

跟踪评级公告

联合[2010] 665 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持2007年深圳市中小企业集合债券信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

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

跟踪评级时间：2010 年 12 月 15 日

分析师

张 华 刘雅南 黄 滨 王立婷 王 健 赵 明
戎伟伟 韩 霞 于浩洋

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，全球宏观经济稳步回暖，经济运行的积极因素逐渐增多。深圳市以出口为导向的经济增长模式，在本轮经济危机中受到了一定程度冲击。2009年下半年以来，伴随外部环境的好转，深圳市地方经济环境企稳回升态势明显，也为区域中小企业经营的恢复提供了有力的支持。本期集合债券大部分发债企业在不利经济环境下，表现出了较好的抗风险能力，伴随宏观经济的回升，生产经营也在同步好转，财务指标也得到了一定程度修复。但是，也有部分发行人受政策调控、行业波动等因素的影响，经营和财务状况有所恶化，信用风险加大。本期跟踪中对其主体信用等级或评级展望进行了相应的调整。

本期债券由国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。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，担保实力强，其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，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. 跟踪期内，宏观经济回暖趋势日渐明朗，经济运行的积极因素逐步增多，为中小企业经营的恢复提供了有力支持。
2. 本期集合债券发债企业为深圳市中小企业的优秀代表，个体经营实力相对较强，在宏观经济波动中，大部分企业表现出了较好的抗风险能力。
3. 国开行的担保对本期债券信用级别提升作用大。
4. 本期债券已如期完成第一期本金的偿还，分

期偿还本金的结构设计有助于缓解企业集中支付压力。

关注

1. 本期债券为20家企业集合发行，发债企业之间存在业务发展不平衡的情况，其中某一发行人的兑付能力有可能发生变化。
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。跟踪期内，部分发行人经营和财务状况有所弱化。

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	深圳市高新科技股份有限公司	5000
4	海能达通信股份有限公司 (原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子股份有限公司	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。

本期债券的首个还本付息日为 2010 年 11 月 14 日, 已按期足额还本付息。

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

深圳市以出口为导向的经济增长模式突出, 其中高新技术产业、现代物流业、金融服务业以及文化产业是深圳努力发展的四大支柱产业。2008 年末至 2009 年初, 受国际金融危机冲击, 深圳市出口贸易形势十分严峻, 贸易额大幅下滑, 导致同期 GDP 增幅持续下探, 并在 2009 年前两月首次出现负增长。其后, 随着中央保增长方针的落实以及国际经济形势的回弹, 深圳市经济开始企稳回升。总体看, 跟踪期内, 深圳市宏观经济发展的积极因素逐渐增多。

根据深圳市统计局公布数据, 2009 年深圳市实现生产总值 8201.23 亿元, 同比增长 10.7%, 分别比全国、广东省增速高出 2.0 个和 1.2 个百分点; 从运行轨迹看, GDP 呈现率先触底、企稳回升、积极向好的特征, 第一至第四季度本市生产总值累计增速分别为 6.5%、8.5%、9.6%和 10.7%; 从产业发展看, 第三次产业成为推动经济增长的最重要力量, 实现增加值 4363.12 亿元, 比上年增长 12.5%; 高端服务业加快发展, 金融业增加值 1148.14 亿元, 比上年增长 20.5%, 占 GDP 比重提高至 14%;

第一次产业增加值 6.47 亿元；第二次产业增加值 3831.64 亿元。从产业结构看，第二、第三次产业协调互动发展，三次产业结构发展为 0.1: 46.7: 53.2，其中第三次产业所占比重比上年提高 2.9 个百分点。

工业生产方面，作为国家创新型城市，深圳市工业增速稳步回升，自主创新企业快速发展。2009 年，深圳市相继出台了《深圳国家创新型城市总体规划实施方案》和《深圳综合性国家高技术产业基地发展规划》，电子信息产品协同互联等 3 个国家工程实验室和国家超级计算深圳中心启动建设，制定并出台了生物医药、新能源、互联网等战略性新兴产业振兴规划以及相关实施政策，在调结构中突出创新驱动。2009 年，深圳规模以上工业增加值 3429.90 亿元，比上年增长 8.7%。从企业主体看，具有自主知识产权的高新技术企业快速发展。从主导产业看，占深圳高新技术产业产值 90.5% 的电子信息产业逆势增长，显示了较强的抵御风险能力，其中通信设备、计算机及其他电子设备制造业实现增加值 1721.23 亿元，比上年增长 12.6%。深圳市主要工业产品产量见表 2。

表 2 深圳市主要工业产品产量

产品	单位	数量	同比 (%)
微型电子计算机	万台	912.10	-3.2
彩色电视机	万台	1910.03	0.4
彩色显像管	万只	617.64	-35.6
激光视盘机	万台	2227.56	17.1
电话单机	万部	5312.90	26.7
移动电话机	万部	6178.44	6.3
电子计算器	万台	1158.70	-28.5
半导体器件	亿只	38.30	6.7
集成电路	万块	737265.29	-10.2
平板玻璃	万重量箱	758.76	-21.3

资料来源：深圳市统计局

对外贸易方面，根据深圳海关数据，2009 年深圳市进出口总额 2701.55 亿美元，比上年下降 10.4%，降幅比 1~2 月份收窄 12.9 个百分点。其中：外贸出口总额 1619.79 亿美元，比上年下降 10.6%，降幅比 1~2 月份收窄 7.8 个百

分点；进口总额 1081.76 亿美元，比上年下降 10.1%，降幅比 1~2 月份收窄 20.3 个百分点。出口结构不断优化，加工贸易出口比重持续下降，已由 65% 左右下降至 57.6%，一般贸易出口增速比加工贸易出口高出 13.8 个百分点；民营企业出口显示出更强生命力，在金融危机中继续保持增长 8%；新兴市场出口快速增长，对东盟、澳大利亚、印度出口分别增长 2.4%、11.1% 和 34.8%。

从表 3 可以看到，2009 年，深圳市的本地生产总值、出口总额、社会消费品零售总额以及地方财政一般预算收入等主要经济指标在全国大中城市均排名前列，其中出口额更是连续 17 年名列第一位。

表 3 2009 年全国大中城市主要经济指标排名

排名	GDP	工业增加值	出口总额	一般预算收入
1	上海市	上海市	深圳市	上海市
2	北京市	苏州市	上海市	北京市
3	广州市	天津市	苏州市	深圳市
4	深圳市	深圳市	北京市	天津市
5	天津市	广州市	宁波市	苏州市

资料来源：国家和地方统计局，商务部

2010 年 1~6 月，深圳市经济平稳回暖，一季度全市生产总值 4215.57 亿元，按可比价格计算，同比增长 11.6%，其中第一次产业增加值 2.95 亿元，下降 15.9%；第二次产业增加值 1953.43 亿元，增长 13.0%；第三次产业增加值 2259.19 亿元，增长 10.4%。三次产业结构由上年底的 0.1: 46.7: 53.2 发展为 0.1: 46.3: 53.6，第三次产业所占比重进一步提高 0.4 个百分点。

工业生产方面，2010 年 2 季度，深圳市工业生产明显回升，全市规模以上（下同）工业增加值 1769.67 亿元，比上年同期（下同）增长 12.8%，比 1-4 月份加快 1.0 个百分点，比上年同期提高 8.2 个百分点；从企业经济类型看，受外部需求回暖，出口回升带动，占全市工业增加值比重为 53.6% 的外商及港澳台投资企业增加值 948.19 亿元，增长 10.4%，比上年同期

提高 9.2 个百分点。国有企业增加值 83.27 亿元，增长 16.4%，比上年同期提高 10.4 个百分点；股份制企业增加值 714.15 亿元，增长 15.3%，比上年同期提高 4.1 个百分点；从行业看，第一大行业通信设备、计算机及其他电子设备制造业增加值 898.00 亿元，增长 16.1%，比 1-5 月份提高 2.0 个百分点，比上年同期提高 10.0 个百分点，占工业增加值比重进一步上升为 50.7%。

对外贸易方面，根据深圳海关统计快报，据海关统计，2010 年 1~6 月，深圳市外贸进出口总额为 1275.15 亿美元，同比增长 25.7%。其中出口 743.94 亿美元，同比增长 30.9%；进口 531.2 亿美元，同比增长 19.0%。深圳市外贸进出口三项指标均高于全国平均水平；与广东省相比，深圳市进口增幅高于全省 1.2 个百分点，出口增幅高于全省 3.3 个百分点。

三、发行人主体长期信用

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

跟踪期内，宏观经济形势有所回暖，企业外部经营环境持续好转，尽管仍存在一定不确定因素，但整体发展向好趋势已日渐明朗。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 3~22）。整体看，作为深圳市中小企业的优秀代表，本期集合债券大部分发债企业在不利经济环境下，表现出了较好的抗风险能力，伴随宏观经济的回升，生产经营也在同步好转，财务指标也得到了一定程度修复。但是，也有部分发行人受政策调控、行业波动等因素的影响，经营和财务状况有所恶化，信用风险加大。

在本期跟踪中，主体长期信用等级和评级展望均未发生调整的企业共计 16 家，另有 4 家企业的主体长期信用等级或评级展望存在一定程度调整。其中，下调主体长期信用等级的企业 2 家；上调主体长期信用等级的企业 1 家；评级展望由“负面”调整为稳定的企业 1 家（见表 4）。

表 4 跟踪期内信用级别调整情况

债券发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
深圳市雄韬电源科技有限公司	A/负面	BBB+/负面
深圳市嘉达高科产业发展有限公司	BBB/负面	BB+/稳定
深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	A/稳定	A+/稳定
深圳市金洲精工科技股份有限公司	A/负面	A/稳定

表 5 信用等级或评级展望调整原因概要

发行人	主要调整原因
深圳市雄韬电源科技有限公司	跟踪期内，公司被曝光发生职工铅超标事件，由此导致的职工索赔以及金融机构对公司融资条件的趋严都可能对公司未来经营产生一定负面影响。同时，公司债务规模增长较快，债务负担有所加重，债务结构不尽合理，整体偿债能力有所弱化。
深圳市嘉达高科产业发展有限公司	跟踪期内，公司经营业绩显著下滑，并在 2009 年出现亏损。同期公司应收账款和其他应收款大幅增长，经营获现能力趋弱，偿债能力有所下降。
深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	跟踪期内，产能规模扩大，订单饱满，收入及盈利规模平稳增长。此外，公司在深交所中小板块上市，募集资金 10.19 亿元人民币，有效改善了公司的资本结构，为后续项目建设提供了有效资金保障。

深圳市金洲精工科技股份有限公司	跟踪期内，PCB 行业触底回升，行业订单出货比始终处于较高水平。同期，公司采取的产品结构优化及营销升级等措施，平缓了生产经营的波动。
-----------------	--

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

国开行成立于 1994 年，是由国务院批准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(以下简称“汇金公司”) 200 亿美元的注资，注册资本增至人民币 1960.92 亿元。2008 年 12 月，国开行整体改制为“国家开发银行股份有限公司”，经资本公积、盈余公积、一般风险准备及未分配利润转增股本后，股本总额增至 3000 亿元。截至 2009 年末，股东持股情况见表 6。

表6 国开行股本结构

股东名称	出资额(亿元)	持股数(亿股)	持股占比
财政部	1539.08	1539.08	51.30%
汇金公司	1460.92	1460.92	48.70%
合计	3000.00	3000.00	100%

国开行主要通过发行金融债券筹集资金，以信贷方式为国民经济中长期发展战略服务，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，并向政府构建和谐社会的社会瓶颈问题

领域提供融资便利。同时，国开行还从事金融创新和直接投资活动。

截至2009年末，国开行下设35个分行及3个代表处，现有员工6711人。

截至 2009 年末，国开行资产总额 45410.58 亿元，其中贷款余额 37084.10 亿元；负债总额 41611.45 亿元，其中发行债券余额 32680.35 亿元；股东权益 3799.13 亿元；不良贷款率 0.94%，资本充足率 11.83%。2009 年，国开行实现营业收入 774.44 亿元，净利润 318.72 亿元。

总体看，2009 年，国开行顺利进入商业化转型过渡期，资产质量较高，盈利能力较强，债券发行量稳步上升，资本充足，财务实力较强，拥有政府的强力支持，联合资信确定国开行主体长期信用等级为 AAAPi。

本期债券已于 2010 年 11 月 14 日偿还了第一期 4 亿元本金，未来两年还将分两期偿还剩余 6 亿元本金。剩余代偿还本金占国开行 2009 年底资产总额的 0.013%、贷款余额的 0.016%，所占比例很低；占 2009 年营业收入的 0.77%，占 2009 年净利润的 1.88%，立即偿还此笔担保债务对国开行影响很小。

综合考虑，联合资信维持“07深中小债”AAA的信用级别。

附件 1 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	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 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	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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

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

附件 2 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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。

- 附件3 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4 深圳市一体医疗科技有限公司跟踪评级报告
- 附件5 深圳市中航信息科技产业有限公司跟踪评级报告
- 附件6 深圳市飞马国际供应链股份有限公司跟踪评级报告
- 附件7 深圳市金立通讯设备有限公司跟踪评级报告
- 附件8 海能达通信股份有限公司跟踪评级报告
- 附件9 深圳市好家庭实业有限公司跟踪评级报告
- 附件10 深圳市嘉达高科产业发展有限公司跟踪评级报告
- 附件11 深圳市雄韬电源科技有限公司跟踪评级报告
- 附件12 深圳市金洲精工科技股份有限公司跟踪评级报告
- 附件13 中航三鑫股份有限公司跟踪评级报告
- 附件14 深圳市远望谷信息技术股份有限公司跟踪评级报告
- 附件15 深圳市新天下集团有限公司跟踪评级报告
- 附件16 蛇口晶石电子有限公司跟踪评级报告
- 附件17 深圳市邦凯电子有限公司跟踪评级报告
- 附件18 深圳市高新奇科技股份有限公司跟踪评级报告
- 附件19 深圳宝德科技集团股份有限公司跟踪评级报告
- 附件20 深圳市驰源实业有限公司跟踪评级报告
- 附件21 深圳市豪威真空光电子股份有限公司跟踪评级报告
- 附件22 深圳市卓识教育管理顾问有限公司跟踪评级报告

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 666 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，将深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司的主体长期信用等级由A调整为A⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十月二十七日
评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市兴森快捷电路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: 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: 2010 年 10 月 27 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	10 年 6 月
现金类资产(万元)	8585.47	7127.89	105048.58
资产总额(万元)	58704.22	77216.02	185217.36
所有者权益(万元)	24964.14	29717.30	131072.55
短期债务(万元)	6285.39	15686.28	13288.86
全部债务(万元)	19604.10	28497.24	33775.51
营业收入(万元)	44220.46	50243.09	36206.39
利润总额(万元)	7730.89	9822.22	5934.80
EBITDA(万元)	11956.93	14816.25	--
经营性净现金流(万元)	13818.88	7626.46	3317.81
营业利润率(%)	36.19	37.14	37.44
净资产收益率(%)	25.58	26.15	--
资产负债率(%)	57.47	61.51	29.23
全部债务资本化比率(%)	43.99	48.95	20.49
流动比率(%)	115.63	76.15	400.10
全部债务/EBITDA(倍)	1.64	1.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.71	13.13	--
经营现金流流动负债比(%)	69.02	22.31	--

注: 公司 2008 年、2009 年及 2010 年上半年报表均经审计。

分析师

刘雅南
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 随着全球经济逐步复苏, 电子产业景气度回升。深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司(以下简称“公司”)产能规模扩大, 订单饱满, 收入及盈利规模平稳增长。2010 年 6 月 18 日, 公司在深交所中小板块上市, 募集资金 10.19 亿元人民币, 有效改善了公司的资本结构, 为后续项目建设提供了有效资金保障。同时, 联合资信也关注到公司现金收入质量下降, 以及未来产能大幅扩张可能带来市场风险等因素对公司经营及信用基本面带来的不利影响。

公司下属子公司广州兴森快捷电路科技有限公司第一期工程将于 2012 年全部建成投产, 公司综合竞争力有望进一步增强, 并有效支撑公司的信用基本面。

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由 A 调整为 A⁺, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 公司收入及利润规模平稳增长。
2. 公司上市募集资金 10.19 亿元, 为公司后续项目建设提供了有效资金保障。
3. 公司所有者权益及资产规模大幅增长, 债务负担显著下降。

关注

1. 公司现金收入质量下降, 应收账款余额大幅增长, 经营活动净现金流规模下降。
2. 公司产能迅速扩张, 公司未来面临的市场开拓压力加大。
3. 公司产品出口比例较大, 外部市场需求贸易政策变化可能给公司带来不利影响。

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“兴森科技”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，2010年6月18日公司在深交所中小板块上市（股票代码：002436），募集资金10.19亿元人民币。截至2010年6月底，公司注册资本11170.00万元人民币，公司第一大股东为邱醒亚先生，持股比例由上市前的34.23%下降至25.67%。

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（按深贸管登证字第2001-079号文办）。

截至2009年底，纳入公司合并范围的子公司4家；截至2009年底，公司员工人数1984人。

截至2009年底，公司合并资产总额77216.02万元，所有者权益29717.30万元；2009年实现营业收入50243.09万元，利润总额9822.22万元。

截至2010年6月底，公司合并资产总额185217.36万元，所有者权益131072.55万元；2010年1~6月实现营业收入36206.39万元，利润总额5934.80万元。

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

行业概况

根据世界电子电路理事长会各协会成员报

告显示，2009年全球PCB产值约444亿美元，与上年515亿美元相比，下降14%，其中欧洲和日本跌幅均超过20%。

中国PCB产业2009年产值为163.5亿美元，首次出现小幅下跌，产值同比下降3.61%。但中国PCB产值占世界市场份额比例继续上升，达到36%，行业保持了强大的调节力和竞争力，下半年出现明显复苏，并一直持续到2010年。

经营概况

公司保持中国PCB样板这一细分市场龙头低位，规模和工艺技术优势明显，2009年国内市场占有率5.41%；2009年公司连续第7年入选中国印制电路板协会发布的中国印制电路行业百强企业名单。

2009年上半年，受金融危机影响，印制电路板行业景气下滑，下游需求下滑对公司经营造成一定不利影响；2009年下半年以来，全球经济逐步复苏回暖，公司订单饱满，同时广州兴森科技公司生产基地部分投产后公司整体产能扩大，收入盈利整体保持持续增长。2009年，公司实现主营业务收入4.97亿元，较上年增长14.24%；从产品结构看，样板占70.35%，小批量板占29.65%；从销售区域看，外销占36.48%，占比较上年下降4.02个百分点。

2010年上半年，行业景气度高，公司新增产能使用均处于满负荷状态，同时公司调整和优化订单结构，巩固和扩大国内市场领先地位，大力拓展海外市场，收入及盈利较上年同期大幅增长。2010年1~6月，公司实现主营业务收入3.58亿元，较上年同期增长60.94%；其中，样板占67.49%，小批量板占32.51%；外销占42.60%，内销占57.40%。

表1 公司主营业务收入划分情况

单位：亿元/%

项目	主营业务收入			毛利润			毛利率		
	2008年	2009年	10年1-6月	2008年	2009年	10年1-6月	2008年	2009年	10年1-6月
样板	3.34	3.50	2.42	1.34	1.53	1.03	40.20	43.78	42.57

小批量板	1.01	1.47	1.16	0.24	0.35	0.33	24.26	23.70	28.48
合计	4.35	4.97	3.58	1.59	1.88	1.36	36.50	37.83	37.99

资料来源：公司提供

生产方面，公司原生产经营和办公用房均位于深圳，系租赁取得，为便于统一管理，公司本部深圳工厂相关生产经营人员均搬迁至广州兴森科技厂区内（厂房于 2008 年 9 月建成）。公司于 2009 年 7 月启动搬迁工作，2009 年 12 月完成安装调试及试运行等工作，2010 年 1 月已重新投产。为解决搬迁过渡生产衔接问题，广州兴森快捷电路科技有限公司（以下简称“广州兴森科技公司”）一期项目中的高层样板及 HDI/BBH 板生产线于 2009 年 2 月部分投产，至 2009 年 7 月，其生产能力和工艺水平均可替代深圳工厂。搬迁期间，公司订单承接顺利，2009 年公司完成订单数量 10.26 万个，单月订单生产能力达 1 万个，订单平均交货时间为 9.34 天。

原料采购方面，公司原材料主要包括覆铜板、半固化片、干膜、银盐片、阳极铜及铜箔等，2009 年上述原材料采购成本分别占采购总额的 27.98%、8.76%、8.14%、5.16%、3.12% 和 2.39%。根据巴克莱资本报告，2009 年 LME 现货铜均价每吨 5148 美元，预计 2010 年均价将上涨至 6837 美元；2011 年铜均价将小幅上涨至 1.8%。原料价格波动上升，将给公司控制采购成本带来一定压力。

销售客户方面，截至 2009 年底，公司客户总量达 2547 个，主要分布在通信、医疗电子、军工、航天电子及工业控制等诸多领域，公司客户众多且分散度高。销售区域方面，公司大力拓展美国市场，设立美国分公司，2010 年上半年美国地区销售收入同比增幅超过 100%；国内市场方面，公司通过收购宜兴硅谷电子科技有限公司（以下简称“宜兴硅谷电子”）布局华东地区，计划 2011 年开工建设一期工程，通过就地建厂有效提升华东地区产能，缩短交货期，提升市场占有率。

上市及募集资金使用

2010 年 6 月 18 日，公司在深交所中小板上市，募集资金总额为 10.19 亿元人民币，扣除各项发行费用后，公司募集资金净额为 9.66 亿元。募集资金使用情况如下：

2010 年 7 月，公司向子公司广州兴森科技公司增资 3.74 亿元，主要用于广州兴森科技公司一期工程——HDI 板、刚挠板、中高层样板及小批量板建设项目前期项目借款偿还及后期项目建设。该项目将于 2012 年全部投产，投产后公司产能将由 2009 年的 12.25 万平方米增至 28.35 万平方米。

2010 年 9 月，公司董事会通过决议，决定向宜兴硅谷电子增资 3 亿元，主要用于“中小批量 HDI 板、刚挠板及高层板新建项目”。

总体看，跟踪期内公司产能扩大，订单饱满，市场区域进一步拓展，营业收入稳定增长，盈利能力稳定。公司上市募集资金到位为公司在建项目推进提供了有力资金保障。未来，随公司产能规模逐步扩大，公司收入及利润规模有望保持稳定增长。但考虑公司产能扩张幅度较大，未来可能面临一定市场开拓风险；此外，公司产品出口比例较大，外部市场需求变化以及相关贸易保护政策环境变化可能给公司带来不利影响。

三、财务分析

公司 2009 年财务报表和 2010 年上半年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。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 77216.02 万元，所有者权益 29717.30 万元；2009 年实现营业收入 50243.09 万元，利润总额 9822.22 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司合并资产总额 185217.36 万元，所有者权益 131072.55 万元；2010 年 1~6 月实现营业收入 36206.39 万元，利润总额 5934.80 万元。

1. 盈利能力

2009 年，公司主营业务平稳增长，全年实现营业收入 50243.09 万元，较上年增长 13.62%；公司营业利润率为 37.14%，较上年提高 0.95 个百分点。

2009 年，公司期间费用 8569.85 万元，占营业收入比重为 17.06%，较上年增长 9.99%，主要系管理费用增长所致；实现利润总额 9822.22 万元，较上年上升 27.05%；公司净资产收益率和总资产收益率分别为 26.15%和 15.29%，基本与上年持平。

2010 年 1~6 月，受益于行业景气提升以及新增产能释放，公司收入盈利实现大幅增长。2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 36206.39 万元，同比增长 60.94%；实现利润总额 5934.80 万元，同比增长 26.81%；营业利润率进一步小幅上升至 37.44%。

总体看，跟踪期内，受益于行业景气回升及产能规模扩大，公司收入及利润规模均实现稳步上升，盈利能力维持在较高水平。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2009 年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 45873.56 万元，较 2008 年下降 7.40%，公司现金收入比为 91.30%，现金收入质量明显下降，主要系受金融危机影响，回款期相对较短的出口销售收入下降（公司外销客户的回款周期平均为 30 天，远低于国内客户的平均回款周期约 90 天）；经营活动产生的现金流入 46628.90 万元，较上年下降 9.90%；经营活动产生的现金流量净额为 7626.46 万元，较 2008 年下降 44.81%。

投资活动方面，2009 年公司投资活动现金

流表现为净流出，为 14085.04 万元，主要系广州兴森科技公司项目投资支出。

筹资活动方面，2009 年公司筹资活动主要表现为取得借款以及偿还债务及利息，净流入 4200.93 万元。

2010 年 1~6 月，公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 26179.21 万元，现金收入比为 72.31%，现金收入质量进一步下降，主要系公司小批量板业务增多以及军工客户（账期 180 天左右）增多，平均账期延长所致；公司经营活动产生的现金流量净额为 3317.81 万元。投资活动产生的现金流表现为净流出，为 6390.82 万元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。筹资活动产生的现金流量净额为 102126.40 万元，主要系公司上市吸收投资收到的现金。

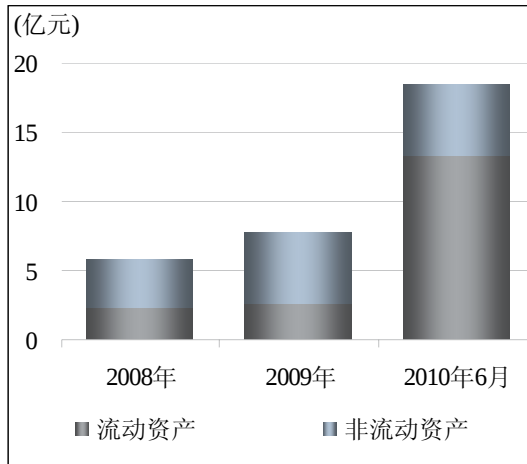
总体看，受 2009 年公司出口占比下降，以及公司业务结构及客户结构调整，公司现金收入质量明显下降，经营活动产生的现金流量净额规模下降。为快速提升产能规模，公司投资支出维持在较高水平。2010 年 6 月公司成功在中小板上市，融资额度大，权益性融资为公司募投项目顺利推进提供有力保障，短期内公司融资需求小。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2009 年底，公司合并资产总额 77216.02 万元，较上年增长 31.53%。其中，流动资产占 33.71%；非流动资产 66.29%，占比有所提高，主要系固定资产增加所致。截至 2010 年 6 月底，公司合并资产总额 185217.36 万元，较 2009 年末增长 139.90%。其中，流动资产占 71.63%，未来随着募投项目推进，募集资金将逐步转化为在建工程及固定资产科目，流动资产占比将降低。

图1 2008~2010年6月公司资产构成



资料来源：公司提供

截至2009年底，公司流动资产26031.93万元，较上年增长12.45%，主要由货币资金（占19.35%）、应收账款（42.25%）和存货（15.83%）构成。截至2009年底，公司应收票据和应收账款分别为2091.66万元和10999.06万元，分别较上年增长64.23%和55.06%；存货4120.89万元，较上年增长108.28%。

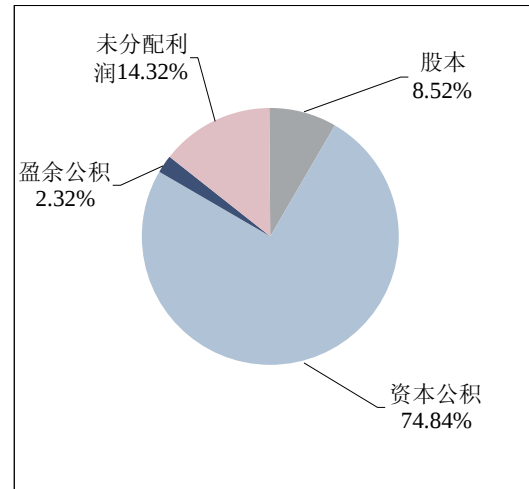
截至2010年6月底，公司流动资产132666.62万元。其中，公司货币资金占78.48%，应收账款占12.92%。

截至2009年底，公司非流动资产51184.08万元，较上年增长43.96%，主要系广州兴森科技公司在建工程完工转固定资产所致；其中固定资产47374.78万元，占比为92.56%。截至2010年6月底，公司非流动资产52550.74万元，其中固定资产占92.17%。

所有者权益

截至2009年底，公司所有者权益29717.30万元，较上年增长19.04%。2010年6月，公司在中小板上市，发行股份2793万股，募集资金10.19亿元，由此公司实收资本和资本公积相应大幅增长。截至2010年6月底，公司所有者权益131072.55万元，其构成如图所示。

图2 2010年6月底公司所有者权益构成



资料来源：公司提供

负债

截至2009年底，公司负债合计47498.72万元，比上年增长40.78%；公司资产负债率小幅上升至61.51%。公司全部债务28497.24万元，较上年增长45.36%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为48.95%和30.12%。

截至2010年6月底，公司负债合计54144.82万元，较2009年增长13.89%，主要系新增长期项目贷款所致；公司全部债务为33775.51万元，较上年增长18.52%，由于所有者权益大幅增长，公司债务负担指标大幅下降，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降至29.23%、20.49%和13.52%。考虑到公司上市募集资金将用于项目借款偿还，未来公司债务负担有望进一步下降。

总体看，跟踪期内公司债务负担大幅减轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至2009年底，公司流动比率和速动比率分别为76.15%和64.10%，分别较2008年底下降39.48个百分点和41.64个百分点；由于经营活动获现能力下降，2009年公司经营现金流动负债大幅下降46.71个百分点至22.31%，2009年公司短期偿

债能力下降明显。2010年6月底，随上市募集资金到位，公司货币资金大幅增长，公司流动比率和速动比率大幅增长至400.10%和399.44%，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力来看，2009年公司EBITDA为14816.25万元，同比增长23.91%；EBITDA利息倍数上升至13.33倍，全部债务/EBITDA为1.92倍，EBITDA对利息和全部债务的保护倍数尚可。考虑公司募集资金将首先用于偿还项目长期借款，且随公司新增产能释放，盈利规模有望提升，未来公司长期偿债能力将有所增强。

四、本期债券偿债能力

2007年，公司参与发行了“07深中小债”，发行额度为4000万元，期限为5年。根据发行条款约定，公司将从第3年（2010年）开始，按40%、30%和30%的比例逐年归还本金。公司已于2010年11月14日偿还了第一期债券本金1600万元，2011年和2012年还将分别偿还债券本金1200万元。2009年，公司EBITDA为14816.25万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的3.09倍和6.17倍，公司EBITDA对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至2010年6月底，公司在多家银行共获得银行授信额度38000.00万元，已使用额度27446.00万元，尚未使用信用额度10554.00万元，公司间接融资渠道较为畅通。

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由A调整为A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	7311.88	5036.23	-31.12	104117.69
交易性金融资产	0.00	0.00		0.00
应收票据	1273.60	2091.66	64.23	930.89
应收账款	7093.62	10999.06	55.06	17144.71
预付款项	5200.25	3321.79	-36.12	4763.25
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	292.24	462.30	58.19	219.41
存货	1978.57	4120.89	108.28	5490.68
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	23150.16	26031.93	12.45	132666.62
非流动资产：	0.00	0.00		0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	0.00		0.00
投资性房地产	0.00	0.00		0.00
固定资产	23506.80	47374.78	101.54	48437.45
在建工程	8609.09	398.52	-95.37	526.27
工程物资	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00		0.00
无形资产	2467.34	2364.46	-4.17	2327.73
开发支出	0.00	0.00		0.00
商誉	258.30	258.30	0.00	258.30
合并价差	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	92.33	404.57	338.17	590.77
递延所得税资产	620.21	383.45	-38.17	410.22
其他非流动资产	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	35554.06	51184.08	43.96	52550.74
资产总计	58704.22	77216.02	31.53	185217.36

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	6285.39	15686.28	149.57	11500.00
交易性金融负债				
应付票据				1788.86
应付账款	8049.58	12015.55	49.27	12665.84
预收款项	478.85	742.60	55.08	569.94
应付职工薪酬	1185.62	1291.70	8.95	1055.87
应交税费	490.75	235.66	-51.98	141.89
应付利息	67.92	105.92	55.94	297.83
应付股利	2513.10			0.00
其他应付款	950.16	1114.06	17.25	2146.84
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债		2991.09		2991.09
流动负债合计	20021.37	34182.86	70.73	33158.16
非流动负债：				
长期借款	9482.17	8918.67	-5.94	16566.69
应付债券	3836.54	3892.28	1.45	3919.97
长期应付款	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债		4.91		0.00
其他非流动负债	400.00	500.00	25.00	500.00
非流动负债合计	13718.71	13315.86	-2.94	20986.66
负债合计	33740.08	47498.72	40.78	54144.82
所有者权益：				
实收资本(或股本)	8377.00	8377.00	0.00	11170.00
资本公积	4227.08	4227.08	0.00	98095.11
盈余公积	2246.25	2785.68	24.01	3022.32
未分配利润	10071.68	14287.76	41.86	18750.49
外币报表折算差额	42.14	39.79	-5.57	34.63
归属于母公司权益合计	24964.14	29717.30	19.04	131072.55
少数股东权益				
所有者权益合计	24964.14	29717.30	19.04	131072.55
负债和所有者权益总计	58704.22	77216.02	31.53	185217.36

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 年 1~6 月
一、营业收入	44220.46	50243.09	13.62	36206.39
减: 营业成本	28112.62	31471.94	11.95	22602.64
营业税金及附加	102.41	109.40	6.82	49.21
销售费用	3515.87	3456.72	-1.68	2818.37
管理费用	3159.32	3984.71	26.13	3356.85
财务费用	1116.20	1128.42	1.09	1068.43
资产减值损失	431.77	462.76	7.18	377.78
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00		0.00
投资收益	-54.61	0.00	-100.00	0.00
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00		0.00
	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	7727.65	9629.14	24.61	5933.13
加: 营业外收入	173.62	313.81	80.74	3.18
减: 营业外支出	170.39	120.74	-29.14	1.50
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00		0.00
	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	7730.89	9822.22	27.05	5934.80
减: 所得税费用	1346.12	2050.99	52.36	1235.42
	0.00	0.00		0.00
四、净利润	6384.76	7771.22	21.72	4699.38

附件 3-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 年 1~6 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	49539.77	45873.56	-7.40	26179.21
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	2210.38	755.34	-65.83	162.26
经营活动现金流入小计	51750.14	46628.90	-9.90	26341.47
购买商品、接受劳务支付的现金	24063.01	22728.51	-5.55	12695.97
支付给职工以及为职工支付的现金	5988.63	8089.34	35.08	5851.24
支付的各项税费	2933.98	3433.56	17.03	2419.20
支付其他与经营活动有关的现金	4945.66	4751.04	-3.94	2057.25
经营活动现金流出小计	37931.27	39002.44	2.82	23023.66
经营活动产生的现金流量净额	13818.88	7626.46	-44.81	3317.81
二、投资活动产生的现金流量:	0.00	0.00		0.00
收回投资收到的现金	0.00	0.00		0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00		0.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	3479.35	436.30	-87.46	0.00
投资活动现金流入小计	3479.35	436.30	-87.46	7.90
购建固定资产、无形资产等支付的现金	15825.09	14511.34	-8.30	6398.72
投资支付的现金				
取得子公司等支付的现金净额	10167.52			0.00
支付其他与投资活动有关的现金	61.63	10.00	-83.77	0.00
投资活动现金流出小计	26054.23	14521.34	-44.26	6398.72
投资活动产生的现金流量净额	-22574.88	-14085.04	-37.61	-6390.82
三、筹资活动产生的现金流量:	0.00	0.00		0.00
吸收投资收到的现金	4400.00	0.00	-100.00	98144.50
取得借款收到的现金	16635.65	24500.00	47.27	12946.55
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	2988.00		360.00
筹资活动现金流入小计	21035.65	27488.00	30.67	111451.05
偿还债务支付的现金	9566.16	15876.07	65.96	8324.29
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3288.27	6885.48	109.40	681.83
支付其他与筹资活动有关的现金	343.40	525.52	53.04	318.54
筹资活动现金流出小计	13197.83	23287.07	76.45	9324.65
筹资活动产生的现金流量净额	7837.83	4200.93	-46.40	102126.40
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-153.02	-17.99	-88.25	28.07
五、现金及现金等价物净增加额	-1071.20	-2275.64	112.44	99081.46
加: 期初现金及现金等价物余额	8383.08	7311.88	-12.78	5036.23
六、期末现金及现金等价物余额	7311.88	5036.23	-31.12	104117.69

附件 3-2 2008~2009 年现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	增长率 (%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	6384.76	7771.22	21.72
其中: 归属于母公司的净利润	0.00	0.00	
少数股东损益	0.00	0.00	
加: 资产减值准备	431.77	462.76	7.18
固定资产折旧及其他	2669.84	3643.20	36.46
无形资产摊销	240.23	115.46	-51.94
长期待摊费用摊销	199.76	106.96	-46.46
处置固定资产、无形资产等损失		-29.52	
固定资产报废损失	2.49	9.18	268.32
公允价值变动损失			
财务费用	1125.22	950.39	-15.54
投资损失	54.61		
递延所得税资产减少	-494.43	236.75	-147.88
递延所得税负债增加		4.91	
待摊费用减少	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	
存货的减少	247.69	-2142.32	-964.91
经营性应收项目的减少	4237.41	-5158.64	-221.74
经营性应付项目的增加	-1280.48	1656.11	-229.34
其他	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	13818.88	7626.46	-44.81

附件 4 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.28	4.68	--
存货周转次数(次)	14.21	10.32	--
总资产周转次数(次)	0.75	0.74	--
现金收入比(%)	112.03	91.30	72.31
盈利能力			
营业利润率(%)	36.19	37.14	37.44
总资本收益率(%)	16.83	15.29	--
净资产收益率(%)	25.58	26.15	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	34.79	30.12	13.52
全部债务资本化比率(%)	43.99	48.95	20.49
资产负债率(%)	57.47	61.51	29.23
偿债能力			
流动比率(%)	115.63	76.15	400.10
速动比率(%)	105.74	64.10	399.44
经营现金流动负债比(%)	69.02	22.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.71	13.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.64	1.92	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 667 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市一体医疗科技股份有限公司主体长期信用等级为BBB⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十一月一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市一体医疗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: 稳定上次评级结果: BBB⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2010 年 11 月 1 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
现金类资产(万元)	526.65	4575.09	3842.29
资产总额(万元)	25238.90	29209.78	37109.61
所有者权益(万元)	8070.90	12314.49	15265.03
长期债务(万元)	3885.72	12298.14	14944.35
全部债务(万元)	11335.72	15898.14	21044.35
营业收入(万元)	7617.62	11580.72	5449.04
利润总额(万元)	1919.46	4973.96	3523.75
EBITDA(万元)	4074.82	7758.47	--
经营性净现金流(万元)	1931.41	6404.01	--
营业利润率(%)	76.38	72.48	81.61
净资产收益率(%)	17.99	34.46	--
资产负债率(%)	68.02	57.84	58.87
全部债务资本化比率(%)	58.41	56.35	57.96
流动比率(%)	99.10	260.81	284.04
全部债务/EBITDA(倍)	2.78	2.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.12	6.82	--
经营现金流动负债比(%)	14.54	140.77	--

注: 2008~2009 年数据均来自中审国际会计师事务所出具的审计报告(中审国际 审字【2010】第 01020022 号)。2010 年 1~6 月报表未经审计。

分析师

刘雅南

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 深圳市一体医疗科技股份有限公司(以下简称“公司”) 医疗器械租赁业务发展迅速, 带动公司收入及利润规模增长; 现金收入质量提高, 经营活动净现金流规模大幅增长。但联合资信同时关注到, 由于公司加大设备租赁项目的拓展与建设, 部分销售客户变成租赁客户, 公司医疗器械销售收入有所下滑。

未来, 考虑到国家未来几年将加大对基础医疗器械领域的投资, 以及公司储备网点陆续投运, 公司收入和利润有望保持增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑, 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. 2010 年新医改政策实施, 有助于医药行业保持快速增长。
2. 公司肿瘤诊疗领域研发能力较强, 2009 年公司获“国家级高新技术企业”称号。
3. 跟踪期内, 公司医疗器械租赁业务发展迅速, 带动公司收入及利润规模大幅增长。
4. 跟踪期内, 公司现金收入质量提高, 经营活动净现金流规模大幅增长。
5. 公司短期债务占比降低, 债务结构有所优化, 短期偿债能力增强。

关注

1. 跟踪期内, 公司加大设备租赁项目的拓展与建设, 部分销售客户变成租赁客户, 致使公司医疗器械销售收入有所下滑。

一、公司概况

深圳市一体医疗科技股份有限公司（原名为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。2010 年 8 月 24 日，公司完成整体改制为股份公司的工商登记变更，更为现名。截至 2010 年 9 月底，公司注册资本 8496.00 万元人民币，股权结构如表 1 所示；公司实际控制人为刘丹宁。

表 1 截至 2010 年 9 月底公司股权结构

股东名称/姓名	占注册资本的比例
深圳市金之林投资发展有限公司 (实际控制人为刘丹宁)	35.96%
刘丹宁	6.59%
江苏中科华艺创业投资有限公司	7.91%
上海晋宇投资管理有限公司	6.64%
山西大正元投资咨询有限公司	6.50%
深圳硅谷天堂阳光创业投资有限公司	6.00%
深圳市金益信和投资发展有限公司	5.10%
世盈(厦门)创业投资有限公司	8.00%
建银国际医疗保健投资管理(天津)有限公司	2.00%
万行实业投资有限公司	2.00%
上海正同创业投资有限公司	6.00%
其他 6 名自然人股东	7.30%

资料来源：公司提供

公司经营范围为：生产销售二类医疗器械、三类医疗器械；医疗器械租赁等。

截至 2010 年 6 月底，纳入公司合并范围的子公司 2 家，均为全资子公司，分别为西安一体医疗科技有限公司（以下简称“西安一体”）和北京一体智健医疗科技有限公司（以下简称“北京一体”）。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 29209.78 万元，所有者权益 12314.49 万元；2009 年实现营业收入 11580.72 万元，利润总额 4973.96 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司合并资产总额 37109.61 万元，所有者权益 15265.03 万元；2010

年 1~6 月实现营业收入 5449.04 万元，利润总额 3523.75 万元。

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、经营管理分析

1. 经营分析

行业概况

公司属于医疗器械行业。据国家食品药品监督管理局网站统计数据，2009 年中国医药工业总产值已达 10048 亿元，年增长率为 21.02%。2010 年 1~5 月，中国医药工业累计完成工业总产值 4608.90 亿元，比 2009 年同期增长 26.04%，增幅比 2009 年同期增幅上升 8.01 个百分点；累计实现利润总额 453.10 亿元，比 2009 年同期增长 36.72%，增幅提升 18.77 个百分点，延续大幅增长趋势。其中，医疗器械子行业完成产值 394.54 亿元，同比增长 25.22%；行业平均销售利润率为 13.22%，较上年同期略有下降。2010 年是新医改政策实施年，预计未来一段时期内医药工业高增速将得以保持。

经营情况

跟踪期内，公司推进业务整合，业务构架逐渐清晰。目前，公司以医疗器械租赁和医疗器械销售为主业（公司本部为经营主体，原子公司深圳市一体设备租赁公司已于 2009 年 11 月注销）。

表 2 2008~2010 年 6 月公司营业收入构成

单位：万元/%

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 1~6 月	
			收入	毛利率
医疗器械销售	5454.44	3507.63	1029.91	65%
医疗器械租赁	1783.91	7403.33	4301.31	90%
其他业务	379.27	669.76	117.82	90%
总计	7617.62	11580.72	5449.04	86%

资料来源：公司提供

2009 年，公司实现营业收入 11580.72 万元，

较 2008 年大幅增长 52.03%。其中，医疗器械租赁收入占 63.93%；医疗器械销售收入占 30.29%。2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 5449.04 万元。其中，医疗器械租赁收入 4140.57 万元，占 78.94%，占比进一步提高。2010 年 1~6 月，公司毛利率达 86%，主营业务盈利能力提高。

租赁业务

医疗器械租赁方面，公司用于租赁的医疗器械一方面来自于自产，主要是伽玛刀等公司主导产品，另一方面来自外购，主要包括直线加速器等；租赁对象主要为综合性医院或专科医院。2009 年，公司增投租赁设备 24 台，其中全身热疗系统 2 台，伽玛刀 8 台，直加 5 台，核磁共振设备 1 台，其他配套设备 8 台，扩张速度较快；截至 2009 年底，公司租赁设备合计达 37 台，其中伽玛刀 13 台；截至 2010 年 6 月底，公司租出设备的网点达 12 个，运行设备近 45 台，加上待开业的近 20 家网点储备，公司肿瘤诊疗网络初具规模。此外，公司增强对租赁项目服务支持包括加强对肿瘤中心技术支持力度、加强对租赁设备维护管理、协助租赁网点所在医院开展专家义诊等活动（25 批次），提供差异化服务优势，提升综合竞争力。

租赁业务收入模式方面，公司一般采取以网点为基本核算单位，结合网点投入设备情况，以该网点医疗收入为基础，按固定分成比例收取租金。

销售业务

医疗器械销售方面，2009 年及 2010 年 1~6 月公司主要产品销量如表 3 所示。公司主导产品伽玛刀销量平稳，2009 年，较 2008 年下降 20.16%，2010 年销售价格略有提高；全身热疗系统 2009 年销量为 4 台，销量下滑 50%，平均销售价格。总体看，由于公司加大设备租赁项目的拓展与建设，导致公司原来可以直接实现销售的客户转变为设备租赁的合作伙伴，致使公司医疗器械销售收入有所下滑。

表 3 公司主要产品销量

单位：台

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 1~6 月
全身热疗系统	8	4	1
全身红光系统	18	6	0
伽玛刀	3	3	1

资料来源：公司提供

产品结构方面，在国家加大对基层医疗卫生服务体系投入的政策背景下，公司在原来放疗、热疗及光疗三大治疗类产品基础上，增加“低成本、可批量生产、可进入政府招标采购”的检测类产品。目前该检测仪在系统测试与优化阶段，处在由仿体测试向人体测试的过度阶段。待上述产品投入后，公司产品结构将更为多元化。

总体看，跟踪期内公司设备租赁网点增幅较快，租赁收入大幅增长带动营业收入及利润规模大幅增长，盈利能力维持高水平。未来随储备网点陆续投运，公司业绩有望保持稳定增长。

研发情况

跟踪期内，公司研发工作稳步推进，在肿瘤诊疗领域保持较强研发优势。2009 年，公司获“国家级高新技术企业”称号。2009 年，公司研发投入金额 803.34 万元，占营业收入 7%（见表 4）；2010 年 1~6 月公司研发投入金额为 401.40 万元。2009 年累计申请专利 10 项。。

表 4 2009~2010 年 6 月科研投入明细表

年份	项目	研发投入（万元）	占营业收入比例（%）
2009 年	公司本部	507.37	5%
	西安一体	295.97	6%
	合计	803.34	7%
2010 年 1~6 月	公司本部	234.56	5%
	西安一体	166.84	23%
	合计	401.40	7%

资料来源：公司提供

未来发展

公司未来定位为“肿瘤诊疗设备整体解决方案提供商”。

未来两年，公司将加大医疗器械租赁方面

的投入，与四十家以上医院建立合作关系，形成遍布全国的合作网络。财务目标方面，公司致力于形成持续健康的盈利能力。总体看，公司业务结构的转型将有利于公司保持收入及利润的稳定增长。

2. 管理分析

2010年7月起，公司增加副董事长一名（目前公司共有董事11名）。常卫玲女士，1965年9月出生，中国国籍，无永久境外居留权，拥有人民大学财政学学士学位和中欧国际商学院工商管理硕士学位。曾担任中化远东国际租赁有限公司副总经理，世盈（厦门）创业投资有限公司董事、总经理及投资委员会委员，拥有丰富的企业管理与资本运作经验。

四、募集资金使用情况

本期债券募集资金4000.00万元原计划用于“一体产业园”建设，由于原拟定的园区地

点离市区较远，出于公司人员稳定的考虑，公司已放弃龙岗大工业区的土地，并在市内交通条件较好的区域寻找新的建园土地。目前，本期债券募集资金主要投向公司生产经营所需营运资金。

五、财务分析

2009~2010年度，公司进一步理清业务结构，规范财务管理及财务核算，推进股改进程。公司提供了2008年、2009年及2010年1月报表，并经中审国际会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告（中审国际审字【2010】第01020022号）。公司提供的2010年1~6月报表未经审计。

公司2009年纳入报表合并范围的子公司共2家，较2008年减少1家，主要系深圳市一体设备租赁公司因2009年11月注销不再纳入合并范围所致。

表5 公司纳入财务报表合并范围变化情况

公司名称	取得方式	2009	2008	备注
北京一体智健医疗科技有限公司	设立	100%	100%	2008年年初持股比例为91%，2008年8月收购少数股权后，持股比例变更为100%。
深圳市一体设备租赁有限公司	设立	----	100%	一体租赁成立于2008年7月22日，自成立之日起纳入合并范围。2009年11月决议注销，自决议日起不再纳入合并范围
西安一体医疗科技有限公司	企业合并	100%	100%	2008年年初持股比例为66.67%，2008年收购少数股权后持股比例变更为100%。

资料来源：公司2009年审计报告

截至2009年底，公司合并资产总额29209.78万元，所有者权益12314.49万元；2009年实现营业收入11580.72万元，利润总额4973.96万元。

截至2010年6月底，公司合并资产总额37109.61万元，所有者权益15265.03万元；2010年1~6月实现营业收入5449.04万元，利润总额3523.75万元。

1. 盈利能力

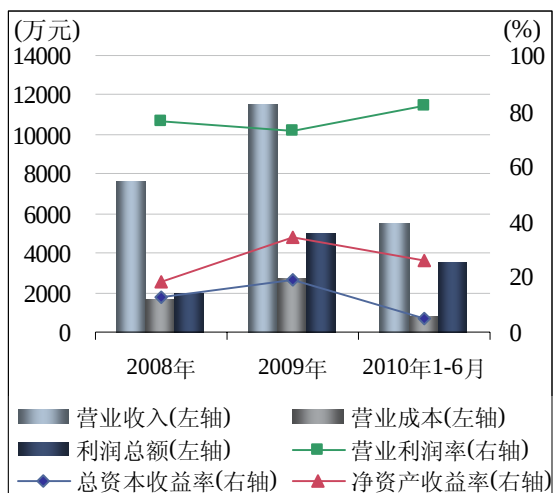
随公司医疗器械租赁网点大幅增加，2009年公司营业收入较2008年大幅增长52.03%，全年实现营业收入11580.72万元；尽管2009年毛利率较高的租赁业务占比提高，但由于产品销售板块业务毛利率大幅下滑（产品升级使得2008年该板块毛利率达73%，而2009年仅为55%，主要系2009年公司对历史库存产品作了翻新故毛利下降），致使营业利润率为小幅下滑至72.48%，但公司主营业务盈利能力仍维持

高水平。

2009 年，公司期间费用合计为 4616.64 万元，占营业收入的 39.86%，占比较上年下降 14.62 个百分点，但仍处于较高水平；公司实现营业利润 4205.55 万元，较上年增长 206.62%；实现利润总额 4973.96 万元，较上年上升 159.13%；净资产收益率和总资本收益率分别上升至 34.46%和 19.07%。

2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 5449.04 万元，营业利润 2063.74 万元，利润总额 3523.75 万元；营业利润率为 81.61%。

图 1 公司盈利情况



资料来源：公司提供

总体看，公司经营状况良好，随着公司租赁板块经营规模的扩大，公司收入和利润规模大幅提升。受益于良好的行业前景及公司自身的综合实力，未来公司收入及利润规模有望稳定增长。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2009 年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 13552.17 万元，较 2008 年增长 76.90%；公司现金收入比上升至 117.02%，较上年增加 16.45 个百分点，现金收入质量有所提高，主要系医疗设备租赁业务现金收入质量较好；经营活动产生的现金流量净额为 6404.01 万元，较上年大幅增长 231.57%。

投资活动方面，2008 年公司无投资活动产生的现金流入；投资活动产生的现金流出量 6404.01 万元，全部为购建固定资产、无形资产等支付现金。

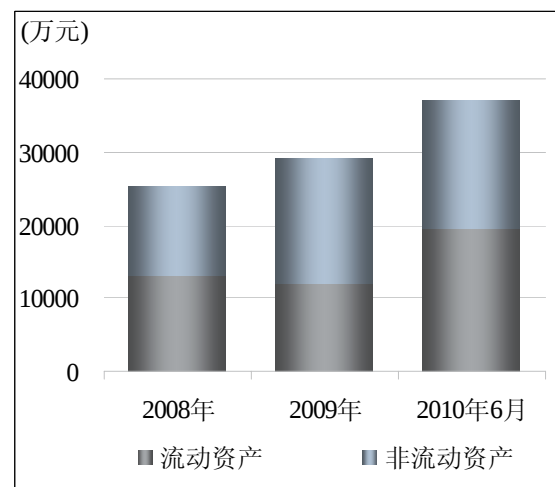
筹资活动方面，2009 年公司筹资活动产生的现金流入为 23400.00 万元，全部为公司增加借款所致；公司筹资活动产生的现金流量净额表现为 4741.44 万元。

总体看，随公司租赁板块业务占比大幅提升，公司经营活动产生的现金流入量及现金净流量规模大幅提升，现金收入质量有所提高；但由于投资活动支出和偿还债务规模较大，公司仍存在较大对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

图 2 公司资产构成



资料来源：公司提供

截至 2009 年底，公司合并资产总额 29209.78 万元，较期初增长 15.73%。其中，流动资产占 40.62%，非流动资产 59.38%。截至 2010 年 6 月底，公司合并资产总额 37109.61 万元，其中，流动资产占 52.82%，非流动资产 47.18%。公司资产结构的变化主要系公司投入租赁的设备由存货转入固定资产大约需要半年周期所致。

截至 2009 年底，公司流动资产 11864.71

万元，较期初下降 9.86%，主要系应收账款、存货及其他应收款减少所致。其中，货币资金 4575.09 万元，较期初大幅增长 768.72%，货币资金充裕；应收账款 2855.51 万元，较期初下降 35.01%，主要欠款客户有中国人民解放军第一零五医院、上海安平医疗器械有限公司、深圳市爱视利达科技有限公司、广州德明医院以及中国人民解放军第三零七医院，前五名欠款客户欠款合计占应收账款总额的 55.02%；存货 2105.90 万元，较期初下降 55.10%，主要系设备租赁用固定资产所致；其他应收款 497.88 万元，较 2008 年下降 80.60%，主要系 2009 年公司清理关联单位欠款所致。

截至 2010 年 6 月底，公司流动资产 19599.57 万元，较 2009 年底增长 65.19%，主要系预付款项和其他应收款增长所致。其中，公司其他应收款 2597.24 万元，其中应收广州市合成兆业发展有限公司医疗设备处置款 2070.00 万元，占比达 79.29%。

截至 2009 年底，公司非流动资产 17345.07 万元，较期初增长 43.63%，主要系投入租赁的固定资产大幅增长所致。截至 2009 年底，公司固定资产 14444.01 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司非流动资产 17345.07 万元，其中固定资产 84.97%。

所有者权益

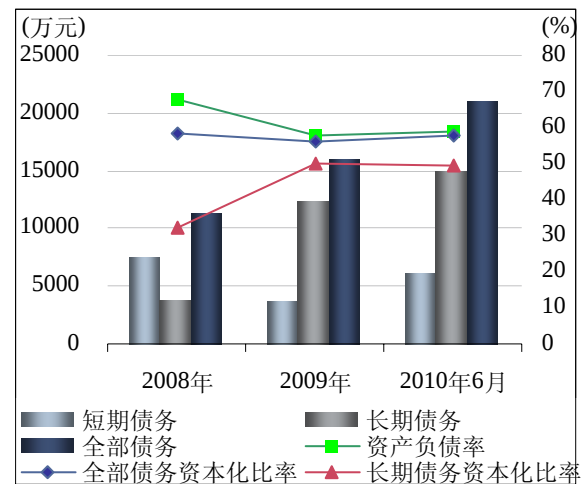
截至 2009 年底，公司所有者权益 12314.49 万元，较 2008 年增长 52.58%，主要系未分配利润大幅增长所致；其中实收资本占 68.99%。截至 2010 年 6 月底，未分配利润增加带动公司所有者权益进一步增长至 15265.03 万元。总体看，公司所有者权益构成稳定性较好。

负债

截至 2009 年底，公司负债合计 16895.30 万元，比 2008 年略有下降；公司资产负债率略有下降，为 57.84%；全部债务合计 15898.14 万元，较上年增长 216.50%，主要系长期借款（用于对外采购设备及肿瘤项目建设）增长所

致，但由于公司所有者权益大幅增长，公司全部债务资本化比率为 56.35%，较 2008 年略有下降。截至 2010 年 6 月底，公司全部债务上升至 21044.35 万元；由于公司所有者权益增幅较大，公司债务指标变化不大。整体看，公司债务负担仍较重，但债务结构有所优化。

图 3 公司有息债务情况



资料来源：公司提供

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，公司调整债务结构，短期债务占比降低，2009 年底公司流动比率和速动比率分别大幅上升至 260.81% 和 214.52%，2009 年公司经营现金流流动负债比上升至 140.77%。2010 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 284.04% 和 249.07%。公司短期偿债能力增强。

从长期偿债能力来看，2009 年公司 EBITDA 为 7758.47 万元，同比增长 90.40%；EBITDA 利息倍数提高至 6.82 倍，全部债务/EBITDA 为 2.05 倍。总体看，公司长期偿债能力适宜。

六、本期债券偿债能力

2007 年，公司参与发行了“07 深中小债”，发行额度为 4000 万元，期限为 5 年。根据发行条款约定，公司将从第 3 年（2010 年）开始，

按 40%、30%和 30%的比例逐年归还本金。公司已于 2010 年 11 月 14 日偿还了第一期债券本金 1600 万元，2011 年和 2012 年还将分别偿还债券本金 1200 万元。2009 年，公司 EBITDA 为 7758.47 万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的 3.23 倍和 6.47 倍，公司 EBITDA 对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至 2010 年 6 月底，公司现金类资产 3842.29 万元，是 2011 年到期债券本金的 2.40 倍，对本期债券的保护能力强。2009 年，公司 EBITDA 对 2011 年到期债券本金覆盖倍数为 4.85 倍，保护能力较好。

截至2010年6月底，公司在多家银行共获得银行授信额度 22500.00 万元，已使用额度 17100.00 万元，尚未使用信用额度 5400.00 万元，公司间接融资渠道较为畅通。

综合考虑，联合资信维持公司长期信用等级 BBB⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	526.65	4575.09	768.72	3842.29
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	4393.44	2855.51	-35.01	3434.39
预付款项	985.58	1830.33	85.71	7312.34
应收利息				
应收股利				
其他应收款	2566.88	497.88	-80.60	2597.24
存货	4690.04	2105.90	-55.10	2413.31
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	13162.58	11864.71	-9.86	19599.57
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	9417.62	14444.01	53.37	14697.50
在建工程	0.00	333.60		390.22
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	350.00	230.00	-34.29	170.00
开发支出	175.97	231.79	31.72	337.74
商誉	765.99	765.99	0.00	765.99
合并价差	236.49	431.89	82.62	411.85
长期待摊费用	1130.24	901.03	-20.28	736.74
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	12076.31	17345.07	43.63	17510.03
资产总计	25238.90	29209.78	15.73	37109.61

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	6450.00	2000.00	-68.99	4500.00
交易性金融负债				
应付票据	1000.00	0.00	-100.00	0.00
应付账款	660.15	283.53	-57.05	243.36
预收款项	812.12	23.93	-97.05	15.25
应付职工薪酬	59.25	205.56	246.96	93.54
应交税费	1016.31	196.44	-80.67	200.74
应付利息	38.00	38.00	0.00	152.00
应付股利	0.00	0.00		0.00
其他应付款	3246.45	201.69	-93.79	47.33
预计负债				
一年内到期的非流动负债	0.00	1600.00		1600.00
其他流动负债				48.00
流动负债合计	13282.27	4549.15	-65.75	6900.23
非流动负债：				
长期借款	0.00	10000.00		12600.00
应付债券	3885.72	2298.14	-40.86	2344.35
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债	0.00	48.00		0.00
非流动负债合计	3885.72	12346.14	217.73	14944.35
负债合计	17167.99	16895.30	-1.59	21844.58
所有者权益：				
实收资本(或股本)	8496.00	8496.00	0.00	8496.00
资本公积	2425.42	2425.42	0.00	2425.42
盈余公积	0.00	58.90		58.90
未分配利润	-2850.52	1334.16	-146.80	4284.70
归属于母公司权益合计	8070.90	12314.49	52.58	15265.03
少数股东权益				
所有者权益合计	8070.90	12314.49	52.58	15265.03
负债和所有者权益总计	25238.90	29209.78	15.73	37109.61

附件 2 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 年 1~6 月
一、营业收入	7617.62	11580.72	52.03	5449.04
减：营业成本	1644.46	2749.05	67.17	783.03
营业税金及附加	154.75	437.45	182.68	218.90
销售费用	750.41	743.30	-0.95	563.54
管理费用	2405.18	2736.85	13.79	1133.93
财务费用	994.26	1136.49	14.30	556.53
资产减值损失	296.97	-427.97	-244.11	129.38
加：公允价值变动收益				
投资收益				
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	1371.60	4205.55	206.62	2063.74
加：营业外收入	555.47	788.76	42.00	1460.02
减：营业外支出	7.61	20.34	167.26	0.00
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额	1919.46	4973.96	159.13	3523.75
减：所得税费用	467.68	730.38	56.17	573.21
四、净利润	1451.79	4243.58	192.30	2950.54

附件 3-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	增长率 (%)
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	7661.00	13552.17	76.90
收到的税费返还	442.59	700.01	58.16
收到其他与经营活动有关的现金	565.58	425.55	-24.76
经营活动现金流入小计	8669.17	14677.73	69.31
购买商品、接受劳务支付的现金	3089.11	2448.36	-20.74
支付给职工以及为职工支付的现金	819.44	1180.98	44.12
支付的各项税费	720.87	2709.48	275.86
支付其他与经营活动有关的现金	2108.34	1934.91	-8.23
经营活动现金流出小计	6737.76	8273.72	22.80
经营活动产生的现金流量净额	1931.41	6404.01	231.57
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、无形资产等支付的现金	7894.25	7097.00	-10.10
投资支付的现金			
取得子公司等支付的现金净额	23.00	0.00	-100.00
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计	7917.25	7097.00	-10.36
投资活动产生的现金流量净额	-7917.25	-7097.00	-10.36
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	300.00	0.00	-100.00
取得借款收到的现金	7300.00	23400.00	220.55
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	7600.00	23400.00	207.89
偿还债务支付的现金	6925.00	17850.00	157.76
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	702.66	808.56	15.07
支付其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	7627.66	18658.56	144.62
筹资活动产生的现金流量净额	-27.66	4741.44	-17242.84
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	-6013.50	4048.45	-167.32
加: 期初现金及现金等价物余额	6540.14	526.65	-91.95
六、期末现金及现金等价物余额	526.65	4575.09	768.72

附件 3-2 2008~2009 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	增长率 (%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	1451.79	4243.58	192.30
其中: 归属于母公司的净利润			
少数股东损益			
加: 资产减值准备	296.97	-427.97	-244.11
固定资产折旧及其他	908.42	1365.66	50.33
无形资产摊销	120.00	120.00	0.00
长期待摊费用摊销	138.88	161.18	16.05
处置固定资产、无形资产等损失	4.54	12.01	164.83
固定资产报废损失			
公允价值变动损失			
财务费用	988.06	1137.68	15.14
投资损失	0.00	0.00	
递延所得税资产减少	-510.20	229.21	-144.93
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-1000.05	2584.14	-358.40
经营性应收项目的减少	3788.27	2034.90	-46.28
经营性应付项目的增加	-4255.26	-5056.39	18.83
其他	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	1931.41	6404.01	231.57

附件 4 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	1.73	3.20	--
存货周转次数(次)	0.35	0.81	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.43	--
现金收入比(%)	100.57	117.02	--
盈利能力			
营业利润率(%)	76.38	72.48	81.61
总资本收益率(%)	12.57	19.07	--
净资产收益率(%)	17.99	34.46	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	32.50	49.97	49.47
全部债务资本化比率(%)	58.41	56.35	57.96
资产负债率(%)	68.02	57.84	58.87
偿债能力			
流动比率(%)	99.10	260.81	284.04
速动比率(%)	63.79	214.52	249.07
经营现金流动负债比(%)	14.54	140.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.12	6.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.78	2.05	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 668 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市中航信息科技产业股份有限公司主体长期信用等级为BBB，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十一月二十四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市中航信息科技产业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: BBB 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2010 年 11 月 24 日

财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 6 月
现金类资产(万元)	5657.91	8093.44	10773.15	8531.36
资产总额(万元)	16849.43	20805.22	30654.89	32481.68
所有者权益(万元)	8806.94	12594.89	16641.49	19532.18
短期债务(万元)	2773.00	1900.00	2900.00	5500.00
全部债务(万元)	3273.00	4821.52	5897.06	10397.40
营业收入(万元)	16891.02	20084.80	22810.08	7828.70
利润总额(万元)	2919.99	3463.76	4285.27	273.17
EBITDA(万元)	3718.77	4005.19	4756.91	--
经营性净现金流(万元)	2355.05	3169.60	2240.39	-6527.15
营业利润率(%)	38.08	34.89	36.49	32.48
净资产收益率(%)	33.72	27.69	24.32	--
资产负债率(%)	47.73	39.46	45.71	39.87
全部债务资本化比率(%)	27.09	27.68	26.16	34.74
流动比率(%)	209.51	360.98	222.94	326.94
全部债务/EBITDA(倍)	0.88	1.20	1.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.24	9.84	13.29	--
经营现金流动负债比(%)	31.22	59.93	20.47	--

分析师

黄滨

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

深圳市中航信息科技产业股份有限公司 (以下简称“公司”) 是国内存折票据打印机重要制造厂商之一, 具有一定品牌优势。跟踪期内, 在金融危机蔓延、市场需求下降的外部环境下, 公司通过不断推出新产品、整合销售网络、拓展非金融市场等措施, 生产经营继续保持了良好的发展态势, 在专业打印机行业继续保持领先地位。公司经营性净现金流和 EBITDA 对本期债券保障能力较强。

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 关注到公司业务有较强的季节性, 存货、应收账款规模较大; 债务负担有所上升; 公司正在筹划上市, 其进程存在一定不确定性。

综合考虑, 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. 公司在存折票据打印机等专业打印机领域拥有产品研发、客户资源等竞争优势。
2. 公司新拓展了 RFID 系统等新业务, 业务结构有所优化。
3. 公司现金类资产充足, EBITDA 和经营性现金流状况较好, 对本期债券保障能力较强。

关注

1. 公司产品销售对金融行业依赖程度较高。
2. 公司产品有较强的季节性, 存货、应收账款规模较大。
3. 公司债务负担有所上升。
4. 公司正在筹划上市, 其进程存在一定不确定性。

