

信用等级公告

联合[2007] 534 号

联合资信评估有限公司通过对 2007 年深圳市中小企业集合债券信用状况进行综合分析和评估, 确定

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
二零零七年九月十二日



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

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

2007年深圳市中小企业10亿元集合债券 信用评级分析报告

评级结果：

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：

2007 年 9 月 12 日

分析员

朱海峰 夏 阳 张志强 李志博 林 静
黄 静 孙 炜 张 琢 曾祥天 罗 国
方永灼 沈 磊 王 佳

电话

010-85679696

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

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

债券发行人		主体长期 信用等级
1	深圳市卓识教育管理顾问有限公司	A ⁻
2	深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司	A ⁺
3	深圳市高新奇科技股份有限公司	BBB ⁺
4	深圳市好易通科技有限公司	A ⁻
5	深圳市邦凯电子有限公司	A ⁻
6	深圳市一体医疗科技有限公司	BBB ⁺
7	深圳市金立通信设备有限公司	A
8	深圳市远望谷信息技术股份有限公司	A ⁺
9	深圳市中航信息科技产业有限公司	A ⁻
10	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	A ⁻
11	深圳市雄韬电源科技有限公司	A ⁻
12	深圳市嘉达高科产业发展有限公司	A ⁻
13	深圳市驰源实业有限公司	BBB ⁻
14	深圳市宝德科技股份有限公司	A
15	深圳市好家庭实业有限公司	BBB ⁺
16	深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	A
17	深圳市豪威真空光电子股份有限公司	A ⁻
18	深圳市金洲精工科技股份有限公司	A ⁻
19	深圳市新天下集团有限公司	BBB
20	蛇口晶石电子有限公司	BBB ⁻
债券担保人		主体长期 信用等级
国家开发银行		AAApi

评估观点

深圳市是我国第一个经济特区，拥有优越的自然条件和特殊的区域优势和体制优势，目前经济较为发达，在全国大中城市中处于领先地位。深圳市委、市政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策、营商和创业环境，深圳市中小及民营企业经营环境良好。目前，深圳市中小企业数量较多，民营经济较为发达，发展前景较好。

本期债券的 20 家发行人均是深圳市中小企业的优秀企业代表，具有良好的持续经营能力和发展潜力。

本期债券由国家开发银行（以下简称“国开行”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，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。

优势

1、本期债券采用“统一组织、集合发行”的方式，并且得到了深圳市政府的积极倡导和大力推动。

2、本期债券的各发行人均是深圳市中小企业的优秀企业代表，具有良好的持续经营能力和发展潜力。

3、国开行作为本期债券的主承销商和担保人，负责统一组织和统一协调，并且督促各债券发行人按时足额还本付息，有利于减小本期债券的偿还风险。

关注

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

2、本期债券的发行人全部为中小企业，经营状况较易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与 20 家深圳市中小企业（以下简称“债券发行人”，包括深圳市卓识教育管理顾问有限公司、深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司、深圳市高新奇科技股份有限公司、深圳市好易通科技有限公司、深圳市邦凯电子有限公司、深圳市一体医疗科技有限公司、深圳市金立通信设备有限公司、深圳市远望谷信息技术股份有限公司、深圳市中航信息科技产业有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司、深圳市雄韬电源科技有限公司、深圳市嘉达高科产业发展有限公司、深圳市驰源实业有限公司、深圳市宝德科技股份有限公司、深圳市好家庭实业有限公司、深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司、深圳市豪威真空光电股份有限公司、深圳市金洲精工科技股份有限公司、深圳市新天下集团有限公司和蛇口晶石电子有限公司）构成委托关系外，联合资信、评估人员与债券发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因债券发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由债券发行人提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 2007 年深圳市中小企业集合债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、基本情况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2007]602号”文批准，2007年深圳市中小企业集合债券（以下简称“本期债券”）计划发行人民币债券10亿元，债券发行人和发行额度见表1。本期债券采用“统一组织、分别申请、分别负债、统一担保、集合发行”发行方式，为五年期固定利率，采用单利按半年计息，不计复利，逾期不另计利息，从第三年开始以40%、30%、30%的比例分3年还本。本期债券的最终票面利率以国家有关主管部门的批复为准。

表1 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	深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司	5000
3	深圳市高新奇科技股份有限公司	5000
4	深圳市好易通科技有限公司	7300
5	深圳市邦凯电子有限公司	4000
6	深圳市一体医疗科技有限公司	4000
7	深圳市金立通信设备有限公司	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	深圳市宝德科技股份有限公司	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

本期债券由国开行提供无条件不可撤销的

连带责任保证担保，并由深圳市中小企业信用担保中心、深圳市高新技术投资担保有限公司和深圳中科智担保投资有限公司联合向国开行提供反担保。

二、产业及经营环境

1. 深圳市经济社会发展概况

深圳1979年设市，1980年设立深圳经济特区，现为国家副省级计划单列城市。深圳市土地总面积1952.84平方公里，其中经济特区面积395.81平方公里，现辖特区内罗湖、福田、南山、盐田等四个行政区和特区外宝安、龙岗等两个行政区，2006年末常住人口为846.43万人，其中户籍人口为196.83万人。

深圳市紧邻香港，是我国第一个经济特区，在中国最早建立社会主义市场经济体制的框架，形成了自己独特的政策优势和体制优势。

深圳市自然条件优越，基础设施良好，是中国拥有口岸数量最多、出入境人员最多、车流量最大的口岸城市，也是中国唯一的海陆空口岸俱全的城市；已建成通往境外各类口岸17个，其中经国务院批准的一类口岸12个，包括中国最大的陆路客运口岸——罗湖口岸，中国最大的陆路货运口岸——皇岗口岸，中国第二大集装箱海港——盐田港，中国第四大空港——宝安国际机场空运口岸，另有文锦渡、沙头角等4个陆路口岸，蛇口、妈湾、赤湾、东角头、梅沙、大亚湾核电站专用码头等7个海港口岸。2006年，深圳港货物吞吐量完成1.76亿吨，同比增长14.6%，集装箱吞吐量突破1847万标准箱，同比增长14%，连续六年居全球集装箱枢纽港第四位；深圳机场已开通国内航线125条，国际航线31条，全年旅客吞吐量完成1835.59万人次，同比增长12.7%，连续五年位居国内第四。

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

业。2006 年，深圳市本地生产总值 5684.39 亿元，比上年增长 15.0%。其中，第一次产业增加值 7.48 亿元，下降 24.4%；第二次产业增加值 3021.03 亿元，增长 16.8%；第三次产业增加值 2655.88 亿元，增长 13.1%。三次产业结构由上年的 0.2：53.2：46.6 发展为 0.1：53.2：46.7。按常住人口计算的人均生产总值为 67907 元，增长 11.9%，按现行汇率折算为 8619 美元，居全国大中城市第一。

2006 年，深圳市实现规模以上工业法人企业（即全部国有工业和年主营业务收入 500 万元及以上的非国有工业法人企业，下同）增加值 2723.29 亿元，比上年增长 17.2%。其中，通信设备、计算机及其他电子设备制造业增加值 1285.34 亿元，比上年增长 33.3%，占规模以上工业增加值比重 47.2%，比上年提高 3.0 个百分点。

2006 年，深圳市完成地方财政一般预算收入 500.88 亿元，比上年增长 21.5%，增收 88.50 亿元，其中各项税收 429.74 亿元，增长 24.0%；全年地方财政一般预算支出 571.42 亿元，下降 4.6%，其中基本建设支出 129.19 亿元，增长 11.0%。

2006 年，深圳市外贸进出口总额 2374.11 亿美元，比上年增长 29.9%，其中出口总额 1361.08 亿美元，增长 34.1%，占全国出口总额的 14.0%，占广东省出口总额的 45.1%，分别比上年提高 0.7 和 2.5 个百分点；进口总额 1013.03 亿美元，增长 24.6%。深圳外贸出口总额连续十四年位居全国大中城市榜首。

从表 2 可以看到，2006 年，深圳市的本地生产总值、规模以上工业总产值、进出口总额、出口总额、社会消费品零售总额和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。

