.55	11.17	--
净资产收益率(%)	17.48	16.96	11.04
财务构成			
资产负债率(%)	31.28	36.90	45.02
全部债务资本化比率(%)	18.42	31.90	31.11
长期债务资本化比率(%)	0.00	14.93	16.92
偿债能力			
流动比率(%)	261.86	315.78	196.94
速动比率(%)	150.33	219.07	149.75
EBITDA 利息倍数(倍)	12.46	12.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.16	2.43	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.34	0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	5.00	1.43	--
现金流			
现金收入比(%)	96.41	74.59	159.65
盈利现金比率(%)	161.61	65.81	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市金立通讯设备有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A 评级展望: 稳定
上次评级结果: A 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年
现金类资产(万元)	18855.41	41721.74
资产总额(万元)	100618.06	167935.69
所有者权益(万元)	42814.21	61746.85
短期债务(万元)	19064.05	30421.61
全部债务(万元)	19064.05	40421.61
主营业务收入(万元)	200680.99	257170.03
利润总额(万元)	13463.30	23470.01
EBITDA(万元)	14307.31	25080.39
经营性净现金流(万元)	14966.91	14314.27
主营业务利润率(%)	13.83	19.74
净资产收益率(%)	26.99	32.30
资产负债率(%)	57.45	63.23
全部债务资本化比率(%)	30.81	39.56
流动比率(%)	167.86	167.05
全部债务/EBITDA(倍)	1.33	1.61
EBITDA 利息倍数(倍)	41.04	27.08
经营现金流流动负债比率(%)	25.89	14.88

注: 数据来源于公司提供的 2007 年审计报告。公司提供了 2008 年 1-9 月未经审计的本部财务报表(非合并口径), 见附件 4 与附件 5。

分析师

黄 滨

电话: 010-85679696-8880

邮箱: huangbin@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市金立通讯设备有限公司(以下简称“公司”)是专业从事手机研发、生产和销售的高新技术企业。2007 年, 公司产销量稳步增长, 盈利能力有所增强, 在珠三角地区市场占有率保持领先地位。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到随着市场竞争日趋激烈, 公司市场压力大; 公司债务规模不断扩张, 债务负担较重。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 A, 评级展望为稳定。

优势

- 1、国内外旺盛的市场需求和技术进步推动手机制造行业快速增长。
- 2、公司自主研发能力较强, 整体竞争力在国内手机行业中位居前列。
- 3、公司盈利能力较强, 经营现金流状况良好。

关注

- 1、在本土盗版手机和外资品牌竞争的双重挤压下, 国内正规手机厂商面临的市场环境进一步恶化。
- 2、公司手机项目投资大, 手机产品更新换代快、市场变化迅速, 公司存在一定的市场风险。
- 3、公司应收账款、其他应收款和存货规模较大。
- 4、公司债务规模不断扩张, 债务负担有所加重。

一、公司概况

深圳市金立通讯设备有限公司（以下简称“公司”）成立于2002年8月，由多个自然人出资共同组建。截至2007年底，公司注册资本20000万元，其中刘立荣持股41.4%、卢光辉持股20.5%，李金荣持股14.7%，李明员持股12.3%，其他自然人持股合计11.1%。公司实际控制人为刘立荣。

公司目前的主营业务为通讯设备的生产、技术开发及销售，内外销同步。公司共有控股、参股公司11家，2007年纳入合并报表范围的仅有一家控股子公司东莞市金铭电子有限公司（公司直接持股88%，杨建成持股12%）。

截至2007年底，公司合并资产总额167935.69万元，所有者权益61746.85万元；2007年实现主营业务收入257170.03万元，利润总额23470.01万元。

公司注册地址：深圳市深南大道6007号创展中心8楼；法定代表人：刘立荣。

二、经营概况

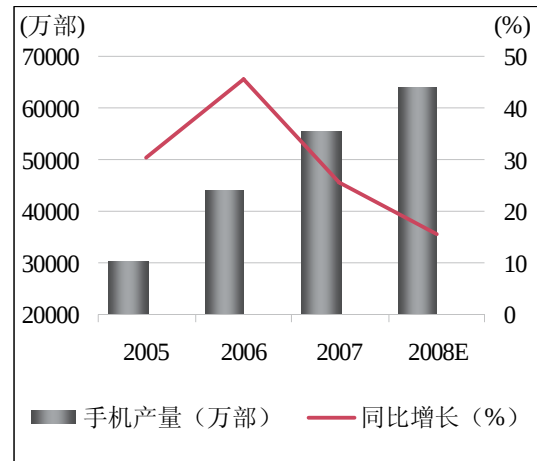
1. 经营分析

2007年以来，虽然中国手机产量、内销量和外销量继续延续两位数的增长势头，但增长速度放缓。2008年上半年，中国市场手机生产量达到2.79亿部，同比增长21.20%，国内与出口两个市场双重驱动中国手机制造规模继续扩张。目前，中国手机产业已形成京津唐、长江三角洲和珠江三角洲地区等具备国际竞争力的三大产业聚集带，手机产能持续增长。

2008年上半年，中国国内市场手机销售量达到9640.3万部，比2007年上半年增长17.52%。换机用户和新增用户不断增长导致2008年上半年国内手机销售市场规模不断扩大。促进国内手机销量持续增长的主要原因有：一是中国不断加快推进新农村建设步伐，农民收入水平提高，农村市场进一步活跃；二是低端手机快速

增长，激发了城镇低收入人群的购买力；三是国内市场换机率提高较快；四是运营业的定制手机明显提升。

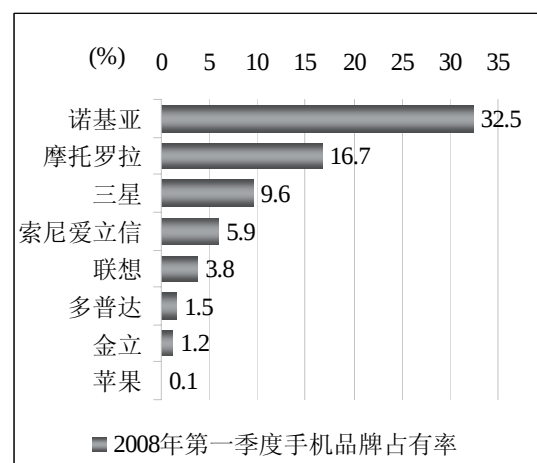
图1 2005-2008E年中国手机产量及增长率



资料来源：赛迪网

但是，在本土盗版手机和外资品牌竞争的双重挤压下，国内正规手机厂商面临的市场环境进一步恶化。根据DCCI Netguide2008年第一季度中国互联网用户品牌调查数据显示，诺基亚品牌市场占有率为32.5%，三分之一强的占有率奠定了其领先地位，联想、金立等国产手机品牌面临严峻挑战。

图2 2008年第一季度中国手机品牌占有率



资料来源：DCCI Netguide

近年来，手机产业在世界范围内向中国大

陆转移，使中国成为全球最大的手机制造基地和最大的出口基地。2007年，中国地区输出手机大约占全球的51%。2008年上半年，中国手机出口大约为2.48亿部，出口金额为147亿美元，平均出口价格为59.3美元。

公司是专业从事手机研发、生产和销售民营高新技术企业，生产规模较大，自主研发能力较强，整体竞争力在国内手机行业中位居前列。

表1 2007-2008年3月公司分产品销量

2007年			2008年1-3月		
主要产品名称	销售额(亿元)	占总销售额比例(%)	主要产品名称	销售额(亿元)	占总销售额比例(%)
L6	7.43	27.40	L6	1.01	15.16
V9	2.40	8.85	L7	0.99	14.81
H6	1.83	6.74	H88	0.52	7.79
L7	1.55	5.74	L5	0.50	7.46
A280	1.53	5.65	D16	0.45	6.68
S300	1.18	4.36	L9	0.44	6.58
合计	15.92	58.74	合计	3.91	58.47

资料来源：公司提供

表2 2006-2008年3月公司分客户销量

2006年			2007年			2008年1-3月		
主要客户与地域名称	销售额(亿元)	占总销售额比例(%)	主要客户与地域名称	销售额(亿元)	占总销售额比例(%)	主要客户与地域名称	销售额(亿元)	占总销售额比例(%)
东莞	1.25	6.52	橡果国际	1.61	5.93	黑龙江	0.33	4.89
协亨	1.09	5.68	四川	1.41	5.21	四川	0.32	4.80
广州永信	1.02	5.33	黑龙江	1.40	5.17	河北	0.27	4.11
中域	0.96	4.99	广州永信	1.25	4.60	湖南	0.27	4.11
黑龙江	0.91	4.76	东莞	1.19	4.38	江西	0.27	4.01
四川	0.91	4.73	河北	1.12	4.14	广州永信	0.26	3.91
合计	6.15	32.01	合计	7.97	29.42	合计	1.73	25.84

资料来源：公司提供

从产品来看，金立L6型号一直是公司主打产品，2007年占总销售额的27.40%，为适应市场需求，2008年以来，公司手机型号更新换代日益频繁，金立L6型号占总销售额比重下降为15.16%，但仍是公司销售收入的主要贡献力量。从主要客户分布来看，公司主要专注于国内市场，客户遍布全国，但主要市场仍集中在广东省，广州永信电子科技有限公司是其重要的专职经销商之一。

总体看，跟踪期内，公司产销量稳步增长，在珠三角地区市场占有率保持领先地位。

2. 项目情况

本期债券募集资金10000万元，主要用于移动通信终端生产项目和第三代移动通信终端设备的技术改造项目。上述项目总投资37505万元，本期债券发行额占项目总投资额的26.66%。

公司目前新增手机生产线项目的设备投入已基本完成，由于全国3G项目的启动进展较缓慢，公司其他前期投入未完全到位。

三、财务分析

公司2007年度合并财务报表经深圳中勤万信会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司本部2008年3季度数据未经审计。

从资产结构来看，2007年以来公司资产规模迅速扩张，主要是流动资产中的存货和货币资金大幅增长所致。流动资产中占比较高的主要是货币资金（占比25.15%）、应收账款（占比30.76%）、其他应收款（占比9.65%）和存货（占比26.99%）。随着募投项目的开工建设，公司固定资产也有所增长。

从盈利能力来看,2006~2007年,公司主营业务利润率分别为13.83%和19.74%,盈利水平有所上升。2007年,公司营业费用大幅增长,主要是公司加强了广告宣传力度。

从现金流状况来看,公司2007年经营活动产生的净现金流为14314.27万元,与2006年相比基本保持稳定,经营现金流状况良好。随着投资项目的进行,公司投资性现金流支出大幅增加,但公司经营活动产生的净现金流能很好的覆盖投资支出,对外筹资压力小。筹资活动净现金流大增主要是公司发行债券所致。

从偿债能力看,2007年公司资产负债率上升至63.23%;同期公司债务规模迅速扩大,2007年公司全部债务为40421.61万元,同比增长112.03%;相应全部债务资本化比率达到39.56%,公司债务负担有所增加。

2007年,公司流动比率和速动比率分别为167.05%和121.96%,与2006年相比均略有下降。2007年,公司全部债务/EBITDA为1.61倍,较2006年有所上升;EBITDA利息倍数为27.08倍,较2006年有所下降,公司对债务和利息的保障能力有所下降。2007年公司经营活动净现金流为14314.27万元,EBITDA为25080.39万元,分别是本期债券额度的1.43倍和2.51倍。截至2007年底,公司现金类资产为41721.74万元,是本期债券额度的4.17倍。综合看,公司偿债能力强,对本期债券额度的保障能力较好。

2008年以来,公司仅提供了2008年1~9月本部报表。2007年,公司本部实现主营业务收入230585.53万元,相当于公司合并收入的89.66%,因此公司本部报表能较充分的反映公司情况。截至2008年9月底,公司本部资产总额82877.76万元,所有者权益58693.68万元;2008年1~9月,公司实现主营业务收入165995.53万元,利润总额8897.78万元。

从资产看,公司本部资产以流动资产为主。截至2008年9月底,公司本部流动资产较2008

年年初下降了31.49%,主要是应收账款、其他应收款和货币资金大幅下降所致,其中占比最大的是内部往来款,达2.17亿。从盈利看,公司实现主营业务收入165995.53万元,主营业务利润率为20.33%,公司盈利能力较好。从偿债看,公司本部债务规模大幅下降为18999.31万元,基本恢复到2006年水平,公司偿债压力大幅减轻,本部资产负债率仅为29.18%,全部债务资本化比率为24.45%。总体看,公司本部盈利能力较好,偿债压力小。

在或有负债方面,截至2008年9月底,公司无对外担保、无诉讼事项。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为A,评级展望为稳定。

附件 1-1 2006~2007 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动资产			
货币资金	18413.61	40411.03	119.46
交易性金融资产			
短期投资			
减：短期投资跌价准备			
短期投资净额			
应收票据	441.81	1310.71	196.67
应收股利			
应收利息			
应收账款	44347.63	49424.50	11.45
其他应收款	10455.02	15499.35	48.25
减：坏账准备			
应收账款净额	54802.65	64923.85	18.47
预付账款	5194.71	10655.83	105.13
应收补贴款			
内部往来			
存货	18147.70	43367.01	138.97
减：存货跌价准备			
存货净额	18147.70	43367.01	138.97
待摊费用	29.42	10.54	-64.19
待处理流动资产净损失			
一年内到期的长期债权投资			
其他流动资产			
流动资产合计	97029.90	160678.97	65.60
长期投资			
长期股权投资	1985.23	3491.38	75.87
长期债权投资			
长期投资合计	1985.23	3491.38	75.87
减：长期投资减值准备			
长期投资净额	1985.23	3491.38	75.87
合并价差			
固定资产			
固定资产原值	2859.71	5650.07	97.58
减：累计折旧	1313.69	1971.39	50.07
固定资产净值	1546.02	3678.68	137.95
固定资产净值减值准备			
固定资产净额	1546.02	3678.68	137.95
工程物资			
在建工程		7.48	
固定资产清理			
待处理固定资产净损失			
固定资产合计	1546.02	3686.16	138.43
无形资产及其他资产			
无形资产	0.23		
开办费			
长期待摊费用	56.68	79.17	39.68
其他长期资产			
无形资产及其他资产合计	56.91	79.17	39.12
递延税项			
递延税项借项			
资产总计	100618.06	167935.69	66.90

附件 1-2 2006~2007 年合并资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动负债			
短期借款	2050.00	9878.16	381.86
应付票据	15514.05	30543.45	96.88
应付帐款	27637.49	42166.39	52.57
预收帐款	3355.15	3193.78	-4.81
代销商品款			
应付工资		442.79	
应付福利费	427.43	323.71	-24.26
应付股利		228.80	
应交税金	6643.61	8820.56	32.77
其他应交款	17.83		
其他应付款	636.72	591.19	-7.15
预提费用	21.57		
一年内到期的长期负债	1500.00		
其他流动负债			
流动负债合计	57803.84	96188.84	66.41
长期负债			
长期借款			
应付债券		10000.00	
长期应付款			
专项应付款			
住房周转金			
其他长期负债			
长期负债合计		10000.00	
递延税项			
递延税项贷款			
负债合计	57803.84	106188.84	83.71
少数股东权益			
所有者权益			
实收资本	20000.00	20000.00	0.00
资本公积	6.18	6.18	0.00
盈余公积	3932.94	6058.90	54.06
其中：公益金			
未分配利润	18875.09	35681.78	89.04
外币报表折算差额			
所有者权益合计	42814.21	61746.85	44.22
负债及所有者权益合计	100618.06	167935.69	66.90

附件 2 2006~2007 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	200680.99	257170.03	28.15
减: 折扣与折让			
主营业务收入净额	200680.99	257170.03	28.15
减: 主营业务成本	172816.78	206179.84	19.31
主营业务税金及附加	110.26	227.18	106.05
二、主营业务利润	27753.96	50763.01	82.90
加: 其他业务利润	296.92	895.08	201.45
减: 存货跌价损失			
营业费用	4241.41	20860.83	391.84
管理费用	9826.62	9358.29	-4.77
财务费用	321.87	1295.04	302.35
三、营业利润	13661.00	20143.94	47.46
加: 投资收益	173.03	3314.44	1815.49
期货收益			
补贴收入	4.90	0.00	-100.00
营业外收入	7.24	62.23	758.99
减: 营业外支出	382.87	50.60	-86.78
其他支出			
加: 以前年度调整			
四、利润总额	13463.30	23470.01	74.33
减: 所得税	1905.80	3525.29	84.98
减: 少数股东损益			
加: 未确认的投资损失			
五、净利润	11557.50	19944.72	72.57
加: 年初未分配利润	9315.86	18875.09	102.61
盈余公积转入数			
减: 合资企业提取奖福基金			
其他调整因素	16.95	1140.37	6627.78
六、可供分配的利润	20856.41	37679.44	80.66
减: 提取法定盈余公积	1314.21	1997.66	52.00
提取法定公益金	657.11	0.00	-100.00
七、可供股东分配的利润	18885.09	35681.78	88.94
减: 应付优先股股利			
提取任意盈余公积			
应付普通股股利	10.00		
转作股本的普通股股			
利			
其他			
八、未分配利润	18875.09	35681.78	89.04

附件 3-1 2006~2007 年合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	219,176.95	251931.78	14.94
收到的租金			
收到的税费返还	4.9	52.59	973.27
收到的其他与经营活动有关的现金	25,998.08	13095.10	-49.63
现金流入小计	245,179.93	265079.47	8.12
购买商品、接受劳务支付的现金	188,564.04	222331.37	17.91
经营租赁所支付的现金			
支付给职工以及为职工支付的现金	2,917.33	5782.08	98.20
支付的各项税费	35,568.32	1794.15	-94.96
支付的其他与经营活动有关的现金	3,163.33	20857.60	559.36
现金流出小计	230213.02	250765.20	8.93
经营活动产生的现金流量净额	14966.91	14314.27	-4.36
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金		170.00	
取得投资收益所收到的现金	173.03		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金			
收到的其他与投资活动有关的现金			
现金流入小计	173.03	170.00	-1.75
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	679.73	2790.37	310.51
投资所支付的现金	444	500.00	12.61
支付的其他与投资活动有关的现金			
现金流出小计	1123.73	3290.37	192.81
投资活动产生的现金流量净额	-950.70	-3120.37	228.22
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收权益性投资所收到的现金			
发行债券所收到的现金			
借款所收到的现金	1,529.28	9378.16	513.24
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	10292.09	
现金流入小计	1529.28	19670.25	1186.24
偿还债务所支付的现金	3,579.28	3050.00	-14.79
发生筹资费用所支付的现金			
分配股利或利润所支付的现金	10	3466.67	34566.67
偿付利息所支付的现金			
融资租赁所支付的现金			
减少注册资本所支付的现金			
支付的其他与筹资活动有关的现金		1481.16	
现金流出小计	3589.28	7997.83	122.83
筹资活动产生的现金流量净额	-2060.00	11672.43	-666.62
四、汇率变动对现金的影响	-14.85		
五、现金及现金等价物净增加额	11941.36	22866.33	91.49

附件 3-2 2006~2007 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
以固定资产偿还债务			
以投资偿还债务			
以固定资产进行长期投资			
以存货偿还债务			
融资租赁固定资产			
二、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	11557.50	19944.72	72.57
加: 少数股东损益			
计提的坏帐准备或转销的坏帐	2,857.46		
固定资产折旧	485.63	657.70	35.43
无形资产摊销	1.35	0.23	-83.33
长期待摊费用摊销	8.44	26.39	212.69
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	6.3		
待摊费用减少(减:增加)	-20.42	18.88	-192.47
预提费用增加(减:减少)	-2,895.04	-21.57	-99.26
固定资产报废损失			
财务费用	321.87	661.07	105.38
投资损失(减:收益)	-173.03		
递延税款贷项(减:借项)			
存货的减少(减:增加)	-4,137.21	-25219.31	509.57
经营性应收项目的减少(减:增加)	-23,159.48	-15582.32	-32.72
经营性应付项目的增加(减:减少)	28,999.37	32078.40	10.62
其他	1,114.18	1750.07	57.07
经营活动产生的现金流量净额	14966.92	14314.27	-4.36
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	18,413.61	40411.03	119.46
减: 货币资金的期初余额	6,480.82	18413.61	184.12
现金等价物的期末余额	441.81	1310.71	196.67
减: 现金等价物的期初余额	433.24	441.81	1.98
现金及现金等价物净增加额	11941.36	22866.33	91.49

附件 4-1 2008 年 9 月底公司本部资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	年初数	期末数	变动率（%）
流动资产：			
货币资金	28,751.29	9,647.65	-66.44
交易性金融资产		500.00	
减：短期投资跌价准备			
短期投资净额			
应收票据	9.21	1,225.29	13,210.46
应收股利			
应收利息			
应收账款	44,819.72	16,818.83	-62.47
减：坏账准备			
应收账款净额	44,819.72	16,818.83	-62.47
预付账款		195.52	
应收补贴款			
内部往来		21,654.86	
其他应收款	22,661.21	16,170.01	-28.64
存货	699.09	198.94	-71.54
减：存货跌价准备			
存货净额	699.09	198.94	-71.54
待摊费用	10.54	10.54	0.00
待处理流动资产净损失			
一年内到期的长期债权投资			
其他流动资产			
流动资产合计	96,951.05	66,421.63	-31.49
长期投资：			
长期股权投资	11,023.12	14,261.92	29.38
长期债权投资			
长期投资合计	11,023.12	14,261.92	29.38
减：长期投资减值准备			
长期投资净额	11,023.12	14,261.92	29.38
固定资产：			
固定资产原价	2,834.63	3,342.84	17.93
减：累计折旧	871.56	1,149.75	31.92
固定资产净值	1,963.07	2,193.09	11.72
工程物资			
在建工程			
固定资产清理			
待处理固定资产净损失			
固定资产合计	1,963.07	2,193.09	11.72
无形资产及递延资产：			
无形资产		1.13	
开办费			
长期待摊费用			
其他长期资产			
无形资产及其他资产合计		1.13	
递延税项：			
递延税款借项			
资产总计	109,937.25	82,877.76	-24.61

附件 4-2 2008 年 9 月底公司本部资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

负债和股东权益	年初数	期末数	变动率（%）
流动负债：			
短期借款	1,500.00	0.00	-100.00
应付票据	27,210.12	8,999.31	-66.93
应付账款	102.47	1,271.67	1,140.97
预收账款		2,561.56	
代销商品款			
应付工资			
应付福利费	323.71	323.71	0.00
应付股利	228.80	-78.58	-134.34
应交税金	7,883.89	644.79	-91.82
其他应交款			
其他应付款	466.69	461.61	-1.09
预提费用			
应付职工薪酬	442.79	0.00	-100.00
一年内到期的长期负债			
其他流动负债			
流动负债合计	38,158.48	14,184.07	-62.83
长期负债：			
长期借款			
应付债券	10,000.00	10,000.00	0.00
长期应付款			
住房周转金			
其他长期负债			
长期负债合计	10,000.00	10,000.00	0.00
递延税项：			
递延税款贷项			
负债合计	48,158.48	24,184.07	-49.78
股东权益：			
股本	20,000.00	20,000.00	0.00
资本公积	6.18	6.18	0.00
盈余公积	6,058.90	6,058.90	0.00
其中：公益金			
上年未分配利润	35,713.69	23,857.17	-33.20
本年利润		8,771.43	
股东权益合计	61,778.77	58,693.68	-4.99
负债和股东权益总计	109,937.25	82,877.76	-24.61

附件 5-1 2008 年 1-9 月公司本部利润表

(单位：人民币万元)

项 目	本月数	本年累计数
一、主营业务收入	24,480.99	165,995.53
减：折扣与折让	-	-
主营业务收入净额	24,480.99	165,995.53
减：主营业务成本	19,514.26	132,155.47
主营业务税金及附加	9.11	87.57
二、主营业务利润（亏损以“-”号填列）	4,957.62	33,752.50
加：其他业务利润（亏损以“-”号填列）	-	-
减：存货跌价损失	-	-
营业费用	2,751.55	18,924.07
管理费用	298.73	2,634.33
财务费用	49.15	-547.23
研发费用	356.33	2,641.88
服务费用	-	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	1,501.85	10,099.45
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-	-
补贴收入	-	-
营业外收入	1.17	134.80
减：营业外支出	403.65	1,336.47
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	1,099.38	8,897.78
减：所得税	-	126.34
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1,099.38	8,771.43

附件 6 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	8.99	5.48
存货周转次数(次)	18.90	6.70
总资产周转次数(次)	3.96	1.92
盈利能力		
主营业务利润率(营业利润率) (%)	13.83	19.74
总资本收益率(%)	19.24	20.43
净资产收益率(%)	26.99	32.30
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	0.00	13.94
全部债务资本化比率(%)	30.81	39.56
资产负债率(%)	57.45	63.23
偿债能力		
流动比率(%)	167.86	167.05
速动比率(%)	136.47	121.96
EBITDA 利息倍数(倍)	41.04	27.08
全部债务/EBITDA(倍)	1.33	1.61
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.74	0.28
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	40.21	12.09
现金流		
现金收入比(%)	109.22	97.96
利润现金比率(%)	129.50	71.77
本期债项偿债能力		
经营现金流动负债比率(%)	25.89	14.88
现金偿债倍数(倍)	1.89	4.17

附件 7 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市远望谷信息技术股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	7115.40	27179.59	16981.51
资产总额(万元)	20027.83	47911.06	48780.21
所有者权益(万元)	15116.61	39074.05	39708.30
短期债务(万元)	0.00	0.00	1700
全部债务(万元)	1500	4258.54	6034.00
营业收入(万元)	11253.67	15151.07	9449.49
利润总额(万元)	3628.01	5834.79	2021.64
EBITDA(万元)	4047.53	6403.87	--
经营性净现金流(万元)	3553.24	3572.40	-1965.91
营业利润率(%)	56.65	60.55	59.84
净资产收益率(%)	22.03	13.90	--
资产负债率(%)	24.52	18.44	18.60
全部债务资本化比率(%)	9.03	9.83	13.19
流动比率(%)	569.93	1070.18	784.51
全部债务/EBITDA(倍)	0.37	0.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	374.08	40.45	--
经营现金流流动负债比率(%)	124.17	90.13	--

注: 公司 2006 年~2008 年 9 月财务报表依据新会计准则编制;
公司 2008 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

吕明远

010-85679696-8892

lvmy@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市远望谷信息技术股份有限公司(以下称“公司”)在跟踪期内通过公开发行股票,资产规模大幅扩张,同时收入规模快速增长,销售体系逐步完善,市场拓展能力得以提升,研发实力增强,行业内优势地位进一步巩固;目前公司盈利能力强,债务负担轻,偿债能力强。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时也关注到公司应收账款规模较大,经营活动获现能力下降,以及销售市场对铁路行业依赖程度较高等因素给公司带来的不利影响。

射频识别技术未来发展空间广阔,公司作为行业内综合竞争实力较强的企业,未来有望随着射频识别技术应用领域的逐步拓展和深入,实现持续快速发展。

综合考虑,联合资信维持公司A⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定。

优势

1. RFID技术应用领域逐步拓展,市场容量快速增长,未来发展空间广阔。
2. 公司公开发行股票,综合竞争实力大幅提升。
3. 公司收入水平快速增长,盈利能力进一步提高。
4. 公司债务负担轻,偿债能力强。

关注

1. 公司销售市场对单一行业依赖程度仍较高。
2. 公司应收账款规模较大。
3. 公司经营活动获现能力有所下降。

一、企业概况

深圳市远望谷信息技术股份有限公司（以下简称“公司”）前身为深圳市远望谷信息技术有限公司，2003年11月整体变更为股份有限公司，2007年8月向社会公开发行人民币普通股股票1610万股，并在深圳证券交易所挂牌交易（远望谷，002161，SZ）。截至2008年9月底，公司注册资本12840万元，公司实际控制人为董事长徐玉锁先生，持股比例为39.80%，其配偶陈光珠女士持股5.22%。

公司主营微波射频识别技术（RFID）开发及微波射频识别系统产品的生产、销售，主要产品包括 RFID 相关的地面装置、电子标签和标签读写器等。

截至 2008 年 9 月底，公司资产总额 48780.21 万元，所有者权益 38039.30 万元；2008 年 1~9 月实现营业收入 9449.49 万元，利润总额 2767.98 万元。

公司注册地址：深圳市南山区高新技术产业园南区 T2 栋 B 座 3 层；法定代表人：徐玉锁。

二、生产经营

射频识别技术作为新一代的自动识别技术，相较于传统的条码技术具有无需光学可视、无需人工干预、双向传输等多种优势，已被国家信息产业部列为“十一五”期间信息技术应用的六大专项工程之一。2007年以来政府大力推广RFID在食品、药品、海关、民航、铁路、邮政、农牧业、公安等领域的应用。在政府主导项目的拉动下，中国RFID市场呈现出了持续稳定的增长趋势。根据驰昂咨询(Sinotes)的RFID行业季度监测数据显示，2008年第二季度中国RFID行业市场规模达到21.1亿元，环比增长了14.7%，并预计第三季度市场规模将达到24.5亿元。未来随着RFID应用领域的不断拓展和深入，国内RFID市场将由导入期逐步过渡到快速发展期，行业整体具有良好的成长性和广

阔的发展空间。

公司主营超高频RFID系统产品的开发及生产、销售。跟踪期内受益于行业整体的快速发展，公司营业收入保持快速增长，2007年公司实现营业收入15151.07万元，较2006年增长34.63%；2008年1~9月公司实现营业收入9449.49万元，同比增长74.29%。2007年以来公司产品技术含量进一步提升，各主要产品毛利率均保持增长趋势（见表1）。公司作为铁道部ATIS（铁路车号自动识别系统）项目仅有的两家设备供应商之一，近年来铁路市场销售金额占总销售收入比例始终保持在80%以上。2007年以来公司加大力度拓展烟草、图书管理、军事后勤领域、畜牧业等其他超高频市场，销售结构得以改善，2007年非铁路市场销售占比提高到了29.54%左右。未来在国家重点加大铁路建设的背景下公司铁路超高频产品销售收入仍将保持快速增长。

表1 公司主要产品收入及毛利率统计

产品类型	主营业务收入 (万元)			毛利率 (%)		
	2006年	2007年	08年1~6月	2006年	2007年	08年1~6月
地面装置	921.8	6690.64	2981.63	56.1	61.89	61.69
标签读写器	4647.73	1790.19	846.39	47.57	53.78	58.66
电子标签	921.88	2035.72	866.65	55.68	57.49	59.32
软件	282.63	699.15	73.42	85.28	98.3	87.95
备品备件及其它	944.19	734.22	51.27	40.27	56.3	58.59
合计	7718.23	11949.92	4891.91	53.84	60.18	61.06

数据来源：公司提供

跟踪期内公司研发实力进一步提升，新增专利12项，被评为深圳市第一批自主创新行业龙头企业；同时公司引入CMMI（软件能力成熟度模型）管理体系提高对研发过程的管理控制水平；此外公司通过引入营销咨询顾问公司，加大人力投入，调整渠道建设方案等方式优化营销体系，进一步增强了市场拓展能力。

2007年8月公司成功登陆中小板市场,成为行业内首家上市公司,首次公开发行净募集资金19995万元,2007年12月公司通过发行企业债券募集资金4500万元。目前相关的股权和债券募投项目进展顺利,预计将于2009年6月底完成。此外公司积极利用资本市场在RFID产业链开展收购兼并工作,2008年先后参股深圳市丰泰瑞达实业有限公司(主要业务为RFID证件防伪标签、智能卡及其他中高频RFID应用领域),收购广州德鸿电子科技有限公司(主要业务为超高频RFID相关系统产品),产业链进一步完善,市场竞争力进一步提升。

三、财务分析

公司提供的2007年财务报表已经深圳鹏城会计师事务所有限公司审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2008年1~9月份的会计报表未经审计。

截至2007年底,公司资产总额47911.06万元,所有者权益39074.05万元;2007年实现营业收入15151.07万元,利润总额5834.79万元。

截至2008年9月底,公司资产总额48780.21万元,所有者权益39708.30万元;2008年1~9月实现营业收入9449.49万元,利润总额2767.98万元。

2007年至2008年9月,公司资产规模大幅增长,主要来自2007年公司首次公开发行股票和深圳市中小企业集合债募集资金。随募集资金的逐步投入,公司资产结构有所变化,流动资产占比有所降低,截至2008年9月底占比为30.57%,主要集中于货币资金、应收账款和存货;其中2008年以来公司应收账款增长较快,主要是公司加大销售力度,销售合同较同期增长所致。