一、企业概况

深圳市中航信息科技产业股份有限公司（以下简称“公司”）前身为深圳市中航信息科技产业有限公司，成立于2001年12月，注册资本人民币600万元。经多次股权转让与变更，注册资本增至人民币3000万元。2008年4月，公司整体改制为股份有限公司，注册资本增至8700万元。2010年5月，国信弘盛投资有限公司增资人民币2440万元（其中增加注册资本为人民币500万元，其余1940万元计入资本公积）。截至2010年6月底，公司注册资本为9200万元，由常远（持股26.24%）、张健全（持股26.24%）等10位自然人和浙江天堂硅谷创业集团有限公司（持股22.07%）、深圳市国成科技投资有限公司（持股6.24%）、国信弘盛投资有限公司（持股5.44%）和深圳市世纪大吉网络通讯有限公司（持股1.58%）分别持股。公司实际控制人是常远和张健全。

公司的经营范围为：生产专业打印机；计算机、打印机及外围设备的技术开发、销售、售后服务、维修及配件耗材的销售，数据通讯设备、办公自动控制设备、网络、软件的技术开发、销售（不含专营、专控、专卖商品及限制项目）；经营进出口业务（具体按深贸进准字[2001]2323号资格证书办理）。

截至2009年底，公司合并资产总额30654.89万元，所有者权益16641.49万元（其中包含少数股东权益246.47万元）；2009年公司实现营业收入22810.08万元，利润总额4285.27万元。

截至2010年6月底，公司合并资产总额

32481.68万元，所有者权益19532.18万元（其中包含少数股东权益425.92万元）；2010年1~6月，公司实现营业收入7828.70万元，利润总额273.17万元。

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、激光打印机、行式打印机等专业打印机，产品已广泛应用于金融、制造、烟草、公共事业、物流等行业。跟踪期内，在金融危机蔓延、市场需求下降的外部环境下，公司通过不断推出新产品、整合销售网络、拓展非金融市场等措施，生产经营继续保持了良好的发展态势，在专业打印机行业继续保持领先地位。

公司生产经营的主体有公司本部、公司全资子公司深圳市中航软件技术有限公司（以下简称“中航软件”）及惠州中航科技工业有限公司（公司持股66.67%）。

从产品分类看，2009年，公司存折打印机产销量和外包与耗材服务业务稳步增长。2009年，公司实现主营业务收入22780.21万元，较2008年增长13.47%，其中存折票据打印机销售收入占公司主营业务收入的80%左右，且毛利率是公司各业务板块中最高的业务。2009年，公司把RFID技术（射频识别技术）成功应用于烟草、银行、粮食系统，初步解决了传统产品市场容量的瓶颈，业务发展空间迅速扩大。

表1 2008~2010年1-6月公司主营业务收入和毛利率情况

项目	2008年			2009年			2010年1-6月		
	主营业务收入(万)	占比(%)	毛利率(%)	主营业务收入(万元)	占比(%)	毛利率(%)	主营业务收入(万元)	占比(%)	毛利率(%)
存折打印机	15084.01	75.14	40.99	18074.41	79.34	40.26	5459.63	69.94	31.06
行式打印机	2774.17	13.82	21.37	2659.59	11.68	26.54	753.49	9.65	23.68
激光打印机	959.70	4.78	18.78	374.88	1.65	22.67	70.84	0.91	41.69
RFID	--	--	--	326.93	1.44	32.00	316.08	4.05	26.85

外包业务及耗材	1257.67	6.26	10.63	1344.40	5.90	11.66	1205.91	15.45	46.24
合计	20075.55	100.00	35.31	22780.21	100.00	36.56	7805.96	100.00	32.62

资料来源：公司财务报告

2010年上半年，公司实现营业收入7828.70万元，同比增长12.08%；利润总额277.76万元，同比略下降1.65%，但仅相当于2009年营业收入的34.32%和利润总额的6.37%。主要是因为公司业务季节性变化很大，随金融机构采购周期的变化而变化，而金融机构采购主要在下半年进行。从公司第四季度销售情况来看（见表2），公司2008年和2009年第四季度分别完成销售收入8822.60万元和10297.11万元，分别占2008年和2009年营业收入的44.86%和45.14%。综合看，第四季度是金融机构采购的付款高峰期，如果2010年金融机构采购能够保持以往的水平，预计2010年下半年公司业务量能继续稳步增长。

表2 2008~2009年公司第四季度销售金额

	2008年	2009年
10月	2367.59	1952.01
11月	2294.71	1853.95
12月	4160.29	6491.15
第四季度销售收入总计（万元）	8822.60	10297.11
占全年营业收入比重（%）	44.86	45.14%

资料来源：公司提供

研发方面，2009年公司推出了5款拥有自主知识产权的新产品，包括打印速度领先的PR-V存折打印机、节能和运行成本较低的PR-C存折打印机、BSE-4300A存折补登终端、中航通道式RFID读写装置等，受到用户好评。

荣誉方面，2009年，公司取得IT行业首家“售后服务体系五星级”认证，并获得“2009年金融展优秀设备奖”、“全国售后服务行业十佳单位”等荣誉。

总体看，公司打印机产品业务结构稳定，在产品品质、性价比、应用以及服务等方面综合优势较强。

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%。

该项目原计划位于深圳市龙岗区，但后因土地批复问题，改在广东省惠州市进行，其土地使用权面积为34247.90平方米，使用年限为50年，该土地使用权证已办理完毕，2008年开始计入无形资产，目前工地已开始前期施工。项目由公司控股子公司惠州中航科技工业有限公司负责实施。截至2010年6月底，募集资金已全部投入计划安排，目前公司已成功研发出PR-C、PR-V和PR-T等产品，并已进入生产阶段；其余多款产品正在陆续研发过程中。

3. 公司上市进展情况

公司于2008年4月整体改制为股份有限公司，并于2008年5月正式向证监局报送了上市辅导备案材料。目前公司正在密切关注资本市场动向，寻找合适时机上报材料。

三、财务分析

公司2007~2010年6月三年加一期连审合并财务报表经中磊会计师事务所有限责任公司审计，出具了标准无保留意见的审计报告。

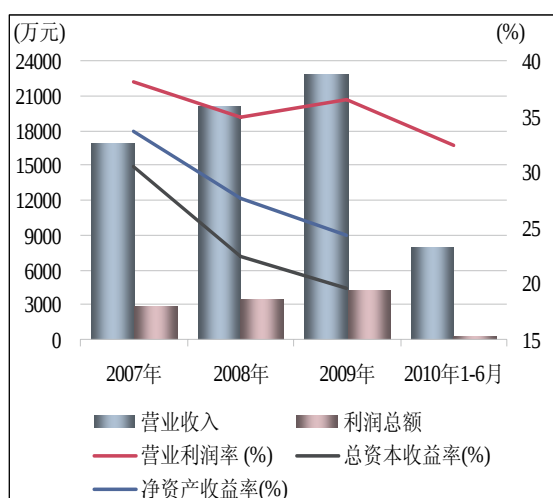
1. 盈利能力

2009年，公司实现营业收入22810.08万元，利润总额4285.27万元，与上年相比分别增长13.57%和23.72%。随着公司全国销售网络的逐步完善以及管控能力的提高，公司2009年期间费用为3996.74万元，与上年相比基本保持稳定。

从盈利指标看,2009 年公司营业利润率为 36.49%,较上年略有上升;但因所有者权益增速快于净利润增速,公司净资产收益率和总资产收益率较上年均略有下降,分别为 24.32%和 19.54%(见图 1)。

打印机行业销售特点是客户在年末集中采购,受产品订货周期的季节性影响,2010 年上半年公司实现营业收入 7828.70 万元,利润总额 273.17 万元,同比分别增长 12.08%和下降 1.65%,相当于 2009 年全年的 34.32%和 6.37%。

图 1 公司盈利能力情况



资料来源: 联合资信整理

2. 现金流及保障

从经营活动看(见图 2),2009 年公司经营活动产生的现金流入量为 25189.42 万元,主要是销售商品、提供劳务收到的现金,公司现金收入比为 106.54%,较上年略有下降,公司收入实现质量仍较好。经营活动产生的现金流量净额均表现为净流入,三年分别为 2355.05 万元、3169.60 万元和 2240.39 万元。

从投资活动看,因公司募投项目建设进行中,公司投资现金流出全部是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金,三年分别为 200.39 万元、728.15 万元和 583.71 万元,2007~2008 年公司没有投资性现金流入,2009 年仅为 7 万元,规模很小,因此投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出。近三年公司

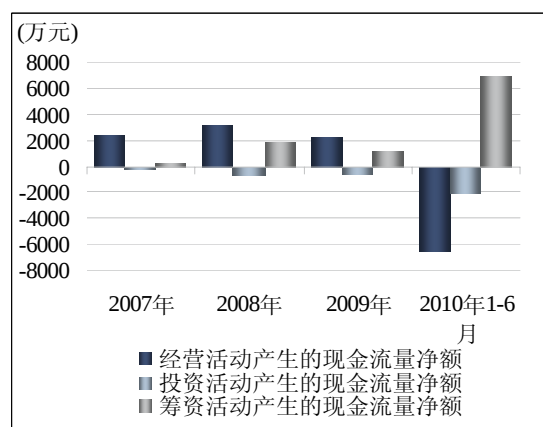
筹资活动前现金流量净额分别为 2154.67 万元、2441.45 万元和 1663.68 万元,经营活动产生的现金流量净额能够覆盖投资活动产生的现金净流出。

从筹资活动看,公司 2008 年筹资活动现金流入 5300.00 万元,主要是银行借款 2000 万元和发行债券收到 3000 万元;2009 年公司筹资活动现金流入 4200.00 万元,主要是银行借款 4000 万元。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金,2009 年筹资活动产生的现金流量净额为 1132.00 万元。

2010 年 1~6 月,受季节性因素影响,公司销售商品、提供劳务收到的现金为 7624.39 万元,仅相当于 2009 年全年的 31.37%。为提前备货,公司购买商品、接受劳务支付的现金为 11629.50 万元,因此经营活动产生的现金流量净额为-6527.15 万元。因支付北京办公场所房款 1956 万元,导致投资活动现金流出增长至 2141.48 万元,投资活动产生的现金流量净额为 2141.42 万元。2010 年 1~6 月,公司筹资活动现金流入量大幅增至 9896.00 万元,主要是吸收投资收到的现金(国信弘盛投资有限公司增资人民币 2440 万元),以及取得借款收到的现金 7456.00 万元,相应筹资活动产生的现金流量净额为 6907.56 万元。

总体看,公司收入实现质量较好,经营性现金流状况正常,随着公司未来资本性支出不断增加,公司对外筹资压力明显增大。

图 2 公司现金流情况



资料来源: 联合资信整理

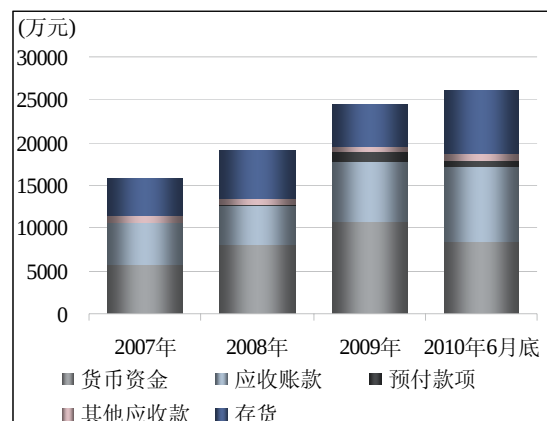
3. 资本及债务结构

截至 2009 年底，公司合并资产总额 30654.89 万元，较上年大幅增长 47.34%。其中流动资产占 79.59%，非流动资产占 20.41%。公司流动资产以货币资金（占 44.15%）、应收账款（占 29.02%）和存货（占 19.78%）为主。货币资金主要以银行存款为主（占比 92.04%）。应收账款方面，账龄一年内的占比高，累计坏账计提较充分；公司的客户主要为各类银行等金融机构，客户信用较好，公司一般会给予客户一定的信用期，一般为三个月，公司存在超过一年以上的账龄的应收账款主要原因是公司与客户间存在一定的合同尾款，部分客户会要求按合同金额的 3%-5%作为公司提供相关售后服务的保证金，在公司承担的售后服务期满后支付给公司，因此公司同时存在时间较长的应收账款。存货方面，公司存货主要以原材料和库存商品为主，2009 年公司存货同比下降 15.93%，主要因为打印机市场需求回暖，加快原材料和库存商品流转。公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成，分别占比 82.22%和 12.71%。其中固定资产 2009 年大幅增加至 5143.46 万元，主要是为促进销售和服务，公司在北京新购置了价值 3519.88 万元的办公场所（五成按揭，十年还款）。无形资产为 2008 年新增，主要是土地使用权和 ERP 财务软件使用权。

截至 2010 年 6 月底，公司资产总额为 32481.68 万元，其中流动资产占 80.34%，非流动资产占 19.66%。公司资产构成以流动资产为主，与 2009 年底相比变化不大。流动资产科目的变化主要是存货增加至 7414.28 万元，主要因公司的销售旺季为每年的下半年，尤其是第四季度，因此每年年末的存货数量相对较小，而每年的上半年，公司为准备下半年旺季的产品销售，会适当增加备货。

总体看，公司资产结构合理，资产构成以流动资产为主，货币资金占比较高，资产流动性较好。

图 3 公司流动资产情况

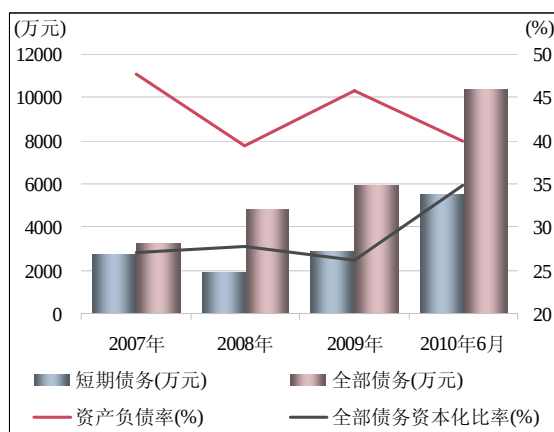


资料来源：联合资信整理

公司 2001 年成立时注册资本为人民币 600 万元，经多次股权转让、变更与注资，截至 2009 年底，公司注册资本增至人民币 8700 万元。2010 年 5 月，国信弘盛投资有限公司增资人民币 2440 万元，其中注册资本为人民币 500 万元，其余 1940 万元计入资本公积。2009 年底，公司所有者权益主要由股本和未分配利润构成，分别占 52.28%和 41.34%。截至 2010 年 6 月底，公司所有者权益 19532.18 万元，其中少数股东权益为 425.92 万元，其构成与 2009 年底基本一致。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2009 年底，公司负债合计 14013.40 万元，其中流动负债占 78.10%，非流动负债占 21.90%。其中流动负债较 2008 年大幅增长 106.93%，主要是短期借款和其他应付款（系北京军华房地产开发有限公司应付未付的房款 1956 万元，已于 2010 年 1 月 15 日支付）增长所致。受流动负债大幅增长影响，公司 2009 年底资产负债率为 45.71%，较上年有所上升；全部债务资本化比率为 26.16%，与上年基本持平。截至 2010 年 6 月底，公司负债合计 12949.50 万元，全部债务合计 10397.40 万元。公司资产负债率为 39.87%，全部债务资本化比率为 34.74%，公司债务负担有所加重，但债务水平仍在合理范围（见图 4）。

图4 公司债务情况



资料来源：联合资信整理

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，受流动负债增速较快的影响，2009年公司流动比率为222.94%，速动比率为178.85%，均较上年大幅下降。2009年，公司经营现金流动负债比为20.47%，与2008年的59.93%相比大幅下降了39.46个百分点，经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力下降。2010年6月底，公司流动比率和速动比率分别为326.94%和234.05%，较2009年底有所回升，接近2008年底水平。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2009年公司实现EBITDA4756.91万元，较上年略有上升；全部债务/EBITDA由2008年的1.20倍上升至1.24倍；EBITDA利息倍数由9.84倍上升至13.29倍。总体看，公司EBITDA对利息及全部债务的保障能力较强。

截至2010年6月底，公司现金类资产8531.36万元，是本期债券额度的2.84倍，公司现金类资产对本期债券的保障能力较强。2009年，公司经营活动产生的现金流入量为25189.42万元，为本期债券额度的8.40倍；经营活动产生的现金流量净额为2240.39万元，为本期债券额度的0.75倍；2009年公司实现EBITDA4756.91万元，为本期债券额度的1.59倍。总体看，公司经营活动产生的现金流量和EBITDA对本期债券额度的覆盖程度较高。

2007年，公司参与发行了“07深中小债”，发行额度为3000万元，期限为5年。根据发行条款约定，公司将从第3年（2010年）开始，按40%、30%和30%的比例逐年归还本金。公司已于2010年11月14日偿还了第一期债券本金1200万元，2011年和2012年还将分别偿还债券本金900万元。2009年，公司EBITDA为4756.91万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的2.64倍和5.29倍，公司EBITDA对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至2010年6月底，公司获得银行授信额度7397万元，已全部使用。

截至2010年6月底，公司无对外担保。

综合考虑，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。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 6 月底
流动资产：					
货币资金	5657.91	8093.44	10773.15	37.99	8531.36
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	5005.96	4563.81	7080.53	18.93	8589.12
预付款项	33.25	150.68	1083.96	470.98	803.96
应收保费					
应收利息					
应收股利					
其他应收款	678.05	544.45	636.35	-3.12	757.55
买入返售金融资产					
存货	4426.99	5739.23	4824.91	4.40	7414.28
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	15802.15	19091.61	24398.91	24.26	26096.27
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	997.27	901.06	5143.46	127.10	5105.93
在建工程			84.55		202.59
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		692.84	795.14		856.52
开发支出			133.38		92.57
商誉					
长期待摊费用					
递延所得税资产	50.00	119.72	99.46	41.04	127.80
其他非流动资产					
非流动资产合计	1047.28	1713.61	6255.99	144.41	6385.42
资产总计	16849.43	20805.22	30654.89	34.88	32481.68

附件 1-2 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）	2007 年	2008 年	2009 年	变动率（%）	2010 年 6 月底
流动负债：					
短期借款	2773.00	1400.00	2900.00	2.26	5500.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	1011.57	2293.13	3807.58	94.01	1253.55
预收款项	2325.22	306.19	691.96	-45.45	572.30
应付职工薪酬	5.07	9.41	6.78	15.59	7.84
应交税费	1135.25	608.86	1155.34	0.88	110.73
应付利息		28.50	28.50		114.00
应付股利					
其他应付款	292.37	142.72	2354.11	183.76	423.59
一年内到期的非流动负债		500.00			
其他流动负债					
流动负债合计	7542.48	5288.81	10944.26	20.46	7982.01
非流动负债：					
长期借款	500.00			-100.00	1897.40
应付债券		2921.52	2997.06		3000.00
长期应付款					
递延收益			72.08		70.10
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	500.00	2921.52	3069.14	147.76	4967.49
负债合计	8042.48	8210.34	14013.40	32.00	12949.50
所有者权益（或股东权益）：					
股本	3000.00	8700.00	8700.00	70.29	9200.00
资本公积	3094.00	56.94	56.94	-86.43	1996.94
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	271.29	353.79	758.45	67.20	783.52
一般风险准备					
未分配利润	2441.65	3218.26	6879.62	67.86	7125.80
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益	8806.94	12329.00	16395.02	36.44	19106.27
少数股东权益		265.89	246.47		425.92
所有者权益（或股东权益）合计	8806.94	12594.89	16641.49	37.46	19532.18
负债和所有者权益（或股东权益）总计	16849.43	20805.22	30654.89	34.88	32481.68

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 1-6 月
一、营业收入	16891.02	20084.80	22810.08	16.21	7828.70
减: 营业成本	10419.70	13016.53	14452.25	17.77	5261.00
营业税金及附加	39.76	61.30	35.31	-5.77	25.09
销售费用	1262.53	1799.24	1712.88	16.48	996.90
管理费用	1331.29	1895.87	1894.53	19.29	1048.25
财务费用	694.93	398.03	389.33	-25.15	237.29
资产减值损失	240.09	-221.77	206.30	-7.30	142.33
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					
二、营业利润	2902.72	3135.61	4119.48	19.13	117.85
加: 营业外收入	20.50	352.00	165.78	184.38	155.40
减: 营业外支出	3.23	23.85		-100.00	0.07
其中: 非流动资产处置损失					0.07
三、利润总额	2919.99	3463.76	4285.27	21.14	273.17
减: 所得税费用	-50.00	-24.18	238.67		22.48
四、净利润	2970.00	3487.94	4046.60	16.73	250.69
归属于母公司所有者的净利润	2970.00	3522.05	4066.02	17.01	271.25
少数股东损益		-34.11	-19.42		-20.55
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益					
(二) 稀释每股收益					
六、其他综合收益					
七、综合收益总额	2970.00	3487.94	4046.60	16.73	250.69
归属于母公司所有者的综合收益总额	2970.00	3522.05	4066.02	17.01	271.25
归属于少数股东的综合收益总额		-34.11	-19.42		-20.55

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	10 年 1-6 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	17883.35	22949.62	24301.93	16.57	7624.39
收到的税费返还		288.31	16.85		
收到其他与经营活动有关的现金	716.42	2068.01	870.64	10.24	994.44
经营活动现金流入小计	18599.78	25305.94	25189.42	16.37	8618.82
购买商品、接受劳务支付的现金	11007.50	15967.42	16680.69	23.10	11629.50
支付给职工以及为职工支付的现金	960.24	929.63	1274.15	15.19	726.53
支付的各项税费	357.33	1999.37	1600.16	111.62	1100.93
支付其他与经营活动有关的现金	3919.66	3239.92	3394.03	-6.95	1689.02
经营活动现金流出小计	16244.72	22136.34	22949.02	18.86	15145.98
经营活动产生的现金流量净额	2355.05	3169.60	2240.39	-2.46	-6527.15
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			7.00		0.07
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计			7.00		0.07
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	200.39	728.15	583.71	70.67	2141.48
投资支付的现金					
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	200.39	728.15	583.71	70.67	2141.48
投资活动产生的现金流量净额	-200.39	-728.15	-576.71	69.65	-2141.42
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	3924.00	300.00	200.00	-77.42	2440.00
取得借款收到的现金	7920.00	2000.00	4000.00	-28.93	7456.00
发行债券收到的现金		3000.00			
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	11844.00	5300.00	4200.00	-40.45	9896.00
偿还债务支付的现金	11614.77	3373.00	3000.00	-49.18	2900.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金					
支付其他与筹资活动有关的现金		148.11	68.00		88.44
筹资活动现金流出小计	11614.77	3521.11	3068.00	-48.60	2988.44
筹资活动产生的现金流量净额	229.23	1778.89	1132.00	122.22	6907.56
四、汇率变动对现金的影响	-18.15	-19.70	8.79		1.71
五、现金及现金等价物净增加额	2365.74	4200.64	2804.47	8.88	-1759.30
加: 年初现金及现金等价物余额	2046.99	3703.70	7904.34	96.51	10708.81
年末现金及现金等价物余额	4412.74	7904.34	10708.81	55.78	8949.51

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	10 年 1-6 月
1、将净利润调节为经营活动现金流量：					
净利润	2970.00	3487.94	4046.60	16.73	250.69
加：计提的资产减值准备	240.09	-221.77	206.30	-7.30	142.33
固定资产折旧	89.74	128.71	90.20	0.26	168.63
无形资产摊销		5.82	23.40		21.57
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）					0.07
固定资产报废损失					
财务费用	709.04	406.90	358.05	-28.94	157.35
投资损失（减：收益）					
递延所得税资产的减少（减：增加）	-50.00	-69.72	20.26		-28.34
递延所得税负债的增加（减：减少）					
存货的减少（减：增加）	1568.31	-1312.25	914.32	-23.65	-2589.37
经营性应收项目的减少（减：增加）	-555.61	458.32	-3601.85	154.61	-752.83
经营性应付项目的增加（减：减少）	-2616.51	285.65	183.11		-3897.25
其他					
经营活动产生的现金流量净额	2355.05	3169.60	2240.39	-2.46	-6527.15
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	4412.74	7904.34	10708.81	55.78	8949.51
减：现金的期初余额	2046.99	3703.70	7904.34	96.51	10708.81
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	2365.74	4200.64	2804.47	8.88	-1759.30

附件 4 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.56	4.20	3.92	--
存货周转次数(次)	2.00	2.56	2.74	--
总资产周转次数(次)	1.07	1.07	0.89	--
现金收入比(%)	105.87	114.26	106.54	97.39
盈利能力				
营业利润率(%)	38.08	34.89	36.49	32.48
总资本收益率(%)	30.46	22.36	19.54	--
净资产收益率(%)	33.72	27.69	24.32	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	5.37	18.83	15.26	20.05
全部债务资本化比率(%)	27.09	27.68	26.16	34.74
资产负债率(%)	47.73	39.46	45.71	39.87
偿债能力				
流动比率(%)	209.51	360.98	222.94	326.94
速动比率(%)	150.81	252.46	178.85	234.05
EBITDA 利息倍数(倍)	5.24	9.84	13.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.88	1.20	1.24	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.66	0.51	0.28	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.04	6.00	4.65	--
经营现金流动负债比(%)	31.22	59.93	20.47	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 669 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市飞马国际供应链股份有限公司主体长期信用等级为A⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十月二十二日

评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市飞马国际供应链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: 2010 年 10 月 22 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	10 年 6 月
现金类资产(万元)	30021.23	163742.59	208185.31
资产总额(万元)	114654.09	290573.65	336428.15
所有者权益(万元)	43320.98	43879.17	46058.18
短期债务(万元)	41596.39	208049.17	267444.30
全部债务(万元)	50744.23	215559.49	274572.28
营业收入(万元)	234893.04	134567.75	115513.49
利润总额(万元)	4356.09	2290.40	4261.57
EBITDA(万元)	9346.18	7468.11	--
经营性净现金流(万元)	-3157.66	5589.53	14623.85
营业利润率(%)	4.89	7.89	7.64
净资产收益率(%)	8.09	3.98	--
资产负债率(%)	62.22	84.90	86.31
全部债务资本化比率(%)	53.95	83.09	85.64
流动比率(%)	158.61	114.42	112.90
全部债务/EBITDA(倍)	5.43	28.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.56	2.15	--
经营现金流流动负债比(%)	-5.08	0.02	--

注: 公司 2010 年 6 月数据未经审计。

分析师

黄 滨

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评估观点

跟踪期内, 深圳市飞马国际供应链股份有限公司(以下简称“公司”)初步形成了较为完善的全国网络布局; 综合物流服务及贸易执行等供应链服务继续保持了良好的发展势头。2010 年上半年, 公司综合物流服务和物流园业务综合毛利率大幅上升, 营业收入和利润总额大幅增长。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到因贸易执行和出口供应链服务以货值计入收入, 其变化对公司营业收入、综合毛利率影响大; 公司负债水平高, 债务负担重; 贸易执行业务占用资金较高, 对公司风险管理提出更高要求。

未来随着政府扶持政策的陆续落实以及公司业务结构调整的逐步完成, 公司收入及利润水平将有所提升, 发展前景良好。

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

优势

1. 公司贸易执行相关业务发展迅速, 在 IT、3C 和能源等领域发展潜力大。
2. 除与中石油、飞利浦等知名公司保持了良好的合作关系外, 公司还在能源物流方面新开拓了大唐电力、华电集团等发电企业客户, 进一步扩大和强化了公司的品牌优势。
3. 公司现金类资产充裕, 经营活动现金流入量规模大, 对本期债券的保障能力强。

关注

1. 受外部需求下降影响, 公司 2009 年出口供应链业务有所下滑。
2. 贸易执行业务占用资金较高, 毛利率较低。

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。

3. 公司筹资性现金流规模大增，对外筹资压力较大；债务负担持续加重，相关偿债指标趋于弱化。
4. 公司飞马华南塑胶物流园技术改造项目已暂缓，后续进展值得持续关注。

一、主体概况

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。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，股本增至 13600 万元，公司简称“飞马国际”，股票代码 002210。经 2009 年 6 月和 2010 年 5 月两次实施资本公积金转增股本方案，截至 2010 年 6 月底，公司注册资本为 30600 万元，实际控制人为黄壮勉先生。

公司主营业务为供应链管理服务，主要服务包括国际采购执行、国际订单执行、精益物流（VMI·DC）、贸易执行（采购执行·销售执行）、塑化交易与综合供应链服务、标案执行、进出口通关服务、保税物流、大型及特种设备国际供应链管理服务等。公司内设总裁办、财务中心、证券部、人力资源中心、金融中心、信息中心、风控中心、运营中心共 8 个职能部门，以及东莞、华南（不含东莞）、华东、华北四大平台（详见附件 1-1）。截至 2010 年 6 月底，公司控股、全资公司共计 11 家（详见附件 1-2）。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 290573.65 万元，所有者权益 43879.17 万元（其中少数股东权益 579.66 万元）；2009 年实现营业收入 134567.75 万元，利润总额 2290.40 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司合并资产总额 336428.15 万元，所有者权益 46058.18 万元（其中少数股东权益 596.95 万元）；2010 年 1~6 月实现营业收入 115513.49 万元，利润总额 4261.57 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

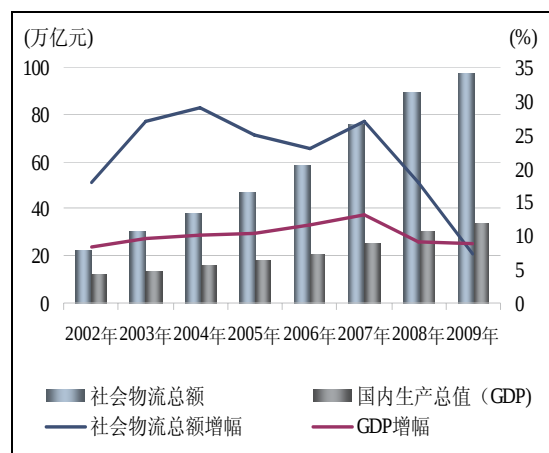
1. 行业概况

行业现状

①社会物流总额持续增长，增幅有所放慢

2009 年，在《物流业调整和振兴规划》等政策的支持和推动下，中国社会物流总额实现 96.65 万亿元，同比增长 7.4%，反映出物流需求在经济增长的带动下，呈现出止跌企稳、加快回升的良好发展态势。

图 1 2002~2009 年中国社会物流总额与 GDP 情况



资料来源：国家统计局及中国物流与采购联合会；

注：国内生产总值增幅及社会物流总额增幅均按照现价而非可比价格计算。

根据中国物流与采购联合会、中国物流信息中心公布的最新统计数据显示，2010 年上半年，国民经济总体态势良好，在此宏观经济环境下，中国物流运行继续保持平稳较快增长。2010 年上半年，全国社会物流总额为 58 万亿元，按可比价格计算，同比增长 18.4%，比上年同期加快 12.4 个百分点。反映出物流需求在经济增长的带动下，呈现明显回升态势。

②相关行业固定资产投资规模不断扩大

2009 年，中国物流相关行业固定资产投资 2.57 万亿元，同比增长 47.6%。其中，交通运输业固定资产投资 1.95 万亿元，同比增长 48.4%，占物流相关行业固定资产投资的 75.80%。2010 年上半年，物流相关行业固定资产投资完成额 11601 亿元，同比增长 25.5%，

增幅与同期城镇固定资产投资增幅持平，比上年同期回落 36.3 个百分点。

行业关注

①物流成本较高，但存在较大下降空间

2002~2009 年，中国全国社会物流总费用逐年上升。2009 年全国社会物流总费用 6.08 万亿元，同比增长 7.2%，与 GDP 的比率为 18.1%，同比持平。2010 年上半年，社会物流总费用为 30901 亿元，同比增长 17.8%，社会物流总费用与 GDP 的比率为 17.9%，比上年同期下降 0.1 个百分点。而发达国家社会物流总费用与 GDP 的比率一般为 8%~10%。一定程度上反映出中国物流成本较高，仍存在着较大的下降空间。

②物流行业进入壁垒较低，行业利润率低

物流行业进入壁垒较低，尤其是低端物流市场已经是供大于求，价格战不断，加上物流业的税负问题和高企的物流要素成本，使整个物流行业的平均毛利率由 2000 年的 30% 左右跌至 2009 年的 10% 以下，行业利润率只有 3% 左右，已进入微利时代。

行业政策

2009 年 3 月，国务院出台《物流业调整和振兴规划（2009—2011 年）》，物流行业成为政府 2009 年列入调整振兴的十大产业中唯一的生产性服务业。规划出台后，各级地方政府纷纷制定细则予以落实，从已经公布的地方性物流发展规划看，地方政府普遍将现代物流业列为未来重点发展的现代服务业的支柱产业，制定了致力于成为本地区乃至亚洲、全球物流中心的宏伟目标，且根据当地的市场需求、产业布局、商品流向、资源环境、交通条件、区域规划等因素提出了具体的发展方向。2009 年 8 月，深圳市发布《深圳市贯彻实施国家〈物流业调整和振兴规划〉方案(2009—2012 年)》，主要包括强化物流集散功能，建设全球性物流枢纽城市；打通四大物流通道，构建区域性多式联运中心；创新产业发展模式，打造最优秀物流服务城市；促进产业协作融合，构筑亚太供应链管理中心；发展数字物流体系，建成区域

性物流信息平台等。预计在 2010 年国家公布各项振兴物流业发展的细则后，地方物流规划将进入加快制定和公布实施阶段。

未来发展

中国物流业商机巨大，中国国民经济的持续健康发展和国际地位的不断提高，为物流业发展提供了广阔的前景。一方面中国的石油、矿产等很多资源要依赖国际市场；另一方面，中国正在成为全球的制造业中心，国际市场对中国的依赖程度也在不断加大。

总的来看，物流业发展有着良好的政策环境，是国家重点支持的服务业之一，享受较多的政策支持和资金支持。随着国民经济的持续增长和经济发展对物流依赖程度的逐步提高，以及经济全球化、一体化的发展，物流行业的市场需求将逐步增长，其发展潜力较大。

2. 经营分析

公司主营业务为供应链管理服务，目前采取以综合物流服务为基础，以塑胶物流园区服务为支撑，以贸易执行和保税物流服务为拓展方向，以互相协同的业务结构为保障的业务发展模式。截至 2010 年 6 月底，公司控股、全资子公司共计 11 家。公司物流网络从以深圳为基地，辐射上海、北京、苏州等地，初步形成了华北、华东、华南和西部四大营运中心以及较为完善的全国网络布局，服务客户主要有中石油、三星、大唐电力、华电集团、国电集团、山西省国新能源发展集团、莱宝资源有限公司（NOBLE RESOURCES PTE LTD）、嘉能可国际股份有限公司（Glencore International SA）和博地（Peabody COALTRADE Asia Private Ltd）等国内外著名企业。

2009 年以来，公司营业收入波动较大，主要由于出口供应链服务业务均为形式买断，公司按照一定的费率收取客户的综合服务费，但货物的价值也包含在收入和成本中，因此放大了公司营业收入的波动性。其中综合物流服务业务是公司最重要的业务板块，是公司主要利

润来源，但由于新增的 VMI 精益物流服务以及塑化产品的仓储服务尚在起步阶段，前期成本摊销较大，该板块 2009 年毛利率有所下降；物流园经营业务受金融危机影响较大，但由于其成本中的部分投资性房地产的摊销已计提完，成本大幅下降，因而其毛利率在收入下降的情况下反而比 2008 年同期有所上升；近年贸易执行业务和出口供应链服务业务的收入占比高，但毛利率水平很低。总体看，综合物流服务和物流园经营业务是公司利润的主要来源（见表

1）。

2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 11.55 亿元，占 2009 年全年的 85.84%，其中贸易执行业务收入占比大幅提高，达到 87.68%；受经济环境的影响以及公司业务方向调整所致，公司综合物流服务收入和出口供应链服务收入大幅下降，同比分别下降 54.81%和 86.16%；由于贸易执行业务利润水平较低，公司整体毛利率略有下滑，为 7.84%。

表 1 2008 年~2010 年上半年公司营业收入、毛利率及占比分行业情况

分产品	2008 年			2009 年			2010 年 1-6 月		
	营业收入 (万元)	营业收入 占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	营业收入占 比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	营业收入 占比 (%)	毛利率 (%)
综合物流服务收入	19787.86	8.42	32.37	27189.12	20.2	25.01	6737.43	5.83	38.94
贸易执行收入	44717.23	19.04	5.9	52768.56	39.21	3.79	101282.82	87.68	5.13
物流园经营收入	3265.05	1.39	35.12	3238.8	2.41	59.42	1684.89	1.46	70.82
出口供应链服务收入	167122.89	71.15	1.22	51371.27	38.18	1.05	5808.36	5.03	0.79
合计	234893.04	100	5.21	134567.75	100	8.37	115513.5	100	7.84

资料来源：公司年报

综合物流服务业务

综合物流服务是公司最主要的业务板块之一，主要包括国际物流（中石油物流总包业务及其他客户的进出口业务、保税物流等）和国内物流（塑胶物流园增值服务和其国内物流）两部分。

国际物流方面，目前公司已与中石油形成了稳定的合作关系，业务量逐年递增。截至 2009 年底，公司已成为中石油的设备国际采购物流细分市场的龙头服务商，所占市场份额达 70% 以上。由于中石油目前正在进行“西气东输”二线管道工程建设，预计在 2011 年前完工，随着工程规模的加速，公司承接的相关设备物流量也将快速上升。如果考虑到与其它公司、新客户签订的长期合作框架协议以及中石油其它一些工程，如新建油气田、大型设备维修更替等的设备运输需求，公司业务量还将有所增长，公司的目标是未来几年将份额增加到 80%。总体看，中石油是国家三大石油公司之一，其生

产经营具有较高的稳定性，业务波动性相对较小，公司与中石油长期稳定的合作关系使公司的综合物流服务收入保持了良好的稳定性和持续性。随着公司从石化向 IT、煤炭等行业进军，公司与中石油的业务收入占公司总收入的比例在逐年下降，2009 年仍占 25% 左右，单一客户集中度依然较高。另外，公司也为加工贸易型企业提供一体化的保税区物流和供应链管理服务，涉及的行业包括 IT、汽车零配件、机电机械、航材、消费品等。目前公司已经与具有资源优势的区域物流服务供应商展开了全面的战略合作，全国物流业务网络和平台的构建正在逐步完善。

国内物流方面，公司主要依托黄江塑胶物流园为相关企业进行综合物流增值服务，主要为客户提供采购优化方案、特定的供应商库存管理、存货规划与管理控制、门到门运输以及全程物流管理等。该业务既帮助了公司很好的积聚和稳定客户，又能进一步拓展公司的综合

物流服务规模。

2010 年上半年，公司综合物流服务的毛利率比上年同期增加了 7.44%，主要是公司大力拓展桩基型的综合物流服务，毛利率相对较高的 VMI 精益物流服务、国际物流以及塑化产品的仓储服务等业务在该项业务中所占的权重不断加大，同时公司加强成本控制、减少费用支出所致。

物流园经营业务

物流园经营方面，虽然公司该项收入一直较稳定，但 2008 年以来受金融风暴的影响，珠三角地区部分相关企业经营情况紧张，对黄江塑胶物流园的出租率和物流业务量也造成一定的负面影响，其 2008 年和 2009 年经营收入比 2007 年同期均有所下降，但对公司实际经营影响不大。2010 年上半年，物流园经营收入的毛利率大幅增加至 70.82%，主要是因为其成本中的部分投资性房地产的摊销已计提完，导致其成本有所下降，相应毛利率大幅上升。

贸易执行和出口供应链服务业务

近年来，公司贸易执行服务（国内物流）和出口供应链服务（国际物流）高速增长，已成为公司新的业务拓展方向。2009 年底，公司开始向煤炭、铁矿石等能源行业提供贸易执行服务，新领域的增量使得该业务在 2010 上半年就实现超过 10 亿元的营业收入。

公司在煤炭方面的贸易执行业务主要分为动力煤和焦煤两块，动力煤方面主要从菲律宾、马来西亚、印尼等东南亚国家和南非等地进口，通过海铁联运至国内电厂。此外，公司已于 2010 年 6 月开始国内电煤业务，主要是将山西、内蒙古的电煤通过公铁联运至国内电厂。目前的主要客户是大唐等国有大型发电集团，锁定毛利率在 2-5% 左右。焦煤方面通过 2009 年成立并持有 65% 股权的二连华正公司从蒙古国的 NPS 等大型企业进口焦煤，再采取公铁联运的方式运至河北一带的钢厂，预计销量将占煤炭总销量的 1/3 左右，毛利率将高于电煤业务。铁矿石方面，公司主要也是通过二连公司和其

他有铁矿石经营资质的外贸企业从蒙古国进口，再运至河北一带的钢厂；预计 2010 年的销量 30-50 万吨左右，毛利率将略高于电煤业务。

与传统的 IT、电子、塑化、家电等行业相比，能源行业的毛利率相对较高，而且随着能源行业供应链业务收入在公司贸易执行服务收入中所占的权重不断上升，其为公司盈利的贡献也会越来越大。联合资信同时关注到，随着公司业务规模的扩张，存货和资金周转风险不断增大，对公司风险管理提出了更高要求。

区域分布分析

2008 年下半年以来受金融危机蔓延影响，公司出口销售收入大幅下降，公司相应调整了业务结构。2009 年在国家物流产业政策扶持下，公司在保持华南地区和华东地区优势地位的同时又拓展了华中、西北地区的业务（见表 2）。2010 年上半年，受业务结构调整影响，公司华北和华东地区业务收入增长较快，华东、华北和东北三地是公司主要的业务区域。

表 2 2008 年~2010 年上半年公司分地区营业收入
(单位: 万元)

地区	2008 年	2009 年	10 年 1-6 月
华南地区	9226.93	13456.64	6078.56
华北地区	17338.97	14028.67	30626.44
东北地区	3129.31	1080.18	14684.01
华东地区	37026.55	42759.83	51397.29
华中地区	--	1064.99	--
西南地区	2725.39	3326.79	2438.39
西北地区	--	380.56	--
亚洲(除中国以外)	119709.52	58470.08	10288.81
美洲	36557.02	--	--
非洲	9139.25	--	--
欧洲	40.10	--	--
合计	234893.04	134567.75	115513.49

资料来源：公司年报

综合看，公司各项业务协同能力强、成长性良好，具有良好客户基础和一定的物流网络优势、区位优势，建立了一种可持续发展的竞

争优势；公司综合物流服务和物流园经营收入较为稳定，且毛利率相对较高，是公司利润的主要贡献力量。但值得注意的是，公司大客户相对集中，相互合作关系和客户生产经营、财务状况的波动，将会对其稳定发展带来不利影响；贸易执行和出口供应链服务的收入占比因放大效应而较高，未来潜力较大，但毛利率较低。

3. 项目情况

公司于 2007 年发行债券募集资金 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，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。由于国际、国内市场环境的变化使项目建设的背景、条件都有了很大的改变。基于稳健的原则，该项目现已暂缓，除前期投入用于综合物流业物开展的流动资金外，公司暂不计划继续投入资金。在市场因素明确后并根据新的市场环境进行可行性研究后，再确定新的投资计划。联合资信将对该项目后续进展保持持续关注。

4. 未来发展

公司2010年经营计划包括：①拓展能源类行业的供应链业务，如煤炭、铁矿石等资源类行业；②广域与深度发展塑化供应链业务，稳定塑化交易市场综合物流服务；③基于发展价值型供应链方向，实施渠道扁平策略，整合上游资源，渗透终端服务，拓展与终端用户合作的终端供应链业务；④大力发展VMI精益物流业务；⑤稳定发展大型特种设备的综合物流服务业务及物流园业务。

综合看，随着原材料及人工成本上涨的多重压力增大，将促使企业更多的选择物流及供应链外包业务，公司作为现代供应链物流的优质企业发展前景良好。但是随着公司业务由塑化向 IT、通讯、快速消费品等领域拓展，以及

贸易执行和出口供应链业务比重的增大，公司作为客户——供应链企业——供应商三方一体的中转平台，宏观经济波动、信贷或融资政策变动、市场需求变化等对公司项目的选择甄别、资金管理和风险控制提出了更高的要求。

三、财务分析

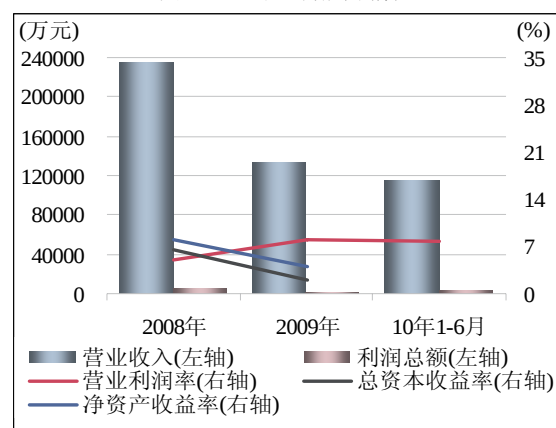
公司提供了经立信大华会计师事务所有限公司（原“广东大华德律会计师事务所”与“北京立信会计师事务所”合并成立）审计并出具标准无保留意见的2009年合并财务报表。2010年6月数据未经审计。

1. 盈利能力

2009年，公司实现营业收入134567.75万元，利润总额2290.40万元，分别较上年下降了42.71%和47.42%。2010年1~6月，公司实现营业收入115513.49万元，利润总额4261.57万元，分别较2009年同期增长45.75%和64.30%，主要由于2009年三季度以来，全国IT、化工产品的市场销售已逐步回暖；中石油等客户的采购以及能源类供应链业务拓展也拉动了公司业绩的提升。

从盈利指标看，2008~2010年1-6月，公司营业利润率分别为4.89%、7.89%和7.64%，波动原因主要由于业务特性所限，营业利润率偏低的出口服务和贸易执行服务在营业收入总额中所占比重对营业利润率影响较大。

图2 公司盈利能力情况



资料来源：联合资信整理

2. 现金流量

从经营活动看，由于公司出口服务和贸易执行收入以货值计算收入，公司垫付货款和吸收保证金的规模因而被放大，相应经营活动产生的现金流入量和流出量均大幅波动。随着公司不断优化结算方式（如汇付、托收、信用证、保理和银行保函等结算方式的综合运用以及对收付款周期的控制管理），公司经营活动产生的现金流情况有所改善。公司 2009 年经营活动产生的现金流量净额为 5589.53 万元，经营活动产生的现金流量净额由负转正。从收入实现质量看，2009 年公司现金收入比为 104.00%，与上年基本持平，现金回收质量一般。

从投资活动看，由于公司全国物流平台建设仍在进行中，投资活动产生的现金流出量较大，但没有投资活动现金流入，导致近年来投资活动的现金流量净额均为负，2009 年为 -1000.79 万元，投资活动产生的现金净流出较上年有所收窄。

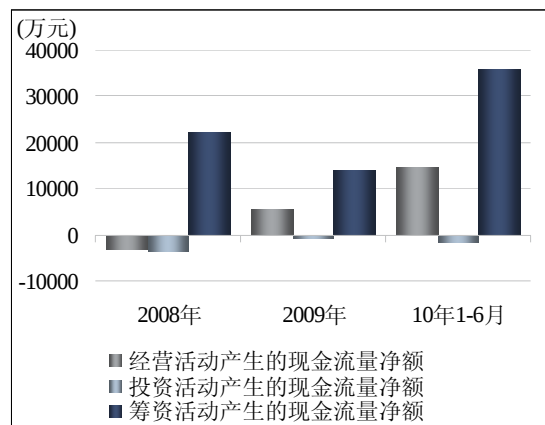
从筹资活动看，2008 年，随着公司上市成功和募集资金的到位，加上公司因业务需要银行借款的增加，导致吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金大增；2009 年，公司运用远期外汇合约规避汇率变动风险，取得的外币借款大幅增加导致取得借款收到的现金大增，筹资活动的现金流量净额为 13931.43 万元。

2010 年 1~6 月，因经营往来款流入流出规模较大，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金相应大幅增长。公司经营活动现金流量表现为净流入 14623.85 万元。因国际、国内市场环境不断好转，公司投资规模有所上升（主要是购置了生产设备），投资活动现金净流出为 1783.67 万元。2010 年 1~6 月，因外币借款大增，公司取得借款收到的现金规模较大，相应筹资活动现金流量净额大幅上升，为 36013.38 万元。

总体看，受与上下游资金往来款大增影响，公司经营现金流入流出规模大；黄江塑胶园工程建设暂缓后，公司投资活动现金流出规模大

幅减少；受贸易执行相关业务迅速发展的影响，公司筹资活动现金流入流出规模大增，公司对外筹资压力明显增大。

图 3 公司现金流情况



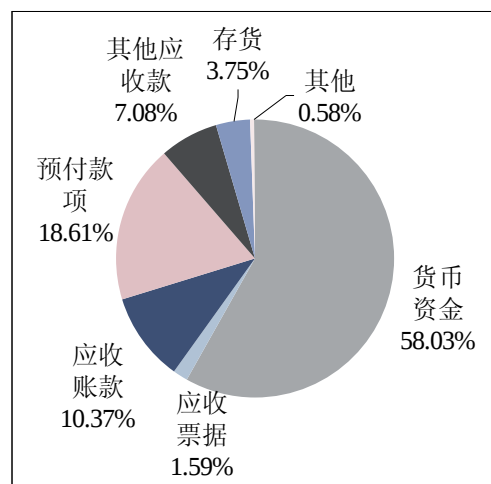
资料来源：联合资信整理

3. 资产及债务结构

资产结构

截至 2009 年底，公司资产总额 290573.65 万元，其中流动资产占 94.19%，非流动资产占 5.81%。截至 2009 年底，公司流动资产合计 273680.02 万元，其中占比 5%以上的包括货币资金、应收账款、其他应收款和预付款项（见图 4）。

图 4 2009 年底流动资产结构



资料来源：公司提供

2009 年，公司货币资金较上年大幅增长 430.03%，原因主要是公司贸易执行业务经营规

模扩大，公司运用远期外汇合约规避汇率变动风险，取得的外币借款大幅增加所致。其中其他货币资金（主要是向客户开具的银行承兑汇票、信用证以及用于质押借款的保证金存款）占货币资金的 75.13%，受限比例高，流动性较弱。2009 年底，公司应收账款为 28375.01 万元，公司前五名欠款客户合计欠款占应收账款余额的 57.53%，欠款集中度高，尽管公司主要客户多为行业内知名企业，资金实力较为雄厚，且过往回款记录良好，但如果这些客户的生产经营和市场销售不佳或财务状况出现恶化等重大波动，届时势必将对公司应收账款的及时回收产生影响。2009 年，公司其他应收款较上年增长 40.94%，主要系东莞飞马和华南塑胶城与塑胶商家开展合作经营业务而增加了合作经营资金，并提供经营资金、仓储管理、物流配送等方面的服务，塑胶商家按月根据资金占用情况、接受仓储管理、物流配送服务支付管理费增加所致。2009 年底，公司预付款项为 50922.04 万元，较上年大幅增长 108.15%，主要是出口销售和贸易执行业务增长导致的预付款项相应增加；其中前五名预付款客户合计金额占预付款余额的 74.43%，集中度高。2009 年底，公司存货为 10258.03 万元，其中库存商品占 99.77%，周转材料占 0.23%。由于跌价风险较小，公司未计提存货跌价准备。

2009 年底，公司非流动资产为 16893.63 万元，主要包括投资性房地产（占比 78.72%）和固定资产（占比 13.48%）。

截至 2010 年 6 月底，公司流动资产合计 319776.36 万元，较 2009 年底增长 16.84%，其中货币资金 207440.20 万元，较 2009 年底增加 48619.77 万元，主要原因系公司用于质押借款的保证金存款大幅增长所致，受限的质押人民币存款金额为 167875.62 万元。其他增长较快的科目还包括其他应收款，较 2009 年底增长 59.61%，主要原因系随着进口供应链业务的拓展，为客户代开信用证增加以及东莞飞马和华南塑胶城与塑胶商家开展合作经营业务的经营

资金增加所致，其中 99.83% 在一年以内，目前往来客户经营正常，风险较小。截至 2010 年 6 月底，公司非流动资产合计 16651.79 万元，与 2009 年底相比变化不大。其中投资性房地产 12806.33 万元，固定资产 2355.75 万元，分别占非流动资产的 76.91% 和 14.15%。

总体看，公司资产以流动资产为主，流动资产主要以货币资金和应收、预付款项为主，货币资金受限较多，应收和预付款项受上下游回款影响大，流动性一般。

负债及股东权益

2009 年 6 月 8 日和 2010 年 5 月 21 日，公司两次实施资本公积金转增股本方案，分别以公司股本总数 13600 万股和 20400 万股为基数，每 10 股转增 5 股。截至 2009 年底，公司注册资本为 20400 万元；截至 2010 年 6 月底，公司注册资本为 30600 万元。

截至 2009 年底，公司所有者权益合计 43879.17 万元（其中少数股东权益为 579.66 万元），构成主要是股本和资本公积，分别占比 46.49% 和 34.80%。2010 年 6 月底，公司所有者权益合计 46058.18 元，因资本公积转增股本，股本占比上升为 66.44%，资本公积占比下降为 11.01%，其余构成与 2009 年底基本一致。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2009 年底，公司负债总额 246694.48 万元，其中流动负债占 96.96%，非流动负债占 3.04%，负债结构能够适应供应链物流企业的发展需要。其中流动负债主要包括短期借款（占 67.26%）、应付票据（占 19.72%）、应付账款（占 7.07%）和预收款项（4.16%）；非流动负债主要包括长期借款和应付债券。

2009 年底，公司短期借款为 160884.69 万元，较上年大幅增长 419.08%，主要是因公司贸易执行服务的经营规模扩大，公司运用远期外汇合约规避汇率变动风险，取得的外币借款大幅增加所致（剔除 115750.26 万元质押借款，短期借款较上年底实际增长 45.62%）。虽然公司外币质押借款规模大，但公司不进行单纯以

盈利为目的的远期外汇交易，所有远期外汇交易行为均以正常进出口贸易背景为基础，以具体经营业务为依托，开展锁定收益的外汇业务。公司的金融衍生工具业务主要是以进口供应链业务为依托的“人民币质押存款+美元贷款”或“人民币质押存款+美元贷款+境外 NDF”业务，其收益为本金×到期收益率，到期收益率取决于人民币存款利率、美元贷款利率、操作日市场汇率和 NDF 合约汇率四种因素，公司不承担市场风险，所进行的金融衍生工具交易均双边锁定，不进行无锁定的单边交易。2009 年底，公司应付票据（主要是银行承兑汇票和信用证）为 47164.48 万元，较上年大幅增长 344.86%，主要是公司为提高资金使用效率，优化结算方式，对贸易执行业务较多地采用银行票据结算所致。2009 年底，公司应付账款为 16919.96 万元，较上年大幅增长 447.15%，主要系尚未结算的采购款项增加。

截至 2010 年 6 月底，公司负债总额大幅增长，合计 290369.97 万元，其中流动负债占比 97.55%，非流动负债占比 2.45%，公司债务结构与资产结构相匹配，能够适应供应链物流的发展需要。2010 年 6 月底，公司短期债务规模继续大幅上升，主要因为公司经营规模扩大，所需周转资金增加所致的短期借款增加，以及公司运用存入人民币保证金质押取得美元贷款增加所致。

2009 年，公司资产负债率为 84.90%，全部债务资本化比率为 83.09%，债务负担重。2010 年 6 月底，公司资产负债率上升至 86.31%，全部债务资本化比率上升至 85.64%，债务负担有所上升。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2009 年底公司流动比率和速动比率分别为 114.42%和 110.13%，与 2008 年相比均有所下降，主要因公司依托进口供应链服务所开展的衍生金融工具业务大幅增加，外币借款增加所致的流动负债增加所致；

2010 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 112.90%和 108.92%，与上年底基本持平。2009 年随着公司结算方式的优化，经营活动产生的现金流量比上年同期有了较大改善，公司经营现金流量净额为 5589.53 万元，由负转正，相应公司经营现金流动负债比为 0.02%，经营现金流量净额对流动负债保护仍较弱。但考虑到 2010 年 6 月底公司现金类资产为 208185.31 万元，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标看，因公司利息支出大幅增加，EBITDA 利息倍数有所下降，2009 年为 2.15 倍；全部债务/EBITDA 有所上升，2009 年为 28.86 倍，公司长期偿债能力有所下降。公司债务负担重，EBITDA 对全部债务保障能力呈弱化趋势，公司新的经营模式对公司风险控制能力提出了新的要求，也对公司偿债能力提出了挑战。

从对本期债券的保障来看，2009 年公司经营活动现金流入量为 155836.25 万元，EBITDA 为 7468.11 万元，分别是本期债券额度的 38.95 倍和 1.87 倍。截至 2010 年 6 月底，公司现金类资产为 163742.59 万元，是本期债券额度的 40.93 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力强。

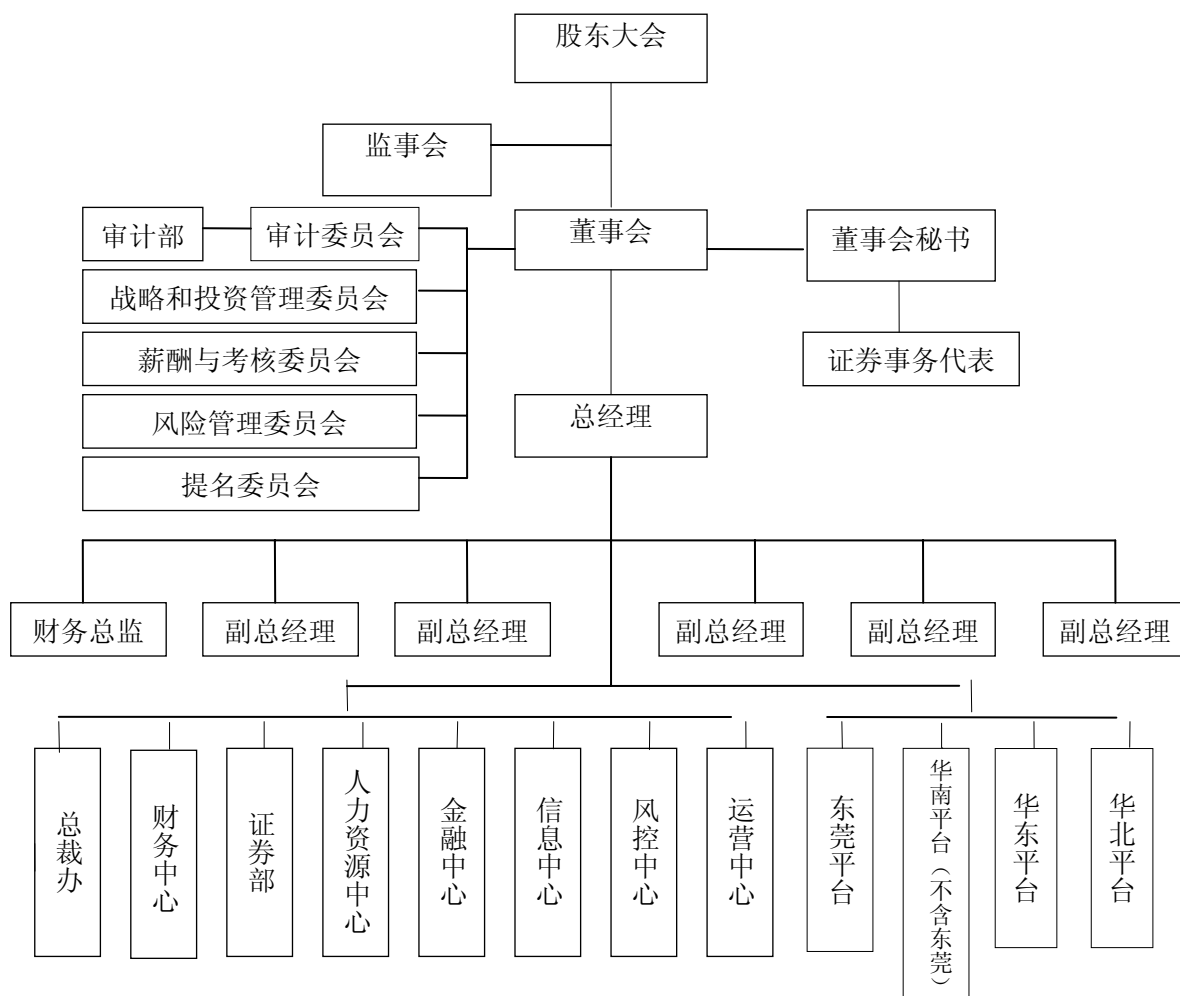
2007 年，公司参与发行了“07 深中小债”，发行额度为 4000 万元，期限为 5 年。根据发行条款约定，公司将从第 3 年（2010 年）开始，按 40%、30%和 30%的比例逐年归还本金。公司已于 2010 年 11 月 14 日偿还了第一期债券本金 1600 万元，2011 年和 2012 年还将分别偿还债券本金 1200 万元。2009 年，公司 EBITDA 为 7468.11 万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的 3.11 倍和 6.22 倍，公司 EBITDA 对未偿还本金余额的保障能力强。

公司与国内银行建立了良好合作关系，截至 2010 年 6 月底，公司共获得 12.32 亿元的授信额度，目前已使用 8.38 亿元，间接融资渠道畅通。公司是深圳中小板上市公司，具备直接融资渠道。

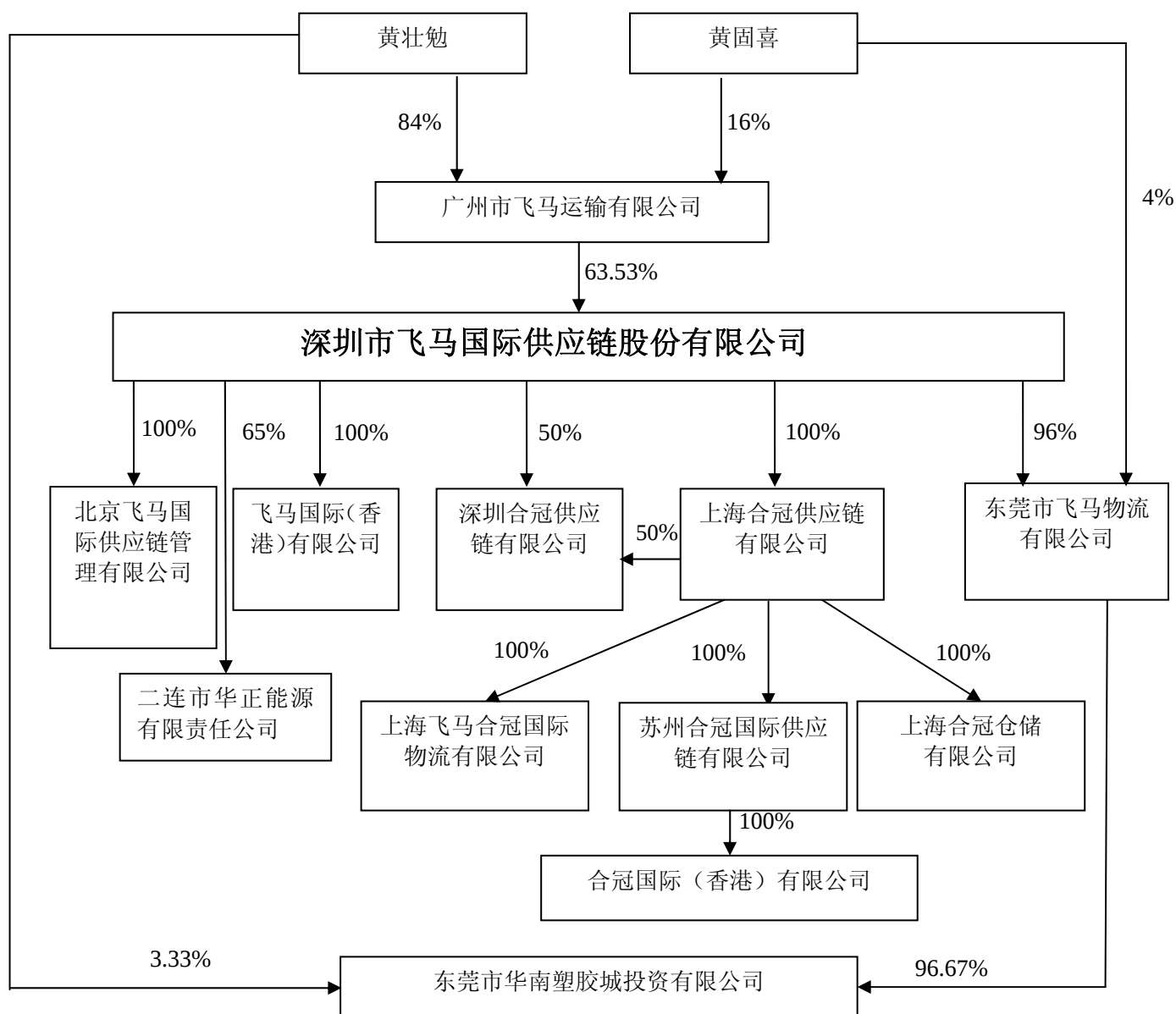
在或有负债方面，截至 2010 年 6 月底，公司无对外担保、无诉讼事项。

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 公司内部组织结构图



附件 1-2 公司股权结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月底
流动资产：				
货币资金	29964.65	158820.43	430.03	207440.20
交易性金融资产	56.58	582.15	928.82	745.11
应收票据		4340.00		
应收账款	24179.42	28375.01	17.35	27543.88
预付款项	24464.57	50922.04	108.15	41242.55
应收利息	112.73	1000.22	787.30	602.55
应收股利				
其他应收款	13752.42	19382.14	40.94	30935.97
存货	6080.90	10258.03	68.69	11266.10
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	98611.27	273680.02	177.53	319776.36
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	14345.70	13298.01	-7.30	12806.33
固定资产	1306.78	2276.58	74.21	2355.75
在建工程	61.81		-100.00	
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	26.40	729.81	2664.85	851.44
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	63.03	244.71	288.25	337.20
递延所得税资产	239.09	344.51	44.09	301.08
其他非流动资产				
非流动资产合计	16042.82	16893.63	5.30	16651.79
资产总计	114654.09	290573.65	153.44	336428.15

附件 2-2 合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

负债和所有者权益(或股东权益)	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月底
流动负债:				
短期借款	30994.30	160884.69	419.08	201939.90
交易性金融负债	21.23	279.81	1218.05	194.13
应付票据	10602.09	47164.48	344.86	65504.40
应付账款	3092.39	16919.96	447.15	6826.02
预收款项	19127.10	9939.93	-48.03	5876.70
应付职工薪酬	177.11	224.62	26.83	174.91
应交税费	-3226.46	-112.14	-96.52	209.53
应付利息	108.99	828.35	660.05	654.96
应付股利	364.00		-100.00	200.00
其他应付款	910.38	3054.46	235.52	1661.43
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	62171.13	239184.17	284.72	283241.99
非流动负债:				
长期借款	5260.00	3520.00	-33.08	3085.00
应付债券	3887.84	3990.31	2.64	4042.98
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债	14.15		-100.00	
其他非流动负债				
非流动负债合计	9161.99	7510.31	-18.03	7127.98
负债合计	71333.11	246694.48	245.83	290369.97
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	13600.00	20400.00	50.00	30600.00
资本公积	22069.16	15269.16	-30.81	5069.16
减: 库存股				
盈余公积	932.16	951.50	2.07	951.50
一般风险准备				
未分配利润	6316.81	6674.71	5.67	8838.07
外币报表折算差额	6.84	4.14	-39.50	2.50
归属于母公司所有者权益合计	42924.96	43299.51	0.87	45461.23
少数股东权益	396.01	579.66	46.37	596.95
所有者权益(或股东权益)合计	43320.98	43879.17	1.29	46058.18
负债和所有者权益(或股东权益)	114654.09	290573.65	153.44	336428.15