表 2 2006 年全国部分大中城市主要经济指标对比表

指标名称	单位	城市名称及指标数量			
本地生产总值	亿元	上海 10296.97	北京 7720.30	广州 6068.41	深圳 5684.39
规模以上工业总产值	亿元	上海 18316.23	苏州 12543.87	深圳 11673.43	天津 8527.70
进出口总额	亿美元	深圳 2374.11	上海 2274.89	苏州 1742.64	北京 1581.77
#出口总额	亿美元	深圳 1361.08	上海 1135.73	苏州 946.85	北京 379.84
社会消费品零售总额	亿元	上海 3360.41	北京 3275.22	广州 2182.77	深圳 1671.29
地方财政一般预算收入	亿元	上海 1600.37	北京 1117.15	深圳 500.88	广州 427.08

资料来源：深圳市发展和改革局网站

2007 年深圳经济社会发展计划主要预期目标如下：

- 本市生产总值 6436 亿元，增长 13%；
- 规模以上工业增加值 3180 亿元，增长 17%；
- 进出口总额 2753 亿美元，增长 16%，其中出口总额 1606 亿美元，增长 18%；
- 全社会固定资产投资 1361 亿元，增长 7%；
- 社会消费品零售总额 1905 亿元，增长 14%；
- 地方财政一般预算收入可比口径增长 12%；
- 居民消费价格指数 102%。

2007 年深圳市国民经济和社会发展规划主要预期目标见表 3。

总体看，深圳市拥有优越的自然条件和特殊的区域优势和体制优势，目前经济较为发达，在全国大中城市中处于领先地位，发展前景较好。

表3 2007年深圳市国民经济和社会发展规划主要预期目标表

指标名称	单位	2005年		2006年		2007年	
		实际	增长率(%)	实际	增长率(%)	预期目标	增长率(%)
本地生产总值(GDP)	亿元	4926.90	15.0	5684.39	15.0	6436	13
规模以上工业增加值	亿元	2272.9	19.4	2723.29	17.2	3180	17
进出口总额	亿美元	1828.17	24.1	2374.11	29.9	2753	16
#出口总额	亿美元	1015.18	30.4	1361.08	34.1	1606	18
进口总额	亿美元	812.99	17.1	1013.03	24.6	1147	13
全社会固定资产投资	亿元	1176.13	7.6	1272.26	7.7	1361	7
社会消费品零售总额	亿元	1437.67	15.0	1671.29	16.2	1905	14
实际外商直接投资	亿美元	29.69	27.7	32.69	10.1	33	持平
地方财政一般预算收入	亿元	412.38	18.2	500.88	21.5	560	12
城镇登记失业率	%	2.37	-0.12	2.31	-2.5	3	---
居民消费价格指数	%	101.6	0.3	102.2	0.6	102	持平
万元GDP建设用地	平方米/万元	14.27	-4.3	13.62	-4.6	12.26	-10
年末常住人口	万人	827.75	3.4	846.43	2.3	866	2.3

资料来源：深圳市发展和改革委员会网站

2. 深圳市中小企业及民营经济发展概况

“十五”期间，我国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》（以下简称《促进法》）正式颁布实施，广大中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。深圳市委、市政府积极推动完善配套政策环境、加强服务建设和推动企业做大做强等工作。2006年8月，深圳市委、市政府出台《关于进一步加快民营经济发展的若干措施》、《深圳市民营领军骨干企业认定暂行办法》和《深圳市民营及中小企业发展专项资金管理暂行办法》等一系列措施。这些政策突出解决土地、融资和优化政府服务等方面问题，全市初步形成了由市中小企业服务中心牵头，以区、街道服务机构为骨干，以专业服务机构为依托，以社会中介组织相互配套、互为补充的民营及中小企业服务网络，形成了职能部门配合协调、市区上下联动、推动民营经济发展的强大合力。

表4 深圳市2006年民营经济主要经济指标

指标名称	单位	1-12月累计	同比增长
一、民营经济增加值	亿元	1540.47	15.90%
二、规模以上民营工业总产值	亿元	1751.01	28.70%
销售收入	亿元	1583.48	22.30%
利润总额	亿元	39.72	1.20%
三、民营外贸进出口总额	亿美元	314.62	65.90%
民营外贸出口总额	亿美元	220.44	100.80%
民营外贸进口总额	亿美元	94.18	17.90%
四、民营社会消费品零售总额	亿元	1065.19	13.50%
五、民营餐饮业零售额	亿元	143.76	15.00%

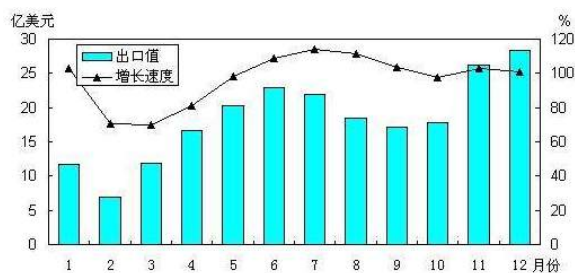
资料来源：深圳市中小企业服务中心

在宽松良好的政策环境下，深圳市中小企业及民营经济数量规模日益壮大。截至2006年底，深圳市民营企业登记数量达19.1万家，占全市企业数的78.5%，同比增长26%；总注册资本为3171亿元，同比增长47.1%；注册资本在1000万元以上的民营企业共4912家，在1亿元以上的共116家。全市拥有个体工商户39万家，同比增长8.9%；个体工商户总注册资本56亿元，同比增长6.3%。

2006 年，深圳市全市民营经济实现增加值 1540.47 亿元，同比增长 15.9%，占全市生产总值（GDP）的 27.1%，对全市生产总值增长的贡献率为 29%。深圳市 2006 年民营经济主要经济指标见表 4。

2006 年，深圳市民营企业累计外贸进出口总额为 314.62 亿美元，同比增长 65.9%，增速高于全市进出口 36 个百分点，占全市进出口总额的比重为 13.2%。其中，民营外贸出口累计 220.44 亿美元，同比增长 100.8%；民营外贸进口累计 94.18 亿美元，同比增长 17.9%；民营贸易顺差 126.26 亿美元。民营企业出口继续保持高速增长态势，依然是当前深圳市外贸出口增长最快的经营主体。

图 1 深圳市 2006 年民营外贸出口统计图



资料来源：深圳市中小企业服务中心

2006 年，深圳市民营企业缴税 533.2 亿元，同比增长 22.1%，占全市企业纳税总额的 56.4%。其中，民营企业缴纳地税 266.4 亿元（其中，个体工商户缴纳地税 15.4 亿元），同比增长 19.8%，占社会缴纳地税总额的 59.2%；缴纳国税 266.8 亿元（其中个体工商户缴纳国税 22.3 亿元），同比增长 30.7%，占社会缴纳国税总额的 54.0%。

据深圳市中小企业服务中心预计，2007 年深圳市民营经济将继续保持平稳增长态势，预计完成增加值 1750 亿元，同比增长 14%；民营规模以上工业企业总产值 3000 亿元，同比增长 16%；外贸进出口总额 440 亿美元，同比增长 40%，其中出口额 360 亿美元，同比增长 60%。

在 2007 年全市外贸经济工作会议上，深圳又出台措施进一步优化民营及中小企业发展环

境。随着《深圳市中小企业促进条例》、《深圳市支持企业上市若干政策措施》等的出台，《深圳市民营及中小企业成长工程实施方案》、《深圳市民营及中小企业统计办法》等法规的实施，以及“深圳市中小企业及民营经济运行监测分析系统”的启动和完善，深圳市民营经济发展的政策服务体系日趋完善。

2007 年 6 月，《深圳市中小企业及民营经济发展“十一五”规划》出台，确定“十一五”期间（2006-2010 年），深圳市中小企业及民营经济发展的总体目标为：