2007年股权融资以来,公司资金充裕,对外融资压力小,债务和负债的增长主要来自2007年发行的4500万元债券和2008年增加的1700万元的短期借款。得益于股本的大幅增长,

公司目前整体负债水平和债务负担均保持在较低水平,截至2008年9月底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为18.60%和13.19%。

2007年以来受益于铁路投资快速增长和RFID应用领域的快速拓展,公司营业收入水平保持快速增长。同时公司凭借雄厚的技术和市场竞争实力针对多个行业持续推出高附加值产品,整体盈利能力维持在较高水平,2007年和2008年9月公司营业利润率分别为60.55%和59.84%,净利润实现额分别为5431.00万元和2260.97万元。

2007年以来得益于筹资活动大规模的现金流入公司整体现金流状况保持正常水平。但经营活动获现能力呈下降趋势,公司现金收入比率和盈利现金比率由2006年的118.82%和106.68%下降为2007年的109.72%和65.78%。2008年下滑趋势进一步加剧,1~9月公司经营性现金流净额为-1965.91万元。主要原因是公司经营规模扩大,生产备料付款、销售推广、接受劳务及研发投入等现金支出较快增长,另外由于公司部分下属子公司享有的税收优惠政策逐步到期,公司税费现金支出显著增加。

由于公司流动资产占比较高且现金类资产规模较大,公司短期偿债能力指标保持在较高水平,截至2008年9月底公司流动比率和速度比率分别为784.51%和670.16%。截至2007年底,公司EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为40.45倍和0.66倍,公司整体债务负担轻,偿债能力强。

2007年公司经营性现金流量净额和EBITDA与本期债券发行额度的比值分别为0.79和1.33,经营性现金流量净额和EBITDA对本期债券的保障程度较好。

综合考虑,联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级A⁺,评级展望为稳定。

附件 1 合并资产负债表

(单位: 万元)

	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月底
流动资产:				
货币资金	7091.40	27119.59	282.43	16933.51
应收票据	24.00	60.00	150.00	48.00
应收账款	6112.57	7154.79	17.05	10098.61
预付款项	64.52	3562.24	5421.34	1959.23
其他应收款	114.76	147.68	28.68	366.74
存货	2899.65	4372.09	50.78	5017.46
流动资产合计	16306.89	42416.39	160.11	34423.56
非流动资产:				
持有至到期投资				500.00
长期股权投资				984.88
固定资产	3533.93	5042.01	42.67	6721.97
在建工程		29.76		2138.41
无形资产	87.76	71.16	-18.91	238.38
开发支出		232.63		595.15
商誉		5.00		2986.07
长期待摊费用	0.96		-100.00	32.09
递延所得税资产	98.29	114.11	16.10	159.68
非流动资产合计	3720.94	5494.67	47.67	14356.65
资产总计	20027.83	47911.06	139.22	48780.20
流动负债:				
短期借款				1700.00
应付账款	1758.84	2526.15	43.63	1484.24
预收款项	31.95	153.77	381.27	239.89
应付职工薪酬	227.24	16.97	-92.53	11.39
应交税费	699.79	1105.88	58.03	683.18
应付利息		21.38		213.75
其他应付款	143.40	139.32	-2.84	55.45
流动负债合计	2861.22	3963.47	38.52	4387.90
非流动负债:				
长期借款	1500.00		-100.00	
应付债券		4258.54		4334.01
其他非流动负债	550.00	615.00	11.82	350.00
非流动负债合计	2050.00	4873.54	137.73	4684.01
负债合计	4911.22	8837.01	79.93	9071.90
所有者权益 (或股东权益):				
实收资本 (或股本)	4810.00	6420.00	33.47	12840.00
资本公积	889.17	19273.70	2067.60	12853.70
盈余公积	761.75	1434.27	88.29	1434.27
未分配利润	8531.83	11809.52	38.42	10911.33
归属于母公司所有者权益合计	14992.76	38937.49	159.71	38039.30
少数股东权益	123.85	136.56	10.26	1669.00
所有者权益 (或股东权益) 合计	15116.61	39074.05	158.48	39708.30
负债和所有者权益 (或股东权益) 总计	20027.83	47911.06	139.22	48780.21

附件 2 合并利润表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	变动率 (%)	2008 年 1~9 月
一、营业收入	11253.67	15151.07	34.63	9449.49
减: 营业成本	4806.20	5896.23	22.68	3735.58
营业税金及附加	72.20	81.19	12.45	59.63
销售费用	684.92	923.87	34.89	1149.20
管理费用	2394.80	2701.41	12.80	2444.65
财务费用	-13.49	21.42	-258.79	-168.85
资产减值损失	-10.70	85.49	-899.15	192.52
加: 公允价值变动收益				
投资收益	76.95	19.38	-74.81	-15.12
其中: 对联营/合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	3396.69	5460.85	60.77	2021.64
加: 营业外收入	239.06	374.60	56.70	746.51
减: 营业外支出	7.73	0.66	-91.42	0.17
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	3628.01	5834.79	60.83	2767.98
减: 所得税费用	297.39	403.79	35.78	507.01
四、净利润	3330.62	5431.00	63.06	2260.97
其中: 归属于母公司所有者的净利润	3295.30	5450.93	65.42	2237.89
少数股东损益	35.32	-19.92	-156.41	23.09
五、每股收益 (元):				
(一) 基本每股收益	0.69	1.02	47.83	0.17
(二) 稀释每股收益	0.69	1.02	47.83	0.17

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	变动率 (%)	08 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	13372.08	16624.37	24.32	7761.94
收到的税费返还	119.41	84.47	-29.26	53.85
收到其他与经营活动有关的现金	1.01	145.79	14365.05	355.74
经营活动现金流入小计	13492.50	16854.63	24.92	8171.54
购买商品、接受劳务支付的现金	6372.33	8424.06	32.20	4490.33
支付给职工以及为职工支付的现金	1328.58	1789.34	34.68	1507.49
支付的各项税费	1282.27	1482.66	15.63	1888.73
支付其他与经营活动有关的现金	956.07	1586.18	65.91	2250.88
经营活动现金流出小计	9939.25	13282.23	33.63	10137.44
经营活动产生的现金流量净额	3553.24	3572.40	0.54	-1965.91
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	84.09		-100.00	
取得投资收益收到的现金	25.22	19.38	-23.15	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	97.40	13.44	-86.20	0.02
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	541.92		-100.00	
收到其他与投资活动有关的现金	27.05		-100.00	
投资活动现金流入小计	775.68	32.83	-95.77	0.02
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1333.79	5041.74	278.00	4082.12
投资支付的现金	199.09		-100.00	1000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		5.00		1568.23
支付其他与投资活动有关的现金				500.00
投资活动现金流出小计	1532.88	5046.74	229.23	7150.36
投资活动产生的现金流量净额	-757.21	-5013.91	562.16	-7150.34
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	5.00	20404.97	407999.49	50.00
取得借款收到的现金	1500.00	1500.00		1700.00
发行债券收到的现金		4500.00		
收到其他与筹资活动有关的现金	105.00	347.89	231.32	375.00
筹资活动现金流入小计	1610.00	26752.86	1561.67	2125.00
偿还债务支付的现金	1311.17	3000.00	128.80	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	429.23	1659.03	286.51	3190.99
支付其他与筹资活动有关的现金		627.67		
筹资活动现金流出小计	1740.40	5286.70	203.76	3190.99
筹资活动产生的现金流量净额	-130.40	21466.16	-16561.17	-1065.99
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.60	3.55	495.53	-3.85
五、现金及现金等价物净增加额	2665.04	20021.10	651.25	-10178.38
加: 期初现金及现金等价物余额				27119.59
六、期末现金及现金等价物余额	2665.04	20021.10	651.25	16941.21

附件 3-2 合并现金流量表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	3330.62	5431.00	63.06
加: 资产减值准备	-10.70	85.49	-899.15
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	319.16	393.21	23.20
无形资产摊销	88.72	16.60	-81.29
长期待摊费用摊销	0.81	0.96	18.45
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)	-18.64		-100.00
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)			
财务费用(收益以“-”号填列)	-16.82	154.76	-1019.90
投资损失(收益以“-”号填列)	-76.95	-19.38	-74.81
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-37.67	-15.82	-58.00
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)			
待摊费用减少(增加以“-”号填列)			
预提费用增加(减少以“-”号填列)			
存货的减少(增加以“-”号填列)	-394.06	-1036.01	162.90
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	139.86	-1799.97	-1386.94
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	328.91	644.44	95.93
其他	-100.00	-282.89	182.89
经营活动产生的现金流量净额	3553.24	3572.40	0.54
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	7091.40	27119.59	282.43
减: 现金的期初余额	4425.17	7091.40	60.25
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	2666.23	20028.19	651.18

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	1.83	2.27	--
存货周转次数(次)	1.66	1.62	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.45	--
盈利能力			
营业利润率(%)	56.65	60.55	59.84
总资本收益率(%)	20.11	12.90	--
净资产收益率(%)	22.03	13.90	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	9.03	9.83	9.84
全部债务资本化比率(%)	9.03	9.83	13.19
资产负债率(%)	24.52	18.44	18.60
偿债能力			
流动比率(%)	569.93	1070.18	784.51
速动比率(%)	468.58	959.87	670.16
EBITDA 利息倍数(倍)	374.08	40.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.37	0.66	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.86	-0.34	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	258.41	-9.11	--
现金流			
现金收入比(%)	118.82	109.72	82.14
现金利润比率(%)	106.68	65.78	--

注：2008年财务数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) / 本期债券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市中航信息科技产业有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB 评级展望: 稳定
上次评级结果: A⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年*	2006 年	2007 年	08 年 11 月
现金类资产(万元)	3649.13	2649.13	5657.91	4261.36
资产总额(万元)	16688.99	14758.68	16799.42	17352.65
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	11031.73	1889.28	8756.94	10872.91
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	2915.23
全部债务(万元)	4004.22	6967.77	3273.00	5115.23
主营业务收入(营业收入)(万元)	22375.14	12458.49	16891.02	15006.29
利润总额(万元)	3763.63	1584.12	2943.66	1859.27
EBITDA(万元)	4986.56	3392.31	3742.43	--
经营性净现金流(万元)	1599.21	1599.21	3947.12	--
主营业务利润率(%)	24.62	40.53	38.08	33.17
净资产收益率(%)	29.00	83.85	33.62	
资产负债率(%)	33.90	87.20	47.87	37.34
全部债务资本化比率(%)	26.63	78.67	27.21	31.99
流动比率(%)	260.17	107.28	196.48	438.50
全部债务/EBITDA(倍)	0.80	2.05	0.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.61	3.21	5.28	--
经营现金流动负债比率(%)	28.19	49.08	-391.44	--

注: 公司从 2008 年开始执行新会计准则, 2008 年 11 月数据未经审计。2006*数据为 2007 年评级报告初评披露数据; 2007 年因公司对会计账务进行了调整, 2006 年数据为追溯调整后的可比口径数据。

分析师

黄 滨

电话: 010-85679696-8880

邮箱: huangbin@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市中航信息科技产业有限公司(以下简称“公司”)是国内存折票据打印机重要制造厂商之一。公司品牌优势突出, 跟踪期内业务结构保持稳定, 生产规模稳步扩大, 在专业打印机行业继续保持领先地位。

公司债务结构有所改善, 债务负担轻, 经营性现金流状况较稳定, 但公司盈利能力有所下滑, 同时, 公司对会计账务进行了调整, 2006 年追溯调整的财务报表数据与已披露数据存在较大差异, 截至 08 年 11 月, 公司的收入规模不足公司调整前 06 年收入的 70%, 利润规模还不足调整前的 50%。

综合考虑, 联合资信下调公司主体长期信用等级为 BBB, 评级展望为稳定。

优势

1、在存折票据打印机领域, 公司拥有产品研发、客户资源等竞争优势。

2、2008 年公司债务结构有所改善, 债务负担轻。

关注

1、公司产品结构较为单一, 抗风险能力弱。

2、公司盈利能力有所下滑。

3、2007 年因公司对会计账务进行了调整, 2006 年追溯调整的财务报表数据与已披露数据存在较大差异。

一、企业概况

深圳市中航信息科技产业有限公司（以下简称“公司”）成立于2001年12月，经多次股权转让与变更，截至2007年底，公司注册资本为3000万元，由常远（持股27.75%）、张健全（持股27.75%）等10位自然人和浙江天堂硅谷创业集团有限公司（持股23.33%）、深圳市国成科技投资有限公司（持股6.60%）和深圳市世纪大吉网络通讯有限公司（持股1.66%）分别持股。公司实际控制人是常远和张健全。

公司目前的主营业务为生产专业打印机和计算机、打印机及外围设备的技术开发、销售、维修。

截至2007年底，公司（合并）资产总额16799.42万元，所有者权益8756.94万元；2007年，公司实现主营业务收入16891.02万元，利润总额2943.66万元。

截至2008年11月底，公司（合并）资产总额17352.65万元，所有者权益10872.91万元（其中包含少数股东权益300万元）；2008年1~11月，公司实现营业收入15006.29万元，利润总额1859.27万元。

公司注册地址：深圳市高新区中区软件园1号楼3层；法定代表人：张健全。

二、生产经营

1. 经营概况

公司主导产品是各类存折票据打印机、连续纸激光打印机、行式打印机等专业打印机。跟踪期内，公司生产规模稳步扩大，在专业打印机行业继续保持领先地位。

2007年，公司实现主营业务收入16891.02万元，较2006年大幅增长35.58%，主要是产销量大幅增加所致。其中存折票据打印机占公司主营业务收入的75.15%，且毛利率是公司各业务板块中最高的业务，达到42.89%。

2008年1~11月，公司实现营业收入15006.29万元，相当于2007年的88.84%，预计

全年基本与2007年持平。

表1 2006-2007年公司主营业务收入和毛利率情况

收入类别	2006年		2007年	
	主营业务收入 (万元)	毛利率 (%)	主营业务收入 (万元)	毛利率 (%)
存折票据打印机	9701.07	45.29	12693.98	42.89
行式打印机	2263.52	23.53	2930.34	21.31
激光打印机	298.94	30.00	977.71	31.00
备件耗材类	194.97	21.00	288.99	34.42
合计	12458.49	40.59	16891.02	38.31

资料来源：公司财务报告

2007年，公司被深圳市南山区政府授予“南山区民营领军企业”称号，有效期自2007年9月至2009年9月，在此期间，公司将享受南山区绿色通道企业待遇和区政府有关扶持政策，有助于公司进一步提高产品竞争力。2008年6月，公司还成为国家质检总局评定的进入“2008年中国名牌产品”初审合格公示名单的4家票证打印机企业之一。

2008年，公司作为中国银行存折票据打印机和行式打印机唯一指定供应商，针对性地推出了奥运期间的金融服务方案，其点对点服务优质高效，在银行客户中树立了良好的口碑，进一步提升了公司的品牌形象。

总体看，公司品牌优势突出，业务结构保持稳定。

2. 项目情况

本期债券募集资金3000万元，用于公司自主研发和生产的PB/PR系列存折票据多功能打印机的技术改造项目。上述项目总投资19000万元，本期债券发行额占项目总投资额的15.79%。

项目位于深圳市龙岗区，并已于2008年11月取得10万平方米土地证，用于建设研发和生产基地。截至2008年11月底，公司已用债券资金1700万，目前技术成果正在鉴定中。

三、财务分析

公司提供的 2007 年财务报表已经深圳中磊会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2007 年评级报告中采用的数据是公司提供的经深圳市鹏城会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2004 年、2005 年、2006 年财务报表。因公司对 2006~2007 年会计账务进行了调整，导致两份审计报告中的 2006 年数据存在较大的差异。公司 2008 年开始实行新会计准则，2008 年 1~11 月份的会计报表未经审计。截至 08 年 11 月，公司的收入规模不足公司调整前 06 年收入的 70%，利润规模还不足调整前的 50%。

从会计账务调整来看，深圳市鹏城会计师事务所出具的 2004~2006 年年审报告中主营业务收入以发货收入为基础计算，而深圳中磊会计师事务所出具的 2007 年审计报告中主营业务收入以开票收入为基础计算，因此追溯调整的 2006 年数据存在较大差异；其他资产、负债等差异是因为公司 2008 年初开始进行股份制改革，虽然依然沿用老会计准则审计，但科目已按新会计准则要求进行了调整。

从资产结构来看，2007 年公司资产主要以流动资产为主，其中占比较高的是货币资金（占 35.80%）、应收账款（占 31.68%）和存货（占 28.02%）；变化较大的是货币资金，2007 年为 5657.91 万元，较 2006 年大幅增长 113.58%，主要是银行存款和信用证存款增长所致。截至 2008 年 11 月底，公司货币资金和应收账款分别下降了 24.68% 和 24.28%，而存货大幅增长了 47.49%，主要是电路板、精密五金和精密塑胶件等原材料大幅涨价所致。2008 年 1~11 月，因公司正在进行股份制改造，所有者权益发生较大变化，公司通过增资和资本公积转入，实收资本大幅上涨了 190%，达到 8700 万，相关验资尚在进行中。

从盈利能力来看，2006~2007 年，公司主营业务利润率分别为 40.53% 和 38.08%；2008

年 11 月营业利润率为 33.17%，因 2008 年以来原材料价格上涨很快，公司盈利水平有所下滑。2007 年，公司财务费用大幅减少，主要是公司债务规模大幅缩小所致。2008 年以来，公司短期借款继续大幅减少，并新发行了 3000 万元债券，债务结构有所改善。

从现金流状况来看，公司 2007 年经营活动产生的净现金流为 3947.12 万元，与 2006 年相比大幅增长 146.82%，经营现金流状况良好。因募投项目等待技术成果鉴定中，公司投资性现金流支出很小，公司经营活动产生的净现金流能很好的覆盖投资支出，对外筹资压力小。2007 年公司筹资活动现金流表现为净流出，但净流出额大幅减少。

从偿债能力看，2007 年公司因偿还了 3694.77 万元短期借款，资产负债率大幅下降至 47.87%；相应全部债务资本化比率为 27.21%，公司债务负担轻。2008 年 11 月，公司债务规模有所扩大，达到 5115.23 万元，但由于应交税费和其他应付款分别大幅下降了 83.16% 和 98.03%，资产负债率下降至 37.34%。

2006~2008 年 11 月，公司流动比率和速动比率逐年大幅上升，分别从 2007 年底的 196.48% 和 141.44% 上升至 2008 年 11 月底的 438.50% 和 253.47%，短期偿债能力强。

2007 年，公司全部债务/EBITDA 为 0.87 倍，较 2006 年有所下降；EBITDA 利息倍数为 5.28 倍，较 2006 年有所上升，公司对债务和利息的保障能力有所提高，长期偿债能力较强。

2007 年公司经营活动净现金流为 3947.12 万元，EBITDA 为 3742.43 万元，分别是本期债券额度的 1.32 倍和 1.25 倍。截至 2008 年 11 月底，公司现金类资产为 4261.36 万元，是本期债券额度的 1.42 倍。综合看，公司偿债能力较强，对本期债券额度的保障能力强。

综合考虑，联合资信下调公司主体长期信用等级为 BBB，评级展望为稳定。

附件 1-1 2006~2007 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动资产			
货币资金	2649.13	5657.91	113.58
短期投资			
减：短期投资跌价准备			
短期投资净额			
应收票据			
应收股利			
应收利息			
应收账款	4495.40	5005.96	11.36
其他应收款	624.93	678.05	8.50
减：坏账准备			
应收账款净额	5120.33	5684.01	11.01
预付账款	41.31	33.25	-19.52
应收补贴款			
存货	5995.30	4426.99	-26.16
减：存货跌价准备			
存货净额	5995.30	4426.99	-26.16
待摊费用			
待处理流动资产净损失			
一年内到期的长期债权投资			
其他流动资产			
流动资产合计	13806.07	15802.15	14.46
长期投资			
长期股权投资	60.00		
长期债权投资			
长期投资合计	60.00		
减：长期投资减值准备			
长期投资净额	60.00		
合并价差			
固定资产			
固定资产原值	1032.78	1223.52	18.47
减：累计折旧	140.17	226.24	61.41
固定资产净值	892.61	997.27	11.73
固定资产净值减值准备			
固定资产净额	892.61	997.27	11.73
工程物资			
在建工程			
固定资产清理			
待处理固定资产净损失			
固定资产合计	892.61	997.27	11.73

无形资产及其他资产			
无形资产			
开办费			
长期待摊费用			
其他长期资产			
无形资产及其他资产合计			
递延税项			
递延税项借项			
资产总计	14758.68	16799.42	13.83

附件 1-2 2006~2007 年合并资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动负债			
短期借款	6967.77	3273.00	-53.03
应付票据			
应付帐款	1317.19	1011.57	-23.20
预收帐款	3450.80	2325.22	-32.62
代销商品款			
应付工资	61.63	5.07	-91.77
应付福利费			
应付股利			
应交税金	439.78	1135.25	158.14
其他应交款			
其他应付款	632.22	292.37	-53.76
预提费用			
一年内到期的长期负债			
其他流动负债			
流动负债合计	12869.40	8042.48	-37.51
长期负债			
长期借款			
应付债券			
长期应付款			
专项应付款			
住房周转金			
其他长期负债			
长期负债合计			
递延税项			
递延税项贷款			
负债合计	12869.40	8042.48	-37.51
少数股东权益			
所有者权益			
实收资本	2000.00	3000.00	50.00
资本公积	170.00	3094.00	1720.00
盈余公积		266.29	
其中：公益金			
未分配利润	-280.72	2396.65	-953.75
外币报表折算差额			
所有者权益合计	1889.28	8756.94	363.51
负债及所有者权益合计	14758.68	16799.42	13.83

附件 2 2006~2007 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	12458.49	16891.02	35.58
减: 折扣与折让			
主营业务收入净额	12458.49	16891.02	35.58
减: 主营业务成本	7401.17	10419.70	40.78
主营业务税金及附加	8.26	39.76	381.64
二、主营业务利润	5049.07	6431.56	27.38
加: 其他业务利润			
减: 存货跌价损失			
营业费用	1435.68	1692.53	17.89
管理费用	974.77	1117.72	14.66
财务费用	1051.95	694.93	-33.94
三、营业利润	1586.67	2926.39	84.44
加: 投资收益			
期货收益			
补贴收入		20.00	
营业外收入	0.05	0.50	900.00
减: 营业外支出	2.60	3.23	24.16
其他支出			
加: 以前年度调整			
四、利润总额	1584.12	2943.66	85.82
减: 所得税			
减: 少数股东损益			
加: 未确认的投资损失			
五、净利润	1584.12	2943.66	85.82
加: 年初未分配利润	-1864.83	-280.72	-84.95
盈余公积转入数			
减: 合资企业提取奖福基金			
其他调整因素			
六、可供分配的利润	-280.72	2662.94	-1048.62
减: 提取法定盈余公积		266.29	
提取法定公益金			
七、可供股东分配的利润	-280.72	2396.65	-953.75
减: 应付优先股股利			
提取任意盈余公积			
应付普通股股利			
转作股本的普通股股利			
其他			
八、未分配利润	-280.72	2396.65	-953.75

附件 3-1 2007 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年
一、经营活动产生的现金流量	
销售商品、提供劳务收到的现金	18760.39
收到的租金	
收到的税费返还	
收到的其他与经营活动有关的现金	54.34
现金流入小计	18814.73
购买商品、接受劳务支付的现金	11053.46
经营租赁所支付的现金	0.00
支付给职工以及为职工支付的现金	960.24
支付的各项税费	511.76
支付的其他与经营活动有关的现金	2342.14
现金流出小计	14867.61
经营活动产生的现金流量净额	3947.12
二、投资活动产生的现金流量	
收回投资所收到的现金	
取得投资收益所收到的现金	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	
收到的其他与投资活动有关的现金	
现金流入小计	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	200.39
投资所支付的现金	
支付的其他与投资活动有关的现金	
现金流出小计	200.39
投资活动产生的现金流量净额	-200.39
三、筹资活动产生的现金流量	
吸收权益性投资所收到的现金	3924.00
发行债券所收到的现金	
借款所收到的现金	7920.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	
现金流入小计	11844.00
偿还债务所支付的现金	11614.77
发生筹资费用所支付的现金	
分配股利或利润所支付的现金	709.04
偿付利息所支付的现金	
融资租赁所支付的现金	
减少注册资本所支付的现金	
支付的其他与筹资活动有关的现金	
现金流出小计	12323.80
筹资活动产生的现金流量净额	-479.80
四、汇率变动对现金的影响	-18.15
五、现金及现金等价物净增加额	3248.78

附件 3-2 2007 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动	
以固定资产偿还债务	
以投资偿还债务	
以固定资产进行长期投资	
以存货偿还债务	
融资租赁固定资产	
二、将净利润调节为经营活动的现金流量	
净利润	2943.66
加: 少数股东损益	
计提的坏帐准备或转销的坏帐	240.09
固定资产折旧	89.74
无形资产摊销	
长期待摊费用摊销	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	
待摊费用减少(减:增加)	
预提费用增加(减:减少)	
固定资产报废损失	
财务费用	709.04
投资损失(减:收益)	
递延税款贷项(减:借项)	
存货的减少(减:增加)	-1568.31
经营性应收项目的减少(减:增加)	-654.30
经营性应付项目的增加(减:减少)	2187.20
其他	
经营性活动产生的现金流量净额	3947.12
三、现金及现金等价物净增加情况	
货币资金的期末余额	5897.91
减: 货币资金的期初余额	2649.13
现金等价物的期末余额	
减: 现金等价物的期初余额	
现金及现金等价物净增加额	3248.78

附件 4-1 2008 年 11 月底合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	08 年初余额	08 年 11 月底余额	变动率 (%)
流动资产：			
货币资金	5657.91	4261.36	-24.68
交易性金融资产			
应收票据			
应收账款	5509.47	4171.62	-24.28
预付款项	8.48	34.84	310.72
应收利息			
应收股利			
其他应收款	784.92	567.31	-27.72
存货	4471.83	6595.28	47.49
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产			
流动资产合计	16432.60	15630.41	-4.88
非流动资产：			
可供出售金融资产			
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资			
投资性房地产			
固定资产	1068.73	943.59	-11.71
在建工程		79.99	
工程物资			
固定资产清理			
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产	16.00	698.66	4266.63
开发支出			
商誉			
长期待摊费用	13.26		
递延所得税资产			
其他非流动资产			
非流动资产合计	1097.98	1722.24	56.85
资产总计	17530.58	17352.65	-1.01

注：公司 2008 年开始使用新会计准则。

附件 4-2 2008 年 11 月底合并资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	08 年初余额	08 年 11 月底余额	变动率（%）
流动负债：			
短期借款	3273.00	2200.00	-32.78
交易性金融负债			
应付票据			
应付账款	987.57	1032.02	4.50
预收款项	497.31	24.03	-95.17
应付职工薪酬	-35.11	52.05	-248.23
应交税费	1184.57	199.47	-83.16
应付利息	0.00	14.25	
应付股利			
其他应付款	2164.66	42.70	-98.03
一年内到期的非流动负债			
其他流动负债			
流动负债合计	8072.00	3564.51	-55.84
非流动负债：			
长期借款			
应付债券		2915.23	
长期应付款			
专项应付款			
预计负债			
递延所得税负债			
其他非流动负债			
非流动负债合计	0.00	2915.23	
负债合计	8072.00	6479.74	
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本	3000.00	8700.00	190.00
资本公积	3094.00	56.94	-98.16
盈余公积	463.78		
未分配利润	2900.81	1815.97	-37.40
外币报表折算差额			
未确认投资损失			
归属于母公司所有者权益（或股东权益）合	9458.59	10572.91	11.78
少数股东权益		300.00	
负债和所有者权益（或股东权益）总计	17530.58	17352.65	-1.01

附件 5 2008 年 1-11 月合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	本月金额	本年累计金额
一、营业收入	1887.80	15006.29
减：营业成本	1314.58	9986.56
营业税金及附加	8.50	41.54
销售费用	137.35	1749.59
管理费用	306.69	1195.12
财务费用	32.74	367.74
资产减值损失		
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）		
投资收益（损失以“-”号填列）		
其中：对联合企业和合营企业的投资收益		
汇兑收益（损失以“-”号填列）		
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	87.93	1665.75
加：营业外收入		217.37
减：营业外支出	3.43	23.85
其中：非流动资产处置损失		
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	84.50	1859.27
减：所得税费用		43.30
加：以前年度损益调整		
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	84.50	1815.97

附件 6 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 11 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	2.53	3.56	--
存货周转次数(次)	1.58	2.00	--
总资产周转次数(次)	1.49	2.29	--
盈利能力			
主营业务利润率(营业利润率) (%)	40.53	38.08	33.17
总资本收益率(%)	29.80	30.36	--
净资产收益率(%)	83.85	33.62	--
财务构成			
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	21.14
全部资本化比率(%)	78.67	27.21	31.99
资产负债比率(%)	87.20	47.87	37.34
偿债能力			
流动比率(%)	107.28	196.48	438.50
速动比率(%)	60.69	141.44	253.47
EBITDA 利息倍数(倍)	3.21	5.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.05	0.87	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.22	1.14	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.44	5.28	--
现金流			
现金收入比(%)	206.42	111.07	--
利润现金比率(%)	12.84	23.37	--
本期债项偿债能力			
经营现金流流动负债比率 (%)	49.08	-391.44	--
现金偿债倍数(倍)	0.88	1.89	1.42

附件 7 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市飞马国际供应链股份有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A⁻ 评级展望：稳定

上次评级结果：A⁻ 评级展望：稳定

跟踪评级时间：2008年12月29日

财务数据

项 目	2006年	2007年	08年9月
现金类资产(万元)	4907.67	8195.04	23861.48
资产总额(万元)	27500.27	52736.04	111700.19
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	10841.66	15781.34	43530.81
短期债务(万元)	6100.00	18178.71	45085.04
全部债务(万元)	9540.00	29392.10	54644.27
营业收入(万元)	29798.49	59046.32	151581.29
利润总额(万元)	4433.95	5108.57	4686.31
EBITDA(万元)	5227.18	6492.16	--
经营性净现金流(万元)	4496.68	-9344.45	-9543.52
营业利润率(%)	21.28	13.53	5.67
净资产收益率(%)	34.28	27.34	--
资产负债率(%)	60.58	70.07	61.03
全部债务资本化比率(%)	46.81	65.07	55.66
流动比率(%)	104.72	138.78	162.30
全部债务/EBITDA(倍)	1.83	4.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.63	5.49	--
经营现金流动负债比率(%)	34.02	-36.30	--

注：公司从2007年开始执行新会计准则，2008年3季度数据未经审计。

分析师

黄 滨

电话：010-85679696-8880

邮箱：huangbin@lianheratings.com.cn

传真：010-85679688

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号
中环世贸中心D座7层（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“公司”）是国内具有较强竞争力的综合物流服务商之一。公司于2008年1月在深圳中小企业板上市，上市后经营规模不断扩大，贸易执行服务从区域向全国、从化工行业向多行业拓展，带动了综合物流服务收入的增长。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到目前公司营业利润率持续下降，经营活动净现金流为负，未来随着公司不断增加供应链链条上其他链点的切入，盈利水平有望提高，现金流情况有望好转。

综合考虑，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）维持公司主体为A⁻的长期信用等级，评级展望为稳定。

优势

- 1、中国现代物流服务行业处于起步阶段，未来发展前景广阔。
- 2、公司贸易执行服务、综合物流服务等业务收入大幅增长。
- 3、公司以物流园驱动综合物流服务的经营模式取得了较好的成果，业务结构持续优化。

关注

- 1、随着中国现代物流服务业高速发展，国际与国内物流企业众多，公司面临较大的竞争压力。
- 2、跟踪期内，公司营业利润率持续下降，经营性现金流净额为负。

一、公司概况

深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“公司”）前身是成立于1998年7月的深圳市飞马运输有限公司，2003年1月更名为深圳市飞马国际物流有限公司，2006年12月整体改制为股份有限公司，注册资本人民币9600万元；2007年4月公司增加股本500万股，以每股1.25元的价格定向增发，注册资本变更为10100万元；2008年1月，公司以每股7.79元的价格向社会公众公开发行人民币普通股（A股）3500万股，股本变更为13600万元。公司实际控制人为黄壮勉先生。截至2008年9月底，黄壮勉持有广州市飞马运输有限公司84%的股份，广州市飞马运输有限公司持有公司63.53%的股份。

公司主要经营业务为综合物流服务、物流园经营、贸易执行服务等。

截至2007年底，公司合并资产总额25741.31万元，所有者权益15781.34万元（其中少数股东权益397.14万元）；2007年实现营业收入59046.32万元，利润总额5108.57万元。