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-6 月
一、营业收入	234893.04	134567.75	-42.71	115513.49
减: 营业成本	222662.76	123301.41	-44.62	106455.41
营业税金及附加	743.14	644.65	-13.25	234.90
销售费用	1798.74	2113.75	17.51	1453.88
管理费用	3904.38	4661.71	19.40	2476.13
财务费用	1967.03	2276.01	15.71	1269.85
资产减值损失	241.15	291.44	20.86	-118.93
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)	35.36	302.84	756.56	250.62
投资收益(损失以“—”号填列)	-21.40	28.72	-234.16	153.60
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益(损益以“—”号添列)				
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	3589.79	1610.34	-55.14	4146.48
加: 营业外收入	789.60	695.32	-11.94	117.40
减: 营业外支出	23.30	15.25	-34.55	2.31
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	4356.09	2290.40	-47.42	4261.57
减: 所得税费用	850.43	544.52	-35.97	1060.91
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	3505.66	1745.89	-50.20	3200.65
其中: 归属于母公司所有者的净利润	3506.78	1737.24	-50.46	3183.35
少数股东损益	-1.12	8.64	-869.66	17.30
被合并方合并前实现的净利润				
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.27	0.09	-68.44	0.10
(二) 稀释每股收益	0.27	0.09	-68.44	0.10

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-6 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	253992.46	139944.49	-44.90	118955.60
收到的税费返还	21300.54	10474.33	-50.83	313.32
收到其他与经营活动有关的现金	9309.78	5417.43	-41.81	87780.81
经营活动现金流入小计	284602.78	155836.25	-45.24	207049.73
购买商品、接受劳务支付的现金	259627.28	134488.37	-48.20	99405.06
支付给职工以及为职工支付的现金	1842.12	2519.26	36.76	1368.44
支付的各项税费	1660.20	1601.56	-3.53	1500.65
支付其他与经营活动有关的现金	24630.85	11637.52	-52.75	90151.73
经营活动现金流出小计	287760.45	150246.72	-47.79	192425.88
经营活动产生的现金流量净额	-3157.66	5589.53	-277.01	14623.85
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				233.47
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额				
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				233.47
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3362.13	1000.79	-70.23	2017.15
投资支付的现金	21.40		-100.00	
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	3383.54	1000.79	-70.42	2017.15
投资活动产生的现金流量净额	-3383.54	-1000.79	-70.42	-1783.67
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	26184.77	175.00	-99.33	
取得借款收到的现金	62611.26	199837.58	219.17	156715.63
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	544.00	3052.22	461.07	
筹资活动现金流入小计	89340.03	203064.79	127.29	156715.63
偿还债务支付的现金	57211.38	71687.19	25.30	118456.83
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3417.65	4281.36	25.27	2245.43
支付其他与筹资活动有关的现金	6499.97	113164.82	1641.00	
筹资活动现金流出小计	67129.01	189133.37	181.75	120702.25
筹资活动产生的现金流量净额	22211.02	13931.43	-37.28	36013.38
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-323.30	106.73	-133.01	-0.32
五、现金及现金等价物净增加额	15993.12	18626.89	16.47	48619.77
加: 期初现金及现金等价物余额	8195.04	24188.17	195.16	158820.43
六、期末现金及现金等价物余额	24188.17	42815.06	77.01	207440.20

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	3505.66	1745.89	-50.20
加：资产减值准备	241.15	291.44	20.86
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	206.93	328.51	58.76
投资性房地产摊销	2098.20	1314.25	-37.36
无形资产摊销	3.29	9.93	201.64
长期待摊费用摊销	56.49	58.98	4.42
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）	-35.36	-302.84	756.56
财务费用（收益以“-”号填列）	2109.32	2478.31	17.49
投资损失（收益以“-”号填列）	21.40	-28.72	-234.16
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-174.35	-105.42	-39.53
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	14.15	-14.15	-200.00
存货的减少（增加以“-”号填列）	-4571.48	-4177.13	-8.63
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-29878.16	-38779.12	29.79
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	23305.10	42769.58	83.52
其他	-60.00		-100.00
经营活动产生的现金流量净额	-3157.66	5589.53	-277.01
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	24188.17	42815.06	77.01
减：现金的期初余额	8195.04	24188.17	195.16
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	15993.12	18626.89	16.47

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	11.89	4.73	--
存货周转次数(次)	58.67	15.09	--
总资产周转次数(次)	2.81	0.66	--
现金收入比(%)	108.13	104.00	--
盈利能力			
营业利润率(%)	4.89	7.89	7.64
总资本收益率(%)	6.52	2.01	--
净资产收益率(%)	8.09	3.98	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	17.43	14.61	13.40
全部债务资本化比率(%)	53.95	83.09	85.64
资产负债率(%)	62.22	84.90	86.31
偿债能力			
流动比率(%)	158.61	114.42	112.90
速动比率(%)	148.83	110.13	108.92
EBITDA 利息倍数(倍)	3.56	2.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.43	28.86	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.13	0.02	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.49	1.32	--
经营现金流流动负债比(%)	-5.08	0.02	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 670 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市金立通讯设备有限公司主体长期信用等级为A，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十月二十二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市金立通讯设备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: 2010年10月22日

财务数据

项目	2008年	2009年	10年6月
现金类资产(万元)	17152.20	46294.22	55745.66
资产总额(万元)	138341.53	189830.20	192853.16
所有者权益(万元)	68550.73	81505.08	89603.73
短期债务(万元)	21718.14	63648.83	76264.58
全部债务(万元)	31718.14	73648.83	86264.58
营业收入(万元)	239651.15	211797.91	135130.98
利润总额(万元)	15720.01	15463.37	8098.65
EBITDA(万元)	19513.27	18043.56	--
经营性净现金流(万元)	323.86	23670.13	--
营业利润率(%)	25.62	20.24	17.20
净资产收益率(%)	18.47	15.63	--
资产负债率(%)	50.45	57.06	53.54
全部债务资本化比率(%)	31.63	47.47	49.05
流动比率(%)	200.62	171.69	185.02
全部债务/EBITDA(倍)	1.63	4.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	14.99	7.24	--
经营现金流流动负债比(%)	0.54	24.07	--

注: 公司 2010 年 6 月数据未经审计。

分析师

黄滨

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

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。跟踪期内, 公司手机产销量增长迅速, 产销率较高, 渠道网络建设也取得成效, 整体竞争力在国内手机行业中保持前列。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到中国手机市场竞争日趋激烈, 公司盈利能力下降, 债务负担加重。

随着公司对销售渠道的拓展和整合, 以及新产品成熟度的不断提高, 公司有望继续保持较强的竞争力。

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. 手机产品更新换代快, 公司手机产销量增长迅速, 产销率较高, 整体竞争力在国内手机行业中位居前列。
2. 公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较高。

关注

1. 国内手机行业的产品和渠道竞争日趋激烈, 手机售价和企业盈利水平呈下滑趋势。
2. 公司货币资金受限比例高, 应收款项和存货规模较大。
3. 公司盈利能力下降, 债务负担进一步加重。
4. 公司经营活动净现金流波动较大。

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2009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。截至2009年底，公司共有控股、参股公司11家，2009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92%，杨建成持股8%）。

截至2009年底，公司合并资产总额189830.20万元，所有者权益81505.08万元；2009年实现营业收入211797.91万元，利润总额15463.37万元。

截至2010年6月底，公司合并资产总额192853.16万元，所有者权益89603.73万元；2010年1~6月实现营业收入135130.98万元，利润总额8098.65万元。

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、经营分析

1. 行业分析

（1）行业现状

从全球手机制造业情况看，由于受到金融危机快速蔓延和世界经济减缓的影响，2009年全球手机制造业仍持续低迷。根据IDC发布的数据显示，2009年全年的全球手机出货量为11.3亿部，较2008年的11.9亿部下降了5.2%。但是分季度看，全球手机市场已开始全面反弹。2009年第四季度，受智能手机拉动影响，全球手机出货量为3.25亿部，较2008年同期增长11.30%，结束了连续五个季度萎缩的局面。

2009年诺基亚以4.4亿部手机出货量位居全球第一，市场份额达36.4%，但出货量和市场份额均较上年有所下降。三星继续保持全球第二，由于其较为注重智能手机的开发以及拓展销售渠道，市场份额有所上升。摩托罗拉2009年第四季度的手机出货量连续第12个季度同比出现下滑，索尼爱立信在2009年第四季度连续第六个季度出现亏损，全年市场份额均有所下降。

表1 全球手机制造企业出货量及市场份额

公司	2008年出货量(千部)	2008年市场份额(%)	2009年出货量(千部)	2009年市场份额(%)
诺基亚 Nokia	472314.90	38.6	440881.60	36.4
三星 Samsung	199324.30	16.3	235772.00	19.5
LG	102789.10	8.4	122055.30	10.1
摩托罗拉 Motorola	106522.40	8.7	58475.20	4.8
索尼爱立信 Sony Ericsson	93106.10	7.6	54873.40	4.5
其他 Others	248196.10	20.3	299179.20	24.7
总计	1222252.90	100	1211236.60	100

资料来源：Gartner（February 2010）

从中国手机制造业情况看，中国企业凭借着3G的机遇，手机产量和出货量均在全球经济疲软的背景下逆势而上。

根据工业和信息化部数据显示，2009年中国通信产业增加值同比增长7%，其中生产手机6.2亿部，同比增长9.8%；2010年1-7月，手机产量同比大幅增长37.9%，中国已成为世界手机第一生产大国和消费大国。2009年中国通信业务收入增长5%，电话用户达到10.6亿户，手机7.4亿户，人均手机已超过50%，接近发达国家的水平。

根据国际市场调研公司iSuppli最新发布的研究报告显示，2009年中国企业手机出货量达到4.04亿部，较2008年增长21%，在全球的市场份额约为35%。报告显示，2009年中国国内手

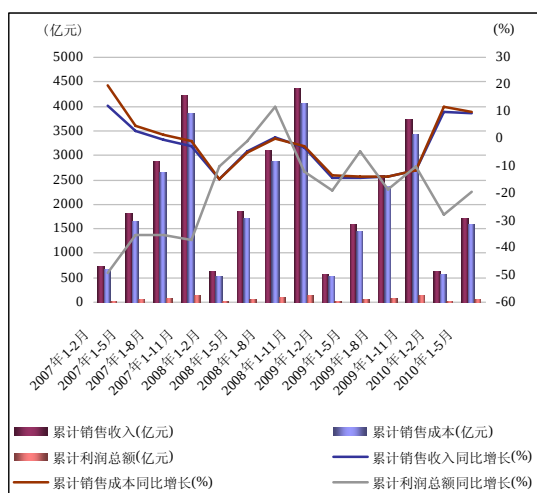
机市场的销量为2.4亿部，较2008年增长8.2%。其中，中国企业在本土市场的销售量为1.2亿部，占整体市场份额的50%。中兴通讯以3650万部的手机出货量成为2009年中国最大的手机企业，华为以3000万部的出货量排名第二。以国内市场销量来看，天语和联想成为了市场份额最大的中国本土企业。受运营商补贴刺激以及换机需求的影响，iSuppli预测，2010年国内手机出货量将上升到2.66亿部，比2009年增长11%。3G手机和智能手机将是2010年的热门产品，预计2010年中国国内智能手机出货量将增长到2600万部以上。

(2) 行业关注

手机行业盈利水平下滑

2009年，虽然国内手机产量和出货量均有所增长，但受行业竞争日趋激烈、手机更新换代加快和手机售价不断下降影响，国内手机行业盈利水平有所下滑。2009年1~11月，中国移动通信及终端设备行业实现销售收入3730.92亿元，利润总额119.75亿元，同比分别下降11.68%和10.19%。2010年以来，行业收入已呈现正增长趋势，但利润仍呈下降趋势。

图1 中国移动通信及终端设备行业盈利情况



资料来源: WIND资讯

渠道竞争日趋激烈

目前中国持有生产牌照的手机制造企业多达80余家，但是真正有实力和销量保证的渠道

商却十分有限。这使得众多手机品牌激烈抢夺少数优质渠道，渠道商也因此日益强势。在此情况下，手机制造商想进入和保持优质渠道，只能不断让出利润，给渠道商提供更好的价格以及丰厚的返点、价保、补贴，而这也成为手机制造企业利润不断下滑的原因之一。

(3) 未来发展

政府补贴将进一步拉动手机出货量

iSuppli公司最新报告显示，中国政府计划在2010年提供超过500亿元人民币的补贴以促进国内3G手机市场的发展。由于补贴力度很大，将刺激初次购机与换机需求。预计2010年国内手机出货量将上升到2.66亿部，比2009年增长11%；TD-SCDMA手机将占2010年手机出货量增幅的主要部分，预计2010年TD-SCDMA手机的国内出货量将从2009年的130万部增长到2040万部；国内3G手机的出货量将达到4297万部，较2009年的720万部增长近五倍。

智能手机市场将持续升温

根据Gartner预测称，2012年智能手机市场的出货量将从2009年的1.79亿部增长到5.25亿部；而据Pyramid的预测，智能手机销售额占手机总销售额的比例将不断扩大，预计将从2009年的16%上升至2014年的37%。同时，随着智能手机出货量的增加，智能手机价格将在2010年出现下降趋势。2007年仅有18%的智能手机价格低于200美元，而2009年这一比例已经增长至27%。ABI Research预测，2014年45%的智能手机售价将低于200美元，手机制造商、运营商的销售及市场战略也将随之调整。

随着国内手机市场的不断回暖，消费者对智能化个性需求的不断升温，智能手机对于中国等新兴市场上的手机厂商和服务供应商来说意味着巨大的销售机遇。

总体看，手机制造行业发展形势总体向好，但不确定因素依然较多，产品适合市场需求和拥有稳定渠道的企业更具竞争优势。

2. 经营分析

公司是专业从事手机研发、生产和销售的高新技术企业，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。2010年3月，公司荣获由中国电子商会和315消费电子网联合颁发的“2009年度手机行业客户满意单位”，2010年4月被中国消费者协会评测为“消费者最满意国产手机品牌”，2010年5月上榜中国移动通信联合会主办的“中国十大国产手机品牌”。

产销方面，公司目前拥有3个生产组装车间，共配备了2条测试下载线和11条组装包装线，产能达100万台/月。2009年公司分别生产和销售347.24万台、352.54万台手机，基本与2008年持平，产销率为101.53%；实现销售额21.18亿元，较上年略有下降，其中以A320为代表的A系列为公司贡献了5.11亿元的销售额，占总销售额比例的五分之一。2010年以来，受益于行业景气回暖以及公司专注于加强中低端商务手机市场开拓，以“超大屏幕、超强待机时代”为主要特征的金立L系列产销量大幅上升。2010年上半年，公司实现产量375.39万台、销量354.38万台，产销量均已超过2009年全年水平；其中L系列累计销售132.01万台，实现销售额5.35亿元，占公司总销售额的三分之一以上。但是联合资信也关注到，随着市场竞争日趋激烈以及产品更新换代速度的加快，公司主要产品售价呈下降趋势，呈现增产不增收的局面。

表2 2009年公司分产品销售额

主要产品名称	销售额(亿元)	占总销售额比例(%)
A系列	5.11	24.13
L系列	4.08	19.26
S系列	2.83	13.36
V系列	1.91	9.02
M/N系列	1.33	6.28
H系列	1.30	6.14
I系列	1.29	6.09
其他	3.33	15.72
合计	21.18	100.00

资料来源：公司提供

表3 2010年1-6月公司分产品销量及销售额

主要产品名称	数量(万台)	销售额(亿元)	占总销售额比例(%)
L系列	132.01	5.35	35.57
D系列	82.17	2.35	15.62
M系列	63.93	3.49	23.20
A系列	55.34	3.09	20.54
其他	20.93	0.76	5.07
合计	354.38	15.04	100

资料来源：公司提供

从销售渠道看，公司主要针对国内市场，以省为单位在全国每个省级市场设立一个至几个金立的完全代理商，该代理企业完全按照独立公司运作，但同时只对金立一家手机企业负责，不代理其他任何品牌的任何产品，代理商用自己的资金买断金立产品后，自行将金立手机销给省内各地的经销商和零售终端，因此相对忠诚度较高。近年来，公司销售区域主要分布在深圳市、黑龙江省、四川省、苏北地区和湖南等地。2006年，公司首次通过与橡果国际的合作开拓了手机电视购物渠道；2010年上半年，橡果国际已成为公司最大的产品销售平台，共实现销售额1.07亿元，占总销售额比例的7.11%。

表4 2009-2010年1-6月公司分地域销量

2009年			2010年1-6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(%)
黑龙江省	1.32	5.80	橡果国际	1.07	7.11
深圳市	1.14	5.01	苏北地区	1.01	6.71
四川省	1.04	4.57	黑龙江	0.95	6.32
苏北地区	0.80	3.51	四川省	0.94	6.25
湖南省	0.75	3.29	湖南省	0.62	4.12
前5名合计	5.05	22.18	前5名合计	4.59	30.51

资料来源：公司提供

从售后服务看，截至2009年底，公司已在全国建立了41个省级客服中心，593个二级特约网点，售后服务网络覆盖了全国各大中城市和偏远地区。在加强售后服务质量的同时，金立也提高了服务标准。相较于国家三包法规定的

15天包换，金立实行全国联保，七天包退，一月包换，终身维护的服务承诺，形成了更高标准的售后服务体系。

采购方面，公司原材料采购已基本实现本地化，由于深圳手机产业链齐备，手机芯片、显示屏及其他电子元器件大部分可在深圳及周边地区完成采购或委托加工。由于电子元器件行业竞争程度较高，公司受上游行业制约的可能性较小，目前公司采购原料大部分采用承兑汇票方式结算，付款周期为30~60天。

表 5 2009 年公司采购情况

主要供应商名称	2009 年采购金额(万元)	主要材料名称	主要付款方式
MEDIATEK INC.	10310.97	MTK 套片	现金
比亚迪股份有限公司	10041.54	LCD	承兑汇票
香港华胜泓邦有限公司	3352.48	三星 FLASH	COD 或者 30 天期票
惠州市德赛电池有限公司	7247.46	电池	承兑汇票
信利半导体有限公司	8961.81	LCD/ 触摸屏	承兑汇票
香港邦泽科技贸易公司	3029.70	摄像头	承兑汇票
珠海方正印刷电路板发展有限公司	1716.61	PCB 光板	承兑汇票
东莞誉铭电业科技有限公司	1503.41	塑胶壳体	承兑汇票
深圳市奥米格电子有限公司	1466.19	电池	承兑汇票
深圳市三木通信技术有限公司	1255.24	CG 成品	现金
深圳市华锦电子有限公司	1145.36	充电器	承兑汇票
深圳市中兴新宇软电路有限公司	1129.33	FPC (软性电路板)	承兑汇票
意力(广州)电子科技有限公司	1079.19	触摸屏	承兑汇票
美细耐斯(上海)电子有限公司	1005.04	摄像头	3 个月承兑汇票
合计	53244.33	--	--

资料来源：公司提供

3. 发展规划

2010年，公司规划如下：研发方面，计划完成50款新机型，平均每月保持有1—4款新机型上市，主要目标市场是女性机、学生机、商旅机，以满足更多客户群的需求；重点加强MTK和PHILIPS的平台建设，以减少产品同质

化；在外观设计上寻求更多突破，寻找产品差异化。生产方面，将加大成本控制力度，推动“产品标准化”的执行，保证库存合理性。销售方面，公司销售目标为500万台；实现在全国建立600个旗舰店、5000个核心店的目标。服务方面，2010年将回收完所有的客服中心；并建立呼叫中心，以扩张业务范围，多方式与客户沟通。

总体看，跟踪期内，公司手机产品更新换代快，手机销售量增长迅速，产销率较高，但销售额增幅不大，增产不增收。

4. 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%。

截至2010年6月底，公司已完成投资额16500亿元，占总投资额比例的43.99%；累计使用募集资金5662万元，占募集资金总额的56.62%。公司目前新增手机生产线项目的设备投入已全部完成，3G项目研发和生产线建设进展顺利。

三、财务分析

公司 2009 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 2010 年 6 月数据未经审计。

1. 盈利能力

受行业竞争日趋激烈、手机更新换代加快和手机售价不断下降影响，国内手机企业盈利水平不断下滑。2009 年，公司实现营业收入 211797.91 万元，利润总额 15463.37 万元，与上年相比分别下降 11.62%和 1.63%，延续了2008年以来的下降趋势，但下降幅度有所收窄。

2009 年，公司通过降本增效、整合传统销售渠道、提高电视直销比例等措施，大幅降低

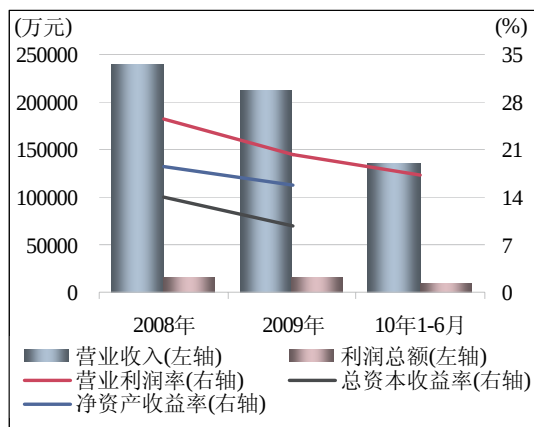
了期间费用，其中销售费用为 19490.53 万元，管理费用为 9577.66 万元，较上年分别大幅下降 36.57%和 33.63%。

从盈利指标看，随着产品更新换代加快、产品售价不断下滑，公司 2009 年营业利润率为 20.24%，较上年下降 5.38 个百分点；公司净资产收益率和总资本收益率分别为 15.63%和 9.82%，较 2008 年分别下降 2.84 个百分点和 4.11 个百分点，公司盈利能力有所下降。

2010 年上半年，生产企业竞争日趋激烈；互联网消费调研中心（ZDC）统计数据显示，手机市场总体均价呈下滑状态。虽然公司 L 系列和 A 系列等产品产销量大幅增长，但增产不增收，2010 年 1~6 月公司实现营业收入 135130.98 万元，利润总额 8098.65 万元，相当于 2009 年全年的 63.80%和 52.37%。

目前公司不断通过加强渠道建设、提高服务品质和不断推出针对不同细分市场的新机型来巩固市场地位；虽然公司 2009 年 9 月曾推出 3 款 3G 手机，但从 2010 年销售看尚未对公司贡献明显利润。

图 2 公司盈利能力情况



资料来源：联合资信整理

2. 现金流及保障

从经营活动看，2009 年公司经营活动产生的现金流入量为 346985.82 万元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金，公司现金收入比为 162.26%，较上年大幅上升 42.89 个百分点，

主要是公司对资金往来加强了管理控制，加大了资金回收力度，另外在年底销售旺季时公司提前收取了一部分铺货资金所致，公司收入实现质量较好；2009 年公司支付其他与经营活动有关的现金 54314.77 万元，较上年大幅增长，主要为各类往来款增长所致；因现金流入增长速度快于现金流出增长速度，经营活动产生的现金流量净额为 23670.13 万元，同比增加 23346.27 万元。

从投资活动看，2009 年公司投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，投资活动现金流入主要是收回投资所收到的现金，相应投资活动现金流量净额为 -1399.47 万元，较上年净流出规模大幅收窄；筹资活动前现金流量净额为 22270.67 万元，经营活动产生的现金流量净额能够较好的覆盖投资活动产生的现金净流出。

从筹资活动看，公司 2009 年筹资活动现金流入 12713.20 万元，全部是取得借款所收到的现金，较上年大幅增加 9745.73 万元；而公司筹资活动现金流出下降至 6625.82 万元，公司相应筹资活动产生的现金流量净额为 6087.37 万元。

2010 年 1~6 月现金流情况公司未提供。

总体看，公司收入实现质量有所提高，投资规模收窄，筹资压力大幅减轻。

3. 资本及债务结构

截至 2009 年底，公司合并资产总额 189830.20 万元，较上年增长 37.22%。其中流动资产占 88.93%，非流动资产占 11.07%。公司流动资产以货币资金（占 26.65%）、应收账款（占 28.41%）、其他应收款（占 27.97%）和存货（占 10.50%）为主。2009 年底，公司货币资金大幅增加至 44996.07 万元，其中对变现有限制的资金占比 81.11%，主要系开具银行承兑汇票的保证金和质押给银行的票据。公司应收款项占比高，主要是与下属子公司的研发款和往

来款,但应收账款 100%全部为 1 年以内,其他应收款 79.82%为 1 年以内,实际回收风险较小。

表 6 2009 年底公司其他应收款前 5 名明细

项 目	2009 年期初 余额	2009 年期 末余额
深圳市金立液晶电视有限公司	2219.72	2996.74
深圳市金立创新投资有限公司	-189.82	760.18
杭州德科通信技术有限公司	1938.46	1926.37
北京金立通信设备有限公司	1846.91	1926.76
金立(香港)通信设备有限公司	0.00	24793.51
合计	5815.28	32403.57

资料来源:公司提供

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成,分别占比 37.95%、12.42%、14.80%和 34.71%。其中在建工程为 2009 年新开工的办公楼建设。

截至 2010 年 6 月底,公司资产总额为 192853.16 万元,其中流动资产占 85.72%,非流动资产占 14.28%。公司资产构成以流动资产为主,与 2009 年底相比变化不大。其中应收款项有所下降,货币资金和存货增长较快。

总体看,公司资产构成以流动资产为主,但货币资金受限比例高,应收款项和存货规模较大。

截至 2009 年底,公司所有者权益 81505.08 万元,公司仅合并了东莞市金铭电子有限公司 1 家全资子公司,其余控股公司均未纳入合并范围。公司所有者权益主要由股本和未分配利润构成,分别占 24.54%和 67.17%。2010 年 6 月底,公司所有者权益合计 89603.73 万元,其构成与 2009 年底基本一致。总体看,公司所有者权益中未分配利润占比高,稳定性较弱。

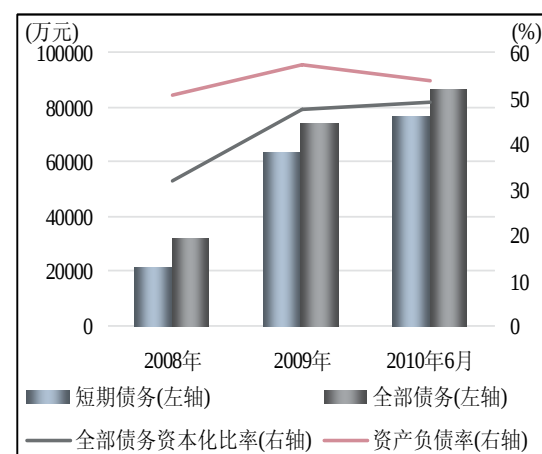
截至 2009 年底,公司负债合计 108325.12 万元,同比大幅增长 55.21%,主要是公司本年度增强了与上游原材料供应商的票据结算,因此占比较高的应付票据较上年大幅增长所致。公司负债结构以流动负债为主(90.77%),负债结构有待改善。公司 2009 年底资产负债率为

57.06%,全部债务资本化比率为 47.47%,较 2008 年底大幅上升。公司债务负担有所加重。

截至 2010 年 6 月底,公司负债合计 103249.42 万元,全部债务合计 86264.58 万元,其中短期债务占比 88.41%。公司资产负债率为 53.53%,全部债务资本化比率为 49.05%,与 2009 年底基本持平。

总体看,公司债务规模总量大幅上升,债务负担有所加重,但仍处于正常水平。

图 3 公司债务情况



资料来源:联合资信整理

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2009 年因公司流动负债大幅增长,公司流动比率为 171.69%,速动比率为 153.66%,均较上年有所下降。2009 年,公司经营现金流动负债比为 24.07%,与 2008 年的 0.54%相比大幅上升了 23.53 个百分点,主要是因为 2009 年公司经营活动产生的现金流量净额增长幅度较大,对流动负债保障能力大幅提升。2010 年 6 月底,公司流动比率和速动比率分别为 185.02%和 146.73%。总体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2009 年公司实现 EBITDA 18043.56 万元,较上年略有下降;全部债务/EBITDA 由 2008 年的 1.63 倍上升至 4.08 倍;EBITDA 利息倍数由 14.99 倍下降至 7.24 倍。总体看,公司 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力

有所下降，但整体偿债能力仍较强。

截至 2010 年 6 月底，公司现金类资产 55745.66 万元，是本期债券额度的 5.57 倍，即使考虑到货币资金中受限资金占比高（约为 80%），但可使用货币资金仍在 1 亿元以上，公司现金类资产对本期债券的保障能力较强。

2009 年，公司经营活动产生的现金流入量和净现金流量分别为 346985.82 万元和 23670.13 万元，为本期债券额度的 34.70 倍和 2.37 倍；2009 年公司实现 EBITDA 18043.56 万元，为本期债券额度的 1.80 倍，总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券额度的覆盖程度较高。

2007 年，公司参与发行了“07 深中小债”，发行额度为 10000 万元，期限为 5 年。根据发行条款约定，公司将从第 3 年（2010 年）开始，按 40%、30%和 30%的比例逐年归还本金。公司已于 2010 年 11 月 14 日偿还了第一期债券本金 4000 万元，2011 年和 2012 年还将分别偿还债券本金 3000 万元。2009 年，公司 EBITDA 为 18043.56 万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的 3.01 倍和 6.01 倍，公司 EBITDA 对未偿还本金余额的保障能力强。

公司与当地银行建立了良好合作关系，截至 2010 年 6 月底，公司共获得 5 亿元的授信额度，尚有 2.2 亿元未使用，间接融资渠道畅通。

在或有负债方面，截至 2010 年 6 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 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	变动率 (%)	10 年 6 月底
流动资产：				
货币资金	16638.03	44996.07	170.44	52746.39
交易性金融资产				
应收票据	514.17	1298.15	152.47	2999.27
应收账款	48163.19	47953.83	-0.43	41489.08
预付款项	8671.45	8461.39	-2.42	100.68
应收利息				
应收股利				
其他应收款	24848.31	47209.93	89.99	30090.97
存货	20685.10	17728.25	-14.29	34209.51
待摊费用				
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	432.77	1165.31	169.27	3675.63
流动资产合计	119953.01	168812.94	40.73	165311.54
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	7751.38	7976.08	2.90	9106.08
投资性房地产				
固定资产	3084.64	2609.53	-15.40	3287.41
在建工程	54.26	3110.63	5632.43	7926.69
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	7445.46	7294.63	-2.03	7219.44
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	52.78	26.39	-50.00	2.00
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	18388.53	21017.26	14.30	27541.62
资 产 总 计	138341.53	189830.20	37.22	192853.16

附件 1-2 合并资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债和股东权益	2008 年	2009 年	变动率 (%)	10 年 6 月底
流动负债：				
短期借款	2918.14	10013.20	243.14	16878.54
交易性金融负债				
应付票据	18800.00	53635.64	185.30	59386.04
应付账款	25292.12	16594.53	-34.39	8450.70
预收账款	2572.79	4537.06	76.35	3168.19
应付职工薪酬	411.14	401.14	-2.43	312.36
应交税费	9133.84	12139.34	32.91	456.52
应付利息				
应付股利				-78.58
其他应付款	662.77	1004.22	51.52	675.65
预提费用				
一年内到期非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	59790.80	98325.12	64.45	89349.42
非流动负债：				
长期借款				
应付债券	10000.00	10000.00		10000.00
长期应付款				3900.00
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	10000.00	10000.00		13900.00
负债合计	69790.80	108325.12	55.21	103249.42
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	20000.00	20000.00		20000.00
资本公积	6.18	6.18		698.68
减:库存股				
盈余公积	6058.90	6751.39	11.43	6058.90
未分配利润	42485.65	54747.51	28.86	62846.16
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	68550.73	81505.08	18.90	89603.73
少数股东权益				
所有者权益(或股东权益)合计	68550.73	81505.08	18.90	89603.73
负债和股东权益总计	138341.53	189830.20	37.22	192853.16

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	10 年 1-6 月
一、营业收入	239651.15	211797.91	-11.62	135130.98
减: 营业成本	178012.84	168777.06	-5.19	111732.41
营业税金及附加	246.17	160.41	-34.84	159.33
销售费用	30728.08	19490.53	-36.57	10229.31
管理费用	14429.83	9577.66	-33.63	3607.96
财务费用	15.14	139.96	824.43	762.65
研发费用		1624.12		1304.65
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)	600.00	3214.46	435.74	250.67
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	16819.10	15242.63	-9.37	7585.35
加: 营业外收入	377.48	274.78	-27.21	573.85
减: 营业外支出	1476.57	54.04	-96.34	60.54
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额(亏损以“-”号填列)	15720.01	15463.37	-1.63	8098.65
减: 所得税费用	3056.25	2722.99	-10.90	
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	12663.76	12740.38	0.61	8098.65
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 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 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	286058.40	343656.34	20.14
收到的税费返还	67.68	24.51	-63.78
收到的其他与经营活动有关的现金	377.48	3304.96	775.54
经营活动现金流入小计	286503.56	346985.82	21.11
购买商品、接受劳务支付的现金	225025.08	261764.57	16.33
支付给职工以及为职工支付的现金	8458.03	5219.11	-38.29
支付的各项税费	4634.14	2017.24	-56.47
支付的其他与经营活动有关的现金	48062.45	54314.77	13.01
经营活动现金流出小计	286179.70	323315.68	12.98
经营活动产生的现金流量净额	323.86	23670.13	7208.71
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金		2189.13	
取得投资收益所收到的现金		180.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金		0.08	
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			
收到的其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计		2369.21	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	7804.99	3258.68	-58.25
投资所支付的现金	5940.00	510.00	-91.41
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	13744.99	3768.68	-72.58
投资活动产生的现金流量净额	-13744.99	-1399.47	-89.82
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金			
取得借款所收到的现金	2967.46	12713.20	328.42
收到的其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	2967.46	12713.20	328.42
偿还债务所支付的现金	9927.48	5614.67	-43.44
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	4639.87	1011.15	-78.21
支付的其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	14567.36	6625.82	-54.52
筹资活动产生的现金流量净额	-11599.89	6087.37	-152.48
四、汇率变动对现金的影响	451.48		
五、现金及现金等价物净增加额	-24569.54	28358.04	-215.42

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)
1、将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	12663.76	12740.38	0.61
加: 资产减值准备			
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	840.46	642.67	-23.53
无形资产摊销	63.25	150.83	138.48
长期待摊费用摊销	1587.39	-706.15	-144.49
处理固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”填列)	1.80	-1.20	-166.85
固定资产报废损失(收益以“-”填列)	49.87	5.88	-88.20
公允价值变动损失(收益以“-”填列)			
财务费用(收益以“-”填列)	15.14	1011.15	6578.64
投资损失(收益以“-”填列)	-600.00	-3214.46	435.74
存货的减少(增加以“-”填列)	22681.91	2547.85	-88.77
经营性应收项目的减少(增加以“-”填列)	-6103.25	-22966.20	276.29
经营性应付项目的增加(减少以“-”填列)	-30876.46	33459.38	-208.37
其他			
经营活动产生的现金流量净额	323.86	23670.13	7208.71
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动:			
债务转为股本			
一年内到期的可转换债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净增加情况:			
现金的期末余额	16638.03	44996.07	170.44
减: 现金的期初余额	40411.03	16638.03	-58.83
加: 现金等价物的期末余额	514.17		
减: 现金等价物的期初余额	1310.71		
现金及现金等价物净增加额	-24569.54	28358.04	-215.42

附件 4 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数（次）	4.10	3.71	--
存货周转次数（次）	5.56	8.79	--
总资产周转次数（次）	1.56	1.29	--
现金收入比率（%）	119.36	162.26	--
盈利能力			
营业利润率（%）	25.62	20.24	17.20
总资本收益率（%）	13.93	9.82	--
净资产收益率（%）	18.47	15.63	--
财务构成			
长期债务资本化比率（%）	12.73	10.93	10.04
全部债务资本化比率（%）	31.63	47.47	49.05
资产负债率（%）	50.45	57.06	53.54
偿债能力			
流动比率（%）	200.62	171.69	185.02
速动比率（%）	166.03	153.66	151.34
EBITDA 利息倍数（倍）	14.99	7.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.63	4.08	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.42	0.30	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-10.31	8.93	--
经营现金流动负债比(%)	0.54	24.07	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 671 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持海能达通信股份有限公司主体长期信用等级为A⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月三日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

海能达通信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：2010年12月3日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	10 年 6 月
现金类资产(万元)	12100.85	15352.16	7545.02
资产总额(万元)	55139.16	78668.70	88689.49
所有者权益(万元)	16610.87	21019.08	27231.56
长期债务(万元)	7091.51	8935.05	8434.17
全部债务(万元)	16906.92	32999.76	24861.11
营业收入(万元)	60526.51	71771.55	34583.50
利润总额(万元)	5303.30	7453.13	482.06
EBITDA(万元)	7803.73	10458.11	--
经营性净现金流(万元)	7495.76	1131.13	--
营业利润率(%)	51.29	46.31	42.32
净资产收益率(%)	26.61	31.96	--
资产负债率(%)	69.87	73.28	69.30
全部债务资本化比率(%)	50.44	61.09	55.01
流动比率(%)	135.02	123.14	125.97
全部债务/EBITDA(倍)	2.17	3.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.10	9.25	--
经营现金流动负债比(%)	24.33	2.37	--

注：公司2010年1~6月财务数据未经审计。

分析师

陈静

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，海能达通信股份有限公司（以下简称“公司”）技术研发能力持续提升，在行业内的竞争实力进一步增强，整体的资产规模和收入水平也实现了稳定增长；同期公司债务规模上升较快，目前整体的债务负担较重。

公司作为国内专用无线通讯领域的龙头企业，具有较强的技术研发能力和较高的市场占有率，未来公司有望在中高端市场保持较强的竞争能力，并维持整体较高的盈利水平。

综合分析，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. 公司是国内专用无线通讯领域的龙头企业，具有较强的技术优势和较高市场占有率，整体竞争实力强。
2. 公司资产规模和收入水平稳步增长，整体业务经营状况发展良好。

关注

1. 公司存货和应收款项规模较大，影响公司整体资产变现能力。
2. 公司债务规模上升较快，整体负债水平较高，债务负担较重。
3. 公司经营性现金流净额波动较大。
4. 公司正在申报 IPO 上市，但上市进度存在一定不确定性。

一、企业概况

海能达通信股份有限公司（以下简称“海能达通信”或“公司”）原名深圳市好易通科技有限公司（以下简称“好易通科技”）。2010年2月25日，好易通科技通过股东会决议，以经深圳市鹏城会计师事务所审计的截至2009年8月31日净资产为基数折合16000万股，整体变更为海能达通信股份有限公司。2010年2月22日，深圳市鹏城会计师事务所对公司上述注册资本情况进行了审验，并出具了“深鹏所验字【2010】066号”《验资报告》。2010年3月1日，股份公司在深圳市市场监督管理局完成了工商变更登记并领取了新的企业法人营业执照。截至2010年6月底，公司注册资本为20800.00万元，由陈清州等167位股东认缴，其中陈清州持股比例为79.5409%，翁丽敏持股比例为1.5385%，二人系夫妻关系，陈清州为公司实际控制人。

公司经营范围未发生大的变更，依然以开发、生产矿用对讲机、防爆通讯产品及配件、无线电通信器材及配件等业务为主。

截至2009年底，公司（合并）资产总额78668.70万元，所有者权益21019.08万元；2009年实现营业总收入71771.55万元，利润总额7453.13万元。

截至2010年6月底，公司资产总额为88689.49万元，所有者权益27231.56万元；2010年1~6月，公司实现营业收入34583.50万元，实现利润总额482.06万元。

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、生产经营

1. 经营状况

公司的主营业务为无线对讲机以及集群通讯系统与终端的研发、生产、销售、维护、组网及工程技术服务。

专用无线通信系统主要应用于指挥调度、

语音服务、数据传输、GPS定位等方面，是提高生产效益和工作效率，保证公共安全、生产的重要手段。近年来，随着国民经济的不断发展，专用无线通讯技术在国内经济的渗透率不断提高，尤其是广泛的应用于政府机关以及军队、公安、交通、铁路、水利、电力、石油、医疗卫生、建筑、民航等数十个国民经济的重要部门，下游市场保持了较快发展。另一方面，从近年开始，高端专用无线通信市场逐步向数字化方向过渡，与传统的模拟系统相比，数字专用移动通信系统具有抗干扰能力强、差错易控制、信号易加密、保密性强等特点。在应用领域不断拓展和高端市场数字化升级需求的带动下，国内无线通讯市场保持了较快发展，即使在宏观经济增速放缓的背景下，包括Motorola、Kenwood和好易通在内的主要无线通讯厂商在国内市场销售额增速均超过15%。

目前，公司是世界专业无线通讯领域前五强企业之一，是中国国内最大的无线对讲终端设备供应商，公司连续十年保持国产对讲机品牌产销量第一，在国内警用专业通信和集群系统市场占有率超过60%。2009年公司主营业务保持了良好的发展势头，全年共销售对讲机70.20万台，较上年基本持平，增长2.36%；共销售集群系统1239台，较上年增加了316台，增长34.24%；实现营业收入7.18亿元，同比增长18.58%（见表1）；系统产品2009年海外销售数量下降主要是由于受海外金融危机的影响，海外相关政府与行业压缩了专网通信设备采购投资与计划导致系统产品销售数量降低。

跟踪期内，终端产品平均价格稳步上升，主要原因是终端产品结构持续优化，产品市场由中低端商业市场逐步转向中高端行业市场所致。系统产品平均价格基本稳定，并略呈上升趋势，后续随着数字系统产品的研发成功和上市，系统产品平均单价将有所上升。公司产品的平均售价逐步提升，对讲机终端内销的售价由2008年的740.03元/台，提高到2009年的746.66元/台，2010年上半年略有回落，为731.52

元/台。

公司每年除去内销和外销产品，还有部分 OEM 产品销售。2009 年，公司实现 OEM 产品销售收入 7859.39 万元，较去年提高 74.81%；2010 年 1~6 月，公司实现 OEM 产品销售收入 4495.85 万元。跟踪期内，受公司 OEM 产品销售收入大幅提高（但此类型产品利润率普遍较低）影响所致，公司整体的营业利润率也从 2008 年的 51.29%，下降到 2009 年 46.31%。

表 1 2008~2010 年 6 月公司产品产销量情况

指标名称		2008 年	2009 年	2010 年 1~6 月
对讲机 终端	产能（万台）	61	61	36
	产量（万台）	69.55	62.11	36.67
	销量（万台）	68.58	70.20	29.79
	销售均价（元/台）	740.03	746.66	731.52
集群系统	产能（信道）	900	1100	1000
	产量（信道）	983	1150	998
	销量（信道）	923	1239	853
	销售均价 （万元/信道）	8.02	8.93	8.75

资料来源：公司提供

注：公司 2009 年产品销售状况较好，存在部分外购产品销售情况。

为保持公司在中国专业无线通信市场的领先地位，实现公司在全球专业无线通信市场跨越式的高速增长和可持续发展，结合公司实际情况和未来专业无线通信市场发展的趋势，近几年来，公司研发投入占营业总收入比例均在 11%以上，与国际领先通信企业处于同一水平。

表 2 公司研发经费投入情况 （单位：万元/%）

年度	2008 年度	2009 年度	2010 年 1-6 月
研发经费	7020.28	8591.30	4463.4
营业收入	60526.51	71771.55	34583.5
占比	11.60	11.97	12.9%

资料来源：公司提供

公司将技术创新作为驱动公司发展的第一源动力，跟踪期内，公司持续将销售收入的 10% 以上投入到研发，重点突破市场前景明确的 TETRA、DMR、PDT 专业无线通信数字技术，目前公司已成为全球少数掌握上述数字技术的厂家，申请了 20 多项数字技术发明专利。为了

尽快缩短与行业领先者的技术差距，公司在自主创新的基础上广泛开展产学研合作。公司与哈尔滨工业大学合作成立了“联合数字通信技术实验室”，进行集群通信技术研发，与清华大学签署合作协议就“语音信号的数字化传输”技术进行合作研发，与德国 ECOM 公司合作研究“对讲机防爆技术”，与欧洲宇航防务集团（EADS）在 TETRA 数字集群领域开展战略合作。通过产学研合作，公司快速掌握了一些关键技术，缩短了与国外领先厂家的技术差距，公司也被评为广东省产学研示范基地。

在产品研发的同时，公司还积极参与和主导行业标准的制订工作。公司作为总体组组长单位在 PDT 数字集群标准的制订上发挥了重要作用；公司联合国内 23 家科研院所和厂商成立了“DRA 数字对讲机标准联盟”，共同开发数字对讲机标准；公司多项 DMR 标准相关提案被欧洲通信委员会 ETSI 采纳。通过参与和主导行业标准的制订，公司可以影响产业的发展方向，从而增强在未来市场竞争中的主动性。

此外，公司还积极的完善营销和售后保障体系的建设，通过一系列渠道改革的相关措施进一步完善了营销网络的建设和渠道渗透能力；在售后保障方面建立了国内功能完整、服务网点最多、反应迅速、能随时提供贴身服务的客服体系，建立了同行业领先的呼叫中心和客户培训中心，2009 年售后服务共覆盖 30 个省、102 家 VIP 客户，树立了良好的服务品牌形象。营销体系和售后服务体系的完善，为公司未来全面进入高端市场提供了有力的保障。

跟踪期内，得益于产品技术性能的提升，以及日趋完善的营销和售后服务体系，公司在市场中的综合竞争实力得到进一步提升，在中标国内多家警用系统建设大单的同时，还获得了土耳其警察、孟加拉快速反应部队、斯里兰卡空军等多个无线通讯项目的中标资格。2009 年，公司为中网公开赛量身设计了一整套赛事运行保障及驻场服务解决方案；公司创新产品 TS-6800 应急通信指挥系统及解决方案，在福

建全省公安市场取得规模化应用；“便携应急通”解决方案出色的完成了火炬传递的安保工作。

公司产品主要原材料包括电池、配件、PCB板、电子料、塑胶五金结构料等，目前公司拥有合格供应商 343 家，建立了稳定的原料供应体系，主要供应商包括比亚迪锂电池、明基科技、捷升、雅利电子等。近年来，公司原材料采购价格相对保持平稳，跟踪期内总体采购价格有所下调，同比降价率为 3.58%。

公司计划通过在深圳中小板上市募集资金，目前正积极的推进上市工作，近期相关的股改和上市辅导工作已完成，并于2010年初上报申报材料。公司若能在中小板成功上市，将使其资本实力得到显著提升，并有助于改善公司的股权结构，提高管理水平和整体的运营效率，增强公司综合竞争实力。

2. 募投项目

公司于2007年发行7300万元企业债券，所募资金全部用于“数字集群系统及终端项目改进”建设项目。项目的主要内容包括进行数字集群通信关键技术攻关，研制具有自主知识产权的数字化专用移动通信系统产品及终端产品，保持专用移动通信系统的优势功能并研究开发新功能，以及建立具有国际先进水平的专用移动通信系统分析、测试和实验基地等。项目的研发周期为2006年1月到2010年12月，总投资45000万元，截至2010年6月底已完成全部投资的91%，其中募集资金已完全使用。

总体看，跟踪期内伴随技术研发能力、产品性能的提升，以及营销和服务体系的完善，公司在行业中的竞争能力得到进一步提升，主营业务保持了良好的发展势头。

三、财务分析

公司提供的 2008 年和 2009 年财务报表已经深圳市鹏程会计师事务所有限公司审计，并

出具标准无保留审计意见。2010 年 1~6 月财务报表未经审计。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 78668.70 万元，所有者权益 21019.08 万元；2009 年实现营业总收入 71771.55 万元，利润总额 7453.13 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司资产总额为 88689.49 万元，所有者权益 27231.56 万元；2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 34583.50 万元，实现利润总额 482.06 万元。

1. 盈利能力

目前，在专业无线通讯设备市场中，政府采购占有较大比重（含国外市场），因此宏观经济波动对公司产品销售情况影响相对较小，同时得益于产品结构改善带来的平均售价的提高，以及集群系统产品销量的大幅提升，公司收入规模保持较快增长，全年实现营业收入 71771.55 万元，同比增长 18.58%。

随着产品成本的提高，2008 年公司整体的毛利率水平有所下降，营业利润率由上年的 51.29% 下降到 46.31%，主营业务的盈利能力有所减弱。跟踪期内，公司保持了在技术研发和渠道建设方面的投入力度，使得期间费用增长稳定增长，但其增长幅度低于营业收入增长幅度，2009 年公司共发生期间费用 27241.14 万元，同比增长 6.99%；占营业收入的比重由上年的 42.07% 下降到 37.96%。

2009 年，公司分别实现利润总额和净利润 7453.13 万元和 6718.42 万元，同比增幅分别 40.54% 和 52.02%，净资产收益率较上年也有所改善，为 31.96%；受营业利润率下降及债务总额加大影响，2009 年公司总资本收益率较上年有所下降，为 14.53%。

目前，公司营业收入中，政府类采购占比较高，由于政府采购一般为上半年编制预算，下半年开始相关的招标工作，因此公司的收入呈现出较为明显的季节性特征，2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 34583.50 万元，营业利润率

为42.32%，营业利润率有所下降。同期，公司实现利润总额482.06万元，仅占2009年全年的6.47%，主要原因是政府采购项目招投标和结算存在较为明显的周期性特点，每年7、8月份开始，公司会逐步进入销售旺季，收入和利润会在下半年得到确认。

总体看，跟踪期内受益于产品结构的优化、系统化方案解决能力的提升，以及渠道营销能力的改善，公司在行业内整体的竞争能力进一步增强，获得了多份大额订单，整体的收入规模都实现了较快增长，但目前公司OEM业务利润率较低，影响公司整体业务盈利能力。未来，随着公司数字化无线通讯产品产销量的逐步增长，公司收入和盈利状况有望进一步改善。

2. 现金流及保障

2009年，公司销售商品和提供劳务收到的现金为69845.16万元，较上年增长7.27%，低于收入规模的增速，现金收入比率下降至97.32%，目前公司整体的收入实现质量一般，主要是由于集群系统订单多采用分期付款方式，且政府采购订单结算周期较长。2009年，受益于盈利能力的增强，公司经营活动获取现金能力有所提升，全年经营活动产生的现金流入为74676.63万元，同比增长10.03%；但同期公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加，导致经营活动产生的现金净额明显减少至1131.13万元，同比下降84.91%。

目前，公司投资活动产生的现金流入规模较小，2009年为32.86万元，主要为收回投资收到的现金。2009年公司对外投资活动增加，投资活动产生的现金流出为10247.70万元，较上年大幅增长。

公司筹资活动产生的现金流入主要来自银行借款，2009年合计29895.25万元，较上年增长97.52%。公司筹资活动产生现金流出主要用于偿还债务和股利分配，2009年合计17062.07万元，与2008年基本持平。2009年公司整体的筹资压力较大，债务规模较上年增幅明显，筹

资活动产生的现金流净流入为12833.18万元，较上年大幅增加。

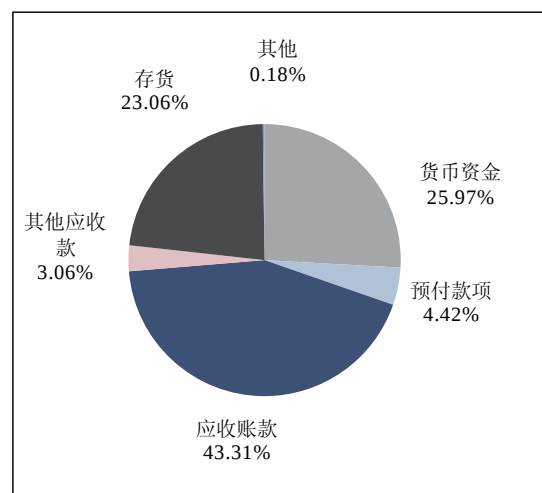
总体看，2009年公司整体的现金流状况正常。

3. 资本及债务结构

截至2009年底，公司资产合计78668.70万元，较上年末增长42.57%，资产构成基本保持稳定，流动资产占比74.85%；非流动资产占25.25%。

截至2009年底，公司流动资产合计58881.43万元，同比增长41.53%，主要由货币资金和应收账款增长所致。公司流动资产构成主要以货币资金、应收账款和存货为主（见图1）。目前，公司流动资产中应收账款规模较大，截至2009年底为25502.74万元，主要是由于公司大额集群系统订单多为分期付款，且政府类采购结算周期较长所致，但目前公司主要的欠款客户为政府事业单位，及大型厂矿企业，整体应收账款风险较低。

图1 截至2009年底公司流动资产构成

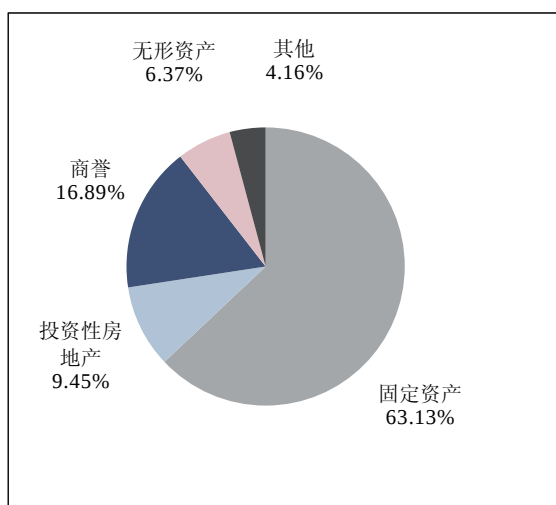


资料来源：公司财务报表

截至2009年，公司非流动资产合计19787.28万元，较上年末增长46.19%，非流动资产构成保持相对稳定，增长主要来自固定资产和商誉。截至2009年末，公司非流动资产主要以固定资产、商誉和投资性房地产为主（见

图2)。

图2 截至2009年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至2010年6月底，公司资产合计88689.49万元，较上年末增长10.12%，资产构成基本保持稳定，流动资产占比73.31%；非流动资产占26.69%。

截至2009年底，公司所有者权益合计21019.08万元，较上年末增长26.54%，主要来自于未分配利润的增长。截至2009年底，公司所有者权益构成中，实收资本占9.52%，资本公积占4.70%，盈余公积占9.92%，未分配利润占75.03%，公司所有者权益稳定性一般。截至2010年6月底，公司所有者权益合计27231.56万元，较上年末增长28.60%，主要来自于实收资本的增长；所有者权益结构发生较大变化，实收资本占比上升至76.95%，未分配利润占比相应下降至7.12%，公司所有者权益稳定性明显增强。

2009年，由于有息债务规模的增加，公司负债规模较上年末增长49.63%，截至2009年底公司负债总额合计57649.62万元，受公司发行的企业债券（发行额为7300万元）将于2010年11月偿还本金2920万元（该部分金额从应付债券科目放入一年内到期的应付债券科目）的影响，公司债务结构有所变动，其中流动负债占比提升至82.94%，非流动负债占17.06%。

截至2009年底公司流动负债合计47816.47

万元，同比增长55.79%，主要为短期借款和预收款项的增长所致。截至2009年底，公司流动负债构成主要以短期借款（占35.64%）、应付账款（占21.35%）和预收款项（占15.20%）为主。

2009年，由于长期借款的增加，公司非流动负债规模较2008年上升了27.43%，为9833.16万元，其中长期借款占48.21%，应付债券占42.65%。

截至2010年6月底，公司负债总额合计61457.93万元，公司债务结构基本保持稳定，其中流动负债占比提升至83.31%，非流动负债占16.69%。

截至2009年底，公司全部债务合计32999.72万元，较上年大幅增长95.78%，债务结构有所变化，短期债务占比提高至72.92%。2009年由于有息债务规模的较快增长，公司整体的负债水平和债务负担均有所上升，全部债务资本化比率和资产负债率分别由上年的60.44%和69.87%上升为61.09%和73.28%。截至2010年6月底，公司所有者权益较年初有所增长，全部债务资本化比率和资产负债率均有所下降为55.01%和69.30%。

总体看，目前公司流动资产中应收款项和存货占比较高；整体的负债水平偏高，有息债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内公司流动负债增长幅度大于流动资产增长，流动比率和速动比率均有所下降，截至2009年底分别为123.14%和94.75%。2009年受经营活动现金流下降及流动负债规模上升影响，公司经营现金流流动负债比下降至2.37%，经营性净现金流对流动负债的保障能力弱。截至2010年6月底，公司流动比率和速动比率基本保持稳定，分别为125.97%和80.44%。目前公司流动资产中应收账款占比较高，实际的短期支付能力弱于相关指标所反映。

2009年，得益于经营收入的改善，公司

EBITDA 同比增长 34.01%，合计 10458.11 万元，公司 EBITDA 利息保护倍数由上年的 8.10 倍小幅上升为 9.25 倍。同期，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力有所下降，全部债务/EBITDA 倍数由上年的 2.17 倍增加为 3.16 倍。总体看，目前公司长期偿债能力较强。

2007 年，公司参与发行了“07 深中小债”，发行额度为 7300 万元，期限为 5 年。根据发行条款约定，公司将从第 3 年（2010 年）开始，按 40%、30%和 30%的比例逐年归还本金。公司已于 2010 年 11 月 14 日偿还了第一期债券本金 2920 万元，2011 年和 2012 年还将分别偿还债券本金 2190 万元。2009 年，公司 EBITDA 为 10458.11 万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的 2.39 倍和 4.78 倍，公司 EBITDA 对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至 2009 年底，公司合并口径下不存在对外担保事项；截至 2010 年 6 月底公司获得多家商业银行授信额度合计 3.77 亿元，其中未使用额度为 1.32 亿元，公司具备间接融资渠道。

综合考虑，联合资信维持公司 A 的主体长期信用级别，评级展望为稳定。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	11829.55	15289.49	29.25	7520.02
交易性金融资产				
应收票据	271.30	62.68		25.00
应收账款	17625.86	25502.74	44.69	27868.39
预付款项	1578.66	2604.48	64.98	3788.16
应收利息				
应收股利				
其他应收款	543.37	1803.43	231.90	2401.69
存货	9753.23	13577.34	39.21	23562.86
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	1.65	41.29		33.39
流动资产合计	41603.63	58881.43	41.53	65199.51
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		1869.70		1822.09
固定资产	11570.38	12491.07	7.96	13330.52
在建工程	6.63	200.70	2925.85	333.58
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	1304.14	1260.61	-3.34	3988.85
开发支出				
商誉		3342.65		3342.65
长期待摊费用	71.75	66.38		79.00
递延所得税资产	582.63	556.16	-4.54	593.28
其他非流动资产				
非流动资产合计	13535.53	19787.28	46.19	23489.98
资产总计	55139.16	78668.70	42.67	88689.49

附件 1-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	7938.03	17041.85	114.69	17105.72
交易性金融负债				
应付票据	1877.39	4102.86		4835.39
应付账款	9536.35	10208.32	7.05	13140.62
预收款项	3410.64	7265.84	113.03	10688.62
应付职工薪酬	1960.18	2729.73	39.26	1137.61
应交税费	1768.54	1219.72	-31.03	-904.97
应付利息	69.35	69.35		277.40
应付股利				
其他应付款	4251.33	2258.79		2559.12
一年内到期的非流动负债		2920.00		2920.00
其他流动负债				
流动负债合计	30811.80	47816.47	55.19	51759.51
非流动负债：				
长期借款		4740.89		4155.69
应付债券	7091.51	4194.16	-40.86	4278.48
长期应付款				
专项应付款				
预计负债	520.99	511.60		522.76
递延所得税负债				
其他非流动负债	104.00	386.50		741.50
非流动负债合计	7716.49	9833.16	27.43	9698.43
负债合计	38528.30	57649.62	49.63	61457.93
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	2000.00	2000.00		20800.00
资本公积	3123.16	988.22	-68.36	3577.45
减：库存股				
盈余公积	1506.15	2084.90	38.43	559.01
未分配利润	9690.05	15769.59	62.74	2127.05
外币报表折算差额	213.21	176.37		168.04
归属于母公司所有者权益合计	16532.56	21019.08	27.14	27231.56
少数股东权益	78.30		-100.00	
所有者权益（或股东权益）合计	16610.87	21019.08	26.54	27231.56
负债和所有者权益（或股东权益）总计	55139.16	78668.70	42.67	88689.49

附件 2 合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-6 月
一、营业收入	60526.51	71771.55	18.58	34583.50
减: 营业成本	29298.68	38279.87	30.65	19902.08
营业税金及附加	186.41	253.50	35.99	46.34
销售费用	8859.80	9135.47	3.11	5226.86
管理费用	14558.26	16612.86	14.11	8272.67
财务费用	2042.87	1492.81	-26.93	1233.07
资产减值损失	807.35	545.38	-32.45	181.77
加: 投资收益 (损失以 “-” 号填列)	22.06		-100.00	
二、营业利润 (亏损以 “-” 号填列)	4795.19	5451.65	13.69	-279.30
加: 营业外收入	812.23	2041.41	151.34	799.76
减: 营业外支出	304.12	39.93	-86.87	38.40
其中: 非流动资产处置损失	10.46	13.85	32.33	21.95
三、利润总额 (亏损总额以 “-” 号填列)	5303.30	7453.13	40.54	482.06
减: 所得税费用	883.76	734.71	-16.87	69.26
四、净利润 (净亏损以 “-” 号填列)	4419.55	6718.42	52.02	412.80
其中: 归属于母公司所有者的净利润	4409.50	6732.68	52.69	412.80
少数股东损益	10.04	-14.27	-242.02	0.00

附件 3 合并现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 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	65113.43	69845.16	7.27	29587.17
收到的税费返还	2413.52	3871.68	60.42	1466.45
收到其他与经营活动有关的现金	344.24	959.79	178.82	879.75
经营活动现金流入小计	67871.18	74676.63	10.03	31933.38
购买商品、接受劳务支付的现金	35142.35	41708.76	18.69	20410.29
支付给职工以及为职工支付的现金	12119.14	14701.73	21.31	9327.86
支付的各项税费	4865.37	6271.69	28.90	3425.18
支付其他与经营活动有关的现金	8248.56	10863.31	31.70	7312.08
经营活动现金流出小计	60375.42	73545.50	21.81	40475.40
经营活动产生的现金流量净额	7495.76	1131.13	-84.91	-8542.03
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	44.04	32.86	-25.39	
取得投资收益收到的现金	22.06		-100.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收	9.42		-100.00	4.06
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	75.51	32.86	-56.49	4.06
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支	1778.40	3888.93	118.68	4141.06
投资支付的现金	44.04		-100.00	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	206.54	6358.77	2978.75	
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	2028.98	10247.70	405.07	4141.06
投资活动产生的现金流量净额	-1953.46	-10214.85	422.91	-4137.00
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		500.00		5808.00
取得借款收到的现金	15135.29	29395.25	94.22	8642.95
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	15135.29	29895.25	97.52	14450.95
偿还债务支付的现金	14957.43	15609.64	4.36	9149.42
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	942.09	1128.05	19.74	518.72
支付其他与筹资活动有关的现金	100.07	324.38	224.15	40.00
筹资活动现金流出小计	15999.59	17062.07	6.64	9708.14
筹资活动产生的现金流量净额	-864.30	12833.18	-1584.80	4742.81
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-571.63	-22.30	-96.10	-332.95
五、现金及现金等价物净增加额	5249.62	3771.77	-28.15	-8269.17
加: 期初现金及现金等价物余额	6760.53	10866.90	60.74	14594.08
六、期末现金及现金等价物余额	12010.15	14638.67	21.89	6324.91

附件 4 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.38	3.30	--
存货周转次数(次)	3.00	3.28	--
总资产周转次数(次)	1.10	1.07	--
现金收入比(%)	107.58	97.32	--
盈利能力			
营业利润率 (%)	51.29	46.31	42.32
总资本收益率(%)	16.06	14.53	--
净资产收益率(%)	26.61	31.96	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	29.92	29.83	23.65
全部债务资本化比率(%)	50.44	61.09	55.01
资产负债率(%)	69.87	73.28	69.30
偿债能力			
流动比率(%)	135.02	123.14	125.97
速动比率(%)	103.37	94.75	80.44
EBITDA 利息倍数(倍)	8.10	9.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.17	3.16	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	5.75	-8.03	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.33	-0.28	--
经营现金流动负债比(%)	24.33	2.37	--
本期债务偿债能力			
现金偿债倍数(倍)	1.66	2.10	1.03
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.30	10.23	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.03	0.15	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 672 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市好家庭实业有限公司主体长期信用等级为BBB，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市好家庭实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: BBB 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2010年12月1日

财务数据

项 目	2008年	2009年	10年6月
现金类资产(万元)	6904.84	3236.26	573.85
资产总额(万元)	33707.23	37963.37	37870.55
所有者权益(万元)	13282.63	14518.25	15401.20
短期债务(万元)	4386.59	8081.65	8519.79
全部债务(万元)	12086.59	15381.65	15219.79
营业收入(万元)	24127.81	24222.06	10955.98
利润总额(万元)	3303.26	2081.33	1131.99
EBITDA(万元)	4402.49	3215.19	--
经营性净现金流(万元)	2228.53	816.31	--
营业利润率(%)	41.73	37.57	34.54
净资产收益率(%)	20.60	11.31	--
资产负债率(%)	60.59	61.76	59.33
全部债务资本化比率(%)	47.64	51.44	49.70
流动比率(%)	213.82	183.88	188.24
全部债务/EBITDA(倍)	2.75	4.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.64	4.15	--
经营现金流/负债比(%)	17.51	5.06	--

注: 公司 2010 年 6 月财务数据未经审计。

分析师

李志博

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

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, 公司经营发展平稳, 在政府投资拉动下, 公司全民健身路径业务实现稳步增长, 并继续保持行业销量第一的位置。同时, 联合资信评估有限公司也关注到公司全民健身路径和健身器材零售业务对资金的大量占用和债务负担加重等因素给公司生产经营及偿债能力带来的影响。

未来, 伴随生活水平和居民消费能力的提高, 以及政府投资力度的加大, 健身器材产业将具备更为良好的市场消费基础。公司作为国内健身器材领域的龙头企业, 具备较强的市场竞争力, 整体的收入水平和盈利状况有望继续保持增长。

综上, 联合资信维持公司BBB的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司所属行业为朝阳产业, 市场发展空间较大。
2. 公司是健身器材的龙头企业, 品牌知名度较高, 销量连续九年位居行业第一。
3. 在政府投资拉动下, 公司全民健身路径业务收入实现稳定增长。