（1）努力构建适宜中小及民营企业生存和发展的“高地、湿地、洼地”，推动中小及民营企业“雁形”发展。

（2）实施自主创新战略，鼓励和支持中小及民营企业原始创新。

（3）在资源紧约束发展条件下，鼓励中小及民营企业集聚发展，并与大型企业紧密配套，形成较为完善的产业链。

（4）重点在四大支柱产业和七大优势传统产业，培育和支持民营领军骨干企业、成长型中小企业及创新型中小企业发展。

（5）实施“走出去”战略，大力发展外向型经济，鼓励有条件的中小及民营企业“走出去”。

“十一五”期间，深圳市中小企业及民营经济发展的预期指标为：

（1）总户数年均增长 12%；

（2）增加值年均增长 15%；

（3）上交税金年均增长 15%；

（4）出口总额年均增长 25%；

（5）民营经济增加值占全市 GDP 的比重每年递增 1%，到 2010 年占全市 GDP 的比重达 32%；

（6）自主知识产权拥有数量（专利申请及授权数量、商标注册申请数量、著作权登记数量）每年增长 15%。

《规划》进一步提出，要优化政策、营商和创业环境，进一步促进中小及民营企业发展；加快建立社会化服务体系，继续完善“六大”

服务平台（融资服务平台、自主创新服务平台、信息咨询服务平台、市场开拓服务平台、培训交流服务平台和创业辅导服务平台）；扶优扶强推进企业自主创新，培育“三支”队伍（民营领军骨干企业和民营企业 50 强队伍、成长型中小企业队伍和中小企业服务机构骨干队伍）。

总的来看，深圳市委、市政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策、营商和创业环境，深圳市中小及民营企业经营环境良好。目前，深圳市中小企业数量较多，民营经济较为发达，发展前景较好。

三、发行人基本情况及债券筹资项目概况

本期债券发行主体共 20 家，各企业主要财务数据见附件 1。

1、深圳市卓识教育管理顾问有限公司

主体概况

深圳市卓识教育管理顾问有限公司（以下简称“卓识教育”）系经深圳市工商行政管理局核准，于1994年12月13日成立的有限责任公司。截至2006年底，卓识教育注册资本为1000万元人民币，股东为汕尾新世界教育管理有限公司以及陈予川、牛利两名自然人（两人系夫妻关系）。公司股权关系见图2。

卓识教育经营范围：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）。

卓识教育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。目前，公司已在粤东地区投资了四所全日制中小学（见表5）：汕尾市新世界中英文学校（以下简称“汕尾新世界学校”）、普宁新世界中英文学校（以下简称“普宁新世界学校”）、汕头市潮阳新世界中英文学校（以下简称“潮阳新世界学校”）、深圳市龙岗区布吉镇中海怡翠学校（以下简称“中海怡翠学校”，该校

为国有民办合作办学）。四所学校占地总面积600亩，建筑面积约12万余平方米。截至2006年底，在校生总数约10000名，教师员工约1200名。目前，卓识教育所投资的学校已形成集团化规模，积累了丰富的系统的教育教学和学校管理经验。

图2 卓识教育的产权及控制关系

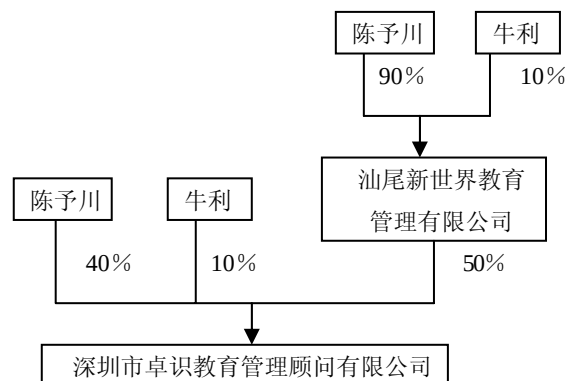


表 5 卓识教育所投资学校概况

注册地	开办资金 (万元)	法人 代表	投资 比例%	单位性质
普宁新世界学校	3000	陈予川	100	民办非企业单位
潮阳新世界学校	2000	陈予川	100	民办非企业单位
汕尾新世界学校	100	陈予川	100	民办非企业单位
中海怡翠学校	800	陈予川	合作	国有民办事业单位

资料来源：2006年公司审计报告

截至2006年底，卓识教育（合并）资产总额28692.39万元，所有者权益19357.47万元。2006年，公司实现主营业务收入9020.23万元，利润总额1459.50万元。

卓识教育地址：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。

募集资金用途

卓识教育本次发行企业债券募集的资金7000万元，全部用于公司下属潮阳新世界学校的一期、二期工程，该项目已获得汕头市发改局批准（批文号为：汕市发改〔2006〕174号）。该项目计划总投资为2.8亿元，其中，卓识教育利用自有资金21000万元，对外融资金额7000

万元。

表 6 潮阳新世界学校一期、二期工程概况

	一期工程	二期工程
投资额	1.3 亿元	1.5 亿元
占地面积	92000 平方米	75000 平方米
建筑面积	60870 平方米	82000 平方米

资料来源：卓识教育提供

一期工程项目内容包括：教学楼25200平米、宿舍楼26970平米、食堂等配套设施8700平米。目前，一期工程的教学楼、学生宿舍楼、教职工宿舍、图书馆、食堂等大部分设施均已建成并投入使用（潮阳新世界学校从1999年开始招生，截至2006年底，在校生总人数3871人），但尚未办理竣工手续。

二期工程项目内容包括：

（1）基础设施建设

教学楼14000平米，宿舍楼39000平米，艺术馆、图书馆、体育馆、科学楼等共20000平方米，食堂、车库等配套设施9000平米，400米塑胶跑道及篮球场7600平方米；基础设施建设总投资约9980万元。

（2）教学设备购置

教学设备投资1080万元，包括30台校车、自然、生物、化学及物理实验室各6间。

（3）其他资金3000万元

包括土地出让金1000万元、建设用流动资金1500万元、项目建设不可预见费500万元等。

目前，二期工程待建，目前已取得可供项目建设的平整土地及配套设施，已完成项目建设的前期工作（包括市场调研、项目规划设计、建筑设计、建设进度安排等），全部工程计划2009年5月完工。预计潮阳新世界学校2007年、2008年、2009年可分别新增学生1500人、1000人和1500人。二期工程完全交付使用后，潮阳新世界学校在校生总人数将达7000人，其中幼儿部1000人，小学部3000人，中学部3000人。二期工程建成后，潮阳新世界学校的学位紧张

局面将大大缓解，可满足潮阳地区对优质教育的需求，有利于提升卓识教育的整体竞争力。

2、深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司

主体概况

深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司（以下简称“三鑫公司”）成立于2000年12月，经深圳市人民政府深府函[2000]86号文批准，由原深圳市三鑫玻璃工程有限公司整体变更设立，注册资本3320万元。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2007]207号文核准，公司于2007年8月9日首次向社会公众发行人民币普通股3400万股，并于2007年8月23日在深圳证券交易所挂牌上市交易（公司简称：三鑫股份，股票代码：002163）。目前，公司股本总额13600万股，持有公司5%以上股份的股东有自然人韩平元（持股28.46%），深圳贵航实业有限公司（持股20.51%），中国贵州航空工业（集团）有限责任公司（持股7.47%）和上海泛亚策略投资有限公司（持股5.88%）。

三鑫公司经营范围：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2006年底，三鑫公司内设幕墙产品事业部、幕墙工程事业部和企业发展部、行政部、审计部、财务部、研发中心、市场部和质量售后服务部共9个业务和职能部门；拥有1家全资子公司和1家控股子公司。

截至2006年底，三鑫公司合并资产总额60141.59万元，所有者权益24383.41万元；2006年实现主营业务收入80297.96万元，利润总额4638.89万元。

三鑫公司注册地址：深圳市南山区南海大道新保辉大厦17层；法定代表人：费元文。

募集资金用途

三鑫公司本次发行企业债券募集的资金 5000 万元，将分别用于建设年产 140 万平方米低辐射膜（LOW-E）节能玻璃生产线项目（拟用 3400 万元）和 ITO 平板显示器镀膜玻璃生产线项目（拟用 1600 万元）。