截至2008年9月底，公司合并资产总额111700.19万元，所有者权益43530.81万元（其中少数股东权益396.69万元）；2008年1~9月实现营业收入151581.29万元，利润总额4686.31万元。

公司注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦26楼2601室；公司法定代表人：黄固喜。

二、经营概况

1. 行业概况

全球制造产业向中国集聚推动了中国现代物流服务行业的快速发展，现代物流服务行业是推动中国产业结构升级的重要行业。现代物流业在中国起步较晚，但发展迅速。目前，众多世界500强企业已入驻中国，形成了珠三角、

长三角、环渤海3个产业化集聚中心。

2008年上半年，中国社会物流总额43.29万亿元，同比增长28.1%；其中进口货物物流总额3.97万亿元，同比增长18.4%。2008年上半年，社会物流总费用为2.40万亿元，同比增长19.8%，主要由于汽、柴油等燃料价格大幅上涨拉动了运输成本的上涨。

2007年3月，国务院下发《国务院关于加快发展服务业的若干意见》（国发〔2007〕7号），明确要求优先发展运输业，提升物流的专业化、社会化服务水平，大力发展第三方物流。《意见》的颁布，将为现代物流服务业营造更好的发展环境。

“十一五”乃至未来更长时期，中国物流产业将进入更高层次的发展阶段，并呈现一些新的发展趋势与特征：一是伴随着国民经济的快速稳定发展，物流产业规模将继续快速扩张；二是物流产业的集中度进一步提升，与经济结构和产业布局调整相适应；三是随着物流市场的进一步扩大，物流产业内的分工将越来越细；四是物流产业发展的制度环境日趋规范，市场秩序与环境条件进一步优化。

2. 经营分析

从业务类型看，跟踪期内，公司贸易执行服务、综合物流服务收入大幅增长，公司以物流园驱动综合物流服务的经营模式取得了较好的成果。

从区域分类看，公司营业收入在华东地区和华南地区增幅较大，公司在上海、苏州设立的全国物流平台已初见成效。

表1 2007年公司营业收入分行业情况

业务项目	营业收入(万元)	占比(%)	营业收入比上年同期增加(%)	毛利率(%)
贸易执行服务	30839.37	52.23	476.94	1.77
综合物流服务	24496.00	41.49	25.34	24.38
物流园经营收入	3710.95	6.28	10.86	54.14
合计	59046.32	100	98.16	14.44

资料来源：公司年报

表 2 2008 年 1-6 月公司营业收入分行业情况

业务项目	营业收入(万元)	占比(%)	营业收入比上年同期增加(%)	毛利率(%)
贸易执行服务	19068.36	21.08	174.48	2.95
综合物流服务	68636.42	75.87	408.76	6.33
塑化供应链服务	2760.27	3.05	49.97	35.03
合计	90465.05	100.00	306.06	6.49

资料来源：公司年报

表 3 2007 年~2008 年 6 月公司营业收入分地区情况

地区	2007 年营业收入(万元)	比上年同期增减	08 年 1-6 月营业收入(万元)	比上年同期增减
华南地区	31038.17	89.00%	60805.04	312.33%
华北地区	8289.10	28.25%	9486.16	180.39%
东北地区	9606.87	58.35%	6921.19	136.88%
华东地区	10112.18	1094.90%	13252.66	980.20%
合计	59046.32	98.15%	60805.04	312.33%

资料来源：公司年报

2007 年公司实现营业收入 59463.20 万元，净利润 4314.67 万元；2008 年 1~6 月，公司实现营业收入 90465.05 万元，已远超过 2007 年全年水平，主要原因是公司的经营规模不断扩大，贸易执行服务从区域向全国、从化工行业向多行业拓展，同时带动了综合物流服务收入的增长，各项业务相互促进。

从表 1 与表 2 可以看出，2008 年以来公司业务的结构及主营业务盈利能力发生了变化。2007 年，公司贸易执行服务高速增长，营业收入比上年同期增加 476.94%，占总收入比重为 52.23%，因其服务的特性毛利率偏低，2007 年仅为 1.77%。随着业务的开展，虽然其单项毛利率逐步上升，但由于其是供应链链条的重要链点，对进出口综合服务等相关业务影响很大。2008 年上半年，进出口综合物流服务收入大幅上升，但增收不增利，毛利率大幅下降至 6.33%，由于其占总收入比重为 75.87%，公司的综合毛利率下降。

随着公司不断增加供应链链条上其他链点的切入，从单链条服务向多链条服务拓展，将会不断提升公司的盈利水平。

2. 管理分析

跟踪期内，公司治理结构无重大变化。公司董事和高管人员变动如下：公司于 2008 年 2 月 29 日召开的第一届董事会第十八次临时会议上选举黄壮勉为公司副董事长，同意其辞去总经理职务，同时选举印健为公司总经理，金军平为公司副总经理；2008 年 3 月 21 日召开的 2008 年第一次临时股东大会上选举印健为公司董事；2008 年 4 月 22 日召开的第一届董事会第十九次会议上选举曹杰为公司副总经理。

3. 项目情况

本期债券募集资金 4000 万元计划用于飞马华南塑胶物流园技术改造项目，总投资 20976 万元，本期债券发行额占项目总投资额的 19.07%。另外，公司上市后，通过首次公开发行股票募集的资金也对项目有所支持。截至 2008 年 6 月底，上述项目进展顺利。

4. 未来规划

公司未来将重点发展以下几方面：继续深耕石油设备国际采购的国际物流市场，依托黄江塑胶物流园拓展塑胶综合物流服务和贸易执行服务；在全国投资设立物流平台，从区域向全国、从化工行业向多行业扩张，加强公司在加工贸易保税物流服务领域的渗透能力；加快全国布局的物流业务网络及保税物流平台建设速度，加强基于保税物流平台的加工贸易。

5. 重大事项

经证监许可[2008]59 号文核准，公司在深圳证券交易所上市（股票简称“飞马国际”，股票代码“002210”），并于 2008 年 1 月 18 日、21 日向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）3500 万股，发行价格为 7.79 元/股。截至 2008 年 1 月 24 日止，扣除与发行有关的费用，公司实际募集资金净额为人民币 253871470.00 元，股本变更为 13600 万元。注册资本变更事项经深圳大

华天诚会计师事务所出具深华验字[2008]8号验资报告验证确认。

三、财务分析

公司 2007 年度财务报表经深圳大华天诚会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。2008 年 3 季度数据未经审计。

从资产结构来看，2008 年以来，公司资产规模迅速扩张，尤其是流动资产上升很快，主要是公司首次公开发行股票并上市成功导致的货币资金增加以及公司业务快速增长导致的应收账款和其他应收款大幅增加，公司对应收账款和其他应收款的管理还有待提高。

从盈利能力来看，2006~2008 年 9 月，公司营业利润率分别为 21.28%、13.53%和 5.67%，由于业务特性原因造成营业利润率偏低的业务板块在营业收入总额中所占的比重不断上升，营业利润率下滑。

从现金流状况来看，公司 2007 年经营活动产生的净现金流为-9344.45 万元，主要是公司购买商品、接受劳务支付的现金和准备上市支付的各项税费大幅上升，导致经营活动现金流出大增。随着投资项目的进行，公司投资性净现金流也为负，公司对外融资压力大，主要通过银行借款、上市和发行债券满足筹资需要，公司现金流状况有待改善。2008 年 1~9 月，受公司成本上涨影响，公司经营性现金支出大幅增长，公司经营性净现金流为-9543.52 万元。未来随着公司供应链业务的拓展，与客户合作的深入，公司结算方式不断优化。公司采取银行票据、商业票据、T/T 电汇等相结合的方式提高资金使用效率，将有助于改善公司的经营活动现金流。鉴于目前的国际、国内市场环境的变化，公司黄江塑胶物流园一期工程续建及综合物流项目计划暂缓，虽然投资性净现金流依然表现为净流出，但有所减少。筹资活动净现金流大增主要是公司通过首次公开发行股票

募集资金增加及因业务增长增加短期借款所致。

2007 年底，公司资产负债率大幅上涨至 70.07%，债务负担较重。同期公司债务规模迅速扩大，2007 年公司全部债务为 29392.10 万元，同比增长 208.09%；相应全部债务资本化比率达到 55.66%，较 2006 年大幅增长 18.26 个百分点。截至 2008 年 9 月底，由于公司先后定向募集资金和向社会公开增发股票，使公司权益得到进一步充实，从而使公司全部债务资本化比率和资产负债率下降至 55.66%和 61.03%，公司债务负担有所减轻。

2007 年底，公司流动比率和速动比率分别为 138.78%和 132.92%，与 2006 年相比均有所上升。2007 年，公司 EBITDA 利息倍数为 5.49 倍，对利息支出的覆盖保障能力较好。

2007 年公司经营活动现金流入为 56411.31 万元，EBITDA 为 6492.16 万元，分别是本期债券额度的 14.10 倍和 1.62 倍。截至 2008 年 9 月底，公司现金类资产为 23861.48 万元，是本期债券额度的 5.97 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力较强。

在或有负债方面，截至 2008 年 9 月底，公司无对外担保、无诉讼事项。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 A⁻，评级展望为稳定。

附表 1 2007 年计入公司合并范围的子公司

分公司	负责人	主营业务				
深圳市飞马国际供应链股份有限公司北京分公司*	黄壮勉	信息咨询(不含中介服务)				
子公司	注册地	业务性质	注册资本 (万元)	期末 实际 投资 额(万 元)	持股 比例	表决 权比 例
东莞市飞马物流有限公司 (“东莞飞马”)*1	东莞	普通货运(有效期至 2007 年 12 月 30 日)、货物仓储(不含危险化学品)、国内商业等	2,000	1,800	90%	90%
东莞市华南塑胶城投资有限公司 (“华南塑胶城”)*2	东莞	投资、开发、租赁、经营塑胶城, 销售塑胶原料等	1,000	900	90%	90%
上海合冠供应链有限公司 (“上海合冠”)*3	上海	从事货物和技术的进出口业务, 计算机及配件、机电产品、仪器仪表、通信设备及相关产品、电子元器件、钢材、五金工具、化工原料(除危险品)、百货、橡塑制品、医疗器械(限一类)的销售, 仓储(除危险品), 物流服务及以上相关业务的咨询服务(涉及许可经营的凭许可证经营)	3,000	3,000	100%	100%
苏州合冠国际供应链有限公司 (“苏州合冠”)*4	苏州	国内贸易、保税物流园内进出口贸易及转口贸易(以上涉及国家专项规定的, 取得专项许可手续后经营); 国际货物运输代理业务, 物流技术和软件信息技术服务, 以及相关的信息咨询。	800	800	100%	100%
上海合冠仓储有限公司 (“合冠仓储”)*5	上海	保税区内仓储、货物搬运、装卸服务、从事货物与技术的进出口业务、转口贸易(涉及许可经营的凭许可证经营)	50	50	100%	100%

*1 东莞飞马经东莞市工商行政管理局批准于 2003 年 1 月 16 日成立。

*2 华南塑胶城系东莞飞马的子公司, 经东莞市工商行政管理局批准于 2003 年 10 月 21 日成立。

*3 上海合冠经上海市工商行政管理局浦东新区分局批准于 2007 年 4 月 3 日成立。

*4 苏州合冠系上海合冠的全资子公司, 经江苏省苏州工业园区工商行政管理局批准于 2007 年 5 月 21 日成立。

*5 合冠仓储系上海合冠的全资子公司, 经上海市浦东新区工商行政管理局批准于 2007 年 9 月 14 日成立。

附件 2-1 2006~2008 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 9 月底
流动资产：				
货币资金	4907.67	8195.04	66.98	23861.48
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	6340.37	15321.36	141.65	25278.66
预付款项	1462.38	7361.12	403.37	16226.20
应收利息				
应收股利				
其他应收款	199.56	3337.69	1572.51	15002.31
存货	932.94	1509.42	61.79	14754.94
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	13842.91	35724.64	158.07	95123.59
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				350.70
投资性房地产	12214.96	16394.96	34.22	14860.12
固定资产	977.21	485.58	-50.31	1212.84
在建工程	351.26	13.00	-96.30	53.60
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	0.32	4.72	1373.46	27.46
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	87.13	48.40	-44.44	0.00
递延所得税资产	26.48	64.74	144.51	71.89
其他非流动资产				
非流动资产合计	13657.36	17011.40	24.56	16576.60
资产总计	27500.27	52736.04	91.77	111700.19

注：2007 年财务报表按新会计准则编制，2006 年财务数据为追溯调整数，下同。

附件 2-2 2006~2008 年 9 月底资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 9 月底
流动负债：				
短期借款	6100.00	17006.66	178.80	35863.38
交易性金融负债				
应付票据		1172.05		9221.66
应付账款	2062.06	1775.64	-13.89	8265.06
预收款项	2469.52	3957.19	60.24	10463.88
应付职工薪酬	211.39	82.32	-61.06	129.36
应交税费	1568.94	-192.65	-112.28	-7514.85
应付利息		29.77		200.77
应付股利				
其他应付款	806.69	1910.33	136.81	1980.89
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	13218.61	25741.31	94.74	58610.15
非流动负债：				
长期借款	3440.00	7420.00	115.70	5695.00
应付债券		3793.39		3864.23
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	3440.00	11213.39	225.97	9559.23
负债合计	16658.61	36954.70	121.84	68169.37
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	9600.00	10100.00	5.21	13600.00
资本公积	57.01	182.01	219.26	22069.16
减：库存股				
盈余公积	84.64	494.02	483.70	494.02
未分配利润	754.43	4608.17	510.81	6970.95
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	10496.08	15384.20	46.57	43134.12
少数股东权益	345.58	397.14	14.92	396.69
所有者权益（或股东权益）合计	10841.66	15781.34	45.56	43530.81
负债和所有者权益（或股东权益）总计	27500.27	52736.04	91.77	111700.19

附件 3 2006~2008 年 1-9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1-9 月
一、营业收入	29798.49	59046.32	98.15	151581.29
减: 营业成本	22976.30	50520.58	119.88	142523.99
营业税金及附加	480.54	539.46	12.26	455.29
销售费用	362.07	445.01	22.91	601.80
管理费用	1282.86	1526.08	18.96	2236.59
财务费用	695.46	1043.73	50.08	1318.30
资产减值损失	-298.00	-28.25	-90.52	0.00
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)				
投资收益(损失以 “—”号填列)				
其中: 对联营企业 和合营企业的投资收益				
汇兑收益(损益以 “—”号添列)				
二、营业利润(亏损以“—” 号填列)	4299.28	4999.70	16.29	4445.33
加: 营业外收入	136.69	110.06	-19.48	264.18
减: 营业外支出	2.02	1.19	-40.97	23.20
其中: 非流动资产 处置损失	0.50	1.19	136.94	0.00
三、利润总额(亏损总额以 “—”号填列)	4433.95	5108.57	15.21	4686.31
减: 所得税费用	717.61	793.90	10.63	856.96
四、净利润(净亏损以“—” 号填列)	3716.34	4314.67	16.10	3829.35
其中: 归属于母公司所有 者的净利润	3653.72	4263.12	16.68	3829.84
少数股东损益	62.61	51.55	-17.67	-0.50
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.3806	0.4292	12.77	0.2816
(二) 稀释每股收益	0.3806	0.4292	12.77	0.2816

附件 4-1 2006~2008 年 1-9 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	37215.79	54973.18	47.71	166097.19
收到的税费返还				5122.25
收到其他与经营活动有关的现金	3351.87	1438.13	-57.09	182960.64
经营活动现金流入小计	40567.67	56411.31	39.05	354180.08
购买商品、接受劳务支付的现金	34450.45	58756.61	70.55	176165.89
支付给职工以及为职工支付的现金	566.78	907.68	60.15	1178.57
支付的各项税费	86.03	2439.06	2735.16	1727.81
支付其他与经营活动有关的现金	967.72	3652.39	277.42	184651.33
经营活动现金流出小计	36070.98	65755.75	82.30	363723.60
经营活动产生的现金流量净额	4496.68	-9344.45	-307.81	-9543.52
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		10.00		
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		728.98		
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	0.00	738.98		0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3824.85	5863.55	53.30	2757.02
投资支付的现金		10.00		350.70
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	3824.85	5873.55	53.56	3107.72
投资活动产生的现金流量净额	-3824.85	-5134.57	34.24	-3107.72
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		625.00		26184.77
取得借款收到的现金	14810.00	26127.55	76.42	39974.94
发行债券收到的现金		3777.90		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金				22.50
筹资活动现金流入小计	14810.00	30530.45	106.15	66182.21
偿还债务支付的现金	10290.00	11240.89	9.24	35080.01
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	542.62	1169.66	115.56	2348.57
支付其他与筹资活动有关的现金		482.00		435.96
筹资活动现金流出小计	10832.62	12892.55	19.02	37864.54
筹资活动产生的现金流量净额	3977.38	17637.90	343.46	28317.67
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	64.38	-128.50	-299.58	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	4584.83	3287.38	-28.30	15666.43
加: 期初现金及现金等价物余额	322.84	4907.67	1420.16	8195.04
六、期末现金及现金等价物余额	4907.67	8195.04	66.98	23861.48

附件 4-2 2006~2007 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2006 年	2007 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	3716.34	4314.67	16.10
加: 资产减值准备	-298.00	-28.25	-90.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	216.20	161.38	-25.35
投资性房地产摊销	1085.08	1694.99	
无形资产摊销	0.04	1.18	2854.34
长期待摊费用摊销	34.38	38.72	12.65
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)		1.19	
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)	0.50	0.00	-100.00
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)			
财务费用(收益以“—”号填列)	607.01	1033.02	70.18
投资损失(收益以“—”号填列)			
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	36.26	-38.26	-205.51
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)			
待摊费用减少(增加以“—”号填列)			
预提费用增加(减少以“—”号填列)			
存货的减少(增加以“—”号填列)	-913.18	-576.48	-36.87
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	10798.06	-17532.89	-262.37
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	-10785.99	1586.27	-114.71
其他			
经营活动产生的现金流量净额	4496.68	-9344.45	-307.81
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3. 现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	4907.67	8195.04	66.98
减: 现金的期初余额	322.84	4907.67	1420.16
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	4584.83	3287.38	-28.30

附件 5 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.05	5.45	--
存货周转次数(次)	48.23	28.56	--
总资产周转次数(次)	0.98	1.47	--
盈利能力			
营业利润率(%)	21.28	13.53	5.67
总资本收益率(%)	20.90	12.17	--
净资产收益率(%)	34.28	27.34	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	24.09	41.54	18.01
全部债务资本化比率(%)	46.81	65.07	55.66
资产负债率(%)	60.58	70.07	61.03
偿债能力			
流动比率(%)	104.72	138.78	162.30
速动比率(%)	97.67	132.92	137.12
EBITDA 利息倍数(倍)	9.63	5.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.83	4.53	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.07	-0.49	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.24	-12.25	--
现金流			
现金收入比(%)	124.89	93.10	109.58
利润现金比率(%)	15.09	-15.83	-6.30
本期债项偿债能力			
经营现金流动负债比率(%)	34.02	-36.30	--
现金偿债倍数(倍)	1.23	2.05	5.97

附件 6 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市雄韬电源科技有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A⁻ 评级展望：负面
上次评级结果：A⁻ 评级展望：稳定

跟踪评级时间：2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	6969.49	7341.71	10343.08
资产总额(万元)	42869.66	71946.91	82772.15
所有者权益(万元)	10846.94	16441.98	39614.62
短期债务(万元)	8096.09	11824.53	18552.83
全部债务(万元)	8096.09	15638.97	22737.44
主营业务收入 (万元)	73773.50	113649.91	83450.34
利润总额 (万元)	2862.60	7465.00	7896.50
EBITDA(万元)	4277.97	9948.45	--
经营性净现金流(万元)	4084.59	323.81	--
主营业务利润率(%)	11.78	12.01	17.61
净资产收益率(%)	23.76	40.03	--
资产负债率(%)	65.76	67.00	52.14
全部债务资本化比率(%)	35.55	39.71	36.47
流动比率(%)	126.08	129.94	150.46
全部债务/EBITDA(倍)	1.89	1.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.90	6.29	--

注：2008 年 9 月数据未经审计。

分析师

张 华

电话：010-85679696-8827

邮箱：Zhanghua@lianheratings.com.cn

传真：010-85679688

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 （100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内，深圳市雄韬电源科技有限公司（以下简称“公司”）主营业务收入和利润规模有所扩大。同期，公司债务规模增长明显，总体债务负担基本维持稳定，另外，公司铅酸蓄电池对出口依赖较大，应收账款余额较大对公司偿债能力构成负面影响。

基于以上因素，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）维持公司的主体长期信用等级为 A⁻，评级展望为负面。

优势

- 1、锂电池行业发展前景较好。
- 2、公司收入与盈利规模增长较快。

关注

- 1、公司铅酸蓄电池对出口依赖较大。
- 2、公司应收账款余额较大。
- 3、公司 2008 年 9 月财务报告与公司 2007 年审计报告在未分配利润问题上有冲突。

一、公司概况

深圳市雄韬电源科技有限公司（以下简称“公司”或“雄韬电源”）成立于 1994 年 11 月 3 日，经过历年的增资扩股与股权变更，截至 2007 年底，公司注册资本为 2000 万元人民币，公司股权结构为：深圳市三瑞科技发展有限公司持股 86%（张华农夫妇持股 100%），张华农持股 13%，张华军持股 0.5%，徐可蓉持股 0.5%。公司控股六家子公司，分别拥有深圳圣瑞电源有限公司 75% 的股份、深圳市雄韬锂电有限公司 100% 的股份、深圳雄韬实业有限公司 57% 的股份、湖北雄韬电源科技有限公司 100% 的股份、雄韬电源科技（越南）有限公司 100% 的股份和香港雄韬电源有限公司 100% 的股份。

公司经营范围：研制、开发、生产、销售电源开关及检测设备及零配件，各种电源零配件、新型充电电池，经营进出口业务。

截至 2007 年底，公司合并资产总额 71946.91 万元，所有者权益 23741.44 万元；2007 年实现主营业务收入 113649.91 万元，利润总额 7465.00 万元。

截至 2008 年 9 月底，公司合并资产总额 82772.15 万元，所有者权益 39614.62 万元；2008 年 1~9 月实现主营业务收入 83450.34 万元，利润总额 7896.50 万元。

公司注册地址：深圳市龙岗区大鹏镇同富工业区办公楼 301 房。法定代表人：张华农。

二、生产经营

公司主要生产和销售铅酸蓄电池和锂电池。2007 年，公司铅酸电池产品系列实现主营业务收入 110761.88 万元，比 2006 年增长 55.24%，主营业务成本为 97192.27 万元，比 2006 年增长 54.07%，主营业务收入增幅略高于主营业务成本；锂电池产品系列实现主营业务收入 2888.03 万元，比 2006 年增长 19.03%，主营业务成本为 2682.94 万元，比 2006 年增长 35.19%，主营业务收入增幅低于主营业务成本增幅主要是由于跟踪期内锂电原材料上涨，而锂电池由于订单原因未同步上涨所致。详细情况参见表 1。

表 1 2006~2007 年公司主营业务收入与主营业务成本情况

项 目	主营业务收入(万元)		增长率(%)	主营业务成本(万元)		增长率(%)
	2006 年	2007 年		2006 年	2007 年	
铅酸电池产品系列	71347.09	110761.88	55.24	63083.22	97192.27	54.07
锂电池产品系列	2426.4	2888.03	19.03	1984.59	2682.94	35.19
合计	73773.49	113649.91	54.05	65067.81	99875.21	53.49

资料来源：公司 2007 年审计报告

中国是全球铅酸蓄电池的产销大国之一，铅酸蓄电池普遍应用于电动车、汽车、通讯、广电、IT、电力、铁路、航空、港口、军事、金融、能源等领域，需求广泛，用量巨大。目前，中国铅蓄电池仍以汽车电池为主，约占总量的六成。但公司的铅酸蓄电池主要用于电信部门的后备电源和太阳能风能的储备方面，用于电信部门的后备电源方面约占 85%，太阳能风能的储备方面约占 15%，通讯和新能源行业

受此次全球经济危机影响较小；但联合资信也注意到，公司产品销售出口比重较大，公司出口额占公司总销售额的 85%，受出口减缓影响，公司 2009 年的销售压力较大。

锂电池因良好的性能被广泛应用于手机、笔记本电脑、数码相机（摄像机）、MP3、MP4、蓝牙设备等电子产品中。统计数据显示，2007 年中国手机产量约 5.48 亿部、MP3/MP4 产量约 1.45 亿部、数码相机产量约 7500 万部、笔

记本电脑产量约 8000 万部。电子产品的普及为锂电池行业提供了广阔的市场空间。

2008 年宏观经济的走弱将对电子产品市场需求产生负面影响，但电子产品市场仍保持较大规模，且锂电池行业受到政策支持，预计锂电池产品的需求总量仍会保持相当规模。

跟踪期内，公司通过对行业新形势和市场的深入调研和分析，采取了“循序扩张战略”。

在供应链重组方面，2007 年 12 月，公司对湖北雄韬电源有限公司和深圳雄韬实业有限公司进行收购，湖北雄韬电源有限公司和深圳雄韬实业有限公司主要产品是极板，是公司极板采购的主要供应商，公司对其进行收购，完成对产业链上游的整合。

在公司法人治理方面，2007-2008 年，公司新增董事成员、优化董事会制度。2008 年成立战略管理委员会、项目管理办公室、法律审计和财务审计办公室。

在公司上市筹建方面，2008 年公司完成股份制改组的各项准备工作、对各子公司资产和历史沿革清理完成。

在海外销售服务网络方面，2008 年与德国 BSOL 合资建立欧洲终端销售网络，正式进入销售终端市场。

综合来看，目前公司产品销售渠道比较通畅，公司盈利能力也较强，但公司的主要产品-铅酸电池产品系列的出口比重较大，受此次全球经济危机的影响，海外铅酸电池市场需求减缓，公司铅酸电池产品系列出口压力较大，公司锂电池行业发展前景较好，但其所占比重较小，对公司盈利作用有限。

三、财务分析

公司提供的 2007 年财务报表已经开元信德会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2008 年 1~9 月份的会计报表未经审计。

2007 年底公司资产总额达到 71946.91 万元，比 2006 年增长 67.83%。流动资产和非流动资产分别比 2006 年增长 63.37% 和 87.36%。公司流动资产主要由应收账款和存货构成。截至 2007 年底，公司应收账款余额为 33548.55 万元，比 2006 年增长 54.27%，公司应收账款余额较大。从账龄分析，一年以内占 89.34%，一年至二年占 1.89%，二年以上占 8.77%，账龄较长；从集中度来看，前五大欠款合计占应收账款总额的 29.19%，应收账款分布比较分散。2007 年底公司存货余额为 12983.45 万元，比 2006 年增长 112.44%，主要是为了满足公司业务量增长需要，公司增加了原材料、在产品和成品的库存，以及原材料价格特别是铅锭价格大幅上涨导致原材料库、生产车间、成品库等各环节存货库存整体水平大幅上升所致。另外，公司 2007 年增加电解铅等核心原材料的订购，预付账款为 3159.27 万元，较 2006 年增长 3715.63%。截至 2008 年 9 月底，公司应收账款和存货余额分别为 30561.38 万元和 16781.45 万元。非流动资产集中于固定资产。2007 年公司固定资产为 11060.89 万元，较 2006 年增长 82.97%。这主要是由于非同一控制下的企业合并增加湖北雄韬电源科技有限公司相应增加固定资产所致。截至 2008 年 9 月底，公司资产总额 82772.15 万元，流动资产和非流动资产分别占比 70.50% 和 29.50%。流动资产集中于应收账款和存货，非流动资产集中于固定资产。

2007 年公司负债总额为 48205.48 万元，比 2006 年增长 71.01%，这主要是由于公司产销规模增大，公司增加短期负债来增加库存和公司 2007 年发行集合债共同所致。资产负债比率由 2006 年的 65.76% 上升至 2007 年的 67.00%，债务结构在跟踪期内未发生较大变化。全部债务资本化比率由 35.55% 上升至 39.71%。截至 2008 年 9 月底，公司负债总额为 43157.52 万元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.14% 和 36.47%。2007 年底公司所有者权益合

计为 16441.98 万元，比 2006 年底增加 51.58%，这主要是公司 2007 年盈利大幅增长，公司的未分配利润大幅增长所致。但联合资信也注意到，截至到 2008 年 9 月底，公司所有者权益合计为 39614.62 万元，从账面上看是由于未分配利润（为 24358.19 万元）大幅增长所致，但公司 2007 年底未分配利润和 2008 年 1~9 月的净利润之和为 20817.67 万元。对此，公司认为是 2007 年公司的审计机构与公司财务部门在账务处理上存在差别所致。

公司 2007 年实现主营业务收入 113649.91 万元，较 2006 年增长 54.05%，公司主营业务利润率为 12.01%，较 2006 年略有上升。2007 年公司实现净利润 6582.01 万元，比 2006 年增长 155.37%，净资产收益率 40.03%。公司通过对生产车间的更新改造新增了两条铅酸电池生产线进一步提升了公司产能，公司通过对铅酸电池产品结构的调整，淘汰了部分附加值低的中小密铅酸电池生产、增添了附加值较高的中大密铅酸电池的生产，公司的盈利能力有所增强。2008 年 1~9 月实现主营业务收入 83450.34 万元，主营业务利润率为 17.61%。2008 年前三季度净利润为 7180.95 万元。

2007 年公司现金收入比率 112.54%，收入的现金实现质量较好。由于 2006 年底铅酸蓄电池出口退税政策被取消，2007 年公司铅酸蓄电池出口不再享受出口退税，公司支付的各项税费比 2006 年增长 370.17%，达到 4548.39 万元，经营活动产生的现金流量净额因此受到较大影响，仅为 323.81 万元，较 2006 年大幅减少 92.07%；公司投资活动产生的现金净流出 4081.00 万元；为了满足公司投资需求，公司 2007 年加大筹资力度，筹资活动产生现金净流入 5738.50 万元，公司债务负担有所加重。

2007 年底公司流动比率和速动比率分别为 129.94% 和 100.36%；但应收账款规模大，且应收账款周转速度慢；因此公司短期支付能力远低于指标显示值。2008 年 9 月底流动比率和速

动比率分别为 150.46% 和 107.19%。2007 年公司 EBITDA 利息支出倍数为 6.29 倍、全部债务/EBITDA 倍数为 1.57 倍，公司长期偿债能力有所增强。截至 2008 年 9 月底，公司现金类资产为 10343.08 万元，是本期债券额度的 2.59 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力一般。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司的主体长期信用等级为 A⁻，评级展望为负面。

附件 1-1 2006~2008 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月
流动资产				
货币资金	6969.49	7164.65	2.80	9828.34
短期投资				
应收票据		177.05		514.74
应收股利				
应收利息				
应收账款	18149.12	28910.24	59.29	29154.89
其他应收款	3596.87	4638.30	28.95	1406.49
应收账款净额	21745.99	33548.55	54.27	30561.38
预付账款	82.80	3159.27	3715.63	605.72
应收补贴款				
存货	6111.47	12983.45	112.44	16781.45
待摊费用				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				64.01
流动资产合计	34909.75	57032.98	63.37	58355.64
长期投资				
长期股权投资				6724.24
长期债权投资				
合并价差				
长期投资净额				6724.24
固定资产				
固定资产原值	6045.16	11060.89	82.97	11521.11
减：累计折旧				
固定资产净值	6045.16	11060.89	82.97	11521.11
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	6045.16	11060.89	82.97	11521.11
工程物资	487.71	190.42	-60.96	174.64
在建工程	32.95	318.87	867.65	3352.80
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	6565.82	11570.18	76.22	15048.56
无形资产及其他资产				
无形资产	1291.83	2717.73	110.38	2233.09
商誉		270.19		
长期待摊费用				350.09
其他长期资产	102.26	355.84	247.98	60.52
无形资产及其他资产合计	1394.09	3343.76	139.85	2643.70
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	42869.66	71946.91	67.83	82772.15