关注

1. 跟踪期内, 钢材等原材料价格的上涨导致公司盈利能力下降。
2. 公司的商业模式决定应收款项和存货规模较大, 对资金形成较大占用, 公司业务规模的扩张会导致营运资金需求的增长。
3. 为满足营运资金需求, 公司债务规模有所增长, 债务负担加重。

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。跟踪期内，公司股权结构未发生改变。截至2010年6月底，公司注册资本4243.75万元，其中由张佳华和张诗嘉共同全资设立的深圳市好家庭投资有限公司（张佳华持股90%、张诗嘉持股10%）和张诗嘉直接持股合计比例为65.98%，张佳华家族为公司实际控制人。另外，由员工持股的三家法人股东合计持有公司14.02%的股份、5家创投公司加1名自然人合计持有公司20.00%的股份（见表1），公司实际控制人为张佳华先生。

表1 公司注册资本股东构成

股东属性	股东名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
张佳华 兄妹	深圳市好家庭投资有限公司	2450.00	57.73
	张诗嘉	350.00	8.25
员工 持股	深圳市达健投资咨询有限公司	210.00	4.95
	深圳市君康投资咨询有限公司	210.00	4.95
	深圳市荣健投资咨询有限公司	175.00	4.12
战略 投资 机构	深圳广田投资控股有限公司	105.00	2.47
	深圳市达晨财富创业投资企业	408.33	9.62
	深圳市唐融投资有限公司	131.25	3.09
	深圳市圣华瀚创业投资管理有限公司	72.92	1.72
	深圳市红岭创业投资企业	102.08	2.41
	王玲	29.17	0.69
合计		4243.75	100

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营稳定，主营业务仍以健身器材、室外健身路径、体质检测器、球类体育用品四大系列为主，并以健身器材和室外健身路径为核心。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九年（2001年～2009年）在全国行业内排名第一。

截至2009年底，公司资产总额37963.37万元，所有者权益14518.25万元；2009年，公司实现营业收入24222.06万元，利润总额

2081.33万元。

截至2010年6月底，公司资产总额37870.55万元，所有者权益15401.20万元；2010年1～6月，公司实现主营业务收入10955.98万元，利润总额1131.99万元。

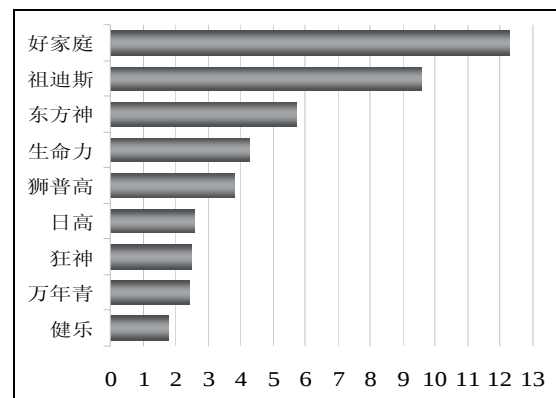
公司注册地址：深圳市罗湖区人民南路国贸大厦37层；法定代表人：张佳华。

二、经营概况

1. 经营分析

中国健身器材行业起步晚、空间大。近年来，中国经济的整体快速发展和居民人均可支配收入的提高，都为健身器材行业的发展提供了有利条件和发展机遇。近几年，北京奥运会和全运会的成功举办，以及2010年广州亚运会的召开，都极大激发了群众参与全民健身活动的热情，并促进相关体育产业市场需求的增长。2009年，中国体育用品制造行业规模以上企业实现主营业务收入646.06亿元，同比增长6.29%，同期实现利润总额19.75亿元，同比增长56.90%。从细分市场竞争格局看，目前国内健身器材行业品牌竞争力依然不高，产品良莠不齐，同质缺乏内涵，最大品牌的市场占有率也仅才12.29%，集中度较低（参见图1）。从未来发展看，目前发达国家体育产业的产值已占GDP的2%，而中国体育产业的比重不到0.5%，巨大的市场发展空间为行业内企业的发展提供有力支撑。

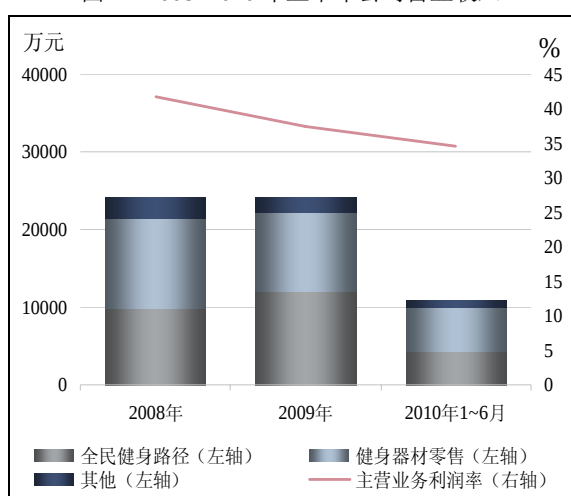
图1 2009年中国健身器材品牌市场占有率（%）



资料来源：中国行业企业信息发布中心

2009年,公司实现营业收入24222.06万元,同比小幅增长0.39%,业务结构基本保持稳定,其中全民健身路径和健身器材零售业务收入分别占比49.49%和42.42%,仍为公司两大核心业务板块。从业务盈利水平看,2008年合并零售业务后,公司主营业务利润率一直保持较高水平,2008年和2009年分别为41.73%和37.57%。2010年1~6月,公司实现主营业务收入10955.98万元,与2009年同期相当,主营业务利润率略有下滑,为34.54%。

图2 2008~2010年上半年公司营业收入



资料来源:公司提供

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,公司仅在坪山拥有自己的组装基地,负责核心机械的组装和整体设备的调试。跟踪期内,钢材价格波动幅度较大,但由于公司大多采取委托生产模式,原材料波动由生产制造商和公司共同承担,对公司生产成本影响相对有所减缓。

公司全民健身路径业务主要由公司本部负责,另外公司本部业务还包括康体专业市场、体测业务等。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。2009年,在政府投资增加,拉动内需的带动下,公司全民健身路径业务获得了较好发展,全年政府采购项目

签约额1.6亿元,同比增长6%以上,其中黑龙江、福建等相对偏远省份业绩增长较快。

公司健身器材零售业务主要由好家庭连锁负责。截至2010年6月底,好家庭连锁共有37家直营专卖店和111家店中店,其中店中店平均销售额为50万元/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。另外,公司还在积极探索新的销售模式。跟踪期内,公司在广州天河筹建了一个万余平米的旗舰店,与之前专卖店和店中店销售模式不同,此类大型商城式销售模式提供全体育类一站式服务,项目前期投资1000万元,预计2010年底对外试营业。公司一站式体育用品城的经销模式尚处于尝试阶段,经营存在一定的不确定性。

2. 发债募集资金项目进展情况

公司本期集合债发债额度3700万元,原计划用于建设好家庭体育产业科技园项目,后由于园区土地(深圳市内)无法按期落实,公司根据生产扩张需要,另选择河北省河间市开展该项目建设,主要负责北方地区全民健身路径产品的生产。目前,该项目已于2009年5月全部竣工投产。

三、财务分析

公司2009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。2010年1~6月财务数据未经审计。

公司从2008年开始执行《企业会计准则(2006)》。从合并报表范围来看,跟踪期内,公司的合并报表范围未发生变化,财务数据的比较性较强。

1. 盈利能力

2009年,公司营业收入略有增长,实现营

业收入 24222.06 万元，同比增长 0.39%。由于钢材等基础原材料价格上涨等因素影响，公司营业利润率有所下降，但依然保持较高水平，为 37.57%，同比下降 4.16 个百分点。2009 年，公司分别实现营业利润和利润总额 2036.92 万元和 2081.33 万元，同比下降 37.37% 和 36.99%。受此影响，2009 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别下滑至 5.49% 和 11.31%，同比下降 5.30 个百分点和 9.29 个百分点。

2010 年 1~6 月，公司实现主营业务收入和利润总额 10955.98 万元，仅占 2009 年全年的 45.23%，主要是由于公司业务中政府工程比重较大，政府采购一般为上半年编制预算，下半年开始相关的招标工作，再加年末是企事业单位的采购旺季，公司的收入存在一定的季节性特征，预计 2010 年下半年环比会有所增长。2010 年 1~6 月，受到人工和原材料成本的增加，公司主营业务利润率继续下滑，为 34.54%。

2. 现金流及保障

2009 年，公司经营活动现金流中的销售商品、提供劳务收到的现金基本与营业收入变化趋势相当，同比增长 0.07%，为 26394.25 万元。2009 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 -1321.10 万元，主要是支付给分销机构的销售佣金。同期，公司现金收入比为 108.97%，较 2008 年大体持平（109.32%），收入的实现质量适宜；投资活动方面，2009 年公司投资活动流入量为 0，但同期投资支出规模较大，为 5748.62 万元，主要是对河北生产基地和广州运动用品城有限公司的投资；筹资活动方面，2009 年，公司筹资活动现金流入为 3600.00 万元，全部为借款收到的现金。同期，公司筹资活动产生的现金流出为 2336.28 万元，较 2008 年大幅下降，主要是公司 2009 年度未进行股利分配所致。

3. 资本及债务结构

截至 2009 年底，公司资产总额 37963.37

万元，同比增长 12.63%，其中变动较大的主要是货币资金、应收账款、存货和长期股权投资。2009 年底，公司货币资金 3236.26 万元，同比下降 53.13%，主要是由于公司将前期募得的私募资金用于运营和投资所致；公司应收账款 9572.41 万元，同比增长 25.28%，增长原因是公司 2009 年承揽全民健身路径工程量增加，导致了应收政府工程款的增长；公司存货 9151.31 万元，同比增长 37.74%，主要是因为公司对广州运动用品城的投资有部分体现为存货备货所致；公司长期股权投资 2400.00 万元，同比增长 142.73%，主要是由于 2009 年，公司新增对河北达健健身器材有限公司的长期股权投资 1000.00 万元所致。2010 年 6 月底，公司资产总额 37870.55 万元，较 2009 年底略有下降。

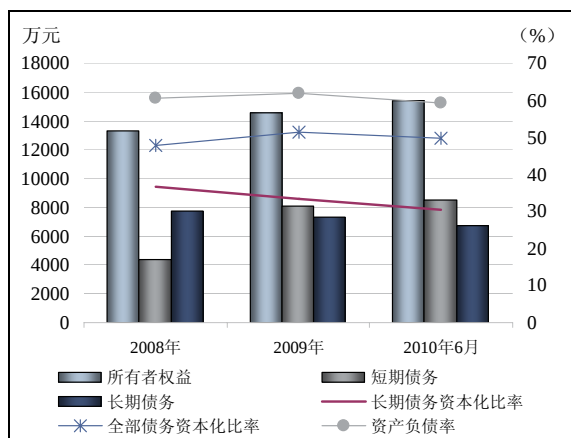
从经营效率指标看，跟踪期内，由于政府工程业务规模的扩大，公司整体经营效率略有下降，2009 年销售债权周转次数和存货周转次数分别为 2.81 次和 1.91 次，周转速度一般。同期，公司总资产周转次数为 0.68 次。总体看，大规模的应收账款和存货对公司资金形成较大占用。

截至 2009 年底，公司所有者权益合计 14518.25 万元，较 2008 年底增长 9.30%，主要来自未分配利润的增长。公司所有者权益构成中，实收资本占 29.23%，资本公积占 30.10%，盈余公积占 12.88%，未分配利润占 27.80%，公司所有权益的稳定性一般。2010 年 6 月底，公司所有者权益合计 15401.20 万元，增加部分全部来自未分配利润。

2009 年底，公司负债合计 23445.12 万元，同比增长 14.79%，主要是为满足营运资金需求，公司新增加了短期债务 3695.06 万元所致。受此影响，公司负债构成中流动负债占比由 2007 年底的 62.30% 上升至 68.86%。2010 年 6 月底，公司负债合计 22469.35 万元，规模和结构基本保持稳定。截至 2009 年底，公司全部债务合计 15381.65 万元，同比增长 27.26%，全部是新增的短期债务。2010 年 6 月底，公司债务

总额 15219.79 万元，债务规模保持稳定。

图 3 2008~2010 年 6 月公司债务构成



资料来源：公司提供

从债务指标分析，2009 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.76% 和 51.44%，均较 2008 年底有小幅上升。2010 年 6 月底，两项指标略有下降，分别为 49.70% 和 59.33%。总体看，公司两大核心业务资金周转效率不高，业务发展对资金依赖度较大，整体债务负担偏重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，由于短期债务的大幅增加，公司流动比率和速动比率同比出现下降，2009 年底分别为 183.88% 和 127.20%。2010 年 6 月底，两项指标变动较小，分别为 188.24% 和 127.11%。现金流方面，由于盈利和资产运营效率的下滑，公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅下降，并带动同期经营现金流动负债比的明显下调，2009 年为 5.06%，同比下降 12.45 个百分点。总体看，公司实际短期支付能力一般。

受盈利能力下降的影响，2009 年，公司 EBITDA 为 3215.19 万元，同比下降 26.97%。2009 年，公司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.15 倍和 4.78 倍，总体看，公司对全部债务的保障能力尚可。

2007 年，公司参与发行了“07 深中小债”，发行额度为 3700 万元，期限为 5 年。根据发行

条款约定，公司将从第 3 年（2010 年）开始，按 40%、30% 和 30% 的比例逐年归还本金。公司已于 2010 年 11 月 14 日偿还了第一期债券本金 1480 万元，2011 年和 2012 年还将分别偿还债券本金 1110 万元。2009 年，公司 EBITDA 为 3215.19 万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的 1.48 倍和 2.96 倍，公司 EBITDA 对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至 2010 年 6 月底，公司合并口径下不存在对外担保事项；截至 2010 年 6 月底，公司获得多家商业银行授信额度合计 15100.00 万元，其中未使用额度为 1950.00 万元，公司具备一定的间接融资能力。

综合考虑，联合资信维持公司 BBB 的主体长期信用级别为 BBB，评级展望为稳定。

附件 1-1 2008~2010 年 6 月公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	6904.84	3236.26	-53.13	573.85
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	7640.66	9572.41	25.28	9667.88
预付款项				
应收利息				
应收股利				
其他应收款	2276.81	3653.40	60.46	5768.14
存货	6644.06	9151.31	37.74	9639.03
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	3741.89	4073.98	8.87	4034.67
流动资产合计	27208.27	29687.35	9.11	29683.57
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	988.75	2400.00	142.73	2400.00
投资性房地产				
固定资产	4883.25	526 在 2.93	7.78	5183.25
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	461.80	412.93	-10.58	403.57
开发支出	150.17	200.17	33.30	200.17
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	15.00	0.00	-100.00	0.00
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	6498.96	8276.02	27.34	8186.98
资产总计	33707.23	37963.37	12.63	37870.55

附件 1-2 2008~2010 年 6 月公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	800.00	3300.00	312.50	2940.00
交易性金融负债				
应付票据	3586.59	4781.65	33.32	5579.79
应付账款	1615.84	1252.18	-22.51	967.16
预收账款				
应付职工薪酬	4.33	88.34	1939.15	137.27
应交税费	657.65	667.76	1.54	11.55
应付利息	35.15	21.09	-40.00	94.91
应付股利	6000.00	6000.00	0.00	6000.00
其他应付款	25.04	34.10	36.17	38.68
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	12724.60	16145.12	26.88	15769.35
非流动负债：				
长期借款	4000.00	3600.00	-10.00	3000.00
应付债券	3700.00	3700.00		3700.00
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	7700.00	7300.00	-5.19	6700.00
负债合计	20424.60	23445.12	14.79	22469.35
所有者权益：				
实收资本（或股本）	4243.75	4243.75	0.00	4243.75
资本公积	4369.30	4369.30	0.00	4369.30
盈余公积	1705.50	1869.65	9.62	1869.65
未分配利润	2964.07	4035.55	36.15	4918.50
归属于母公司所有者权益合计	13282.63	14518.25	9.30	15401.20
少数股东权益				
所有者权益合计	13282.63	14518.25	9.30	15401.20
负债和所有者权益总计	33707.23	37963.37	12.63	37870.55

附件 3 2008~2010 年 6 月年公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 月
一、营业收入	24127.81	24222.06	0.39	10955.98
减: 营业成本	14014.10	15076.61	7.58	7112.71
营业税金及附加	44.16	44.57	0.94	59.55
销售费用	5162.86	5297.31	2.60	1819.09
管理费用	874.16	992.37	13.52	942.48
财务费用	780.30	774.28	-0.77	276.50
资产减值损失	0.00	0.00		0.00
加: 其他业务利润	0.00	0.00		14.16
投资收益	0.00	0.00		0.00
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00		3.15
二、营业利润	3252.24	2036.92	-37.37	762.96
加: 营业外收入	79.88	57.33	-28.24	369.26
减: 营业外支出	28.87	12.92	-55.25	0.23
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	3303.26	2081.33	-36.99	1131.99
减: 所得税费用	566.68	439.86	-22.38	249.04
四、净利润	2736.58	1641.46	-40.02	882.95

附件 4 2008~2009 年公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 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	26376.47	26394.25	0.07
收到的税费返还			
收到其他与经营活动有关的现金	74.01	-1321.10	-1884.97
经营活动现金流入小计	26450.48	25073.15	-5.21
购买商品、接受劳务支付的现金	15569.90	20468.96	31.46
支付给职工以及为职工支付的现金	1507.24	2414.42	60.19
支付的各项税费	1312.22	1552.10	18.28
支付其他与经营活动有关的现金	5832.58	-178.65	-103.06
经营活动现金流出小计	24221.94	24256.84	0.14
经营活动产生的现金流量净额	2228.53	816.31	-63.37
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			
处置固定资产和其他长期资产收回的现金			
处置子公司及其他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	0.00	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	169.25	725.39	328.60
投资支付的现金	0.00	1267.10	
取得子公司等支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金	144.92	3756.13	2491.78
投资活动现金流出小计	314.17	5748.62	1729.76
投资活动产生的现金流量净额	-314.17	-5748.62	1729.76
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	5100.00	0.00	-100.00
取得借款收到的现金	7700.00	3600.00	-53.25
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	12800.00	3600.00	-71.88
偿还债务支付的现金	2922.61	1500.00	-48.68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6761.40	609.29	-90.99
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	226.99	
筹资活动现金流出小计	9684.01	2336.28	-75.87
筹资活动产生的现金流量净额	3115.99	1263.72	-59.44
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	5030.35	-3668.59	-172.93

附表 5 2008~2009 年公司现金流量及其补充资料表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	2736.58	1641.46	-40.02
加: 资产减值准备			
固定资产折旧及其他	264.42	295.71	11.83
无形资产摊销	49.52	48.87	-1.30
长期待摊费用摊销	5.00	15.00	200.30
处置固定资产、无形资产等损失			
固定资产报废损失	0.00	12.97	
公允价值变动损失			
财务费用	810.25	826.93	2.06
投资损失			
递延所得税资产减少			
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	724.44	-2507.24	-446.10
经营性应收项目的减少	-3559.58	-1931.75	-45.73
经营性应付项目的增加	-617.95	-363.66	-41.15
其他	1815.87	2778.04	52.99
经营活动产生的现金流量净额	2228.53	816.31	-63.37
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
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	6904.84	3236.25	-53.13
减: 现金的期初余额	1874.49	6904.84	268.36
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	5030.35	-3668.59	-172.93

附件 6 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.16	2.81	--
存货周转次数(次)	2.11	1.91	--
总资产周转次数(次)	0.72	0.68	--
现金收入比(%)	109.32	108.97	--
盈利能力			
营业利润率(%)	41.73	37.57	34.54
总资本收益率(%)	10.79	5.49	--
净资产收益率(%)	20.60	11.31	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	36.70	33.46	30.32
全部债务资本化比率(%)	47.64	51.44	49.70
资产负债率(%)	60.59	61.76	59.33
偿债能力			
流动比率(%)	213.82	183.88	188.24
速动比率(%)	161.61	127.20	127.11
经营现金流流动负债比(%)	17.51	5.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.64	4.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.75	4.78	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.16	-0.32	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.45	-6.37	--
现金偿债倍数(倍)	1.87	0.87	0.16
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	7.15	6.78	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.60	0.22	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 673 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持嘉达高科产业发展有限公司主体长期信用等级由BBB⁻调整为BB⁺，评级展望由负面调整为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月三日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市嘉达高科产业发展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: 负面

跟踪评级时间: 2010年12月3日

财务数据

项目	2008年	2009年	10年6月
现金类资产(万元)	3013.96	1624.35	702.90
资产总额(万元)	19652.41	21611.21	21955.50
所有者权益(万元)	10956.07	10904.14	12656.65
短期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	6288.50	3968.50	5714.00
营业收入(万元)	6697.25	5454.47	5033.31
利润总额(万元)	436.71	-211.20	1874.46
EBITDA(万元)	804.30	604.15	--
经营性净现金流(万元)	437.91	1816.66	--
营业利润率(%)	25.49	25.99	53.49
净资产收益率(%)	3.29	-1.98	--
资产负债率(%)	44.25	49.54	42.35
全部债务资本化比率(%)	36.47	26.68	31.10
流动比率(%)	518.50	192.43	447.26
全部债务/EBITDA(倍)	7.82	6.57	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.47	2.34	--
经营现金流动负债比(%)	20.68	28.05	--

注: 公司从2007年开始执行《企业会计准则(2006)》
2010年6月数据未经审计

分析师

于浩洋

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 深圳市嘉达高科产业发展有限公司(以下简称“公司”)收入规模下降, 2009年度经营出现亏损, 同时经营获现能力大幅下降, 进一步削弱了公司偿债能力。公司停止了新材料产业化示范基地建设项目, 并出让了项目建设用地。2010上半年, 公司承接多个项目, 营业收入与营业利润率有所回升, 但其持续性尚有待进一步观察。

联合资信注意到, 尽管公司放弃了新材料产业化示范基地建设项目, 但由于公司现金流规模波动幅度较大, 且融资渠道较为单一, 未来公司产品经营规模的扩大与偿还本期债券仍带给公司带来较大程度的融资压力。

综合考虑, 联合资信评估有限公司确定公司主体长期信用等级由BBB⁻调整为BB⁺, 评级展望由负面调整为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 公司承接多个优质项目, 营业收入与营业利润率有所回升。
2. 公司研发实力进一步增强, 多项产品荣获国家专利。

关注

1. 国家对房地产行业的宏观调控, 对公司经营业务量产生一定负面影响。
2. 跟踪期内, 受建筑行业波动所累, 公司整体经营压力较大, 2009年出现亏损。
3. 2009年, 公司经营性现金流增长主要源于土地转让收益, 公司实际经营活动获现能力较弱。
4. 公司应收账款和其他应收款大幅上升, 相关款项的回收具有一定不确定性。

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，后经多次增资扩股及股权转让，截至2010年6月底，公司注册资本1250.00万元，股权结构如表1所示。

表1 截至2010年6月底公司股权结构

股东名称/姓名	占注册资本的比例
深圳市嘉达新材料科技实业发展有限公司	55.80%
浙江天堂硅谷创业集团有限公司	25.60%
深圳市博宏达科技有限公司	11.00%
深圳市高新技术投资担保有限公司	2.40%
深圳市和熠升投资有限公司	2.40%
深圳市同创盈投资咨询有限公司	1.60%
潘橙	1.20%
合 计	100.00%

资料来源：公司提供

公司经营范围为：研发、经营各类新型建设材料、新型电子材料、新型汽车材料；承接涂料工程、建筑装饰工程（凭建设主管部门颁发的资质证书经营）、普通货运。

截至2009年底，公司合并资产总额21611.20万元，所有者权益10904.14万元；2009年实现营业收入5454.47万元，利润总额-211.20万元。

截至2010年6月底，公司合并资产总额21955.50万元，所有者权益12656.65万元；2010年1~6月实现营业收入5033.31万元，利润总额1874.46亿元。

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。

二、经营概况

1. 经营分析

行业概况

公司主业为建筑装饰工程施工以及自产幕墙装饰涂料产品的销售，均和房地产行业景气度密切相关。

2009年，土地供给持续下降，2009年全国房地产开发企业完成土地购置面积3.19亿平方米，同比下降19.04%；完成土地开发面积2.30亿平方米，同比下降19.86%。但受房价上扬刺激，房屋开工率有所回升，2009年房屋新开工面积11.54亿平方米，同比增长12.4%；房屋竣工面积7.27亿平方米，同比增长9.17%。

2010年1-7月，全国房地产开发企业完成土地购置面积2.17亿平方米，完成土地开发面积1.24亿平方米，土地供给较上年同期有所增加。总体看，土地与房地产市场均已恢复景气，而建筑装饰工程施工属于房屋竣工后的施工环节，因此公司主营业务在2010年有所好转。

经营概况

跟踪期内，公司营业收入继续下降，尽管房地产行业有所回暖，但由于公司建筑安装回暖的滞后性，公司工程承包业务收入仍然下降；另一方面由于2009年公司不再代理销售深圳市嘉良保温材料有限公司保温板（挤塑板）等产品，公司商品销售收入大幅锐减；同期公司自行研发的相关涂料产品技术日趋成熟，公司产品销售收入2009年有所增加，此外随着公司投资4700多万元建设的嘉达研发大楼交付使用，其中12000平米用于出租，公司租赁收入2009年大幅增加。

2009年，公司实现营业收入5454.47万元，较上年下降17.32%。从营业收入构成看，工程施工收入仍占主要地位，达到65.94%，产品销售收入也有所提高，占比25.37%；租赁及其他收入占比10.42%，成为公司主要收入来源之一。

2010年1~6月，公司实现营业收入5033.31万元，较上年同期大幅增长。从营业构成来看，

随着房地产市场的繁荣，房屋竣工率的增加，公司实现工程施工收入大幅增加至3953.42万元，占整体经营收入78.86%，经营状况有所好转；公司商品销售与产品销售分别为104.95万元与695.39万元，分别占比2.09%与13.87%，产品销售方面保持稳定；此外公司取得租赁转让及其他业务收入259.94万元，主要为公司出租嘉达研发大楼取得的租金收入。

毛利率方面，2009年公司主要版块工程施工毛利率8.47%，较上年大幅下降13.92个百分点，主要是公司承接优质项目较少，绝大部分为从房地产商承接的分包项目，利润较薄；公

司自有产品销售板块毛利率保持稳定，2009年为45.90%，主要是由于公司自有的新型装饰涂料产品市场竞争力较强，毛利率保持在较高水平。2010年1~6月，由于公司承接深圳市城市改造项目均为政府工程项目，工程施工板块毛利率大幅提升，达到52.62%，但毛利率真实水平有待进一步观察；产品销售板块，2010年公司与深圳市工务局签订合同总价2200万元产品供货合同，销售产品单价有所提高，2010年1~6月产品销售板块毛利率小幅提升，达到50.85%，预计本年度工务局产品供货合同执行完毕公司毛利率还有进一步提升的空间。

表2 2008~2010年6月年主营业务经营情况

单位: 万元/%

项目	营业收入(万元)				毛利润(万元)				毛利率(%)		
	2008年	2009年	增长率	10年1~6月	2008年	2009年	增长率	10年1~6月	2008年	2009年	10年1~6月
工程施工	3902.67	3596.64	-7.84	3953.42	873.68	304.56	-65.14	2080.13	22.39	8.47	52.62
商品代销(保温板)	1860.97	14.59	-99.22	104.95	423.49	0.76	-99.82	26.24	22.76	5.21	25.00
产品销售(涂料)	927.48	1274.64	37.43	695.39	412.84	585.14	41.73	353.65	44.51	45.90	50.85
租赁转让及其他	6.14	568.60	91倍	259.54	5.82	536.81	92倍	251.25	94.80	94.41	96.81
合计	6697.25	5454.47	18.56	5013.31	1715.83	1427.27	16.82	2711.27	25.62	26.17	54.08

资料来源: 公司提供

工程施工业务

工程业务施工方面，2009年公司承揽项目数量小幅下降，全年承接工程数量34个。合同总金额也有所减少，为7191.61万元，较上年下降10.60%；2010年1~6月公司承揽工程数量23个，承揽工程金额为11991.77万元，较上年大幅提高，新增项目中11个是深圳市南山区城市改造项目，业主信誉较好，回款保证强；2009年公司在建工程数量13个，在建工程金额为501.46万元，单个项目数额较小。截至2010年6月底，公司在建工程数21个，在建工程金额达到4231.61万元，较上年大幅增长，增长的主要原因为公司2010年承担多个政府工程项目同时开工。2010年深圳市的市政改造项目为公司带来了一个良好的发展机遇，有助于公司摆脱不利的经营局面。

表3 2008~2009年6月公司承揽及在建工程情况

项目	2008年	2009年	2010年1-6月
承揽工程数量(个)	38	34	23
承揽工程面积(万平米)	131.36	116.52	66.29
承揽工程金额(万元)	8044.39	7191.61	11991.77
在建工程数量(个)	11	13	21
在建工程金额(万元)	440.70	501.46	4231.61

资料来源: 公司提供

产品销售业务

目前公司实现产业化的产品已达到7个系列，可以提供各种新型环保材料，系统的解决传统建筑领域的各类缺陷。目前公司的主要核心产品是合成树脂幕墙装饰系统，主要包括氟树脂幕墙装饰系统、硅树脂幕墙装饰系统、聚脂幕墙装饰系统、合成树脂石材装饰系统等四类。此外公司将核心技术扩展到了建筑建材领

域，经营范围已扩大至装饰系统、保温装饰系统、水泥砂浆改良剂系统、建筑涂料装饰系统、合成树脂地坪装饰系统、金属防护装饰系统。多元化的产品及服务策略有助于公司增强市场竞争力，有效的抵抗风险。

公司不断加大对产品销售的投入，一方面大力培养代理商，与大型地产商、工程承包商

建立战略合作关系，另一方面继续培养建立专业化的营销团队，不断加深渠道拓展；在市场区域发展方面，集中优势，重点发展武汉、青岛、南京、合肥、天津等六个主要城市的市场；在产片开发方面，为了满足不同客户的不同相关涂料需求，公司从实际出发，针对不同类型客户开发不同类型相关涂料产品。

表4 2009-2010公司改良产品改良应用情况

产品名称	应用对象
单组分聚苯板胶粘剂、单组分防水抗裂砂浆	天津住宅集团
水性金属漆	深圳六约地铁站
瓷砖粘结砂浆/改良剂	金地集团荔湖城项目和博登湖项目
面漆+遮盖底漆系统	广州天河体育中心、福保桂花苑
水性防涂鸦涂料	深圳第八幼儿园
水性仿石材涂料、水性罩面清漆、单组分白腻子	福田新村、劳动大厦等深圳市市容环境提升的外墙翻新项目

资料来源：公司提供

研发情况

2009年公司加大了研发投入，相关研究、开发经费投入总额为282万元，其中用于设备仪器购置78万元，原材料购置45万元，元器件购置5万元，工具模具购置19万元，试验测试费用15万元，研究开发人工费用120万元。其主要产品合成树脂幕墙标准获深圳市科技创新奖，并获得了国家建设部颁发国家住宅产业化基地称号。2009年公司共取得5项发明专利：①聚氨酯幕墙浆料；②硅改性丙烯酸树脂幕墙浆料；③新型合成树脂幕墙浆料；④合成树脂幕墙系列浆料在墙体表面的施工工艺；⑤屋面保温防水集成一体化系统及其施工方法。研发投入的加大有利于公司增强产品竞争力，提高抗风险能力。

2. 管理分析

跟踪期内，原公司财务总监胡海清先生因个人原因离职，由杨志强先生接任。

杨志强，现年39岁，MBA学历，曾任深圳

丽斯达日化有限公司审计主管与财务经理，深圳星辰医药连锁公司财务经理，众友药业集团有限公司集团财务经理，中星集团控股有限公司财务总监，从业经验丰富。

总体看，跟踪期内房地产市场有所回暖，2009年公司受市场波动影响公司出现亏损，2010年公司工程施工板块与产品销售板块经营状况均有所好转，承接签订了部分优质工程与产品销售合同，但利润水平有待进一步观察。

三、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2.00亿元。公司募集资金3000.00万主要投向项目前期的土地购置，公司以此购置土地使用权作价与深圳市鹏能鸿桥物流配送有限公司（以下简称“鹏能鸿桥物流公司”）共同出资成立深圳市嘉达合成树脂功能新材料有限公司（以下简称“嘉达新材料公司”），并持有嘉达新材料公司71.08%

的股权，2009年公司将持有嘉达新材料公司全部股权以4273.42万元价格转让与鹏能鸿桥物流公司，其相关工商变更手续与2010年上半年办理完毕。由于资金压力较大，公司募集项目至此终止。

四、财务分析

公司2009年财务报表经中联会计事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司2010年上半年报表未经审计。

截至2009年底，公司合并资产总额21611.21万元，所有者权益10904.14万元；2009年实现营业收入5454.47万元，利润总额-211.20万元。

截至2010年6月底，公司合并资产总额21955.50万元，所有者权益12656.65万元；2010年1~6月实现营业收入5033.31万元，利润总额1874.46万元。

1. 盈利能力

2009年公司实现营业收入5454.47万元，较上年下降18.56%，公司营业利润率25.99%，较上年无明显好转。其中公司工程施工业务板块与商品销售板块业务收入进一步下滑，全年实现收入3596.64万元，下降7.84%；公司2009年停止了商品销售业务，该板块收入大幅下降99.22%；公司产品销售板块与租赁转让及其他板块有所增长，2009年公司产品销售收入达到1274.64万元，较上年增长37.43%，该板块已取代商品销售板块成为公司第二大板块；2009年嘉达研发大楼开始投入使用，公司租赁相关收入达到568.60万元，该板块虽然收入规模并不大，但相对其他板块较为稳定，且毛利率较高。

2009年公司利润总额为-211.20万元，经营出现亏损。亏损主要原因由于营业规模的下降，营业利润率偏低；公司三项费用未同比例下降，其中公司管理费用支出较高，2009年达到了1068.66万元，三项费用之和达到1731.03万元，

较上年增长8.2%。受经营亏损影响，公司净资产收益率和总资本收益率分别下降至-1.98%与0.28%，盈利能力大幅下降。

2010年1-6月，公司实现营业收入5033.31万元，实现利润总额1874.46万元，营业利润率达到53.49%，较2009年底大幅增长27.32个百分点，但公司众多项目为工程总承包商，部分项目分包成本尚未确认并结转，毛利率水平能否保持较高水平有待进一步观察。总体来看，公司2010年经营状况所有好转，盈利能力尚需进一步确认。

总体看，公司2009年受行业低迷影响较大，公司盈利能力大幅下降，整体抗风险能力不强。2010年随着房地产市场的繁荣公司整体经营状况有所好转，有望实现扭亏为盈。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2009年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金5888.52万元，较2008年下降31.4%；公司购买商品、接受劳务支付的现金3850.19万元，较2008年下降39.00%。公司现金收入比有所下降，达到107.96%，收入质量一般；2009年公司收到其他与经营活动有关的现金与大幅增长至4450.61万元，主要是由于转让嘉达新材料公司股权收到鹏能鸿桥物流公司预付的股权受让款。总体来看，2009年公司经营活动产生现金流量净额1816.66万元，但由于部分现金流入来源于土地转让收益，公司实际经营活动获现能力较弱。

投资活动方面，2009年公司无投资活动净现金流入；投资活动产生的现金流出量为628.06万元，全部为是公司购建固定资产、无形资产等支付的现金。

筹资活动方面，2009年公司取得借款收到的现金1100.00万元；偿还债务支付的现金3420.00万元，筹资活动产生现金流量净额为-2578.20万元。

总体看，2009年公司整体经营活动获现能力有所增强，但同时联合资信也注意到公司经

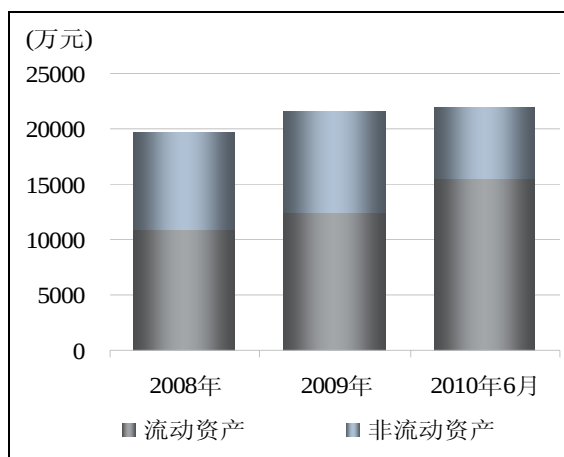
营活动获现能力的难以持续性；公司对外投资规模不大，但考虑到债务负担及经营扩大的需要，公司面临一定程度上的融资压力。

3. 资本及债务结构

(1) 资产

截至2009年底，公司合并资产总额21611.21万元，较上年增长了9.97%。其中，流动资产占57.67%，非流动资产占比42.33%。截至2010年6月底，公司合并资产总额21955.50万元，较2009年底小幅增长1.59%，其中流动资产占比有所上升，达到70.20%；非流动资产占比29.80%。由图1可见，公司流动资产规模不断增大，非流动资产规模在2010年有所下降。

图1 2007~2009年6月公司资产构成



资料来源：公司提供

截至2009年底，公司流动资产12463.60万元，较上年增长13.52%，增长的主要原因主要是其他应收款的增加。2009年底公司其他应收款达到4992.25万元，较上年增长197.39%，新增其他应收款主要是公司新承接项目缴纳的保证金，其中对深圳市嘉达新材实业发展有限公司其他应收款项为2908.17万元，占比达69.58%；公司应收账款4292.39万元，较上年同期下降了8.67%，其中账龄在1年期以内的占51.23%，在1年至2年期内占48.77%，公司无2年期以上应收账款。总体来看，公司应收款项类增长较快，数额较大，占公司营业收入比例很高。

截至2010年6月底，公司流动资产15413.02万元，较2009年年底增长23.67%，增长主要因为其他应收款的增加，截至2010年6月公司其他应收款达到7949.33万元，较2009年底增加了2957.08万元，公司解释其他应收款的增加为项目保证金的增加。总体来看，公司应收款项比例进一步提高，且数额较大，增加原因有待进一步确认。

截至2009年底，公司非流动资产9147.61万元，较上年增长5.47%。公司以土地使用权完成对嘉达新材料公司的增资，公司长期股权投资增加3239.43万元达到3289.43万元，相应的公司无形资产也减少至298.55万元。

截至2010年底，公司非流动资产6542.48万元较2009年底减少28.48%。主要是由于公司完成了嘉达新材料公司的股权转让程序，长期股权投资下降至0。

(2) 所有者权益

截至2009年底，公司所有者权益10904.14万元，无少数股东权益。其中实收资本、资本公积与未分配利润分别占比11.46%、40.80%、47.74%。其中实收资本占比小，未分配利润占比大。2010年6月底公司所有者权益12656.65万元，较2009年底增长16.07%，增长全部为未分配利润的增长。整体看公司所有者权益构成稳定性一般。

(3) 负债

截至2009年底，公司负债合计10707.07万元，较2008年底增长23.12%。其中流动负债6477.05万元，占比60.49%，同比上年增长205.89%，增长原因主要是其他应付款的增加，公司2009年增加对鹏能鸿桥物流公司4273.42万元其他应付款；2009年底公司非流动负债4230.01万元，较上年减少35.70%，减少主要是公司归还了部分长期借款。

截至2010年6月底，公司负债总额有所减少，达到9298.85万元，公司新增了1660万长期借款，嘉达新材料公司股权转让完毕，其他应付款减少了3100.84万元。跟踪期内公司资产负债

债率保持稳定,2009年底与2010年6月底分别为49.54%与42.35%;公司无短期负债,全部债务为长期借款与应付债券,2009年底与2010年6月底公司全部债务资本化比率分别为26.68%与31.10%,公司资产负债结构合理,债务负担较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看,截至2009年底,公司流动比率和速冻比率分别为192.43%与181.16%,2010年6月底增至447.26%与413.30%,公司流动负债比率始终保持较高水平。2009年公司经营活动现金流动负债比为28.68%,周转能力较上年有所提高。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看,2009年公司EBITDA由2008年的804.30万元下降至604.15万元,下降的原因主要是由于2009年公司经营亏损;EBITDA利息倍数由3.47倍下降至2.34倍;全部债务/EBITDA由7.82倍下降至6.57倍。公司长期偿债能力有所下降。

2009年,公司EBITDA对3000万元本期债券本金的覆盖倍数为0.20倍。截至2010年6月底,公司现金类资产702.90万元,呈下降趋势,对本期债券的保护能力弱。

2007年,公司参与发行了“07深中小债”,发行额度为3000万元,期限为5年。根据发行条款约定,公司将从第3年(2010年)开始,按40%、30%和30%的比例逐年归还本金。公司已于2010年11月14日偿还了第一期债券本金1200万元,2011年和2012年还将分别偿还债券本金900万元。2009年,公司EBITDA为604.15万元,分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的0.20倍和0.67倍,公司EBITDA对未偿还本金余额的保障能力较弱。

截至2010年6月底,公司以嘉达研发大楼为担保,取得平安银行综合授信6000万元。

截至2010年6月底,公司共获得银行授信额度6000万元,已使用5000万元,其中2000万元

为保函,3000万元中长期贷款;1000万元流动资金贷款尚未使用。公司融资渠道单一,面临一定的融资压力。

综合考虑,联合资信将公司主体长期信用等级由BBB⁻调整为BB⁺,评级展望由负面调整为稳定。

附件 1 公司承接深圳市南山区政府改造工程项目一览表

编号	项目名称	签订合同单位名称	签订合同日期	合同面积	合同总价
				(M ²)	(元)
1	深南大道白石洲段街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.06.30	40000/44000/5000	18,079,209.37
2	深南大道高层街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.06.30	--	8,016,196.20
3	南海大道高层建筑街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.06.30	22000/2500/18000	14,310,025.23
4	桂庙路街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.05.29	4000/4000/35000	27,198,419.10
5	南头街街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.06.28	3300/3000/4000	5,968,967.26
6	常兴路街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.06.28	--	33,343,725.29
7	南山大道街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.06.30	30000	1,350,000.00
8	茶光路（含沙河西路茶光村路段）街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.07.07	21000/2000/12000/1000/3000 /4000	12,357,046.93
9	西丽南支路街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.07.07	6000/2500/13000	6,696,709.53
10	丽水路街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.07.07	--	15,452,145.57
11	前海路街景综合整治工程	南山区建筑工务局	2010.07.07	--	19,821,668.32

附件 2-1 2008~2010 年 6 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	3013.96	1624.35	-46.11	702.90
交易性金融资产	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	0.00		0.00
应收账款	4700.30	4292.39	-8.68	4776.75
预付款项	850.60	818.92	-3.72	807.83
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	1678.71	4992.25	197.39	7949.33
存货	729.13	729.89	0.10	1170.41
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	6.34	5.81	-8.33	5.81
流动资产合计	10979.04	12463.60	13.52	15413.02
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	50.00	3289.43	6478.87	0.00
投资性房地产	0.00	0.00		0.00
固定资产	4654.85	5058.16	8.66	5004.64
在建工程	411.81	501.46	21.77	1253.30
工程物资	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00		0.00
无形资产	3556.72	298.55	-91.61	284.54
开发支出	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00		0.00
合并价差	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	0.00	0.00		0.00
递延所得税资产	0.00	0.00		0.00
其他非流动资产	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	8673.38	9147.61	5.47	6542.48
资产总计	19652.41	21611.21	9.97	21955.50

附件 2-2 2008~2010 年 6 月底资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	0.00		0.00
应付账款	1248.49	1394.58	11.70	1850.80
预收账款	317.15	343.30	8.24	20.49
应付职工薪酬	91.71	76.34	-16.75	79.54
应交税费	151.55	4.56	-96.99	-43.93
应付利息	0.00	0.00		0.00
应付股利	0.00	0.00		0.00
其他应付款	299.18	4640.01	1450.93	1539.17
预计负债	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	9.39	18.26	94.46	0.00
流动负债合计	2117.46	6477.05	205.89	3446.08
非流动负债：				
长期借款	3260.00	940.00	-71.17	2600.00
应付债券	3028.50	3028.50	0.00	3114.00
长期应付款	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00		0.00
递延收益	290.38	261.51	-9.94	138.76
递延所得税负债	0.00	0.00		0.00
其他非流动负债	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	6578.88	4230.01	-35.70	5852.76
负债合计	8696.34	10707.07	23.12	9298.85
所有者权益：				
实收资本（或股本）	1250.00	1250.00	0.00	1250.00
资本公积	4448.95	4448.95	0.00	4448.95
减：库存股	0.00	0.00		0.00
盈余公积	0.00	0.00		0.00
未分配利润	5257.12	5205.18	-0.99	6957.70
外币报表折算差额	0.00	0.00		0.00
归属于母公司所有者权益合计	10956.07	10904.14	-0.47	12656.65
少数股东权益	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	10956.07	10904.14	-0.47	12656.65
负债和所有者权益总计	19652.41	21611.21	9.97	21955.50

附件 3 2008~2010 年 1-6 月利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 月
一、营业收入	6697.25	5454.47	-18.56	5033.31
减: 营业成本	4981.42	4027.21	-19.16	2302.05
营业税金及附加	8.89	9.47	6.56	38.83
销售费用	502.92	300.48	-40.25	141.22
管理费用	1147.26	1068.66	-6.85	586.40
财务费用	-50.94	361.87	-810.40	122.99
资产减值损失	0.00	0.00		0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00		0.00
投资收益	0.00	0.00		0.00
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	107.70	-313.22	-390.83	1841.82
加: 营业外收入	348.05	109.78	-68.46	32.64
减: 营业外支出	19.04	7.75	-59.28	0.00
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	436.71	-211.20	-148.36	1874.46
减: 所得税费用	76.67	4.99	-93.50	4.96
四、净利润	360.04	-216.18	-160.05	1869.50
其中: 归属于母公司的净利润	360.04	-216.18	-160.05	0.00
少数股东损益	0.00	0.00		0.00

附件 4-1 2008~2010 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 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	8588.12	5888.52	-31.43
收到的税费返还	0.00	161.14	
收到其他与经营活动有关的现金	348.36	4450.61	1177.60
经营活动现金流入小计	8936.47	10500.27	17.50
购买商品、接受劳务支付的现金	6311.34	3850.19	-39.00
支付给职工以及为职工支付的现金	271.33	497.75	83.45
支付的各项税费	655.21	306.10	-53.28
支付其他与经营活动有关的现金	1260.67	4029.58	219.64
经营活动现金流出小计	8498.56	8683.61	2.18
经营活动产生的现金流量净额	437.91	1816.66	314.85
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	0.00	0.00	
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	1781.81	628.06	-64.75
投资支付的现金	50.00	0.00	-100.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	1831.81	628.06	-65.71
投资活动产生的现金流量净额	-1831.81	-628.06	-65.71
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	
取得借款收到的现金	0.00	1100.00	
发行债券收到的现金	0.00	0.00	
筹资活动现金流入小计	0.00	1100.00	
偿还债务支付的现金	240.00	3420.00	1325.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	451.78	258.20	-42.85
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	
筹资活动现金流出小计	691.78	3678.20	431.70
筹资活动产生的现金流量净额	-691.78	-2578.20	272.69
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	-2085.68	-1389.61	-33.37
加: 期初现金及现金等价物余额	5099.63	3013.96	-40.90
六、期末现金及现金等价物余额	3013.96	1624.35	-46.11

附件 4-2 2008～2009 年现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年
1、将净利润调为经营活动现金流量：		
净利润	360.04	-216.18
加：资产减值准备	138.03	0.00
固定资产折旧及其他	40.93	529.19
无形资产摊销	94.63	27.96
长期待摊费用摊销	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产等损失	0.00	0.00
固定资产报废损失	0.00	0.00
公允价值变动损失	0.00	0.00
财务费用	-50.94	258.20
投资损失	0.00	0.00
递延所得税资产减少	0.00	0.00
递延所得税负债增加	0.00	-28.87
待摊费用减少	0.00	0.00
预提费用增加	0.00	0.00
存货的减少	-45.07	-0.76
经营性应收项目的减少	1335.32	-2873.41
经营性应付项目的增加	-1185.99	4359.59
其他	-249.03	-239.07
经营活动产生的现金流量净额	437.91	1816.66
2、无现金收支的重大投资筹资活动：		
债务转为资本	0.00	0.00
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00
融资租入固定资产	0.00	0.00
3、现金及现金等价物净变动情况：		
现金的期末余额	3013.96	1624.35

附件 5 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	2.85	1.21	--
存货周转次数(次)	13.66	5.52	--
总资产周转次数(次)	0.68	0.26	--
现金收入比(%)	128.23	107.96	--
盈利能力			
营业利润率(%)	25.49	25.99	53.49
总资本收益率(%)	3.43	0.28	--
净资产收益率(%)	3.29	-1.98	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	36.47	26.68	31.10
全部债务资本化比率(%)	36.47	26.68	31.10
资产负债率(%)	44.25	49.54	42.35
偿债能力			
流动比率(%)	518.50	192.43	447.26
速动比率(%)	484.07	181.16	413.30
经营现金流动负债比(%)	20.68	28.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.47	2.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.82	6.57	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.22	0.30	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.01	4.60	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 674 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定深圳市雄韬电源科技有限公司主体长期信用等级由A⁻调整为BBB⁺，评级展望为负面。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十月二十六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

Http: //www. lhratings.com

深圳市雄韬电源科技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: A⁻ 评级展望: 负面

跟踪评级时间: 2010年10月26日

财务数据

项 目	2008年	2009年	2010年6月
现金类资产(万元)	15028.56	21475.19	21740.80
资产总额(万元)	71510.42	102285.69	99616.68
所有者权益合计(万元)	30318.05	32269.40	39318.17
短期债务(万元)	11596.64	31721.53	28438.53
全部债务(万元)	15955.50	36172.80	32478.02
营业收入(万元)	120432.84	88395.91	58450.27
利润总额(万元)	6057.18	5830.14	3798.28
EBITDA(万元)	10865.80	9734.93	--
经营性净现金流(万元)	10792.22	2297.33	-7924.16
营业利润率(%)	14.09	16.42	15.19
净资产收益率(%)	17.16	15.08	--
资产负债率(%)	57.60	68.45	60.53
全部债务资本化比率(%)	34.48	52.85	45.24
流动比率(%)	148.23	127.48	143.35
全部债务/EBITDA(倍)	1.47	3.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.87	4.47	--
经营现金流/流动负债(%)	30.15	3.58	--

注: 公司 2010 年 6 月财务数据未经审计。

分析师

张华

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 中国铅酸蓄电池行业呈前低后高周期性波动, 同期, 深圳市雄韬电源科技有限公司(以下称“公司”)加强了技术研发和市场营销的力度, 并取得了一定成效, 但销售收入仍受行业影响出现波动。公司债务规模增长较快, 债务负担有所加重, 债务结构不尽合理。

职工铅超标事件对公司生产经营及形象均产生了较大的负面影响, 而部分职工对公司的抵触情绪和索赔要求, 以及金融机构可能对公司采取趋严的融资政策将对公司的发展产生不利影响。

综合考虑, 联合资信评估有限公司确定公司主体长期信用等级由 A⁻ 调整为 BBB⁺, 评级展望为负面。

优势

1. 跟踪期内, 公司加强了技术研发和市场营销的力度, 并取得了一定成效。
2. 公司锂电池收入增长较快, 占比有所提升。
3. 公司仍保持着较强的经营获现能力; 截至 2010 年 6 月底, 账面货币资金仍较为充足。

关注

1. 职工铅超标事件使得部分职工对公司的索赔要求可能会延续, 金融机构对公司的融资条件可能在一定程度上趋严。
2. 公司债务规模增长较快, 债务负担有所加重, 债务结构不尽合理。

一、企业基本情况

深圳市雄韬电源科技有限公司（以下简称“公司”）成立于1994年11月3日。经过多次股权变更及增资扩股后，截至2009年底，公司注册资本5000万元，其中深圳市三瑞科技有限公司（以下简称“三瑞科技”）持股58.22%。三瑞科技由张华农夫妇100%持股，另外，张华农直接持有公司13.58%的股份。公司实际控制人为张华农夫妇。

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、重大事项

公司于2010年7月组织了内部涉铅岗位职工进行体检，并查出部分职工身体内的铅含量超标。8月初，公司陆续将体内铅超标的职工送往深圳市职业病防治院，并委托其对职工进行排铅治疗。9月14日，深圳市职业病防治院对采取排铅治疗后血尿铅正常的7人，以及血尿铅异常须转入专科医院进行进一步治疗的8人共计15人下达出院通知，并要求公司协助办理出院手续。9月17日，公司派往协助办理出院手续人员招到上述职工围攻，并发生一定程度的暴力事件。目前，公安机关已介入该暴力事件调查。

总体看，职工铅超标事件对公司生产经营及企业形象均产生了较大的负面影响。部分职工对公司的抵触情绪及索赔要求可能会延续，金融机构对公司的融资条件可能在一定程度上趋严。目前，职工铅超标的具体人数和索赔规模仍无法获悉，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）将对此保持密切关注。

三、经营管理分析

公司业务涵盖了铅酸蓄电池和锂电池的生产和销售，其主要产品为铅酸蓄电池。公司铅酸蓄电池往年销售收入在当期营业收入的比重基本维持在95%左右，2009年为94.02%。

表1 公司近年业务收入情况（单位：万元、%）

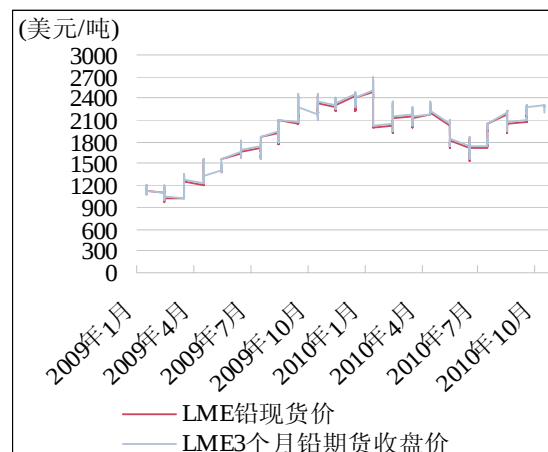
产 品	2008	2009	变动率	1H2010
铅酸蓄电池	117585.16	83114.03	-29.32	55733.59
锂电池	2847.68	5281.88	85.48	2716.68
合 计	120432.84	88395.91	-26.60	58450.27

资料来源：公司提供

中国是铅酸蓄电池生产大国，集中了全世界25%以上的铅酸蓄电池产能。截至2010年6月底，中国铅酸蓄电池制造厂家已达到1500家左右，其中包括江森、艾诺斯、松下等国际知名铅酸蓄电池企业。铅酸蓄电池整个产业已基本形成了以起动型、工业用、电动车用为代表的三大应用领域。2009年，中国铅酸蓄电池行业呈前低后高周期性波动，但全年产销规模仍保持较大水平，铅酸蓄电池总产量约12000万KVAh，总销售额已超过1000亿元。2010年上半年，国内电池工业产值1848亿元，其中铅酸蓄电池产量为6736.18万KVAh，约占全国电池工业总产值30%，同比增加20.09%。

铅作为铅酸蓄电池行业的主要原材料，其价格在跟踪期内波动较大。其中国际期货铅价自2009年一季度触底后持续反弹至2010年1月份的2600美元/吨，并在2010年前三季度处于较大幅度的震荡之中；而国内铅价目前基本维持在2.5万元/吨，较2009年1.8万元/吨的均价也有较大涨幅。铅价大幅波动给业内企业的生产经营产生了一定不利影响。

图1 跟踪期内铅价波动情况



资料来源：Wind

由环境保护部会同国家发改委、财政部等6部委编制的《重金属污染综合防治规划(2010~2015年)》(以下简称“《规划》”)已基本完成,按程序报经国务院批准后组织实施。

《规划》的出台将加强包括污染防治体系、事故应急体系、环境与健康风险评估体系等监管体系的完善和污染源的治理,从而加速铅酸蓄电池行业的整治和整合。

跟踪期内,公司加大技术研发力度,并开发了成本比原有铅酸蓄电池低15%左右的纯铅电池;同时,公司对销售体系也进行了调整,国际方面,公司在印度建立了服务公司以应对其增长的市场需求,而在国内,公司加大对中国移动、中国联通、南方电网、华为和中兴等大客户的开发力度,并已签下部分订单。尽管通过上述措施取得了一定成效,但由于受行业周期波动影响,公司铅酸蓄电池销售收入仍有所波动,其中2009年实现销售收入8.31亿元,同比下降29.32%,2010年上半年有所好转,实现销售收入5.57亿元,为2009年的67.06%;同期,公司锂电池销售收入呈持续增长态势,但规模相对较小,对业绩贡献有限。2009年,公司实现营业收入8.84亿元,同比下降26.60%,2010年上半年实现营业收入5.85亿元,为2009年的66.18%。

总体看,跟踪期内,公司加强了技术研发和市场营销的力度,并取得一定程度的突破。但受行业周期性波动影响,公司整体经营业绩有所起伏。

四、财务分析

公司提供的2009年度财务报表已经天健会计师事务所有限公司深圳分所审计,并出具了标准无保留意见的审计报告;公司2010年1~6月财务报表未经审计。

2009年公司借款和存货的增加,以及2010年1~6月股利的结算使其资产总额出现波动,并使得流动资产占比有所提高。截至2010年6月

底,公司资产总额99616.68万元,其中流动资产和非流动资产分别占比78.54%和21.46%,流动资产集中于货币资金、应收账款以及存货,非流动资产集中于房屋建筑物。

2009年公司短期借款及应付款的大幅增加导致负债总额快速增长,2010年上半年应付款的结算使得负债总额有所减少。截至2010年6月底,公司负债总额60298.51万元,其中流动负债和非流动负债分别占90.51%和9.49%。公司全部债务增大明显,2010年6月底为32478.02万元,其中短期债务占87.56%;公司资产负债率由2008年的57.60%快速上升至2009年的68.45%,2010年6月底有所下降,为60.53%。同期,公司全部债务资本化比率波动中有所上升,2010年6月底为45.24%。整体看,公司债务规模增长较快,债务负担有所加重,债务结构不尽合理。

2009年因产销规模有所收缩,公司营业收入和营业成本同比分别减少26.60%和28.63%,分别为88395.91万元和73769.49万元。同期,公司营业利润率小幅上升,但总资本收益率和净资产收益率均有所下降,2009年营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为16.42%、10.29%和15.08%。2010年1~6月,公司实现营业收入和利润总额分别为58450.27万元和3798.28万元,分别为2009年的66.12%和65.15%。总体看,公司收入及利润仍维持较大规模,但盈利能力一般,且有所波动。

跟踪期内,公司经营活动产生的现金流量净额持续减少,2009年经营活动产生的现金流量净额2297.33万元,同比减少78.71%,2010年1~6月,经营活动产生现金流量净额出现负值,为-7924.16万元,主要是公司在铅价回落时加大采购所致。2008~2009年,公司投建规模较大,投资活动产生的现金流量净额均为负值,2010年上半年,投建规模有所收缩。与此对应,2008年,公司经营活动产生的现金流净额不仅满足了投资需求,而且部分还用于归还银行借款,而2009年及2010年上半年,公司筹资活动产生

的现金流量净额均为正数，或满足投资需求，或满足日常经营需要。

公司流动比率和速动比率指标波动中有所下降，2010年6月底分别为143.35%和107.70%，目前公司短期支付能力正常。跟踪期内，公司经营活动产生的现金流净额有所减少，2009年为2297.33万元，相应经营现金流动负债比下降至3.58%，2010年上半年经营活动产生的现金流净额由正转负；2009年公司债务规模大幅增长导致全部债务/EBITDA由2008年的3.87倍上升至2009年的4.47倍，公司长期偿债能力有所减弱。

截至2010年6月底，公司现金类资产21740.80万元，是本期债券的5.44倍；2009年公司EBITDA实现9734.93万元，为本期债券的2.43倍，EBITDA对本期债券的保障能力较高；公司经营性净现金流对本期债券的保障能力有所减弱；总体上，目前公司对本期债券的保障能力正常。

2007年，公司参与发行了“07深中小债”，发行额度为4000万元，期限为5年。根据发行条款约定，公司将从第3年（2010年）开始，按40%、30%和30%的比例逐年归还本金。公司已于2010年11月14日偿还了第一期债券本金1600万元，2011年和2012年还将分别偿还债券本金1200万元。2009年，公司EBITDA为9734.93万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的6.08倍和8.11倍，公司EBITDA对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至2010年6月底，公司从多家银行获得综合授信总额为40000万元，未使用额度20000万元，公司现有间接融资渠道通畅，但考虑到职工铅超标事件对公司生产经营及企业形象的负面影响，各金融机构对公司的融资条件有趋严的可能；公司无对外担保情况。

综合考虑，联合资信确定公司主体长期信用等级由A⁻调整为BBB⁺，评级展望为负面。

附表 1-1 2008~2010 年 6 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	13748.97	19503.70	41.86	17514.53
应收票据	1279.59	1971.50	54.07	4226.27
应收账款	21057.18	29522.75	40.20	31586.07
预付款项	2596.93	3691.50	42.15	3013.23
应收利息				
应收股利		5409.10		48.61
其他应收款	1824.27	2972.12	62.92	2394.22
存货	12394.32	18534.82	49.54	19455.95
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	166.72	188.91	13.31	
流动资产合计	53067.98	81794.39	54.13	78238.87
非流动资产：				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资		159.54		158.83
投资性房地产				
固定资产	11375.98	14286.98	25.59	14676.63
在建工程	2528.32	1679.16	-33.59	1740.28
工程物资	279.76	516.28	84.54	406.69
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	3579.95	3392.41	-5.24	3949.84
开发支出				
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产	678.44	456.93	-32.65	445.53
其他非流动资产				
非流动资产合计	18442.44	20491.30	11.11	21377.81
资产总计	71510.42	102285.69	43.04	99616.68

附表 1-2 2008~2010 年 6 月资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	10104.34	20721.53	105.08	21438.53
应付票据	1492.30	11000.00	637.12	6500.00
应付账款	8807.37	13406.18	52.22	11475.51
预收款项	1463.92	932.48	-36.30	1426.61
应付职工薪酬	645.79	841.50	30.30	829.56
应交税费	251.93	1415.88	462.02	1828.20
应付利息	6.90			
应付股利				
其他应付款	12451.20	15416.60	23.82	10207.54
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	576.55	428.88	-25.61	372.34
流动负债合计	35800.29	64163.04	79.22	54578.30
非流动负债：				
长期借款	500.00	500.00		
应付债券	3858.86	3951.28	2.40	4039.49
长期应付款				
专项应付款	752.50	1121.25	49.00	
预计负债				
递延所得税负债	280.72	280.72		280.72
其他非流动负债				1400.00
非流动负债合计	5392.08	5853.25	8.55	5720.21
负债合计	41192.37	70016.29	69.97	60298.51
所有者权益：				
实收资本	2462.02	5000.00	103.09	5263.16
资本公积	4025.76	1653.35	-58.93	4100.93
盈余公积	769.15	1519.94	97.61	1627.74
未分配利润	17296.68	21144.43	22.25	25237.31
外币报表折算差额	-139.00	-180.93	30.17	-256.75
归属于母公司所有者权益合计	24414.60	29136.79	19.34	35972.38
少数股东权益	5903.45	3132.61	-46.94	3345.79
所有者权益合计	30318.05	32269.40	6.44	39318.17
负债和所有者权益总计	71510.42	102285.69	43.04	99616.68

附表 2 2008~2010 年（1~6 月）利润及利润分配表

（单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	10 年（1~6）月
一、营业总收入	120432.84	88395.91	-26.60	58450.27
其中：营业收入	120432.84	88395.91	-26.60	58450.27
二、营业总成本	114759.66	82683.10	-27.95	54820.52
其中：营业成本	103358.70	73769.49	-28.63	49518.70
营业税金及附加	99.37	111.90	12.61	53.97
销售费用	2877.16	2870.53	-0.23	1718.01
管理费用	3610.89	3584.38	-0.73	2109.29
财务费用	2759.12	1912.92	-30.67	1247.75
资产减值损失	2054.42	433.88	-78.88	172.80
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）	547.29	-47.72	-108.72	
其中：对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益（损失以“-”号填列）				
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	6220.48	5665.10	-8.93	3629.75
加：营业外收入	77.61	302.61	289.94	209.10
减：营业外支出	240.90	137.57	-42.89	40.58
其中：非流动资产处置损失	170.17	47.49	-72.09	
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	6057.18	5830.14	-3.75	3798.28
减：所得税费用	854.48	964.52	12.88	603.39
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	5202.70	4865.62	-6.48	3194.89
归属于母公司所有者的净利润	4269.12	4598.54	7.72	3014.80
少数股东损益	933.58	267.07	-71.39	180.10

附表 3-1 2008~2010 年（1~6 月）现金流量表

（单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	10 年 (1~6) 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	159677.48	106254.37	-33.46	67985.93
收到的税费返还	42.22	238.57	465.12	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	272.84	462.27	69.43	1277.10
经营活动现金流入小计	159992.54	106955.21	-33.15	69263.03
购买商品、接受劳务支付的现金	131474.56	83519.49	-36.47	64384.51
支付给职工以及为职工支付的现金	8082.98	6676.45	-17.40	4677.82
支付的各项税费	5103.82	4152.55	-18.64	2201.79
支付其他与经营活动有关的现金	4538.96	10309.40	127.13	5923.06
经营活动现金流出小计	149200.32	104657.88	-29.85	77187.19
经营活动产生的现金流量净额	10792.22	2297.33	-78.71	-7924.16
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金				50.00
取得投资收益收到的现金	294.55			5360.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	22.13	41.82	88.96	2.02
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	316.68	41.82	-86.80	5412.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4300.76	4050.10	-5.83	1755.58
投资支付的现金				
支付其他与投资活动有关的现金		214.65		
投资活动现金流出小计	4300.76	4264.75	-0.84	1755.58
投资活动产生的现金流量净额	-3984.08	-4222.93	6.00	3656.92
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	1041.34			2720.00
取得借款收到的现金	15783.06	22977.80	45.59	19783.73
收到其他与筹资活动有关的现金	752.50	410.75	-45.42	
筹资活动现金流入小计	17576.90	23388.55	33.06	22503.73
偿还债务支付的现金	12076.85	12360.61	2.35	19066.73
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1921.74	1311.37	-31.76	714.48
支付其他与筹资活动有关的现金	5391.42	6554.71	21.58	254.67
筹资活动现金流出小计	19390.00	20226.69	4.32	20035.87
筹资活动产生的现金流量净额	-1813.10	3161.86	-274.39	2467.86
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-1114.78	-739.30	-33.68	-444.45
五、现金及现金等价物净增加额	3880.26	496.95	-87.19	-2243.83
加：期初现金及现金等价物余额	4796.21	8676.47	80.90	9173.42
六、期末现金及现金等价物余额	8676.47	9173.42	5.73	6929.60