表7 募集资金项目概况

项目名称	批准机关和文号	项目总投资（万元）	主要资金来源
年产140万平方米低辐射膜（LOW-E）节能玻璃生产线项目	深圳市发展与改革局深发改[2007]63号	18624.00	上市募集发债募集
大亚湾三鑫节能幕墙产品生产基地	惠州市发展与改革局备案项目编号：061303314000330	14000.00	上市募集
ITO平板显示器镀膜玻璃生产线项目	深圳市贸易工业局深贸公技备（2006）254号	5612.00	发债募集

年产 140 万平方米低辐射膜（LOW-E）节能玻璃生产线项目拟建设一条低辐射膜（LOW-E）节能玻璃生产线及相关配套设备、检测设备。生产线设备为积木式多真空室结构的镀膜机组，采用真空磁控溅射镀膜技术生产 LOW-E 玻璃；配置德国应用薄膜公司的 TJ2540H5/15 真空磁控溅射镀膜成套设备；投资新建 6542 平方米厂房。2008 年项目建成量产后，预计可实现年销售收入 21902 万元，税后净利润 7505 万元，创汇 1500 万元，投资回收期 5 年（不含建设期）。该项目总投资 18624 万元，其中新增建设投资为 16337 万元（包括设备投资 14106 万元、建筑安装投资 2231 万元）、流动资金 2287 万元，建设期为 2 年，达产期 1 年。

ITO 平板显示器镀膜玻璃生产线项目拟购置全自动 in-line 溅镀机组，主机从国外进口并在国内组装，其他设备选用国产设备。该项目总投资 5612 万元，2008 年建成后可年产 420 万块 ITO 镀膜玻璃，预计年销售收入 8820 万元，税后净利润 1760 万元。

3、深圳市高新科技股份有限公司

主体概况

深圳市高新科技股份有限公司（以下简称“高新奇公司”）成立于 1997 年 5 月 5 日，前身为深圳市高新奇电子有限公司。2002 年 9 月 28 日，经深圳市人民政府深府股（2002）第 33 号批准证书批准，高新奇公司重新注册为“深圳市高新科技股份有限公司”，注册资本 1038 万元。2005 年 11 月，高新奇公司进行增资扩股，股本从 1038 万元增至 20000 万元，其中法人代表许晓东持股 25%、总经理许瑞强持股 25%、董事许瑞洪持股 15%、董事许瑞杰持股 10%、董事陈宝珊持股 10%和深圳市高新奇投资有限公司持股 15%。

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

高新奇公司下设财务部、采购部、质量控制部、制造部、国内营销部、国际营销部等 15 个职能部门；截至 2006 年底，高新奇公司没有控股或参股子公司。在职员工 3000 余名。

截至 2006 年底，高新奇公司合并资产总额 50091.54 万元，所有者权益 27707.08 万元；2006 年实现主营业务收入 36554.65 万元，利润总额 3522.07 万元；经营活动产生的现金流量净额 -8695.34 万元，现金及现金等价物净增加额 1379.48 万元。

高新奇公司注册地址：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。

募集资金用途

高新奇公司本次发行企业债券募集的资金 5000 万元，全部用于公司“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。

数字多功能电话机第一期生产线技术改造项目

该项目已经得到深贸工技备（2005）077号文批准。项目总投资 8600 万元，项目完成后，公司每年可新增数字电话机产能 360 万台，增加销售收入 2 亿元。项目已于 2005 年 9 月动工，截至 2006 年底，已完成部分设备的改进措施工程，预计 2007 年年内竣工。

GSM 手机生产线项目

该项目可行性研究报告已经得到国家发改委以发改高技[2006]1444 号文批准。项目总投资 11966 万元，将使公司新增 GSM 手机年产能 120 万部，增加销售收入 96000 万元。项目已于 2006 年 10 月开工建设，截至 2006 年底，已完成核心工程和部分生产线，约完成项目 40% 的工程，预计 2008 年 6 月竣工。

4、深圳市好易通科技有限公司

主体概况

深圳市好易通科技有限公司（以下称“好易通公司”）成立于 1993 年 5 月，初始注册资本人民币 188 万元。经历次增资，截至 2006 年底，好易通公司注册资本为 2000 万元，其中陈清州持股 83%，陈坚强持股 12%，翁玲玲持股 5%。

好易通公司经营范围：开发、生产无线电通信器材及配件，提供相关技术服务（不含限制项目）；自营进出口业务（按深贸管登证字第 85 号文执行）；开发、生产、销售数码产品。

好易通公司下设人力资源部、财务部、管理工程部、研发中心、市场部、海外销售部、政府和行业销售部、全球客户服务部等 14 个职能部门；在职员工 1375 名。

截至 2006 年底，好易通公司资产总额 51604.48 万元，所有者权益 20331.42 万元；2006 年实现主营业务收入 44835.08 万元，利润总额 2282.91 万元。

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

募集资金用途

好易通公司本次发行企业债券募集的资金 7300 万元，全部用于公司“数字集群系统及终端项目改进”建设项目。本项目已经深圳市贸易工业局批准，批文号为“深贸工技备[2006]206 号”。项目拟建立好易通专用移动通信工程研究中心，使之成为我国专用移动通信的主要研发基地和专用移动通信关键技术的国际交流基地。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。本项目的研发周期为 2006 年 1 月到 2010 年 12 月，预计 2007 年年末数字集群终端将正式量产，2008 年上半年数字集群系统正式量产。

5、深圳市邦凯电子有限公司

主体概况

深圳市邦凯电子有限公司（以下简称“邦凯电子”）始建于 1999 年 11 月，由深圳市恒基达业投资有限公司（持股 70%）和自然人王继生（持股 30%）共同出资 300 万元设立而成。截至 2006 年底，经股权转让和增资后，邦凯电子注册资本增至 1350 万元，股东包括深圳市三蓝投资发展有限公司（37.04%）和付启元（21.48%）、高萍（21.48%）、王继生（20%）3 位自然人。

邦凯电子经营范围：化工产品、电子系列产品购销、电子产品的生产、经营、进出口业务。主要产品是：锂离子方形、圆柱形、锂离子聚合物电池、组合动力电池等。

邦凯电子本部内设铝壳锂电事业部、聚合物锂电事业部、组装事业部、圆柱电池事业部和采购部、研发中心、计划部、服务中心、财务部、人事行政部、企划部、设备开发部、IT 部共 13 个业务与职能部门。

截至 2006 年底，邦凯电子资产总额 27086.23 万元，所有者权益 16317.74 万元；2006 年实现主营业务收入 32311.62 万元，利润总额 6744.77 万元。

邦凯电子注册地址：深圳市宝安区龙华镇赤岭头村委侧；法定代表人：付启元。

募集资金用途

邦凯电子本次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，以提升公司锂电池产能。上述项目总投资 25000 万元，本期债券发行额占项目总投资额的 16%。

该项目是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。项目已经深贸工技备（2006）277 号文备案，并已取得了工业用地及配套生活用地的土地使用权证，土地总面积约为 12.47 万平方米。项目建设内容包括 7 栋工业厂房、宿舍、职工活动中心、1 栋办公楼、配套厂区道路辅助工程的厂区基建投资 14000 万元，按十二条生产线准备的机器设备采购及安装 7500 万元，厂房、技术中心大楼与实验室装修 1000 万元和流动资金 2500 万元。项目建设计划分两期，一期工程将于 2007 年 9 月开工，在 2007 年底完成，实现现有生产设备的搬迁和新购置设备的投入使用；二期工程将参照公司生产经营状况和中小板上市进程安排，整个工程将于 2008 年完成，在 2009 年达产后，锂电池产能提高到 100 万支/日，可实现年销售收入 120000 万元，利润总额 16830 万元。

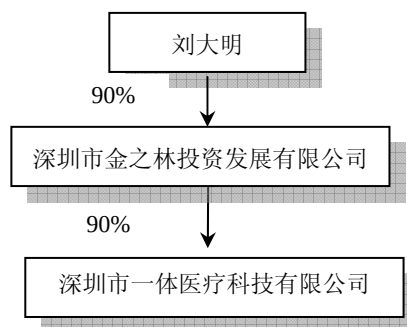
该项目总投资 25000 万元，其中企业自筹 8000 万元，发行企业债券 4000 万元，其余资金由银行贷款解决。