附件 1-2 2006~2008 年 9 月底资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	变动率（%）	2008 年 9 月
流动负债				
短期借款	5096.09	6398.13	25.55	12089.53
应付票据	3000.00	5426.40	80.88	6463.30
应付账款	15881.83	13240.70	-16.63	3587.93
预收账款	236.77	762.23	221.93	268.45
应付工资	511.45	968.70	89.40	676.68
应付利息	18.92	9.78	-48.30	39.93
应交税金	204.91	890.38	334.53	1482.64
其他应付款	2310.26	15390.30	566.17	14176.11
其他流动负债	428.99	551.68	28.60	
流动负债合计	27689.20	43891.04	58.51	38784.57
长期负债				
长期借款				184.61
应付债券		3814.44		4000.00
长期应付款				
专项应付款	500.00	500.00		188.34
长期负债合计	500.00	4314.44	762.89	4372.95
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	28189.20	48205.48	71.01	43157.52
少数股东权益	3833.52	7299.46	90.41	7299.46
所有者权益				
实收资本	2000.00	2000.00		2462.02
资本公积	73.83	73.83		4067.54
盈余公积	315.21	800.73	154.03	1427.42
未分配利润	8457.90	13636.72	61.23	24358.19
外币报表折算差额		-69.30		
所有者权益合计	10846.94	16441.98	51.58	39614.62
负债及所有者权益合计	42869.66	71946.91	67.83	82772.15

附件 2 2006~2008 年 1-9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月
一、主营业务收入	73773.50	113649.91	54.05	83450.34
减: 折扣与折让				
减: 主营业务成本	65067.82	99875.20	53.49	68705.04
主营业务税金及附加	14.57	124.11	751.63	53.37
二、主营业务利润	8691.11	13650.59	57.06	14691.92
加: 投资收益		582.40		294.92
减: 资产减值损失	717.22	1394.94	94.49	
营业费用	2886.88	1905.37	-34.00	2353.37
管理费用	1449.27	1869.24	28.98	2335.73
财务费用	774.99	1671.50	115.68	2324.40
三、营业利润	2862.75	7391.93	158.21	7973.34
加: 营业外收入	85.05	148.61	74.73	79.93
减: 营业外支出	85.20	75.54	-11.34	156.78
其他支出				1.32
四、利润总额	2862.60	7465.00	160.78	7896.50
减: 所得税	285.20	883.00	209.61	715.55
减: 少数股东损益	755.35	917.67	21.49	
五、净利润	2577.40	6582.01	155.37	7180.95

附件 3-1 2006~2007 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	71403.71	127897.40	79.12
收到的税费返还	5704.22	670.50	-88.25
收到的其他与经营活动有关的现金	1453.71	238.95	-83.56
现金流入小计	78561.64	128806.85	63.96
购买商品、接受劳务支付的现金	64884.76	113938.38	75.60
支付给职工以及为职工支付的现金	4481.35	5407.65	20.67
支付的各项税费	967.40	4548.39	370.17
支付的其他与经营活动有关的现金	4143.55	4588.63	10.74
现金流出小计	74477.05	128483.04	72.51
经营活动产生的现金流量净额	4084.59	323.81	-92.07
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金			
取得投资收益所收到的现金		835.13	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	11.72	208.06	1674.70
收到的其他与投资活动有关的现金			
现金流入小计	11.72	1043.19	8798.21
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1071.35	1081.35	0.93
支付的其他与投资活动有关的现金		4042.85	
现金流出小计	1071.35	5124.20	378.29
投资活动产生的现金流量净额	-1059.62	-4081.00	285.14
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收权益性投资所收到的现金(子公司)		3372.60	
发行债券所收到的现金		3777.90	
借款所收到的现金	12072.22	13672.31	13.25
收到的其他与筹资活动有关的现金		2259.54	
现金流入小计	12072.22	23082.35	91.20
偿还债务所支付的现金	9133.55	16870.27	84.71
分配股利或利润所支付的现金	429.23	473.58	10.33
支付的其他与筹资活动有关的现金	2500.00		
现金流出小计	12062.78	17343.85	43.78
筹资活动产生的现金流量净额	9.45	5738.50	60645.44
四、汇率变动对现金的影响	-613.38	-1154.59	88.23
五、现金及现金等价物净增加额	2421.03	826.72	-65.85
加: 期初现金及现金等价物余额	1548.46	3969.49	156.35
六、期末现金及现金等价物余额	3969.49	4796.21	20.83

附件 3-2 2006~2007 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
以固定资产偿还债务			
以投资偿还债务			
以固定资产进行长期投资			
以存货偿还债务			
融资租赁固定资产			
二、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	2,577.40	6,582.01	155.37
加: 少数股东损益	0.00	0.00	
减: 本期未确认投资损失	0.00	0.00	
计提的资产减值准备	717.22	1,394.94	94.49
固定资产折旧	661.06	854.19	29.21
无形资产摊销	28.68	47.00	63.86
长期待摊费用摊销			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减: 收益)	45.88	38.41	-16.29
待摊费用减少(减: 增加)			
预提费用增加(减: 减少)			
公允价值变动损失		252.74	
财务费用	774.99	1,671.50	115.68
投资损失(减: 收益)		-835.13	
递延税款贷项(减: 借项)	-32.06	-253.58	691.05
存货的减少(减: 增加)	-256.44	-5,214.50	1933.39
经营性应收项目的减少(减: 增加)	-3,958.79	-12,963.18	227.45
经营性应付项目的增加(减: 减少)	3,526.64	8,749.43	148.10
其他			
经营性活动产生的现金流量净额	4,084.59	323.81	-92.07
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	3,969.49	4,796.21	20.83
减: 货币资金的期初余额	1,548.46	3,969.49	156.35
现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	2,421.03	826.72	-65.85

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	4.25	4.81	--
存货周转次数(次)	10.96	10.46	--
总资产周转次数(次)	1.86	1.98	--
盈利能力			
主营业务利润率(营业利润率) (%)	11.78	12.01	17.61
总资本收益率(%)	17.82	23.06	--
净资产收益率(%)	23.76	40.03	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	13.84	9.55
全部债务资本化比率(%)	35.55	39.71	36.47
资产负债比率(%)	65.76	67.00	52.14
偿债能力			
流动比率(%)	126.08	129.94	150.46
速动比率(%)	104.01	100.36	107.19
EBITDA 利息倍数(倍)	5.90	6.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.89	1.57	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.37	--	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	4.17	--	--
现金流			
现金收入比率(%)	96.79	112.54	--
利润现金比率(%)	158.48	4.92	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
营业利润率*	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

全部债务 = (长期债务 + 短期债务)

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

筹资活动前现金流量净额 = 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

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市嘉达高科产业发展有限公司 跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁻ 评级展望: 负面

上次评级结果: A- 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	248.63	5099.63	753.42
资产总额(万元)	14268.17	20473.73	17946.81
所有者权益(万元)	9166.28	10516.18	10811.84
长期债务(万元)	0.00	6528.50	6656.75
全部债务(万元)	300.00	6528.50	6656.75
主营业务收入(万元)	21936.23	11710.49	5270.39
利润总额(万元)	3673.11	3005.99	465.84
EBITDA(万元)	4007.18	3251.56	--
经营性净现金流(万元)	901.72	6618.66	--
营业利润率(%)	23.39	36.55	25.13
净资产收益率(%)	33.92	26.39	--
资产负债率(%)	35.76	48.64	39.76
全部债务资本化比率(%)	3.17	38.30	38.11
流动比率(%)	222.14	406.76	2121.34
全部债务/EBITDA(倍)	0.07	2.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	209.53	17.25	--
经营现金流流动负债比率(%)	17.67	193.02	--

注: 2006 年, 2007 年, 2008 年 1~9 月执行旧会计准则, 2008 年三季度数据未经审计。

分析师

陈 钊

电话: 010-85679696-8891

邮箱: chendang@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市嘉达高科产业发展有限公司(以下简称“公司”)是集建筑节能、环保、新型功能材料研发、生产、施工及服务为一体的高新技术企业。

跟踪期内, 公司为适应市场变化与需要, 积极调整产业结构, 减少工程施工、扩大产品销售, 在转型过程中公司主营业务收入与利润下降较快; 受到宏观经济增长减缓、房地产市场疲软等外围不利因素影响, 2008年前三季度公司收入与利润继续下降, 盈利能力进一步降低; 同时, 公司债务负担加重, 进一步影响公司发展。

综合考虑, 联合资信评估有限公司将公司的主体长期信用等级调整为 BBB⁻, 评级展望为负面。

优势

- 1、公司在新型建筑材料方面技术实力较强。
- 2、公司投资5000万元建设的嘉达研发大楼现已交付使用, 研发实力进一步增强, 且出租收入的增加有助于提高公司盈利水平。
- 3、公司原材料供应有固定的供应商, 对价格变动的敏感度较小。

关注

- 1、受房地产市场疲软的影响, 公司工程产值收入明显减少, 利润规模有所下降。
- 2、公司股东权益构成中, 未分配利润占比较高, 权益结构不太稳定。
- 3、公司拟将募投项目转到下属子公司运作, 已申请设立独资子公司和经营嘉达工业园,

本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等。报告中引用的企业相关资料

主要由企业提供, 联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

未来项目实施尚存在一定不确定性。

一、公司概况

深圳市嘉达高科产业发展有限公司（以下简称“公司”）的前身是深圳市嘉达化工有限公司，成立于1993年4月，注册资本120万元。2007年8月16日，公司整体变更为现公司。2008年9月9日，公司股权变更为：深圳市嘉达新材科技实业发展有限公司持股55.8%，浙江天堂硅谷创业集团有限公司持股25.6%，深圳市博宏达科技有限公司持股11%，深圳市高新技术投资担保有限公司持股2.4%，深圳市和熠升投资有限公司持股2.4%，深圳市同创盈投资咨询有限公司持股1.6%，自然人潘橙持股1.2%。公司注册资本1250万元。公司性质为有限责任公司。熊永强先生通过深圳市嘉达新材科技实业发展有限公司间接拥有公司36.27%的股权，是公司的实际控制人。

公司经营范围：研发、经营各类新型建筑材料、新型电子材料、新型汽车材料；承接涂料工程、建筑装饰工程。

截至2007年底，公司合并资产总额2.05亿元，所有者权益1.05亿元；2007年实现营业收入1.17亿元，净利润0.28亿元。

截至2008年9月底，公司合并资产总额1.79亿元，所有者权益1.08亿元；2008年1~9月实现营业收入0.53亿元，净利润0.04亿元。

公司注册地址：深圳市福田区上步中路1039号信托大厦东座6楼；法定代表人：熊永强。

1. 经营分析

从营业收入来看，跟踪期内，公司受房地产不景气影响，承接的工程项目减少（见表1），2007年公司承揽工程数量和承揽工程金额分别较2006年减少9.33%和10.80%；2008年1~9月公司承揽工程金额2808万元，仅为2007年的38.91%，业务量进一步缩减，主要是公司为了防范金融风险，主动放弃了3000多万需垫资的工程合同，对2008年的经营造成了较大影响。2007年公司实现主营业务收入11710.49万元，较2006年下降46.62%，利润总额3005.99万元，较2006年下降18.16%。为扭转盈利下降趋势，公司积极调整产业结构，减少工程施工、扩大产品销售，以减少应收帐款、加快资金周转，为改制上市奠定基础。工程施工占主营业务收入的比重由2006年的100%下降到2007年的63.45%；产品销售收入比重正逐步上升。2008年1~9月，公司实现主营业务收入5270.39万元，利润总额465.84万元，分别占2007年的45.01%及15.50%，盈利能力未有改观。

表1 2006年~2008年9月公司承揽及在建工程情况

项目	2006年	2007年	08年1~9月
承揽工程数量（个）	75	68	42
承揽工程面积（万平米）	163.5	153.7	153.7
承揽工程金额（万元）	8091	7217	2808
在建工程数量（个）	5	3	7
在建工程金额（万元）	230	160	380

资料：公司提供

二、经营概况

表2 2006~2008年9月年主营业务经营情况

项目	主营业务收入（万元）				主营业务毛利润（万元）				毛利率（%）		
	2006年	2007年	增长率（%）	08年1~9月	2006年	2007年	增长率（%）	08年1~9月	2006年	2007年	08年1~9月
工程施工	21936.23	7217.21	-67.10	2808.06	5815.35	2713.15	-53.35	644.59	26.51	37.59	22.95
产品销售	--	4157.28	--	2456.19	--	1391.29	--	684.05	--	33.47	27.85
技术转让及其他	--	336.00	--	6.14	--	313.80	--	5.82	--	93.39	94.79
合计	21936.23	11710.49	-46.62	5270.39	5815.35	4418.24	-24.02	1334.46	26.51	37.73	25.32

资料来源：公司提供

2. 管理分析

跟踪期内，公司治理结构无重大变化。公司董事和高管人员变动如下：董事吴莹女士被选聘为公司副董事长，本科学历，37岁，系公司控股股东深圳市嘉达新材料科技实业发展有限公司投资方，持有其35%的股权。公司第二大股东浙江天堂硅谷创业集团有限公司委派钱军强同志担任该方派驻董事，前任委派董事梁正同志不再担任公司董事职务。钱军强同志33岁，研究生学历，系浙江天堂硅谷创业集团有限公司业务董事。

3. 项目情况

公司投资项目为复合改性合成树脂功能新材料产业化示范基地建设，总投资2亿元人民币。公司募集资金3000万主要投向项目前期的土地购置（已完成）。公司原计划通过发行上市募集资金进行项目建设，受外围经济环境影响，该计划暂缓，所以项目目前存在大约1.6亿资金缺口，融资压力很大，工程将延后动工（具体动工时间不确定）。

2008年10月3日，公司临时股东会通过决议，未来拟将已购置土地和募投项目剥离至下属独资子公司，该子公司目前正在申请设立，拟注册资本100万元，嘉达工业园项目也将由其负责运营。

4. 研发实力

公司投资 5000 万元建设的“嘉达研发大楼”已于 2008 年 6 月通过验收，现已交付使用，2009 年元月将乔迁新办公地址。

研发大楼总面积15000平方米，其中公司使用3000平方米，12000平方米用于出租（42元/平方米/月；已经出租11000平方米），每年至少可贡献500万元净利润。目前公司已归还研发大楼贷款本金240万元。

总体看，跟踪期内，公司仍然以工程施工为主要盈利板块，目前受房地产市场疲软，工

程项目数量减少的影响，公司的收入及利润规模迅速下降。

三、财务分析

公司 2007 年度财务报表经中勤万信会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。2008 年 3 季度数据未经审计。

从盈利能力来看，2007 年公司实现营业收入 11710.49 万元，同比减少 46.62%，主要是 2007 年公司承接的工程项目减少所致；实现净利润 2775.46 万元，同比减少 10.74%。

2008 年 1~9 月，公司实现营业收入 5270.39 万元，其中工程结算收入 2808.06 万元，材料销售结算收入 2456.19 万元，工程施工收入较 2007 年同期减少 46.36%；公司实现净利润 435.51 万元，仅占 2007 年净利润的 15.50%，主要原因除工程施工收入大幅减少之外，主营业务成本、营业费用、管理费用增加也导致净利润减少。2006~2008 年 9 月公司营业利润率分别为 23.39%、36.55%和 25.13%。2008 年 1~9 月公司财务费用为-49.08 万元，此费用为 2000 万定期存款（计入其他应收账款）的利息收入，同期利息支出资本化，联合资信将对该款项保持关注。

从资产构成看，2007 年公司资产总额 20473.73 万元，较 2006 年增长 43.49%，主要是公司 2007 年 4 月取得建行长期借款和发行债券引起货币资金大幅增长；同时公司花费 3311.59 万元购入 A426-0208 土地使用权（目前抵押给建行）导致无形资产增长所致。

2007 年股东权益以未分配利润及资本公积为主，权益结构不合理；其中，未分配利润较 2006 年减少 37.78%；资本公积较上年增长 804.07%，主要是公司股东浙江天堂硅谷创业集团有限公司增加投资产生资本溢价。

2007 年公司负债总额 9957.55 万元，较 2006 年增长 95.17%，全部债务 6528.50 万元（全

部为长期债务)，较 2006 年增长 2076.17%，受此影响，公司资产负债率和全部债务资本化比率大幅上升，分别为 48.64%和 38.30%，公司债务负担加重。

截至 2008 年 9 月底，公司资产总额 17946.81 万元；所有者权益 10811.84 万元，负债总额 7134.97 万元，全部债务 6656.75 万元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 39.76%和 38.11%。

从现金流来看，经营活动方面，2007年公司盈利能力下降，经营现金流入较2006年减少 54.71%；为节约成本，公司部分商品经营从中间商转化成代理商，减少了中间费用，购买商品、接收劳务支付的现金较2006年减少74.68%；投资活动方面，公司投资建设嘉达研发大楼和购入A426-0208土地使用权花费现金6887.17万元；同时公司吸收风险投资现金4600万元。2007年公司经营、投资、筹资活动现金流量净额分别为6618.66万元，-6887.17万元和5119.52万元。总体看来，经营活动不能完全覆盖投资需求，筹资压力较大。2008年1~9月公司没有统计现金流量，现金流情况存在不确定性。

从偿债能力来看，2007 年，公司流动比率和速动比率分别为 406.76%和 386.81%，但应收账款和其他应收款占到流动资产 56.80%（建筑施工企业特点），且应收账款周转速度慢；因此公司短期支付能力远低于指标显示值。2007 年公司 EBITDA 利息倍数为 17.25 倍；全部债务/EBITDA 为 2.01 倍，公司长期偿债能力较强。截至 2008 年 9 月底，公司现金类资产为 753.42 万元是本期债券额度的 0.25 倍；2007 年公司 EBITDA 为 3251.56 万元，是本期债券额度的 1.08 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力一般。

综合考虑，联合资信评估有限公司将公司的主体长期信用等级调整为BBB⁻，评级展望为负面。

附件 1-1 2006~2008 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月
货币资金	248.63	5099.63	1951.09	753.42
交易性金融资产				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收帐款	6256.75	6041.94	-3.43	4447.27
其他应收款	1614.37	1880.75	16.50	4237.86
预付帐款	292.75	217.68	-25.64	30.04
应收补贴款				
存货	2920.86	684.06	-76.58	671.62
待摊费用		23.79		4.56
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	11333.36	13947.85	23.07	10144.76
长期投资：				
长期股权投资				
长期债权投资				
长期投资合计				
合并价差				
固定资产：				
固定资产原价	2216.09	2368.83	6.89	2433.09
减：累计折旧	935.56	205.43	-78.04	228.94
固定资产净值	1280.53	2163.40	68.95	2204.15
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	1280.53	2163.40	68.95	2204.15
工程物资				
在建工程	1484.50	937.81	-36.83	2150.70
固定资产清理				
固定资产合计	2765.03	3101.20	12.16	4354.85
无形资产及其他资产：				
无形资产	169.78	3424.67	1917.18	3440.59
长期待摊费用				6.61
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	169.78	3424.67	1917.18	3447.20
递延税项：				
递延税款借项				
资产总计	14268.17	20473.73	43.49	17946.81

附件 1-2 2006~2008 年 9 月底资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债和股东权益	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月
流动负债：				
短期借款	300.00			
应付票据				
应付股利				
应付帐款	1692.57	1703.95	0.67	-325.36
预收帐款		437.36		24.53
应付工资	19.27	51.30	166.24	47.30
应付福利费		0.41		
应交税金	671.23	483.77	-27.93	193.79
其他应交款	16.24	8.09	-50.19	4.96
其他应付款	2302.57	344.16	-85.05	133.01
预提费用				
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	100.00	400.00	300.00	400.00
流动负债合计	5101.89	3429.05	-32.79	478.22
长期负债：				
长期借款		3500.00		3500.00
应付债券		3028.50		3156.75
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计		6528.50		6656.75
递延税项：				
递延税款贷项				
负债合计	5101.89	9957.55	95.17	7134.97
股东权益：				
股本	1000.00	1250.00	25.00	1250.00
资本公积	497.11	4494.26	804.07	4494.26
盈余公积				
其中：法定公益金				
未分配利润	7669.16	4771.92	-37.78	5067.58
股东权益合计	9166.28	10516.18	14.73	10811.84
负债和股东权益总计	14268.17	20473.73	43.49	17946.81

附件 2 2006~2008 年 1-9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 1~9 月
一、主营业务收入	21936.23	11710.49	-46.62	5270.39
减: 主营业务成本	16120.88	7292.25	-54.77	3941.76
主营业务税金及附加	684.41	137.59	-79.90	4.23
二、主营业务利润	5130.94	4280.65	-16.57	1324.41
加: 其他业务利润	1526.58			5.82
减: 营业费用	1319.37	462.49	-64.95	388.86
管理费用	1575.14	911.03	-42.16	592.65
财务费用	37.92	-5.18	-113.67	-49.08
三、营业利润	3725.09	2912.31	-21.82	397.79
加: 投资收益				
补贴收入		118.00		80.00
营业外收入	7.40	7.66	3.50	8.73
减: 营业外支出	59.37	31.98	-46.14	17.79
以前年度损益调整				2.89
四、利润总额	3673.11	3005.99	-18.16	465.84
减: 所得税	563.54	230.53	-59.09	30.33
减: 少数股东损益				
五、净利润	3109.57	2775.46	-10.74	435.51
加: 年初未分配利润	6509.59	7693.40	18.19	4632.68
其他转入				
六、可供分配的利润	9619.16	10468.86	8.83	5068.19
减: 提取法定盈余公积				
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	9619.16	10468.86	8.83	5068.19
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利	1950.00	5696.94	192.15	
转作股本的普通股股利				
八、未分配利润	7669.16	4771.92	-37.78	5068.19

附件 3 2006~2007 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	27574.44	12362.67	-55.17
收到的其他与经营活动有关的现金	1.49	125.66	8333.56
现金流入小计	27575.92	12488.33	-54.71
购买商品、接受劳务支付的现金	19621.19	4969.01	-74.68
经营租赁所支付的现金			
支付给职工以及为职工支付的现金	502.26	522.42	4.01
支付的各项税费	1502.21	349.71	-76.72
支付的其他与经营活动有关的现金	5048.55	28.53	-99.43
现金流出小计	26674.20	5869.67	-77.99
经营活动产生的现金流量净额	901.72	6618.66	634.00
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金			
取得投资收益所收到的现金			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金			
收到的其他与投资活动有关的现金			
现金流入小计	2.40		-100.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金		6887.17	
投资所支付的现金	341.64		-100.00
支付的其他与投资活动有关的现金			
现金流出小计	341.64	6887.17	1915.91
投资活动产生的现金流量净额	-339.24	-6887.17	1930.18
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收权益性投资所收到的现金		4600.00	
发行债券所收到的现金			
借款所收到的现金	300.00	6528.50	2076.17
收到的其他与筹资活动有关的现金	45.00		-100.00
现金流入小计	345.00	11128.50	3125.65
偿还债务所支付的现金	300.00	300.00	0.00
发生筹资费用所支付的现金			
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1950.00	5708.98	192.77
支付的其他与筹资活动有关的现金	19.50		-100.00
现金流出小计	2269.50	6008.98	164.77
筹资活动产生的现金流量净额	-1924.50	5119.52	-366.02
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	-1362.02	4851.00	

附件 4 2006~2007 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
以固定资产偿还债务			
以投资偿还债务			
以固定资产进行长期投资			
以存货偿还债务			
融资租赁固定资产			
二、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	3109.57	2775.46	-10.74
加: 少数股东损益			
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐	329.30		
固定资产折旧	291.50	14.62	-94.98
无形资产摊销	25.04	56.70	126.44
长期待摊费用摊销			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的 损失(减:收益)	2.24		
待摊费用减少(减:增加)	8.44	-23.79	-381.87
预提费用增加(减:减少)	-15.00		
固定资产报废损失	11.90		
财务费用	19.50	12.05	-38.21
投资损失(减:收益)			
递延税款贷项(减:借项)			
存货的减少(减:增加)	67.94	2236.80	3192.32
经营性应收项目的减少(减:增加)	1351.83	2919.66	115.98
经营性应付项目的增加(减:减少)	-4300.54	-1372.85	-68.08
其他			
经营活动产生的现金流量净额	901.72	6618.66	634.00
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	248.63	5099.63	1951.09
减: 货币资金的期初余额	1610.65	248.63	-84.56
现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	-1362.02	4851.00	

附件 5 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.51	1.94	--
存货周转次数(次)	5.52	10.66	--
总资产周转次数(次)	1.54	0.57	--
盈利能力			
营业利润率(%)	23.39	36.55	25.13
总资本收益率(%)	34.57	17.31	--
净资产收益率(%)	33.92	26.39	--
财务构成			
资产负债率(%)	35.76	48.64	39.76
全部债务资本化比率(%)	3.17	38.30	38.11
长期债务资本化比率(%)	0.00	38.30	38.11
偿债能力			
流动比率(%)	222.14	406.76	2121.34
速动比率(%)	164.89	386.81	1980.90
EBITDA 利息倍数(倍)	209.53	17.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.07	2.01	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	187.49	-4.11	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3208.67	-154.09	--
现金流			
现金收入比(%)	125.70	105.57	--
盈利现金比率(%)	4.11	56.52	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市驰源实业有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁻ 评级展望: 负面
上次评级结果: BBB⁻ 评级展望: 不确定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

主要数据:

项 目	2006 年	2007 年
现金类资产(万元)	759.27	11368.43
资产总额(万元)	45500.97	67148.53
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	11956.35	18842.39
短期债务(万元)	4000.00	4455.00
全部债务(万元)	4000.00	8955.53
主营业务收入(万元)	69506.13	86351.38
利润总额(万元)	279.84	3984.13
EBITDA(万元)	492.72	5241.29
经营性净现金流(万元)	2753.74*	2130.41
主营业务利润率(%)	1.74	5.16
净资产收益率(%)	2.34	18.09
资产负债率(%)	73.72	71.94
全部债务资本化比率(%)	25.07	32.22
流动比率(%)	89.47	107.72
全部债务/EBITDA(倍)	8.12	1.71
EBITDA 利息倍数(倍)	2.31	27.66
经营现金流流动负债比率(%)	7.94*	4.86

注: 2007 年财务报表采用旧会计制度, 2006 年财务数据为追溯调整数, 带*号为未经调整的 2006 年数据。公司未提供 2008 年 1-9 月财务报表。

分析师

梁秀国

电话: 010-85679696-8829

邮箱: liangxg@lianheratings.com.cn

李志博

电话: 010-85679696-8838

邮箱: lizb@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 深圳市驰源实业有限公司(以下简称“公司”)资产和业务重组工作进展顺利, 通过增资扩股等方式完成了对关联单位深圳市航嘉驰源电气股份有限公司(简称“电气公司”)的实际控制。公司经营规模不断扩大, 主营业务收入稳步增长, 盈利能力逐步提升。公司未提供 2008 年 1~9 月具体经营数据和财务报表, 因此, 联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)无法判断 2008 年以来宏观经济形势的变化对公司经营的实际影响。

总体看, 公司业务调整和盈利能力的提升基本与初评预期吻合, 但预计 PC 电源和电子原件行业增长放缓及公司未来投资支出较大对公司信用状况会有一定的负面影响。

综上, 联合资信维持公司 BBB⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望调整为负面。

优势

1. 跟踪期内, 公司顺利实现资产和业务重组, 大大减少了公司的关联交易。
2. 公司主营业务收入规模不断提高, 盈利能力逐步增强。
3. 公司现金类资产充足, 对债务保护能力较强。

关注

1. 未来 PC 电源和电子元件行业受金融危机影响, 发展面临不确定性。
2. 未来公司投资支出较大。
3. 公司未提供 2008 年三季度财务报表及 2008 年以来的经营情况等资料, 联合资信无法判断 2008 年以来宏观经济形势的变化对公司经营的实际影响。

一、主体概况

深圳市驰源实业有限公司（以下简称“公司”或“驰源实业”）成立于 1995 年 1 月 24 日，公司注册资本 2850 万元。经股权转让及增资扩股后，截至 2008 年 9 月底公司注册资本为 10000 万元，深圳航嘉源投资管理公司持有公司（以下简称“航嘉源公司”）100%的股权，公司实际控制人为罗文华先生。

公司主营电源供应器和电源系统的开发、设计、制造和销售。

截至 2007 年底，公司（合并）资产总额为 67184.53 万元，所有者权益（含少数股东权益）18842.39 万元；2007 年公司实现营业收入 86351.38 万元，实现净利润 2650.81 万元。

公司注册地址：龙岗区布吉镇灯芯工业区 A1 栋；法定代表人：罗文华。

二、特别事项

2007 年 7 月 27 日，公司完成了对深圳市航嘉源电气股份有限公司（以下简称“电气公司”）的增资扩股。增资扩股后，公司持有电气公司 42.31%股权（见表 1），实现了对电气公司的相对控股，航嘉源公司和深圳市航嘉源科技有限公司（以下简称“航嘉源”）与公司属于同一控制人，2007 年电气公司纳入公司报表合并范围。截至 2008 年 9 月底，公司已将经营业务完全转移至关联单位电气公司，资产除部分须经过 5 年监管期的进口免税产品，以及航嘉工业园区的土地尚未转移到电气公司外，其他已全部转移到电气公司。目前，公司业务重组工作已基本结束，大大减少公司的关联交易。

表 1 电气公司股权结构

股东	所持股份（万元）	所占比例（%）
航嘉源公司	900	17.31
航嘉源	2100	40.38
驰源实业	2200	42.31
合计	5200	100

资料来源：公司提供

三、经营分析

1. 经营分析

公司主要从事电源供应器和电源系统的开发、设计、制造及销售，公司的主要产品为 PC 电源和电子元件等。

近年来，全球 PC 市场（包括台式 PC、笔记本电脑和 PC 服务器）呈平稳增长态势。根据 Gartner 统计，2007 年全球 PC 总销售量为 2.712 亿台，较 2006 年增长 13.4%。根据 IDC 的统计，2008 年全球第三季度全球 PC 销售量同比增长 15.8%，欧洲、中东及非洲的需求量增长强劲，美国和日本市场的销售量保持稳定。不过，随着全球金融危机向实体经济扩散的加剧，未来 PC 机销售量增速放缓可能性加大。若 PC 机的需求受到金融危机的影响，必然对 PC 电源的需求产生负面影响。

2007 年公司生产 PC 电源 400 万台，销售 350 万台，实现销售收入 31827.69 万元，实现营业利润 2942.84 万元。2008 年 1~9 月公司生产 PC 电源 350 万台，同比增长 16.67%；销售 300 万台，同比增长 14.29%，实现销售收入 28869.52 万元。

2008 年第三季度全球主要电子消费品需求迅速回落，其中手机出货环比下降了 0.4%，同比增长大幅回落。根据 SIA 的统计，2008 年 1~9 月全球半导体销售额同比增长 4%，从月度来看，从 8 月份开始，增速出现急剧回落，9 月份增速已经由 6 月份的 8% 迅速回落到 1.6%，电子行业受全球金融危机影响，未来的发展面临不确定性。

表 2 2007 年公司主营业务收入分行业情况

业务项目	PC 电源	电子元件	合计
主营业务收入（万元）	31827.69	54523.69	86351.38
主营业务成本（万元）	28597.90	53231.26	81829.16
毛利率	11.29	2.43	5.53
主营业务收入同比增加（%）	-13.56	66.82	24.24
主营业务成本同比增加（%）	-20.94	65.78	19.84

资料来源：公司提供

公司的电子元件业务主要是作为关联单位的购销平台,为关联企业代销代购电子元件。2007年公司电子元件收入54523.69万元;2008年1~9月公司电子元件收入为47828.00万元,同比增长16.96%。

总体上,联合资信仅获取了公司2008年经营的概况信息,但无法掌握公司的具体运营状态,无法判断2008年以来宏观经济形势的变化对公司经营的影响。

2. 项目情况

公司发行的4500万元企业债券(以下简称“本期债券”),用于新型节能开关电源生产技术改造项目,建设改造年产280万台的新型开关电源,项目总投资为25000.00万元,截至2008年9月底,公司完成投资12880.00万元,占总投资额度的51.52%,公司计划于2010年完成该项目,未来两年公司将投资12120.00万元,未来公司投资支出较大。

四、财务分析

公司2007年度财务报表经深圳南方民和会计师事务所审计,并出具了有保留意见的审计结论。保留事项为公司2007年12月31日的合并报表范围没有包括其控股子公司深圳市兴东立精密机械有限公司(以下简称“兴东立”(2007年兴东立持有公司10%股权,截至2008年9月兴东立不再持有公司股权)及河源市嘉源电子科技有限公司(公司持股39%,并且对其财务和经营不能实施重大影响),对其仅按权益法核算。兴东立与公司属同一控制人下的关联企业,且彼此之间存在交叉持股情况,权益法的核算方式能够公允体现公司的实际经营情况,总体看保留事项对公司经营状况不产生实质影响。公司未提供2008年1~9月合并财务报表。