附表 3-2 2008~2009 年现金流量表（续）

（单位：人民币万元）

补充资料	2008 年	2009 年	变动率(%)
1. 利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	5202.70	4865.62	-6.48
加：资产减值准备	2054.42	433.88	-78.88
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1815.64	1539.13	-15.23
无形资产摊销	185.60	187.54	1.05
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)	170.17	47.49	-72.09
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)	2807.38	2178.12	-22.41
投资损失(收益以“-”号填列)	-547.29	47.72	-108.72
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-322.60	221.50	-168.66
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)			
存货的减少(增加以“-”号填列)	-774.54	-6421.59	729.09
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	12334.01	-6334.25	-151.36
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-12133.26	5532.17	-145.60
其他			
经营活动产生的现金流量净额	10792.22	2297.33	-78.71
2. 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	8676.47	9173.42	5.73
减：现金的期初余额	4796.21	8676.47	80.90
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	3880.26	496.95	-87.19

附件 4 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.39	2.81	--
存货周转次数(次)	8.34	3.98	--
总资产周转次数(次)	1.68	0.86	--
现金收入比(%)	132.59	120.20	116.31
盈利能力			
营业利润率(%)	14.09	16.42	15.19
总资本收益率(%)	17.31	10.29	--
净资产收益率(%)	17.16	15.08	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	12.57	12.12	9.32
全部债务资本化比率(%)	34.48	52.85	45.24
资产负债率(%)	57.60	68.45	60.53
偿债能力			
流动比率(%)	148.23	127.48	143.35
速动比率(%)	113.61	98.59	107.70
经营现金流动负债比(%)	30.15	3.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.87	4.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.47	3.72	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.43	-0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.43	-0.88	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 675 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市金洲精工科技股份有限公司主体长期信用等级为A⁻，评级展望由负面调整为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十月二十六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

Http: //www. lhratings.com

深圳市金洲精工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：A⁻ 评级展望：稳定
上次评级结果：A⁻ 评级展望：负面

跟踪评级时间：2010年10月26日

财务数据

项 目	2008年	2009年	10年6月
现金类资产(万元)	11078.08	2411.39	1409.78
资产总额(万元)	50630.49	47816.73	49130.43
所有者权益合计(万元)	16282.06	15062.92	15159.47
短期债务(万元)	10900.00	7616.08	8000.00
全部债务(万元)	30630.00	26616.08	27000.00
营业收入(万元)	30488.41	28331.36	18315.04
利润总额(万元)	5824.12	4252.30	3026.06
EBITDA(万元)	11579.18	7842.29	--
经营性净现金流(万元)	5607.88	4464.55	680.79
营业利润率(%)	39.90	39.79	40.90
净资产收益率(%)	30.05	24.36	--
资产负债率(%)	67.84	68.50	69.14
全部债务资本化比率(%)	65.29	63.86	64.04
流动比率(%)	210.62	183.99	181.87
全部债务/EBITDA(倍)	2.65	3.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.12	5.11	--
经营现金流动负债比(%)	39.17	33.44	--

注：公司2010年6月财务数据未经审计。

分析师

张华

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，PCB行业呈前低后高周期性波动，而PCB用微钻因竞争激烈致使微钻价格下跌明显。深圳市金洲精工科技股份有限公司（以下称“公司”）跟踪期内经营业绩受行业影响，营业收入和利润总额有所波动，但整体盈利能力仍处于较强水平；公司债务负担较重，且资产负债率呈上升趋势。

基于PCB行业中短期增长依然强劲的发展态势，公司有望凭借产品结构优化及营销升级等积极措施继续改善盈利状况，从而支撑其良好的信用基本面。

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为A⁻，评级展望由负面调整为稳定。

优势

1. 自2009年下半年来，PCB行业重回升势，行业订单出货比始终处于较高水平，为公司提供了良好的发展环境。
2. 跟踪期内，公司采取的产品结构优化及营销升级等措施取得成效，平缓了生产经营的波动。
3. 公司在研发及技术创新方面均有所突破。
4. 公司保持了较强的整体盈利能力。

关注

1. PCB行业周期性波动对公司生产经营产生一定不利影响；PCB用微钻业内竞争激烈，产品价格下跌明显。
2. 公司债务负担重，且资产负债率呈上升趋势。
3. 公司经营性净现金流呈下滑趋势。

一、企业基本情况

深圳市金洲精工科技股份有限公司（以下简称“公司”）前身是深圳市金洲硬质合金有限公司，是1986年6月10日经深圳市人民政府批准成立的合资经营（港资）企业。2004年4月6日，经深圳市人民政府批复（深府股[2004]10号），公司以整体变更方式改组设立为股份有限公司。截至2009年底，公司股本6110.90万元，其中由湖南省国资委控股的株洲硬质合金集团有限公司持股55.0007%，公司最终实际控制人为湖南省国资委。

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：杨伯华。

二、经营管理分析

1. 行业分析

公司主要经营印制电路板（以下简称“PCB”）用精密微钻、铣刀及与IT行业相关的刀具、各类精密模具，其中主导产品为PCB用微钻。PCB用微钻是PCB生产中主要耗材之一，作为PCB的配套行业，微钻的产销状况与PCB行业景气度直接相关。

受全球金融危机影响，PCB行业在2009年上半年延续了2008年的低迷态势，订单和出货规模持续萎缩，产品价格低位震荡。2009年下半年，随着下游产业的转好，PCB行业重回升势，订单和出货量呈快速增长趋势。根据Prismark的统计数据，2009年全球PCB总产值约406亿美元，较2008年下滑15.83%。

2010年1~6月，PCB行业仍保持了较高的景气度，其中北美PCB订单出货比超过1.00，5月、6月北美PCB订单出货比均达到1.1以上，预示着未来3~6个月PCB出货量将会维持在高位，PCB行业中短期内增长势头依然强劲。

2. 经营管理分析

2009年，公司实现营业收入28331.36万元，其中微钻占比89.84%，是公司收入的主要来源。

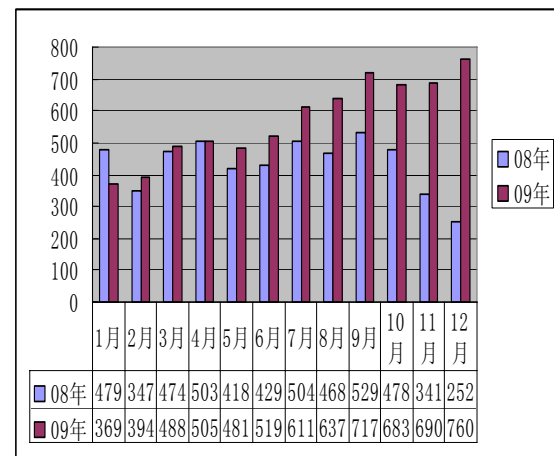
表1 公司近年业务情况（单位：万元）

产 品	2008	2009	变动率(%)	1H2010
微钻	27548.32	25452.26	-7.61	16382.15
模具	1304.26	1658.36	27.15	1021.39
刀具	646.05	489.17	-24.28	478.34
其他	989.78	731.57	-26.09	433.16
合计	30488.41	28331.36	-7.07	18315.04

资料来源：公司提供

2009年上半年，公司在微钻市场需求下降及产品价格下跌情况下，减少了开工时间，压缩了微钻生产量；2009年下半年，在行业回暖促进下，公司适时调整策略，加大生产力度以满足市场需求的快速增长。2009年微钻产量7289万支，同比增长30%；同期，微钻销量6854万支，同比增长31.25%。

图1 公司2008~2009微钻月销量对比图（单位：万支）



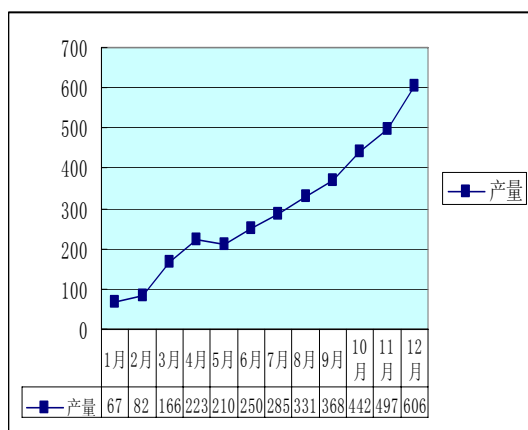
资料来源：公司提供

2009年，公司微钻销售收入25452.26万元，同比下降7.61%，主要是微钻价格下跌所致；2010年上半年，公司实现微钻销售收入16382.15万元，是2009全年的64.36%。

市场营销方面，跟踪期内，公司引入了外籍销售经理，并成功开发了诸如惠亚集团、美锐集团等全球线路板制造龙头企业客户，扩大了公司市场份额。同时，在业内企业加大下调PCB用钻头价格情况下，公司及时采用了产品更新换代策略。用性价比较高的PCB用插接式

精密微钻（以下简称“A系列”）产品替换成本较高的G系列产品，并取得了良好效果，A系列插接微钻产销迅速增长。A系列产品产量由2008年的341万支增至2009年的3500多万支（占微钻产品的60%左右）。

图2 2009年插接微钻月产量图（单位：万支）



资料来源：公司提供

2009年公司在技术研发方面加大了投入，并取得了一定突破。2009年8月底，公司“高精度复合材料PCB用微型钻头（G系列）”获得了“广东省科学技术奖（三等奖）”；公司A系列的研发取得了突破，从而使得该产品月产量由原来的60万支增加至600万支。2009年11月，该产品系列获得深圳市重点自主创新产品；公司通过与华南理工大学合作研发的自动控制检测机已生产3台，并同时对接力机、插接机接料装置、A2000接料装置等进行了改进。

总体看，PCB行业周期性波动对公司生产经营产生了一定程度的影响，但公司通过技术创新、产品结构优化及营销升级等积极措施使得经营状况逐步好转。

三、财务分析

公司提供的2009年度财务报表已经深圳市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2010年1~6月财务报表未经审计。

2009年及2010年1~6月，公司资产总额和资

产结构均未有明显变化。截至2010年6月底，公司资产总额49130.43万元，流动资产和非流动资产分别占53.92%和46.08%。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。

2009年公司偿付了部分借款，并增加了应付账款，2010年上半年借款及应付账款呈反向变化，公司负债总额出现波动。截至2010年6月底，公司负债总额33970.96万元，流动负债和非流动负债分别占42.88%和57.12%。公司资产负债率连续小幅上升，而全部债务资本化比率有所波动，2010年6月底分别为69.14%和64.04%，公司债务负担重。

2009年因产品及原材料价格的下行，公司营业收入和营业成本同比分别减少7.07%和6.85%，分别为28331.36万元和16964.49万元。同期，公司盈利能力各项指标均有所下降，2009年营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别下滑至39.79%、12.49%和24.36%。2010年1~6月，受行业回暖影响，公司盈利能力有所提升，实现营业收入和利润总额分别为18315.04万元和3026.06万元，分别为2009年的64.65%和71.16%。总体看，公司盈利能力较强。

2009年，公司现金收入比为80.83%，收入的现金实现质量较2008年有所恶化，从而导致经营活动获取现金净额的能力有所减弱。2010年1~6月，公司现金收入比75.13%，经营活动产生现金流量净额680.79万元。跟踪期内，公司投建规模有所收缩，但整体规模仍较大，公司投资活动和筹资活动的现金净额保持一定规模。

公司流动比率和速动比率指标有所下降，2010年6月底分别为181.87%和115.85%；但考虑到公司应收账款和存货合计占流动资产40.96%，且周转速度慢；因此公司短期支付能力要低于指标显示值。2009年公司盈利能力的下降，导致EBITDA利息倍数下降至5.11倍、全部债务/EBITDA上升至3.39倍，公司长期偿债能力有所减弱；2010年上半年，公司盈利能力

有所改观，长期偿债能力有所回升。

截至2010年6月底，公司现金类资产1409.78万元，是本期债券的0.35倍；2009年公司EBITDA实现7842.29万元，为本期债券的1.96倍，EBITDA对本期债券的保障能力较高；2010年1~6月，公司经营业绩好转，实现的利润总额已达到上年的71.16%，公司对本期债券的保障能力有所提升；总体上，目前公司对本期债券的保障能力较强。

2007年，公司参与发行了“07深中小债”，发行额度为4000万元，期限为5年。根据发行条款约定，公司将从第3年（2010年）开始，按40%、30%和30%的比例逐年归还本金。公司已于2010年11月14日偿还了第一期债券本金1600万元，2011年和2012年还将分别偿还债券本金1200万元。2009年，公司EBITDA为7842.29万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的4.90倍和6.54倍，公司EBITDA对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至2010年6月底，公司从多家银行获得综合授信总额为7000万元，未使用额度4000万元，公司间接融资渠道畅通；公司无对外担保情况。

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为A⁻，评级展望由负面调整为稳定。

附表 1-1 2008~2010 年 6 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	9188.57	2134.41	-76.77	930.81
交易性金融资产				
应收票据	1889.51	276.98	-85.34	478.97
应收账款	7433.08	8547.01	14.99	10505.10
预付款项	1603.41	4335.06	170.37	4711.06
应收利息				
应收股利				
其它应收款	649.33	242.22	-62.70	249.02
存货	9394.27	9026.14	-3.92	9616.62
一年内到期的长期债权投资				
其它流动资产				
流动资产合计	30158.17	24561.83	-18.56	26491.58
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	8.69	8.69		8.69
固定资产	19601.61	22695.90	15.79	22084.32
在建工程	297.63	53.07	-82.17	54.55
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	465.43	453.67	-2.53	447.71
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	6.51			
递延所得税资产	92.45	43.57	-52.87	43.57
其他非流动资产				
非流动资产合计	20472.32	23254.90	13.59	22638.85
资产总计	50630.49	47816.73	-5.56	49130.43

附表 1-2 2008~2010 年 6 月资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	10900.00	7616.08	-30.13	8000.00
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	2628.61	4501.52	71.25	3990.89
预收款项	404.51	239.11	-40.89	444.30
应付职工薪酬	18.93	172.20	809.84	208.80
应交税费	87.97	126.84	44.20	511.86
应付利息	207.83	60.95	-70.68	175.26
应付股利				761.33
其他应付款	70.58	265.49	276.13	106.90
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债		367.20		367.20
流动负债合计	14318.43	13349.39	-6.77	14566.54
非流动负债：				
长期借款	15730.00	15000.00	-4.64	15000.00
应付债券	4000.00	4000.00		4000.00
长期应付款				
专项应付款	300.00	300.00		300.00
预计负债				
递延所得税负债		104.42		104.42
其他非流动负债				
非流动负债合计	20030.00	19404.42	-3.12	19404.42
负债合计	34348.43	32753.82	-4.64	33970.96
所有者权益（或股东权益）：				
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	2076.24	2076.24		2445.66
未分配利润	7806.92	6587.78	-15.62	6314.91
所有者权益（或股东权益）合计	16282.06	15062.92	-7.49	15159.47
负债和所有者权益(或股东权益)总计	50630.49	47816.73	-5.56	49130.43

附表 2 2008~2010 年（1~6 月）利润及利润分配表

（单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	10 年（1~6）月
一、营业收入	30488.41	28331.36	-7.07	18315.04
减：营业成本	18212.92	16964.49	-6.85	10790.60
营业税金及附加	109.24	95.12	-12.92	32.89
销售费用	1814.32	1242.70	-31.51	791.23
管理费用	3447.80	4602.40	33.49	3125.47
财务费用（收益以“-”号填列）	1874.67	1644.30	-12.29	767.11
资产减值损失	-22.71	171.75	-856.23	-15.90
加：公允价值变动净收益（净损失以“-”号填列）				
投资收益（净损失以“-”号填列）				
其中：对联营企业和合营企业的投资收益				
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	5052.19	3610.60	-28.53	2823.63
加：营业外收入	802.95	701.11	-12.68	203.83
减：营业外支出	31.01	59.41	91.59	1.40
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	5824.12	4252.30	-26.99	3026.06
减：所得税	931.19	582.73	-37.42	509.80
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	4892.93	3669.57	-25.00	2516.27

附表 3 2008~2010 年（1~6 月）现金流量表

（单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	10（1~6）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	27109.01	22898.99	-15.53	13760.80
收到的税费返还	13.85	39.73	186.95	14.77
收到的其他与经营活动有关的现金	1816.79	1845.26	1.57	1504.26
现金流入小计	28939.64	24783.98	-14.36	15279.83
购买商品、接受劳务支付的现金	12774.74	10235.14	-19.88	7672.20
支付给职工以及为职工支付的现金	3171.13	3597.50	13.45	2463.29
支付的各项税费	5300.96	4286.40	-19.14	2075.36
支付的其它与经营活动有关的现金	2084.94	2200.39	5.54	2388.20
现金流出小计	23331.76	20319.43	-12.91	14599.04
经营活动产生的现金流量净额	5607.88	4464.55	-20.39	680.79
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		0.01		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	21.59	2.71	-87.46	23.95
收到的其他与投资活动有关的现金	-0.70			
现金流入小计	20.89	2.71	-87.02	23.95
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	7089.31	4089.87	-42.31	1401.98
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	7089.31	4089.87	-42.31	1401.98
投资活动产生的现金流量净额	-7068.41	-4087.16	-42.18	-1378.03
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	33580.00	11500.00	-65.75	2000.00
收到的其他与筹资活动有关的现金		500.00		
现金流入小计	33580.00	12000.00	-64.26	2000.00
偿还债务所支付的现金	21480.00	15630.00	-27.23	1500.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	3826.16	3624.95	-5.26	878.12
支付的其他与筹资活动有关的现金	500.00	188.21	-62.36	
现金流出小计	25806.16	19443.16	-24.66	2378.12
筹资活动产生的现金流量净额	7773.84	-7443.16	-195.75	-378.12
四、汇率变动对现金的影响额	9.69	15.25	57.28	-11.80
五、现金及现金等价物净增加额	6323.00	-7050.53	-211.51	-1087.16

附件 4 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.27	3.21	--
存货周转次数(次)	1.94	1.88	--
总资产周转次数(次)	0.60	0.59	--
现金收入比(%)	88.92	80.83	75.13
盈利能力			
营业利润率(%)	39.90	39.79	40.90
总资本收益率(%)	13.89	12.49	--
净资产收益率(%)	30.05	24.36	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	54.79	55.78	55.62
全部债务资本化比率(%)	65.29	63.86	64.04
资产负债率(%)	67.84	68.50	69.14
偿债能力			
流动比率(%)	210.62	183.99	181.87
速动比率(%)	145.02	116.38	115.85
经营现金流动负债比(%)	39.17	33.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.12	5.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.65	3.39	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.05	0.01	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.90	0.25	--
现金偿债倍数(倍)	6.92	1.51	0.88
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	18.09	15.49	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.50	2.79	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 676 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中航三鑫股份有限公司主体长期信用等级为A⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十一月二十四日



地址：北京市朝阳区建国门外 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中航三鑫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：2010年11月24日

财务数据

项 目	2008年	2009年	2010年6月
现金类资产(万元)	28645.74	51935.82	108146.08
资产总额(万元)	143401.27	274456.65	351704.65
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	64351.44	66400.53	150819.46
短期债务(万元)	36086.70	73656.10	56829.11
全部债务(万元)	42623.40	153456.10	149594.11
营业收入(万元)	139668.49	168515.85	82771.63
利润总额(万元)	5259.94	5153.19	3087.47
EBITDA(万元)	8992.78	9945.45	--
经营性净现金流(万元)	3452.38	5677.65	-6504.05
营业利润率(%)	13.13	11.68	13.67
净资产收益率(%)	6.87	5.80	--
资产负债率(%)	55.12	75.81	57.12
全部债务资本化比率(%)	39.84	69.80	49.80
流动比率(%)	136.33	114.89	196.87
全部债务/EBITDA(倍)	4.74	15.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.83	2.80	--
经营现金流流动负债比(%)	5.04	4.78	--

注：2010年上半年数据未经审计。

分析师

戎伟伟

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，中航三鑫股份有限公司（以下简称“公司”）在国内高端幕墙工程领域继续保持领先地位，并积极拓展特种玻璃制品和特种玻璃材料业务，延伸产业链，整体竞争实力得以增强。由于幕墙工程施工业务受国内竞争加剧影响，营业利润率有所波动。

公司海南和蚌埠特种玻璃生产线项目投资建设需求增加，债务规模呈增长态势；2010年4月，公司成功非公开发行股份，有效改善了公司的资本结构。随着海南和蚌埠部分特种玻璃生产线投产，业务结构将有望得到改善，公司收入规模和盈利水平有望进一步提升。

综合分析，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. 公司在高端幕墙工程施工领域具有较强竞争力，处于行业领先地位。
2. 公司积极拓展特种玻璃业务，延伸产业链，整体竞争实力增强。
3. 非公开发行股份增强了公司资本实力，为特种玻璃生产线建设提供了长期资金支持。

关注

1. 国内幕墙工程施工竞争加剧，挤压行业利润空间。
2. 随着公司承揽幕墙工程业务增加，应收账款规模扩大，现金获取能力一般。
3. 公司投资规模较大，对外融资需求较强。

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（股票简称：三鑫股份，股票代码：002163）。

2010 年 4 月，公司非公开发行股份 6385 万股，股本增至 26785 万股，根据 2009 年权益分配方案，公司以资本公积金转增股本，每 10 股转增 5 股，转增 13392.5 万股。截至 2010 年 6 月底，公司股本 40177.5 万股，持有公司 5% 以上股份的股东有自然人韩平元（持股 21.67%），深圳贵航实业有限公司（简称“深圳贵航”）（持股 15.62%），中国贵州航空工业（集团）有限责任公司（简称“贵航集团”）（持股 13.93%），其余股份为 5% 以下的法人、自然人和社会公众股东持有。其中贵航集团持有深圳贵航 91% 的股权，其合计持有公司 29.55% 的股权，为公司控股股东。同时贵航集团是中国航空工业集团公司（简称“中航工业”）的全资子公司。因此，公司实际控制人为中航工业。

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 2010 年 6 月底，公司拥有 7 家全资、控股子公司（附件 1）。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 274456.65 万元，所有者权益 66400.53 万元；2009 年实现营业收入 168515.85 万元，利润总额 5153.19 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司合并资产总额

351704.65 万元，所有者权益 150819.46 万元；2010 年上半年实现营业收入 82771.63 万元，利润总额 3087.47 万元。

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：余霄。

二、重大事项

2010 年 4 月，经中国证监会核准（证监许可[2010]26 号《关于核准中航三鑫股份有限公司非公开发行股票的批复》），公司向控股股东贵航集团、受同一实际控制人控制的关联方中航通用飞机有限责任公司、西安国际信托有限公司、浙江金帆达生化股份有限公司、上海英博企业发展有限公司、深圳市恒运盛投资顾问有限公司非公开发行股份 6385 万股，发行价格为每股 14.60 元/股，募集资金总额 93221 万元。2010 年 4 月 8 日，中瑞岳华会计师事务所出具了中瑞岳华验字[2010]第 080 号《验资报告》：公司募集资金总额 93221 万元，新增注册资本 6385 万元，扣除发行费用 3255.10 万元后的溢价 83580.90 万元计入资本公积。募集资金将置换先期以自筹资金投入的项目：收购福耀海南浮法玻璃有限公司相关资产；PPG600 吨/天全氧燃烧在线 Low-E 镀膜节能玻璃生产线；600t/d 薄玻璃生产线改造工程。

公司成功非公开发行股票有效改善了公司的资本结构，有助于公司实现在线 Low-E 玻璃、电子级玻璃、超白太阳能 TCO 镀膜玻璃、航空玻璃等主要产品的规模化生产，在扩大公司高品质节能玻璃业务规模的同时，使公司幕墙玻璃工程、高品质节能玻璃加工、高品质节能玻璃生产的完整产业链发展战略得以实现。

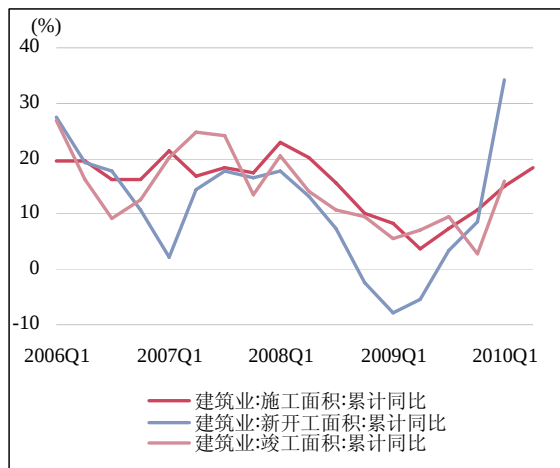
三、经营管理分析

1. 行业状况

高端幕墙

建筑领域节能环保成为发展趋势，2009 年财政部及住房和城乡建设部联合发布的《关于加快推进太阳能光电建筑应用实施意见》和《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》将推进对光电建筑材料研发，幕墙行业仍将是公共建筑中外维护的主导，并将向功能舒适化、装饰美观化、安全节能化的节能型幕墙发展。

图 1 2006 年~2010 年 6 月中国建筑业走势



数据来源: wind 资讯

中国是全球最大的建筑市场，连续多年每年建筑业的开、竣工面积都超过 20 亿平方米，占全球的一半以上。2009 年，中国城镇化率为 46.6%，较 2008 年提高 0.9 个百分点，远低于发达国家 70%~80%的水平。据联合国人口司 2006 年预测，2020 年中国城镇化率有望达到 55%。中国城镇化进程对建筑幕墙行业有长期拉动作用。

特种玻璃

国内玻璃行业存在结构性矛盾，普通浮法玻璃产能过剩，电子玻璃、汽车玻璃、节能玻璃等高档建筑玻璃等高档特种玻璃产能存在缺口。随着国内新能源投资加大，太阳能玻璃在

薄膜电池中的应用将有所加快；中国航空业发展、高速铁路建设对航空玻璃、高速列车玻璃需求将稳步增加。国家政策控制普通浮法玻璃、平板玻璃产能，鼓励特种玻璃行业发展。

国内新能源投资较大，对新能源相关基础材料需求逐渐提高。以太阳能光伏发电、风力发电为代表的新能源开发利用在世界各国也得到快速发展。在太阳能利用领域，薄膜光伏太阳能电池成本较低，随着光电转换效率的不断提高，逐渐与多晶硅电池逐渐成为主要应用方向，据 Displaybank 数据，2009 年全球太阳能电池生产量共计 9.6GW，其中薄膜太阳能电池占比为 19.8%，2010 年全球太阳能电池生产量预计达到 12.1GW，薄膜太阳能电池占比或将提升至 23.4%。

由于国内的建筑能耗超过 5 亿吨标准煤，超过全社会能源消耗总量的 27%，单位建筑面积采暖能耗是气候相近的发达国家的 3 倍。而在建筑能耗中，通过玻璃门窗造成的能耗占建筑总能耗的 40%。未来随着国家对建筑节能环保的要求逐步加强，安全节能的幕墙施工技术和玻璃产品的发展潜力巨大。节能玻璃在建筑中使用率不到 10%，欧美 Low-E 玻璃使用比例超过 50%。国内优质浮法玻璃比率和玻璃深加工率均低于 30%，与世界平均水平 55%存在较大差距。按照“十一五规划”目标，优质浮法玻璃比重将增至 40%。国家提出建筑节能目标是到 2010 年全国 1/3 达到节能 50%目标。目前 Low-E 主要应用于公用建筑，民用建筑应用较少，未来应用前景广阔。

随着国民经济的发展，我国民用和防务航空器、跨区域和城际高速列车、城市轨道交通等发展迅速，对高强度特种材料制品的应用和需求扩大，对相关基础材料包括航空玻璃、防爆防火玻璃的需求日趋强劲。国内航空玻璃和高速列车玻璃长期依赖进口，高速铁路建设规模大、规格高，中长期铁路网调整规划将 2020 年全国铁路营业里程调整为 12 万公里以上，形

成“四纵四横”国家高速铁路网和三个城际高速客运系统，高铁建设对配套产业产生巨大的市场需求。

2009年，国家将普通浮法玻璃列入产能过剩行业，加强了新增产能的控制，国务院和工业和信息化部先后出台《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》（国发〔2009〕38号）和《关于抑制产能过剩和重复建设引导平板玻璃行业健康发展的意见》（工信部原〔2009〕591号），对平板玻璃行业的产业发展和结构调整，但支持“鼓励企业联合重组，在符合规划的前提下，支持大企业集团发展电子平板显示玻璃、光伏太阳能玻璃、低辐射镀膜等技术含量高的玻璃以及优质浮法玻

璃项目”。

2. 经营管理分析

公司是一家集幕墙工程研发、设计、施工和工程、电子玻璃制品生产、销售为一体、具备较强上下游产业链配套能力的上市公司。

跟踪期内，公司保持“高端幕墙工程”和“特种玻璃”两大产业同步发展，幕墙工程确保高端幕墙工程接单总量增长，保持了国内光伏建筑节能一体化等幕墙工程的领先地位；在特种玻璃业务上，离线Low-E镀膜生产线达到设计产能，电子镀膜玻璃、太阳能压延玻璃项目和海南特玻1#线陆续建成投产，实现公司特种玻璃板块的开拓，也提高了公司幕墙工程综合配套能力，产业链得到延伸。

表1 公司主营业务收入构成

业务分类	收入（万元）			收入占比（%）			毛利率（%）		
	2008年	2009年	2010年1-6月	2008年	2009年	2010年1-6月	2008年	2009年	2010年1-6月 (2009年同期)
幕墙工程施工	102210.84	129555.52	58539.20	73.35	77.20	70.72	13.65	11.66	14.21 (15.33)
幕墙玻璃制品	23797.87	23296.80	12956.32	17.08	13.88	15.65	21.31	22.28	11.22 (13.63)
家电玻璃制品	8806.60	9138.25	4535.25	6.32	5.45	5.48	18.71	21.36	17.35 (12.03)
幕墙门窗制品	4538.07	5830.18	--	3.26	3.47	--	15.84	14.76	--
特玻材料(原片)	--	--	6447.73	--	--	7.79	--	--	29.35
合计	139353.38	167820.75	82771.63	100	100	100	15.43	13.95	15.39

资料来源：公司年报。

2009年公司实现营业收入168515.85万元，同比增长20.65%，主要来自幕墙工程施工收入的增加（27344万元），幕墙工程施工在主营业务收入中占比为77.20%，由于竞争激烈，接单利润率下降，同期，公司毛利率为13.95%，与2008年相比下降1.48个百分点。2009年公司实现利润总额和净利润分别为5153.19万元和3852.17万元，同比下降2.03%和12.92%。除幕墙工程竞争加剧导致工程毛利率下降外，公司控股子公司中航三鑫太阳能光电玻璃有限公司和海南中航特玻材料有限公司尚在建设期，尚未产生收入，费用计入当期损益；大亚湾生产基地结转入固定资产，折旧费用上升，

对公司利润产生了影响。分产品来看，2009年至2010年6月幕墙工程施工和幕墙玻璃制品毛利率呈下降趋势，家电玻璃制品毛利率呈上升趋势，2010年上半年，随着公司在蚌埠和海南部分生产线投产，特玻材料收入在公司收入中占比上升，且毛利率远高于公司其他业务，未来特玻产品收入占比将继续上升，盈利能力有望提升。

2009年公司国内销售比例占比77.30%，与2008年77.01%基本持平，2010年上半年国内销售占比升至86.68%，国外市场低迷，公司玻璃产品出口和境外建筑幕墙工程施工承揽受到一定的影响。公司主要使用外币结算，人民

币汇率波动对公司开展海外市场产生一定影响，公司主要通过加大技术含量高、毛利率高的产品出口销售比例以应对汇率风险。

公司目前特种玻璃制品生产所需的原材料

——浮法玻璃原片、低辐射 Low-E 镀膜玻璃材料、钢构件大多对外采购，通过发展幕墙门窗制品和节能特种玻璃材料，可以降低公司生产成本，形成纵向一体化竞争优势。

表2 跟踪期内公司主要投资项目情况

项目名称	总投资 (万元)	截至 2010 年 6 月底已完成 投资(万元)	备注
控股子公司中航三鑫太阳能光电玻璃有限公司建设项目			
1#线：日熔量 250 吨全氧燃烧超白太阳能玻璃生产线	--	--	2009 年 11 月 28 日点火试运行，2010 年 3 月正式投产
2#线：1500 万平方米超高压延太阳能玻璃生产线	51000	--	2010 年 6 月 4 日公司董事会审议通过
收购福耀海南浮法玻璃有限公司	45000	45000	截至 2010 年 5 月底，公司以非公开发行股份募集资金置换其中已投入资金 90713.67 万元。
PPG600 吨/天全氧燃烧在线 Low-E 镀膜节能玻璃生产线（3#线）	72788	38333.88	
600t/d 薄玻璃生产线改造工程	11628	11628	
2#线：超白太阳能 TCO 镀膜生产线	5500 万美元	35024.58	2010 年年底改造完成，2011 年一季度投产试运行
年产 1050 万平方米的 TCO 导电膜玻璃强化深加工项目	9652.75	480.95	海南特玻所有，建设周期 1 年半
4#线：600d/t 航空和太阳能特种玻璃生产线	44000	1338.48	海南特玻所有，建设期 16 个月，资金来源为自有资金和银行贷款
合计	271622.75	131805.89	

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司完成对海南中航特玻材料有限公司（以下简称“海南特玻”）注资，并以非公开发行股份募集资金置换已投入项目的资金。2010 年 4 月，公司以非公开发行股份募集资金缴纳海南特玻剩余出资 24000 万元，缴出资完毕后，公司持股 83.33%，贵航集团持股 16.67%，根据海南特玻设立时的约定，公司受让贵航集团 16.67%股份，转让价款为 5357 万元（其中：5000 万元为贵航集团出资额，357 万元为贵航集团出资额的银行利息）。海南特玻成为公司全资子公司。公司以募集资金置换预先已投入海南特玻生产基地自筹基金共 90700 万元。截至 2010 年 6 月底，海南特玻 1#线升级改造工作完成，于 2010 年 4 月正式点火生产，2-4#线和 TCO 深加工线升级改造和新建工作正在按计划推进。

为保证特玻原材料石英砂供应，海南特玻全资子公司中航三鑫（文昌）矿业有限公司（以下简称“文昌矿业”）项目建设都已展开，由于

征地租地、厂房建设、设备购置、矿权投标等工作近期急需大量资金投入，公司批准海南特玻对文昌矿业以现金 4460 万元进行增资。此次增资将有利于提高海南特玻原材料自给程度，有利于提升公司盈利能力和市场竞争力。

跟踪期内，公司加大特种玻璃建设项目投入，投资规模较大，未来仍存在对外融资需求，随着特玻生产线逐步投产，业务结构将得到改善，经营实力有望增强。

四、财务分析

公司提供的2009年合并财务报表已经中瑞岳华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结论。公司合并范围与2008年底相比无变化。2010年1~6月合并财务报表未经审计，作为补充。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 274456.65 万元，所有者权益 66400.53 万元；

2009 年实现营业收入 168515.85 万元，利润总额 5153.19 万元。

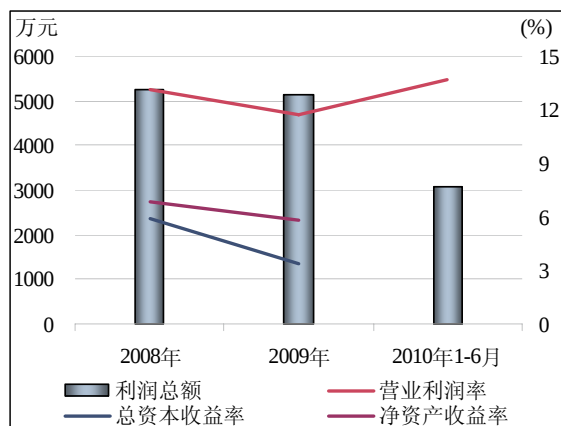
截至 2010 年 6 月底，公司合并资产总额 351704.65 万元，所有者权益 150819.46 万元；2010 年上半年实现营业收入 82771.63 万元，利润总额 3087.47 万元。

1. 盈利能力

2009 年公司营业收入构成中幕墙工程施工占比为 77%，国内竞争加剧压低了工程施工利润率，受下游行业需求复苏影响，家电玻璃制品利润率小幅上升。2010 年上半年，公司部分特玻生产线投产，特玻材料业务收入占比为 7.79%，特玻材料毛利率为 29.35%，高于其它业务。随着公司海南特玻及蚌埠太阳能玻璃项目陆续投产，公司营业收入中特种玻璃收入将显著提高，由于特种玻璃毛利率较高，盈利能力有望提高。2009 年公司期间费用上升，营业费用和管理费用合计同比增长 21.63%。2010 年上半年，管理费用同比增长 46.10%。公司业务规模扩大，人力资源储备增加，相应支出增长。

从盈利指标看，2009 年营业利润率为 11.68%，2010 年上半年上升至 13.67%。2009 年至 2010 年 6 月，公司扩大了债务规模并发行股份融资，资产规模增幅较大，总资本收益率和净资产收益率分别降至 3.37% 和 5.80%。

图 2 2008 年-2010 年 6 月公司利润总额与盈利指标



资料来源：公司年报。

2. 现金流

2009 年，公司加强了经营性回款的管理，以收定支，经营活动现金净流量为 5677.65 万元，同比增长 64.46%。现金收入比为 93.81%，与 2008 年变化不大，由于受幕墙工程所属建筑施工行业结算惯例影响，获取现金能力一般。2009 年公司收到政府资助项目款 8995 万元，但公司收购福耀玻璃资产和后续生产线改造投入所需资金较大，投资活动净现金流量为 -88037.17 万元，同比增长 256.84%。项目资金来源为自有资金和银行借款，2009 年公司筹资活动净现金流入量为 95116.67 万元，同比增长 497.33%。2010 年上半年，公司主营业务幕墙工程垫资投入较大，回款期多位于下半年，同时蚌埠和海南生产基地试生产和投产加大了原材料储备，经营活动净现金流为 -6504.05 万元。海南及蚌埠生产基地项目持续投入，投资活动净现金流量为 -22556.80 万元。2010 年上半年公司成功向 6 位股东非公开发行股票，筹资总额 93221 万元，银行借款总体规模保持稳定，筹资活动净现金流为 96607.29 万元。

未来海南特玻生产线投产后，公司经营活动现金流有望得到较大改善，但短期内所需原材料储备对经营活动现金流有一定影响；成功非公开发行股票为公司特玻项目投资支出提供了长期资金，减轻了公司外部筹资压力。

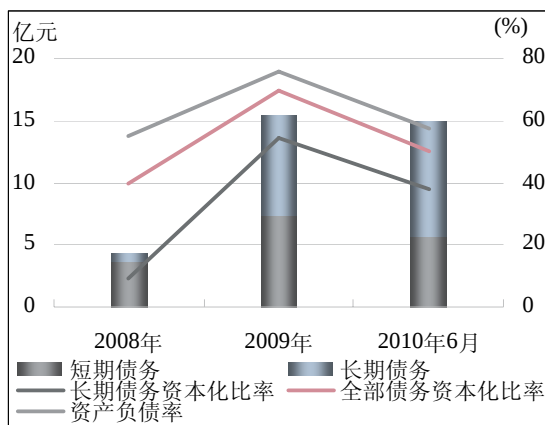
3. 资本及债务结构

跟踪期内，公司特玻项目投资数额较大，2009 年底资产总额为 274456.65 万元，同比增长 91.39%，其中：非流动资产为 138006.97 万元，同比增长 175.68%，流动资产为 136449.69 万元，同比增长 46.18%。非流动资产在资产总额中占比由 2008 年底的 34.91% 提高至 50.28%。

跟踪期内，流动资产增加主要来自货币资金、应收账款的增长。2009 年公司为收购资产和生产线改造增加了借款，货币资金同比增长 81.79%；应收账款增长主要由于公司幕墙工程

结算惯例导致：工程未完工时，建设单位按照完工工程额的60-70%支付工程进度款，工程竣工时，支付至工程预计总造价的80-85%，工程决算审计后，支付至决算总造价的95%，余款5%作为保修金在保修期（通常为两年）满后才支付。跟踪期内公司工程经营规模扩大，已完工未结算的项目增多，应收账款同比增长64.16%。非流动资产增长主要来自固定资产、在建工程增长。广东特玻Low-E特玻在建工程完工转入固定资产，2009年底，固定资产原值增加16217.47万元，固定资产净额为40935.89万元，同比增长47.68%；2009年在建工程投入较大的项目包括海南特玻1-3#线生产线及建筑物、太阳能玻璃生产线、Low-E生产线，在建工程2009年新增加投入87731.22万元。2010年上半年，公司非公开发行股份募集资金93221万元，2010年6月底货币资金107478.94万元，较2009年底增长108.85%。2010年上半年固定资产净值95037.55万元，较2009年底增长132.16%，主要是海南特玻1#线等在建工程完工转入所致。

图3 2008年-2010年6月公司债务结构及债务指标



资料来源：公司年报。

2009年，公司幕墙工程业务规模扩大，年底按照完工程度估算的应付工程款增加，应付账款同比增长45.24%。海南特玻投资项目较多，2009年11月至2010年2月，公司控股子公司海南特玻向中航第一集团财务有限责任公司贵

阳分公司借入三笔长期借款共70000万元；随着经营规模扩大及项目建设资金需求增长，短期借款同比增长120.13%。2009年底，公司长期借款76000万元，短期借款余额49309.45万元。2009年底，公司债务总额153456.10万元，其中长期债务占比52.00%，2010年6月底，债务总额为149594.11万元，长期借款占比达到62.01%，债务结构得到改善。

从债务指标分析，2009年长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率上升较快，2010年上半年非公开发行股份后，债务指标下降。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009年底，公司流动比率和速动比率分别为114.89%和89.01%，均低于2007年底的136.33%和92.57%，2010年4月公司非公开发行股票后，流动比率和速动比率大幅升高至196.87%和161.69%；同期经营现金流有所改善，但公司幕墙工程业务扩大，流动负债增长导致经营活动现金负债比率指标降低至4.78%，较2008年减少0.26个百分点。总体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2009年公司EBITDA为9945.45万元，有所增长，而项目投资支出较大，对外借款和利息支出上升，2009年资本化利息支出同比增长671.44%。EBITDA利息倍数为2.80倍，EBITDA对利息覆盖程度降低；债务总额上升较大，全部债务/EBITDA为15.43倍，EBITDA对债务保障能力下降，公司特玻业务尚未集中进入投产期，收入和利润未体现，随着相关投资项目投产，长期偿债能力有望增强。

2007年，公司参与发行了“07深中小债”，发行额度为5000万元，期限为5年。根据发行条款约定，公司将从第3年（2010年）开始，按40%、30%和30%的比例逐年归还本金。公

司已于2010年12月11日前偿还了第一期债券本金2000万元，2011年和2012年还将分别偿还债券本金1500万元。2009年，公司EBITDA为9945.45万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的3.32倍和6.63倍，公司EBITDA对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至2010年6月底，公司现金类资产为108146.08万元，是本期债券额度的21.63倍，公司现金类资产对本期债券保障能力强。

2009年，公司经营活动现金流入量为159150.94万元，为本期债券发行额度的31.83倍，对本期债券覆盖程度高；经营活动产生的现金流量净额5677.65万元，为本期债券发行额度的1.14倍，对本期债券覆盖程度一般。公司EBITDA为9945.45万元，是本期债券额度的1.99倍，EBITDA对本期债券覆盖程度较高。

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 截至 2010 年 6 月底公司一级全资、控股子公司

子公司	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
广东中航特种玻璃技术有限公司	15000	100	100	是
深圳市三鑫精美特玻璃有限公司	6000	70	70	是
三鑫（惠州）幕墙产品有限公司	1000	70	70	是
深圳市三鑫幕墙工程有限公司	10000	100	100	是
中航三鑫太阳能光电玻璃有限公司	10500	70	70	是
三鑫（香港）有限公司	50000 美元	100	100	是
海南中航特玻材料有限公司*	96965	100	100	是

附件 2-1 2008~2010 年 6 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	28309.24	51462.57	81.79	107478.94
交易性金融资产				
应收票据	336.50	473.26	40.64	667.14
应收账款	26299.30	43173.94	64.16	40397.05
预付款项	5489.34	6029.47	9.84	5483.81
应收利息				
应收股利				
其他应收款	2914.97	4565.55	56.62	5391.10
存货	29958.80	30744.90	2.62	34694.41
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	32.77			
流动资产合计	93340.91	136449.69	46.18	194112.45
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	283.03			
固定资产	27719.10	40935.89	47.68	95037.55
在建工程	15314.05	87787.38	473.25	52878.09
工程物资				339.77
固定资产清理				186.62
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	5858.45	8718.94	48.83	8620.66
开发支出				
合并价差				
长期待摊费用	31.38	43.71	39.28	139.93
递延所得税资产	854.36	521.05	-39.01	389.58
其他非流动资产				
非流动资产合计	50060.37	138006.97	175.68	157592.20
资产总计	143401.27	274456.65	91.39	351704.65

附件 2-2 2008~2010 年 6 月合并资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	22400.00	49309.45	120.13	33000.00
交易性金融负债				
应付票据	12224.54	20431.91	67.14	20960.70
应付账款	26735.06	38829.93	45.24	37521.42
预收款项	1015.63	1503.22	48.01	3613.73
应付职工薪酬	119.28	171.21	43.54	139.77
应交税费	2507.03	843.11	-66.37	-3291.56
应付利息	34.20		-100.00	
应付股利				
其他应付款	1968.17	3757.56	90.92	3784.71
一年内到期的非流动负债	1462.16	3914.75	167.74	2868.41
其他流动负债				
流动负债合计	68466.07	118761.13	73.46	98597.18
非流动负债：				
长期借款	1500.00	76800.00	5020.00	89765.00
应付债券	5036.70	3000.00	-40.44	3000.00
长期应付款	3547.06		-100.00	
专项应付款		7110.00		9023.00
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债	500.00	2385.00	377.00	500.00
非流动负债合计	10583.76	89295.00	743.70	102288.00
负债合计	79049.83	208056.13	163.20	200885.18
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	20400.00	20400.00		40177.50
资本公积	18445.27	18445.27		88277.03
减：库存股				
盈余公积	3441.88	3723.52	8.18	3723.52
未分配利润	12289.71	13730.24	11.72	13211.50
外币报表折算差额	6.04	3.29	-45.44	2.43
归属于母公司所有者权益合计	54582.89	56302.32	3.15	145391.98
少数股东权益	9768.56	10098.21	3.37	5427.49
所有者权益（或股东权益）合计	64351.44	66400.53	3.18	150819.46
负债和所有者权益（或股东权益）总计	143401.27	274456.65	91.39	351704.65

附件 3 2008~2010 年 6 月合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 6 月
一、营业收入	139668.49	168515.85	20.65	82771.63
减：营业成本	118122.68	145003.62	22.76	70029.93
营业税金及附加	3211.14	3830.27	19.28	1427.03
销售费用	4942.93	4642.17	-6.08	2558.58
管理费用	6287.63	8950.40	42.35	5067.02
财务费用	1422.38	1520.38	6.89	863.41
资产减值损失	899.34	-383.85	-142.68	-149.92
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				
汇兑收益（损益以“-”号添列）				
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	4782.40	4952.86	3.56	2975.59
加：营业外收入	537.57	234.05	-56.46	130.48
减：营业外支出	60.03	33.72	-43.83	18.60
其中：非流动资产处置损失	0.24	14.84	6030.33	
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	5259.94	5153.19	-2.03	3087.47
减：所得税费用	836.11	1301.02	55.60	598.43
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	4423.83	3852.17	-12.92	2489.04
其中：归属于母公司所有者的净利润	4384.69	3762.18	-14.20	2159.76
少数股东损益	39.14	90.00	129.92	329.28

附件 4-1 2008~2010 年 1-6 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率	2010 年 6 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	131537.32	158078.96	20.18	78254.38
收到的税费返还	278.30	522.51	87.75	564.17
收到其他与经营活动有关的现金	1211.24	549.47	-54.64	669.44
经营活动现金流入小计	133026.86	159150.94	19.64	79487.98
购买商品、接受劳务支付的现金	111062.42	128123.61	15.36	68078.26
支付给职工以及为职工支付的现金	8239.23	9753.74	18.38	6366.75
支付的各项税费	4398.88	6502.13	47.81	3811.54
支付其他与经营活动有关的现金	5873.95	9093.80	54.82	7735.47
经营活动现金流出小计	129574.48	153473.29	18.44	85992.03
经营活动产生的现金流量净额	3452.38	5677.65	64.46	-6504.05
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	2.54	106.51	4093.44	11.95
处置子公司及其他经营单位收回的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金		10275.70		
投资活动现金流入小计	2.54	10382.21	408648.3	11.95
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	24674.14	87742.13	255.60	22568.75
投资支付的现金				
支付其他与投资活动有关的现金		10677.20		
投资活动现金流出小计	24674.14	98419.33	298.88	22568.75
投资活动产生的现金流量净额	-24671.60	-88037.13	256.84	-22556.80
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	6173.00	239.65	-96.12	93773.00
取得借款收到的现金	31700.00	159998.10	404.73	69151.83
收到其他与筹资活动有关的现金	3228.66	1251.34	-61.24	22690.87
筹资活动现金流入小计	41101.66	161489.10	292.90	185615.70
偿还债务支付的现金	20919.93	55488.65	165.24	79654.40
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3675.74	5628.61	53.13	3932.50
支付其他与筹资活动有关的现金	582.30	5255.16	802.49	5421.51
筹资活动现金流出小计	25177.98	66372.42	163.61	89008.42
筹资活动产生的现金流量净额	15923.69	95116.67	497.33	96607.29
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	36.41	0.59	-98.37	
五、现金及现金等价物净增加额	-5259.13	12757.79		67546.44
加: 期初现金及现金等价物余额	28195.77	22936.64	-18.65	35694.44
六、期末现金及现金等价物余额	22936.64	35694.44	55.62	103240.88

附件 4-2 2008~2009 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	4423.83	3852.17	-12.92
加: 计提的资产减值准备	899.34	-383.85	-142.68
固定资产折旧	2056.60	2969.02	44.37
无形资产摊销	67.89	145.31	114.03
长期待摊费用摊销	31.38	37.14	
待摊费用减少(增加以“一”号填列)	-2.30	-16.32	610.05
预提费用增加(减少以“一”号填列)	4423.83	3852.17	-12.92
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收)	899.34	-383.85	-142.68
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)			
公允价值变动损失(减: 收益)			
财务费用	1576.96	1640.79	4.05
投资损失(减:收益)			
递延所得税资产减少(减: 增加)	-549.82	333.30	
存货的减少(减:增加)	-5349.63	-764.40	-85.71
经营性应收项目的减少(减:增加)	-11035.95	-13345.96	
经营性应付项目的增加(减:减少)	11334.07	11210.44	-1.09
其他			
经营性活动产生的现金流量净额	3452.38		64.46
二、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	523.81		-100.00
三、现金及现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	22936.64	35694.44	55.62
减: 现金的期初余额	28195.77	22936.64	-18.65
现金及现金等价物净增加额	-5259.13	12757.79	

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	7.05	4.80	--
存货周转次数(次)	6.82	4.78	--
总资产周转次数(次)	1.12	0.81	--
现金收入比(%)	94.18	93.81	94.54
盈利能力			
营业利润率(%)	13.13	11.68	13.67
总资本收益率(%)	5.88	3.37	--
净资产收益率(%)	6.87	5.80	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	9.22	54.58	38.08
全部债务资本化比率(%)	39.84	69.80	49.80
资产负债率(%)	55.12	75.81	57.12
偿债能力			
流动比率(%)	136.33	114.89	196.87
速动比率(%)	92.57	89.01	161.69
经营现金流动负债比(%)	5.04	4.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.83	2.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.74	15.43	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.50	-0.54	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-11.40	-23.17	--
现金偿债倍数(倍)	5.73	10.39	21.63
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	26.61	31.83	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.69	1.14	--

跟踪评级公告

联合[2010] 677 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持深圳市远望谷信息科技股份有限公司主体长期信用等级为A⁺,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十一月二十四日



地址: 北京市朝阳区建国门外2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

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: 2010 年 11 月 24 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
现金类资产(万元)	22385.32	15962.59	13452.81
资产总额(万元)	57567.28	62520.88	63108.91
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	43364.85	48050.15	49779.50
短期债务(万元)	5500.00	4000.00	2993.46
全部债务(万元)	9852.37	8374.58	7395.68
营业收入(万元)	18781.35	23988.83	7942.40
利润总额(万元)	6786.84	6730.50	2427.16
EBITDA(万元)	7451.07	7936.97	--
经营性净现金流(万元)	1131.12	-988.56	1231.73
营业利润率(%)	60.91	52.14	60.28
净资产收益率(%)	13.76	12.55	--
资产负债率(%)	24.67	23.15	21.12
全部债务资本化比率(%)	18.51	14.84	12.94
流动比率(%)	448.38	444.10	495.35
全部债务/EBITDA(倍)	1.32	1.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	37.26	13.24	--
经营现金流动负债比(%)	11.91	-10.10	--

注: 2010 年 6 月数据未经审计。

分析师

戎伟伟

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 深圳市远望谷信息技术股份有限公司(以下称“公司”)保持在超高频RFID领域内的技术与市场优势, 收入规模增长较快, 盈利能力保持较高水平, 债务负担较轻。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时也关注到物联网产业仍处于发展初期、业务规模扩大导致期间费用上升, 应收账款规模较大等因素可能给公司经营及信用状况带来不利影响。

物联网已列入国家战略性新兴产业和“十二五”规划, 超高频RFID技术应用不断增长, 发展空间和市场应用前景广阔, 公司作为超高频RFID行业内综合竞争实力较强的企业有望保持市场优势和技术优势。

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. 物联网列入国家战略性新兴产业和“十二五”规划, 未来发展前景良好。
2. 公司在超高频 RFID 领域, 如铁路 RFID 细分市场中具有市场优势和技术优势。
3. 公司收入规模增长较快, 盈利能力保持较高水平。
4. 公司债务负担较轻, 整体偿债能力较强。

关注

1. RFID 行业受产业政策和政府支持影响较大, 超高频 RFID 市场应用有待提高。
2. 公司应收账款增长较快, 期间费用的控制能力有待加强。
3. 公司光明工业园等投资支出大, 存在较强对外融资需求。

一、企业基本情况

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）。2009年6月25日实施2008年度利润分配及资本公积金转增股本方案，以公司总股本12840万股为基数，向全体股东每10股送4股红股，以资本公积金每10股转增6股，分红转增后公司股本增至25680万股。截至2010年6月底，公司注册资本25680万元，公司实际控制人为董事长徐玉锁先生及其配偶陈光珠女士，持股比例分别为39.80%和5.22%。2010年9-10月，徐玉锁先生通过深圳证券交易所大宗交易系统减持公司4.28%股份，截至目前，徐玉锁先生持股比例为35.52%。公司实际控制人仍为徐玉锁先生及陈光珠女士。

公司经营范围：电子通讯设备、自动识别产品、射频识别系统及产品、计算机软、硬件系统及其应用网络产品、移动手持终端产品、仪器仪表的研发、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2009年底，公司资产总额为62520.88万元，负债总额14470.73万元，所有者权益（含少数股东权益）48050.15万元；2009年度公司实现营业收入23988.83万元，利润总额6730.50万元。

截至2010年6月底，公司资产总额63108.91万元，所有者权益（含少数股东权益）49779.50万元；2010年1~6月实现营业收入7942.40万元，利润总额2427.16万元。

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、经营管理分析

1. 行业分析

物联网（The Internet of Things）指将物品的信息（多种类型编码）通过射频识别、传感器等信息采集设备并按约定的通信协议与互联网连接起来、使物品的信息实现智能化识别和管理，物品之间信息与交换、互联与分享。物联网体系架构包括感知层、网络层、应用/中间件层组成。感知层关键技术包括传感器、RFID、自组织网络等。RFID系统基本由电子标签、读写机具和计算机通信网络（包括数据交换与管理系统Processor）三大部分组成。

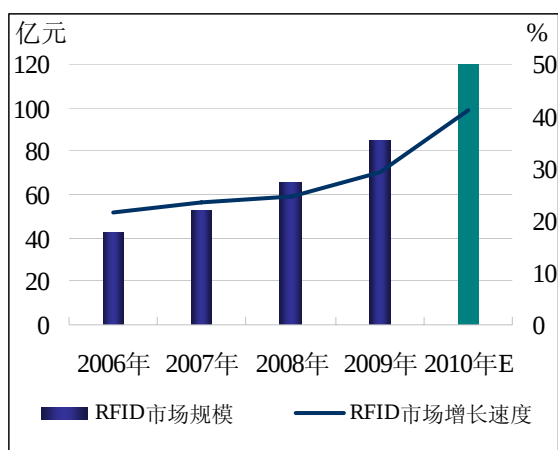
中国物联网技术力量薄弱。中国物联网在感知层的数据采集RFID、中间件技术上有待突破。中国RFID企业技术水平比较薄弱，进入RFID领域的企业多为中小型企业，本身实力较弱，没有足够的资金投入技术研发。国内RFID专利申请量远远低于美国和日本，且中国专利多以实用新型为主，发明型专利数量较少。国外组织发明专利授权量远高于国内。国内企业主要做应用与方案，主要产品是电子标签、读写器及天线，角色定位更倾向于系统集成商。

国内RFID产业链在低频和高频领域技术较为成熟，厂商较多，但超高频领域产业链比较薄弱，但在逐渐成熟。RFID产业链主要由以下部分组成：标签芯片设计、标签天线设计、标签封装技术与设备、读写机具设计与制造、系统集成与软件开发。标签芯片设计国内公司逐步缩小了与国际芯片设计水平的差距。国内公司已完全掌握13.56MHz RFID芯片设计技术，并能提供相应的读写机具芯片。在超高频RFID芯片设计上，部分厂家已开发出UHF频段的RFID芯片。在标签封装环节上，国内拥有大量的加工厂商，并引进国外先进的封装设备，技术较为成熟。在读写机具设计与制造环节，超高频厂商产品不多，技术实力与国外厂商差距较大。在中间件环节，软件开发商以国外厂商为主，国内软件开发商实力较弱，但市

场份额逐渐上升；中小型项目主要以国内厂商为主。在系统集成与系统软件开发环节，超高频系统集成厂商数量不多，对技术和资金实力有较高要求。目前，国内的系统集成商具有一定大型系统集成能力，也相应开发出拥有自主知识产权的软件产品和系统。

国家政策对 RFID 应用提供了较大支持。2008 年国家金卡工程协调领导小组颁布的《国家金卡工程全国 IC 卡应用（2008 年-2013 年）发展规划》试点项目推动了 RFID 应用发展，金卡办倡导的银行卡与各大行业 IC 卡应用的结合、各大行业与地方 IC 卡应用的结合，取得初步成效，推动着多功能卡应用实现“一卡多用”。2009 年 12 月工信部发布 2009 年度电子信息产业发展基金招标项目中标单位通告，招标项目之一就是“RFID 产品研发及行业应用示范”。另外，住房与城乡建设部、卫生部、交通运输部、铁道部不断推动 RFID 技术在相关行业的应用。2009 年 11 月，国务院将物联网、传感网技术列入战略新兴产业之一。随着技术的成熟和成本的降低，RFID 应用从政府主导项目逐渐向各行各业扩散。

图 1 2006~2010 年中国 RFID 市场规模



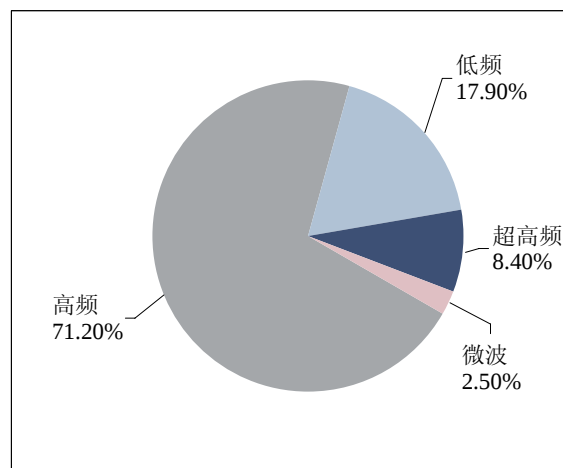
资料来源：CCW Research（计世资讯），工信部

根据工信部数据，2009 年中国 RFID 市场规模为 85.1 亿人民币，同比增长 29.3%。中国已初步形成较完善的 RFID 产业链。根据中国 RFID 产业联盟和计世资讯研究，标签机封装

产品在 RFID 系统所占比重较大，2009 年标签及封装市场比重为 32.9%，读写机具占 23.4%，软件站 12.1%，系统集成服务站 31.6%。预计 2010 年达到 120 亿元。

从不同频段市场份额看，低频和高频的产品应用比较成熟，高频市场发展前景依然良好，高频 RFID 市场规模稳步增长，应用项目逐渐增多。超高频产品具有有一次性读取多个标签、识别距离远、传送数据快、可靠性和寿命高、耐受户外恶劣环境等优点，应用将逐渐扩大，预计 2010 年中国超高频 RFID 比重将上升至 10.2%。国内超高频 RFID 总体处于起步阶段，2007 年原信息产业部发布《800-900MHz 频段射频识别(RFID)技术应用规定》，超高频 RFID 市场已经逐步从无序状态走向合理竞争。

图 2 2009 年中国 RFID 不同频段市场份额



资料来源：CCW Research（计世资讯）

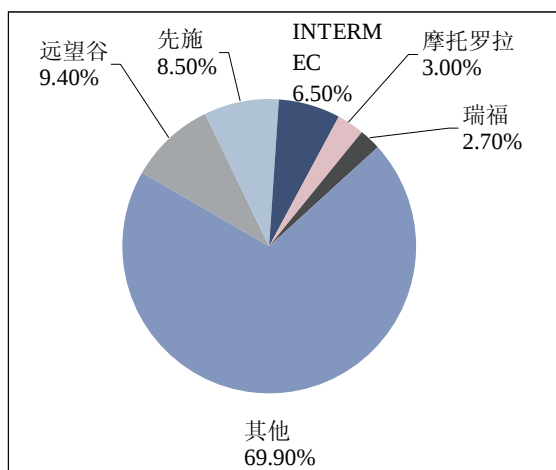
2. 经营管理分析

公司主营超高频 RFID 系统产品的开发及生产、销售。作为 ATIS（铁道部车号自动识别系统）工程的核心供应商，公司在铁路 RFID 领域具有全部自主知识产权，业务涵盖整个铁路 RFID 产业链，居于寡头垄断地位（铁道部项目只有公司与哈尔滨威克科技股份有限公司两家设备供应商），具有稳定的竞争优势。公司同时积极拓展其他超高频领域如烟草、畜牧业、图书馆、物流、车辆管理、资产管理等领域。2009 年公司实现主营业务收入 23757.55 万元，

同比增长 28.45%，其中铁路市场保持稳定，实现主营业务收入 10952.60 万元，同比略降 5.30%；其他超高频领域实现主营业务收入 12804.95 万元，同比增长 84.78%。2010 年上半年，公司铁路市场实现营业收入 4227.88 万元，其他超高频市场取得营业收入 3656.62 万元。

预期中国高速铁路建设投资与设备更新将使公司铁路 RFID 市场保持稳定，其他超高频市场上，目前 RFID 应用中仍以高频为主，超高频市场发展前景良好，但市场份额占比仍有待提高。2010 年第一季度超高频市场份额中公司占到超高频总体市场的 9.40%。

图 3 2010 年第一季度中国超高频 RFID 厂商份额



资料来源：CCW Research（计世资讯）

从产品来看，公司读写装置由于天津远望谷停产因素，占比有所下降，电子标签业务增长良好，2010 年上半年电子标签营业收入同比增长 159.40%。

公司控股子公司天津远望谷电子科技有限公司（以下简称“天津远望谷”）2009 年 12 月 25 日成立清算组，截至 2009 年 12 月 31 日已进入清算程序。天津远望谷二维码读写器销售毛利率远低于公司主营产品平均销售毛利率，停业清算有望提升公司盈利水平。2009 年 7 月和 9 月公司分别将深圳市远望谷创业投资有限公司 30%和 70%股权作价 420 万和 980 万转让给何亚平和公司实际控制人徐玉锁，公司转让

股权主要是为规避风险，集中资金实力于主营业务。

跟踪期内，公司加强和优化研发过程管理，提倡“挖掘短块，持续改进”思想，研发项目的进度和质量控制能力进一步提升，详细设计阶段的控制力度加强硬件的工艺设计能力和工作评审效果提高，研发各阶段评审过程优化及评审有效性提高。2009 年公司新增专利 21 项，其中实用新型专利 16 项，外观设计专利 5 项，新增计算机软件著作权 4 项。2009 年公司研发投入 2213.48 万元，占营业收入比重为 9.32%。2010 年上半年，公司取得新增专利 17 项，其中实用新型专利 11 项，外观设计专利 6 项。采购管理方面，为有效的控管材料成本与采购周期，公司实行采购任务专项管理。在品质管理方面，加强全面质量管理体系建设，严格物料、成品检验程序，持续完善物料检验标准。

三、财务分析

公司 2008 年与 2009 年度财务报表经深圳鹏城会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见的审计结论。2010 年 1~6 月财务报表未经审计。

2009 年深圳市远望谷创业投资有限公司股权全部转让、天津远望谷进入清算程序、珠海市远望谷信息技术有限公司注销，不再纳入合并范围。根据会计准则及其相关规定，合并其 2009 年度的相关损益。天津远望谷 2009 年实现营业收入 2224.14 万元，实现净利润 -655.61 万元。天津远望谷收入占比较大，2010 年公司营业收入同比规模将下降，同时由于天津远望谷营业利润率低，对 2009 年公司整体盈利水平产生影响。

截至 2009 年底，公司资产总额为 62520.88 万元，负债总额 14470.73 万元，所有者权益（含少数股东权益）48050.15 万元；2009 年度公司实现营业收入 23988.83 万元，利润总额 6730.50 万元。

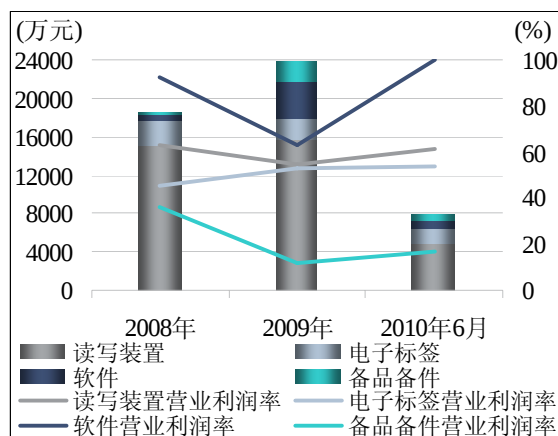
截至 2010 年 6 月底，公司资产总额

63108.91 万元，所有者权益（含少数股东权益）49779.50 万元；2010 年 1~6 月实现营业收入 7942.40 万元，利润总额 2427.16 万元。

1. 盈利能力

2009 年公司实现营业收入 23988.83 万元，同比增长 27.73%，实现净利润 6028.86 万元，同比增长 1.03%。2009 年营业利润率为 52.14%，较 2008 年降低 8.77 个百分点，主要因为天津远望谷二维码读写器销售毛利率远低于公司平均销售毛利率。随着公司业务规模的扩大和研发投入，销售费用、管理费用和财务费用较 2008 年有大幅增长，2009 年公司期间费用总额为 6447.37 万元，同比增长 26.01%。由于期间费用的增长较快，净利润增长率低于营业收入增长水平。2009 年公司营业外收入为 1254.36 万元，其中收到的政府补助为 771.08 万元，增值税返还款为 478.30 万元。