6、深圳市一体医疗科技有限公司

主体概况

深圳市一体医疗科技有限公司（以下称“一体医疗”）前身为成立于 1999 年 7 月 21 日的深圳市一体智能技术有限公司，，后经多次增资扩股及股权转让，截至 2006 年底，一体医疗注册资本 7000 万元人民币。其中深圳市金之林投资发展有限公司出资 6300 万元占 90%股份，刘艺青出资 560 万元占 8%的股份，刘惠艳出资 140 万元占 2%的股份，由于公司法人代表刘大明持有深圳市金之林投资发展有限公司 90%股份（参见图 3），且与公司第二大股东刘艺青为父女关系，因此公司实际控制人为刘大明先生。

图 3 一体医疗的股权关系



资料来源：公司提供

一体医疗主要经营：大型肿瘤治疗设备和亚健康治疗设备的研发、生产及销售。

一体医疗本部下设体系管理部、品检部、生产部、物流部、研发部、市场营销部、企划部、人力资源部、基础医学部等 14 个职能部门。截至 2006 年底，公司拥有西安一体医疗科技有限公司（简称“西安一体”）1 家控股子公司，持股比例 75%。

截至 2006 年底，一体医疗合并资产总额 27591.06 万元，所有者权益 18369.53 万元；2006 年实现主营业务收入 13060.73 万元，利润总额 2610.75 万元。

一体医疗注册地址：深圳市科技园北区朗

山二路洁净阳光园；法定代表人：刘大明。

募集资金用途

一体医疗本次发行企业债券募集的资金 4000 万元，全部用于公司“一体产业园”项目。该项目已获得深圳市发展和改革委员会批准（批文号为深发改[2006]1099）。项目计划建设一间热生物学实验室和一条生产线的基础上扩建引进两条新生产线，分两个阶段：第一阶段，新建全身热疗产业化生产环境，购置深圳市高新技术产业园区北区标准厂房三层，共计面积 12000 平米，为生产研发用房，建立年产 200 套全身热疗系统生产线；第二阶段，全面完成项目用厂房及研发楼的二次装修，生产模具改型、新生产线组装，进行项目用生产设备的安装调试，实现规模化生产。

项目总投资额为 32000 万元人民币，项目建成后将形成年产 300 台热疗设备，20 台伽玛刀设备和 200 台红光治疗设备的生产能力，该项目资金筹措将通过银行贷款、自筹和发行债券等方式取得，前期准备工作于 2007 年 9 月完成，目前已着手准备建设包括厂房租赁、厂房及生产线设计、厂房装修、设备订购和人员培训等工作，预计 2008 年 12 月可正式完成，2009 年 1 月项目试运营。

7、深圳市金立通信设备有限公司

主体概况

深圳市金立通信设备有限公司（以下简称“金立通信”）成立于 2002 年 8 月，由多个自然人出资共同组建。截至 2006 年底，金立通信注册资本 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。

金立通信经营范围：通信设备的生产、技术开发及销售；经营进出口业务（不含专营、专控、专卖商品及限制项目）。

金立通信下设销售、生产、财务、总经办、

研究院等职能管理体系。公司共有控股、参股公司 11 家（表 8）。

表8 金立通信下属控股、参股公司情况

公司名称	投资金额	持股比例
东莞市金铭电子有限公司	2000万元	100%
湖南金维康生物技术有限公司	544万元	68%
深圳市金维康生物技术有限公司	136万元	68%
上海鼎为通讯科技有限公司	120万元	60%
北京太力通信信息技术有限公司	300万元	10%
北京金立超越科技发展有限公司	21.3万元	42.6%
香港金立	90万元	100%
湖南分公司	80万元	100%
深圳隆宇世纪科技公司	264万元	100%
湖南省液晶电视科技公司	160万元	100%
海港大酒楼	20万元	5%

截至 2006 年底，金立通信合并资产总额 100618.06 万元，所有者权益 42814.21 万元；2006 年实现主营业务收入 200680.99 万元，利润总额 13463.30 万元。

金立通信注册地址：深圳市深南大道 6007 号创展中心 8 楼；法定代表人：刘立荣。

募集资金用途

金立通信本次发行企业债券募集的资金 10000 万元，用于公司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%。

（1）移动通信终端生产项目

该项目的建设期为 1 年，拟利用公司已有厂房和研发生产条件，新增必要的生产、测试设备仪器及软件，完善 GSM、CDMA 手机开发和测试环境。项目建成后，可形成年产 700 万台手机的生产能力，内部收益率为 63.03%，投资利润率 47.53%。

该项目已由国家发展和改革委员会以发改高技[2005]851 号文批准。项目总投资 18505 万元，其中固定资产投入 6508 万元，流动资金 11997 万元，资金来源为公司自筹和银行贷款，以及本次债券发行募集资金中的 5500 万元。

（2）第三代移动通信终端设备的技术改造

项目

该项目基于公司在第二代移动通信的基础上进行技术改造,进行第三代移动通信终端的开发。据公司预计,3G 运营牌照发放后,公司大约占据 100 万部 3G 手机的市场份额。以 3G 手机均价 2000 元人民币计算,年销售将达 20 亿元,年利润大约为 2 亿元。该项目内部收益率为 49.2%,投资利润率 29.56%,项目建设期为 1.5 年,投资回收期为 3.74 年。

该项目已由深圳市贸易工业局以深贸工技备[2006]268 号文备案,项目总投资 19000 万元,项目资金主要来源于发行人自有资金 11000 万元,银行贷款 3000 万元,发行企业债券 5000 万元。

8、深圳市远望谷信息技术股份有限公司

主体概况

深圳市远望谷信息技术股份有限公司(以下简称“远望谷公司”)前身为深圳市远望谷信息技术有限公司,是 1999 年 12 月由兰州远望信息技术有限公司、陈长安等五名股东共同出资在深圳市注册成立的有限责任公司。2003 年 11 月,经广东省深圳市人民政府深府股[2003]31 号文批准,深圳市远望谷信息技术有限公司整体改组为股份公司。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2007]204 号文核准,公司向社会公开发行人民币普通股股票 1610 万股,并于 2007 年 8 月 21 日在上海证券交易所挂牌交易。截至 2007 年 8 月底,公司总股本 6420 万股,其中有限售条件流通股 4810 万股,占比 74.92%;人民币普通股 1610 万股,占比 25.08%;公司第一大股东徐玉锁持有 25550.072 万股,占总股本的 39.80%。公司股票简称:远望谷;股票代码:002161。

远望谷公司经营范围:微波射频识别技术开发及微波射频识别系统产品的生产、销售;计算机软件系统的开发与销售;国内商业、物资供销业(不含专营、专控、专卖商品及限制

项目);经营进出口业务(按深贸管准证字第 2001-212 号文执行)。主要产品为地面装置、标签编辑器、电子标签、仪器仪表等。

远望谷公司下设生产部、财务部、技术部、人力资源部、市场部、采购供应部等 16 个职能部门;截至 2006 年底,远望谷公司拥有直接投资控股子公司 5 家,间接投资控股子公司 2 家。在职员工 240 名。

截至 2006 年底,公司合并资产总额 20027.83 万元,股东权益 15116.61 万元;2006 年实现营业收入 11253.67 万元,利润总额 3628.01 万元;经营活动产生的现金流量净额 3553.24 万元,现金及现金等价物净增加额 2666.23 万元。

远望谷公司注册地址: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。

募集资金用途

远望谷公司本次发行企业债券募集的资金 4500 万元,用于公司射频识别(RFID)电子标签设计及产业化项目、射频识别(RFID)读写器设计及产业化项目、铁路车号识别 RFID 产品产业化及拓展应用项目,上述项目总投资为 20000 万元。