2007年,由于电气公司增资扩股完成,公司实现对电气公司的相对控股,2007年电气公

司纳入公司合并报表。以下分析以2007年报表为主,涉及2006年财务数据,以2007年追溯调整的年初数为主。

从资产结构看,截至2007年底,公司资产67148.53万元,较期初增长47.58%,主要是由于公司货币资金和存货大幅增长所致,公司资产结构未有明显变化,依然以流动资产为主。由于公司经营方式转型,由原来的单纯加工型企业转型为以采购、生产和销售一体的生产型企业,以及2007年公司发行中小企业集合债,导致2007年底公司货币资金增长为11325.71万元,较期初增长1391.65%。由于公司经营方式转型,对其中购进未收到购货发票但已发出尚未开具销售发票的库存商品在“发出商品”科目核算,导致2007年底公司存货增加为19008.78万元,较期初增长181.78%。

从负债及所有者权益方面看,截至2007年底,公司所有者权益合计(含少数股东权益)18842.39万元,较期初增长57.59%,主要是由于电气公司2007年进行增资扩股。截至2007年底,公司负债合计为48306.14万元,较期初增长44.01%,主要是由于公司本期购进业务增大,导致应付账款增加,以及2007年公司发行中小企业集合债,导致应付债券增加4500.00万元。截至2007年底,公司全部债务8955.53万元,其中短期债务4455.53万元,长期债务4500.00万元,公司债务负担加重。截至2007年底,公司资产负债率为71.94%,较期初有所减轻。公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为32.22%和19.28%,分别较期初有所加重,总体看,公司有息债务负担适宜。

从盈利能力看,2007年公司实现主营业务收入86351.38万元,较2006年增长24.24%;实现净利润2650.81万元,较2006年增长847.25%,主要是公司收入规模扩大。2007年公司的主营业务利润率为5.16%,较2006年的1.74%,有较大提高,主要是由于公司经营方式转变;2007年公司净资产收益率为18.09%,较2006年的2.34%有较大提高。总体看公司的盈利能力尚可。

从偿债能力看，2007年公司流动比率和速动比率分别为107.72%和64.32%，较2006年有所好转；2007年公司EBITDA利息倍数为27.66倍，较2006年的2.31倍有较大提高；2007年公司全部债务/EBITDA为1.71倍，较2006年的8.12倍有较大下降，表明公司的偿债能力有较大提高。2007年公司经营活动现金流入为103656.06万元，EBITDA为5241.29万元，分别为本期债务的23.03倍和1.16倍。截至2007年底，公司现金类资产为11368.43万元，为本期债券的2.53倍。

总体看，公司的偿债能力较强，对本期债券的保障能力较强。

综上，联合资信维持公司BBB⁻的主体长期信用等级，评级展望调整为负面。

附表 1-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：万元）

资 产	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动资产			
货币资金	759.27	11325.71	1391.65
短期投资		42.72	
应收票据			
应收股利			
应收利息			
应收账款	18907.39	12224.78	-35.34
其他应收款	1020.69	3485.27	241.46
减：坏账准备			
应收账款净额	19928.07	15710.05	-21.17
预付账款	2181.05	1099.29	-49.60
应收补贴款			
存货	6745.87	19008.78	181.78
减：存货跌价准备			
存货净额	6745.87	19008.78	181.78
待摊费用	397.44		-100.00
待处理流动资产净损失			
一年内到期的长期债权投资			
其他流动资产			
流动资产合计	30011.70	47186.55	57.23
长期投资			
长期股权投资	861.22	2777.05	222.45
长期债权投资			
长期投资合计	861.22	2777.05	222.45
减：长期投资减值准备			
长期投资净额	861.22	2777.05	222.45
合并价差			
固定资产			
固定资产原值	13910.94	16691.67	19.99
减：累计折旧	2294.39	3336.42	45.42
固定资产净值	11616.55	13355.24	14.97
固定资产净值减值准备			
固定资产净额	11616.55	13355.24	14.97
工程物资			
在建工程	2943.93	3601.54	22.34
固定资产清理			
待处理固定资产净损失			
固定资产合计	14560.48	16956.79	16.46
无形资产及其他资产			
无形资产			
开办费			
长期待摊费用	67.56	228.14	237.69
其他长期资产			
无形资产及其他资产合计	67.56	228.14	237.69
递延税项			
递延税项借项			
资产总计	45500.97	67148.53	47.58

附表 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动负债			
短期借款	4000.00	4455.53	11.39
应付票据			
应付账款	21693.76	30292.73	39.64
预收账款	62.50		-100.00
代销商品款			
应付工资	310.24	895.22	188.56
应付福利费		867.26	
应付股利			
应交税金	35.55	247.55	596.28
其他应交款	2.28	4.31	88.96
其他应付款	7276.88	6889.82	-5.32
预提费用	163.40	153.72	-5.93
一年内到期的长期负债			
其他流动负债			
流动负债合计	33544.62	43806.14	30.59
长期负债			
长期借款			
应付债券		4500.00	
长期应付款			
专项应付款			
住房周转金			
其他长期负债			
长期负债合计		4500.00	
递延税项			
递延税项贷款			
负债合计	33544.62	48306.14	44.01
少数股东权益		4190.57	
所有者权益			
实收资本	10000.00	10000.00	
资本公积	474.50	519.16	9.41
盈余公积	1086.03	1351.11	24.41
其中：公益金			
未分配利润	395.82	2781.55	602.74
外币报表折算差额			
所有者权益合计	11956.35	14651.82	22.54
负债及所有者权益合计	45500.97	67148.53	47.58

附表 2 合并利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	69506.13	86351.38	24.24
减: 折扣与折让			
主营业务收入净额	69506.13	86351.38	24.24
减: 主营业务成本	68284.07	81829.16	19.84
主营业务税金及附加	14.10	65.46	364.27
二、主营业务利润	1207.96	4456.75	268.95
加: 其他业务利润	162.67	268.50	65.06
减: 存货跌价损失			
营业费用	124.48	265.96	113.65
管理费用	1062.30	2146.25	102.04
财务费用	215.73	-629.80	-391.94
三、营业利润	-31.89	2942.85	-9327.24
加: 投资收益	291.48	1093.96	275.31
期货收益			
补贴收入	31.40		-100.00
营业外收入		2.91	
减: 营业外支出	11.15	55.60	398.68
其他支出			
加: 以前年度调整			
四、利润总额	279.84	3984.13	1323.70
减: 所得税		142.74	
减: 少数股东损益		1190.57	
加: 未确认的投资损失			
五、净利润	279.84	2650.81	847.25
加: 年初未分配利润			
盈余公积转入数			
减: 合资企业提取奖福基金			
其他调整因素			
六、可供分配的利润	279.84	2650.81	847.25
减: 提取法定盈余公积			
提取法定公益金			
七、可供股东分配的利润	279.84	2650.81	847.25
减: 应付优先股股利			
提取任意盈余公积			
应付普通股股利			
转作股本的普通股股利			
其他			
八、未分配利润	279.84	2650.81	847.25

附表 3-1 合并现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2007 年
一、经营活动产生的现金流量	
销售商品、提供劳务收到的现金	100792.91
收到的租金	
收到的税费返还	
收到的其他与经营活动有关的现金	2863.15
现金流入小计	103656.06
购买商品、接受劳务支付的现金	71415.96
经营租赁所支付的现金	
支付给职工以及为职工支付的现金	7087.64
支付的各项税费	2070.73
支付的其他与经营活动有关的现金	20951.32
现金流出小计	101525.65
经营活动产生的现金流量净额	2130.41
二、投资活动产生的现金流量	
收回投资所收到的现金	
取得投资收益所收到的现金	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.64
收到的其他与投资活动有关的现金	
现金流入小计	0.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	3787.73
投资所支付的现金	3100.00
支付的其他与投资活动有关的现金	
现金流出小计	6887.73
投资活动产生的现金流量净额	-6887.09
三、筹资活动产生的现金流量	
吸收权益性投资所收到的现金	5200.00
发行债券所收到的现金	
借款所收到的现金	16955.53
收到的其他与筹资活动有关的现金	5.73
现金流入小计	22161.25
偿还债务所支付的现金	12000.00
发生筹资费用所支付的现金	
分配股利或利润所支付的现金	189.51
偿付利息所支付的现金	
融资租赁所支付的现金	
减少注册资本所支付的现金	
支付的其他与筹资活动有关的现金	77.35
现金流出小计	12266.86
筹资活动产生的现金流量净额	9894.39
四、汇率变动对现金的影响	931.65
五、现金及现金等价物净增加额	6069.36

附表 3-2 合并现金流量表（续）
 （单位：万元）

项 目	2007 年
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动	
以固定资产偿还债务	
以投资偿还债务	
以固定资产进行长期投资	
以存货偿还债务	
融资租赁固定资产	
二、将净利润调节为经营活动的现金流量	
净利润	2650.81
加：少数股东损益	1190.57
计提的坏帐准备或转销的坏帐	2.31
固定资产折旧	1049.68
无形资产摊销	
长期待摊费用摊销	17.98
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	0.21
待摊费用减少(减:增加)	397.44
预提费用增加(减:减少)	-9.68
固定资产报废损失	
财务费用	-631.02
投资损失(减:收益)	-1093.96
递延税款贷项(减:借项)	
存货的减少(减:增加)	-12262.91
经营性应收项目的减少(减:增加)	5299.78
经营性应付项目的增加(减:减少)	9936.22
其他	-4417.01
经营性活动产生的现金流量净额	2130.41
三、现金及现金等价物净增加情况	
货币资金的期末余额	6828.64
减：货币资金的期初余额	759.27
现金等价物的期末余额	
减：现金等价物的期初余额	
现金及现金等价物净增加额	6069.36

附表 4 公司合并财务报表主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	1.47	5.55
存货周转次数(次)	1.13	6.35
总资产周转次数(次)	0.29	1.53
盈利能力		
主营业务利润率(营业利润率)(%)	1.74	5.16
总资产收益率(%)	3.09	10.22
净资产收益率(%)	2.34	18.09
财务构成		
长期债务资本化比率(%)		19.28
全部债务资本化比率(%)	25.07	32.22
资产负债率(%)	73.72	71.94
偿债能力		
流动比率(%)	89.47	107.72
速动比率(%)	69.36	64.32
EBITDA 利息倍数(倍)	2.31	27.66
全部债务/EBITDA(倍)	8.12	1.71
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-3.94*	-0.53
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.21*	-25.10
现金流		
现金收入比(%)	106.27*	116.72
利润现金比率(%)	100.00	80.37
本期债项偿债能力		
经营现金流流动负债比率(%)	7.94*	4.86
现金偿债倍数(倍)	0.67	2.53

注：2007 年公司采用旧会计准则，2006 年数为追溯调整数。带*号为未经调整 2006 年数据。

公司未提供 2008 年 1-9 月份报表。

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) /本期债券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳宝德科技集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A 评级展望：稳定
上次评级结果：A 评级展望：稳定

跟踪评级时间：2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	9780.62	16710.79	5643.95
资产总额(万元)	49062.82	65380.59	70528.80
所有者权益(万元)	19467.57	27272.97	35176.50
短期债务(万元)	7206.65	9161.05	8266.18
全部债务(万元)	10206.65	16213.14	16266.18
主营业务收入(万元)	103774.26	113779.46	64368.27
利润总额(万元)	3729.37	7588.48	4505.25
EBITDA(万元)	4952.17	8676.67	--
经营性净现金流(万元)	-53.90	5009.51	--
主营业务利润率(%)	8.75	8.59	10.36
净资产收益率(%)	13.00	27.04	--
资产负债率(%)	56.67	56.73	48.58
全部债务资本化比率(%)	32.44	36.43	29.63
流动比率(%)	160.12	187.00	194.40
全部债务/EBITDA(倍)	2.06	1.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.79	12.88	--
经营现金流动负债比率(%)	-0.22	16.68	--

注：公司 2006~2008 年 9 月财务报表依据旧会计准则编制，2008 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

吕明远

010-85679696-8892

lvmy@lianheratings.com.cn

传真：010-85679688

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳宝德科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）在跟踪期内资产规模保持增长，服务器产品研发实力增强，分销体系进一步扩张，整体运营效率提升，在行业价格竞争加剧的背景下仍保持较好利润率水平。目前公司债务负担较轻，偿债能力较强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到公司收入规模萎缩，应收账款规模较大等因素对公司造成的不利影响。

宏观经济整体走势趋弱，服务器产品需求短期内出现回落，从长期来看，随着互联网渗透率的不断提高，其行业需求仍有望持续增长；同时公司作为行业内优势企业，研发实力较强，管理水平较高，对行业内出现的短期波动有一定的防御能力。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级A，评级展望为稳定。

优势

1. 在行业竞争加剧，整体利润率下滑的背景下，公司仍保持较好毛利水平。
2. 公司债务负担较轻，偿债能力较强。
3. 作为在香港上市的公司，公司管理规范、整体运行效率较高。

关注

1. 宏观经济整体走势趋弱，服务器产品需求短期内出现回落，公司收入规模增长短期内可能受到一定影响。
2. 公司应收账款规模较大。

一、企业概况

深圳宝德科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为成立于 1997 年的深圳市乐和基业电脑网络有限公司。2001 年公司整体改组为股份有限公司，更名为深圳市宝德科技股份有限公司并于 2002 年 12 月在香港联合交易所创业板上市（股票代码为 8236）。2008 年 8 月公司更名为深圳宝德科技集团股份有限公司。截至 2008 年 9 月底公司注册资本 22575.00 万元。

公司主营计算机服务器的生产、销售，IT 产品分销和服务器租赁业务。

截至 2008 年 9 月底，公司资产总额 70528.80 万元，所有者权益 35176.50 万元；2008 年 1~9 月实现主营业务收入 64368.27 万元，利润总额 4505.25 万元。

公司注册地址：深圳市福田区深南中路电子科技大厦 C 座 43 层 43A；公司法定代表人：李瑞杰。

二、生产经营

近年来中国互联网进程高速推进，服务器作为网络架构的核心硬件，市场规模也保持高速增长。2007 年中国市场共销售服务器 61.92 万台，同比增长 16.2%。2007 年以来中国服务器市场竞争格局有所变化，在高端大型服务器需求放缓的背景下，包括 IBM、HP、DELL 在内的国外高端厂商均加大力度推出中小型服务器产品，拓展中小客户市场，并辅以低价策略进行推广。由此国内中低端服务器市场竞争进一步加剧，行业整体利润水平出现下滑。从 2008 年中期开始，随着全球金融危机的影响逐步传导至实体经济，国内金融、电信等行业集体采购项目出现一定程度停滞，其他相关行业也大幅削减 IT 支出，国内服务器市场需求增速放缓。但从长期来看，服务器作为 IT 产业核心基础设施，随着互联网渗透率的不断提高，其行业需求仍有望持续增长。

公司目前的主营业务包括服务器研发、生产、销售及 IT 产品的代理分销和服务器租赁业务。2007 年公司实现主营业务收入 113779.46 万元，较上年平稳增长 9.64%；主营业务收入构成较 2006 年基本保持稳定，其中分销业务收入占比约为 75%；服务器销售收入约占 23%，得益于产品较高附加值，其对主营业务利润贡献率达到了 60%。2007 年国内服务器市场竞争加剧，公司通过提高产品技术含量，加强供应链和销售管理等方式提升运营效率、降低成本，在行业利润率下滑的背景下，公司服务器板块毛利率提高 4 个百分点。分销业务方面，公司加强与富士康、Intel 等知名厂商合作，扩大分销体系，丰富产品线，收入和利润规模均实现较快增长。2007 年公司网络游戏业务未产生预期收益，下一步发展仍需较大规模的资金投入，公司出于专注主业和控制风险的考虑，出让网游业务 70% 的股权，在一定程度上舒缓了资金压力。

2008 年受行业整体景气程度下降和个别供货商产品线调整的影响，公司服务器板块收入增长停滞，分销业务收入同比有所萎缩。2008 年 1~9 月公司实现主营业务收入 64378.27 万元，较去年同期下降了 13% 左右；实现净利润 4187.11 万元，同比增长了 27.38%，其中包含 1386 万元进一步出让网游业务股权所获得的收入，扣除该部分收入影响，公司 2008 年 1~9 月净利润水平与上年同期基本保持一致。

针对目前行业内出现的低价促销状况，公司加大产品研发投入，在价格竞争的基础上提升产品附加值。公司新近推出的服务器产品接连创造了服务器并发运算速度和节能指标的世界纪录；公司的多款服务器产品被评为深圳市自主创新产品可享受政府采购和支持的各类优惠待遇。此外公司持续进行资金管理的内部梳理工作，细化各产品模块现金流和信用管理，缩短资金占用周期、提高业务运作效率、降低公司整体财务成本。

总体来看，公司通过提升产品竞争力，提高整体运营效率等方式，挖掘企业内部潜力，

保证了较好的利润率水平。但未来行业需求趋弱产生的外部压力在短期内可能进一步加大，公司收入规模增长短期可能受到一定影响。

三、财务分析

公司提供的 2007 年财务报表已经深圳鹏城会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2008 年 1~9 月的会计报表未经审计。

截至 2007 年底，公司资产总额 65380.59 万元，所有者权益 27272.97 万元；2007 年实现营业收入 113779.46 万元，利润总额 7588.48 万元。

截至 2008 年 9 月底，公司资产总额 70528.80 万元，所有者权益 35176.50 万元；2008 年 1~9 月实现主营业务收入 64368.27 万元，利润总额 4505.25 万元。

2007 年至 2008 年 9 月，公司资产规模较快增长，主要来自应收账款和预付款项。截至 2008 年 9 月底，公司预付款项 13703.37 万元，规模较大，主要由于分销业务铺货资金季节性增长所引起。同期内公司应收账款规模增速高于主营业务收入增长，应收账款整体规模较大，截至 2008 年 9 月底为 23112.96 万元，公司已按相关准则计提坏账准备。

2007 年~2008 年 9 月，得益于利润规模的扩张，公司所有者权益实现稳步增长。2007 年 12 月，公司转增资本公积和未分配利润共计 13545 万元为注册资本，所有者权益稳定性提高。截至 2008 年公司所有者权益共计 35176.50 万元。

2007 年以来公司负债总额温和增长，截至 2008 年 9 月底公司负债总额 34266.32 万元。由于发行债券，公司负债结构有所改善，流动负债比率由 2007 年初 89.21% 下降到 80.99%。同期内公司全部债务资本化比率和资产负债率均呈下降趋势，截至 2008 年 9 月底分别为 29.63% 和 48.58%，整体债务负担较轻。

2007 年以来服务器行业竞争加剧，行业整体利润水平下滑，公司通过提升内部运营效率，调整分销产品结构等方式消化市场压力，主营业务利润率实现小幅增长，2007 年和 2008 年 1~9 月公司主营业务利润率分别为 8.59% 和 10.36%。2007 年受益于期间费用控制得力及出售网游业务股权收入，公司实现净利润 7375.15 万元，同比增长 191.49%；2008 年 1~9 月，公司实现净利润 4187.11 万元，包含出售网游业务收入 1386 万元。未来考虑到网游业务收入的不可持续性和行业景气度下滑对公司收入增长的影响，公司利润规模可能有所回落。

2007 年，公司销售收入现金实现质量较 2006 年有所改善，经营活动获取现金净额的能力提升。2007 年现金收入比率为 108.67%，经营活动产生现金净额 5009.51 万元。公司未提供 2008 年现金流数据，从同期货币资金和预付款项的变化可以看出，公司经营活动获现能力有所下滑。

因债务期限的调整，公司流动负债比例下降，且由于流动资产占比较高，公司短期偿债能力指标表现良好，2007 年底和 2008 年 9 月底的流动比率分别为 187.00% 和 194.40%。但公司流动资产高度集中于应收账款、存货和预付款项，合计占流动资产 88.52%，公司短期的支付能力远低于指标所反映。2007 年得益于盈利能力提升和出售网游业务所产生的收入，公司 EBITDA 规模大幅增长，2007 年 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 12.88 倍和 1.87 倍。若扣除出售网游业务收入的影响，2007 年公司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 9.25 倍和 2.60 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

2007 年公司发行企业债 7000 万元，其中 2500 万元用于宝德科技工业园建设，3200 万元用于存储网卡生产线项目，1300 万用于和 Intel 合作建设的服务器研发中心。目前宝德科技工业园和研发中心均已建成投入使用，存储网卡生产线项目目前仍处筹备阶段。

截至目前，公司无对外担保和关联公司担保事项。

作为香港上市公司，公司直接融资渠道较为畅通。根据公司 2008 年 11 月 6 日公告，公司将在 2008 年 12 月 18 日召开特别股东大会对董事会提请的由创业板转至主板上市方案进行表决。如公司顺利转至主板上市，公司直接融资能力将进一步增强。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级A，评级展望为稳定。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动资产				
货币资金	9780.62	16155.51	65.18	5643.95
应收票据		555.28		166.55
应收账款	15342.58	25924.90	68.97	21279.44
其他应收款	5181.81	1812.74	-65.02	3158.49
减：坏账准备				1324.96
应收账款净额	20524.38	27737.64	35.14	23112.96
预付账款	2132.12	3316.14	55.53	13707.38
存货	7241.22	8013.61	10.67	10770.81
减：存货跌价准备				703.27
存货净额	7241.22	8013.61	10.67	10067.54
待摊费用	35.91	393.32	995.31	268.18
其他流动资产				
流动资产合计	39714.26	56171.51	41.44	52966.56
长期投资		729.64		3299.35
固定资产				
固定资产原值	3587.77	3218.84	-10.28	10143.33
减：累计折旧	1392.70	1543.21	10.81	1911.02
固定资产净值	2195.07	1675.63	-23.66	8232.31
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	2195.07	1675.63	-23.66	8232.31
工程物资	5990.63		-100.00	
在建工程		6768.98		928.36
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	8185.70	8444.61	3.16	9160.66
无形资产及其他资产				
无形资产	1162.86	34.84	-97.00	4930.91
开办费				
长期待摊费用				171.32
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	1162.86	34.84	-97.00	5102.23
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	49062.82	65380.59	33.26	70528.80

附件 1-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：万元）

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动负债				
短期借款	7187.17	9064.65	26.12	8165.05
应付票据	19.48	96.40	394.86	101.13
应付账款	8011.27	9698.62	21.06	9669.28
预收账款	2899.93	426.59	-85.29	1393.28
代销商品款				
应付工资				0.00
应付福利费	283.07	140.18	-50.48	0.95
应付股利	532.29	1187.14	123.03	751.69
应交税金	1283.11	2210.50	72.28	3597.35
其他应交款				
其他应付款	4218.27	6845.52	62.28	3363.10
预提费用	368.92	368.92		204.41
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	24803.50	30038.52	21.11	27246.25
长期负债				
长期借款	3000.00		-100.00	7000.00
应付债券		7052.09		
长期应付款				
专项应付款				
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	3000.00	7052.09	135.07	7000.00
递延税项				
递延税项贷款				20.07
负债合计	27803.50	37090.61	33.40	34266.32
少数股东权益	1791.74	1017.01	-43.24	1085.99
所有者权益				
实收资本	9030.00	9030.00		22575.00
资本公积	3535.56	3535.56		
盈余公积	1697.16	1697.16		2995.61
其中：公益金				
未确认投资损失	-430.24		-100.00	
未分配利润	5635.10	13010.25	130.88	9605.88
外币报表折算差额				
所有者权益合计	19467.57	27272.97	40.09	35176.50
负债及所有者权益合计	49062.82	65380.59	33.26	70528.80

附件 2 合并利润表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	变动率 (%)	2008 年 1~9 月
一、主营业务收入	103774.26	113779.46	9.64	64368.27
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	103774.26	113779.46	9.64	64368.27
减: 主营业务成本	94665.48	103966.09	9.82	57684.05
主营业务税金及附加	29.02	39.97	37.74	17.25
二、主营业务利润	9079.76	9773.39	7.64	6666.97
加: 其他业务利润	2.49	12.08	384.56	21.82
减: 存货跌价损失				
营业费用	2601.69	3074.57	18.18	1800.05
管理费用	2458.44	1660.57	-32.45	1585.49
财务费用	415.25	237.65	-42.77	717.11
三、营业利润	3606.87	4812.68	33.43	2586.13
加: 投资收益		2447.74		1920.84
期货收益				
补贴收入	122.67	299.72	144.33	
营业外收入	0.10	29.93	30128.12	0.14
减: 营业外支出	0.26	1.57	495.00	1.87
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	3729.37	7588.48	103.48	4505.25
减: 所得税	219.30	283.21	29.14	197.18
减: 少数股东损益	549.71	-69.88	-112.71	120.96
未确认的投资损失	430.24			
五、净利润	2530.12	7375.15	191.49	4187.11
加: 年初未分配利润	4260.99	5635.10	32.25	
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	6791.11	13010.25	91.58	4187.11
减: 提取法定盈余公积	253.01			
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	6538.10	13010.25	98.99	4187.11
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利	903.00			
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	5635.10	13010.25	130.88	4187.11

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	96101.18	123648.46	28.66
收到的税费返还	122.67	29.00	-76.36
收到的其他与经营活动有关的现金	69.43	9826.84	14053.51
现金流入小计	96293.28	133504.30	38.64
购买商品、接受劳务支付的现金	89200.46	120577.29	35.18
经营租赁所支付的现金			
支付给职工以及为职工支付的现金	1292.11	1744.02	34.98
支付的各项税费	921.44	443.51	-51.87
支付的其他与经营活动有关的现金	4933.18	5729.97	16.15
现金流出小计	96347.18	128494.79	33.37
经营活动产生的现金流量净额	-53.90	5009.51	-9394.03
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	74.00	1718.10	2221.76
取得投资收益所收到的现金	191.30		
现金流入小计	265.30	1718.10	547.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	4865.20	384.38	-92.10
投资所支付的现金		49.50	
支付的其他与投资活动有关的现金	887.60	42.40	-95.22
现金流出小计	5752.80	476.27	-91.72
投资活动产生的现金流量净额	-5487.50	1241.83	-122.63
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收权益性投资所收到的现金		50.00	
发行债券所收到的现金			
借款所收到的现金	18043.00	30597.83	69.58
收到的其他与筹资活动有关的现金	145.00		-100.00
现金流入小计	18188.00	30647.83	68.51
偿还债务所支付的现金	14485.80	29895.22	106.38
发生筹资费用所支付的现金			
分配股利或利润所支付的现金	1514.25	629.06	-58.46
支付的其他与筹资活动有关的现金			
现金流出小计	16000.05	30524.28	90.78
筹资活动产生的现金流量净额	2187.95	123.55	-94.35
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	-3353.45	6374.89	-290.10

附件 3-2 合并现金流量表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	变动率(%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
以固定资产偿还债务			
以投资偿还债务			
以固定资产进行长期投资			
以存货偿还债务			
融资租赁固定资产			
二、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	2530.12	7375.15	191.49
加: 少数股东本期收益	549.71	-69.88	-112.71
计提的资产减值准备	1617.90	-249.62	-115.43
固定资产折旧	374.23	384.41	2.72
无形资产摊销	342.88	30.35	-91.15
长期待摊费用摊销			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)		1.57	
待摊费用减少(减:增加)	0.67	-357.41	-53353.88
预提费用增加(减:减少)			
固定资产报废损失			
财务费用	411.81	622.57	51.18
投资损失(减:收益)		-2447.74	
递延税款贷项(减:借项)			
存货的减少(减:增加)	4146.02	-772.39	-118.63
经营性应收项目的减少(减:增加)	-11308.14	-10861.94	-3.95
经营性应付项目的增加(减:减少)	1331.82	11354.44	752.55
其他			
经营活动产生的现金流量净额	-53.90	5009.51	-168159.04
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	9780.62	16155.51	65.18
减: 货币资金的期初余额	13134.08	9780.62	-25.53
现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	-3353.45	6374.89	-290.10

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	6.76	5.44	--
存货周转次数(次)	13.07	13.63	--
总资产周转次数(次)	2.12	1.99	--
盈利能力			
主营业务利润率(%)	8.75	8.59	10.36
总资本收益率(%)	9.65	18.09	--
净资产收益率(%)	13.00	27.04	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	12.37	19.95	16.18
全部债务资本化比率(%)	32.44	36.43	29.63
资产负债率(%)	56.67	56.73	48.58
偿债能力			
流动比率(%)	160.12	187.00	194.40
速动比率(%)	130.92	160.32	157.45
EBITDA 利息倍数(倍)	9.79	12.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.06	1.87	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-10.96	9.28	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.54	0.39	--
现金流			
现金收入比(%)	92.61	108.67	--
现金利润比率(%)	-2.13	67.92	--

注：2008年财务数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
营业利润率*	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金 + 现金等价物) / 本期债券到期偿还额

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

全部债务 = (长期债务 + 短期债务)

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

筹资活动前现金流量净额 = 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

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市好家庭实业有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB 评级展望: 稳定
上次评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	1450.97	907.11	2241.71
资产总额(万元)	20850.47	19416.37	27881.44
所有者权益(万元)	10221.40	11038.88	11542.90
短期债务(万元)	2387.50	5123.90	3898.01
全部债务(万元)	2387.50	5123.90	11598.01
主营业务收入(万元)	13770.22	12753.64	6668.68
利润总额(万元)	1322.81	948.08	619.36
EBITDA(万元)	1676.52	1215.95	--
经营性净现金流(万元)	509.94	2784.29	--
主营业务利润率(%)	31.48	25.84	36.79
净资产收益率(%)	11.00	7.29	--
资产负债率(%)	50.98	43.15	58.60
全部债务资本化比率(%)	18.94	31.70	50.12
流动比率(%)	171.15	156.16	253.62
全部债务/EBITDA(倍)	1.42	4.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.47	7.35	--
经营现金流动负债比率(%)	4.80	33.24	--

注: 2006-2008 年 3 季度公司延用旧会计准则; 2008 年 3 季度数据未经审计。

分析师

黄 滨

电话: 010-85679696-8880

邮箱: huangbin@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市好家庭实业有限公司(以下简称“公司”)是国内健身器材行业具有较强竞争力的龙头企业之一。跟踪期内,公司主要以康体工程业务为主,采用OEM(代工制造)模式运营,产品附加值不断提高。随着公司引入战略合作者,未来综合竞争力有望提高。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到目前公司盈利能力有所下降,债务规模增长快,债务负担重。健身器材市场竞争日益激烈,公司未来投资规模大,业务结构仍将调整。

综合考虑,联合资信下调公司主体长期信用等级为BBB,评级展望为稳定。

优势

- 1、公司是健身器材的龙头企业,品牌知名度较高,销量连续七年位居行业第一。
- 2、公司研发设计水平较高、销售渠道通畅、物流和售后服务体系较为完善。
- 3、引入战略合作者将提高公司综合竞争力和抗风险能力。

关注

- 1、公司投资规模大,未来经营状况存在一定的不确定性。
- 2、公司债务规模大,增长幅度快,债务负担重,偿债能力下降。
- 3、公司盈利水平下降。

一、公司概况

深圳市好家庭实业有限公司（以下简称“公司”）成立于 1994 年，是中国健身器材行业的龙头企业之一。截至 2007 年底，公司注册资本为 3500 万元人民币，股东为张佳华和张诗嘉两名自然人（两人系兄妹关系），持股比例分别为 90%和 10%。公司实际控制人为张佳华家族。

公司主要经营业务为健身器材、体育用品的生产制造。截至 2007 年底，公司原唯一控股子公司深圳市好家庭康体工程设施有限公司（简称“康体公司”）因一直未能取得施工资质，已不再承接任何业务，待账面往来款项处理完毕后即可注销该公司，因该公司已经处于关停并转状态，因此按合并报表准则要求，该公司不再纳入合并范围。

截至 2007 年底，公司资产总额 19416.37 万元，所有者权益 11038.88 万元；2007 年实现主营业务收入 12753.64 万元，利润总额 948.08 万元。

截至 2008 年 9 月底，公司资产总额 27881.44 万元，所有者权益 11542.90 万元；2008 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 6668.68 万元，利润总额 619.36 万元。

公司注册地址：深圳市罗湖区人民南路国贸大厦37层；公司法定代表人：张佳华。

二、经营概况

1. 经营分析

中国健身器材行业起步晚、空间大，北京奥运会的成功举办和全民健身活动的普及，为健身器材行业的发展提供了有利条件和发展机遇。健身器材市场分为家用以及商用市场两部分，家用市场的规模远较商用市场规模大，且增长快。据中国文教体育用品协会的相关统计显示，2008 年奥运会之后，中国家用健身器材的年销售额将会超过 120 亿元。