图4 2008年-2010年6月公司营业收入构成及营业利润率



资料来源：公司年报

从盈利指标看，2009 年公司营业利润率为 52.14%，较 2008 年降低 8.77 个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为 11.75%；和 12.55%，基本保持稳定。2010 年上半年公司实现营业收入 7942.40 万元，同比降低 11.35%，实现净利润 2242.95 万元，同比降低 20.64%，主要因为 2009 年同期天津远望谷二维码读写器营业收入占比较高，2009 年 12 月天津远望

谷已进入清算程序，导致 2010 年上半年营业收入同比降低。2010 年上半年公司营业利润率回升至 60.28%，达到 2008 年水平。

总体看，公司在铁路 RFID 领域继续保持优势地位，在其他超高频 RFID 领域保持较好的发展势头和技术优势，盈利能力将保持稳定，但期间费用控制能力有待加强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2009 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 23813.31 万元，同比增长 32.05%；公司现金收入比升至 93.47%，较 2008 年提高 3.06 个百分点，现金获取能力略有提高；由于公司经营规模扩大，生产备料付款、销售推广、接受劳务及研发投入增加了现金支出，2009 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 15580.06 万元，同比增长 72.50%，2009 年经营活动产生的现金流量净额为-988.56 万元；2010 年上半年公司加大了应收账款催款力度，销售货款回收有所增加；跟踪期内，公司加大了预算力度，费用支出较 2009 年同期降幅较大，经营活动产生的现金流入量为 9414.35 万元，同比增长 48.38%，经营活动产生的现金储量为 8182.61 万元，同比降低 29.45%。2010 年上半年公司经营活动现金净流量为 1231.73 万元，同比增加 6485.93 万元。

投资活动方面，2009 年公司投资活动产生的现金流量净额为-2030.15 万元，投资活动活动支出较 2008 年减少 6765.24 万元。公司筹资活动前现金流量净额为-3018.72 万元，经营性现金净流量尚不能满足公司投资支出需要，公司光明工业园建筑预算为 7011 万元，资金来源为自筹，截至 2010 年 6 月底，光明工业园建筑工程投入占预算比例 18.45%，未来存在一定的外部融资需求；微波暗室项目预算为 2500 万元，截至 2010 年 6 月底，项目工程投入占预算比例为 89.36%。筹资活动方面，2009 年公司筹资活动现金净流量-3633.73 元，2010 年上半年为-1920.07 万元，主要是偿还银行贷款。

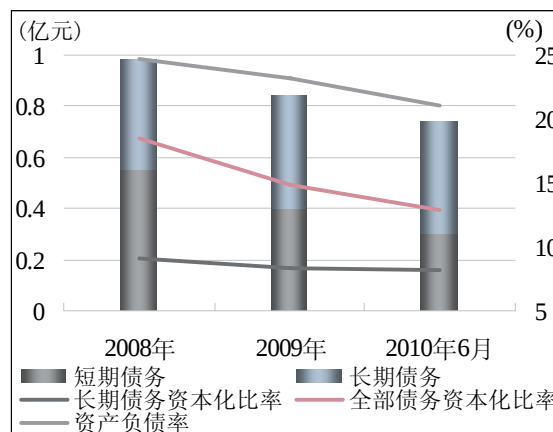
总体分析,公司经营活动现金获取能力有所提高,经营现金净流入量尚不能覆盖投资活动支出,光明工业园投资支出仍需外部融资支持。

3. 资本及债务结构

2009 年底,公司资产总额 62520.88 万元,其中流动资产占比 69.55%,非流动资产占比 30.45%。公司流动资产构成以货币资金、应收账款和存货为主,分别占比 36.59%、39.97%和 19.78%。2009 年公司销售规模扩大,相应增加了原材料库存,客户对产品验收期的延长使发出商品增长较多,2009 年底存货净值为 8602.38 万元,同比增长 50.35%;产品销售规模的扩大和较宽松的信用政策使应收账款同比增长 51.33%达到 17380.95 万元,计提坏账准备 1326.96 万元,计提比例为 7.09%,应收账款中单项金额较大款项(100 万元以上)占比 75.08%,应收账款前五名合计占比 49.61%,其中北京康拓红外技术有限公司账龄 2 年以上(在应收账款总额中占比 17.30%),广汉科峰电子有限责任公司账龄 3 年以上(在应收账款总额中占比 6.85%),部分应收款项具有一定的回收风险。2009 年底,非流动资产为 19038.05 万元,较 2008 年底增长 27.17%,主要来自长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产的增加。跟踪期内,在建工程增长主要来自募集资金投资项目之一的微波暗室项目中的投入和光明工业园建筑投入;无形资产增加主要来自土地使用权、非专利技术及 SAP 系统。2009 年公司通过内部研发形成的无形资产占 2009 年底无形资产账面价值的 33.34%。

跟踪期内,公司控股子公司广州德鸿电子科技有限公司材料采购多未结算,同时天津远望谷因进入清算不再纳入合并范围,公司增加对其应付货款,2009 年底公司应付账款余额 4169.01 万元,同比增长 83.42%;短期借款 4000 万元,较 2008 年减少 1500 万元。非流动负债主要是应付债券 4374.58 万元。

图 5 2008 年-2010 年 6 月公司债务指标



数据来源：公司年报

2009 年底公司负债总额为 14470.73 万元,同比增长 1.89%,其中流动负债占比 67.66%,非流动负债占比 32.34%,债务结构稳定。2010 年 6 月底,负债总额为 13329.41 万元,主要是公司短期借款继续减少至 2670 万元。从债务指标分析,2009 年底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 23.15%、8.34%和 14.84%。2010 年 6 月底,随着公司短期借款减少,上述指标进一步降低。

总体分析,公司资产及负债结构保持稳定;债务规模呈降低趋势。

4. 偿债能力

2009 年底,公司流动比率和速动比率保持高位分别为 444.10%和 356.24%,2010 年上半年,流动负债随短期借款的偿还而减少,流动比率和速动比率提高至 495.35%和 385.25%。2009 年公司经营活动现金流出量由于业务规模扩大、生产备料等因素同比增长较快,经营现金流动负债比降至-10.10%,2010 年上半年经营净现金流转为流入,较 2009 年同期有较大幅度增长。总体看,短期偿债能力较强。

公司盈利能力保持稳定,2009 年公司实现 EBTIDA 为 7936.97 万元,EBITDA 利息保护倍数为 13.34 倍,全部债务/EBITDA 倍数为 1.06 倍,公司整体债务负担较轻,长期偿债能力较强。

2007 年，公司参与发行了“07 深中小债”，发行额度为 4500 万元，期限为 5 年。根据发行条款约定，公司将从第 3 年（2010 年）开始，按 40%、30%和 30%的比例逐年归还本金。公司已于 2010 年 12 月 11 日前偿还第一期债券本金 1880 万元，2011 年和 2012 年还将分别偿还债券本金 1350 万元。2009 年，公司 EBITDA 为 7936.97 万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的 2.94 倍和 5.88 倍，公司 EBITDA 对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至 2010 年 6 月底，公司现金类资产为 13452.81 万元，是本期债券额度的 2.99 倍，公司现金类资产对本期债券保障程度较高。

2009 年，公司经营活动现金流入量为本期债券额度的 5.29 倍，对本期债券覆盖程度较高；公司 EBITDA 为 7936.97 万元，是本期债券额度的 1.76 倍，EBITDA 对本期债券覆盖程度良好。

截至 2010 年 6 月底，公司无对外担保。

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 2008 年～2010 年 6 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	22292.32	15908.79	-28.64	13094.11
交易性金融资产				
应收票据	93.00	53.80	-42.15	358.71
应收账款	11485.56	17380.95	51.33	17379.69
预付款项	2594.52	867.30	-66.57	1613.70
应收利息	1.26		-100.00	
应收股利				
其他应收款	408.30	669.60	64.00	674.70
存货	5721.60	8602.38	50.35	9465.45
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	42596.55	43482.83	2.08	42586.36
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资	500.00		-100.00	
长期应收款				
长期股权投资	1022.73	2263.18	121.29	2267.82
投资性房地产				
固定资产	8136.83	8877.61	9.10	8627.78
在建工程	1194.89	2121.78	77.57	3558.93
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	223.23	1754.66	686.02	1665.04
开发支出	697.30	710.83	1.94	1103.42
商誉	2981.07	2981.07		2981.07
长期待摊费用	5.87	4.67	-20.34	8.28
递延所得税资产	208.81	324.25	55.28	310.22
其他非流动资产				
非流动资产合计	14970.73	19038.05	27.17	20522.56
资产总计	57567.28	62520.88	8.60	63108.91

附件 1-2 2008 年～2010 年 6 月资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	5500.00	4000.00	-27.27	2670.00
应付短期债券				
交易性金融负债				
应付票据				323.46
应付账款	2272.96	4169.01	83.42	4014.60
预收款项	223.59	406.12	81.64	292.20
应付职工薪酬	24.26	29.82	22.95	14.79
应交税费	973.72	1012.31	3.96	880.88
应付利息	27.76	27.32	-1.61	147.78
应付股利				
其他应付款	477.79	146.56	-69.32	253.50
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	9500.07	9791.15	3.06	8597.19
非流动负债：				
长期借款				
应付债券	4352.37	4374.58	0.51	4402.22
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	350.00	305.00	-12.86	330.00
非流动负债合计	4702.37	4679.58	-0.48	4732.22
负债合计	14202.44	14470.73	1.89	13329.41
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	12840.00	25680.00	100.00	25680.00
资本公积	12848.86	5085.31	-60.42	5085.31
盈余公积	1932.84	2403.29	24.34	2403.29
未分配利润	13684.14	12370.43	-9.60	14049.38
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	41305.84	45539.04	10.25	47217.99
少数股东权益	2059.00	2511.11	21.96	2561.51
所有者权益（或股东权益）合计	43364.85	48050.15	10.80	49779.50
负债和所有者权益（或股东权益）总计	57567.28	62520.88	8.60	63108.91

附件 3 2008~2010 年 1-6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 1-6 月
一、营业收入	18781.35	23988.83	27.73	7942.40
减: 营业成本	7233.43	11378.62	57.31	3112.97
营业税金及附加	107.64	102.76	-4.53	41.62
销售费用	1584.75	1876.00	18.38	807.08
管理费用	3699.86	4501.21	21.66	1960.41
财务费用	-168.13	70.16	-141.73	32.73
资产减值损失	498.87	666.44	33.59	21.35
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)	60.66	89.53	47.61	46.53
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	22.73	10.10	-55.55	-0.14
汇兑收益 (损益以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	5885.58	5483.18	-6.84	2012.77
加: 营业外收入	901.37	1254.36	39.16	422.21
减: 营业外支出	0.11	7.04	6200.19	7.82
其中: 非流动资产处置损失	0.02	4.36	26164.97	
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	6786.84	6730.50	-0.83	2427.16
减: 所得税费用	819.32	701.64	-14.36	184.21
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	5967.51	6028.86	1.03	2242.95
其中: 归属于母公司所有者的净利润	5509.27	5576.75	1.22	2192.55
少数股东损益	458.25	452.10	-1.34	50.40

附件 4 2008 年~2010 年 1-6 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-6 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	16980.00	22421.53	32.05	8913.60
收到的税费返还	63.01	478.30	659.13	251.39
收到其他与经营活动有关的现金	873.29	913.47	4.60	249.35
经营活动现金流入小计	17916.30	23813.31	32.91	9414.35
购买商品、接受劳务支付的现金	9032.10	15580.06	72.50	4693.35
支付给职工以及为职工支付的现金	2196.58	3170.27	44.33	1039.03
支付的各项税费	2841.01	2493.03	-12.25	1125.66
支付其他与经营活动有关的现金	2715.50	3558.52	31.04	1324.57
经营活动现金流出小计	16785.18	24801.87	47.76	8182.61
经营活动产生的现金流量净额	1131.12	-988.56	-187.40	1231.73
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	1300.00	500.00	-61.54	
取得投资收益收到的现金	36.67	17.24	-52.99	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产	2.72	23.43	761.25	10.20
处置子公司及其他营业单位收到的现金		-42.74		
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	1339.39	497.93	-62.82	10.20
购建固定资产、无形资产和其他长期资产	4925.09	2452.08	-50.21	2132.21
投资支付的现金	2800.00		-100.00	
取得子公司及其他营业单位支付的现金	1568.23	76.00	-95.15	
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	9293.32	2528.08	-72.80	2132.21
投资活动产生的现金流量净额	-7953.92	-2030.15	-74.48	-2122.01
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	10000.00	10000.00		3670.00
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	10000.00	10000.00		3670.00
偿还债务支付的现金	4500.00	11500.00	155.56	5000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3475.23	1773.73	-48.96	590.07
支付其他与筹资活动有关的现金	9.00	90.00	900.00	
筹资活动现金流出小计	7984.23	13363.73	67.38	5590.07
筹资活动产生的现金流量净额	2015.77	-3363.73	-266.87	-1920.07
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-20.24	-1.09	-94.62	-4.33
五、现金及现金等价物净增加额	-4827.27	-6383.53	32.24	-2814.68
加: 期初现金及现金等价物余额	27119.59	22292.32	-17.80	15908.79
六、期末现金及现金等价物余额	22292.32	15908.79	-28.64	13094.11

附件 5 2008 年~2009 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	5967.51	6028.86	1.03
加: 资产减值准备	498.87	666.44	33.59
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	506.32	899.05	77.56
无形资产摊销	45.93	72.36	57.55
长期待摊费用摊销	0.10	1.19	1100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“一”号填列)	-2.40	-1.22	-49.06
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)	0.02	4.36	26164.97
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)			
财务费用(收益以“一”号填列)	111.88	233.87	109.03
投资损失(收益以“一”号填列)	-60.66	-89.53	47.61
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)	-86.98	-115.44	32.71
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)			
存货的减少(增加以“一”号填列)	-1504.61	-4080.31	171.19
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	-3736.91	-7236.89	93.66
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	-607.95	2628.70	-532.39
其他			
经营活动产生的现金流量净额	1131.12	-988.56	-187.40
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	22292.32	15908.79	-28.64
减: 现金的期初余额	27119.59	22292.32	-17.80
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	-4827.27	-6383.53	32.24

附件 6 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	2.00	1.65	--
存货周转次数(次)	1.43	1.59	--
总资产周转次数(次)	0.36	0.40	--
现金收入比(%)	90.41	93.47	112.23
盈利能力			
主营业务利润率(营业利润率)(%)	60.91	52.14	60.28
总资本收益率(%)	11.59	11.75	--
净资产收益率(%)	13.76	12.55	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	9.12	8.34	8.12
全部债务资本化比率(%)	18.51	14.84	12.94
资产负债率(%)	24.67	23.15	21.12
偿债能力			
流动比率(%)	448.38	444.10	495.35
速动比率(%)	388.15	356.24	385.25
经营现金流动负债比(%)	11.91	-10.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	37.26	13.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.32	1.06	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.69	-0.36	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-34.12	-5.03	--
现金偿债倍数(倍)	4.97	3.55	2.99
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.98	5.29	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.25	-0.22	--

注：2010 年 6 月数据未经审计。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 678 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市新天下集团有限公司主体长期信用等级为BBB⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十一月十日



地址：北京市朝阳区建国门外 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市新天下集团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: BBB⁺ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2010年11月10日

财务数据

项目	2008年	2009年	2010年 3月
现金类资产(亿元)	2.61	1.03	2.10
资产总额(亿元)	20.33	23.35	29.13
所有者权益(亿元)	8.55	10.86	11.46
短期债务(亿元)	7.05	5.94	9.83
全部债务(亿元)	8.04	7.73	11.62
营业收入(亿元)	35.26	43.21	12.77
利润总额(亿元)	2.05	2.64	0.77
EBITDA(亿元)	2.77	3.49	--
经营性净现金流(亿元)	1.97	-0.03	-1.20
营业利润率(%)	13.67	14.46	15.92
净资产收益率(%)	21.03	21.22	--
资产负债率(%)	57.93	53.50	60.64
全部债务资本化比率(%)	48.44	41.58	50.34
流动比率(%)	130.25	142.71	127.18
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	2.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.49	7.58	--
经营现金流负债比(%)	18.36	-0.24	--

注: 2010年3月数据未经审计。

分析师

戎伟伟

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 国内笔记本电脑市场销量增速提高, 国外市场销量增速放缓。平板电脑销量增长迅速, 对低端笔记本电脑和上网本产生一定替代效应。深圳市新天下集团有限公司(以下简称“公司”)保持了在国内品牌市场中的优势地位, 收入规模和盈利水平有所提高, 但经营活动现金净流量波动较大; 公司生产基地建设投资支出规模较大, 部分资金来源有待落实, 对外融资需求上升, 债务规模呈扩大趋势, 债务负担加重。

综合分析, 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. 公司生产规模扩大, 营业收入稳步增长。
2. 公司在产品研发方面持续投入, 并取得多项专利, 有助于增强产品竞争力。

关注

1. 平板电脑销量增长迅速, 对低端笔记本电脑和上网本产生一定替代效应。
2. 公司未来产能基地建设投资规模较大, 对外融资需求上升, 昆山工业园建设资金有待进一步落实, 项目实施存在一定不确定性。
3. 公司产销规模扩大, 营运资金需求提高, 经营现金净流量大幅波动。

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”)是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2009年底,公司注册资本12000万元人民币,股东为吴吉玲和吴海军两名自然人(两人是母子关系),出资比例分别为11.46%和88.54%。

公司经营范围包括:兴办实业;国内商业、物资供销业;进出口业务;电脑板卡的研究、生产、销售。目前公司主要从事笔记本电脑、台式电脑、电脑主板、显卡的研发、生产和销售。

截至2009年底,公司合并资产总额为23.35亿元,所有者权益合计为10.86亿元。2009年公司实现营业收入43.21亿元,利润总额2.64亿元。

截至2010年3月底,公司合并资产总额为29.13亿元,所有者权益合计为11.46亿元。2010年1~3月,公司实现营业收入12.77亿元,利润总额0.77亿元。

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、经营管理分析

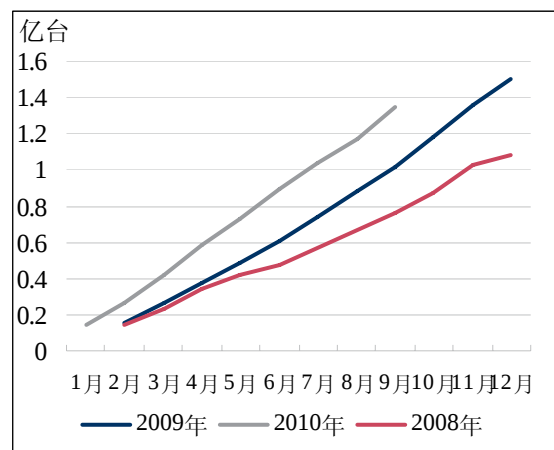
1. 行业分析

跟踪期内,中国笔记本电脑产量在调整出口退税率、家电下乡等政策刺激下,开始恢复增长势头。由于国内笔记本电脑出口比例较高,国外市场需求将对行业发展产生重要影响。2009年以来,世界经济发展前景仍不明朗,下游需求削减等因素对笔记本电脑销量会产生一定的影响。

国内笔记本电脑市场方面,根据赛迪顾问数据,2009年中国国内市场笔记本电脑销量1342.2万台,同比增长48.8%,增幅较2008年提高5.6个百分点。2010年上半年,国内笔记本电脑整体出货量为1300万台,同比增长62.5%。

从价格区间对应的销量来看,4000元至7000元笔记本电脑销量占比合计达到71.2%,笔记本电脑平均价格呈下降趋势。从国内市场竞争格局看,传统厂商居于主导地位,销量占比10%以上的厂家分别是联想(30.6%)、惠普(18.9%)、戴尔(11.0%)和华硕(10.1%)。根据ZDC互联网消费中心数据,2010年上半年国内整体笔记本电脑关注度排名在5%以上的品牌有联想(33.6%)、华硕(14.4%)、惠普(12.1%)、戴尔(9.1%)、索尼(6.4%)、宏基(6.1%)和神舟(5.6%)。

图1 2008年-2010年9月中国笔记本电脑累计产量



资料来源: Wind资讯

上网本出货量持续增长,但增速放缓,平板电脑迅速增长将对上网本市场份额构成挑战。根据 Strategy Analytics 报告,2010年上网本出货量达到3020万台,同比增长79%。根据 Gartner 报告,2010年平板电脑销量将达到1950万部,2011年将增长181%至5480万部;2010年上网本预计出货量为4300万台。国内市场上,根据捷孚凯(GfK 中国)全国推算数据,2010年上半年上网本单月销量占比呈下降趋势,由2010年1月的9.8%下降至5月份的8.7%。上网本作为手机与传统笔记本电脑之间的产品,同质化严重,经过两年的高速增长后增速放缓,苹果平板电脑ipad推出后对上网本市场份额形成一定挑战。目前,戴尔、惠普等

PC 制造商计划推出平板电脑。平板电脑价格略高于上网本产品，用户使用习惯也是制约平板电脑未来市场的因素，未来两年平板电脑价格将下降至 300 美元以下，预计对平板电脑市场构成有力支撑。

2. 经营分析

公司业务涵盖了电脑整机及电脑配件的生产和销售，主要产品由笔记本电脑和主板、显卡等各类电脑配件构成。跟踪期内，公司业务结构变化不大，2009 年公司实现营业收入 43.21 亿元，同比增长 22.53%，其中电脑整机占比 75.11%，主板显卡占比为 3.52%，其他电脑配件占比 20.45%。从细分产品毛利率分析，电脑整机毛利率略有下降，主板、显卡毛利率下降较大，由于公司收入结构中电脑整机占比较高，总体毛利率由 2008 年的 16.30% 下降至 2009 年的 14.52%。

表 1 2008~2009 年公司营业收入构成

业务结构	营业收入		主营业务毛利率	
	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年
电脑整机	26.28	32.46	17.00	16.77
主板、显卡	0.98	1.52	29.22	11.81
其他电脑配件	7.55	8.84	9.70	5.30
租金收入	10.12	0.40	82.56	45.68
其他	0.33	--	49.62	--
合计	35.26	43.21	16.30	14.52

资料来源：公司审计报告

随着中国笔记本电脑消费市场不断扩大，公司逐步加大产能，截至 2010 年 6 月底，笔记本产能达到 150 万台/年，台式机 100 万台/年，一体机电脑为 50 万台/年，板卡为 300 万片/年。受益于政策拉动和消费市场扩大，2009 年公司笔记本电脑产销量分别为 116.4 万台和 117.9 万台，分别同比增长 60.11% 和 78.64%，台式机和一体机产销量有所下滑。2010 年笔记本电脑产销量约为 2009 年 50% 左右，增速较 2009 年放缓。公司加强产品营销力度，2008 年-2010

年 6 月投入广告费分别为 7889 万元、9869 万元和 5848 万元。公司注重研发投入，2009 年~2010 年 6 月，公司获得专利授权 57 项，其中实用新型 20 项，外观设计 37 项。

表 2 公司电脑整机产销情况（单位：万台）

产品	2008 年		2009 年		2010 年 1-6 月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
笔记本	72.7	66	116.4	117.9	57.5	59.3
台式机	18.6	17.9	18.4	16.8	7.9	8.3
一体机	7.7	6.2	4.6	5.1	2.1	1.5
合计	99	90.1	139.4	139.8	67.5	69.1

资料来源：公司提供

从资产负债表来看，公司存货持续增长，且在流动资产中占比较高，对公司经营产生一定压力。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，海外市场受金融危机影响需求减少，海外市场收入占比降至 28.31%。

投资项目方面，2009 年公司投资项目主要集中于集团工业城三期、四期工程。2008 年 8 月启动的昆山笔记本电脑研发生产基地：①建设建筑面积为 23.54 万平方米的研发生产基地；②组装线生产线 10 条（笔记本电脑年产 300 万台），SMT 生产线 20 条（主板年产 300 万片）。该项目总投资 10.08 亿元，资金来源主要由神舟电脑 IPO 募集资金解决。根据公司审计报告，2009 年底，昆山工业园一期工程期末余额为 0.12 亿元。该项目建设周期 3 年，预计 2012 年项目全部建成投产，并达到年产笔记本电脑 300 万台。项目进展与公司控股子公司神舟电脑 IPO 情况密切相关，神舟电脑已于 2008 年 3 月改制为股份有限公司，神舟电脑 IPO 目前正在进行材料申报，上市具体进程具有较大不确定性。

表3 公司在建项目投资计划（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资（亿元）	资金筹措方案		已投资总额（截至2009年底）	2010年	2011年
			贷款	自筹			
昆山项目	3	10.08	--	10.08	1.1	0.5	8.48
集团工业城三期	2	1.8	1.2	0.6	1.4	0.4	--
合计	--	11.88	1.2	10.68	2.5	0.9	8.48

资料来源：公司提供

总体看，随着2009年公司笔记本电脑产销量扩大，营业收入大幅增长，但2010年以来产销量增速放缓；公司在营销和产品研发方面持续投入，有助于增强公司市场地位和竞争实力。

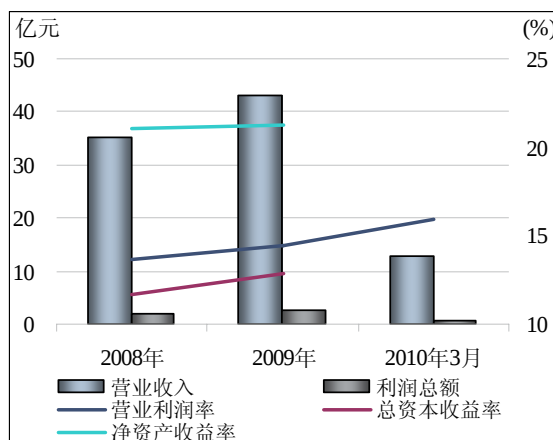
三、财务分析

公司提供的2008、2009年合并财务报表分别由开元信德会计师事务所有限公司和天健会计师事务所深圳分所审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司合并范围变化较大，以下2008年财务数据以2009年期初调整数为准。2010年1~3月公司合并财务报表未经审计。

1. 盈利能力

2009年公司实现营业收入为43.21亿元，同比增长22.53%；实现利润总额为2.64亿元，同比增长28.29%。公司营业利润率略有上升，2009年营业利润率为14.46%。

图2 公司2008~2010年3月盈利情况



资料来源：公司审计报告

2009年，公司期间费用中管理费用和财务费用增长较快，分别同比增长66.63%和196.86%；销售费用同比增长15.96%。期间费用合计在营业收入中占比上升1.21个百分点至8.41%。销售费用主要是公司大市场营销力度，增加广告费用支出，从而导致销售费用较上年增长15.96%；从盈利指标分析，公司总资本收益率和净资产收益率有所上升，2009年分别为14.87%和21.22%。

2010年1~3月，公司实现营业收入12.77亿元、利润总额0.77亿元。营业利润率为15.92%，较2009年上升1.46个百分点。

总体来看，公司营业收入保持增长趋势，营业利润率有所提高，但期间费用增长较快，总资本收益率和净资产收益率有所下降。整体上，公司盈利能力有所改善。

2. 现金流

2009年公司销售商品、提供劳务收到的现金为55.22亿元，同比增长26.82%，现金收入比较2008年提高4.32个百分点至127.79%，现金获取能力有所增强。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为51.22亿元，同比增长28.34%。公司支付的各项税费和支付其他与经营活动有关的现金分别同比增长81.28%和30.57%。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款；支付其他与经营活动有关的现金主要是管理及营业费用。公司经营活动现金流量净额为-252.33万元。

2009年随着公司在昆山神舟工业园一期工程、集团工业城三四期工程等产能基地建设投

入，公司投资活动现金流出量较大，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为2.09亿元，同比增长112.75%。2009年公司投资活动产生的现金流量净额为-2.00亿元。根据公司昆山项目总投资额度（10.08亿元），预计公司未来投资活动现金支出将保持流出态势，由于大部分资金来源计划由控股子公司神舟电脑股份IPO募集资金提供，在IPO完成之前，投资项目支出将保持对外融资需求。

2009年随着投资项目支出，公司增加了长期借款8000万元，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银行借款的偿本付息。2009年公司筹资活动现金流入7.32亿元，筹资活动现金流出6.90亿元。2009年公司筹资活动产生的现金流量净额0.43亿元。

2010年1~3月，公司扩大了原材料采购，经营现金净流量为-1.20亿元，投资活动方面，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为-0.85亿元，投资现金净流量为-0.80亿元。公司增加了短期借款，筹资活动现金净流量为3.06亿元。

总体看，公司业务规模扩大，公司增加了原材料储备，经营现金净流量为负。投资活动现金主要流向昆山等产能基地项目，由于IPO尚未实现，预计对外融资需求将增加。

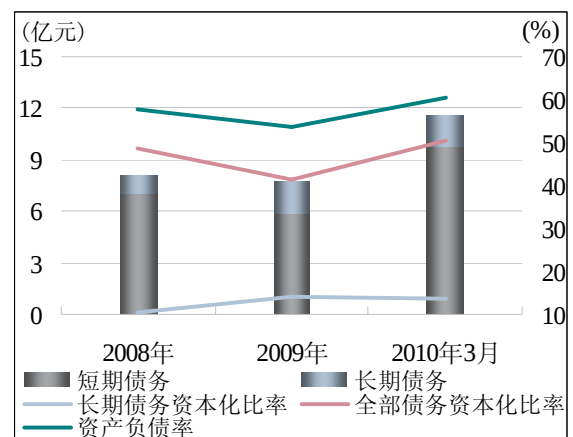
3. 资本及债务结构

2009年底，公司资产总额为23.35亿元，同比增长14.84亿元。其中流动资产占比64.96%，非流动资产占比35.04%。流动资产中存货占比最大，2009年底流动资产为15.17亿元，其中存货为10.69亿元，在流动资产中占比为70.50%。随着公司产能规模和业务规模扩大，原材料储备增加，存货净值同比增长44.64%。存货中原材料、产成品和库存商品分别占比为71.28%、28.15%和0.57%。2009年底，公司应收账款净额为1.66亿元，同比降低15.42%，从账龄来看，

1年以内的应收账款占比为99.66%，1至2年占比0.34%，公司计提坏账准备0.09亿元，计提比例为5.02%，应收账款回收风险较低。2009年底，非流动资产合计8.12亿元，同比增长29.03%，主要来自在建工程和无形资产增加。在建工程2009年底余额为1.70亿元，同比增长822.06%，跟踪期内在建工程投入项目为昆山神舟工业园一期工程、集团工业城三四期工程等。无形资产的增加来自于土地使用权，2009年土地使用权增加0.80亿元。

跟踪期内，公司短期债务减少，长期债务增加，总体债务规模减小。2009年底，公司全部债务为7.73亿元，其中短期债务5.94亿元，同比减少15.77%；长期债务1.79亿元，同比增加81.32%，主要是公司增加了0.80亿元长期借款。流动负债中短期债务占比为55.85%，非流动负债中长期债务占比为96.19%。流动负债中应付账款和预收账款分别为2.5亿元和1.31亿元，分别同比增长17.31%和97.34%。其他应付款为0.84亿元，同比增长42.71%，主要为应付深圳市华为技术服务有限公司的房租押金，以及应付南京和尔润科技有限公司的样品展示厅和维修备件押金。2010年3月底，公司流动负债为1.58亿元，较2009年底增长48.91%，主要来自短期借款、应付票据和应付账款的增加。

图3 公司2008~2010年3月债务情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标看，由于2009年长期借款的增加，长期债务资本化比率由2008年底的1.36%增至14.17%。短期债务减少使债务总额降低，全部债务资本化比率和资产负债率分别由48.44%和57.93%降至41.58%和53.50%。2010年，公司短期债务增长，整体负债规模扩大，全部债务资本化比率和资产负债率升至50.34%和60.64%。

总体看，公司非流动资产稳步增长，流动资产中存货占比较大，并呈增长趋势。长期债务增加有助于改善债务结构，但随着营运资金需求和投资项目支出增加，公司债务负担可能进一步加重。

4. 偿债能力

2009年公司短期借款减少，流动比率较2008年底上升，但由于存货增长较快，速动比率下降。2009年底，流动比率和速动比率分别为142.71%和42.09%。经营现金流为负导致经营现金流动负债比由18.36%降至-0.24%。2010年3月底，由于公司流动负债增幅大于流动资产，流动比率下降至127.18%；存货小幅上升，速动比率增至45.06%。总体看，公司短期偿债能力一般。

跟踪期内，公司盈利水平上升，2009年EBITDA为3.49亿元，同比增长26.20%。EBITDA利息倍数由8.49倍降至7.58倍。由于债务规模减小，全部债务/EBITDA倍数由2008年的2.91倍降至2.21倍。考虑到公司2010年以来债务负担加重，总体看，公司长期偿债能力一般。

2007年，公司参与发行了“07深中小债”，发行额度为1亿元，期限为5年。根据发行条款约定，公司将从第3年（2010年）开始，按40%、30%和30%的比例逐年归还本金。公司已于2010年12月11日前偿还第一期债券本金0.4亿元，2011年和2012年还将分别偿还债券本金0.3亿元。2009年，公司EBITDA为3.49亿元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额

的5.82倍和11.63倍，公司EBITDA对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至2010年6月底，公司及子公司（合并口径）银行授信情况额度为24.49亿元，已使用数额8.60亿元，未使用额度为15.89亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2010年3月底，公司现金类资产为2.10亿元，是本期债券额度1亿元的2.10倍，公司现金类资产对本期债券保障能力强。

2009年公司经营活动现金流入量及现金流量净额分别为55.53亿元和-0.03亿元，分别为本期债券发行额度的55.03倍和-0.03倍，对本期债券覆盖程度一般。2009年EBITDA为本期债券额度的3.11倍，对本期债券覆盖程度较高。

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为BBB⁺，评级展望为稳定。

附件 1 公司合并报表范围内全资及控股子公司（截至 2009 年底）

子公司	注册资本 (人民币万元)	期末实际出资 (万元)	拥有权益
深圳市神舟电脑股份有限公司	48600	8356.05	85.27%
江苏新天下电子科技有限公司	14000	14000	100%
深圳市至美佳域广告有限公司	1000	900	90%
深圳市百瑞达酒店管理有限公司	500	500	100%

附件 2-1 2008~2010 年 3 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动资产：				
货币资金	25798.49	9696.72	-62.41	20336.32
交易性金融资产	75.60	82.30	8.87	47.06
应收票据	245.29	489.46	99.54	626.92
应收账款	19590.81	16569.92	-15.42	34982.91
预付款项	13765.67	8124.72	-40.98	13068.02
应收利息				
应收股利				
其他应收款	6448.36	9770.52	51.52	2236.20
存货	73925.13	106924.09	44.64	129953.30
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	38.95		-100.00	
流动资产合计	139888.29	151657.73	8.41	201250.74
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	22862.50	21633.00	-5.38	7462.89
固定资产	28409.19	27145.72	-4.45	42881.93
在建工程	1605.94	14807.77	822.06	21034.63
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	9449.63	17004.78	79.95	17488.01
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	183.33	183.33	0.00	133.33
递延所得税资产	904.26	1048.68	15.97	1015.34
其他非流动资产				
非流动资产合计	63414.85	81823.28	29.03	90016.14
资产总计	203303.14	233481.01	14.84	291266.87

附件 2-2 2008~2010 年 3 月合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动负债：				
短期借款	54061.10	52773.22	-2.38	84414.11
交易性金融负债				
应付票据	16411.31	6582.59	-59.89	13870.58
应付账款	23484.07	27549.62	17.31	43169.16
预收账款	6628.34	13080.14	97.34	7701.29
应付职工薪酬	5.75	39.38	584.92	30.48
应交税费	818.65	-2293.37	-380.14	-353.81
应付利息	72.83	95.00	30.43	237.50
应付股利				62.50
其他应付款	5916.91	8444.20	42.71	9110.87
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	107398.96	106270.77	-1.05	158242.68
非流动负债：				
长期借款		8000.00		8000.00
应付债券	9886.87	9926.42	0.40	9936.97
长期应付款				
专项应付款				
预计负债	261.10	261.10		
递延所得税负债				
其他非流动负债	217.14	449.66	107.09	451.09
非流动负债合计	10365.11	18637.18	79.81	18388.06
负债合计	117764.07	124907.95	6.07	176630.74
所有者权益：				
实收资本（或股本）	12000.00	12000.00		12000.00
资本公积	8939.99	8939.99		8939.99
减：库存股				
盈余公积	4100.61	4112.88	0.30	4112.88
未分配利润	53823.95	74643.20	38.68	80678.31
外币报表折算差额		-4.93		-82.15
归属于母公司所有者权益合计	78864.55	99691.14	26.41	105649.03
少数股东权益	6674.53	8881.92	33.07	8987.10
所有者权益合计	85539.07	108573.06	26.93	114636.13
负债和所有者权益总计	203303.14	233481.01	14.84	291266.87

附件 3 2008~2010 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-3 月
一、营业收入	352645.77	432106.63	22.53	127727.78
减: 营业成本	304240.50	369375.93	21.41	107370.16
营业税金及附加	194.57	235.35	20.96	22.18
销售费用	15158.25	17576.38	15.95	3504.25
管理费用	8961.71	14933.34	66.63	4061.30
财务费用	1283.82	3811.16	196.86	925.35
资产减值损失	274.41	281.79	2.69	4130.58
加: 公允价值变动收益	-4238.57	6.70	-100.16	-35.25
投资收益	1716.31	0.35	-99.98	
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	20010.24	25899.72	29.43	7678.71
加: 营业外收入	594.67	467.90	-21.32	43.38
减: 营业外支出	56.03	4.75	-91.52	0.03
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	20548.88	26362.88	28.29	7722.07
减: 所得税费用	2561.53	3323.96	29.76	1124.44
四、净利润	16219.80	20831.52	28.43	5917.58
其中: 归属于母公司的净利润	1767.55	2207.39	24.88	680.05
少数股东损益	20548.88	26362.88	28.29	7722.07

附件 4-1 2008~2010 年 1-3 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-3 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	435414.27	552189.88	26.82	120833.04
收到的税费返还	14756.80	1613.63	-89.07	1629.57
收到其他与经营活动有关的现金	1615.67	1532.96	-5.12	373.57
经营活动现金流入小计	451786.74	555336.46	22.92	122836.18
购买商品、接受劳务支付的现金	399117.51	512236.52	28.34	127810.79
支付给职工以及为职工支付的现金	9765.48	10364.33	6.13	2728.71
支付的各项税费	5343.10	9685.89	81.28	856.06
支付其他与经营活动有关的现金	17846.21	23302.06	30.57	3463.94
经营活动现金流出小计	432072.30	555588.79	28.59	134859.50
经营活动产生的现金流量净额	19714.44	-252.33	-101.28	-12023.31
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	5.00	978.00	19460.00	561.00
取得投资收益收到的现金	3385.82		-100.00	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额				0.86
处置子公司及其他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	3390.82	978.00	-71.16	561.86
购建固定资产、无形资产等支付的现金	9844.02	20942.84	112.75	8515.32
投资支付的现金				
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	9844.02	20942.84	112.75	8515.32
投资活动产生的现金流量净额	-6453.20	-19964.84	209.38	-7953.46
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	51290.51	73231.87	42.78	100275.32
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	51290.51	73231.87	42.78	100275.32
偿还债务支付的现金	51938.70	67808.06	30.55	68634.44
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1282.29	964.26	-24.80	1023.68
支付其他与筹资活动有关的现金		200.00		
筹资活动现金流出小计	53220.99	68972.32	29.60	69658.12
筹资活动产生的现金流量净额	-1930.48	4259.54	-320.65	30617.21
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-65.54	-3.98	-93.93	-0.84
五、现金及现金等价物净增加额	11265.21	-15961.60	-241.69	10639.60
加: 期初现金及现金等价物余额	14393.11	25658.32	78.27	9696.72
六、期末现金及现金等价物余额	25658.32	9696.72	-62.21	20336.32

附件 4-2 2008~2009 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	17987.35	23038.91	28.08
加: 资产减值准备	274.41	281.79	2.69
固定资产折旧及其他	3441.32	3477.42	1.05
无形资产摊销	411.17	458.54	11.52
长期待摊费用摊销			
处置固定资产、无形资产等损失			
固定资产报废损失			
公允价值变动损失	4238.57	-6.70	-100.16
财务费用	1319.54	841.37	-36.24
投资损失	-1716.31	-0.35	-99.98
递延所得税资产减少	-108.80	-170.81	57.00
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-16367.70	-33010.80	101.68
经营性应收项目的减少	4570.71	9851.70	
经营性应付项目的增加	5664.16	-5013.39	-188.51
其他			
经营活动产生的现金流量净额	19714.44	-252.33	-101.28
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
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	25658.32	9696.72	-62.21
减: 现金的期初余额	14393.11	25658.32	78.27
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	11265.21	-15961.60	-241.69

附件 5 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	13.74	23.42	--
存货周转次数(次)	4.60	4.08	--
总资产周转次数(次)	1.75	1.98	--
现金收入比(%)	123.47	127.79	94.60
盈利能力			
营业利润率(%)	13.67	14.46	15.92
总资本收益率(%)	12.80	14.78	--
净资产收益率(%)	21.03	21.22	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	10.36	14.17	13.53
全部债务资本化比率(%)	48.44	41.58	50.34
资产负债率(%)	57.93	53.50	60.64
偿债能力			
流动比率(%)	130.25	142.71	127.18
速动比率(%)	61.42	42.09	45.06
经营现金流动负债比(%)	18.36	-0.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.49	7.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	2.21	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.17	-0.26	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	10.05	-24.03	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 679 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持蛇口晶石电子有限公司BB⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十月二十八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

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: **BB⁺** 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2010年10月28日

财务数据

项目	2008年	2009年	10年6月
现金类资产(万元)	7718.21	5276.14	3652.49
资产总额(万元)	44725.53	46106.41	44298.55
所有者权益(万元)	24313.77	25875.08	26358.47
短期债务(万元)	7799.93	6398.05	4798.75
全部债务(万元)	10796.37	9426.55	7912.75
营业收入(万元)	41455.68	27716.31	15173.18
利润总额(万元)	1418.64	2406.01	524.43
EBITDA(万元)	2350.51	3197.32	--
经营性净现金流(万元)	802.10	111.22	--
营业利润率(%)	10.25	18.06	11.25
净资产收益率(%)	5.55	8.71	--
资产负债率(%)	45.64	43.88	40.50
全部债务资本化比率(%)	30.75	26.70	23.09
流动比率(%)	209.45	223.19	244.70
全部债务/EBITDA(倍)	4.59	2.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.99	10.18	--
经营现金流流动负债比(%)	4.61	0.65	--

注: 公司执行《企业会计准则(2006)》, 2010年6月数据未经审计。

分析师

王健

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 蛇口晶石电子有限公司(以下简称“公司”)原有的主导产品FBT产品产销量严重下滑, BCK产品相对稳定, HVT产品成为公司新的收入和利润增长点。整体看, 公司收入规模有所下降; 同时, 受采购成本变化影响, 公司主营业务毛利率波动较大。同期, 公司债务规模下降, 债务负担减轻; 但公司应收款项维持较大规模, 与关联企业的往来款数额较大, 资产质量一般, 所有者权益稳定性差。

人工成本的上升和原材料价格的波动对公司的后续经营提出了挑战, 公司的HVT产品发展形势尚可, 有助于公司完成产品结构转型。

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

优势

1. 公司HVT产品快速发展, 产品结构有一定改善。
2. 公司债务规模减少, 债务负担有所减轻。

关注

1. FBT市场萎缩, 公司收入大幅下降。
2. 公司盈利受原材料价格波动影响大。
3. 公司应收款项占流动资产比例大, 资产质量一般。
4. 公司对关联企业的担保数额较大。

一、企业基本情况

蛇口晶石电子有限公司（以下称“公司”）成立于1990年7月，截至2010年6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45%，深圳市亚讯佳贸易有限公司持股30%，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。

目前公司的经营范围：研发生产经营一体化回扫变压器；研发生产经营音视频设备开关电源变压器、家电用开关电源变压器、信息通讯系统开关电源变压器、照明类开关电源变压器、音频设备开关电源（此项由分厂生产）。

截至2009年底，公司资产总额46106.41万元，所有者权益25875.08万元；2009年实现营业收入27716.31万元，利润总额2406.01万元。

截至2010年6月底，公司资产总额44298.55万元，所有者权益26358.47万元；2010年1-6月实现营业收入15173.18万元，利润总额524.43

万元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区南油第二工业区207栋8层、6楼二段601房；公司法定代表人：冯建湘。

二、经营管理分析

公司主营业务为回扫变压器（FBT）、低压控制变压器（BCK）和办公设备用高压发生器（HVT）的生产销售，具体情况参见表1。

2009年公司主营业务收入较2008年减少31.77%，主要原因是受下游需求萎缩影响，FBT业务收入的大幅减少。同期公司HVT项目扩产，形成新的收入和利润增长点。

另外，跟踪期内深圳存在熟练技工短缺的情况，公司所需技工存在一定缺口，人工成本上升，为降低其造成的不利影响，公司建立了湖南生产基地，目前已形成湖南、广西及深圳三大生产基地。

表1 公司主营业务构成情况（单位：万元）

项目	主营业务收入				主营业务毛利润				毛利率		
	2008年	2009年	增长率	10年1~6月	2008年	2009年	增长率	10年1~6月	2008年	2009年	10年1~6月
FBT	19369.99	5315.50	-72.56%	2103.71	1903.85	201.99	-89.39%	84.47	9.80%	3.80%	4.01%
BCK	18979.00	16040.16	-15.48%	9058.58	2107.07	3525.85	67.33%	621.00	11.10%	21.98%	6.86%
HVT	127.77	4895.65	3731.61%	2864.56	13.50	1045.22	7642.37%	329.42	10.60%	21.35%	11.50%
合计	38476.76	26251.31	-31.77%	14026.85	4024.42	4773.06	18.60%	1034.89	10.40%	18.18%	7.38%

资料来源：公司提供

FBT业务

FBT是CRT电视电子扫描成像的重要部件。目前电视机行业由CRT彩电向平板液晶转型。2008年中国CRT电视市场持续衰减，市场销量下跌17.80%，占整体彩电比重已经降至62.40%；2009年，国产彩电企业明显加快了平板化转型速度，主力企业纷纷大幅压缩CRT彩电产能，而液晶电视市场继续保持稳定增长，已占据彩电市场主体地位，彩电技术类型结构发生显著变化。随着CRT电视需求的减少，回扫变压器成为夕阳产品，呈现出下降趋势。

（1）FBT生产情况

随着CRT电视需求的减少，公司FBT生产规模缩小，产能利用率下降。公司将剩余产能改造为生产HVT产品的设备，因FBT生产设备基本可用于HVT，改造成本不大。2008年FBT产能约在1500万只左右，2009年缩减为800万只。2010年公司不再生产FBT产品，全部由晶石集团下属无锡晶石生产，公司收购并依托其既有销售网络及客户进行销售，为HVT、BCK产品铺垫销售渠道，培育潜在客户。

(2) FBT销售情况

公司FBT产品销量呈大幅下滑趋势, 2008年为1075万只, 2009年减少至443万只, 2010年上半年为162万只。销售价格方面, 2008年平均18元/只, 2009年由于原材料价格下降, FBT售价随之回落, 均价在12元/只左右, 2010年1-6月售价为13元/只。

由于受金融危机及下游需求影响, 公司FBT产品出口占比曾大幅压缩。2010年上半年随着全球经济的逐渐复苏, 出口占比有所提高, 销售区域主要分布在日本、南美、东南亚、中东等地区和国家, 主要客户包括三洋、夏普等。

BCK业务

BCK系列控制变压器适用于50~60Hz的交流电路中, 作为机床和机械设备中一般电器的控制电源、局部照明及指示电源。

(1) BCK采购及生产情况

BCK产品主要原材料包括磁性材料(占31.25%)、漆包线(占38.15%)和骨架(占11.02%)。公司采购成本波动较大, 2009年较2008年有所降低, 2010年上半年又有所回升, 其中, 磁性材料及漆包线采购价格分别较上年回升12%及55%。

2008年、2009年公司BCK年产能维持在8000万只, 2010年上半年增加至8500万只。

(2) BCK销售情况

目前BCK产品外销额占比38.48%, 国外市场销售渠道较为固定, 主要客户包括日本船井、三洋、夏普及BEKO等。2008年公司BCK销量7029万只, 价格2.7元/只; 2009年销量6628.16万只, 价格2.42元/只; 2010年1-6月销量为3418万只, 2.65元/只。由于2009年公司采购价格同比下降, BCK毛利率有所提升, 2010年上半年采购价格上涨, 毛利率回落。

HVT业务

HVT为LCD、激光打印机、复印机等办公设备的必备主要元器件之一, 应用极为广泛。目前全球LCD、激光打印机等产品处于市场增长期, 产销量增长较快, 市场潜力较大, 拉动

了与之配套的高压发生器的发展。

2008年公司成功开发液晶电视用HVT, 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

(1) HVT采购及生产情况

HVT产品主要原材料包括磁性材料(占24.46%)、漆包线(占31.42%)和骨架(占11.26%)。采购价格波动情况与BCK业务相似。

跟踪期内公司LED彩电用变压器也已实现批量生产, 产能快速扩张。2008年公司HVT产品产能约为100万只/月, 2009年增加至2500万只/年。目前公司正在开发LED灯具用变压器, 电表用变压器已小批量生产, 预计随着HVT下游需求的不断增加, 公司HVT产品收入有望实现持续增长。

(2) HVT销售情况

目前HVT产品外销额占比39%, 主要客户包括三洋、夏普、船井及ORION等。跟踪期内, 随着产能的快速扩张, 公司HVT产品销量大幅增长, 2008年公司HVT的销量为53万只, 价格2.4元/只; 2009年销量2129万只, 价格2.3元/只; 2010年1-6月销量1194万只, 价格2.4元/只。

综合分析, 公司原有的主导产品FBT产品产销量严重下滑, BCK产品相对稳定, HVT产品成为公司新的收入和利润增长点。整体看, 公司收入规模有所下降; 同时, 受采购成本变化影响, 公司主营业务毛利率波动较大。

三、募集资金使用情况

公司发行企业债券募集的资金3000万元, 全部用于HVT及动力型锂离子电池(简称: 动力锂电池)建设项目。以上两项目总投资为15000万元。

(1) HVT项目

该项目总投资6000万元, 利用募集资金2000万元, 已于2008年建设完毕。

（2）动力锂电池项目

该项目总投资 9000 万元，利用募集资金 1000 万元，目前项目尚未正式启动。

四、财务分析

公司提供的 2009 年财务报表已经深圳中皓华盈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结论。公司 2010 年 1-6 月的财务报表未经审计。

1. 盈利能力

由于公司 FBT 产品市场容量进一步缩减，BCK 及 HVT 产品尚不足以弥补 FBT 收入下滑带来的影响，导致公司 2009 年仅实现营业收入 27716.31 万元，较上年下降 33.14%；2010 年 1-6 月，BCK 及 HVT 产品售价有所回升，公司实现营业收入 15173.18 万元，较上年同期增长 35.20%。

2009 年，公司期间费用为 2570.71 万元，同比下降 11.36%，期间费用率为 9.28%，较上年有所上升。2010 年 1-6 月，公司期间费用率为 8.55%，较去年同期的 9.98% 有所下降。

2009 年，虽然公司收入下滑，但采购成本降幅相对较大且期间费用有所减少，公司仍实现利润总额 2406.01 万元，较上年增长 69.60%；2010 年 1-6 月公司利润总额为 524.43 万元，同比减少 42.57%，主要原因是上半年公司材料采购均价上涨，营业成本出现较快上升。可以看出，受主要原材料采购价格变化的影响，公司利润规模波动较大。

从盈利指标来看，2009 年公司营业利润率为 18.06%，较上年出现明显提升；总资本收益率、净资产收益率分别为 6.38% 和 8.71%，均较上年有所改善。2010 年上半年，公司营业利润率为 11.25%，较 2009 年底大幅下滑。

整体上，公司收入规模下降，盈利能力受原材料价格变化影响波动较大。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2009 年由于公司营业收入减少，销售商品、提供劳务收到的现金下降，公司经营活动产生的现金流量净额较 2008 年减少 86.13%，为 111.22 万元，公司经营获现能力偏弱。

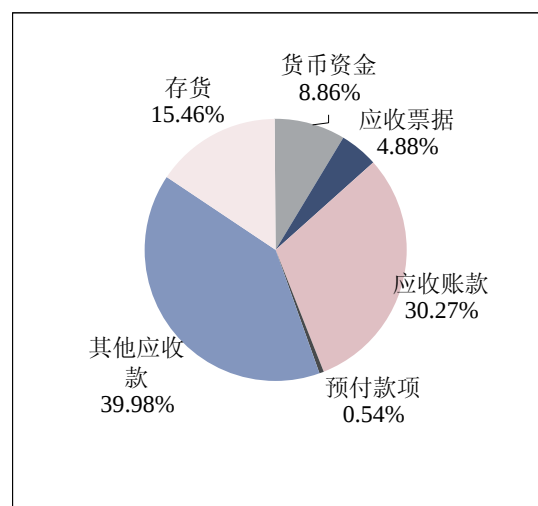
投资活动方面，2009 年公司投资规模缩小，购建固定资产、无形资产等支付的现金减少，投资活动现金流量净流出较 2008 年有所下降。

筹资活动方面，2009 年筹资活动产生的现金流量净额较上年大幅减少，为 -1079.07 万元。主要由于 2008 年公司取得 3000 万元债券的募集资金，筹资活动现金流入增加，比较基数高。

3. 资本及债务结构

截至 2009 年底，公司资产总额为 46106.41 万元，其中，流动资产占比 83.28%，非流动资产占比 16.72%，流动资产占比略有增加。公司流动资产以应收账款、其他应收款为主，参见图 1。

图1 截至2009年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2009 年底，公司应收账款为 11623.93 万元，基本与上年持平。应收账款账龄在 1 年以内的占比 95.06%，1-2 年的占比 4.94%，公司未计提坏账准备。同期，应收账款周转率为 0.60 次，周转效率不高。公司信用政策未有明显变

化，应收账款规模短期内将较难减少，周转效率也有待提高。公司其他应收款较上年增长16.31%，主要内容为晶石集团的专用款占款，其他应收款账龄在1年以内的占比38.80%，1-2年的占比3.33%，2-3年的占比54.59%，3年以上的占比3.28%，公司未计提坏账准备。公司存货为5934.99万元，较上年增长57.63%，主要原因是产成品增加。

截至2010年6月底，公司非流动资产基本维持稳定，主要以长期股权投资（对无锡斯贝尔磁性材料有限公司及广西晶石电力设备有限公司的投资）和固定资产为主。同期，公司所有者权益及构成没有实质变化，其中，未分配利润占所有者权益的79.84%，所有者权益稳定性差。

截至2009年底，公司负债总额为20231.33万元，流动负债占比85.03%，非流动负债占比14.97%。公司短期借款同比下降26.92%，主要是因为公司归还了借款，新增借款数额有所减少。应付股利339.11万元，主要系应付股东晶石集团的股利。

截至2010年6月底，公司短期借款为1500.00万元，应付票据3298.75万元，整体债务规模有所下降。

整体看，公司应收款项占比较大，资产质量一般；所有者权益稳定性差，债务规模有所下降。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2009年底，主要由于其他应收款的较快增长，公司流动比率、速动比率均较上年有所提高，分别为223.19%和188.69%；截至2010年6月底，上述指标分别为244.70%和212.35%。2009年，公司经营现金流动负债比为0.65%。考虑到公司流动资产中应收款项占比大，周转效率不高，公司短期支付能力一般。

从长期偿债能力看，2009年公司EBITDA规模增大，债务规模减少，全部债务/EBITDA

指标下降，为2.95倍，EBITDA对债务的保护能力有所提升。同期，公司EBITDA利息倍数下降，为10.18倍。整体看，公司投资支出减少，债务规模压缩，长期偿债指标有所改善；但2010年上半年公司盈利规模下滑，且动力锂电池项目仍需要投资支出，长期偿债能力仍偏弱。

5. 本期债券保障能力分析

公司等20家企业于2007年11月14日发行了总金额为10亿元，期限为5年的中小企业集合债券（“07深中小债”），其中公司发行3000万元（以下简称“本期债券”）。本期债券每年付息一次，分次还本，分别于2010年、2011年、2012年偿还本金1200万元、900万元和900万元，到期利息随本金一起支付。

2009年公司EBITDA实现3197.32万元，为本期债券的1.07倍，是待偿还本金总额和2011年、2012年每年需偿还额的1.78倍和3.55倍，EBITDA对本期债券及未偿还本金余额的保障能力尚可；截至2010年6月底，公司现金类资产为3652.49万元，为本期债券的1.22倍。总体上，目前公司对本期债券的保障能力一般。

截至2010年6月底，公司对外提供担保5000万元，占同期公司净资产的18.97%，占比较大。被担保单位系公司关联方晶石集团、深圳晶辰，目前被担保单位正常经营。

截至2010年6月底，公司共获得银行授信额度8000万元，其中已使用数额4113.23万元。

综合考虑，联合资信维持蛇口晶石电子有限公司BB⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1 合并资产负债表
 (单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产:				
货币资金	4573.15	3401.48	-25.62	2040.08
应收票据	3145.07	1874.67	-40.39	1612.41
应收账款	11584.39	11623.93	0.34	12336.89
预付款项	210.73	208.73	-0.95	95.87
其他应收款	13198.31	15351.46	16.31	15392.07
存货	3765.10	5934.99	57.63	4795.76
其他流动资产	0.05		-100.00	5.89
流动资产合计	36476.80	38395.26	5.26	36278.95
非流动资产:				
长期股权投资	4738.05	4743.05	0.11	5243.05
固定资产	2978.06	2389.79	-19.75	2275.57
在建工程	224.46	232.38	3.53	234.40
长期待摊费用	308.17	284.93	-7.54	215.57
非流动资产合计	8248.73	7711.16	-6.52	8019.60
资产总计	44725.53	46106.41	3.09	44298.55
项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债:				
短期借款	2600.00	1900.00	-26.92	1500.00
应付票据	5199.93	4498.05	-13.50	3298.75
应付账款	9169.80	10086.71	10.00	9542.35
预收账款	12.05	20.66	71.42	6.34
应付职工薪酬	468.94	670.97	43.08	471.11
应交税费	-260.78	-678.75	160.28	-399.26
应付股利	-45.89	339.11	-839.05	29.11
其他应付款	271.28	366.07	34.94	377.67
流动负债合计	17415.33	17202.83	-1.22	14826.08
非流动负债:				
应付债券	2996.44	3028.50	1.07	3114.00
非流动负债合计	2996.44	3028.50		3114.00
负债合计	20411.77	20231.33	-0.88	17940.08
所有者权益:				
实收资本(或股本)	2068.00	2068.00		2068.00
资本公积	932.65	932.65		789.89
盈余公积	2027.88	2027.88		2456.94
未分配利润	19285.23	20846.55	8.10	21043.65
所有者权益合计	24313.77	25875.08	6.42	26358.47
负债和所有者权益总计	44725.53	46106.41	3.09	44298.55

附件 2 合并利润表

(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 月
一、营业收入	41455.68	27716.31	-33.14	15173.18
减: 营业成本	37120.91	22617.69	-39.07	13428.96
营业税金及附加	85.61	94.03	9.84	36.82
销售费用	804.47	719.31	-10.59	341.64
管理费用	1217.87	1464.90	20.28	760.21
财务费用	877.85	386.49	-55.97	195.51
资产减值损失				
二、营业利润	1348.97	2433.88	80.43	410.04
加: 营业外收入	152.09	196.99	29.52	145.54
减: 营业外支出	82.42	224.86	172.81	31.15
三、利润总额	1418.64	2406.01	69.60	524.43
减: 所得税费用	69.41	153.14	120.64	41.04
四、净利润	1349.23	2252.87	66.97	483.39

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 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	40137.45	31633.86	-21.19
收到的税费返还	1344.81	805.97	-40.07
收到其他与经营活动有关的现金	33.46	130.42	289.78
经营活动现金流入小计	41515.71	32570.24	-21.55
购买商品、接受劳务支付的现金	34568.94	24379.92	-29.47
支付给职工以及为职工支付的现金	4260.49	3665.25	-13.97
支付的各项税费	921.48	1060.03	15.04
支付其他与经营活动有关的现金	962.71	3353.83	248.37
经营活动现金流出小计	40713.62	32459.03	-20.27
经营活动产生的现金流量净额	802.10	111.22	-86.13
二、投资活动产生的现金流量:			
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	39.44	0.05	-99.89
投资活动现金流入小计	39.44	0.05	-99.89
购建固定资产、无形资产等支付的现金	315.13	176.44	-44.01
投资支付的现金		5.00	
投资活动现金流出小计	315.13	181.44	-42.42
投资活动产生的现金流量净额	-275.69	-181.39	-34.20
三、筹资活动产生的现金流量:			
取得借款收到的现金	2600.00	1900.00	-26.92
发行债券收到的现金	3000.00		-100.00
收到其他与筹资活动有关的现金		52.43	
筹资活动现金流入小计	5600.00	1952.43	-65.14
偿还债务支付的现金	2600.00	2600.00	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	527.08	328.97	-37.59
支付其他与筹资活动有关的现金	217.14	102.52	-52.78
筹资活动现金流出小计	3344.22	3031.49	-9.35
筹资活动产生的现金流量净额	2255.78	-1079.07	-147.84
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-320.23	-22.42	-93.00
五、现金及现金等价物净增加额	2461.95	-1171.67	-147.59
加: 期初现金及现金等价物余额	2111.20	4573.15	116.61
六、期末现金及现金等价物余额	4573.15	3401.48	-25.62

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	1349.23	2252.87	66.97
加: 资产减值准备	-225.41		-100.00
固定资产折旧及其他	438.65	343.51	-21.69
无形资产摊销			
长期待摊费用摊销	100.81	133.83	32.76
处置固定资产、无形资产等损失	66.65	107.14	60.75
固定资产报废损失			
公允价值变动损失			
财务费用	856.75	386.49	-54.89
投资损失			
递延所得税资产减少			
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	358.96	-2169.89	-704.49
经营性应收项目的减少	-5715.73	-920.28	-83.90
经营性应付项目的增加	3572.18	-22.46	-100.63
经营活动产生的现金流量净额	802.10	111.22	-86.13

附件 4 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.03	1.96	--
存货周转次数(次)	10.65	4.66	--
总资产周转次数(次)	0.99	0.61	--
现金收入比(%)	96.82	114.13	--
盈利能力			
营业利润率(%)	10.25	18.06	11.25
总资本收益率(%)	4.96	7.27	--
净资产收益率(%)	5.55	8.71	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	10.97	10.48	10.57
全部债务资本化比率(%)	30.75	26.70	23.09
资产负债率(%)	45.64	43.88	40.50
偿债能力			
流动比率(%)	209.45	223.19	244.70
速动比率(%)	187.83	188.69	212.35
经营现金流动负债比率(%)	4.61	0.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.99	10.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.59	2.95	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.05	-0.01	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.34	-0.22	--

注：2010 年 6 月数据未经审计

跟踪评级公告

联合[2010] 680 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳邦凯新能源股份有限公司BBB⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十月二十七日

评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳邦凯新能源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: **BBB⁺** 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2010年10月27日

财务数据

项目	2008年	2009年	10年6月
现金类资产(万元)	4041.44	5423.25	5338.08
资产总额(万元)	37819.44	44354.37	54255.82
所有者权益(万元)	12081.59	16190.40	16407.32
短期债务(万元)	10821.24	16083.35	24037.06
全部债务(万元)	14850.60	18521.35	27589.06
营业收入(万元)	39677.70	47053.42	24344.30
利润总额(万元)	3621.21	4871.67	2462.64
EBITDA(万元)	5111.81	6500.01	--
经营性净现金流(万元)	1476.14	6610.38	-2928.12
营业利润率(%)	21.06	21.89	24.79
净资产收益率(%)	25.50	25.38	--
资产负债率(%)	68.05	63.50	69.76
全部债务资本化比率(%)	55.14	53.36	62.71
流动比率(%)	134.87	133.12	119.66
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	2.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.67	10.18	--
经营现金流流动负债比率(%)	6.80	25.70	--

注: 公司从2008年开始执行《企业会计准则(2006)》, 2010年6月会计报表未经审计。

分析师

王健

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 深圳邦凯新能源股份有限公司(以下简称“公司”)产能规模扩大。受益于锂离子电池下游市场需求的逐渐回暖, 公司订单饱满, 收入及盈利规模平稳增长, 整体盈利能力维持稳定。同期, 伴随着投资支出的扩大, 公司债务负担有所加重, 债务结构有待改善。

公司锂电产品需求市场潜力大, 未来公司技术改造及异地扩建工程完成后, 公司综合竞争力有望进一步增强; 上市计划的推进也有助于改善公司的法人治理结构。

综合考虑, 联合资信维持公司**BBB⁺**的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 锂电池下游消费市场回暖, 公司收入及盈利规模平稳增长。
2. 公司新产品动力电池开始批量生产, 且销售额增长较快。
3. 公司所有者权益增长, 结构得到优化。

关注

1. 公司应收账款和存货维持较大规模, 资产流动性一般。
2. 公司债务规模快速增长, 债务负担有所加重, 债务结构有待改善。

一、企业基本情况

深圳邦凯新能源股份有限公司（以下简称“公司”）始建于1999年11月，前身为深圳市邦凯电子有限公司。公司于2008年4月引进四家战略合作者，2009年7月完成股份制改造，由有限责任公司整体变更为股份有限公司，并更改为现名。截至2010年6月底，公司注册资本人民币6000万元，股东为6家企业法人和2名自然人（见附件1），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2009年底，公司资产总额44354.37万元，所有者权益16190.40万元；2009年实现营业收入47053.42万元，利润总额4871.67万元。

截至2010年6月底，公司资产总额54255.82万元，所有者权益16407.32万元；2010年1-6月实现营业收入24344.30万元，利润总额2462.64万元。

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、经营管理分析

1. 行业现状

中国是全球最大的锂电池生产制造基地之一，已经形成较为完整的锂电产业链。由于锂离子电池具有能量密度高、无记忆效应、循环寿命长、自放电小、环保性好等优点，形成了对其他各类电池（除锂电池外，二次电池还包括镍镉电池、镍氢电池、铅酸蓄电池三种）的替代趋势。国内锂离子电池的生产厂家集中在广东、天津、山东、江苏、浙江等地，广东地区的锂电生产量占行业的75%，而深圳市总量就占70%左右。