(1) 射频识别(RFID)电子标签设计及产业化项目

该项目的主要内容包括:在现有 RFID 技术标准研究的基础上,通过深入的调研分析、仿真建模分析、模型标签设计等方式,研究并测试 RFID 技术标准的具体内容,并形成相应的 RFID 技术标准研究资料;研究芯片的完整设计技术,建立芯片设计、制造、封装、测试的完整体系,试制 RFID 专用电子标签芯片;研究基于不同应用衬底材料使用的电子标签天线设计及结构设计,研究开发出系列适合空气、塑料、玻璃介质及金属表面安装使用的系列化电子标签产品;深入研究线绑技术与倒封装芯片与天线之间的绑定技术,形成生产稳定的工艺流程;建立年产电子标签 5600 万只的产业化

能力。该项目总投资 9000 万元，项目可行性研究报告已经国家发改委以深发改[2006]1477 号文批准。

(2) 射频识别 (RFID) 读写器设计及产业化项目

该项目的主要内容包括：读写器实现的主流技术方案研究，深入研究读写器射频模块、基带模块、接口功能扩展等技术，开发新型读写器核心模块，成系列、多样性、兼容性强的 UHF 频段读写器开发；微波频段各类读写器天线设计，低成本、高可靠读写器生产工艺技术及新器件研究；天线测试、电磁兼容、微波屏蔽等读写器技术研究开发平台建设；建立年产 RFID 读写器 10000 套的产业化能力。该项目总投资 5000 万元，项目可行性研究报告已经国家发改委以深发改[2006]1478 号文批准。

(3) 铁路车号识别 RFID 产品产业化及拓展应用项目

该项目的主要内容包括：新一代铁路车号识别 RFID 产品及拓展应用技术的持续研究；新型客、货、机车电子标签及地面识别设备持续研发；建立新型货车标签、客车标签、机车双向标签、标签编程器、新型 AEI(地面识别设备)、OEM 化读出装置、以及相应数量配套软件和设备等铁路车号识别 RFID 产品的规模产业化能力；列车报警系统、铁路应答器等拓展应用设备的研制。该项目总投资 6000 万元，项目可行性研究报告已经国家发改委以深发改[2006]1479 号文批准。

9、深圳市中航信息科技产业有限公司

主体概况

深圳市中航信息科技产业有限公司（以下简称“中航信息”）的前身是深圳市中航电脑总公司旗下的外设事业部，是国内最早一家从事专业打印机研制开发及销售的公司。经过改制，中航信息于 2001 年 12 月在深圳市工商行政管理局登记正式成立。经股权转让后，截至 2006

年底，中航信息注册资本为 2000 万元，由深圳市广晟投资发展有限公司（25.55%）、深圳市远望投资发展有限公司（10.45%）、深圳市国成科技投资有限公司（9.9%）、广东省红岭集团有限公司（8%）、深圳市中航信息产业有限公司（0.75%）和常远（23.5%）、张健全（20%）、唐文劲（0.88%）、王捷（0.75%）、李军（0.22%）5 位自然人持股。

中航信息经营范围：计算机、打印机及外围设备的技术开发、产品生产、销售；同时兼营数据通讯设备、办公自动化设备、网络、软件的开发、生产和销售等。

中航信息本部内设海外事业部和管理部、研发部、客服中心、营销中心、财务部、市场部共 7 个业务与职能部门，截至 2006 年底，公司下属 1 个全资子公司——深圳市中航软件技术有限公司（注册资本 300 万元）和 7 个销售大区、3 个办事处。

截至 2006 年底，中航信息资产总额 16688.99 万元，所有者权益 11031.73 万元；2006 年实现主营业务收入 22375.13 万元，利润总额 3763.63 万元。

中航信息注册地址：深圳市高新区中区软件园 1 号楼 301#、302#；法定代表人：张健全。

募集资金用途

中航信息本次发行企业债券募集的资金 3000 万元，全部用于公司自主研制和生产的 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%。

该项目拟在深圳市龙岗区新征地 10 万平方米用于建设 PB/PR 系列存折票据多功能打印机的研发和生产基地。项目已经深贸工技备（2006）052 号文备案，预计总建设周期为 4 年，2010 年 11 月建成投产。项目建设计划分两期，一期已于 2006 年 11 月启动，建设周期为 24 个月，拟完成设备购置、研究基地和生产线的投资建设，实际投资额 9000 万元，形成 5 万台的生产能力；二期计划周期为 24 个月，建

立 PB/PR 系列存折票据多功能打印机产业化基地和研发中心，预计投资额 10000 万元，最终形成年新增 PB2 存折票据多功能打印机 6 万台，PR/B 存折票据多功能打印机 4.5 万台，生产产品达到国外同类产品先进水平，具备与国外产品的竞争能力。

该项目包括固定资产投资 16500 万元，流动资金 2500 万元，其中固定资产投资包括购买设备 8600 万元、设备安装费用 500 万元、土地费用 3000 万元、土建费用 2700 万元、公用工程 1500 万元及其他投资 200 万元。

该项目总投资 19000 万元，其中企业自筹 11000 万元，发行企业债券 3000 万元，其余资金由银行贷款解决。项目建成后，预计可实现年销售收入 41738 万元，利润总额 6758 万元。

10、深圳市飞马国际供应链股份有限公司

主体概况

深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“飞马国际”）前身是成立于 1998 年 7 月 9 日的深圳市飞马运输有限公司，2003 年 1 月 16 日更名为深圳市飞马国际物流有限公司。2006 年 12 月 25 日公司整体改制为股份有限公司，以经审计后的截止 2006 年 11 月 30 日的净资产人民币 96570098.72 元按 1: 0.9941 的比例折为 9600 万股，每股面值 1 元，注册资本变更为人民币 9600 万元，其中广州市飞马运输有限公司持有 8640 万股，占股本总额 90%，赵自军持有 672 万股，占股本总额 7%，黄汕敏持有 288 万股，占股本总额 3%，并于 2006 年 12 月 25 日在深圳市工商局登记注册成立。

飞马国际经营范围：承办海运、陆运、空运进出口货物的国际运输代理业务，包括：揽货、订舱、仓储、中转、集装箱拼装拆箱、结算运杂费、报关、包验、保险、报关的短途运输服务及运输咨询业务；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；普通货物运输、道路集装箱运输、投资兴办实业（具体项

目另行申报）；经营进出口业务（按资格证书办理）。

飞马国际内设总经理办公室、财务金融部、证券部、人力资源部、销售部、信息部、风险控制部、运营部、审计部共 9 个职能部门。截至 2006 年底，飞马国际下属 2 家全资子公司、2 家控股子公司和 1 家分公司。

截至 2006 年底，飞马国际合并资产总额 27500.27 万元，股东权益 10841.66 万元；2006 年实现营业总收入 29798.49 万元，利润总额 4433.95 万元。

飞马国际注册地址：深圳市福田区深南大道 1056 号银座国际大厦 26 楼 2601 室；法定代表人：黄固喜。

募集资金用途

飞马国际本次发行企业债券募集的资金 4000 万元，用于公司飞马华南塑胶物流园技术改造项目，以扩大公司的综合物流服务规模。上述项目总投资 20976 万元，本期债券发行额占项目总投资额的 19.07%，其中用于固定资产投资 15976 万元，流动资金 5000 万元。

该项目是拟对在东莞市黄江镇建立的华南塑胶物流园进行更新、改造，进一步发展为以深圳为枢纽、辐射华南以至全国的塑胶物流中心。项目已经深贸工技备（2006）277 号文备案，并已取得了仓储用地的土地使用权证，土地总面积约为 16.73 万平方米。项目建设内容包括新建 5 至 8 万平方米面积的仓储，更新现有的 1 万平方米仓储及配送中心，新增一定数量的货车、装卸设备，改造信息网络系统。预计项目建设周期为 3 年，2007 年 9 月启动，到 2010 年底完成后，可实现年收入 54000 万元，利润总额 7500 万元，内部收益率为 27.77%，回收期为 3.29 年。