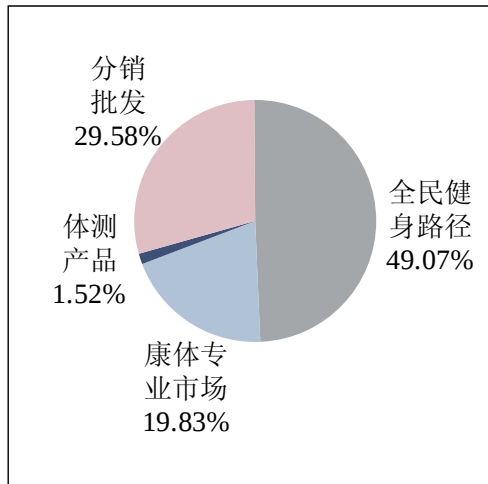
据国家统计局行业信息中心资料显示，好家庭体育健身器材产品的销售已连续七年（2001 年~2007 年）在全国行业内排名第一。

公司成立以来主要采用的是 OEM（代工制造）模式，即公司只做品牌推广、渠道建设、售后服务和自主研发，制造环节则 80%通过委托加工外包和全球采购的模式，自己只生产小部分产品，原零售业务均已剥离出去。目前公司本部主要负责康体工程业务，包括全民健身路径工程、康体专业市场、体测业务、分销批发四大核心板块。其中全民健身路径工程主要是在市区内的广场、公园、居民小区等地建设安装体育设施，以政府采购为主；康体专业市场主要是为浩沙等健身中心提供体育健身器材；体测业务主要是为学校等教育系统提供体育检测设施；其他自有品牌产品的销售都属于分销批发业务。除本部外，公司现有一家分公司，即深圳市好家庭实业有限公司体育用品制造厂，主要生产户外健身器材。

从生产来看，2007 年钢材价格大幅上涨，由于公司大多采取委托生产，材料上涨主要影响了生产制造商的利润，因此材料价格上涨对公司生产成本影响较小。

从销售来看，公司分销批发业务主要销售对象是兄弟公司深圳市好家庭体育用品连锁经营公司（简称“好家庭连锁公司”），2007 年公司销售给好家庭连锁公司产生销售收入 3268.52 万元，但相应应收账款达 1507.77 万元，公司收入实现质量较差。截至 2007 年底，好家庭连锁公司共有 33 家直营专卖店和 213 家店中店，2007 年总销售额在 1.3 亿元左右，其中店中店平均销售额为 37 万元/店/年，而直营专卖店为 200 万元/店/年。上述两类店，好家庭连锁公司全部采取了直营的方式来控制经营风险，这也使得其成为国内直营门店数最多的健身器材连锁企业。

图1 2008年1~9月公司销售收入分类



资料来源：公司提供

2008年以来，健身器材市场的出口情况普遍受到金融危机的影响，而低附加值产品由于门槛低、竞争激烈，受到更大冲击。因此，一部分以外销为主的企业转向国内市场，公司竞争压力加大，盈利规模较2007年同期下滑较快。2008年1~9月，公司实现销售收入6668.68万元，其中全民健身路径工程占公司销售收入的49.07%。

2. 项目情况

本期债券募集资金3700万元计划用于建设好家庭体育产业科技园项目，总投资25064万元，其中自有资金8990万元，债券募集资金3700万元，短期借款4800万元，私募基金7574万元。本期债券发行额占项目总投资额的14.76%。

项目已选定位于河北省河间市，并已引入新股东参与一起投资，新股东以现有厂房及现金进行投资，公司以现有设备及现金、技术、已有的销售渠道进行投资，并保持公司67%以上的控股权。截至2008年9月底，该项目已经启动，具体实物价值正在评估当中。

3. 重大事项

为了保持在健身器材行业内的龙头地位、研发高新技术和扩大市场份额，公司引入战略

投资者以进一步增强公司实力。

2008年8月15日，深圳市达晨创业投资有限公司（下称“达晨创投”）与公司举行签约仪式，将投资6000万人民币，约占公司20%股份。此次投资是由达晨创投牵头，唐融投资、红岭基金、华协创投、圣华洋创投等四家投资机构跟投，其中达晨创投投资金额为3000万，约占好家庭实业10%股份。该笔资金将一次性注入，主要用于公司渠道扩张、专柜建设、加盟店扩展等；另一部分则用于现有业务的提升、品牌的建设、业务队伍的培养。

在海外著名风投基金和投行的支持下，公司于2005年起逐渐把旗下的连锁零售业务剥离，并成立了好家庭连锁公司，谋求连锁业务海外上市。但由于目前海外上市不确定因素较多，公司欲重回国内资本市场上市。达晨创投计划在2009年底或2010年初扶持公司整体上市。

三、财务分析

公司2007年度财务报表经深圳金正会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。2008年3季度数据未经审计。

从合并报表范围来看，因康体公司处于关停并转状态，不再纳入合并范围，本次跟踪评级为保持口径统一，采用调整后的公司报表2007年期初数和期末数进行比较，其中已扣除康体公司影响。

从盈利能力来看，2007年公司实现主营业务收入12753.64万元，同比下降7.38%；实现利润总额948.08万元，同比下降28.33%，主要原因是公司零售业务已逐步剥离到好家庭连锁公司。2008年1~9月，公司实现主营业务收入6668.68万元，利润总额619.36万元。2006~2008年9月，公司营业利润率分别为31.48%、25.84%和36.79%，波动上升。

从现金流状况来看，2007年随着公司零售

业务的剥离，经营活动现金流入流出均大幅减少，相应净现金流为 2784.29 万元。随着投资项目的进行，公司投资性现金流出大幅上升，净现金流为-3771.40 万元，经营性净现金流无法覆盖投资性净现金流，公司对外融资压力大，主要通过银行借款和发行债券满足筹资需要。公司现金流状况有待改善。

从偿债能力看，2007 年公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 43.15%和 31.70%，债务负担较轻。2008 年以来，随着公司投资规模扩大，公司债务规模随之迅速扩大，新增长期债务 7700 万元，全部债务规模达到 11213.39 万元；相应全部债务资本化比率达到 50.12%，较 2007 年大幅增长 18.42 个百分点，债务负担明显增加。

2007 年，公司流动比率和速动比率分别为 156.16%和 117.77%，2008 年 9 月，公司流动比率和速动比率分别大幅上升至 253.62%和 203.26%。

2007 年，公司全部债务/EBITDA 为 4.21 倍，较 2006 年有所上升；EBITDA 利息倍数为 7.35 倍，较 2006 年有所下降，公司对债务和利息的保障能力有所下降。2007 年公司经营活动现金流入为 12441.55 万元，EBITDA 为 1215.95 万元，分别是本期债券额度的 3.36 倍和 0.33 倍。截至 2008 年 9 月底，公司现金类资产为 2241.71 万元，是本期债券额度的 0.61 倍。综合看，公司偿债能力一般，对本期债券额度的保障能力一般。

在或有负债方面，截至 2008 年 9 月底，公司无对外担保、无诉讼事项。

综合考虑，联合资信下调公司主体长期信用等级为 BBB，评级展望为稳定。

附件 2-1 2006~2008 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 9 月底
流动资产：				
货币资金	1450.97	907.11	-37.48	2241.71
短期投资				
应收票据				
应收利息				
应收帐款	6503.24	4037.57	-37.91	5745.72
应收内部往来		3105.59		
其他应收款	740.88	1780.51	140.32	3651.75
预付帐款	2115.36			1038.22
应收补贴款				
内部往来				4578.95
存 货	7366.31	3216.01	-56.34	4287.99
待摊费用	14.95	35.78	139.35	52.49
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	18191.72	13082.56	-28.09	21596.84
长期投资：				
长期股权投资	1484.20	988.75	-33.38	988.75
长期债权投资				
长期投资合计	1484.20	988.75	-33.38	988.75
固定资产：				
固定资产原值	1131.17	5249.94	364.12	5249.94
减：累计折旧	293.31	364.58	24.30	548.32
固定资产净值	837.86	4885.36	483.08	4701.62
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	837.86	4885.36	483.08	4701.62
工程物资				
在建工程				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	837.86	4885.36	483.08	4701.62
无形资产及其他资产：				
无形资产	336.70	454.71	35.05	432.93
开发支出				100.17
长期待摊费用		5.00		61.14
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	336.70	459.70	36.53	594.23
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	20850.47	19416.37	-6.88	27881.44

注：2007 年财务报表按新会计准则编制，2006 年财务数据为追溯调整数，下同。

附件 2-2 2006~2008 年 9 月底资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 9 月底
流动负债：				
短期借款	1290.00	1820.00	41.09	2236.00
应付票据	1097.50	3303.90	201.04	1662.01
应付帐款	5335.75	2270.94	-57.44	3192.03
应付信用证				
预收帐款	1296.04			456.75
应付工资	1.09			
应付福利费				
应付股利				
应交税金	424.65	368.66	-13.19	82.53
其他应付款	6.30	5.65	-10.37	0.27
其他应付款	1050.29	608.36	-42.08	843.96
预提费用	127.43	0.00	-100.00	41.97
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	10629.07	8377.49	-21.18	8515.52
长期负债：				
长期借款				4000.00
应付债券				3700.00
应付利息				123.03
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计	0.00	0.00	0.00	7823.03
递延税项：				
递延税款贷项				
负债合计	10629.07	8377.49	-21.18	16338.54
少数所有者权益				
本企业所有者权益：				
实收资本	3500.00	3500.00	0.00	3500.00
减：已归还投资				
实收资本净额	3500.00	3500.00	0.00	3500.00
资本公积		13.05		13.05
盈余公积	1273.06	1393.72	9.48	1393.72
其中：法定公益金	424.35	464.57	9.48	
未分配利润	5448.34	6132.10	12.55	6636.12
本企业所有者权益合计	10221.40	11038.88	8.00	
所有者权益合计	10221.40	11038.88	8.00	11542.90
负债及所有者权益（或股东权益）总计	20850.47	19416.37	-6.88	27881.44

附件 3 2006~2008 年 1—9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1-9 月
一、主营业务收入	13770.22	12753.64	-7.38	6668.68
减: 销售折扣与转让				
主营业务收入净额	13770.22	12753.64	-7.38	
减: 主营业务成本	9416.79	9444.35	0.29	4215.17
主营业务税金及附加	18.28	13.18	-27.90	
二、主营业务利润	4335.15	3296.11	-23.97	2453.51
加: 其他业务利润				
减: 营业费用	1645.95	1330.58	-19.16	102.80
管理费用	1105.21	862.75	-21.94	1341.07
财务费用	134.42	165.33	23.00	407.92
汇兑损失				1.94
三、营业利润	1449.57	937.45	-35.33	599.78
加: 投资收益				
补贴收入	65.20	12.52	-80.80	25.85
营业外收入	4.07	0.10	-97.45	2.52
减: 营业外支出	0.45	2.00	346.07	8.79
加: 以前年度损益调整	-195.58	0.00	-100.00	
四、利润总额	1322.81	948.08	-28.33	619.36
减: 所得税	198.15	143.65	-27.50	115.34
少数股东收益				
五、净利润	1124.67	804.43	-28.47	504.02
加: 年初未分配利润	4490.75	5448.34	21.32	
其他转入				
六、可供分配的利润	5615.42	6252.76	11.35	
减: 提取法定盈余公积	111.39	80.44	-27.78	
提取法定公益金	55.69	40.22	-27.78	
提取职工奖励及福利基金				
提取储备基金				
提取企业发展基金				
利润归还投资				
七、可供投资者分配的利润	5448.34	6132.10	12.55	
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作资本(或股本)的普通股股				
八、未分配利润	5448.34	6132.10	12.55	

附件 4-1 2006~2007 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	19517.64	10535.50	-46.02
收到的税费返还	0.00	0.00	#DIV/0!
收到的其他与经营活动有关的现金	2200.43	1906.05	-13.38
现金流入小计	21718.07	12441.55	-42.71
购买商品、接受劳务支付的现金	16589.68	5345.55	-67.78
支付给职工以及为职工支付的现金	1619.71	667.19	-58.81
支付的各项税费	933.29	529.01	-43.32
支付的其他与经营活动有关的现金	2065.45	3115.51	50.84
现金流出小计	21208.13	9657.27	-54.46
经营活动产生的现金流量净额	509.94	2784.29	446.00
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资所收到的现金		495.45	
取得投资收益所收到的现金			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收到的现金净额			
收到的其他与投资活动有关的现金			
现金流入小计		495.45	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	347.69	4266.84	1127.21
投资所支付的现金			
处置子公司及其他单位支付的现金净额	544.42		-100.00
支付的其他与投资活动有关的现金			
现 金 流 出 小 计	892.11	4266.84	378.29
投资活动产生的现金流量净额	-892.11	-3771.40	322.75
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资所收到的现金			
借款所收到的现金	1500.00	2256.00	50.40
收到的其他与筹资活动有关的现金			
现金流入小计	1500.00	2256.00	50.40
偿还债务所支付的现金	2010.00	1726.00	-14.13
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	87.53	104.42	19.30
支付的其他与筹资活动有关的现金			
现金流出小计	2097.53	1830.42	-12.73
筹资活动产生的现金流量净额	-597.53	425.58	-171.22
四、汇率变动对现金的影响额		17.67	
五、现金及现金等价物净增加额	-979.70	-543.87	-44.49

附件 4-2 2006~2007 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2006 年	2007 年	变动率(%)
1、 将净利润调节为经营活动的现金流量:			
净利润	861.18	804.43	-6.59
加: 少数股东损益			
加: 计提的资产减值准备	50.36	0.00	-100.00
固定资产折旧	157.75	71.27	-54.82
无形资产摊销	61.54	25.07	-59.26
长期待摊费用摊销		6.20	
待摊费用减少(减: 增加)	40.80	-20.83	-151.05
预提费用增加(减: 减少)	79.21	-127.43	-260.87
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (减: 收益)			
固定资产报废损失			
财务费用	87.53	86.75	-0.89
投资损失(减: 收益)			
递延税款贷项(减: 借项)			
存货的减少(减: 增加)	5575.24	4150.30	-25.56
经营性应收项目的减少(减: 增加)	-10952.12	442.67	-104.04
经营性应付项目的增加(减: 减少)	4538.34	-2654.15	-158.48
其他			
经营活动产生的现金流量净额	509.94	2784.29	446.00
2、 不涉及现金收支的投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、 现金及现金等价物增加情况:			
现金的期末余额	1626.89	907.11	-44.24
减: 现金的期初余额	2606.59	1450.97	-44.33
现金及现金等价物净增加额	-979.70	-543.87	-44.49

附件 5 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	1.92	2.42	--
存货周转次数(次)	1.82	1.78	--
总资产周转次数(次)	0.62	0.63	--
盈利能力			
主营业务利润率(营业利润率) (%)	31.48	25.84	36.79
总资本收益率(%)	9.99	6.00	--
净资产收益率(%)	11.00	7.29	--
财务构成			
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	40.01
全部资本化比率(%)	18.94	31.70	25.24
资产负债比率(%)	50.98	43.15	58.60
偿债能力			
流动比率(%)	171.15	156.16	253.62
速动比率(%)	101.85	117.77	-133.39
EBITDA 利息倍数(倍)	12.47	7.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.42	4.21	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.16	-0.19	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.84	-5.97	--
现金流			
现金收入比(%)	141.74	82.61	--
利润现金比率(%)	3.70	21.83	--
本期债项偿债能力			
经营现金流动负债比率 (%)	4.80	33.24	--
现金偿债倍数(倍)	0.39	0.25	--

注：公司从2007年开始执行新会计准则，2008年数据未经审计。指标计算中涉及到利息支出以财务费用替代。

附件 6 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司 跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A 评级展望: 稳定
上次评级结果: A 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	5062.19	10723.22	9942.39
资产总额(万元)	26855.37	41830.44	61457.36
所有者权益(万元)	14577.59	18864.10	25506.18
长期债务(万元)	0.00	3784.49	13071.62
全部债务(万元)	3436.46	12372.25	21533.36
营业收入(万元)	30255.46	38652.71	33649.77
利润总额(万元)	5232.72	6768.85	5564.49
EBITDA(万元)	7467.05	9820.52	8362.97
经营性净现金流(万元)	9228.37	8352.60	8316.10
营业利润率(%)	32.33	33.98	35.14
净资产收益率(%)	33.13	33.03	--
资产负债率(%)	45.72	54.90	58.50
全部债务资本化比率(%)	19.08	39.61	45.78
流动比率(%)	120.73	136.59	137.27
全部债务/EBITDA(倍)	0.46	1.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	152.86	38.96	--
经营现金流流动负债比率(%)	75.16	44.47	37.72

注: 2007 年财务报表按新会计准则编制, 2006 年财务数据为追溯调整数。
2008 年三季度数据未经审计。

分析师

陈 钊

电话: 010-85679696-8891

邮箱: chendang@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司(以下简称“兴森快捷”或“公司”)是国内领先的印制线路板样板、快件制造商之一。

跟踪期内公司销售客户群保持稳定, 订单增多, 收入规模和盈利水平有所提高; 但目前在建项目广州兴森快捷电路科技有限公司第一期工程投资规模较大, 债务负担明显加重; 公司外销产品规模扩大, 汇率变动对公司有一定的影响; 未来, 宏观经济增长变缓可能导致公司订单有所减少, 但广州兴森快捷电路科技有限公司第一期工程投产发挥效益后, 预计公司盈利水平将会有所提高。

综合考虑, 联合资信评估有限公司维持公司的主体长期信用等级 A, 评级展望为稳定。

优势

- 1、公司目前是国内领先的印制线路板样板、快件制造商, 具有一定的技术优势。
- 2、公司投资的广州兴森快捷电路科技有限公司第一期工程即将部分投产发挥效益, 预计未来盈利能力将会有所提高。
- 3、公司生产规模逐年扩大, 盈利能力较强。

关注

- 1、公司外销产品占比增长, 汇率变动对公司造成一定的影响。
- 2、公司投资规模大, 债务负担加重。

一、公司概况

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司（以下简称“兴森快捷”或“公司”）的前身是1999年3月成立的深圳市兴森快捷电路技术有限公司，2005年8月经广东省深圳市人民政府股[2005]15号文批准整体变更为现公司，注册资本7577万元。公司实际控制人为邱醒亚先生（持股比例37.69%）。截至2008年9月底，公司拥有广州市兴森电子有限公司、兴森快捷（香港）有限公司、宜兴硅谷电子科技有限公司、广州兴森快捷电路科技有限公司四家全资子公司。

公司经营范围：双面、多层印制线路板的设计、生产、购销；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；进出口业务。

截至2007年底，公司合并资产总额4.18亿元，所有者权益1.89亿元；2007年实现营业收入3.87亿元，净利润0.62亿元。

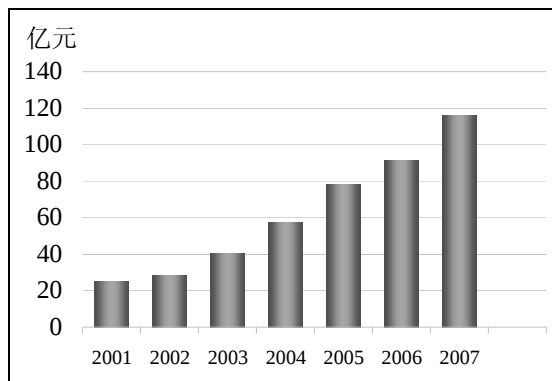
截至2008年9月底，公司合并资产总额6.15亿元，所有者权益2.55亿元；2008年1~9月实现营业收入3.36亿元，净利润0.45亿元。

公司注册地址：深圳市南山区东滨路85号南山工业村B区02栋；法定代表人：邱醒亚。

二、经营概况

1. 经营分析

图1 2001~2007年中国PCB行业产值变化情况



资料来源：公司提供

公司属印制电路板（Printed Circuit Board，以下简称PCB）样板行业。目前，受PCB产业以及电子产业研发向亚洲转移的影响，中国PCB样板产业规模不断增加，其占PCB行业整体产值的比例也呈上市趋势（见图1）。

公司为中国最大的PCB样板生产企业，主要产品有双面、多层印制电路板240层；盲孔/埋孔印制电路板4~8层；BGA封装的PCB6~12层；阻抗控制电路板等。2007年，公司共接订单4.34亿元，同比增长20.95%；其中以四层板（占比25.69%）、六层板（占比22.57%）及两层板（占比11.85%）订单为主（见表1）。公司的主要客户分布在通信、医疗电子、军工、航天电子及工业控制等诸多领域，包括华为、中兴、上海贝尔、迈瑞医疗、航天科技、航天科工、中国电子科技集团等下属诸多科研院所。公司已经成为其唯一或核心的PCB供应商。截至2008年9月底公司前五名销售客户较去年基本没有变化，销售收入共计5001.92万元，占全部营业收入的14.86%，客户群较稳定（见表2）。

表1 2007年公司订单结构分析

层数	面积 (平方米)	金额 (万元)	占比(%)	单价(元)
两层板	21139	4783.07	11.02	2263
四层板	25960	10373.86	23.91	3996
六层板	16280	9115.29	21.01	5599
八层板	7226	5831.48	13.44	8070
十层板	3832	3705.25	8.54	9669
十二层及以上	4581	6571.00	15.15	14344
其他	--	3003.95	6.92	--
合计	--	43383.95	100.00	--

资料来源：公司提供

表2 截至2008年9月底前五名销售客户

(单位：万元)

单位名称	金额	占比(%)
Aviv PCB & Technologies	1340.51	3.98
深圳市中兴康讯电子有限公司	1259.36	3.74
深圳市华为技术软件有限公司	1247.84	3.71
深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司	613.47	1.82
EPEC,LLC	540.74	1.61
合计	5001.92	14.86

资料来源：公司财报

2007 年，公司实现营业收入 3.87 亿元，同比增长 27.75%；营业毛利 1.32 亿元，毛利率 34.11%，较上年增加 1.77 个百分点。截至 2008 年 9 月底，公司营业收入 3.36 亿元，营业毛利 1.19 亿元，毛利率 35.42%。公司产品分为内销和外销，2006 年~2008 年 1-9 月外销占比分别

为 39.74%，41.53%，45.50%。（见表 3），外销占比逐渐加重，汇率变动产生的汇兑损失分别为 45.56 万元、188.56 万元及 136.07 万元。

总体看，跟踪期内公司营业收入稳定增长，盈利水平较高；随着外销占比加重，汇率变动给公司带来的影响加大。

表 3 公司产品内销、外销情况

（单位：亿元）

项目（亿元）	主营业务收入			主营业务毛利润			毛利率（%）		
	2006 年	2007 年	08 年 1-9 月	2006 年	2007 年	08 年 1-9 月	2006 年	2007 年	08 年 1-9 月
内销	1.65	2.26	2.03	0.45	0.67	0.66	27.27	29.65	32.51
外销	1.38	1.61	1.34	0.53	0.65	0.53	38.41	40.37	39.55
合计	3.03	3.87	3.37	0.98	1.32	1.19	32.34	34.11	35.31

资料来源：公司财报

2. 项目情况

本期债券募集资金 4000 万元主要用于高密度互连积层样板高层快件、HDI 刚挠板快板技术改造建设项目。目前，资金已全部投入项目改造中，进展顺利，人员队伍基本形成，已进入持续成长的轨道，2007 年完成产值 1125 万元，公司预计 2008 年达到 2500 万元。

4. 未来发展

公司未来将继续坚持以样板、快件作为主营业务方向，保持工艺技术及市场占有率的领先地位，未来同时兼顾小批量产品，大力开发挠性板和刚挠结合型板市场。公司预测未来三年公司营业收入年增长率约 25%，净利润年增长率约 20% 的水平，增长主要来自于公司广州兴森快捷电路科技有限公司第一期工程，项目总投资 66101.52 万元，已完成总投资 21729.7 万元，部分厂房进入安装调试阶段，根据项目规模及达产情况，公司盈利能力将会有所提高。目前宏观经济环境不景气可能导致公司订单减少、原材料成本上升等，对公司经营产生一定负面影响。

三、财务分析

公司 2007 年、2008 年三季度财务报表经

深圳市鹏城会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。

从盈利能力来看，2007 年公司实现营业收入 38652.71 万元，同比增长 27.75%；实现净利润 6230.51 万元，同比增长 29.01%。2008 年 1~9 月，公司实现营业收入 33649.77 万元，净利润 4535.24 万元，分别占 2007 年的 87.06% 及 72.39%。2006~2008 年 9 月的公司营业利润率分别为 32.33%、33.98% 和 35.14%，盈利能力较强。

从资产构成来看，2007 年公司资产总额 41830.44 万元，较 2006 年增长 55.76%，主要是现金类资产较 2006 年大幅增长。流动资产占资产总额的 61.33%，其中公司用于借款抵押资产 7901.14 万元，占资产总额的 18.89%。

2007 年公司负债总额 22966.33 万元，较 2006 年增长 87.06%，相应资产负债率上涨至 54.90%；同期公司债务规模迅速扩大，2007 年公司全部债务为 12372.25 万元，同比增长 260.03%；其中短期债务为 8587.77 万元，同比增长 149.90%；全部债务资本化比率达到 39.61%，较 2006 年大幅增长 20.53 个百分点。

截至 2008 年 9 月底，公司资产总额 61457.36 万元，所有者权益 25506.18 万元，其中资本公积 4227.08 万元，较 2007 年底大幅增长 574.09%，主要是 2008 年 9 月 25 日，公司

增资 800 万元，由江苏瑞华投资发展有限公司、上海力鼎投资管理有限公司、柳敏和金字星出资 4400 万元缴足，超过股本部分 3600 万元计入资本公积；同期公司负债总额 35951.18 万元，资产负债率 58.50%，全部债务资本化比率 45.78%。

万元，是本期债券额度的 2.46 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力很强。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司的主体长期信用等级 A，评级展望为稳定。

表 3 公司需偿还债务的分布情况

(单位: 万元)

偿还分布期	短期借款	长期借款
2008 年 8 月	514.16	--
2008 年 9 月	224.24	--
2008 年 10 月	2352.19	--
2008 年 11 月	3728.61	--
2008 年 12 月	33.69	--
2009 年 1 月	200.00	--
2009 年 4 月	200.00	--
2010~2014 年	--	4000.00
合计		11252.89

资料来源：公司提供

从现金流来看，经营活动方面，2007 年，PCB 样板的原材料价格上涨，购买原材料支付现金的增长速度快于销售商品收到现金的增长速度，经营活动现金净流量较 2006 年下降 9.49%；投资活动方面，2007 年公司投资活动现金流入主要为投资收益收到的现金及收到的设备退回款，投资活动现金流出主要投向广州兴森快捷电路科技有限公司第一期工程购建固定资产等，筹资活动前现金流量净额为-889.05 万元。2008 年 1~9 月，公司经营活动现金净流量波动不大，投资规模进一步扩大，导致筹资活动前现金流量净额为-11737.71 万元，公司筹资压力较大。

从偿债能力来看，2007 年公司流动比率和速动比率分别为 136.59%和 124.754%，与 2006 年相比均有所上升；2007 年公司 EBITDA 利息倍数为 38.96 倍；全部债务/EBITDA 为 1.26 倍，公司长期偿债能力较强。截至 2008 年 9 月底，公司现金类资产为 9942.39 万元，是本期债券额度的 2.49 倍；2007 年公司 EBITDA 为 9820.52

附件 1-1 2006~2008 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月底
流动资产				
货币资金	3961.78	8383.08	111.60	7692.14
应收票据	1100.41	2340.14	112.66	2250.25
应收账款	5974.14	6739.33	12.81	8152.58
预付款项	420.41	2262.55	438.18	9415.28
其他应收款	1174.04	3702.73	215.38	257.86
存货	2191.88	2226.27	1.57	2496.40
流动资产合计	14822.65	25654.09	73.07	30264.51
非流动资产				
长期股权投资	1576.69	4163.58	164.07	
固定资产	9851.06	11440.80	16.14	14643.66
在建工程				13095.64
无形资产	336.20	222.09	-33.94	2516.02
商誉	5.52		-100.00	258.30
长期待摊费用	194.73	224.09	15.08	148.75
递延所得税资产	68.52	125.78	83.57	530.49
非流动资产合计	12032.72	16176.34	34.44	31192.86
资产总计	26855.37	41830.44	55.76	61457.36

注：2007 年财务报表按新会计准则编制，2006 年财务数据为追溯调整数，下同。

附件 1-2 2006~2008 年 9 月底资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 9 月底
流动负债				
短期借款	1000.00	6410.00	541.00	7573.97
应付票据	1411.46	2177.77	54.29	
应付账款	5848.55	7074.26	20.96	10611.91
预收款项	368.45	1211.00	228.68	634.07
应付职工薪酬	904.24	793.59	-12.24	1099.76
应交税 费	476.65	522.86	9.69	1039.23
应付利息		29.13		200.13
应付股利				
其他应付款	1243.42	563.24	-54.70	
一年内到期的非流动负债	1025.00		-100.00	887.77
流动负债合计	12277.78	18781.84	52.97	22046.84
非流动负债				
长期借款				9248.46
应付债券		3784.49		3823.16
递延所得税负债				
其他非流动负债		400.00		832.71
非流动负债合计		4184.49		13904.34
负债合计	12277.78	22966.33	87.06	35951.18
所有者权益				
实收资本	7577.00	7577.00	0.00	8377.00
资本公积	627.08	627.08	0.00	4227.08
盈余公积	948.53	1587.78	67.39	2068.18
未分配利润	5434.57	9131.58	68.03	10913.32
外币报表折算差额	-9.59	-59.34	518.70	-79.39
归属于母公司股东权益合计	14577.59	18864.10	29.40	25506.18
少数股东权益				
股东权益合计	14577.59	18864.10	29.40	25506.18
负债和所有者权益合计	26855.37	41830.44	55.76	61457.36

附件 2 2006~2008 年 1-9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2006 年度	2007 年度	变动率 (%)	2008 年 1-9 月
一、营业收入	30255.46	38652.71	27.75	33649.77
减: 营业成本	20412.37	25447.09	24.67	21740.45
营业税金及附加	62.05	70.02	12.85	84.04
销售费用	2361.10	3596.06	52.30	2618.98
管理费用	1883.97	2473.16	31.27	2176.84
财务费用	126.79	451.14	255.81	830.32
资产减值损失	147.06	60.68	-58.74	16.76
加: 投资收益	-50.14	52.89	-205.48	-54.61
二、营业利润	5211.99	6607.45	26.77	6127.77
加: 营业外收入	40.62	207.49	410.82	28.82
减: 营业外支出	19.89	46.10	131.76	592.10
三、利润总额	5232.72	6768.85	29.36	5564.49
减: 所得税费用	403.19	538.34	33.52	1029.25
加: 未确认的投资损失				
四、净利润	4829.53	6230.51	29.01	4535.24
归属于母公司所有者的净利润				
少数股东损益				

附件 3-1 2006~2008 年 1-9 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2006 年度	2007 年度	变动率(%)	2008 年 1-9 月
销售商品、提供劳务收到的现金	31472.20	41498.77	31.86	35464.51
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	1519.13	1698.54	11.81	1946.86
经营活动现金流入小计	32991.33	43197.31	30.94	37411.37
购买商品、接受劳务支付的现金	14535.11	21691.80	49.24	19149.32
支付给职工以及为职工支付的现金	3892.98	4532.40	16.42	4221.85
支付的各项税费	1287.95	1291.57	0.28	1987.05
支付其他与经营活动有关的现金	4046.92	7328.92	81.10	3737.05
经营活动现金流出小计	23762.96	34844.70	46.63	29095.27
经营活动产生的现金流量净额	9228.37	8352.60	-9.49	8316.10
收回投资收到的现金		116.61		
取得投资收益收到的现金		427.73		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.50	38.37		
收到其他与投资活动有关的现金		255.00		3123.71
投资活动现金流入小计	0.50	837.70	167440.00	3123.71
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3403.86	7035.36	106.69	13142.63
投资支付的现金	1255.18	3044.00	142.52	9989.91
支付其他与投资活动有关的现金				44.97
投资活动现金流出小计	4659.04	10079.36	116.34	23177.51
投资活动产生的现金流量净额	-4658.54	-9241.65	98.38	-20053.81
吸收投资收到的现金			.	4400.00
取得借款收到的现金	1000.00	10187.90	918.79	13433.77
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	1000.00	10187.90	918.79	17833.77
偿还债务支付的现金	2525.00	2025.00	-19.80	3610.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1368.92	2412.97	76.27	2778.77
支付其他与筹资活动有关的现金	159.77	3.00		244.30
筹资活动现金流出小计	4053.69	4440.97	9.55	6633.07
筹资活动产生的现金流量净额	-3053.69	5746.93	-288.20	11200.70
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-190.98	-436.58		-153.93
现金及现金等价物净增加额	1325.15	4421.30	233.65	-690.94
加: 期初现金及现金等价物余额	2636.63	3961.78	50.26	8383.08
期末现金及现金等价物余额	3961.78	8383.08	111.60	7692.14