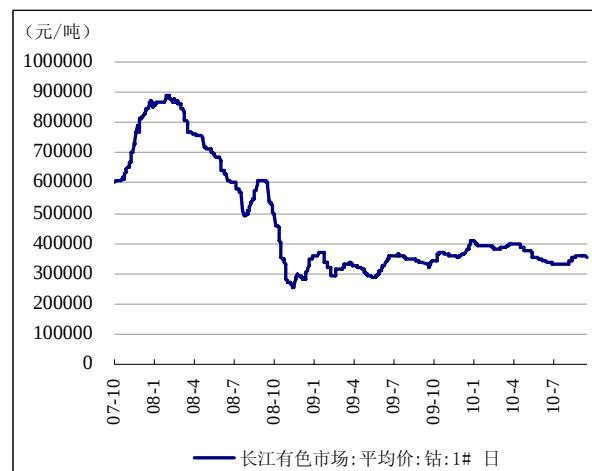
原材料采购

锂离子电池主要由正负极材料、电解质溶液和隔膜构成，各占其生产成本的25-30%。正

极材料质量与性能是影响电池品质的主要因素。目前，小型二次电池用钴酸锂材料以及动力电池用锰酸锂、磷酸铁锂等正极材料均可以实现国产，但与国外同类产品相比仍有差距。锂电池的负极材料主要为石墨。隔膜是保证锂电池安全稳定工作的核心材料，国内厂商基本依赖从日本、美国、韩国等国进口。电解液基本实现国产化，但最为关键的电解质成分六氟磷酸锂仍需从日本等国进口。

从价格上来看，由于2007年金属钴价格的上涨以及终端消费品需求增长迅速，导致钴酸锂价格一度暴涨，最高上攀至60万/吨。2008年受金融危机影响钴酸锂价格最低回落到20万/吨。2009年以来金属钴价总体维持小幅震荡回升走势，截至2010年9月底，国内钴酸锂价格为23.7万元/吨。由于终端消费品需求具有刚性，长期看钴酸锂市场前景依然较为乐观。

图1 近年国内金属钴价格走势



资料来源: wind 资讯

从锂电池材料生产企业来看，中信国安、杉杉股份、中国宝安、余姚金和、江苏国泰等厂商在正极材料、负极材料、电解液市场具备较强的竞争力。

生产

国内锂电池生产企业规模小、技术含量低、产品相对单一，能够生产锂电池系列产品的综合型企业少，市场竞争主要集中于中低端市场。高端产品之间的竞争主要集中在国内仅有的几

家企业与国外产品之间。目前，国内主要锂电池制造企业包括比亚迪、比克、天津力神、深圳邦凯、福建飞毛腿等大中型厂商，其在全球锂电池市场已占据较大的市场份额。

从产量上看，据国家统计局数字，2008 年锂离子电池产量 10.33 亿只，累计同比下降 9.37%；2009 年锂离子电池产量 18.75 亿只，累计同比下降 1.91%。截至 2010 年 8 月底，由于国内消费市场的回暖，锂电池产量出现同比 27.18% 的增幅。

市场需求

锂电池被广泛应用于低端的手机、笔记本电脑、数码相机、电动工具、矿灯市场，中端的风电和太阳能储能市场，以及高端的电动交通工具市场等，市场空间广阔。其中笔记本电脑占 23%，手机占 50%，为最大的应用领域。

(1) 手机

移动电话市场为锂电池的第一大市场。据中商情报网的统计，2008 年中国移动电话用户共计 6.41 亿户，每百人移动电话拥有量达到 47.3 部，比 2007 年增加 6.2 部。2009 年，移动电话用户新增 1.06 亿户，累计达到 7.47 亿户，2005~2009 年，中国移动电话用户比重分别为 52.9%、55.6%、59.9%、65.3%、70.4%，移动电话普及率的不断提高，为锂电池提供了广阔的市场发展空间。

中国手机出口量占生产量 60% 以上，2008 年移动电话受全球市场需求增长放缓的影响，生产增速呈放缓趋势，三季度起开始出现负增长，同期手机出口增速也呈下降趋势。2009 年全球经济逐步复苏，下游需求回暖，中国全年生产手机 6.19 亿部，同比增长 10.7%，2010 年 1-6 月生产手机 3.70 亿部，同比增长 37.60%。出口方面，根据工信部统计，2009 年中国手机出口 22.3 亿美元，增长 9%。另据深圳海关统计，2010 年上半年，经深圳口岸出口手机 1.6 亿台，比去年同期增长 89.2%。由此可见，中国手机业正逐渐走出全球金融危机和海外市场萎缩造成的阴影。

同时国内巨大的手机市场将会带动手机电池市场的进一步成长。随着 TD-SCDMA 商用，3G 手机出现爆发式增长，2009 年底中国使用手机上网的网民接近 2 亿户，手机支付等相关增值业务具备广阔市场空间（日韩等国家移动用户使用手机支付率达 50%），手机定制化、智能化成为发展方向，其必将加速手机的更新换代。现阶段智能手机配备的电池以锂离子电池为主，手机消费者平均更换周期 1.5 年，手机锂电池市场具备良好发展前景。

(2) 笔记本电脑

近几年，市场对笔记本电脑需求呈现迅猛增长态势。但国内计算机出口依赖度非常高，2008 年随着市场竞争日益激烈以及外需的急剧下滑，笔记本电脑的产销量增速下降。2009 年下半年开始，笔记本电脑市场持续快速增长，据 wind 资讯统计，2009 年中国笔记本电脑累计产量 1.50 亿部，同比增长 38.76%，2010 年 1-8 月，累计产量 1.17 亿部，同比增长 28.94%。

从发展趋势来看，笔记本电脑价格的下跌及上网本的出现进一步加大对台式机的替代。预计在“家电下乡”、“以旧换新”、“两化融合”、“上网本”以及“4C 融合”等政策和新需求的促动下，笔记本电脑产业出现新的发展机遇，从而拉动笔记本电脑锂电池消费市场的持续增长。

(3) 其他电子产品

混合动力汽车（HEV）是未来新能源汽车的主流。国家汽车产业振兴计划中明确，2009 年开始国家提供财政补贴支持在大中城市开展新能源汽车的示范推广，锂电池作为行业内公认的 HEV 最佳电池类型，将受益于 HEV 的高速增长。同时锂电池对铅酸电池和镍氢电池的替换及数码相机、手持对讲机、MP3 等电子电器产品推陈出新，锂电池作为关键部件，需求也将随之不断扩大。

未来发展

根据《汽车产业调整和振兴规划》，国家将重点发展新能源汽车及其关键技术。2009 年 6

月份，国家工业和信息化部公布的《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》，将以锂离子动力电池为动力的汽车列入发展期。同时，“节能与新能源汽车产业发展规划”预期也将出台，节能与新能源汽车的发展思路、产业布局和政策措施将有利于促进锂电池产业的健康有序发展。

总体上，锂电池消费已逐步走出金融危机及需求萎缩的影响，随着手机、笔记本电脑等消费市场的发展，国家相关产业政策的陆续出台实施，锂电池产品市场将不断增长，锂电池

生产企业具备广阔的发展空间。

2. 经营分析

公司主导产品包括：液态锂电（铝壳锂离子电芯、铝壳锂离子电池）、聚合物锂电和动力电池（圆柱锂离子电芯、圆柱锂离子电池、动力锂离子电芯），液态锂离子电池产品仍然是公司收入的主要来源。2009年公司实现主营业务收入44033.89万元，较上年增长11.07%。公司近年加大了动力电池的开发，其占比逐渐提高，参见表1。

表1 近年公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

项 目	2008 年			2009 年			2010 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铝壳锂离子电芯	18492.71	46.64%	22.95%	14461.85	32.84%	22.82%	4479.96	18.40%	24.46%
铝壳锂离子电池	10694.47	26.97%	24.14%	18813.44	42.72%	24.21%	13973.58	57.40%	25.50%
聚合物锂离子电芯	4306.76	10.86%	22.58%	4852.96	11.02%	22.19%	2256.58	9.27%	23.29%
聚合物锂离子电池	5170.36	13.04%	24.02%	3614.45	8.21%	24.28%	2614.96	10.74%	25.32%
圆柱锂离子电芯	848.58	2.14%	13.35%	1814.21	4.12%	13.20%	271.66	1.12%	11.80%
圆柱锂离子电池	133.70	0.34%	14.50%	283.13	0.64%	15.75%	238.21	0.98%	15.03%
动力锂离子电芯				193.84	0.44%	31.57%	509.34	2.09%	28.25%
合 计	39646.57	100.00%		44033.89	100.00%		24344.30	100.00%	

资料来源：公司提供

原材料采购

公司生产所需的主要原材料有钴酸锂、电解液、隔膜纸、铝塑箔等。2009年，公司抓住全球金属钴价格处于历史低位的机遇，进口金属钴，并在国内加工成钴酸锂，一定程度控制了公司的采购成本。2010年以来，金属钴价整体处于低位震荡态势，公司成本压力有所缓解。

公司原材料主要供应商包括中信国安、贝特瑞等国内具有较强实力的大中型企业。2009年12月16日，由公司、深圳贝特瑞、深圳星源等单位共同发起的华南锂电产业联盟在深圳正式成立。锂电产业联盟将产业链内材料、设备、生产等环节企业有机结合，一定程度上利于降低联盟企业成本费用，增强竞争力。

产品生产

目前公司各类产品所形成的日产能分别为：液态锂电池 26 万支；聚合物锂电池 10 万支；动力电池 4 万支，产能持续得到提升。

2009 年，公司获批成为国家高新技术企业，目前公司已获得发明专利 3 项，实用新型专利 23 项，从英赛尔科技无偿受让发明专利 1 项（正在办理中）。此外，公司还拥有 6 项非专利技术，其中圆柱聚合物锂离子电池等生产技术达到国际领先水平，固态聚合物锂离子电池、3G 高能锂离子电池、圆柱高功率锂离子电池达到国内领先水平。

产品销售

公司销售策略原来以销售电芯为主，现正逐渐提高成品电池的销售份额。

从产品销量来看，聚合物锂电池和动力电池随着产能的提高，销量总体保持增长，2009年销量分别为 1109 万只和 103 万只；液态锂电池销量较上年略有减少，2009 年销量为 5558 万只。2009 年，公司重点投入的动力电池和储能电池产品开始批量生产，全年动力电池销量 103 万只。动力电池应用领域广泛，其逐步推广将为公司向其它相关新能源产业延伸打下坚实基础。

表2 公司生产、销售情况

产品	产能（万只/日）			销量（万只/年）		
	2008年	2009年	10年1-6月	2008年	2009年	10年1-6月
液态锂电池	25	26	26	5680	5558	2669
聚合物锂电池	8	10	10	750	1109	648
动力电池	3	4	4	95	103	56

资料来源：公司提供

销售毛利率方面，公司各主导产品的毛利率近年来基本维持稳定。2009年以来，液态锂电池、聚合物锂电池的销售毛利率略有提高；动力锂电池毛利率明显高于其他产品，预计随着产能的逐步扩大，动力电池有望为公司贡献更多利润。

销售区域方面，国内客户主要集中在珠三角，国外主要销往欧美、印尼、马来西亚、台湾、韩国等国家和地区。公司主要客户包括三洋、三星、海尔、海信、爱国者、中兴通讯等。

3. 管理分析

公司上市计划稳步推进，2009年7月完成股改，并已于2010年初将上市申报材料递交证监会。未来向公众公司的转变将有利于公司管理制度及治理结构更趋透明和完善。

三、募集资金用途

公司发行企业债券募集的资金 4000 万元，全部用于公司锂离子动力电池技术改造及异地扩建工程，项目总投资 25000 万元。

该项目拟在深圳市高新技术产业带建立锂离子电池及相关配套原材料的高科技电能基地，主要用于锂离子方形、圆柱形、ALB 塑料软包装电池的规模化生产和组合动力电池、锂离子电池的研发生产。公司于 2009 年 12 月开始了工业园项目的建设，截至 2010 年 6 月底，已完成建设主体工程一期工程总量的 40%。公司原计划的锂离子动力电池技术改造项目，已采购技改所需要的部分设备，使用了全部发债资金 4000 万元。

四、财务分析

公司提供的 2009 年财务报表已经中审国际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结论。公司 2010 年 1-6 月的会计报表未经审计。

1. 盈利能力

2009 年，公司实现营业收入 47053.42 万元，较 2008 年增长 18.59%，主导产品铝壳锂离子电池及聚合物锂离子电芯销售收入均有所增长。2010 年 1-6 月，公司实现营业收入 24344.30 万元，较上年同期增长 46.51%。

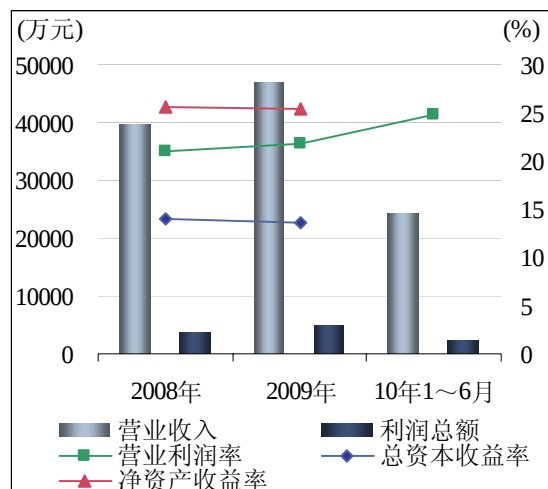
2009 年，公司期间费用为 5551.73 万元，同比增长 18.55%，期间费用率为 11.80%，与上年持平。2010 年 1-6 月，公司期间费用率为 13.84%，较去年同期的 11.50%有所增长。

2009 年，公司利润总额为 4871.67 万元，较上年增长 34.53%；2010 年 1-6 月公司利润总额为 2462.64 万元，同比增长 30.38%。

从盈利指标来看，2009 年公司营业利润率为 21.89%；总资本收益率、净资产收益率分别为 13.68%和 25.38%，上述指标基本维持上年水平。2010 年 1-6 月公司营业利润率为 24.79%，较 2009 年有所提高。

整体看，公司收入规模及盈利规模持续扩大，营业利润率、总资本收益率和净资产收益率等盈利指标维持上年水平，整体盈利能力基本稳定。

图2 公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2. 现金流

经营活动方面，2009年由于公司收入规模扩大，销售商品、提供劳务收到的现金增加，且购买商品、接受劳务支付的现金有所减少，导致经营活动产生的现金流量净额增加，为6610.38万元，公司经营获现能力提升。

投资活动方面，2009年公司投资规模基本维持上年水平，投资活动现金流量净流出为2304.14万元。

筹资活动方面，2009年公司加大了债务偿还力度，筹资活动产生的现金净流出较上年大幅增加，为4626.49万元。

2010年1-6月，公司购买商品、接受劳务支付的现金快速增长，导致经营活动产生的现金流净额同比大幅减少，为-2928.12万元。投资活动方面，公司上半年投资规模增加，投资活动现金流量净额为-3186.85万元，较上年同期大幅下降。筹资活动方面，公司新取得借款25789.22万元，并偿还了部分债务，筹资活动产生的现金流量净额为6959.11万元，较上年同期大幅增长。

3. 资本及债务结构

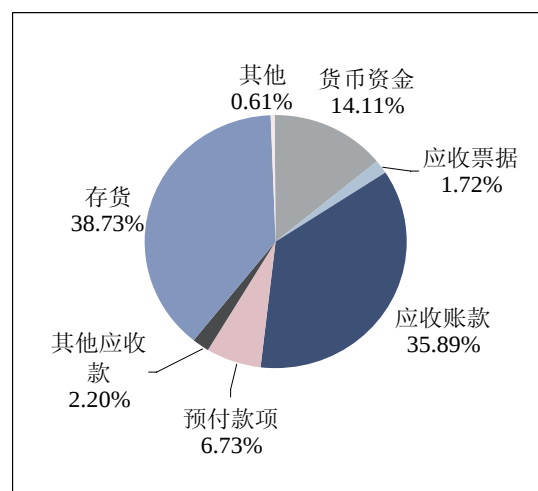
截至2009年底，公司资产总额为44354.37万元，其中，流动资产占比77.21%，非流动资

产占比22.79%，公司资本结构较上年底变化不大。

流动资产

截至2009年底，公司流动资产仍以应收账款和存货为主，具体参见图3。

图3 截至2009年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2009年底，公司应收账款账面余额为12782.18万元，较上年增长10.55%，账龄在1年以内的占比98.06%，公司计提坏账准备491.57万元。公司一般给予客户3个月的信用期，应收账款将保持一定规模。

截至2009年底，公司存货账面余额为13758.06万元，较上年增长8.07%，存货规模较大，其中大部分为原材料（占比32.58%）和产成品（占比50.49%），公司共计提跌价准备494.89万元。

截至2009年底，公司应收账款占营业收入的26.12%，存货占营业成本的36.12%，应收账款周转率、存货周转率分别为4.01次和2.88次，周转效率一般。截至2010年6月底，公司应收账款继续增长，达12464.33万元。同期，公司存货也维持较大金额，主要由于电池销售旺季相对集中在下半年特别是圣诞节前后，公司存在钴酸锂等原材料生产储备。

非流动资产

截至2009年底，公司非流动资产仍以固定

资产和无形资产为主。公司固定资产主要是机器设备，成新率为59.70%。公司无形资产主要系土地使用权和专有技术。

截至2010年6月底，公司非流动资产中在建工程较上年底有大幅增长，主要原因是工业园项目开工建设；其余各项未有重大变化。

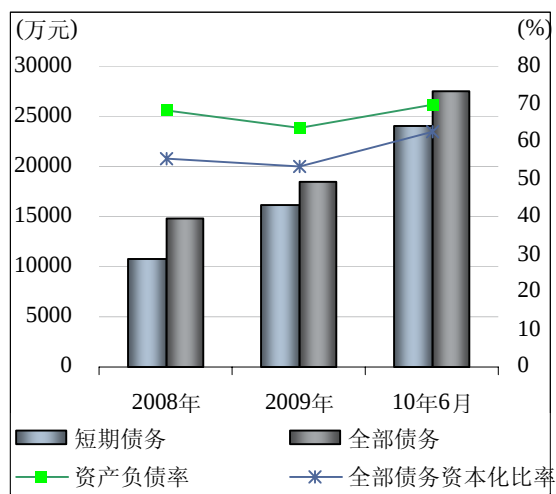
所有者权益及负债

截至2009年底，公司所有者权益16190.40万元，较上年增长34.01%。主要原因系公司于2009年6月份由有限责任公司变更为股份有限公司，以2008年底账面净资产为基础，按2.0136:1折股，折合股本6000万股，折余账面净资产6081.59万元计入资本公积。公司所有者权益中股本占37.06%、资本公积占37.56%、盈余公积占2.54%、未分配利润占22.84%，所有者权益结构得到优化。

截至2009年底，公司负债总额为28163.98万元，较上年增长9.43%，主要来自应付票据的增加。公司负债总额中流动负债占比91.34%，非流动负债占比8.66%，流动负债占比提高。

截至2009年底，公司短期借款同比减少21.71%，主要原因是期内公司偿还了部分债务。公司无长期借款，应付债券2438.00万元，系公司2007年11月发行的4000万元集合债券应付的本息，其中1600.00万元本金将于2010年归还，计入一年内到期的非流动负债中。

图4 公司债务情况



资料来源：公司提供

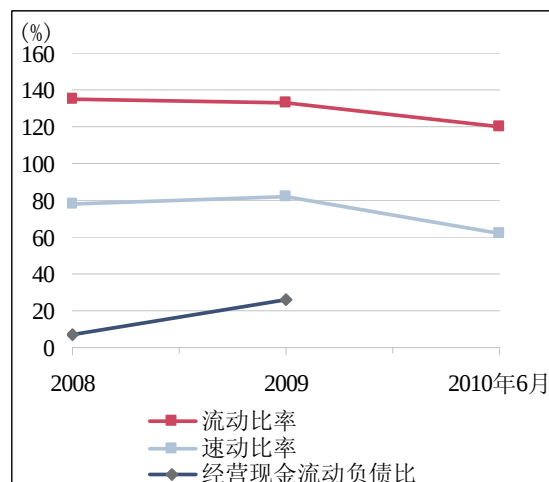
截至2010年6月底，公司加大举债力度，长短期债务较上年底有所增加，其余各项负债未有重大变化。

整体看，公司债务规模继续加大，债务结构有待改善。近年公司全部债务资本化比率和资产负债率指标较高，债务负担偏重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2009年底，公司流动比率、速动比率分别为133.12%、81.56%，基本维持上年水平；2010年6月底，两项指标分别为119.66%和61.77%，均出现下滑。2009年，公司经营现金流动负债比为25.70%，较上年有明显改善。但考虑到流动资产中应收账款、存货占比大，周转率不高，有息债务偏重于短期，公司存在一定短期支付压力。

图5 公司偿债指标



资料来源：公司审计报告

从长期偿债能力看，2009年公司利润规模提升，EBITDA较上年有所提高，为6500.01万元；同期，全部债务/EBITDA指标为2.85倍，基本与上年持平；EBITDA利息倍数上升至10.18倍。整体看，公司长期偿债能力良好。

5. 本期债券保障能力分析

公司等20家企业于2007年11月14日发行了总金额为10亿元，期限为5年的中小企业集合债

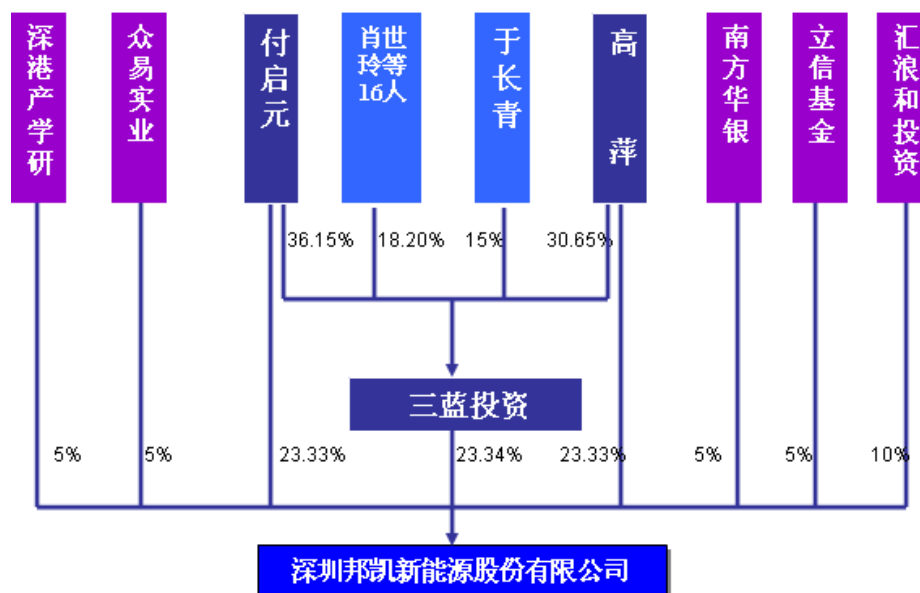
券(“07深中小债”),其中公司发行4000万元(以下简称“本期债券”)。本期债券每年付息一次,分次还本,分别于2010年、2011年、2012年偿还本金1600万元、1200万元和1200万元,到期利息随本金一起支付。

2009年公司EBITDA实现6500.01万元,为本期债券的1.63倍,是待偿还本金总额和2011年、2012年每年需偿还额的2.71倍和5.42倍;同期公司经营活动现金流入量及现金流量净额为38193.26万元、6610.38万元,分别是本期债券的9.55倍和1.65倍,EBITDA及经营活动现金流对本期债券的保障能力尚可;截至2010年6月底,公司现金类资产为5338.08万元,为本期债券的1.33倍。总体上,目前公司对本期债券的保障能力一般。

截至2010年6月底,公司共获得银行授信额度59000万元,已使用25760万元,未使用额度33240万元,公司具备间接融资渠道。公司目前无对外担保情况。

综合考虑,联合资信维持深圳邦凯新能源股份有限公司BBB⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图



附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	3812.56	4833.62	26.78	5259.53
应收票据	228.88	589.63	157.62	78.55
应收账款	11178.66	12290.61	9.95	12464.33
预付款项	342.51	2306.11	573.30	2191.07
其他应收款	1304.84	751.78	-42.39	1062.80
存货	12248.45	13263.17	8.28	19854.48
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	162.82	210.34	29.18	127.98
流动资产合计	29278.72	34245.25	16.96	41038.72
非流动资产：				
固定资产	3943.82	4632.06	17.45	4618.84
在建工程	1297.44	1496.23	15.32	4421.61
无形资产	2678.84	3461.87	29.23	3238.90
开发支出	407.58	337.21	-17.26	717.68
长期待摊费用	27.26		-100.00	28.75
递延所得税资产	185.77	181.75	-2.16	191.32
其他非流动资产				
非流动资产合计	8540.72	10109.13	18.36	13217.09
资产总计	37819.44	44354.37	17.28	54255.82

附件 2-2 资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	7642.00	5983.16	-21.71	14888.46
应付票据	3179.24	8500.19	167.37	7548.60
应付账款	6946.57	7728.81	11.26	8282.43
预收账款	421.94	317.35	-24.79	272.56
应付职工薪酬	662.98	1159.25	74.85	880.45
应交税费	661.48	183.42	-72.27	395.11
应付利息				25.07
其他应付款	2098.43	99.51	-95.26	271.64
一年内到期的非流动负债		1600.00		1600.00
其他流动负债	95.86	142.67	48.84	132.17
流动负债合计	21708.49	25725.98	18.51	34296.49
非流动负债：				
长期借款				1000.00
应付债券	4029.36	2438.00	-39.49	2552.00
非流动负债合计	4029.36	2438.00	-39.49	3552.00
负债合计	25737.85	28163.98	9.43	37848.49
所有者权益：				
实收资本（或股本）	1500.00	6000.00	300.00	6000.00
资本公积	4662.02	6081.59	30.45	6081.59
减：库存股				
盈余公积	1240.76	410.88	-66.88	410.88
未分配利润	4678.81	3697.92	-20.96	3914.85
归属于母公司所有者权益合计	12081.59	16190.40	34.01	16407.32
少数股东权益				
所有者权益合计	12081.59	16190.40	34.01	16407.32
负债和所有者权益总计	37819.44	44354.37	17.28	54255.82

附件 3 利润表
(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 月
一、营业收入	39677.70	47053.42	18.59	24344.30
减: 营业成本	31297.31	36715.04	17.31	18286.09
营业税金及附加	24.89	38.35	54.06	22.78
销售费用	1356.26	1690.81	24.67	981.96
管理费用	2223.50	3473.57	56.22	1979.39
财务费用	1103.35	387.36	-64.89	407.67
资产减值损失	114.74	106.02	-7.60	276.49
二、营业利润	3557.65	4642.28	30.49	2389.92
加: 营业外收入	178.56	234.71	31.44	72.74
减: 营业外支出	114.99	5.32	-95.38	0.02
三、利润总额	3621.21	4871.67	34.53	2462.64
减: 所得税费用	540.08	762.87	41.25	395.71
四、净利润	3081.13	4108.80	33.35	2066.93

附件4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 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	31412.91	37769.57	20.24	22355.44
收到的税费返还	175.93		-100.00	
收到其他与经营活动有关的现金	291.11	423.69	45.54	112.37
经营活动现金流入小计	31879.96	38193.26	19.80	22467.81
购买商品、接受劳务支付的现金	20155.18	18804.19	-6.70	18302.93
支付给职工以及为职工支付的现金	7277.75	7801.97	7.20	5107.04
支付的各项税费	845.29	2276.93	169.37	792.90
支付其他与经营活动有关的现金	2125.60	2699.79	27.01	1193.06
经营活动现金流出小计	30403.82	31582.88	3.88	25395.93
经营活动产生的现金流量净额	1476.14	6610.38	347.82	-2928.12
二、投资活动产生的现金流量:				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额		1.10		
投资活动现金流入小计		1.10		
购建固定资产、无形资产等支付的现金	2302.94	2305.24	0.10	3186.85
投资活动现金流出小计	2302.94	2305.24	0.10	3186.85
投资活动产生的现金流量净额	-2302.94	-2304.14	0.05	-3186.85
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	4800.00		-100.00	
取得借款收到的现金	14837.46	16820.51	13.37	25789.22
筹资活动现金流入小计	19637.46	16820.51	-14.34	25789.22
偿还债务支付的现金	16042.90	19517.69	21.66	15883.92
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3993.19	626.82	-84.30	2181.59
支付其他与筹资活动有关的现金	600.00	1302.50	117.08	764.60
筹资活动现金流出小计	20636.09	21447.00	3.93	18830.11
筹资活动产生的现金流量净额	-998.62	-4626.49	363.29	6959.11
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-389.94	210.08	-153.88	-0.10
五、现金及现金等价物净增加额	-2215.36	-110.16	-95.03	844.04
加: 期初现金及现金等价物余额	4672.99	2457.64	-47.41	2347.47
六、期末现金及现金等价物余额	2457.64	2347.47	-4.48	3191.51

附件4-2 现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：			
净利润	3081.13	4108.80	33.35
加：资产减值准备	114.74	106.02	-7.60
固定资产折旧及其他	712.24	698.80	-1.89
无形资产摊销	32.79	263.84	704.70
长期待摊费用摊销	79.47	27.26	-65.69
处置固定资产、无形资产等损失			
固定资产报废损失		2.67	
财务费用	1139.00	638.43	-43.95
投资损失			
递延所得税资产减少	-39.23	4.02	-110.24
存货的减少	258.95	-1027.07	-496.63
经营性应收项目的减少	-1558.52	-2639.34	69.35
经营性应付项目的增加	-2344.44	4426.95	-288.83
经营活动产生的现金流量净额	1476.14	6610.38	347.82

附件 5 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.70	3.87	--
存货周转次数(次)	2.52	2.88	--
总资产周转次数(次)	1.08	1.15	--
现金收入比(%)	79.17	80.27	91.83
盈利能力			
营业利润率(%)	21.06	21.89	24.79
总资本收益率(%)	13.91	13.68	--
净资产收益率(%)	25.50	25.38	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	25.01	13.09	17.80
全部债务资本化比率(%)	55.14	53.36	62.71
资产负债率(%)	68.05	63.50	69.76
偿债能力			
流动比率(%)	134.87	133.12	119.66
速动比率(%)	78.45	81.56	61.77
经营现金流流动负债比率(%)	6.80	25.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.67	10.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	2.85	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.06	0.23	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.24	6.75	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 681 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市高新奇科技股份有限公司BBB⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十月二十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

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: 稳定上次评级结果: BBB⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2010年10月29日

财务数据

项目	2008年	2009年	10年6月
现金类资产(万元)	3081.19	970.89	1691.49
资产总额(万元)	58160.30	58280.39	68338.03
所有者权益(万元)	33445.83	34532.96	35030.49
短期债务(万元)	0.00	1945.19	8902.70
全部债务(万元)	16857.17	16900.66	23665.93
营业收入(万元)	40148.28	34706.15	19723.42
利润总额(万元)	901.24	1087.14	637.86
EBITDA(万元)	5675.91	5751.72	--
经营性净现金流(万元)	4032.65	1221.51	-1875.36
营业利润率(%)	18.97	24.52	22.01
净资产收益率(%)	2.69	3.15	--
资产负债率(%)	42.49	40.75	48.74
全部债务资本化比率(%)	33.51	32.86	40.32
流动比率(%)	457.05	421.95	240.61
全部债务/EBITDA(倍)	2.97	2.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.41	5.37	--
经营现金流负债比(%)	51.32	13.89	--

注: 2010年6月数据未经审计。

分析师

王健

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

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”)手机业务取得较快发展, 但电话机产品销量继续萎缩, 导致公司收入规模持续下降; 公司整体盈利能力仍偏弱。同期, 公司债务规模有所增加, 债务负担呈加重趋势。

公司手机销售取得一定发展, 随着手机市场的逐步拓展, 未来公司产品结构有望优化, 整体经营状况有望得到改善。

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

优势

1. 跟踪期内, 公司手机业务发展较快, 产品结构有一定改善。
2. 跟踪期内, 公司利润规模呈增长趋势。

关注

1. 传统电话机市场发展缓慢, 公司有待进一步加快产品结构的优化转型。
2. 手机业务已成为公司收入及利润的增长点, 但手机行业面临激烈的市场竞争, 公司存在一定的经营风险。
3. 公司债务规模增加, 债务负担呈加重趋势。
4. 公司经营性净现金流波动较大, 经营获现能力下滑。
5. 公司应收账款和存货仍维持较大规模, 且周转效率一般。

一、企业基本情况

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2010年6月底，许晓东和许瑞强各持有公司25%的股份、许瑞杰和陈宝珊各持有10%的股份、许瑞洪和深圳市高新奇投资有限公司各持有15%的股份。

公司经营范围仍以电话机、数字无绳电话、VOIP电话、传真机、数字解码器的设计、研发、生产、销售；手机及移动通信终端设备的设计、研发、生产、销售等为主。

截至2009年底，公司资产总额58280.39万元，所有者权益34532.96万元；2009年实现营业收入34706.15万元，利润总额1087.14万元。

截至2010年6月底，公司资产总额68338.03万元，所有者权益35030.49万元；2010年1-6月实现营业收入19723.42万元，利润总额637.86万元。

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、经营管理分析

1. 行业现状

据中商情报网的统计，2009年全国电话用户总数约10.61亿户，其中移动电话新增1.06亿户，总数约7.47亿户，而固定电话用户继续出现负增长。2005~2009年，中国移动电话用户比重分别为52.9%、55.6%、59.9%、65.3%、70.4%。目前固定电话在欧美发达国家发展已经十分缓慢，市场主要集中在东南亚、南亚、中东和北非等发展中国家或地区。

中国手机出口量占生产量60%以上，2008年移动电话受全球市场需求增长放缓的影响，生产增速呈放缓趋势，三季度起开始出现负增长，同期手机出口增速也呈下降趋势。2009年全球经济逐步复苏，下游需求回暖，中国全年生产手机6.19亿部，同比增长10.7%，2010年1-6月生产手机3.70亿部，同比增长37.60%。根据工信部统计，2009年中国手机出口22.3亿美元，增长9%。另据深圳海关统计，2010年上半年，经深圳口岸出口手机1.6亿台，比上年同期增长89.2%。由此可见，中国手机业正逐渐走出全球金融危机和海外市场萎缩造成的阴影。

跟踪期内，国内手机市场结构调整加快，3G手机和智能手机成为热门产品，受运营商补贴刺激以及换机需求的影响，3G手机产销快速发展。据中华商务网预计，2010年中国内地3G手机销量将达到3500万部至4300万部，占手机市场整体销量的12%至15%。另外，山寨机在新增出口及农村市场上都对品牌企业带来极大冲击，为应对山寨机的挑战，国内外厂商渠道拓展力度不断加强，渠道竞争激烈。从目前47.3部/百人的普及率来看，国内移动通信用户发展仍具备规模增长空间。

总体来看，移动通信成为行业发展的主流方向，国内需求和出口均有所增长，发展势头良好，但行业竞争较为激烈。

2. 公司经营

目前公司的主导产品为固定电话机和手机。2009年分别占公司主营业务收入的60.30%（包括电话机、无绳电话机）和33.39%，手机产品收入占比上升较快，参见表1。

表1 公司主营业务情况（单位：万元；%）

项目	主营业务收入				主营业务毛利润				主营业务毛利率		
	2008年	2009年	增长率	10年1-6月	2008年	2009年	增长率	10年1-6月	2008年	2009年	10年1-6月
电话机	14990.00	11327.00	-24.44	4939.27	3123.00	2993.00	-4.16	1177.43	20.83	26.42	23.84
无绳电话机	12737.00	6510.00	-48.89	6042.72	2712.00	1670.00	-38.42	1288.63	21.29	25.65	21.33

手机	7857.00	13950.00	77.55	7164.03	457.00	2709.00	492.78	1307.27	5.82	19.42	18.25
其他	4175.00	2141.00	-48.72	795.25	1042.00	635.00	-39.06	203.87	24.96	29.66	25.64
合计	39759.00	33928.00	-14.67	18941.28	7334.00	8007.00	9.18	3977.2	18.45	23.60	21.00

资料来源：公司提供

2009年公司实现主营业务收入33928.00万元，较上年减少14.67%，主要原因是公司电话机，特别是无绳电话机销售收入大幅下滑。公司手机业务发展迅速，同比增长77.55%，一定程度缓解了电话机收入下滑造成的不利影响。

毛利率方面，由于公司已形成一定品牌沉淀，且物流供应链有所完善，议价能力提升，采购成本下降，2009年毛利率上升；2010年上半年由于出口的回暖，公司为加大销量让渡部分利润且人工工资上升，毛利率较2009年有所下滑。

原材料采购及成本情况

公司所需原材料主要在国内采购，已与多家原材料供应商保持了稳定的长期合作关系。2009年公司主要供应商包括：深圳市怡亚通供应链股份有限公司、信利半导体有限公司和深圳市恒凯通实业有限公司等，较2008年变动不大。

跟踪期内，公司薪资福利费用上升，且劳动力存在一定程度的短缺，导致公司人工成本上升。

产品生产及销售

(1) 电话机

2009年公司无绳电话机产量48.66万部，普通电话机产量22.51万部，来电显示电话机产量230.38万部，电话机机壳产量187.87万部，详见表2。由于市场需求减少，公司电话机产量同比

出现较快下降。

跟踪期内，公司电话机内销市场仍通过代理商、网通电信等运营商及其他大客户（通信产品的设计、开发与销售）等渠道展开。出口方面，电话机主要销往中东、东南亚和东欧等国家和地区。

2009年公司无绳电话机实现销售收入6510.00万元，电话机实现销售收入11327.00万元，均较上年出现较快下滑。2010年上半年，随着出口的回暖和订单的增加公司无绳电话机产量增长迅速，约为2009年全年的82.18%。

(2) 手机

2009年公司手机产量为40.67万部，较上年增长93.11%。公司已开发出GSM手机、CDMA手机、3G手机等多个系列产品。2009年公司与深圳航空结成战略合作伙伴，2010年在现有10万平米工业园区旁新建7万平米的新工业园，主要产品产能有望继续扩大。

高新奇手机采取区域代理为核心的营销体系，在全国大部分省市均有经销商。跟踪期内，公司市场开拓取得一定成果：通过参加 2010 中国（山西）装备制造业博览会、天津第十七届投资贸易洽谈会、第 108 届中国进出口商品交易会、深圳—哈尔滨经贸交流暨宝安电子信息产品展销会、第七届中国-东盟博览会等展会活动，加强与经销商的合作，取得广西威泰通讯有限公司、黑龙江经销商等较大签单。

表2 公司细分产品生产、销售情况（单位：万部；元/部）

产品	2008 年			2009 年			2010 年 1-6 月		
	产量	销量	单价	产量	销量	单价	产量	销量	单价
手机	21.06	20.55	382.39	40.67	39.72	351.21	23.04	23.40	306.13
无绳电话机	81.28	81.67	155.97	48.66	46.62	139.63	39.29	40.10	150.70
普通电话机	44.19	45.79	30.81	22.51	19.40	29.46	9.16	9.00	15.49
来电显示电话机	272.55	277.72	48.90	230.38	216.25	49.74	99.50	99.34	48.32

电话机机壳	336.60	334.14	10.11	187.87	187.55	9.69	88.50	86.57	9.19
传真机	0.02	0.02	476.42						
烤烟器	1.18	1.18	667.02	0.58	0.58	560.23			

资料来源：公司提供

2009年公司手机销量39.72万部，实现销售收入13950.00万元，分别同比增长93.28%和77.55%；2010年1-6月，公司手机实现销量23.40万部。公司手机业务收入及利润占比快速增长，在电话机收入大幅下滑的情况下，手机业务的顺利发展对公司具有重要影响。

三、债券投资项目概况

公司发行企业债券募集的资金 5000 万元，全部投向“数字多功能电话机第一期生产线技术改造项目”和“GSM 手机生产线项目”，上述项目总投资为 20566 万元。

(1) 数字多功能电话机第一期生产线技术改造项目总投资8600万元，已于2008年10月竣工。目前年产302万台，主要用于出口。

(2) GSM手机生产线项目总投资11966万元，已于2008年12月竣工。

四、财务分析

公司提供的 2009 年财务报表已经深圳德浩会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2010 年 1-6 月的会计报表未经审计。

1. 盈利能力

2009 年，公司营业收入较 2008 年下降 13.56%，主要原因是公司电话机销售量大幅下滑。同期，公司采购成本下降，导致营业成本同比下降 19.44%。2010 年 1-6 月，手机业务保持较快的发展，但销售价格继续回落，上半年公司共实现营业收入 19723.42 亿元，同比减少 21.01%。

2009 年，公司期间费用为 7689.71 万元，同比增长 7.99%，主要来自管理费用的增加。

公司期间费用率为 22.16%，较上年上升 4.42 个百分点。

由于营业成本出现相对较快降幅，2009 年公司利润总额同比上涨 20.63%，为 1087.14 万元。2010 年 1-6 月公司利润总额为 637.86 万元，基本维持上年同期水平。

2008~2009 年，由于税收加计扣除等因素，实际公司已交所得税未能在年终报表中反映。

从盈利指标来看，2009 年公司营业利润率和净资产收益率分别为 24.52%和 3.15%，较上年有所改善；同期，公司总资本收益率为 4.20%，基本维持上年水平。2010 年上半年公司营业利润率为 22.01%，较上年略有下滑。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2009年由于公司营业收入下降，销售商品、提供劳务收到的现金减少，经营活动产生的现金流量净额同比下滑，为 1221.51万元，公司经营获现能力下降。

投资活动方面，2009年公司投资规模有所增加，购建固定资产、无形资产等支付的现金同比增长，投资活动现金流量净流出较2008年有所上升。

2009年公司筹资活动前产生的现金流量净额缩减，为720.45万元，经营活动现金流量净额基本能够覆盖公司投资活动。

筹资活动方面，2009年公司新增了借款并加大了债务偿还的力度，筹资活动产生的现金流量净流出为2772.91万元。

2010年1-6月，公司现金收入比有所下降，经营活动产生的现金流量净额为-1875.36万元；投资活动方面，公司上半年投资规模继续加大，投资活动现金流量净流出为3622.64万元；筹资活动方面，公司新取得借款6820.00万元，筹资

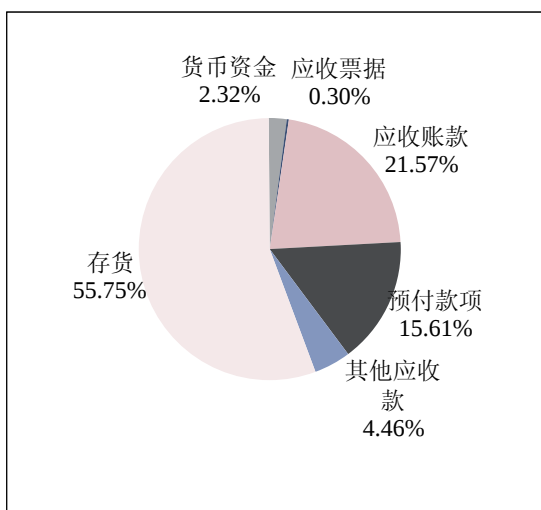
活动产生的现金流量净额为5855.76万元。

3. 资本及债务结构

截至2009年底，公司资产总额为58280.39万元，其中，流动资产占比63.65%，非流动资产占比36.35%，流动资产占比继续增加。

截至2009年底，公司流动资产以应收账款和存货为主，具体参见图1。

图1 截至2009年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至2009年底，公司应收账款为8000.67万元，较上年减少14.77%，账龄在1年以内的占比76%，1-2年的占比9%，2-3年的占比11%。公司共计提坏账准备40.20万元。公司应收账款周转率为3.99次，周转效率一般，且公司基本维持3个月的信用政策，因此应收账款将维持一定规模。

截至2009年底，公司存货为20682.19万元，较上年增长30.70%，主要原因是用于生产手机的原材料库存快速增长。公司存货周转率为1.43次，周转效率一般。截至2010年6月底，公司存货依然维持较大金额，手机行业竞争激烈，手机市场仍待进一步扩大，公司面临一定库存压力。

截至2009年底，公司非流动资产以固定资产为主。公司固定资产主要是房屋建筑物，成新率为89.34%。公司长期待摊费用主要系新产

品开发领料和新产品手机入网检测费。

截至2010年6月底，公司非流动资产中在建工程较上年底大幅增长，主要系新工业园的建设。其余各项变化不大。

截至2009年底，公司所有者权益为34532.96万元，其中实收资本占比57.92%，资本公积占比1.39%，盈余公积占比4.41%，未分配利润占比36.28%，所有者权益稳定性一般。

截至2010年6月底，公司所有者权益及构成没有实质变化。

截至2009年底，公司负债总额为23747.43万元，流动负债占比37.02%，非流动负债占比62.98%。

截至2009年底，公司应付票据为1745.19万元，主要系银行承兑汇票，由于结算方式变化，应付票据快速增加。

截至2009年底，公司应付账款为4084.49万元，较上年增长12.76%，主要系应付东莞市旭日净化空调设备有限公司（饭堂空调设备）、四川长虹电器武汉销售分公司等的欠款，账龄在1年以内的占比56%，1-3年的占比22%，3年以上的占比22%。同期，公司预收账款为1558.61万元，较上年下降56.19%，主要内容是预收河南锦创实业、新疆宏润达电讯等公司的保证金。

截至2009年底，公司长期借款为10000.00万元，主要系2007年为增加流动资金周转，公司取得的抵押借款，期限3年。截至2010年6月底，由于公司业务增长，流动资金需求增加，短期借款较上年底增加6420.00万元；公司长期借款为9800.00万元，略有下降。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2009年底，公司流动比率、速动比率分别为421.95%和186.71%，较上年有所下降；2009年经营现金流流动负债比率为13.89%，较上年出现明显下滑；截至2010年6月底，由于短期借款和应付账款的增加，流动比率、速动比率指标有所下降，分别为240.61%和124.39%。考虑到公司流

流动资产中应收账款、存货占比大，周转效率不高，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2009 年公司 EBITDA 略有增加；全部债务/EBITDA 指标基本维持上年水平，为 2.94 倍；EBITDA 利息倍数提高，为 5.37 倍。整体看，公司长期偿债能力基本保持稳定。

5. 本期债券保障能力分析

公司等20家企业于2007年11月14日发行了总金额为10亿元，期限为5年的中小企业集合债券（“07深中小债”），其中公司发行5000万元（以下简称“本期债券”）。本期债券每年付息一次，分次还本，分别于2010年、2011年和2012年偿还本金2000万元、1500万元和1500万元，到期利息随本金一起支付。

2009 年公司 EBITDA 为 5751.72 万元，是本期债券的 1.15 倍，是待偿还本金总额和 2011 年、2012 年每年需偿还额的 1.92 倍和 3.83 倍，EBITDA 对本期债券及未偿还本金余额的保障能力尚可；截至 2010 年 6 月底，公司现金类资产为 1691.49 万元，为本期债券的 0.34 倍。总体上，目前公司对本期债券的保障能力一般。

截至 2010 年 6 月底，公司无对外担保情况。公司共获得银行授信额度 19228 万元，已全部使用。

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

附件 1 资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产:				
货币资金	2913.35	860.89	-70.45	1218.65
应收票据	167.84	110.00	-34.46	472.85
应收账款	9387.52	8000.67	-14.77	12394.85
预付款项	5342.33	5790.40	8.39	7070.36
其他应收款	2276.74	1653.74	-27.36	1911.22
存货	15823.67	20682.19	30.70	21551.78
流动资产合计	35911.44	37097.88	3.30	44619.70
非流动资产:				
长期股权投资	102.00	353.00	246.08	353.00
固定资产	15109.57	14370.89	-4.89	13824.22
在建工程	11.99	79.51	563.03	3645.45
无形资产	1568.59	1534.24	-2.19	1517.07
长期待摊费用	5456.70	4844.87	-11.21	4378.59
非流动资产合计	22248.86	21182.51	-4.79	23718.33
资产总计	58160.30	58280.39	0.21	68338.03
项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债:				
短期借款		200.00		6620.00
应付票据		1745.19		2282.70
应付账款	3622.41	4084.49	12.76	6953.84
预收账款	3557.91	1558.61	-56.19	1805.39
应付职工薪酬	298.91	317.41	6.19	697.04
应交税费	-69.24	-113.11	63.37	-149.01
应付利息	47.50	47.50		190.00
其他应付款	399.81	951.88	138.09	144.35
流动负债合计	7857.30	8791.96	11.90	18544.31
非流动负债:				
长期借款	12000.00	10000.00	-16.67	9800.00
应付债券	4857.17	4955.47	2.02	4963.23
非流动负债合计	16857.17	14955.47	-11.28	14763.23
负债合计	24714.47	23747.43	-3.91	33307.53
所有者权益:				
实收资本(或股本)	20000.00	20000.00		20000.00
资本公积	479.76	479.76		479.76
盈余公积	1436.68	1523.66	6.05	1523.66
未分配利润	11529.38	12529.55	8.67	13027.08
归属于母公司所有者权益合计	33445.83	34532.96	3.25	35030.49
所有者权益合计	33445.83	34532.96	3.25	35030.49
负债和所有者权益总计	58160.30	58280.39	0.21	68338.03

附件 2 利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 月
一、营业收入	40148.28	34706.15	-13.56	19723.42
减：营业成本	32480.76	26167.43	-19.44	15363.49
营业税金及附加	51.87	28.28	-45.48	19.76
销售费用	1304.12	1280.08	-1.84	532.09
管理费用	4514.54	5333.41	18.14	2648.10
财务费用	1301.88	1076.23	-17.33	522.16
二、营业利润	495.12	820.73	65.76	637.82
加：营业外收入	422.31	276.87	-34.44	21.17
减：营业外支出	16.19	10.46	-35.36	21.13
三、利润总额	901.24	1087.14	20.63	637.86
减：所得税费用				140.33
四、净利润	901.24	1087.14	20.63	497.53

附件 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 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	46216.02	37867.99	-18.06	17626.62
收到的税费返还	2483.38	928.33	-62.62	624.19
收到其他与经营活动有关的现金	1337.69	4779.18	257.27	4685.34
经营活动现金流入小计	50037.09	43575.51	-12.91	22936.15
购买商品、接受劳务支付的现金	37688.15	32751.05	-13.10	19630.51
支付给职工以及为职工支付的现金	3274.37	3128.38	-4.46	1606.99
支付的各项税费	385.90	175.99	-54.39	379.47
支付其他与经营活动有关的现金	4656.03	6298.57	35.28	3194.54
经营活动现金流出小计	46004.44	42354.00	-7.93	24811.51
经营活动产生的现金流量净额	4032.65	1221.51	-69.71	-1875.36
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				
投资活动现金流入小计				
购建固定资产、无形资产等支付的现金	250.26	501.06	100.22	3622.64
投资活动现金流出小计	250.26	501.06	100.22	3622.64
投资活动产生的现金流量净额	-250.26	-501.06	100.22	-3622.64
三、筹资活动产生的现金流量:				
取得借款收到的现金		12200.00		6820.00
筹资活动现金流入小计		12200.00		6820.00
偿还债务支付的现金	2500.00	14000.00	460.00	600.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1336.23	972.91	-27.19	364.24
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	3836.23	14972.91	290.30	964.24
筹资活动产生的现金流量净额	-3836.23	-2772.91	-27.72	5855.76
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	-53.84	-2052.46	3712.26	357.76

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：			
净利润	901.24	1087.14	20.63
加：资产减值准备			
固定资产折旧及其他	1769.80	1267.14	-28.40
无形资产摊销	34.35	31.48	-8.33
长期待摊费用摊销	1682.30	2294.75	36.41
处置固定资产、无形资产等损失			
固定资产报废损失	1336.23		-100.00
公允价值变动损失			
财务费用		972.91	
存货的减少	-3178.88	-4858.51	52.84
经营性应收项目的减少	-644.84	1664.30	-358.10
经营性应付项目的增加	2132.44	-1237.70	-158.04
经营活动产生的现金流量净额	4032.65	1221.51	-69.71

附件 4 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	4.10	3.93	--
存货周转次数(次)	2.28	1.43	--
总资产周转次数(次)	0.71	0.60	--
现金收入比(%)	115.11	109.11	89.37
盈利能力			
营业利润率(%)	18.97	24.52	22.01
总资本收益率(%)	4.35	4.20	--
净资产收益率(%)	2.69	3.15	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	33.51	30.22	29.65
全部债务资本化比率(%)	33.51	32.86	40.32
资产负债率(%)	42.49	40.75	48.74
偿债能力			
流动比率(%)	457.05	421.95	240.61
速动比率(%)	255.66	186.71	124.39
经营现金流流动负债比(%)	51.32	13.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.41	5.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.97	2.94	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.22	0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.94	0.67	--

注：2010 年 6 月数据未经审计。

跟踪评级公告

联合[2010] 682 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳宝德科技集团股份有限公司主体长期信用等级为A⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十一月十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

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: 2010年11月15日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	10 年 6 月
现金类资产(亿元)	1.89	3.23	3.03
资产总额(亿元)	7.60	10.81	13.31
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	3.73	4.09	5.28
短期债务(亿元)	1.18	4.43	3.67
全部债务(亿元)	2.45	6.16	5.41
营业收入(亿元)	8.11	8.05	4.13
利润总额(亿元)	0.40	0.37	1.22
EBITDA(亿元)	0.71	0.69	--
经营性净现金流(亿元)	0.10	0.62	-0.65
营业利润率(%)	10.85	10.32	11.26
净资产收益率(%)	9.82	7.27	--
资产负债率(%)	50.95	62.15	60.30
全部债务资本化比率(%)	39.64	60.09	50.58
流动比率(%)	211.99	156.77	137.41
全部债务/EBITDA(倍)	3.47	8.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.04	4.12	--
经营现金流/流动负债(%)	3.89	12.55	--

注: 公司 2010 年 6 月数据未经审计。

分析师

赵 明

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 深圳宝德科技集团股份有限公司(以下称“公司”)在服务器行业整体需求放缓的大背景下, 整体经营保持稳定, 同时仍保持了较好的盈利水平。公司投资的深圳市中青宝网网络科技有限公司2010年2月在深圳创业板上市, 公司获取了大规模的投资收益。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时也关注到公司债务规模增长, 债务负担加重等因素对公司未来发展可能带来的不利影响。

国际金融危机对服务器市场需求的影响逐渐减弱, 行业需求有望出现恢复性增长, 作为国内服务器三强企业, 公司研发能力较强, 分销业务稳定, 市场前景广阔。

综合考虑, 联合资信维持公司的A⁻的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 在服务器行业需求增幅放缓的背景下, 公司收入和利润规模基本稳定。
2. 公司继续保持国内品牌第三的位置, 与合作伙伴关系良好, 研发能力较强。
3. 公司投资的深圳市中青宝网网络科技有限公司 2010 年 2 月在深圳创业板上市, 公司获取大规模的投资收益。

关注

1. 服务器市场竞争日趋激烈, 公司整体产品毛利率略有下滑。
2. 公司债务规模增长较快, 债务负担加重。

一、企业基本情况

深圳宝德科技集团股份有限公司（以下称“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，2002 年 12 月公司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。公司实际控制人为李瑞杰、张云霞夫妇。截至 2010 年 6 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 2009 年底，公司资产总额 108088.06 万元，所有者权益 40909.19 万元；2009 年公司实现营业收入 80483.73 万元，利润总额 3720.70 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司资产总额 133090.66 万元，所有者权益 52837.00 万元；2010 年 1~6 月公司实现营业收入 41328.35 万元，利润总额 12162.17 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；法定代表人：李瑞杰。

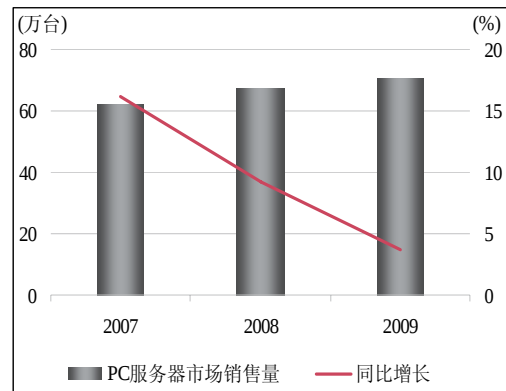
二、经营管理分析

1. 经营分析

2009 年由于金融危机的影响，全球服务器的需求增长出现了一定程度的放缓。得益于中国政府四万亿的投资刺激，政府支出和企业扩大投入加大，中国服务器市场持续增长。同时通信运营商基于 3G 时代业务的对基础架构的整合以及金融服务领域的多元化发展都对服务器市场产生新的需求，服务器市场需求在 2009 年前半年出现短暂低迷之后有所回升。据赛迪顾问数据调研显示，2009 年中国 PC 服务器市场总体销售量规模为 70.27 万台，同比增长 3.7%，继续保持增长趋势，但是增速有所放缓

（见图 1）；2009 年中国 PC 服务器市场总体销售额规模为 130.42 亿元，同比增长 5.8%。目前在中国的服务器厂商主要有 HP、Dell、IBM、浪潮、联想、宝德和曙光。

图 1 2009 年中国 PC 服务器市场销售情况



资料来源：赛迪顾问

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。

公司主营业务包括服务器生产销售、IT 产品的代理分销以及服务器租赁。公司 2009 年实现营业收入 80483.73 万元，与上年的 81127.08 万元相比基本稳定。目前分销业务和服务器销售仍是公司最主要经营业务，但是受金融危机影响，分销业务有所下滑（见表 1）。

由于服务器市场竞争加剧，公司服务器销售毛利率有所下滑。但公司对产品研发投入增加，使公司在价格竞争的基础上提升其附加值，包括节能降耗等，并成立了软件公司用于提升产品软件配套及解决方案的能力，相应服务器、软件总体销售收入基本稳定。

表 1 公司 2009 年主营业务收入构成

项 目	主营业务收入(万元)		毛利率(%)	
	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年
服务器、软件销售	27458.13	25088.85	20.6	21.2
服务器租赁	161.26	253.82	-1.5	30.40
配件分销	52634.26	55745.61	4.6	6.10
其他业务收入	230.08	38.80	--	--
合计	80483.73	81127.08	10.0	10.8

资料来源：公司审计报告

针对激烈的市场竞争，公司依托传统的IPDC、HPC、合作伙伴、政府和教育传统市场，充分发挥亚直销和定制的优势，和合作伙伴充分沟通深度合作，根据大客户根据用户需求定制产品，在数字电视、视频监控、网络安全、交通、军工等行业取得较大进展。

在研发以及市场推广方面，随Intel的XEON 5500系列新产品推出，公司系列服务器产品随之完成了更新换代，并进行了较大规模的新产品的推广和技术交流活动，扩大了公司的市场影响力，也获得了较多的市场机会。

2010年以来全球经济呈现回暖趋势，企业对未来预期信心增强，加大了对信息化建设及更新换代的投入，益于市场的回暖和公司持续加大的投入，公司服务器出现了良好的销售态势。

2010年1~6月，公司实现营业收入41328.35万元，较去年同期的26001.49万元大幅增长。2010年1~6月，公司实现利润总额12162.17万元，较上年同期的2096.60万元大幅增长，其中投资收益10348.11万元（公司投资的深圳市中青宝网网络科技有限公司2010年2月在深圳创业板上市，目前60日均价格为21.86元，2010年6月底公司持股1989万股，占股15.3%），扣除投资收益影响，公司实现利润总额1814.06万元，与上年同期相比基本稳定。

目前宝德服务器在中国国内服务器市场中全品牌排名第六，国产品牌排名第三，市场占有率约为7%，是国产高端数据存储产品和国产品牌服务器供应商三强之一，排名仅次于浪潮、联想。

三、募集资金使用情况

2007年公司发行企业债7000万元（以下简称“本期债券”），其中2500万元用于宝德科技工业园建设，3200万元用于存储以及网络产品生产基地项目，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，存储及网络产品生

产基地项目尚未启动。

四、财务分析

公司提供的2009年财务报表已经中勤万信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2010年1~6月的会计报表未经审计。

截至2009年底，公司资产总额108088.06万元，所有者权益40909.19万元；2009年公司实现营业收入80483.73万元，利润总额3720.70万元。

截至2010年6月底，公司资产总额133090.66万元，所有者权益52837.00万元；2010年1~6月公司实现营业收入41328.35万元，利润总额12162.17万元。

1. 盈利能力

公司2009年实现营业收入80483.73万元，与上年的81127.08万元相比基本稳定，公司各项收入毛利率略有下降，相应2009年公司总体营业利润率为10.32%，较上年的10.85%略有下滑。公司2009年净利润为3720.70万元，与2008年的4000.34万元相比基本稳定。2010年1~6月，公司实现营业收入41328.35万元，较去年同期的26001.49万元大幅增长，其中由于投资的深圳市中青宝网网络科技有限公司2010年2月在深圳创业板上市，公司获得投资收益10348.11万元，相应2010年1~6月实现利润总额12162.17万元，较上年同期的2096.60万元大幅增长。

2. 现金流及保障

2009年公司销售收入规模基本稳定，2009年现金收入比为111.80%，与上年的117.55%略有下降，总体看，公司收入实现质量较好。2009年公司实现经营活动现金流入91144.12万元，规模略有下降，经营活动产生现金净额则由上年的1006.81万元上升为6204.33万元。

公司由于加大了对天津宝德科技广场北

方（总部）销售中心等项目的投入，投资活动现金流出 10386.80 万元，表现为较大的净流出。公司债务规模略有增长，相应筹资活动现金流仍表现为净流入。

2010 年上半年，公司增加了备货，相应对元器件的采购增加，2010 年 1~6 月，公司实现经营活动现金流入 43405.84 万元，经营活动产生的现金流量净额为 -6507.81 万元。由于增加对深圳市潮商小额贷款有限公司的投资，2010 年 1~6 月，公司投资活动现金流出为 6441.89 万元，公司筹资活动仍较频繁，2010 年 1~6 月筹资活动流入现金为 26707.11 万元。

总体看，公司经营活动现金流状况有所改善，投资活动仍然较大。

3. 资本及债务结构

公司资产规模增长较快，2010 年 6 月底为 83094.22 万元，其中流动资产占比 64.58%，非流动资产占比 35.42%，资产结构中非流动资产占比有所上升。从资产内部构成看，货币资金和应收账款仍是公司流动资产的最主要构成部分，2009 年底，公司应收账款为 25331.22 万元，占流动资产的 32.68%。由 IT 产品的特性，公司应收账款规模较大，主要为合作伙伴经销商的货款，但是账龄均较短，其中 59.66% 在 3 个月以内。2010 年 6 月底，公司应收账款规模略有增长，为 26482.64 万元。

公司 2010 年 6 月底存货为 21639.15 万元，规模大幅增长，主要是随着销售增长公司增加了元器件备货。2010 年 6 月底，公司长期投资为 18698.78 万元，增长幅度大，主要是对深圳市中青宝网络科技股份有限公司和深圳市潮商小额贷款有限公司的投资。

跟踪期内，公司固定资产规模基本稳定，而随着宝德科技工业园投入的增加在建工程增长较快。公司 2010 年 6 月底无形资产为 7007.86 万元，增加幅度大，主要是采购了部分软件系统。

由于公司继续保持盈利，相应所有者权益

稳定增长，同时由于投资的深圳市中青宝网络科技股份有限公司 2010 年 2 月在深圳创业板上市，公司所获投资收益规模大。2010 年 6 月底公司所有者权益为 51241.79 万元，从归属于母公司的所有者权益看，未分配利润规模增长迅速并且比重逐年增大（2010 年 6 月，未分配利润规模为 24339.03 万元，占归属于母公司所有者权益合计的 47.50%），公司所有者权益稳定性一般。

从负债规模看，由于银行借款增加，2010 年 6 月底公司负债合计为 80253.66 万元，全部有息债务为 54076.29 万元，其中短期债务 36725.32 万元（全部为短期借款），长期债务 17350.97 万元（企业债和长期借款），相应公司资产负债率和全部债务资本化比率为 60.30% 和 50.58%，公司有息债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司 2010 年 6 月底流动比率和速动比率分别为 137.41% 和 102.82%，公司流动资产以货币资金、存货和应收账款为主，并且变现能力强，相应短期偿债能力仍然处于较好水平。从长期偿债指标看，2009 年公司 EBITDA 为 6937.70 万元，与上年的 7050.89 万元基本稳定。公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.12 倍和 8.88 倍，由于债务规模增长，相应偿债指标下降。总体看，公司对全部债务能力保护能力一般。

从对本期债券的保障来看，2009 年公司实现经营活动现金流入 91144.12 万元，EBITDA 为 6937.70 万元，分别是本期债券额度的 13.02 倍和 0.99 倍。截至 2010 年 6 月底，公司现金类资产为 30327.04 万元，是本期债券额度的 4.33 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力较强。

2007 年，公司参与发行了“07 深中小债”，发行额度为 7000 万元，期限为 5 年。根据发行条款约定，公司将从第 3 年（2010 年）开始，

按 40%、30%和 30%的比例逐年归还本金。公司已于 2010 年 11 月 14 日偿还了第一期债券本金 2800 万元，2011 年和 2012 年还将分别偿还债券本金 2100 万元。2009 年，公司 EBITDA 为 6937.70 万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的 1.65 倍和 3.30 倍，公司 EBITDA 对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至 2010 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2010 年 6 月底，公司在各商业银行获得授信总额度 56231 万元，其中未使用额度 9006 万元，公司间接融资渠道较通畅，同时公司为香港创业板上市公司，直接融资渠道通畅。

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

附件 1 2008~2010 年 6 月底合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	18770.66	32144.08	71.25	30277.04
交易性金融资产				
短期投资				
应收票据	119.42	153.91	28.88	
应收账款	23243.96	25331.22	8.98	26482.84
预付款项	581.38	6356.05	993.27	3820.79
应收利息				
应收股利				
其他应收款	3352.34	3143.96	-6.22	3612.56
存货	8803.49	10379.36	17.90	21639.15
应收补贴款				65.01
其他流动资产	30.06	7.08	-76.43	7.72
流动资产合计	54901.32	77515.65	41.19	85955.12
非流动资产：				
可供出售金融资产				
长期股权投资				
长期应收款				
长期股权投资	3365.06	3973.21	18.07	18698.78
股权分置流通权				
投资性房地产				
固定资产	9266.72	9696.28	4.64	9655.91
在建工程	2328.14	10099.26	333.79	11619.46
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	5993.36	3053.46	-49.05	7007.86
开发支出		3594.87		
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	158.94	155.33	-2.27	153.53
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	21112.22	30572.40	44.81	47135.55
资产总计	76013.54	108088.06	42.20	133090.66

附件 2 2008~2010 年 6 月底合并资产负债表（负债和所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	11766.81	25112.64	113.42	36725.32
交易性金融负债				
应付票据	23.25	19169.98	82349.14	0.00
应付账款	7561.70	554.66	-92.66	18594.16
预收款项	849.48	107.39	-87.36	2304.00
应付职工薪酬	19.88	3699.16	18504.67	106.76
应交税费	3791.02			3434.24
应付利息				
应付股利	819.69	151.69	-81.49	123.55
其他应付款	631.04	254.92	-59.60	1146.21
预提费用				120.02
其他流动负债	435.61	394.27	-9.49	0.03
流动负债合计	25898.49	49444.72	90.92	62554.29
非流动负债：				
长期借款	6000.00	10500.00	75.00	17350.97
应付债券	6698.84	6812.11	1.69	
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债	129.90	422.04	224.89	348.40
递延税款贷项				
其他非流动负债				
非流动负债合计	12828.74	17734.14	38.24	17699.37
负债合计	38727.23	67178.87	73.47	80253.66
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	22575.00	22575.00	0.00	22575.00
资本公积	1601.28	2081.28	29.98	480.00
盈余公积	3488.71	3847.80	10.29	3847.76
未确认投资损失				
未分配利润	8402.00	10835.27	28.96	24339.03
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	36066.99	39339.35	9.07	51241.79
少数股东权益	1219.33	1569.85	28.75	1595.21
所有者权益合计	37286.31	40909.19	9.72	52837.00
负债和所有者权益总计	76013.54	108088.06	42.20	133090.66