该项目总投资 20976 万元，其中企业自筹 8000 万元，发行企业债券 4000 万元，其余资金由银行贷款解决。

11、深圳市雄韬电源科技有限公司

主体概况

深圳市雄韬电源科技有限公司（以下简称“雄韬电源”）成立于 1994 年 11 月 3 日，经过历年的增资扩股与股权变更，截至 2006 年底，雄韬电源注册资本为 2000 万元人民币，股权结构为：深圳市三瑞科技发展有限公司持股 86%，深圳市大略实业有限公司持股 5%，张华农持股 8%，张华军持股 0.5%，徐可蓉持股 0.5%。雄韬电源控股三家子公司，分别拥有深圳市雄韬实业有限公司 57% 的股份、深圳市圣瑞电源有限公司 75% 的股份和深圳市雄韬锂电有限公司 70% 的股份。

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

雄韬电源按照营销、研发、财务、厂务、行政等职能，设置了人力资源部、行政部、生产部、物流计划部、品质部、技术部、研发部、市场部、商务部等 15 个职能部门。

截至 2006 年底，雄韬电源合并资产总额 44006.72 万元，所有者权益 12640.07 万元。2006 年公司实现主营业务收入 73276.10 万元，利润总额 2840.01 万元；经营活动产生的现金流量净额 6353.27 万元，现金及现金等价物净增加额 2336.92 万元。

雄韬电源注册地址：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。

募集资金用途

雄韬电源本次发行企业债券募集的资金 4000 万元，全部用于公司纳米胶体电池生产线技术改造建设项目，该项目已得到“深贸工技备(2006)213 号”文批准。

该项目产品为采用灌装纳米二氧化硅胶体电解质为材料的蓄电池，具有免维护、长寿命、高性能等特点，2002 年 10 月通过中科院倪嘉缙院士、多位高校教授和电池行业专家等人士

组成的鉴定委员会的鉴定，鉴定意见认为该产品属于国内独创，技术水平居国内领先，产品水平达到国际同类产品的先进水平，并已获美国、欧盟等多家公司的认证。

该项目总投资 25210 万元，其中企业自筹 7710 万元，募集债券资金 4000 万元，银行贷款 13500 万元。该项目已于 2006 年 7 月开工建设，预计将于 2009 年 7 月完工，项目投资收益率 13.88%，投资回收期 3 年。

12、深圳市嘉达高科产业发展有限公司

主体概况

深圳市嘉达高科产业发展有限公司（以下简称“嘉达高科”）的前身是深圳市嘉达化工有限公司，成立于 1993 年 4 月，当时的注册资本为人民币 120 万元，公司性质为中外合资企业。该公司于 2007 年 8 月 16 日整体变更为现公司，股权结构为：深圳市嘉达新材科技实业发展有限公司持股 56.4%，浙江天堂硅谷创业集团有限公司持股 20%，深圳市博宏达科技有限公司持股 16%，深圳市高新技术投资担保有限公司持股 2.4%，深圳市和熠升投资有限公司持股 2.4%，深圳市同创盈投资咨询有限公司持股 1.6%，自然人潘橙持股 1.2%。公司注册资本为 1250 万元人民币，公司性质为内资有限责任公司。熊永强先生通过深圳市嘉达新材科技实业发展有限公司间接拥有公司 36.66% 的股权，是公司的实际控制人。

嘉达高科是集建筑节能、环保、新型功能材料研发、生产、施工及服务为一体的高新技术企业。嘉达高科经营范围：生产经营各类化工产品、电子机械设备（均不含现行许可证管理产品）；涂料工程、单项工程造价币 100 万人民币的工业与民用建筑的防水工程施工。

嘉达高科下设研发信息中心、生产物流中心、创新业务部、财务部、投资发展部、销售公司、工程公司、总裁办公室等 8 个职能部门。

截至 2006 年底，嘉达高科资产总额

14268.17 万元，所有者权益 9166.28 万元。2006 年实现主营业务收入 21936.23 万元，利润总额 3673.11 万元；经营活动产生的现金流量净额 901.72 万元，现金及现金等价物净增加额 -1362.02 万元。

嘉达高科注册地址：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。

募集资金用途

嘉达高科本次发行企业债券募集的资金 3000 万元，全部用于公司国家复合改性合成树脂功能新材料产业化示范基地的建设，该项目已得到“深贸工技备(2006)253 号”文批准。项目内容包括：(1) 年产 1.5 万吨无机改性复合树脂；(2) 年产 5.8 万吨合成树脂幕墙、墙体三合一系统、屋面三合一系统、聚合物防水材料、水泥砂浆改良剂五种复合功能建筑新材料；(3) 年产 1.2 万吨无渣轨道柔性枕木改良剂。

该项目系列产品是嘉达高科自主研发成果，可替代传统的瓷片、玻璃、石材及价格昂贵的铝材等高耗材资源，并具有节能保温、防水抗渗、绿色环保以及安全便利等优点，是对传统材料的一次革命。该类材料达到了防水性与透气性、高强度与柔韧性的平衡，而其抗老化性、耐污染性、抗裂性可与各类幕墙相媲美，相比造价降低 1/2~1/3。该项目的合成树脂幕墙新材料、防水材料、保温材料及高速铁路枕木，可大量替代高能耗、高物耗的传统材料，在大幅提升性能的同时降低生产成本，并在关键领域填补国内空白。该系列产品符合国家产业导向，2003 年被国家建设部列为科技成果推广项目，2004 年被国家科技部列入国家科技成果重点推广项目。

该项目总投资额为 68565 万元，其中嘉达高科自筹 40565 万元（包括查顿基金 33040 万元、达晨公司 3000 万元及自有资金 4525 万元），募集债券资金 3000 万元，银行贷款 25000 万元。债券募集资金所占比重为 4.38%。该项目建设

用地 115205 平方米，建设周期为 2.5 年，目前已办理选址意见书、用地预审，公司正在办理各项用地手续。

13、深圳市驰源实业有限公司

主体概况

深圳市驰源实业有限公司（以下简称“驰源公司”）成立于 1995 年 1 月 24 日，是依据《公司法》有关规定，经深圳市工商行政管理局核准成立的有限责任公司，公司注册资本 2850 万元。2005 年 4 月 8 日，根据股权转让协议，原股东罗文华先生将所持公司 90% 的股份转让给深圳航嘉源投资管理公司（以下简称“航嘉源公司”）；原股东钟少辉先生将所持公司 10% 的股份转让给深圳市兴东立精密机械有限公司（以下简称“兴东立公司”）。2006 年上述股权转让正式完成后，根据修改后的公司章程，新股东以未分配利润 7150 万元转增资本，增资后驰源公司注册资本为 10000 万元，其中航嘉源公司持有 90% 的股权，兴东立公司持有 10% 的股权。

驰源公司经营范围：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。公司主营电源供应器和电源系统的开发、设计、制造和销售。

驰源公司下设运营管理部、综合管理部、资讯管理部、品质部等 6 个职能部门；截至 2006 年底，驰源公司拥有直接投资控股子公司 1 家。在职员工 1800 名。

截至 2006 年底，驰源公司合并资产总额 46,676.02 万元，所有者权益 11,766.35 万元；2006 年实现主营业务收入 81,016.99 万元，利润总额 346.86 万元；经营活动产生的现金流量净额 2,753.74 万元，现金及现金等价物净增加额 -1,049.08 万元。

驰源公司注册地址：龙岗区布吉镇灯芯工业 A1 栋；法定代表人：罗文华。

募集资金用途

驰源公司本次计划发行 4500 万元企业债

券，债券募集资金将用于新型节能开关电源生产技术改造项目，建设改造年产 280 万台的新型开关电源，项目总投资为 25000 万元，项目预计投资收益率在 12.73% 以上，预计投资利润率为 18.93%，预期的投资回收期 5.49 年。项目可行性研究报告已经得到深贸工技备[2006]257 号文批准。

14、深圳市宝德科技股份有限公司

主体概况

深圳市宝德科技股份有限公司（以下称“宝德公司”）前身为深圳市乐和基业电脑网络有限公司，由李瑞杰、张云霞于 1997 年 8 月创办成立，注册资本 100 万元。2000 年 3 月，公司更名为深圳宝德科技开发有限公司。2001 年 7 月，公司进行股份制改组，成立深圳市宝德科技股份有限公司，注册资本 6600 万元。2002 年 12 月 12 日，宝德公司在香港联合交易所创业板上市，股票代码为 8236，发行股票 22000 万。2005 年上半年，宝德公司控股股东将所持股份转让给深圳市宝德投资控股有限公司。2005 年 11 月，宝德公司部分股权转让给 Crosby China Chips Holdings (2) (BVI) Limited 等三家境外公司，宝德公司变更为中外合资股份有限公司。截至 2006 年底，宝德公司注册资本为 9030 万元，第一大股东深圳市宝德投资控股有限公司持有 45.27% 的股份。