附件 3-2 2006~2008 年 1-9 月现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 1-9 月
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	4829.53	6230.51	29.01	4535.24
减: 未确认的投资损失				
加: 少数股东收益				
计提的资产减值准备	147.06	60.68	-58.74	16.76
固定资产折旧	1986.03	2633.23	32.59	1905.57
无形资产摊销	123.41	133.55	8.22	127.22
长期待摊费用摊销	76.04	32.80	-56.86	143.34
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	15.09	-90.58	-700.27	2.49
固定资产报废损失				
财务费用	48.85	252.09	416.05	622.35
投资损失(减:收益)	50.14	-52.89	-205.48	54.61
递延所得税资产减少(减:增加)	-13.21	-57.26	333.46	-404.71
存货的减少(减:增加)	-995.20	-34.39	-96.54	-270.13
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1616.01	-4588.77	183.96	2174.34
经营性应付项目的增加(减:减少)	4576.63	3833.63	-16.23	-590.98
其他				
经营活动产生的现金流量净额	9228.37	8352.60	-9.49	8316.10
2.不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租赁固定资产				
3.现金及现金等价物的净增加情况:				
现金的期末余额	3961.78	8383.08	111.60	7692.14
减: 现金的期初余额	2636.63	3961.78	50.26	8383.08
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	1325.15	4421.30	233.65	-690.94

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 1-9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	4.28	4.26	--
存货周转次数(次)	9.31	11.43	--
总资产周转次数(次)	1.13	0.92	--
盈利能力			
营业利润率(%)	32.33	33.98	35.14
总资本收益率(%)	27.08	20.75	--
净资产收益率(%)	33.13	33.03	--
财务构成			
资产负债率(%)	45.72	54.90	58.50
全部债务资本化比率(%)	19.08	39.61	45.78
长期债务资本化比率(%)	0.00	16.71	33.88
偿债能力			
流动比率(%)	120.73	136.59	137.27
速动比率(%)	102.88	124.74	125.95
EBITDA 利息倍数(倍)	152.86	38.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.46	1.26	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.14	-0.22	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	93.55	-3.53	--
现金流			
现金收入比(%)	104.02	107.36	105.39
盈利现金比率(%)	191.08	134.06	183.37

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市豪威真空光电股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: **BBB⁺** 评级展望: 稳定上次评级结果: **A⁻** 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	956.24	2029.64	656.14
资产总额(万元)	36489.56	39906.11	40171.01
所有者权益(万元)	17859.19	19190.54	21073.49
短期债务(万元)	5450.00	11139.25	8541.33
全部债务(万元)	10800.00	14139.25	13943.97
主营业务收入 (万元)	18954.82	17074.65	11280.60
利润总额 (万元)	2636.20	2036.28	1904.98
EBITDA(万元)	4387.46	4623.07	--
经营性净现金流(万元)	6912.12	1227.55	--
主营业务利润率(%)	28.53	28.56	30.38
净资产收益率(%)	13.38	9.51	--
资产负债率(%)	44.70	46.04	41.71
全部债务资本化比率(%)	34.86	39.64	37.32
流动比率(%)	137.56	123.49	195.67
全部债务/EBITDA(倍)	2.46	3.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.68	4.13	--
经营现金流流动负债比率(%)	63.07	7.99	--

注: 公司 2006 年~2008 年月财务报表依据旧会计准则编制, 2008 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

吕明远

010-85679696-8892

lvmy@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

在跟踪期内, 深圳市豪威真空光电股份有限公司(以下称“公司”)原有主导产品市场需求萎缩, 行业利润水平下滑, 公司整体利润规模受到影响, 经营活动获现能力降低, 偿债能力下降。2008年下半年随新开发产品投产, 公司产品结构有所改善, 毛利率小幅提升。目前公司应收账款和存货规模较大, 债务负担较轻, 偿债能力一般。

未来随着触摸屏在各类电子产品中渗透率不断提高, 柔性镀膜产品需求有望持续增长, 公司有望实现平稳发展。

综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级下调为**BBB⁺**, 评级展望为稳定。

优势

1. 随触摸屏在各类电子产品中渗透率不断提升, 柔性镀膜产品需求有望保持增长。
2. 2008年7月以来公司产品结构改善, 毛利水平小幅提高。

关注

1. 公司镀膜设备产品市场需求萎缩, 收入规模逐年下降。
2. 公司应收账款规模较大, 存货水平上升较快。
3. 公司长期偿债能力有所下滑。
4. 公司经营活动获现能力有所下降。

一、企业概况

深圳豪威真空光电子股份有限公司（以下简称“公司”）成立于1994年11月8日，是一家生产大型成套真空光电子镀膜设备及ITO透明导电玻璃的中外合资股份制高科技企业。截至2008年9月底，公司注册资本6000万元，股东由8位企业法人和2位自然人组成，英属维尔京（BVI）豪威科技国际控股有限公司（以下简称“维尔京豪威”）持股44.08%，公司创始人许生先生持股20.88%，许生先生为公司实际控制人。

公司经营范围主要包括：开发和生产ITO导电膜玻璃信息基板、柔性基体真空镀膜光电信息材料、大型ITO精密镀膜设备和其他先进的真空镀膜设备。

截至2007年底，公司资产总额39906.11万元，所有者权益19190.54万元；2007年实现主营业务收入17074.65万元，利润总额2036.28万元。

截至2008年9月底，公司资产总额40171.01万元，所有者权益23416.09万元；2008年1~9月实现主营业务收入11280.60万元，利润总额1904.98万元。

公司注册地址：深圳市深南大道高新技术工业村WTA区；法定代表人：许生。

二、生产经营

ITO导电玻璃是LCD液晶显示器、PDP、OLED等平板显示器的基础材料，在仪器仪表、航空航天以及家用电器等领域有诸多应用。近年来以平板显示为主流的数字显示技术得到了快速普及，ITO产品的市场需求也随之高速扩张。在需求旺盛的拉动下行业投资规模迅速增长，从2007年开始随着产能的集中释放，行业内出现供给过剩的倾向，行业整体利润水平出现下滑。

公司是国内主要的大型真空光电子镀膜设备的制造企业，2007年由于ITO产品产能过剩的

影响，行业内新增设备投资几乎停滞，公司设备销售业务明显萎缩。2007年公司实现主营业务收入17074.65万元，较2006年小幅降低了9.92%，销售收入主要来自ITO导电玻璃产品。2007年在ITO产品行业整体利润率下滑的背景下，公司主营业务利润率为28.56%与2006年的28.53%基本持平。主要原因是公司充分利用闲置产能，加大高端产品代工业务，提高设备利用率。

2008年公司柔性镀膜（卷绕镀膜）项目技术研发工作逐步完成，工艺水平基本成熟，于2008年上半年投入试生产。柔性镀膜主要用于触摸显示屏的生产。近年来在手机等电子产品的带动下，国内触摸屏行业快速发展，目前全国规模以上的触摸屏制造厂商120余家，2008年国内ITO导电柔性镀膜的需求量约为1000万平方米，市场容量近20亿元人民币，未来随着触摸屏在各类电子产品中渗透率不断提高，柔性镀膜产品需求有望持续增长。从2008年6月份开始，公司柔性镀膜产品质量稳定性、合格率不断上升，产能亦有所增长，7月份开始放量生产，月产销量近5万平米，预计到年底月产销量将达到7万平米。目前公司已成为国内21家触屏企业的主要供货商。2008年1~9月公司实现主营业务收入11280.60万元，其中30%来源于柔性镀膜产品。2008年1~9月公司毛利率小幅上升到30.38%；同期公司实现利润总额1904.98万元，为2007年全年的93.55%。

公司规划未来三年柔性镀膜产品将成为公司的主导产品，月产量将由目前的6万平米提高到2011年16万平米，占销售收入比重将达到90%；而传统的ITO导电玻璃、AR减反玻璃、光学多层镀膜等低毛利产品的产销规模将由目前的65万片缩减到16万片，占销售收入比重将下降到10%左右。在设备制造业务方面，本次债券募投项目TFT整装制造设备项目目前仍处技术研发阶段；同时公司逐步开始研发薄膜太阳能电池整厂设备的制造，相关实验室将于2009年建成。

总体来看, 2007年受镀膜设备收入萎缩的影响, 公司收入规模和利润规模有所波动, 2008年柔性镀膜产品投产后公司产品结构改善, 毛利水平有所提高, 未来随着柔性镀膜产品产销量的增长, 公司有望平稳发展。

三、财务分析

公司提供的 2007 年财务报表已由深圳市西河会计师事务所审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2008 年 1~9 月的会计报表未经审计。

截至 2007 年底, 公司资产总额 39906.11 万元, 所有者权益 19190.54 万元; 2007 年实现营业收入 17074.65 万元, 利润总额 2036.28 万元。

截至2008年9月底, 公司资产总额40171.01 万元, 所有者权益23416.09万元; 2008年1~9月实现主营业务收入11280.60万元, 利润总额 1904.98万元。

2007 年至 2008 年 9 月, 公司资产规模小幅增长, 主要来自应收账款和存货的增长。截至 2008 年 9 月底, 公司应收账款 5956.15 万元, 较 2007 年初增长了 21.82%, 主要是由于 ITO 导电玻璃产品竞争激烈, 下游客户议价能力增强, 延长销售帐期所致。截至 2008 年 9 月底, 公司存货合计 6988.76 万元, 较年初大幅增长, 主要是由柔性镀膜产品主要原材料供应集中且供货周期较长, 公司为防止因原料供应不足影响生产, 采取集中备货, 保持了较高的库存水平。

2007 年以来, 公司所有者权益稳步增长, 截至 2008 年 9 月底合计 21073.49 万元, 其中未分配利润占比达到了 62.31%, 所有者权益稳定性较差。

2007 年~2008 年 9 月, 公司负债规模和负债结构相对保持稳定, 整体债务规模有所上升。截至 2008 年 9 月底公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 37.32%和 41.71%, 整体

负债水平合理。

2007 年公司实现主营业务收入 17074.65 万元, 较 2006 年小幅降低了 9.92%, 主要是由于镀膜设备销售收入萎缩所引起。同期由于竞争加剧, 行业整体利润率有所下滑, 公司通过扩展代工业务, 提高设备利用率, 保持了原有的毛利率水平。2008 年随柔性镀膜产品的投产, 公司产品结构得以改善, 盈利能力有所提升。短期内随着柔性镀膜产品占收入比例的提高, 公司整体利润水平仍有望小幅增长, 长期看受新入竞争厂商的影响, 柔性镀膜产品的毛利水平或将有所降低。

2007 年公司收入实现质量有所提高, 现金收入比率为 122.97%。2007 年公司经营性现金流量净额为 1227.55 万元, 较上年大幅降低, 经营活动获现能力下滑。因未有大规模的新增投资建设, 公司投资活动和筹资活动的现金净额保持较低水平。公司未提供 2008 年 1~9 月合并现金流量表, 从合并资产负债表可以看出, 同期内公司存货规模大幅增长, 资金占用量增加, 经营活动获现能力进一步下滑。

2008 年由于流动负债减少, 公司流动比率和速动比率均有所提高, 截至 2008 年 9 月底分别为 195.67%和 134.11%。目前公司流动资产中应收款项和存货占比较高, 现金类资产占比低, 短期支付能力弱于指标所反映。2007 年公司债务规模增长, EBITDA 增幅相对较小, 长期偿债能力有所下降, 2007 年公司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.13 倍和 3.06 倍, 长期偿债能力一般。

2007 年公司经营性现金流量净额和 EBITDA 与本期债券发行额度的比值分别为 0.41 和 1.54, 经营性现金流量净额和 EBITDA 对本期债券的保障程度较强。

综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级下调为BBB⁺, 评级展望为稳定。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动资产				
货币资金	956.24	2029.64	112.25	656.14
应收账款	4889.43	6695.79	36.94	5956.15
其他应收款	3551.73	4240.54	19.39	5882.80
预付账款	2976.42	3092.35	3.89	2644.45
存货	2625.65	2917.61	11.12	6988.76
待摊费用	75.72	8.77	-88.42	84.76
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	15075.20	18984.71	25.93	22213.06
长期投资				
长期股权投资				
长期债权投资	35.62	35.62		35.62
长期投资合计	35.62	35.62		35.62
固定资产				
固定资产原值	17258.62	24143.70	39.89	19825.13
减：累计折旧	5650.53	5369.93	-4.97	5239.28
固定资产净值	11608.09	18773.77	61.73	14585.85
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	11608.09	18773.77	61.73	14585.85
工程物资				
在建工程	9326.59	1558.75	-83.29	3030.96
固定资产合计	20934.68	20332.52	-2.88	17,616.81
无形资产及其他资产				
无形资产	444.07	505.07	13.74	257.33
长期待摊费用		48.19		48.19
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	444.07	553.26	24.59	305.51
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	36489.56	39906.11	9.36	40171.01

附件 1-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：万元）

项 目	2006 年	2007 年	变动率	2008 年 9 月
流动负债				
短期借款	5450.00	11139.25	104.39	8541.33
应付票据				
应付账款	2831.22	2414.21	-14.73	1270.99
预收账款	1318.73	149.66	-88.65	358.56
代销商品款				
应付工资	62.36	137.74	120.89	168.70
应付福利费	81.52	22.60	-72.27	22.11
应付股利(利润)				
应交税金	135.95	417.00	206.73	476.14
其他应交款	1.33	7.18	441.95	3.94
其他应付款	845.69	952.74	12.66	302.16
预提费用	232.57	132.58	-43.00	208.35
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	10959.36	15372.97	40.27	11352.28
长期负债				
长期借款	5350.00		-100.00	2402.64
应付债券		3000.00		3000.00
长期应付款				
其他长期负债				
长期负债合计	5350.00	3000.00	-43.93	5402.64
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	16309.36	18372.97	12.65	16754.92
少数股东权益	2321.00	2342.60	0.93	2342.60
所有者权益				
实收资本	6000.00	6000.00		6000.00
资本公积	687.04	687.04		687.04
盈余公积	1470.06	1256.08	-14.56	1256.08
减：未确认投资损失				
未分配利润	9702.10	11247.42	15.93	13130.37
外币报表折算差额				
所有者权益合计	17859.19	19190.54	7.45	21073.49
负债及所有者权益合计	36489.56	39906.11	9.36	40171.01

附件 2 合并利润表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	变动率 (%)	2008 年 1~9 月
一、主营业务收入	18954.82	17074.65	-9.92	11280.60
减: 主营业务成本	13527.40	12176.25	-9.99	7853.34
主营业务税金及附加	18.85	22.67	20.29	0.21
二、主营业务利润	5408.57	4875.72	-9.85	3427.06
加: 其他业务利润	198.66	335.22	68.74	309.15
减: 存货跌价损失				
营业费用	1020.36	623.78	-38.87	169.31
管理费用	1398.51	1451.74	3.81	855.58
财务费用	652.16	1120.65	71.84	852.62
三、营业利润	2536.20	2014.78	-20.56	1858.69
加: 投资收益				
补贴收入	100.00	20.00	-80.00	30.00
营业外收入		1.61		16.95
减: 营业外支出		0.11		0.67
其他支出				
四、利润总额	2636.20	2036.28	-22.76	1904.98
减: 所得税	89.96	163.07	81.27	22.02
减: 少数股东损益	156.10	48.88	-68.69	
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	2390.14	1824.33	-23.67	1882.95
加: 年初未分配利润	7725.42	9702.10	25.59	
六、可供分配的利润	10115.56	11526.42	13.95	1882.95
减: 提取法定盈余公积	413.46	279.00	-32.52	
提取法定公益金				
其他				
七、可供股东分配的利润	9702.10	11247.42	15.93	1882.95
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利(应付利				
润)				
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	9702.10	11247.42	15.93	1882.95

附件 3-1 合并现金流量表
 (单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	21280.03	20997.30	-1.33
收到的租金			
收到的税费返还			
收到的其他与经营活动有关的现金	2802.98	2065.19	401.79
现金流入小计	24083.01	35062.49	45.59
购买商品、接受劳务支付的现金	14382.27	18026.51	25.34
经营租赁所支付的现金			
支付给职工以及为职工支付的现金	466.17	1007.95	116.22
支付的各项税费	650.07	1096.44	68.66
支付的其他与经营活动有关的现金	1672.38	13704.03	719.43
现金流出小计	17170.89	33834.93	97.05
经营活动产生的现金流量净额	6912.12	1227.55	-82.24
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金			
取得投资收益所收到的现金			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金			
收到的其他与投资活动有关的现金			
现金流入小计			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	6897.60	568.08	-91.76
投资所支付的现金			
支付的其他与投资活动有关的现金			
现金流出小计	6897.60	568.08	-91.76
投资活动产生的现金流量净额	-6897.60	-568.08	-91.76
三、筹资活动产生的现金流量			
发行债券所收到的现金			
借款所收到的现金	5450.00	10953.86	100.99
收到的其他与筹资活动有关的现金			
现金流入小计	5450.00	10953.86	100.99
偿还债务所支付的现金	4792.56	10123.71	111.24
发生筹资费用所支付的现金			
分配股利或利润所支付的现金	649.81	416.22	-35.95
偿付利息所支付的现金			
融资租赁所支付的现金			
减少注册资本所支付的现金			
支付的其他与筹资活动有关的现金			
现金流出小计	5442.37	10539.93	93.66
筹资活动产生的现金流量净额	7.63	413.93	5325.01
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	22.15	1073.40	4746.07

附件 3-2 合并现金流量表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	变动率(%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
以固定资产偿还债务			
以投资偿还债务			
以固定资产进行长期投资			
以存货偿还债务			
融资租赁固定资产			
二、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	2390.14	1824.33	-23.67
加: 少数股东损益	156.10		-100.00
减: 本期未确认投资损失			
计提的资产减值准备		31.24	
固定资产折旧	1149.64	1454.44	26.51
无形资产摊销	113.96	11.71	-89.72
长期待摊费用摊销	-17.99		-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)			
待摊费用减少(减:增加)	253.79	18.77	-92.60
预提费用增加(减:减少)		-99.99	
固定资产报废损失			
财务费用	652.16	1011.24	55.06
存货的减少(减:增加)	-1340.78	-291.96	-78.22
经营性应收项目的减少(减:增加)	2095.44	2988.90	42.64
经营性应付项目的增加(减:减少)	1423.69	-5770.00	-505.28
其他		48.88	
经营性活动产生的现金流量净额	6912.13	1227.55	-82.24
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	956.24	2029.64	112.25
减: 货币资金的期初余额	934.08	956.24	2.37
现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	22.16	1073.40	4743.88

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	7.75	2.95	--
存货周转次数(次)	10.30	4.39	--
总资产周转次数(次)	1.04	0.45	--
盈利能力			
主营业务利润率(%)	28.53	28.56	30.38
总资本收益率(%)	9.85	8.39	--
净资产收益率(%)	13.38	9.51	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	20.96	12.23	18.75
全部债务资本化比率(%)	34.86	39.64	37.32
资产负债率(%)	44.70	46.04	41.71
偿债能力			
流动比率(%)	137.56	123.49	195.67
速动比率(%)	113.60	104.52	134.11
EBITDA 利息倍数(倍)	8.68	4.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.46	3.06	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.03	0.59	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	0.05	--
现金流			
现金收入比(%)	112.27	122.97	--
现金利润比率(%)	289.19	67.29	--

注：2008年财务数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) /本期债券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市金洲精工科技股份有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A⁻ 评级展望：稳定

上次评级结果：A⁻ 评级展望：稳定

跟踪评级时间：2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	1996.10	4610.42	4393.15
资产总额(万元)	30480.56	37685.44	42299.29
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	11511.94	13729.65	14977.16
短期债务(万元)	11400.00	14842.82	16250.00
全部债务(万元)	13840.00	18842.82	20250.00
营业收入(万元)	23602.87	27075.91	24108.59
利润总额(万元)	3964.54	5420.96	4513.44
EBITDA(万元)	8246.03	9802.67	--
经营性净现金流(万元)	6164.66	4503.84	3408.30
营业利润率(%)	36.50	38.94	39.95
净资产收益率(%)	29.77	33.96	--
资产负债率(%)	62.23	63.57	64.59
全部债务资本化比率(%)	54.59	57.85	57.48
流动比率(%)	93.82	105.90	116.93
全部债务/EBITDA(倍)	1.68	1.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.25	9.64	--

注：公司从 2007 年开始执行新会计准则，2006 年科目已作相应追溯调整；2008 年 3 季度数据未经审计。

分析师

张 华

电话：010-85679696-8827

邮箱：Zhanghua@lianheratings.com.cn

传真：010-85679688

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内，深圳市金洲精工科技股份有限公司（以下简称“公司”）通过引进插接式焊接技术和市场营销策略增强了公司盈利能力，公司收入和利润规模有了不同程度的增长。同期，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到跟踪期内 PCB 行业出现紧缩迹象以及公司债务水平持续增加对公司偿债能力的不良影响。

基于以上因素，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为 A⁻，评级展望为稳定。

优势

- 1、公司引进插接式焊接技术，技术水平得以提升。
- 2、公司加大铣刀和 0.25 以下钻头的开发，产品结构有所优化。
- 3、公司调整市场营销策略提高了市场竞争力。
- 4、公司盈利能力增强。

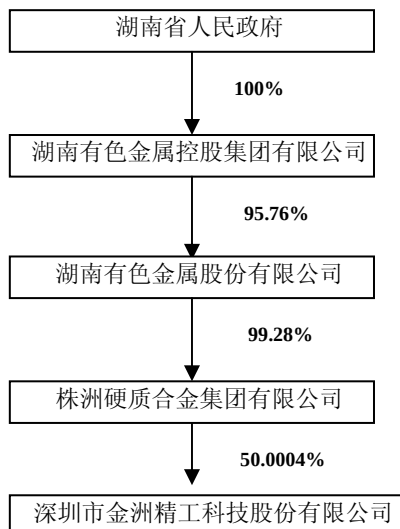
关注

- 1、PCB 行业出现紧缩迹象。
- 2、公司债务负担重。
- 3、公司存货与应收账款规模大。

一、公司概况

深圳市金洲精工科技股份有限公司（以下简称“公司”或“金洲精工”），其前身是深圳市金洲硬质合金有限公司，成立于1986年6月10日，系经深圳市人民政府批准的合资经营（港资）企业，2004年4月6日深圳市人民政府以深府股[2004]10号文批复，同意深圳市金洲硬质合金有限公司以整体变更方式改组设立为金洲精工，注册资本为人民币2975.75万元。公司的最终实际控制人是湖南有色金属控股集团有限公司（详见图1）。

图1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司经营范围：生产经营印制电路板（以下简称“PCB”）用精密微型钻头、铣刀及与IT行业相关的刀具、各类精密模具。

截至2007年底，公司资产总额37685.44万元，负债总额23955.79万元，所有者权益13729.65万元；2007年实现营业收入27075.91万元，利润总额5420.96万元。

截至2008年9月底，公司资产总额42299.29万元，负债总额27322.13万元，所有者权益14977.16万元；2008年1~9月份实现营业收入24108.59万元，利润总额4513.44万元。

公司注册地址：深圳市龙岗区中心城龙城北路高科技工业园区；法定代表人：周菊秋。

二、生产经营

PCB用微钻是PCB生产中主要耗材之一，作为PCB的配套行业，微钻制造行业的发展与PCB行业密切相关。受全球经济增长趋缓影响，PCB行业出现紧缩过冬现象。PCB行业下游各资讯科技（IT）产业客户降低库存，暂缓出货压力。PCB行业的紧缩加剧了微钻制造行业的竞争，处于微钻制造行业前几名的著名生产商都纷纷将产品价格下降10%来争夺客户和阻扰其他竞争对手进入市场。

根据市场形势变化和竞争战略的需要，公司2007年在技术和营销方面做了适当调整。

在技术方面，公司引进了插接式焊接技术，该技术使得产品制造成本进一步降低，提升了微钻的利润空间。公司的钢柄钻头单位成本下降了12.02%。公司“PCB微型钻头精密数控高速磨削装备”也顺利中标粤港关键领域的重点项目。

在营销方面，首先，公司2007年成功争取到东莞美维、广东美维、上海凯思而、韩国DAP等大客户。其次，公司着力加强开发华东市场，2007年公司华东市场业务增长明显，全年销售微钻733万支，同比增长39.35%。再次，公司加强日本、韩国市场的争夺，2007年日韩市场销量比上年增长85%。最后，公司培育模具和微型刀具市场。

根据中国印制电路板行业协会2008年5月的统计数据，公司2007年在PCB用微型刀具市场占有率为18%，居国内同类产品市场占有率排名第一。在2007年的世界PCB行业知名刊物《Circuit world》No.4 2007指出，公司世界同行业排名第五。

公司原材料价格2007年基本维持稳定，所在地区人工成本、运输成本略有上升，但公司

通过技术革新和营销策略的实施使得公司营业利润有一定幅度的提升。

三、财务分析

公司提供的2007年财务报表已经深圳市鹏城会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2008年1~9月份的会计报表未经审计。

2007年底公司资产总额比2006年增长23.64%，流动资产和非流动资产分别比2006年增长36.29%和10.53%。公司流动资产主要由应收账款和存货构成。截至2007年底，公司应收账款为7830.63万元，比2006年增长32.13%。从账龄分析，主要为一年以内的应收账款（占比97.83%）；从集中度来看，前五大欠款合计占应收账款总额的26.78%，应收账款分布比较分散。2007年公司存货余额为7183.85万元，比2006年增长5.45%，主要是因产销规模扩大，生产能力增加而适度增加原材料库存所致。非流动资产集中于房屋建筑物和机器设备，与2006年比变化不大，2007年公司自ROLLOMATIC SA购入微钻生产线及辅助设备使得公司在建工程增加1757.46万元。截至2008年9月底，公司资产总额42299.29万元，流动资产和非流动资产分别占比63.64%和36.36%。流动资产集中于应收账款和存货，非流动资产集中于房屋建筑物和机器设备。

2007年底公司债务总额比2006年底略有上升，资产负债比率由2006年的62.23%上升至2007年的63.57%。流动负债比2006年增长20.73%，主要是公司短期借款比2006年增长28.12%所致；非流动负债比2006年增长26.29%，公司于2007年发行企业债融资4000万元，同时，公司偿还平安银行长期借款1660万元。全部债务资本化比率由54.59%上升至57.85%，公司债务负担有所加重。截至2008年9月底，公司负债总额为27322.13万元，资产负债率和全部债务

资本化比率分别为64.59%和57.48%。

受益于公司产品结构和市场营销策略调整，公司2007年营业收入较2006年增长14.71%，实现27075.91万元，公司营业利润率上升至38.94%。2008年1~9月实现24108.59万元，营业利润率为39.95%。2007年公司实现净利润4662.08万元，比2006年增长36.04%，净资产收益率33.96%；2008年前三季度净利润为3691.86万元。公司目前的盈利能力较强。

2007年公司现金收入比率实现86.55%，经营活动产生现金净额比2006年减少14.76%，考虑到公司2007年收取的1744.86万元银行汇票未在现金流量表中反映，公司2007年实际现金收入实际同比增长3.93%；公司购买微钻生产线及辅助设备的投资活动，使得公司投资活动产生的现金净流出5783.58万元；筹资活动所产生的资金不能完全覆盖公司经营和投资需要。2008年前3季度，公司经营活动产生现金净流入3408.30万元，如考虑收取结存银行汇票差异2439万元，实际同比增加219%，投资活动产生现金净流出5135.73万元，筹资活动产生现金净流入301.97万元，公司现金流状况有所改善。

公司流动比率和速动比率指标保持增长，2007年底分别为105.90%和69.90%；但应收账款规模大，且应收账款周转速度慢；因此公司短期支付能力低于指标显示值。2008年9月底流动比率和速动比率分别为116.93%和80.62%。2007年公司债务负担加重，导致EBITDA利息倍数下降至9.64倍、全部债务/EBITDA倍数上升至1.92倍，公司长期偿债能力有所减弱。截至2008年9月底，公司现金类资产为4393.15万元，是本期债券额度的1.10倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力一般。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司的主体长期信用等级A⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 2006~2008 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动资产：				
货币资金	1992.17	2865.57	43.84	1436.10
交易性金融资产				
应收票据	3.93	1744.86	44326.65	2957.05
应收账款	5926.44	7830.63	32.13	8164.83
预付款项	716.85	1443.57	101.38	5360.32
应收利息				
应收股利				
其他应收款	54.36	65.34	20.19	641.36
存货	6812.66	7183.85	5.45	8359.83
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	15506.40	21133.81	36.29	26919.48
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产	8.70	8.69	-0.02	8.69
固定资产	14781.86	14147.58	-4.29	14571.59
在建工程	73.21	1830.67	2400.62	273.57
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产		475.59		467.97
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	52.26	47.35	-9.39	15.48
递延所得税资产	58.13	41.74	-28.19	41.74
其他非流动资产				0.77
非流动资产合计	14974.16	16551.63	10.53	15379.81
资产总计	30480.56	37685.44	23.64	42299.29

附件 1-2 2006~2008 年 9 月底资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动负债：				
短期借款	10820.00	13862.82	28.12	16250.00
交易性金融负债				
应付票据	580.00	200.00	-65.52	
应付账款	4076.96	3675.62	-9.84	2966.84
预收款项	487.34	747.08	53.30	606.70
应付职工薪酬	89.32	80.43	-9.95	100.21
应交税费	355.27	509.80	43.50	555.28
应付利息	31.76			171.00
应付股利				2213.79
其他应付款	87.96	100.03	13.72	158.31
一年内到期的非流动负债		780.00		
其他流动负债				
流动负债合计	16528.62	19955.79	20.73	23022.13
非流动负债：				
长期借款	2440.00			
应付债券		4000.00		4000.00
长期应付款				
专项应付款				300.00
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	2440.00	4000.00	63.93	4300.00
负债合计	18968.62	23955.79	26.29	27322.13
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	6110.90	6110.90		6110.90
资本公积	288.00	288.00		288.00
减：库存股				
盈余公积	1120.74	1586.95	41.60	1586.95
未分配利润	3992.30	5743.81	43.87	6991.31
外币报表折算差额				
所有者权益（或股东权益）合计	11511.94	13729.65	19.26	14977.16
负债和所有者权益（或股东权益）总计	30480.55	37685.44	23.64	42299.29

附件 2 2006~2008 年 1-9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
一、营业收入	23602.87	27075.91	14.71	24108.59
减: 营业成本	14918.56	16423.90	10.09	14387.63
营业税金及附加	69.30	108.69	56.84	89.13
销售费用	1281.46	1657.47	29.34	1350.21
管理费用	2530.56	3144.36	24.26	2775.12
财务费用	796.37	1254.15	57.48	1291.76
资产减值损失	194.92	-234.71	-220.41	-30.39
加: 公允价值变动收益 (损失以“一”号填列)				
投资收益 (损失以“一”号填列)	24.60			
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“一”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“一”号填列)	3836.30	4722.05	23.09	4245.12
加: 营业外收入	192.46	785.79	308.29	299.15
减: 营业外支出	64.21	86.88	35.29	30.84
其中: 非流动资产处置损失	56.02	34.20	-38.95	0.01
三、利润总额 (亏损总额以“一”号填列)	3964.54	5420.96	36.74	4513.44
减: 所得税费用	537.66	758.88	41.14	821.57
四、净利润 (净亏损以“一”号填列)	3426.88	4662.08	36.04	3691.86
其中: 归属于母公司所有者的净利润				
少数股东损益				
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				

附件 3-1 2006~2008 年 1-9 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	22051.34	23434.19	6.27	20152.34
收到的税费返还	100.35	754.60	651.94	10.79
收到其他与经营活动有关的现金	783.92	754.60	-3.74	1191.43
经营活动现金流入小计	22935.62	24943.39	8.75	21354.56
购买商品、接受劳务支付的现金	9488.94	11301.41	19.10	9877.01
支付给职工以及为职工支付的现金	1929.52	2556.22	32.48	2482.90
支付的各项税费	3215.72	4238.94	31.82	3925.31
支付其他与经营活动有关的现金	2136.77	1591.83	-25.50	1661.04
经营活动现金流出小计	16770.95	19688.40	17.40	17946.26
经营活动产生的现金流量净额	6164.66	4662.08	-14.76	3408.30
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	200.00			
取得投资收益收到的现金	11.98			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		345.80	!	10.30
收到其他与投资活动有关的现金	8.23			-0.70
投资活动现金流入小计	220.21	345.80	57.03	9.60
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4685.20	6129.38	30.82	5145.33
投资支付的现金				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	4685.20	6129.38	30.82	5145.33
投资活动产生的现金流量净额	-4464.98	-5783.58	29.53	-5135.73
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	15477.78			
取得借款收到的现金		14750.00		13350.00
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金		4000.00		
筹资活动现金流入小计	15477.78	18750.00	21.14	13350.00
偿还债务支付的现金	13036.09	13450.00	3.18	11630.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2926.85	2917.07	-0.33	918.03
支付其他与筹资活动有关的现金	62.52	222.10	255.24	500.00
筹资活动现金流出小计	16025.46	16589.17	3.52	13048.03
筹资活动产生的现金流量净额	-547.68	2160.83	-494.54	301.97
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-6.60	7.68	-216.42	9.61
五、现金及现金等价物净增加额	1158.59	873.40	-1982.13	-1435.07
加: 期初现金及现金等价物余额	833.57	1992.17	138.99	
六、期末现金及现金等价物余额	1992.17	2865.57	-1094.60	-1435.07