附件 3 2008~2010 年上半年合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 月
一、营业收入	81127.08	80483.73	-0.79	41328.35
减：营业成本	72305.92	72157.93	-0.20	36658.33
营业税金及附加	20.84	16.36	-21.49	14.46
销售费用	2575.48	2583.27	0.30	1259.18
管理费用	3012.03	2881.71	-4.33	1054.38
财务费用	99.83	1854.47	1,757.71	829.92
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）	385.28	828.50	115.04	10348.11
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）	3498.25	1818.48	-48.02	11860.19
加：营业外收入	682.71	1912.93	180.20	310.37
减：营业外支出	180.63	10.71	-94.07	8.38
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	4000.34	3720.70	-6.99	12162.17
减：所得税费用	337.11	746.71	121.51	84.51
加：未确认的投资损失				
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	3663.23	2973.99	-18.82	12077.66
其中：归属于母公司所有者的净利润	3339.36	2757.47	-17.43	11878.95
少数股东损益	323.88	216.52	-33.15	198.72

附件 4 2008~2010 年上半年合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 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	95361.05	89978.86	-5.64	43106.65
收到的税费返还	365.11	1000.68	174.08	299.19
收到其他与经营活动有关的现金	4672.42	164.58	-96.48	0.00
经营活动现金流入小计	100398.58	91144.12	-9.22	43405.84
购买商品、接受劳务支付的现金	90777.57	80413.83	-11.42	38790.24
支付给职工以及为职工支付的现金	1567.54	2293.85	46.34	1361.28
支付的各项税费	414.81	919.68	121.71	479.84
支付其他与经营活动有关的现金	6631.85	1312.42	-80.21	9282.28
经营活动现金流出小计	99391.77	84939.78	-14.54	49913.65
经营活动产生的现金流量净额	1006.81	6204.33	516.24	-6507.81
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		281.25		306.00
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				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计		281.25		306.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6448.91	10386.80	61.06	1753.89
投资支付的现金	500.00			4688.00
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	6948.91	10386.80	49.47	6441.89
投资活动产生的现金流量净额	-6948.91	-10105.55	45.43	-6135.89
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	38074.89	32725.91	-14.05	26707.11
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	38074.89	32725.91	-14.05	26707.11
偿还债务支付的现金	28481.46	13766.81	-51.66	15094.43
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1036.18	1684.47	62.57	836.02
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	29517.64	15451.28	-47.65	15930.45
筹资活动产生的现金流量净额	8557.25	17274.63	101.87	10776.67
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	2615.15	13373.42	411.38	-1867.03
加: 期初现金及现金等价物余额	16155.51	18770.66	16.19	
六、期末现金及现金等价物余额	18770.66	32144.08	71.25	-1867.03

附件 5 2008~2009 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	3339.36	2973.99	-10.94
减: 未确认的投资损失			
加: 资产减值准备	-901.95	-1321.98	46.57
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	328.89	347.28	5.59
无形资产摊销	968.33	1181.64	22.03
长期待摊费用摊销	6.46	3.61	-44.07
待摊费用减少	-194.53		
预提费用增加	-108.76		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“一”号填列)		22.98	
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)		-41.34	
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)			
财务费用(收益以“一”号填列)	1036.18	1684.47	62.57
投资损失(收益以“一”号填列)	-597.78	-828.50	38.60
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)	-121.85		
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)		422.04	
存货的减少(增加以“一”号填列)	-2241.38	-1575.86	-29.69
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	3715.54	-7665.05	-306.30
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	-3901.34	10200.40	-361.46
其他	-320.36	800.67	-349.93
经营活动产生的现金流量净额	1006.81	6204.33	516.24

附件 6 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.30	3.29	--
存货周转次数(次)	9.20	7.52	--
总资产周转次数(次)	1.13	0.87	--
现金收入比(%)	117.55	111.80	104.30
盈利能力			
营业利润率 (%)	10.85	10.32	11.26
总资本收益率(%)	8.76	4.54	--
净资产收益率(%)	9.82	7.27	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	25.41	29.74	24.72
全部债务资本化比率(%)	39.64	60.09	50.58
资产负债率(%)	50.95	62.15	60.30
偿债能力			
流动比率(%)	211.99	156.77	137.41
速动比率(%)	177.99	135.78	102.82
经营现金流动负债比(%)	3.89	12.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.04	4.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.47	8.88	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.24	-0.06	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.40	-2.32	--
现金偿债倍数(倍)	2.70	4.61	4.33
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	14.34	13.02	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.14	0.89	--

注：公司从 2008 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2010 年上半年数据未经审计。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 683 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市驰源实业有限公司主体长期信用等级为BBB⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十一月一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市驰源实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: BBB⁻ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2010 年 11 月 1 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年
现金类资产(万元)	10829.11	17038.89
资产总额(万元)	62610.22	76811.03
所有者权益(万元)	22801.47	24180.03
短期债务(万元)	2736.48	4000.00
全部债务(万元)	7279.23	8542.75
营业收入(万元)	103580.32	129684.68
利润总额(万元)	2935.62	1634.78
EBITDA(万元)	6957.24	4532.01
经营性净现金流(万元)	8960.75	6170.50
营业利润率(%)	5.06	7.42
净资产收益率(%)	12.16	5.70
资产负债率(%)	64.72	68.52
全部债务资本化比率(%)	24.79	26.11
流动比率(%)	117.98	118.35
全部债务/EBITDA(倍)	1.05	1.88
EBITDA 利息倍数(倍)	11.37	8.77
经营现金流负债比(%)	24.90	12.83

分析师

王立婷

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 受益于中国经济的企稳回升及国内市场的开拓, 深圳市驰源实业有限公司(以下简称“公司”)资产及收入规模保持增长, 主导产品的市场占有率进一步提升, 但受经营业务划转而带来的期间费用增加的影响, 公司盈利状况有所下滑。目前, 公司有息债务负担较轻, 现金类资产较为充足, 整体的偿债能力保持在适宜水平。

公司作为中国内地最大的 PC 电源生产企业, 具有较高的市场占有率和品牌知名度, 在行业中拥有较强的竞争力。未来, 随着下属子公司经营业务的逐步划转, 公司盈利能力将进一步增强。

综上, 联合资信维持公司 BBB⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为中国内地最大的 PC 电源生产企业, 具有较高的市场占有率和品牌知名度, 在行业中拥有较强的竞争力。
2. 跟踪期内, 公司资产和收入规模有所增长, 经营情况向好。
3. 公司现金类资产充足。

关注

1. 公司作为关联单位的购销平台, 为关联企业代购代销的电子元器件, 经营及盈利受关联交易影响大。
2. 跟踪期内, 公司债务规模呈上升趋势, 债务水平有所提高。

一、企业概况

深圳市驰源实业有限公司（以下简称“公司”）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 2009 年底公司注册资本为 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。

公司经营范围：生产计算机、仪器仪表及其相关电子元器件；计算机软件的技术开发、销售。目前公司的主营业务主要为电源供应器和电源系统的开发、设计、制造和销售。

公司本部下设运营管理部、综合管理部、行政部、人力资源部、物业管理部、资材中心等 6 个职能部门，截至 2009 年底，公司拥有直接投资控股子公司 4 家。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额为 76811.03 万元，所有者权益 24180.03 万元，其中少数股东权益为 7417.62 万元；2009 年，公司实现营业收入 129684.68 万元，实现利润总额 1634.78 万元。

公司注册地址：深圳市龙岗区坂田道雪象村中浩工业城内航嘉工业园 1 号厂房 2 楼；法定代表人：罗文华。

二、生产经营

1. 经营状况

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 电源及其他设备电源系统等。

近年来，全球 PC 市场（包括台式 PC、笔记本电脑和 PC 服务器）整体呈现平稳增长态势，但从 2008 年四季度开始，随着金融危机影响逐步扩散至实体经济，全球范围内个人和商业用户 PC 需求出现缩减，根据 IDC 数据，2008 年全球个人电脑出货量同比增长 10.7%。2009 年上半年，全球 PC 市场仍呈现持续下滑的态势，根据 Gartner 数据 2009 年 1~6 月全球 PC

出货量同比减少 4.4%，但从三季度开始，国家采取一系列行业扶持刺激政策，同时“暑期促销季”、“十一黄金周”两大销售旺季，PC 行业整体销售量大幅提升。根据 IDC 发布的 2009 年全球 PC 市场情况的报告，2009 年全球 PC 出货量同比增长 2.3%。2010 年，受益于全球经济的企稳及消费市场的回暖，PC 行业在 Windows7 及上网本等软件及硬件更新的带动下迅速扭转销售下滑的局面，根据 Gartner 数据，2010 年全球 PC 出货量将达 3.678 亿台，较 2009 年的 3.083 亿台增长 19.2%。其中中国国内的 PC 市场整体表现好于全球市场，根据 IDC2010 年第一季度中国商用 PC 市场相关研究结果，2010 年中国商用 PC 市场总出货量有望达到 3250 万台，同比增长约为 24.8%，其中将有 1595 万台商用 PC 出货量来自 4~6 级市场，约占整体商用 PC 市场的 49.1%，成为 PC 出货量主要增长动力。在行业毛利率方面，随着计算机整机产品成熟的不断提升，产品同质化日益严重，业内价格战日趋激烈，行业整体毛利率呈持续下滑局面，行业整体的经营压力加大。

2009 年公司实现营业收入 129684.68 万元，同比增长 25.20%，目前电子元器件和 PC 电源及机箱配件业务是公司主要的收入来源，2009 年的占比分别为 54.11%和 39.86%。目前，在产品销售方面，公司存在大量关联交易，2009 年关联交易占营业收入比例达到 50%以上，绝大多数来自电子元器件业务，主要是公司作为关联单位的购销平台，为关联企业代购代销的电子元器件。

目前，PC 电源/机箱配件业务是公司主要的利润来源，2009 年公司 PC 电源/机箱配件业务共实现营业收入 51689.33 万元，同比增长 22.97%，其中 60%为 PC 类电源，20%为适配器和充电器，12%为 PC 机箱。在国内 PC 市场需求回暖的背景下，公司 PC 电源/机箱配件业务的毛利率也由上年的 9.46%回升至 10.56%。

表1 2008~2009年公司收入构成及毛利率情况

	2008年	2009年
主营业务收入(万元)		
电子元器件	58432.74	70174.11
PC电源/机箱配件	42034.26	51689.33
委托加工及其他	3113.37	7771.978
毛利率(%)		
电子元器件	1.71	6.36
PC电源/机箱配件	9.46	10.56
委托加工及其他	12.07	-2.27

资料来源：公司提供

公司下属的子公司深圳市航嘉驰源电气股份有限公司(以下简称“航嘉电气”)自2007年准备上市以来,其主营业务收入逐步纳入公司合并报表,但由于其两个主要供应商华为、中兴的资格认证问题,其相关业务实现的收入自2010年5月起纳入公司合并报表。未来,随着以该主要供应商为销售对象而实现的营业收入的逐步纳入,公司盈利能力将进一步提升。

表2 近年航嘉电气对主要供应商销售额

(单位:万元)

供应商名称	2008年	2009年	2010年1-6月
中兴	2625.07	3556.99	1130.32
华为	3715.55	5497.30	657.88
合计	6340.61	9054.29	1788.20

资料来源：公司提供

在原材料采购方面,由于开关电源、适配器等IT部件市场竞争十分激烈,其金属原材料价格的变动对公司产品价格及盈利情况影响较大。公司密切跟踪研究电子信息产品的价格趋势,加强内部管理,不断降低成本,提高竞争力,增强对产品对价格波动风险的抵御能力。公司持续随时关注全球金属网与相关信息网的期货、现货市场行情价格走势,利用相关市场手段,尽量提前锁定原材料成本,同时通过与相关金属原料加工厂商签订长期合作协议,控制相关成本,向产品部门推荐合适的国产物料来替换进口料,以达到降低采购成本和缩短采购周期的效果。

2. 募投项目

公司于2007年发行4500万元企业债券,所募资金全部投向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生产线,截至2008年底该项目已完工投产。

总体看,2009年公司收入规模保持增长,但受销售费用和管理费用增幅较大的影响,公司盈利状况有所下滑。公司作为中国内地最大的PC电源生产企业,具有较高的市场占有率和品牌知名度,在行业中拥有较强的竞争力,未来受益于PC市场的持续发展以及子公司经营业务的逐步划转带来的稳定收入,公司有望保持较为平稳的经营状况。

三、财务分析

公司提供的2009年财务报表已由深圳市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。以下财务分析以2008年和2009年财务数据为主。

1. 盈利能力

2009年,随着国内经济的企稳回升,公司国内市场需求有所增长,同时,公司新增多家OEM客户,出货量保持了较快增长,得益于此,全年公司实现营业收入129684.68万元,同比增长25.20%,其中电子元器件和PC电源/机箱配件业务的收入增速分别为20.09%和22.97%,合计占营业收入93.97%。

目前,公司的收入构成中为关联企业代销代购电子元件占比较大,近年占比均在50%以上,公司目前的关联交易均采用协议定价,2009年受国内市场需求旺盛影响,公司毛利率水平有所提升,营业利润率由上年的5.16%提升至7.54%,其中PC电源/机箱配件的毛利率由上年的9.46%上升为10.56%,电子元器件业务毛利率由上年的1.71%变化为6.36%。

2009年公司实现营业利润1509.43万元,

同比减少了 40.74%，主要是由于销售费用和管理费用增幅较大。公司下属的子公司航嘉电气自 2007 年准备上市以来，其销售费用和管理费用跟随经营业务逐步纳入公司合并报表，但由于其主要客户对其代理商资格的认定问题，其营业收入和利润自 2010 年 5 月起纳入公司合并报表，故公司 2009 年以销售和管理费用为主的期间费用增幅较大。2009 年，公司资产减值准备为 552.26 万元，主要是下属子公司计提的坏账准备。2009 年，公司分别实现利润总额和净利润 1634.78 万元和 1378.55 万元，同比分别减少 44.31% 和 48.69%，盈利指标较上年也有所下滑，2009 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.79% 和 5.70%。

2. 现金流及保障

2009 年公司销售商品和提高劳务收到的现金为 117422.99 万元，较上年减少 7.42%，主要是由于公司应收账款规模扩大所致。受此影响，2009 年公司现金收入比率由上年的 122.45% 下降到 90.54%，整体的收入实现质量有所下降。2009 年公司经营活动产生的现金流入合计 124052.77 万元，同比减少 17.32%，其中收到其他与经营活动有关的现金主要以内部往来款为主。2009 年公司经营性现金净流入量同比减少 31.14%，共计 6170.50 万元。

2009 年，公司投资活动产生的现金流入及流出规模较小，其中投资活动产生的现金流出以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主。2009 年公司投资活动产生的现金净流出合计 3582.58 万元，较上年小幅减少。

公司筹资活动的现金流入主要来自银行借款，投资活动的现金流出主要用于偿还债务和股利分配。2009 年公司整体的筹资压力不大，债务规模有所下降，筹资活动产生的现金流净额表现为净流入，合计 934.02 万元。

总体看，2009 年受应收账款规模扩大影响，公司经营活动获现能力有所下降，但经营活动产生的净现金流能够覆盖投资支出。

3. 资本及债务结构

截至 2009 年底，公司资产合计 76811.03 万元，较上年末增长 21.30%，主要是受应收账款规模扩大的影响，资产构成中流动资产占比由上年的 67.80% 上升为 74.09%。

截至 2009 年，公司流动资产合计 56910.48 万元，同比增长 34.06%，主要以货币资金、应收账款和存货为主。截至 2009 年底公司应收账款合计 8072.06 万元，同比增长 283.44%，一方面是由于公司经营业务规模扩大引起的应收款项的增幅，另一方面是由于公司增加的客户规模较大，对公司货款的结算方式及账期控制力较强，其中以联想（北京）有限公司、方正科技集团苏州制造有限公司等前五名欠款单位的欠款比例达到 66.79%，欠款客户相对集中，但违约风险较低。截至 2009 年底，公司存货合计 23563.89 万元，存货规模较大，公司未对存货计提跌价准备，具有一定的跌价风险。截至 2009 年底，公司其他应收款为 7429.83 万元，基本为关联企业的往来款项，其中深圳市航嘉源投资管理有限公司及深圳市博士达焊锡制品有限公司与公司的往来款合计占公司全部其他应收账款的 67.39%。

截至 2009 年底，公司非流动资产合计 19900.55 万元，其构成及规模较上年底变动不大。公司的非流动资产以固定资产为主，截至 2009 年底，公司固定资产合计 18695.65 万元，较上年底减少 1.94%，累计折旧 5819.13 万元。

截至 2009 年底，公司所有者权益合计 24180.03 万元，较上年末增长 6.05%，主要来自少数股东权益增长；所有者权益构成中，实收资本占 41.36%，资本公积占 0.18%，盈余公积占 5.13%，未分配利润占 22.65%，少数股东权益占 30.68%，所有者权益稳定性适中。

2009 年，由于应付账款的增长，公司负债规模较上年增长 29.88%，截至 2009 年底合计 52631.01 万元，其中流动负债占 91.37%，非流动负债占 8.63%，流动负债占比较上年提升。2009 年公司流动负债增长 33.65%，截至 2009

年底为 48088.26 万元,构成主要以中短期借款、应付账款、应付职工薪酬和其他应收款为主。目前公司流动负债中应付账款规模较大,截至 2009 年底合计 30292.36 万元,较上年增长 23.18%,主要为应付的采购货款,其中 1 年以内的应付款占比为 99.09%;截至 2009 年底,公司其他应付账款为 11220.00 万元,较上年增长 60.66%,基本是与关联方的往来款。

公司非流动负债全部为应付债券,截至 2009 年底为 4542.75 万元,较上年保持稳定。

目前公司负债中有息负债占比较低,截至 2009 年公司债务总额合计 8542.75 万元,受短期借款增加影响,较上年末增长 17.36%。2009 年由于债务规模有所扩大,公司整体的负债水平和债务负担均有小幅增长降,2009 年末公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 26.11%和 68.52%。

总体看,公司整体的负债水平偏高,但其中应付账款占比较低,整体的债务负担保持在较低水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2009 年公司流动比率小幅上升,且流动资产中存货占比下降,公司速动比率较上年有所回落,截至 2009 年底公司流动比率和速动比率分别为 118.35%和 69.34%。2009 年受经营活动净流量减少和流动负债规模上升的影响,公司经营现金流动负债比下降至 12.83%。目前公司流动资产中存货占比较高,一定程度上影响了公司资产整体的流动性,但截至 2009 年底公司现金类资产合计 17038.89 万元,对公司短期有息负债具有较强的保障能力。总体看,公司短期偿债能力适宜。

2009 年,受盈利规模有所下滑影响,公司 EBITDA 较上年下降 34.86%,合计为 4532.01 万元。2009 年公司 EBITDA 利息保护倍数下降为 8.77 倍。2009 年公司债务规模略有扩大,公司全部债务/EBITDA 倍数由上年的 1.05 倍变化为 1.88 倍,EBITDA 对全部债务的保障程度有

所下降。总体看,目前公司长期偿债能力保持在适宜水平。

2009 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 1.37 倍和 1.01 倍,经营性现金流量净额和 EBITDA 对本期债券的保障程度较强。

2007 年,公司参与发行了“07 深中小债”,发行额度为 4500 万元,期限为 5 年。根据发行条款约定,公司将从第 3 年(2010 年)开始,按 40%、30%和 30%的比例逐年归还本金。公司已于 2010 年 11 月 14 日偿还了第一期债券本金 1800 万元,2011 年和 2012 年还将分别偿还债券本金 1350 万元。2009 年,公司 EBITDA 为 4532.01 万元,分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的 1.68 倍和 3.36 倍,公司 EBITDA 对未偿还本金余额的保障能力较强。

截至 2010 年 6 月底,公司合并口径下不存在对外担保事项;截至 2010 年 6 月底公司获得招商银行深圳分行授信额度 4000 万元,全部使用完毕。

综合考虑,联合资信维持公司 BBB 的主体长期信用级别,评级展望为稳定。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	10625.06	14542.43	36.87
交易性金融资产	14.03	13.15	-6.29
应收票据	190.02	2483.31	1206.89
应收账款	2105.19	8072.06	283.44
预付款项	2348.96	792.71	-66.25
应收利息			
应收股利	249.92		-100.00
其他应收款	934.49	7429.83	695.07
存货	25824.47	23563.89	-8.75
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产	159.33	13.10	-91.78
流动资产合计	42451.48	56910.48	34.06
非流动资产：			
可供出售金融资产			
持有至到期投资			
长期债权投资			
长期股权投资	815.00		-100.00
固定资产	19065.40	18695.65	-1.94
在建工程		129.73	
工程物资			
固定资产清理			
油气资产			
无形资产	797.50	857.35	7.51
开发支出			
商誉			
长期待摊费用	188.90	217.82	15.31
递延税款借项(递延所得税资产)	6.94		-100.00
其他非流动资产			
非流动资产合计	20873.74	19900.55	-4.66
资产总计	63325.22	76811.03	21.30

附件 1-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	2736.48	4000.00	46.17
交易性金融负债			
应付票据			
应付账款	24592.12	30292.36	23.18
预收款项	125.68	113.10	-10.01
应付职工薪酬	1685.19	2446.09	45.15
应交税费	-256.61	-209.97	-18.18
应付利息			
应付股利			
其他应付款	6983.72	11220.00	60.66
一年内到期的非流动负债			
其他流动负债	114.41	226.68	98.12
流动负债合计	35980.99	48088.26	33.65
非流动负债：			
长期借款			
应付债券	4542.75	4542.75	0.00
长期应付款			
非流动负债合计	4542.75	4542.75	0.00
负债合计	40523.74	52631.01	29.88
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	10000.00	10000.00	0.00
资本公积	44.65	44.65	0.00
减：库存股			
盈余公积	1240.22	1240.22	0.00
未分配利润	6171.69	5477.54	-11.25
外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计	17456.56	16762.41	-3.98
少数股东权益	5344.91	7417.62	38.78
所有者权益（或股东权益）合计	22801.47	24180.03	6.05
负债和所有者权益（或股东权益）总计	63325.22	76811.03	21.30

附件 2 合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	103580.32	129684.68	25.20
减: 营业成本	98230.54	119900.05	22.06
营业税金及附加	107.86	163.73	51.80
销售费用	1017.11	2079.27	104.43
管理费用	2794.95	5427.84	94.20
财务费用	-1087.57	236.22	-121.72
资产减值损失	1.79	552.26	30713.69
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)	31.99	184.12	475.48
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)	2547.08	1509.43	-40.74
加: 营业外收入	440.76	155.69	-64.68
减: 营业外支出	52.23	30.33	-41.93
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)	2935.62	1634.78	-44.31
减: 所得税费用	248.97	256.23	2.92
四、净利润(净亏损以“一”号填列)	2686.65	1378.55	-48.69
其中: 归属于母公司所有者的净利润	1727.58	-694.16	-140.18
少数股东损益	959.07	2072.71	116.12

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 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	126838.94	117422.99	-7.42
收到其他与经营活动有关的现金	23208.25	6629.78	-71.43
经营活动现金流入小计	150047.19	124052.77	-17.32
购买商品、接受劳务支付的现金	111962.77	93949.02	-16.09
支付给职工以及为职工支付的现金	8989.02	14658.95	63.08
支付的各项税费	4129.76	5275.80	27.75
支付其他与经营活动有关的现金	16004.89	3998.49	-75.02
经营活动现金流出小计	141086.45	117882.26	-16.45
经营活动产生的现金流量净额	8960.75	6170.50	-31.14
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金		0.88	
取得投资收益收到的现金	31.99		-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		-870.80	
收到其他与投资活动有关的现金	15000.00		
投资活动现金流入小计	15031.99	-869.91	-105.79
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4000.95	2317.24	-42.08
投资支付的现金	77.53		
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计	19078.48	2712.66	-85.78
投资活动产生的现金流量净额	-4046.48	-3582.58	-11.46
三、筹资活动产生的现金流量:			
取得借款收到的现金	5089.27	8000.00	57.19
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	88.79	
筹资活动现金流入小计	5089.27	8088.79	58.94
偿还债务支付的现金	6808.32	6736.48	-1.06
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	569.15	418.29	-26.51
支付其他与筹资活动有关的现金	55.96	0.00	-100.00
筹资活动现金流出小计	7433.43	7154.77	-3.75
筹资活动产生的现金流量净额	-2344.15	934.02	-139.84
四、现金及现金等价物净增加额	2570.11	3521.94	37.03
加: 期初现金及现金等价物余额	6127.99	6127.99	0.00
五、期末现金及现金等价物余额	8698.10	9649.93	10.94

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

补充资料	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	2686.65	1378.55	-48.69
加: 资产减值准备	1.79	552.26	30713.69
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3277.38	2172.92	-33.70
无形资产摊销	18.30	56.77	210.26
长期待摊费用摊销	114.05	150.76	32.19
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)		-100.70	
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)	667.86	329.50	-50.66
投资损失(收益以“-”号填列)	-31.99	-184.12	475.48
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)		6.94	
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)			
存货的减少(增加以“-”号填列)	-5427.11	8410.34	-254.97
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	20932.82	-3522.71	-116.83
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-13279.53	-3080.91	-76.80
其他(含追溯调整项目影响合计数、待摊费用减少、预提费用增加)			
经营活动产生的现金流量净额	8960.75	6170.50	-31.14

附件 4 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	13.34	20.18
存货周转次数(次)	4.25	4.86
总资产周转次数(次)	1.57	1.85
现金收入比(%)	122.45	90.54
盈利能力		
营业利润率(%)	5.06	7.42
总资本收益率(%)	11.23	5.79
净资产收益率(%)	12.16	5.70
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	17.06	15.82
全部债务资本化比率(%)	24.79	26.11
资产负债率(%)	64.72	68.52
偿债能力		
流动比率(%)	117.98	118.35
速动比率(%)	46.21	69.34
经营现金流动负债比(%)	24.90	12.83
EBITDA 利息倍数(倍)	11.37	8.77
全部债务/EBITDA(倍)	1.05	1.88
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	8.03	5.01
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.68	0.30
现金流		
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	33.34	27.57
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.99	1.37
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	1.09	0.58

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 684 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市豪威真空光电股份有限公司主体长期信用等级为BBB⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

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: BBB⁺ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2010年12月10日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年
现金类资产(万元)	912.92	1688.79
资产总额(万元)	42523.86	49618.09
所有者权益(万元)	26207.97	31199.27
长期债务(万元)	5402.64	13000.00
全部债务(万元)	13425.67	15500.00
营业收入(万元)	20883.83	25634.99
利润总额(万元)	5117.83	5446.03
EBITDA(万元)	7106.99	6928.64
经营性净现金流(万元)	6679.86	200.77
营业利润率(%)	25.05	30.33
净资产收益率(%)	17.47	15.61
资产负债率(%)	38.37	37.12
全部债务资本化比率(%)	33.87	33.19
流动比率(%)	170.74	483.33
全部债务/EBITDA(倍)	1.89	2.24
EBITDA 利息倍数(倍)	7.96	6.79
经营现金流流动负债比(%)	61.21	3.71

分析师

王立婷

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦17层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 在行业整体经营情况有所恢复的背景下, 深圳市豪威真空光电股份有限公司(以下简称“公司”)毛利率水平较高的柔性镀膜产品所占比重进一步提升, 公司营业收入增长, 盈利能力相应有所增强。目前债务负担较轻, 债务结构进一步改善, 但应收账款和存货规模较大, 整体的偿债能力保持在适宜水平。

未来随着触摸屏在各类电子产品中渗透率不断提高, 柔性镀膜产品市场具有较好的发展前景, 公司柔性镀膜产品产销量有望持续增长, 有助于进一步提升公司整体的竞争实力和盈利状况。

综合考虑, 联合资信维持公司BBB⁺的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内真空光电镀膜设备制造行业具备产业化和规模化生产能力的企业之一, 通过国家高新技术企业认定, 具有一定的技术优势。
2. 跟踪期内, 公司整体盈利能力有所增强, 债务结构进一步优化。

关注

1. 公司原主导产品ITO导电玻璃市场竞争日趋激烈, 行业整体经营压力上升。
2. 公司柔性镀膜主要为中低端产品, 行业进入壁垒较低, 竞争压力较大。
3. 公司应收账款规模较大, 现金实现质量一般。
4. 公司存货规模较大, 具有一定的跌价风险。

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2009年6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%，公司创始人许生持股20.88%，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2009年底，公司资产总额49618.09万元，归属母公司所有者权益28639.42万元，少数股东权益2559.85万元；2009年实现营业收入25634.99万元，利润总额5446.03万元。

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

1. 经营分析

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导电玻璃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。2008年全球金融危机产生的影响逐步传导至实体经济，全世界主要经济体经济增速均不同程度放缓，甚至衰退，在此背景下全球范围内的消费类电子产品市场也受到一定影响。根据市场调查公司iSuppli的数据，尽管2009年全球经济出现衰退且消费者不再青睐台式电脑，液晶显示器的出货量仍然增长了3.8%。

整个市场结构有所变动，其中低端产品供过于求，生产企业经营压力增大；高端产品仍存在一定的市场空间，但整体盈利能力较低。

表1 公司主要产品产量和售价情况

产 品	2008 年	2009 年
产 量		
ITO 透明导电玻璃（万片）	800	700
电镀膜材料（万平米）	20	30
平 均 售 价		
ITO 透明导电玻璃（元/片）	20.0	30
电镀膜材料（元/平方米）	200	160

资料来源：公司提供

ITO透明导电玻璃产品上，公司以真空光电子镀膜设备制造起家，并逐步涉足ITO导电玻璃产品生产，成为公司近两年主要的收入来源。2008年受行业经营环境变化的影响，公司ITO导电玻璃产品产量增速较上年大幅回落，产品平均销售价格有所下降，整体经营压力上升。2009年，受宏观环境逐步恢复影响，公司ITO产品价格有所恢复，但整个市场需求呈下降趋势。

柔性镀膜（电镀膜材料）产品上，公司的柔性镀膜产品从2008年6月试产，经四年多的研发，工艺技术已基本成熟，产品质量不断稳定，合格率不断上升，产能也有所提高，目前，月产销量近7万平米，预计到2010年年底月产销量将达到10万平米。目前已拥有47家客户，占国内市场份额的30%。2009年公司共生产柔性镀膜产约30万平方米，实现收入约4862.5万元，成为了全年公司收入规模增长的主要动力。在产品价格方面，电镀膜材料2009年平均价格为160元/平方米，较2008年的200元/平方米有所下降，主要是由于该类产品进入壁垒较低，新产品毛利率水平较高所致。目前，公司该类产品的毛利率水平保持在30%左右，并具有相对稳定的经验员工为基础，能保证一定的产品合格率，从而确保同行业内较高的利润水平。

随着触摸屏在电子产品中的渗透率不断提

高，柔性镀膜产品市场具有较好的成长性。而公司作为国内唯一能够同时提供ITO导电玻璃和柔性镀膜产品的厂商，能够为平板器件生产企业提供一站式供应商解决方案，有利于公司产品市场的进一步拓展。2009年，公司积极开拓市场，开发了行业内较大的手机客户，如，维达力实业、蓝思旺科技、华意电路等，极大的增强了公司的市场竞争能力。

2009年，为了应对行业内经营压力逐步加大的状况，公司积极提升内部管理水平。车间领导小组实行“定岗”、“定员”，强化了定额管理，并为推行定额、定员管理做了三项准备：一是对车间各班组、各工序进行了摸底，测算；二是带领员工“走出去，请进来”，学习同行业先进生产管理经验；三是实行减员增效，提高生产效率。通过一系列的管理规范的建立，提升整体的管控水平，进一步控制成本。

跟踪期内，随着公司柔性镀膜产品产量和收入水平的增长，公司经营状况良好。随着新产品的推出，公司有望保持相对平稳的经营状况。

2. 发债募集资金项目进展情况

公司本期集合债发债额度3000万元，实际到账额度为2420万元（除去发行相关费用），募集资金主要用于TFT整装制造设备项目技术研发项目。该项目计划投资20000万元，截至2009年底，公司已投资7000万元，完成项目进度的35%。截至目前，募集资金已全部使用，主要用于TFT研发设备及相关研发费用。由于该项目投资后续所需资金较大，具有一定的延期可能。

三、财务分析

公司提供的 2009 年财务报表已由深圳市德扬会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2008 年公司仍执行旧企业会计准则，为保证财务数据的可比性，以下分析

中采用 2009 年期初数作为对比基数。

截至2009年底，公司资产总额49618.09万元，所有者权益31199.27万元，少数股东权益2559.85万元；2009年实现营业收入25634.99万元，利润总额5446.03万元。

1. 盈利能力

2009 年，随着中国经济的企稳回升，尤其是进入 2009 年下半年，全球范围内消费类电子产品市场有所回暖；同时得益于公司新推出的柔性镀膜产品的收入增长，公司整体的收入规模仍保持了一定增速，2009 年公司实现营业收入 25634.99 万元，同比增长 22.75%。同期内，由于毛利率水平较高的柔性镀膜产品所占比重提高，公司营业利润率较上年有所提升，由 2008 年的 25.05%上升为 2009 年的 30.33%。2009 年公司共实现营业利润 4994.56 万元，同比增长 62.75%，经营性业务盈利能力改善。

2009 年，公司在期间费用方面表现出较强的成本控制能力，在收入规模扩张的同时三项费用均出现不同程度上升，但期间费用占营业收入比重由上年的 12.22%下降为 11.88%。2009 年得益于经营业务盈利状况的改善以及期间费用的有效控制，2009 年公司分别实现利润总额和净利润 5446.03 万元和 4870.31 万元，同比增幅分别为 6.41%和 6.31%。

总体看，跟踪期内，在行业整体经营情况复苏的背景下，并受益于新产品带动的收入增长，公司保持了较好的营业状况。未来随柔性镀膜产品销量的增长以及触摸屏整厂设备制造项目的投产，公司整体盈利状况有望得到进一步改善。

2. 现金流及保障

2009 年公司销售商品和提供劳务收到的现金为 23050.89 万元，较上年下降 1.08%，明显低于收入规模的增长，主要是由于部分下游客户经营压力加大，延长了结算周期。受此影响，2009 年公司现金收入比率由上年的 111.58%下

滑至 89.92%，收入实现质量下降。2009 年公司经营活动产生的现金净流入量同比减少 10.29%，共计 23780.22 万元，主要公司 2009 年应收款项较大。

2009 年，公司投资活动未产生现金流。

公司筹资活动的现金流入主要来自银行借款，投资活动的现金流出主要用于偿还债务和股利分配。2009 年公司筹资活动产生的现金流入为 10000.00 万元；筹资活动产生现金流净额表现为净流出，为 338.48 万元。未来一段时期内，公司无较大的在投项目，未来的筹资压力不大。

总体看，2009 年公司经营活动获现能力有所下降，经营活动产生的现金流量净额波动较大；但由于公司没有较大规模的在投项目，未来筹资压力不大。

3. 资本及债务结构

截至 2009 年底，公司资产合计 49618.09 万元，较上年末增长 16.68%，主要来自应收账款和其他应收款的增加，资产构成中流动资产占比由上年的 43.82% 增加为 52.78%。

截至 2009 年，公司流动资产合计 26190.83 万元，同比增长 40.56%，主要以应收账款、其他应收款、存货和预付款项为主，其中预付款项主要来自于项目建设中所预付的设备采购款和工程款。2009 年，公司应收账款较上年增长 33.40%，主要是由于公司业务增长所致，同时公司新增客户在账期上有所要求。2009 年公司存货较上年增长 37.36%，主要由于 ITO 导电玻璃的存货积压，具有一定的跌价风险。截至 2009 年底，公司其他应收款 6524.22 万元，主要是与关联单位的往来款，由于公司未提供往来明细，无法判断其风险。

截至 2009 年底，公司非流动资产合计 23427.26 万元，较上年末变化不大，主要以固定资产和在建工程为主。2009 年公司在建工程为未追加任何投资，由于项目没有结算，故未转入固定资产。

截至 2009 年底，公司归属母公司所有者权益合计 28639.42 万元，较上年末增长了 20.49%，主要来自盈余公积和未分配利润的增长。归属母公司所有者权益构成中实收资本占 20.95%，资本公积占 2.40%，盈余公积占 9.33%，未分配利润占 67.32%，所有者权益稳定性一般。

2009 年，由于长期借款和其他应付账款的增加，公司负债规模较上年增长 12.89%，截至 2009 年底合计 18418.82 万元，其中流动负债占 29.42%，非流动负债占 70.58%，流动负债占比较上年大幅下降，主要是由于公司长期借款替代了大部分短期借款。

截至 2009 年底公司债务总额合计 15500.00 万元，较上年末增长 15.46%。受所有者权益较快增长和债务规模增长的影响，公司整体的负债水平和债务负担均变化较小，2009 年末公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 33.19% 和 37.12%。

总体看，跟踪期内公司债务规模增长，债务结构有所优化，目前公司整体的债务负担仍保持在适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，受负债结构变化的影响，公司流动比率和速动比率均有大幅提升，截至 2009 年底为 483.33% 和 375.40%，但目前公司流动资产中，存货和应收款项占比较高，实际的短期支付能力弱于相关指标所反映。2009 年，经营活动获取现金能力大幅较大，公司经营现金流动负债比率下降至 3.71%。总体看，目前公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2009 年公司盈利状况有所改善，但 EBITDA 受折旧减少而小幅下降，较上年减少 5.97%，合计 6425.56 万元。2009 年，公司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数较上年均有所下降，分别为 6.79 倍和 2.24 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保护程度均保持在较好的水平。总体看，目前公

司长期偿债能力保持在适宜水平。

2009 年公司现金收入实现质量下降，经营性现金流量净额与本期债券发行额度的比值为 0.07 倍，经营性现金流量净额对本期债券的保障程度很弱。2007 年，公司参与发行了“07 深中小债”，发行额度为 3000 万元，期限为 5 年。根据发行条款约定，公司将从第 3 年（2010 年）开始，按 40%、30%和 30%的比例逐年归还本金。公司已于 2010 年 11 月 14 日偿还了第一期债券本金 1200 万元，2011 年和 2012 年还将分别偿还债券本金 900 万元。2009 年，公司 EBITDA 为 6425.56 万元，分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的 3.57 倍和 7.14 倍，公司 EBITDA 对未偿还本金余额的保障能力较强。

综合考虑，联合资信维持公司 BBB⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1-1 2009 年合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2009 年期初	2009 年期末
流动资产：		
货币资金	912.92	1452.17
交易性金融资产		
应收票据		236.62
应收账款	6756.25	9013.02
预付款项	3102.66	3025.83
应收利息		
应收股利		
其他应收款	3514.08	6524.22
存货	4257.89	5848.73
一年内到期的非流动资产		
其他流动资产	89.65	90.24
流动资产合计	18633.45	26190.83
非流动资产：		
可供出售金融资产		
持有至到期投资		
长期股权投资		
长期股权投资	35.62	35.62
投资性房地产		
固定资产	18168.17	17705.42
在建工程	5133.76	5133.76
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	504.67	504.28
开发支出		
商誉		
长期待摊费用	48.19	48.19
递延税款借项(递延所得税资产)		
其他非流动资产		
非流动资产合计	23890.41	23427.26
资产总计	42523.86	49618.09

附件 1-2 2009 年合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2009 年期初	2009 年期末
流动负债：		
短期借款	8023.03	2500.00
交易性金融负债		
应付票据		
应付账款	1102.36	1141.92
预收款项	177.34	86.63
应付职工薪酬	195.54	196.51
应交税费	626.81	144.14
应付利息		
应付股利		
其他应付款	515.22	1156.03
一年内到期的非流动负债		
其他流动负债	272.96	193.61
流动负债合计	10913.25	5418.82
非流动负债：		
长期借款	2402.64	10000.00
应付债券	3000.00	3000.00
长期应付款		
递延所得税负债		
其他非流动负债		
非流动负债合计	5402.64	13000.00
负债合计	16315.89	18418.82
所有者权益（或股东权益）：		
实收资本（或股本）	6000.00	6000.00
资本公积	687.04	687.04
盈余公积	1942.87	2673.41
未分配利润	15139.20	19278.97
外币报表折算差额		
归属于母公司所有者权益合计	23769.11	28639.42
少数股东权益	2438.86	2559.85
所有者权益（或股东权益）合计	26207.97	31199.27
负债和所有者权益（或股东权益）总计	42523.86	49618.09

附件 2 2009 年合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 年
一、营业收入	20883.83	25634.99
减: 营业成本	15621.41	17849.29
营业税金及附加	32.01	10.58
销售费用	269.43	412.70
管理费用	1163.78	1614.11
财务费用	1118.91	1019.87
资产减值损失		
加: 其他业务利润 (损失以“—”号填列)	390.62	266.12
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)	3068.89	4994.56
加: 营业外收入	2132.25	451.54
减: 营业外支出	83.31	
其中: 非流动资产处置损失		
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	5117.83	5446.03
减: 所得税费用	443.00	454.73
少数股东损益	96.27	120.98
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	4578.57	4870.31

附件 3-1 2009 年合并现金流量表
 （单位：万元）

项 目	2008 年	2009 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	23302.08	23050.89
收到的税费返还	2055.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	1150.23	729.33
经营活动现金流入小计	26507.30	23780.22
购买商品、接受劳务支付的现金	16086.63	15725.35
支付给职工以及为职工支付的现金	774.96	736.30
支付的各项税费	1302.72	1219.34
支付其他与经营活动有关的现金	1663.13	5898.46
经营活动现金流出小计	19827.45	23579.45
经营活动产生的现金流量净额	6679.86	200.77
二、投资活动产生的现金流量：		
取得投资收益收到的现金	628.64	
收到其他与投资活动有关的现金		
投资活动现金流入小计	628.64	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	7015.40	
投资活动现金流出小计	7015.40	
投资活动产生的现金流量净额	-6386.76	
三、筹资活动产生的现金流量：		
取得借款收到的现金	12536.49	10000.00
收到其他与筹资活动有关的现金		
筹资活动现金流入小计	12536.49	10000.00
偿还债务支付的现金	13250.07	8500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	834.61	712.25
支付其他与筹资活动有关的现金	58.35	449.27
筹资活动现金流出小计	14143.03	9661.52
筹资活动产生的现金流量净额	-1606.53	338.48
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	196.72	
五、现金及现金等价物净增加额	-1116.72	539.25
加：期初现金及现金等价物余额	2029.64	912.92
六、期末现金及现金等价物余额	912.92	1452.17

附件 3-2 2009 年合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

补充资料	2008 年	2009 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量:		
净利润	4578.57	4870.31
加: 资产减值准备		
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1095.80	462.75
无形资产摊销	0.40	
长期待摊费用摊销		
财务费用 (收益以“一”号填列)	892.96	1019.87
投资损失 (收益以“一”号填列)		
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)		
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)		
存货的减少 (增加以“一”号填列)	-1340.28	-1590.84
经营性应收项目的减少 (增加以“一”号填列)	2416.36	-5426.70
经营性应付项目的增加 (减少以“一”号填列)	-1971.70	590.63
其他	1007.76	274.75
经营活动产生的现金流量净额	6679.87	200.77

附件 4 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	3.10	3.20
存货周转次数(次)	4.35	3.53
总资产周转次数(次)	0.51	0.56
现金收入比(%)	111.58	89.92
盈利能力		
营业利润率(%)	25.05	30.33
总资本收益率(%)	13.81	12.61
净资产收益率(%)	17.47	15.61
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	17.09	29.41
全部债务资本化比率(%)	33.87	33.19
资产负债率(%)	38.37	37.12
偿债能力		
流动比率(%)	170.74	483.33
速动比率(%)	131.73	375.40
经营现金流动负债比(%)	61.21	3.71
EBITDA 利息倍数(倍)	7.96	6.79
全部债务/EBITDA(倍)	1.89	2.24
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.33	0.20
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.02	0.01
现金流		
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	8.84	7.93
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	2.23	0.07
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.10	0.07

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 685 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市卓识教育管理顾问有限公司主体长期信用等级为A⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一零年十一月一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

Http: //www. lhratings.com

深圳市卓识教育管理顾问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: 2010 年 11 月 1 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
现金类资产(万元)	492.74	1346.78	4865.48
资产总额(万元)	34822.40	35996.97	40600.12
所有者权益(万元)	23072.99	24768.80	27720.13
短期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	7000.00	7000.00	7000.00
营业收入(万元)	10776.22	10982.89	9917.01
利润总额(万元)	1460.57	1695.81	2951.33
EBITDA(万元)	2748.55	3002.65	--
经营性净现金流(万元)	-1189.31	1641.19	4126.94
营业利润率(%)	23.48	24.88	61.79
净资产收益率(%)	6.33	6.85	--
资产负债率(%)	33.74	31.19	31.72
全部债务资本化比率(%)	23.28	22.01	22.65
流动比率(%)	194.74	256.30	270.68
全部债务/EBITDA(倍)	2.55	2.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.89	7.53	--
经营现金流流动负债比(%)	-25.04	38.82	--

注: 公司 2010 年 9 月报表未经审计。

分析师

韩 霞
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

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”)投资的粤东地区四所全日制学校招生规模小幅增长, 公司整体经营情况较为稳定, 盈利能力略有提升, 偿债能力也相应有所改善。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司股东占款呈增长趋势, 经营活动净现金流波动较大, 物价上涨也给公司带来一定经营压力。

教育行业经营稳定性较强, 公司多年来在投资的学校所在地积累了一定的社会声誉, 目前公司债务负担适宜, 预计未来有望保持良性发展态势。

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. 公司投资的普宁新世界学校高考成绩处于当地前列, 社会声誉较好, 2009 年被当地教育局授予教学质量优异单位称号。
2. 公司招生规模及收入规模稳定小幅增长, 盈利能力稳中有升。

关注

1. 公司股东占款仍维持较大规模, 经营活动净现金流波动较大。
2. 物价上涨给公司带来一定经营压力。
3. 潮阳新世界学校和汕尾新世界学校优质生源相对较少, 招生规模增长幅度低于预期。

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。根据公司2009年6月26日签订的股权转让协议，原股东牛利将持有的公司10%股权全部转让予自然人陈文、原股东汕尾新世界教育管理有限公司（股东为陈予川与牛利）将持有的公司50%的股权全部转让予股东陈予川。与本次股权变更相关的工商变更手续已办理完毕。截至2010年6月底，公司股权结构为陈予川持股90%，陈文持股10%，注册资本人民币1000.00万元。公司实际控制人仍为陈予川。

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2009年底，公司合并资产总额35996.97万元，所有者权益24768.80万元；2009年实现营业收入10982.89万元，利润总额1695.81万元。

截至2010年9月底，公司合并资产总额40600.12万元，所有者权益27720.13万元；2010年1~9月实现营业收入9917.01万元，利润总额2951.33万元。

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。自2002年实施“打高端、树品牌”战略以来，公司不断追求教育、教学质量的提高，生源规模持续增长，市场占有率和影响度逐步扩大。2009年，公司实现营业收入1.10亿元（全部为学费收入），较上年增长1.85%，增长缓慢。

目前，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。跟踪期内，公司总体在校生规模稳步扩大，截至2010年6月底，在校学生总人数11209名（见表1），较上期跟踪截止日的2009年9月底增加282人；教师员工1121名，较上年同期减少86人。

招生规模方面，截至2010年6月底，普宁新世界学校在校学生5139人，较去年9月份新增97人；潮阳新世界学校把握学校扩建带来的发展机遇，在确保主体生源质量不降低的前提下，广辟招生渠道，新增招生类别，多渠道进行招生，在校学生4297人，学生生源较为稳定，招生规模未有明显变化；汕尾新世界学校招生规模基本维持在300-400人，截至2010年6月底，在校生人数为398人，招生规模与建设规模不尽匹配，到目前为止仍未有根本转变，主要系汕尾地区经济相对落后，且私立学校学费相对较高（均在1万元以上）所致；中海怡翠新世界学校在校总人数1375人，较去年增加134人，主要为幼儿园入园人数的增加。

表1 截至2010年6月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）	5139	4297	398	1375
其中：幼儿园在校生人数（人）	414	167	14	187
小学在校生人数（人）	1827	1253	173	1070
初中在校生人数（人）	1890	1846	123	118
高中在校生人数（人）	1008	1013	88	无
招生范围	当地私营及个体工商户子女			中海怡翠小区及附近小

				区业主子女
教职工人数(人)	492	482	71	76
2009年高考重点本科入围率(%)	30.24%	21%	29.17%	无高中
2009年高考本科入围率(%)	51.28%	71.5%	72.35%	无高中

资料来源：公司提供

教育质量方面，公司所属学校致力于采取各种策略追求高端质量。高考方面，从2009年高考重点本科入围率指标看，普宁新世界学校成绩突出，达30.24%，其中660分以上10人，4名学生分别被清华、北大录取；潮阳新世界学校和汕尾新世界学校在优质生源较少的情况下，分别采取符合本校实际情况的备考策略和方法，基本保持了所在地区高考成绩中的前列地位。中考方面，普宁新世界学校中考在参考率、优秀率以及平均分均高居全市第一，并被深圳市教育局授予教学质量优异单位称号；潮阳新世界学校在达到地区核心重点中学金山中学及潮阳一中的上线率上，分别高出全区平均值的3.00至3.70倍；汕尾学校中考也进一步有所突破。

收费方面，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即为全年收入总和，公司采取收付实现制确认收入，每年2月与9月收取学费，9月收取学费总额约为2月收取学费的2~3倍，原因为部分学生于9月交齐全年学费。公司2007~2009年底的在校生人数及收费情况见表2。2009年，在校生人数11209名，较2008年增长6.21%；公司实现营业收入10982.89万元，较上年同期增长1.92%，人均收费有所下降。

表2 2007~2009年底公司在校生人数及收费情况

年份	在校生人数(人)	人均收费(元)	营业收入(万元)	利润总额(万元)
2007年	10393	9450	9863	2133
2008年	10554	10400	10776	1583
2009年	11209	9798	10982.89	1696
增长率(%)	3.93	1.85	5.68	-10.24

资料来源：公司提供

成本控制方面，公司总务部通过优化供应

商选择和评估，加强市场调研，准确把握学校需求物品市场行情，密切关注和监控包括大米、猪肉、冻品及主要农副产品在内的大宗物资采购情况等办法，与学校总务处通力合作，在一定程度上消化了物价上涨给企业带来的经营压力。公司所属各学校还通过采取降低师生比、取消或调整校服、书包、校帽的发放数量等办法，科学降低成本支出，但对外部成本升高影响控制力较弱。

总体看，公司运营状况较好，招生总规模保持稳步扩大，收入规模平稳增长。

2. 项目情况

本期债券募集资金7000.00万元，一部分用于替换国家开发银行6000.00万元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1580.00万，建设期为2007年4月初到2007年8月底。依公司预计，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2010年6月底，潮阳新世界学校在校生人数仅比2007年底增加101人，与预期目标差距较大，主要系师资力量、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，目前公司正在积极解决上述问题，后续成效有待观察。

三、财务分析

公司2009年财务报表经天健正信会计师事务所有限公司深圳分所审计，出具了带强调事项段无保留意见的审计报告。强调事项为：汕头市潮阳新世界中英文学校2007年度新增的房屋建筑物原值为1579.47万元，2007年9月已投入使用并入账，目前公司正与有关部门积极协

调，房产证等手续正在办理之中。该强调事项对以下财务分析影响不大。2010年9月报表未经审计。

截至2009年底，公司合并资产总额35996.97万元，所有者权益24768.80万元；2009年实现营业收入10982.89万元，利润总额1695.81万元。

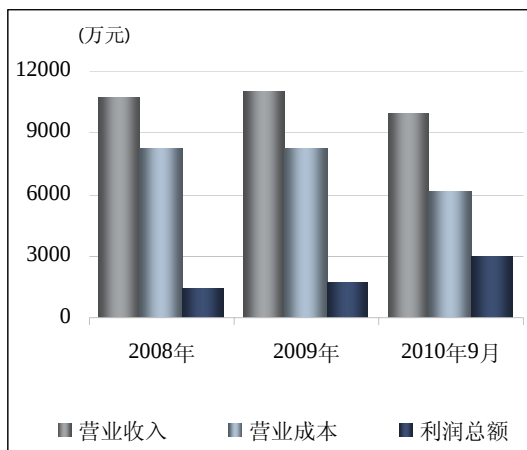
截至2010年9月底，公司合并资产总额40600.12万元，所有者权益27720.13万元；2010年1~9月实现营业收入9917.01万元，利润总额2951.33万元。

1. 盈利能力

2009年，公司总体运行状况较稳定，全年实现营业收入10982.89万元，较上年增长1.85%；公司营业成本仍维持去年的较高水平，为8250.36万元；2009年公司营业利润率为24.88%，较去年略微上升1.40%。

2009年，公司管理费用502.43万元，较去年下降13.25%；财务费用控制较好，为535.30万元，与2008年基本持平，主要为本期债券利息支出与债券发行费用摊销。2009年公司实现营业外收入22.96万元，为政府补助；实现利润总额1695.81万元，较上年增长16.11%。2009年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为6.85%和6.59%，分别较上年略升0.52和0.41个百分点。

图1 2007~2010年1~9月公司盈利情况



资料来源：公司提供

2010年1~9月，公司实现营业收入9917.01万元，受物价持续在高位运行以及校园班车进入维修期等因素影响，公司运营成本增加。2010年1~9月，公司营业成本6129.60万元，占2009年全年的74.29%，与去年同期相比略有上升，2010年1~9月，公司营业利润率为61.79%，实现利润总额2951.33万元，与2009年底相比有较大提升，原因为公司收入来源全部为学费，学费收缴的特殊性决定了公司收入月度分配不均匀，每年9月基本完成全年收入，但成本月度支出较为均匀，可合理预计2010年全年利润总额及营业利润率将低于公司三季度报表反映金额，基本与2009年持平。

总体看，公司营业收入受学校规模及生源限制，未能与成本保持同步增长，公司对成本控制能力较弱，受物价波动影响较大，公司盈利能力有待增强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2009年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金11452.27万元，较2008年增长13.64%；公司现金收入比为104.27%，高于2008年的93.52%。虽然公司以收付实现制确认收入，但两个因素致使该指标有所波动：①由于广东省人民政府及广东省教育厅关于民办学校教育储备金转制问题的通知要求，公司自2003年起实施转制，将储备金（储备金属于预收学费款性质）逐年转为学杂费，于每年9月结转700万元左右），该部分储备金由预收账款科目直接转入营业收入科目，故使该指标有所降低；②学生通过银行将学费交入公司账户，公司确认为预收账款，在收到学生出具的银行收款收据时确认为收入。经营活动产生的现金流入14587.37万元，经营活动现金流出12946.18万元，较上年有所下降，主要系支付其他与经营活动有关的现金减少所致，经营活动产生的现金流量净额为1641.19万元。

投资活动方面，2009年公司无投资活动产生的现金流入；投资活动产生的现金流出量

388.15 万元，全部为购置固定资产支出。

筹资活动方面，2009 年公司无筹资活动产生的现金流入；公司筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出，为 399.00 万元，全部为偿付债券利息支出。

2010 年 1~9 月，公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 9217.01 万元，而同期营业收入为 9917.01 万元（其中 700 万元为由储备金转入）；受益于 9 月学费集中收取，公司经营活动产生的现金净流量大幅增长，为 4126.94 万元；投资活动产生的现金流表现为净流出，为 -196.93 万元，为长期股权投资（对北京潜能无限幼儿园投资 65 万，持股比例 65%）及购建固定资产支付的现金。筹资活动产生的现金流量净额-411.31 万元，仍为全部为利息支出。

总体看，2009 年公司经营活动产生的现金流入量规模稳步提升，年均复合增长 15.02%。现金收入质量尚可，但由于公司经营特性决定现金流入月度分布不均匀，对经营性现金流的平衡将产生较大影响。

3. 资本及债务结构

（1）资产

截至 2009 年底，公司合并资产总额 35996.97 万元，较上年增长 3.45%。其中，流动资产占 30.10%，非流动资产 69.90%，仍以非流动资产为主，符合公司经营特征。

截至 2009 年底，公司流动资产 10836.59 万元，较上年增长 17.17%，主要系货币资金增加推动。截止 2009 年底，公司货币资金 1346.78 万元，较上年大幅增长 173.32%，主要来自经营活动产生的现金较去年明显改善；其他应收款余额 8796.45 万元，仍维持较大规模，主要是与股东之间的往来款；从账龄结构看，1 年以内的占 37.04%，1~2 年的占 51.82%，2 年及以上的占 11.14%，账龄偏长。

截至 2009 年底，公司非流动资产 25160.38 万元，较上年略有减少。固定资产原值 23221.09

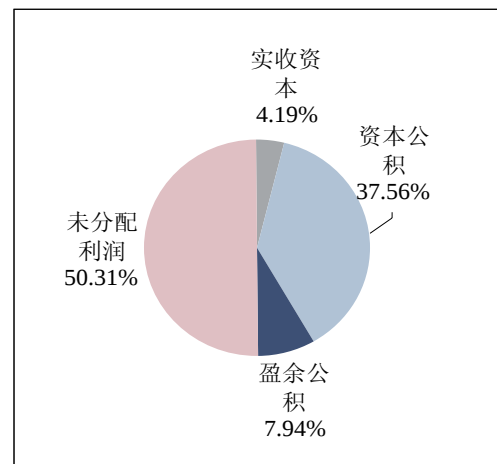
万元，其中房屋及建筑物占 88.32%，办公设备占 4.13%，教学设备占 4.12%，固定资产净额 23221.09 万元，截止目前无抵押担保，公司固定资产状况较好。

截至 2010 年 9 月底，公司合并资产总额 40600.12 万元，较 2009 年底增长 12.79%，主要来自货币资金及其他应收款的增长。货币资金的增长源自 9 月初学费的集中收取；而其他应收款的增长表明公司股东占款规模进一步扩大。

（2）所有者权益

截至 2009 年底，公司所有者权益 24768.80 万元，较上年增长 7.35%，主要系未分配利润增加所致，其构成以资本公积和未分配利润为主（如图 2），公司所有者权益稳定性一般。截至 2010 年 9 月底，公司所有者权益为 27720.13 万元，较 2009 年底增长 11.92%，全部为未分配利润的增加所致，其构成无明显变化。

图 2 2009 年底公司所有者权益构成



资料来源：公司提供

（3）负债

截至 2009 年底，公司负债合计 11228.17 万元，比 2008 年略降 4.44%。截至 2009 年底，公司流动负债 4228.17 万元，其中预收账款 2386.05 万元，均为公司 2003 年以前预收学费余额（依广东省人民政府及广东省教育厅关于民办学校教育储备金转制问题的通知精神，公司 2003 年起实施转制，将储备金逐年转为学杂费，每年

700万元左右)。由于负债下降的同时所有者权益增加,公司资产负债率下降至31.19%;公司全部债务维持不变,为7000.00万元(全部为应付债券),全部债务资本化比率为22.01%。

2010年9月底,公司资产负债率31.72%,全部债务资本化比率为20.16%,债务负担适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看,截至2009年底,公司流动比率和速动比率分别为256.30%和252.01%,较2008年的194.74%和191.74%相比大幅提升,主要由于货币资金增加推高流动资产以及预收账款减少降低了流动负债水平所致,虽指标值较高,但综合考虑公司流动资产中其他应收款占比较大(2009年底占比为81.17%)以及公司经营活动产生的净现金流量规模波动较大,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看,2009年公司EBITDA为3002.65万元,同比上升9.24%;EBITDA利息保障倍数为7.53倍,较2008年的6.89倍略有上升,全部债务/EBITDA为2.33倍。公司长期偿债能力一般。

四、本期债券偿债能力

2007年11月14日,公司参与发行了“07深中小债”。该集合债券发行总额度为10亿元人民币,期限为5年。公司发行额度为7000万元。根据发行条款约定,公司将从第3年(2010年)开始,按40%、30%和30%的比例逐年归还本金。公司已于2010年11月14日前偿还了第一期债券本金2800万元,2011年和2012年还将分别偿还债券本金2100万元。

截至2010年9月底,公司现金类资产4865.48万元,分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的1.16倍和2.32倍;截至2009年底,公司EBITDA为3002.65万元,分别是待偿还本金总额和每年需偿还额的1.43倍和2.86倍,公司现金

类资产与EBITDA对本期债券保障能力较强。

截至2010年9月底,公司无对外担保。

截至2010年9月底,公司在国家开发银行深圳分行获得授信额度10000.00万元,已使用额度7000.00万元,尚未使用信用额度3000.00万元,公司间接融资渠道较为畅通。

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。

附件 1-1 2008~2010 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 9 月
货币资金	492.74	1346.78	173.32	4865.48
应收票据				
应收账款				
预付款项	394.31	389.56	-1.20	676.31
应收利息				
应收股利				
其他应收款	8096.48	8796.45	8.65	10175.66
存货	142.45	181.30	27.27	181.01
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	122.88	122.50	-0.31	17.59
流动资产合计	9248.86	10836.59	17.17	15916.05
非流动资产：				
长期应收款				
长期股权投资				65.00
投资性房地产				
固定资产	23591.83	23221.09	-1.57	22711.61
在建工程				
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	1981.71	1939.28	-2.14	1907.46
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	25573.54	25160.38	-1.62	24684.07
资产总计	34822.40	35996.97	3.37	40600.12

附件 1-2 2008~2010 年 9 月底资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 9 月
流动负债：				
短期借款				
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	900.75	1070.80	18.88	865.02
预收款项	3172.54	2386.05	-24.79	2128.65
应付职工薪酬	88.35	93.77	6.14	91.52
应交税费	10.72	10.01	-6.66	6.66
应付利息	52.09	52.09	0.00	
应付股利				
其他应付款	346.96	385.46	11.10	2301.89
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	178	230.00	29.21	486.23
流动负债合计	4749.41	4228.17	-10.97	5879.98
非流动负债：				
长期借款				
应付债券	7000	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	7000.00		7000.00
负债合计	11749.41	11228.17	-4.44	12879.98
所有者权益：				
实收资本	1000	1000.00		1000.00
资本公积	8974.45	8974.45		8974.45
盈余公积	1897.23	1897.23		1897.23
未分配利润	11201.31	12897.12	15.14	15848.45
归属于母公司所有者权益合计	23072.99	24768.80	7.35	27720.13
少数股东权益合计				
所有者权益合计	23072.99	24768.80	7.35	27720.13
负债和所有者权益总计	34822.4	35996.97	3.37	40600.12

附件 2 2008~2010 年 1~9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 1~9 月
一、营业收入	10776.22	10982.89	1.92	9917.01
减: 营业成本	8245.90	8250.36	0.05	6129.60
营业税金及附加				
销售费用				
管理费用	579.18	502.43	-13.25	424.64
财务费用	531.36	535.30	0.74	411.31
资产减值损失	9.21	15.99	73.62	
加: 公允变动收益				
投资收益				
其中:对联营企业和合营企业的投资收益				
二、营业利润	1410.57	1678.80	19.02	2951.47
加: 营业外收入	50.00	22.96	-54.09	
减: 营业外支出		5.95		0.14
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	1460.57	1695.81	16.11	2951.33
减: 所得税费用				
四、净利润	1460.57	1695.81	16.11	2951.33
其中: 归属于母公司的净利润	1460.57	1695.81	16.11	2951.33
少数股东损益				

附件 3-1 2008~2010 年 1~9 月现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 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	10077.89	11452.27	13.64	9217.01
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	2735.30	3135.10	14.62	
经营活动现金流入小计	12813.19	14587.37	13.85	9217.01
购买商品、接受劳务支付的现金	4791.23	6421.37	34.02	4037.93
支付给职工以及为职工支付的现金	2782.48	2279.93	-18.06	1965.82
支付的各项税费	49.36	54.57	10.56	66.01
支付的其他与经营活动有关的现金	6379.44	4190.31	-34.32	-979.69
经营活动现金流出小计	14002.51	12946.18	-7.54	5090.07
经营活动产生的现金流量净额	-1189.31	1641.19		4126.94
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金				
收到的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、和其他资产支付的现金	82.80	388.15	368.78	131.93
投资所支付的现金				65.00
取得子公司及其他经营单位支付的现金净额				
支付的其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	82.80	388.15	368.78	196.93
投资活动产生的现金流量净额	-82.80	-388.15	368.78	-196.93
三、筹资活动产生的现金流量		0.00		
吸收投资所收到的现金				
取得借款所收到的现金				
发行债券收到的现金				
收到的其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计				
偿还债务所支付的现金				
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	399.00	399.00		411.31
支付的其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	399.00	399.00		411.31
筹资活动产生的现金流量净额	-399.00	-399.00		-411.31
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-1671.12	854.04		3518.70

附件 3-2 2008~2009 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	1460.57	1695.81	16.11
加: 资产减值准备	9.21	22.60	145.39
固定资产折旧、投资性房地产折旧	805.43	865.41	7.45
无形资产摊销	83.55	42.43	-49.22
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“一”号填列)			
固定资产报废损失 (收益以“一”号填列)			
公允价值变动损失 (收益以“一”号填列)			
财务费用 (收益以“一”号填列)	399.00	145.30	-63.58
投资损失 (收益以“一”号填列)			
递延所得税资产减少 (增加以“一”号填列)			
递延所得税负债增加 (减少以“一”号填列)			
存货的减少 (增加以“一”号填列)	7.38	-22.69	
经营性应收项目的减少 (增加以“一”号填列)	-3742.49	-429.23	
经营性应付项目的增加 (减少以“一”号填列)	-389.84	-678.43	74.03
其他	177.89	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	-1189.31	1641.19	
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			
现金的年末余额	492.74	1346.78	173.32
减: 现金的年初余额		492.74	
加: 现金等价物的年末余额			
减: 现金等价物的年初余额	2163.85		
现金及现金等价物净增加额	-1671.12	854.04	

附件 4 主要计算指标

指 标	2008 年	2009 年	2010 年 1~9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	56.44	45.51	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.31	--
现金收入比(%)	93.52	104.27	92.94
盈利能力			
营业利润率 (%)	23.48	24.88	61.79
总资本收益率(%)	6.18	6.59	--
净资产收益率(%)	6.33	6.85	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	23.28	22.01	20.16
全部债务资本化比率(%)	23.28	22.01	20.16
资产负债率(%)	33.74	31.19	31.72
偿债能力			
流动比率(%)	194.74	256.30	270.68
速动比率(%)	191.74	252.01	267.60
经营现金流动负债比(%)	-25.04	38.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.89	7.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.55	2.33	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.18	0.18	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.19	3.14	--