附件 3-2 2006~2008 年 1-9 月现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2006 年	2007 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	3426.88	4662.08	36.04
加: 资产减值准备	205.22	-234.71	-214.37
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3537.29	3284.15	-7.16
无形资产摊销		37.74	
长期待摊费用摊销	11.39	42.91	276.77
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)	64.21	-157.70	-345.59
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)			
财务费用(收益以“—”号填列)	796.37	1184.58	48.75
投资损失(收益以“—”号填列)	-24.60		
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	-58.13	16.39	-128.19
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)			
待摊费用减少(增加以“-”号填列)			
预提费用增加(减少以“-”号填列)	31.17	0.00	-100.00
存货的减少(增加以“—”号填列)	-2137.61	-371.19	-82.64
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-2022.27	-3559.15	76.00
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	3708.93	-395.65	-110.67
其他	-1374.19	-5.60	-99.59
经营活动产生的现金流量净额	6164.66	4503.84	-26.94
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	1992.17	2865.57	43.84
减: 现金的期初余额	833.57	1992.17	138.99
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	1158.59	873.40	-24.62

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.98	3.49	--
存货周转次数(次)	2.19	2.35	--
总资产周转次数(次)	0.77	0.79	--
盈利能力			
主营业务利润率(营业利润率)(%)	36.50	38.94	39.95
总资本收益率(%)	16.41	17.43	10.48
净资产收益率(%)	29.77	33.96	24.65
财务构成			
长期资本化比率(%)	17.49	22.56	21.08
全部资本化比率(%)	54.59	57.85	57.48
资产负债比率(%)	62.23	63.57	64.59
偿债能力			
流动比率(%)	93.82	105.90	116.93
速动比率(%)	52.60	69.90	80.62
EBITDA 利息倍数(倍)	11.25	9.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.68	1.92	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.12	-0.07	-0.09
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.32	-1.26	
现金流			
现金收入比(%)	93.43	86.55	83.59
利润现金比率(%)	179.89	96.61	92.32

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

深圳市新天下集团有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB 评级展望: 稳定
上次评级结果: BBB 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	7140.62	20162.54	18439.82
资产总额(万元)	141433.53	198969.99	204962.41
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	46948.28	68800.93	87383.54
短期债务(万元)	48906.63	65940.64	58907.44
全部债务(万元)	48906.63	75790.26	68907.44
营业收入(万元)	188942.66	285684.49	260950.65
利润总额(万元)	6592.08	22847.60	19766.46
EBITDA(万元)	11784.34	29491.72	--
经营性净现金流(万元)	3382.09	-609.11	--
营业利润率(%)	13.65	12.05	15.66
净资产收益率(%)	13.30	32.05	--
资产负债率(%)	66.81	65.42	57.37
全部债务资本化比率(%)	51.02	52.42	44.09
流动比率(%)	107.54	116.10	125.85
全部债务/EBITDA(倍)	4.15	2.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.82	8.18	--

注: 公司从 2007 年开始执行新会计准则, 2006 年已作相应追溯调整; 2008 年 9 月数据未经审计。

分析师

张 华

电话: 010-85679696-8827

邮箱: Zhanghua@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 深圳市新天下集团有限公司(以下简称“公司”)业务结构未发生变化, 公司主导业务收入和利润规模有所上升, 资产规模维持稳中有升, 债务负担小幅下降; 同期, PC 市场竞争激烈以及公司以信用证结算方式扩展海外市场等不利因素对公司偿债能力也构成了一定的负面影响。

基于以上因素, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司主体长期信用等级为 BBB, 评级展望为稳定。

优势

- 1、公司收入与盈利规模增长较快。
- 2、公司债务负担有所下降。

关注

- 1、PC 行业竞争激烈。
- 2、公司以信用证结算方式扩展海外市场, 使得应收账款增幅明显高于同期营业收入增幅, 2007 年经营活动现金流净额为负。
- 3、公司投资收益波动较大。

一、公司概况

深圳市新天下集团有限公司（以下简称“新天下集团”或“公司”）系经深圳市工商行政管理局核准，于1995年1月3日成立的有限责任公司。截至2007年底，公司注册资本为12000万元人民币，股东为吴吉玲和吴海军两名自然人（两人系母子关系），出资比例分别为11.46%和88.54%。

公司经营范围：兴办实业（具体项目另行申报）；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；进出口业务（具体按资格证书办理）；电脑板卡的研究、生产、销售。

公司专门从事笔记本电脑、台式电脑、电脑主板、显卡的研发、生产和销售。

截至2007年底，公司资产总额198969.99万元，负债总额130169.05万元，所有者权益68800.93万元；2007年实现营业收入285684.49万元，利润总额22847.60万元。

截至2008年9月底，公司资产总额204962.41万元，负债总额117578.87万元，所有者权益87383.54万元；2008年1~9月份实现营业收入260950.65万元，利润总额19766.46万元。

公司地址：深圳市龙岗区坂雪岗工业区新天下工业城1号楼5楼；法定代表人：吴海军。

二、生产经营

因公司未能提供2007年和2008年前三季度的相关经营资料，本报告主要以公司公开信息和公司提供的审计报告进行适当的判断。

PC市场是产品更新换代最快、市场竞争最为激烈的市场之一，在配置相同，品质相同的情况下，价格和售后服务已成为主导因素。PC市场的暴利时代已经结束，进入了充分竞争的微利时代，PC企业生存压力加大。

受金融危机的影响，全球购买力正在下降。作为市场渠道覆盖面最广泛、最下沉的行业领域之一，PC企业出货量开始显现减缓迹象。方

正科技发布的半年财务报告显示，其PC业务收入同比下滑11.36%至30.81亿元。在大中华区，联想的PC销量增长17%，但从增长速度看，联想在大中华区则从上个季度的25%下降到17%，增速减缓达到了8%，在中国PC市场的份额从第一季度的28.8%继续下滑至27.9%。根据IDC最新预测2009年全球PC出货量为3.14亿台，成长率将萎缩至3.8%，而销售额将下滑5.3%。惠誉国际（FITCH）也认为，2009年的全球PC出货量的增长将会停滞，甚至出现3%的下滑。

公司主要从事PC的生产与销售。公司与上游供应商关系密切，未发生违约现象。公司在采购结算方面，除INTEL外，其他材料的国外供应商均采用30天信用证方式结算。CPU、LCD基本上是垄断行业，这两种材料对供应商的依赖程度及价格敏感度较高。在产品销售方面，公司2007年加大海外市场的扩展，增加对南非的出口，公司全年出口收入占总收入的42.7%，其中50%以信用证结算，50%以现汇结算。在产品价格方面，公司主要产品的市场价格是逐年下降的。随着产品技术、市场的不断成熟，公司在保持基本毛利率的条件下，逐渐下调市场售价。

总体分析，2007年以来，公司业务结构未发生变化，公司产品库存积压开始显现，尤其是2008年以来，公司存货一直处于高位运行。随着受金融危机的影响，购买力的下降，公司产品面临加大的销售压力。

三、财务分析

公司提供的2007年财务报表已经开元信德会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2008年1~9月份的会计报表未经审计。

2007年底公司资产总额比2006年底增长40.68%，达到198969.99万元，流动资产和非流动资产分别比2006年增长37.45%和48.89%。公司流动资产主要由应收账款和存货构成。截至

2007年底，公司应收账款为31452.28万元，比2006年增长298.57%，而公司营业收入同比增长为51.20%，这主要是公司2007年大力扩展海外市场，出口销售的产品所采用的是信用证结算所致。从账龄分析，主要为一年以内的应收账款（占比94.77%），账龄较短；从集中度来看，前五大欠款合计占应收账款总额的75.31%，应收账款分布比较集中。2007年底公司存货合计为60994.00万元，计提跌价准备为2709.67万元，余额为58284.33万元，存货余额比2006年底增长11.13%，主要是因产销规模扩大，生产能力增加而适度增加原材料和库存商品所致。非流动资产集中于固定资产和无形资产，与2006年底比公司固定资产增长236.69%，这主要是在建工程建成投产计入固定资产所致；无形资产增长354.92%，这主要是土地使用权计入无形资产所致。截至2008年9月底，公司资产总额204962.41万元。流动资产集中于应收账款和存货，非流动资产集中于固定资产、无形资产和2008年新增的长期股权投资。

2007年底公司债务总额比2006年底增长37.77%，达到130169.05万元。公司资产负债比率略有下降，由2006年的66.81%下降至2007年的65.42%。流动负债比2006年增长27.32%，主要是公司应付票据和应付账款分别比2006年增长36.88%和97.80%所致；非流动负债比2006年增长8091.29%，这主要是公司参与“2007年深圳市中小企业集合债券”，募集债券资金10000万元所致。公司全部债务资本化比率由51.02%上升至52.42%，公司债务负担有所加重。截至2008年9月底，公司负债总额为117578.87万元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为57.37%和44.09%，债务负担有所下降。

公司2007年营业收入实现285684.49万元，较2006年增长51.20%，公司营业利润率为12.05%，较2006年略有下降。2007年公司公允价值（公司持有的易盈科技控股有限公司股票）变动收益为4767.62万元，较2006年增长

22153.63%，投资收益为2898.94万元，较2006年增长8352.91%，2007年公司实现净利润22052.05万元，比2006年增长253.18%，净资产收益率32.05%。2008年1~9月营业收入实现260950.65万元，营业利润率为15.66%。2008年前三季度净利润为16362.71万元。公司盈利能力有所增强。

2007年公司现金收入比率实现113.86%，由于原材料和人工成本的上升，并导致2007年经营活动产生现金净额由正转负，减少至-609.11万元，公司的现金流压力大；因在建工程陆续建成，支出规模有所下降，公司投资活动现金处于较低水平；公司2007年加大筹资力度，筹资活动产生现金净流入8383.03万元。

公司流动比率和速动比率指标保持增长，2007年底分别为116.10%和67.59%。2008年9月底流动比率和速动比率分别为125.85%和61.83%，存货周转慢，短期支付压力较大。2007年公司EBITDA利息倍数上升至8.18倍、全部债务/EBITDA倍数下降至2.57倍，公司长期偿债能力有所增强。截至2008年9月底，公司现金类资产为18439.82万元，是本期债券额度的1.84倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力一般。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司的主体长期信用等级为BBB，评级展望为稳定。

附件 1-1 2006~2008 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动资产：				
货币资金	7000.50	15424.46	120.33	16730.60
交易性金融资产	64.27	4704.48	7219.64	1259.52
应收票据	75.85	33.60	-55.70	449.70
应收账款	7891.24	31452.28	298.57	26875.42
预付款项	13291.84	12894.24	-2.99	3649.04
应收利息				
应收股利				
其他应收款	20674.15	16646.79	-19.48	17206.85
存货	52446.51	58284.33	11.13	68742.87
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	33.95	41.40	21.92	233.33
流动资产合计	101478.31	139481.58	37.45	135147.32
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	31.00	1.00	-96.77	10055.00
投资性房地产				
固定资产	13700.46	46128.06	236.69	47799.10
在建工程	23407.94	464.01	-98.02	1016.98
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	2580.67	11740.06	354.92	10944.00
开发支出				
商誉				
长期待摊费用		383.33		
递延所得税资产	235.15	771.95	228.28	
其他非流动资产				
非流动资产合计	39955.22	59488.40	48.89	69815.09
资产总计	141433.53	198969.99	40.68	204962.41

附件 1-2 2006~2008 年 9 月底资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动负债：				
短期借款	36306.31	48693.41	34.12	44051.26
交易性金融负债				
应付票据	12600.32	17247.23	36.88	14856.18
应付账款	17790.26	35189.28	97.80	25614.31
预收款项	11264.41	12429.81	10.35	10549.61
应付职工薪酬	273.40	20.91	-92.35	34.86
应交税费	358.74	-7146.91	-2092.21	-2819.07
应付利息		72.83		
应付股利				
其他应付款	14760.65	13534.98	-8.30	13487.72
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	1008.72	98.94	-90.19	1615.86
流动负债合计	94362.82	120140.48	27.32	107390.73
非流动负债：				
长期借款				
应付债券		9849.62		10000.00
长期应付款				
专项应付款	122.43	178.96	46.17	188.14
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	122.43	10028.58	8091.29	10188.14
负债合计	94485.25	130169.05	37.77	117578.87
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	12000.00	12000.00		12000.00
资本公积	8055.45	8939.99	10.98	8939.99
减：库存股				
盈余公积	3031.78	4100.61	35.25	4100.61
未分配利润	19899.46	38755.96	94.76	62342.94
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	42986.69	63796.56	48.41	87383.54
少数股东权益	3961.58	5004.37	26.32	0.00
所有者权益（或股东权益）合计	46948.28	68800.93	46.55	87383.54
负债和所有者权益（或股东权益）总计	141433.53	198969.99	40.68	204962.41

附件 2 2006~2008 年 1-9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
一、营业收入	188942.66	285684.49	51.20	260950.65
减: 营业成本	163064.88	250984.44	53.92	219952.11
营业税金及附加	82.45	281.05	240.89	128.82
销售费用	9624.22	10195.13	5.93	11300.55
管理费用	8171.41	8969.22	9.76	11921.41
财务费用	1279.94	635.54	-50.35	-577.39
资产减值损失	257.15	1027.17	299.45	
加: 公允价值变动收益(损失以“一”号填列)	21.42	4767.62	22153.63	
投资收益(损失以“一”号填列)	-35.13	2898.94	-8352.91	-1600.96
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益(损益以“一”号添列)				
其他业务利润				2628.14
补贴收入				493.21
二、营业利润(亏损以“一”号填列)	6448.93	21258.49	229.64	19745.53
加: 营业外收入	173.05	2088.15	1106.71	74.11
减: 营业外支出	29.89	499.04	1569.62	53.17
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额(亏损总额以“一”号填列)	6592.08	22847.60	246.59	19766.46
减: 所得税费用	348.24	795.55	128.45	3403.76
四、净利润(净亏损以“一”号填列)	6243.84	22052.05	253.18	16362.71
其中: 归属于母公司所有者的净利润	5612.08	19925.33	255.04	21576.04
少数股东损益	631.76	2126.72	236.63	-5213.33
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				

附件 3-1 2006~2007 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	216259.54	325277.95	50.41
收到的税费返还		4890.14	
收到其他与经营活动有关的现金	3631.31	7513.18	106.90
经营活动现金流入小计	219890.85	337681.27	53.57
购买商品、接受劳务支付的现金	205667.32	321347.13	56.25
支付给职工以及为职工支付的现金	4572.05	5610.03	22.70
支付的各项税费	2592.28	7081.75	173.19
支付其他与经营活动有关的现金	3677.11	4251.48	15.62
经营活动现金流出小计	216508.76	338290.38	56.25
经营活动产生的现金流量净额	3382.09	-609.11	-118.01
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金			
取得投资收益收到的现金		2898.94	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		514.49	
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计		3413.43	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10041.72	2162.46	-78.47
投资支付的现金	131.00	60.00	-54.20
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计	10172.72	2222.46	-78.15
投资活动产生的现金流量净额	-10172.72	1190.97	-111.71
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金			
取得借款收到的现金	115007.22	160797.57	39.82
发行债券收到的现金			
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	115007.22	160797.57	39.82
偿还债务支付的现金	116199.40	148410.47	27.72
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3080.88	3604.07	16.98
支付其他与筹资活动有关的现金		400.00	
筹资活动现金流出小计	119280.28	152414.54	27.78
筹资活动产生的现金流量净额	-4273.06	8383.03	-296.18
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1828.47	-540.92	-129.58
五、合并范围变动对现金的影响	9.90		-100.00
六、现金及现金等价物净增加额	-9225.32	8423.97	-191.31
加: 期初现金及现金等价物余额	16225.81	7000.50	-56.86
七、期末现金及现金等价物余额	7000.50	15424.46	120.33

附件 3-2 2006～2007 年现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2006 年	2007 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量：		
净利润	6243.84	22052.05
加：资产减值准备	257.15	1027.17
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1999.04	2895.12
无形资产摊销	112.33	128.26
长期待摊费用摊销		16.67
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）		-514.49
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）		
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	-21.42	-4767.62
财务费用（收益以“－”号填列）	3080.88	3604.07
投资损失（收益以“－”号填列）	-35.13	-2898.94
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-235.15	-536.80
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）		
待摊费用减少（增加以“－”号填列）		
预提费用增加（减少以“－”号填列）		
存货的减少（增加以“－”号填列）	-14882.93	-5968.34
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	5629.52	-21419.97
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	1233.95	5773.70
其他		
经营活动产生的现金流量净额	3382.09	-609.11
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：		
债务转为资本		
一年内到期的可转换公司债券		
融资租入固定资产		
3.现金及现金等价物净变动情况：		
现金的期末余额	7000.50	15424.46
减：现金的期初余额	16225.81	7000.50
加：现金等价物的期末余额		
减：现金等价物的期初余额		
现金及现金等价物净增加额	-9225.32	8423.97

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	23.72	14.48	18.93
存货周转次数(次)	3.11	4.53	6.40
总资产周转次数(次)	1.34	1.68	2.55
盈利能力			
营业利润率(%)	13.65	12.05	15.66
总资本收益率(%)	9.73	17.74	10.47
净资产收益率(%)	13.30	32.05	18.73
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	12.52	10.27
全部债务资本化比率(%)	51.02	52.42	44.09
资产负债比率(%)	66.81	65.42	57.37
偿债能力			
流动比率(%)	107.54	116.10	125.85
速动比率(%)	51.96	67.59	61.83
EBITDA 利息倍数(倍)	3.82	8.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.15	2.57	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.14	0.01	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.20	0.16	--
现金流			
现金收入比(%)	114.46	113.86	--
利润现金比率(%)	54.17	-2.76	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

蛇口晶石电子有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: **BB⁺** 评级展望: 稳定上次评级结果: **BBB⁻** 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2008 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	08 年 9 月
现金类资产(万元)	8431.05	4595.62	10224.01
资产总额(万元)	42059.2	39231.32	51564.01
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	22827.0	23361.20	23785.15
短期债务(万元)	9602.21	6669.23	11425.84
全部债务(万元)	9602.21	6669.23	14539.84
营业收入(万元)	38127.0	26529.11	34262.88
利润总额(万元)	2913.53	600.16	850.68
EBITDA(万元)	3513.12	1606.24	--
经营性净现金流(万元)	1693.71	-3360.24	--
营业利润率(%)	12.26	10.70	8.57
净资产收益率(%)	11.17	2.29	--
资产负债率(%)	45.73	40.45	53.87
全部债务资本化比率(%)	29.61	22.21	37.94
流动比率(%)	176.38	194.27	175.28
全部债务/EBITDA(倍)	2.73	4.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.86	3.25	--
经营现金流负债比率(%)	--	-21.17	--

注: 公司报表按新会计准则编制, 2006 年数据为 2007 年年初数, 2008 年 9 月数据未经审计。

分析师

刘雪城

010-85679696-8853

liuxc@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 蛇口晶石电子有限公司(以下简称“公司”)业务结构大幅变化, 原有主导业务市场急速萎缩, 收入和利润规模迅速下降。为扭转整体经营恶化的趋势, 公司股东将部分业务转交公司经营, 2008 年收入规模明显好转, 但盈利能力未有明显改观。

新进业务仍属电子元器件行业, 竞争依然激烈; 同时, 公司面临宏观经济增长减缓、出口受阻等外围不利环境的压力, 并促使公司做出了生产基地调整和人员压缩等抵御措施。

综合考虑, 联合资信评估有限公司将公司的主体长期信用等级调整为 **BB⁺**, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司是全球最大的回扫变压器(FBT)生产商, 规模优势明显。
2. 公司股东支持力度大。

关注

1. FBT 市场萎缩, 电子元器件行业竞争激烈。
2. 宏观经济走弱, 公司产品出口受阻。
3. 公司盈利能力急速下滑。
4. 公司短期偿债压力大。

一、企业概况

蛇口晶石电子有限公司（以下称“公司”）成立于1990年7月，截至2008年9月底，公司注册资本为2068万元，其中江苏晶石科技集团有限公司（以下称“晶石集团”）持股75%，集成（香港）建筑工程师事务所持股25%。公司实际控制人为冯建湘和冯建昌兄弟。

公司目前的主营业务为回扫变压器（FBT）、办公设备用高压发生器（HVT）和开关电源变压器的生产销售。

截至2008年9月底，公司资产总额5.16亿元，所有者权益2.38亿元；2008年1~9月份实现营业收入3.43亿元，利润总额0.09亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区南油第二工业区207栋；公司法定代表人：冯建湘。

二、生产经营

平板显示器（FPD）的快速普及直接导致CRT显示器的需求呈下降趋势。

2007年中国CRT电视销量2707万台，较上年下降11%；2008年上半年CRT电视销量1127万台，同比下降20%；在中国一级市场，CRT电视的销量占比已不足15%。与此同时，平板电视销量大幅增长，2007年中国平板电视销量789万台，较上年增长107%；2008年上半年平板电视销量653万台，其中液晶电视和等离子电视销量分别为572万台和81万台，同比分别增长71%和203%。尽管CRT电视总规模仍占主导地位，且在电视机总销售量中所占比重仍占有60~70%的份额，但CRT需求已呈现明显的下降趋势。

FBT作为CRT电视机的关键部件之一，随着CRT电视需求的减少也呈现出下降趋势。

FBT是公司的主导产品之一，且生产规模全球最大。但随着CRT电视需求的减少，公司生产规模逐年缩小，2007年FBT产量约为1500万只，仅占2006年产量的53%。公司认为，CRT电视需求减少的趋势不可避免，大量FBT生产

企业纷纷停产；但CRT电视在农村市场仍占有主导地位，且总量仍保持大规模；作为全球主要的FBT生产企业，公司的规模优势仍然存在，但预计未来几年FBT生产规模会保持一定的下降幅度。

HVT是公司的另一主要业务，由于打印机、复印机用HVT的核心技术掌握在日本和韩国企业手中，公司的打印机、复印机用HVT业务发展缓慢。2008年公司成功开发液晶电视用HVT，目前月产值约为200万元。随着液晶电视技术的不断完善，液晶电视用HVT的需求将呈现增长态势。

为弥补公司FBT业务的大幅下降，2007年12月晶石集团将其开关电源变压器业务整体转入公司。根据经营计划，2008年开关电源变压器产值约为公司总产值的60%。目前开关电源变压器业务已成为公司最大的业务。

2007年以来，公司面临FBT市场容量减小、人民币升值、原材料价格上涨等经营压力，为此，公司对主要生产基地向广西进行了转移、压缩了员工总量、并调整了产品出口比例的预期，以制止公司经营下滑的趋势。

总体分析，2007年以来，公司业务结构变化幅度大，FBT产品面临市场萎缩的风险，HVT产品销路未完全打开；而新并入的开关电源变压器产品主要用于电视、电脑等产品中，仍属竞争激烈的电子元器件行业。

三、财务分析

公司提供的2007年财务报表已经深圳诚信会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2008年1~9月份的会计报表未经审计。

表1 公司报表主要财务数据比较

	2006 年期末	2007 年期初
总资产（亿元）	4.87	4.21
所有者权益（亿元）	1.63	2.28
主营业务收入（亿元）	5.23	3.81
利润总额（亿元）	0.33	0.29

资料来源：公司提供财务报表

由于审计机构的变化,公司报表 2007 年期初数与 2006 年期末数差异明显,见表 1。

以下财务分析采用数据来自 2007 年审计报告。

截至 2007 年底,公司资产总额 3.92 亿元,所有者权益 2.34 亿元;2007 年实现营业收入 2.65 亿元,利润总额 0.06 亿元。

截至 2008 年 9 月底,公司资产总额 5.16 亿元,所有者权益 2.38 亿元;2008 年 1~9 月实现营业收入 3.43 亿元,利润总额 0.09 亿元。

2007 年债务偿还和 2008 年前 9 月新增债务使公司资产总额出现波动,但公司资产构成一直未有明显变化。截至 2008 年 9 月底,公司资产总额 5.16 亿元,其中流动资产和非流动资产分别占比 83.84% 和 16.16%,流动资产集中于应收账款以及与关联方的往来(其他应收款)。

2007 年公司偿付了部分票据,2008 年应付票据和应付账款又明显增长,公司负债总额和负债比率因此出现波动。截至 2008 年 9 月底,公司负债总额 2.78 亿元,资产负债率和全部债务资本化比率分别为 53.87% 和 37.94%。公司目前的负债水平正常,债务负担较轻。

FBT 市场容量的萎缩导致公司 2007 年营业收入较 2006 年下降 30.42%,实现 2.65 亿元;同时材料、人工成本的上升导致公司营业利润率下降至 10.70%。2008 年公司并入晶石集团的开关电源变压器业务,从而使公司营业收入大幅增长,2008 年 1~9 月实现 3.43 亿元,是 2007 全年的 1.29 倍;但成本费用的增加带来营业利润率的继续下降,2008 年前三季度为 8.57%。2007 年公司实现净利润 534.16 万元,净资产收益率 2.29%;2008 年前三季度净利润额有所增长,但仍处于低水平。公司目前的盈利能力差。

2007 年公司现金收入比率实现 81.93%,收入的现金实现质量差,并导致 2007 年经营活动产生现金净流出 3360.24 万元;而公司未有大规模的投资活动,所以投资活动和筹资活动产生的现金净额处于低水平。

公司流动比率和速动比率指标保持相对稳

定,2008 年 9 月底分别为 175.28% 和 152.30%;但应收账款和其他应收款均占到流动资产 30% 以上的比例,且应收账款周转速度慢;因此公司短期支付能力远低于指标显示值。2007 年公司盈利能力的大幅下降,导致 EBITDA 利息支出倍数下降至 3.25 倍、全部债务/EBITDA 倍数上升至 4.15 倍,公司长期偿债能力明显减弱;2008 年前三季度公司盈利能力未有明显改观,长期偿债能力仍趋弱。

2007 年公司 EBITDA 实现 0.16 亿元,不到上年的 50%,EBITDA 对公司发行的 3000 万元中小企业集合债(本期债券)的保障能力迅速下降;2008 年 1~9 月的经营业绩显示,公司对本期债券的保障能力没有明显改善;总体上,目前公司对本期债券的保障能力弱。

综合考虑,联合资信评估有限公司将公司的主体长期信用等级调整为 BB^+ ,评级展望为稳定。

附件 1 合并资产负债表

(单位: 万元)

	2007 年期初数	2007 年期末数	2008 年 9 月底
流动资产			
货币资金	6,702.07	2,111.20	2,322.01
应收票据	1,728.98	2,484.43	7,902.00
应收账款	9,598.14	10,190.62	13,830.62
预付款项	356.66	358.88	393.18
其他应收款	11,274.16	12,471.85	13,113.31
存货	4,256.93	3,206.77	5,667.50
其他流动资产	4.23	7.65	2.99
流动资产合计	33,921.17	30,831.38	43,231.61
非流动资产			
长期股权投资	5,283.96	5,277.47	4,738.05
固定资产	2,292.27	2,893.71	3,065.80
在建工程	559.76	228.77	234.68
固定资产清理	2.04	-	79.99
长期待摊费用	-	-	213.89
非流动资产合计	8,138.04	8,399.94	8,332.40
资产合计	42,059.21	39,231.32	51,564.01
	2007 年期初	2007 年期末	2008 年 9 月底
流动负债			
短期借款	2,600.00	2,600.00	2,600.00
应付票据	7,002.21	4,069.23	8,825.84
应付账款	9,104.03	8,552.49	12,932.15
预收款项	-0.93	6.56	1.10
应付职工薪酬	623.28	484.71	378.31
应交税费	-189.63	-283.99	-446.20
应付股利	-0.89	-25.89	-45.89
其他应付款	94.10	467.02	419.55
流动负债合计	19,232.18	15,870.13	24,664.86
非流动负债	-	-	-
应付债券	-	-	3,114.00
非流动负债合计	-	-	3,114.00
负债合计	19,232.18	15,870.13	27,778.86
所有者权益	-	-	-
实收资本	2,068.00	2,068.00	2,068.00
资本公积	789.89	789.89	789.89
盈余公积	2,027.88	2,027.88	2,221.96
未分配利润	17,941.27	18,475.43	18,705.30
所有者权益合计	22,827.04	23,361.20	23,785.15
负债和所有者权益合计	42,059.21	39,231.32	51,564.01

附件 2 合并利润表

(单位: 万元)

	2006 年度	2007 年度	2008 年 1~9 月
一、营业收入	38,127.03	26,529.11	34,262.88
减: 营业成本	33,438.69	23,667.83	31,267.73
主营业务税金及附加	12.19	21.53	60.15
销售费用	727.48	569.08	604.72
管理费用	1,220.78	1,350.05	874.39
财务费用	599.59	494.90	705.98
加: 投资收益	595.12	-6.49	-
二、营业利润	2,723.42	419.23	749.72
加: 营业外收入	309.02	226.95	116.28
减: 营业外支出	118.90	46.02	15.32
三、利润总额	2,913.53	600.16	850.68
减: 所得税费用	364.09	66.00	30.07
四、净利润	2,549.44	534.16	820.61

附件 3 合并现金流量表

(单位: 万元)

	2007 年度		2007 年度
一、经营活动产生的现金流量:		三、筹资活动产生的现金流量:	
销售商品、提供劳务收到的现金	21,736.08	吸收投资收到的现金	
收到的税费返还	1,151.69	取得借款收到的现金	3,400.00
收到其他与经营活动有关的现金	23.39	收到其他与筹资活动有关的现金	
经营活动现金流入小计	22,911.17	筹资活动现金流入小计	3,400.00
购买商品、接受劳务支付的现金	20,606.90	偿还债务支付的现金	3,400.00
支付给职工以及为职工支付的现金	2,388.28	分配股利或偿付利息支付的现金	101.53
支付的各项税费	401.98	支付其他与筹资活动有关的现金	
支付其他与经营活动有关的现金	2,874.23	筹资活动现金流出小计	3,501.53
经营活动现金流出小计	26,271.40	筹资活动产生的现金流量净额	-101.53
经营活动产生的现金流量净额	-3,360.24	四、汇率变动对现金的影响	
		五、现金及现金等价物净增加额	-4,590.88
二、投资活动产生的现金流量:		将净利润调节为经营活动的现金	
收回投资收到的现金		净利润	534.16
取得投资收益收到的现金		加: 计提的资产减值准备	-19.77
处置固定资产和其他资产收回的现金	199.02	固定资产折旧	511.18
收到其他与投资活动有关的现金		处置固定资产和其他资产损失	-24.59
投资活动现金流入小计	199.02	财务费用	495.42
购建固定资产和其他资产支付的现金	1,328.12	投资损失	6.49
投资支付的现金	-	存货的减少	1,046.75
支付其他与投资活动有关的现金	-	经营性应收项目的减少	-2,707.73
投资活动现金流出小计	1,328.12	经营性应付项目的增加	-3,202.15
投资活动产生的现金流量净额	-1,129.10	经营活动产生的现金流量净额	-3,360.24

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.37	2.09	
存货周转次数(次)	7.86	7.38	
总资产周转次数(次)	0.91	0.68	
盈利能力			
主营业务利润率(%)	12.26	10.70	8.57
总资本收益率(%)	9.71	3.43	
净资产收益率(%)	11.17	2.29	8.57
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	-	-	11.58
全部债务资本化比率(%)	29.61	22.21	37.94
资产负债率(%)	45.73	40.45	53.87
偿债能力			
流动比率(%)	176.38	194.27	175.28
速动比率(%)	154.24	174.07	152.30
EBITDA 利息倍数(倍)	5.86	3.25	
全部债务/EBITDA(倍)	2.73	4.15	
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)		-0.67	
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)		-9.07	
现金流			
现金收入比(%)		81.93	
现金利润比率(%)		-629.07	

注：经营效率指标计算采用当年数，其他指标计算中涉及到利息支出以财务费用替代。

附件 5 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) /本期债券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标