宝德公司经营范围：计算机软、硬件及接口设备，计算机配件的开发、生产、销售自产产品；进出口业务。

截至 2006 年底，宝德公司拥有 6 家控股子公司：深圳市宝德网络技术有限公司、深圳市宝腾互联科技有限公司、深圳市宝德计算机系统有限公司、深圳市宝德通讯技术有限公司、宝德科技（香港）有限公司和宝通集团有限公司。在职员工 481 人。

截至 2006 年底，宝德公司合并资产总额 49,062.82 万元，所有者权益 19,467.57 万元；

2006 年实现主营业务收入 103,774.26 万元，利润总额 3,729.37 万元。

宝德公司注册地址：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。

募集资金用途

宝德公司本次发行企业债券募集的资金 7000 万元，全部用于公司宝德科技工业园基础设施建设、存储及网络产品生产基地和研发中心项目，以上项目的总投资为 30,805 万元。

(1) 宝德科技工业园项目

该项目已经“深发改[2006]1093”号文批复，拟建成一个高科技制造基地。项目主要包括 4 栋建筑，其中：A 栋研发中心四层，建筑面积 7586.60m²；B 栋数据中心三层，建筑面积 1503.60m²；C 栋宝德一厂，五层高科技轻型厂房，建筑面积 17483.10m²；D 栋宝德二厂，五层高科技轻型厂房，建筑面积 5916.30m²。项目建成达产后，预计实现年均新增销售收入 115,280 万元、利润 6,952 万元、税金 1,043 万元。预计项目投资收益率为 39.57%，投资回收期 4.97 年。该项目计划投资总额为 15,000 万元，拟使用本次发行的企业债券 2,500 万元。

(2) 存储网卡生产线项目

该项目已经“深发改[2006]1123”号文批复，拟建设存储及网卡等服务器相关配件生产线在内的 4 条全自动服务器生产线。项目建成达产后，预计实现年均新增销售收入 40,700 万元、利润 10,077 万元、税金 621 万元。预计项目投资收益率为 45.52%，投资回收期 2.29 年。该项目计划投资总额为 10,793 万元，公司拟使用本次发行的企业债券 3,200 万元。

(3) 研发中心项目

该项目拟联合 Intel 共同投资建设具有国际领先水平的服务器评测实验室和具有持续创新能力的宝德服务器产品研发中心。作为宝德公司的科研基地，研发中心将按照宝德公司需求研发新型产品、对外提供公共测试服务，并承接政府、科研机构委托的课题攻关项目。其收

入主要为宝德公司按照营业收入提取的技术开发费、公共测试收入和对外课题经费。该项目计划投资总额为 5,012 万元，宝德公司拟使用本次发行的企业债券 1,300 万元。

15、深圳市好家庭实业有限公司

主体概况

深圳市好家庭实业有限公司（以下简称“好家庭实业”）成立于 1994 年，是我国健身器材行业的龙头企业。2005 年公司被评为深圳市民营企业 50 强。截至 2006 年底，公司注册资本为 3500 万元人民币，股东为张佳华和张诗嘉两名自然人（两人系兄妹关系），持股比例分别为 90% 和 10%。

目前好家庭实业主要采取 OEM 代工制造的经营模式，产品包括健身器材、室外健身路径、体质检测器、球类体育用品四大系列 300 多种产品，其中以健身器材系列产品为主，主导产品为数码跑步机。

好家庭实业拥有“好家庭”知名品牌，产品销量较大，2001~2006 年连续六年位居行业榜首（数据来源：国家统计局行业信息中心）。2006 年“好家庭”品牌被评为中国健身器材行业（唯一）标志性品牌。

好家庭实业设客服中心、采购中心、营销中心、制造中心、研发中心、财务中心、人力资源行政中心 7 个核心部门。公司原有 22 家控股子公司，但由于发展战略的需要，2006 年进行了业务重组，把参与零售业务的 21 家控股子公司和 250 多家销售终端全部转让给新成立的深圳市好家庭体育用品连锁经营有限公司（以下简称“好家庭连锁”，为同一股东，但与公司并无股权关系），公司退出零售业务，将经营重点转向生产制造。截至目前，公司仅拥有深圳市好家庭康体工程设施有限公司一家控股子公司（注册资本 1000 万元，公司持股比例 90%）。

截至 2006 年底，好家庭实业合并资产总额 23503.21 万元，负债总额 12594.22 万元，所有

者权益 10794.05 万元；2006 年实现主营业务收入 20123.05 万元，利润总额 1127.63 万元。

好家庭实业注册地址：深圳市罗湖区人民南路国贸大厦 37 层；法定代表人：张佳华。

募集资金用途

好家庭实业本次发行企业债券募集的资金 3700 万元，全部用于公司“好家庭体育产业园”项目建设。项目总投资 18690 万元，其中自有资金 8990 万元；本期发行债券 3700 万元；短期借款 1000 万元；私募基金 5000 万元。项目已由深圳市贸易工业局批准，批文文号为深贸工技备[2006]263 号。

该项目所投资金主要用于购置土地、厂房建设、生产、研发检测以及电子设备的添置。项目建设周期 2 年，2007 年初始建，2008 年初投产，2008 年底全部建成。该项目建成后，预计投资项目的净利率可达 10%，年净利润 7602 万元，每年上缴税收 3204 万元，出口创汇 4000 万美元。项目投资收益率和投资利润率分别为 30.33%、35.68%，项目投资回收期 2.18 年（不含建设期）。

整体看，本次募集资金项目预期收益率均在 20% 以上，项目建设周期短，经济效益良好。

16、深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司

主体概况

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司（以下简称“兴森快捷”）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。截至 2006 年 5 月，兴森快捷拥有广州市兴森电子有限公司、兴森快捷（香港）有限公司两家全资子公司，拥有广州兴森快捷科技有限公司 20% 的股份。兴森快捷注册资本 7577 万元，邱醒亚先生持股 2559 万元，占总股本的 33.78%，公司实际控制人是邱醒亚先生。

兴森快捷经营范围：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。

兴森快捷按照制造系统、品质系统、行政系统和销售系统设置了生产部、工程部、工艺部、品质部、行政部、财务部、市场部等十个职能部门和 ISO 办。

截至 2006 年底，兴森快捷合并资产总额 26803.04 万元，所有者权益 14531.84 万元；2006 年实现主营业务收入 30109.76 万元，利润总额 5218.69 万元；经营活动产生的现金流量净额 7958.71 万元，现金及现金等价物净增加额 1325.15 万元。

兴森快捷注册地址：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。

募集资金用途

兴森快捷本次发行企业债券募集的资金 4000 万元，全部用于高密度互连积层样板高层快件、HDI 刚挠板快板技术改造建设项目。

高密度互连积层样板高层快件、HDI 刚挠板是当今世界上具备发展前景的高难度高附加值 PCB 产品。公司此次投资项目主要对现有的生产线进行技术改造，引进具有国际先进水平的数控精密设备一批，共 44 余台（套），主要包括：机械钻机 6 台，激光钻机 1 台，激光曝光机 2 台，AOI 自动光学检测仪 4 台，压机 4 台，半自动平行光曝光机 4 台，数控 V-cut 机 2 台，全自动静电喷涂线 1 套，自动油墨喷印机 3 台，全自动光绘机 1 台，多功能贴片机 4 台，X-ray 检查机 1 台，移动探针测试 4 台，可靠性测试 1 台，激光刻钢网机 1 台，自动沉铜线 1 套，电镀线 1 套，等离子表面处理机 1 台、压缩空气系统 2 套等。

该项目经“深贸工技备[2006]264 号文”批准，总投资 15000 万元，其中银行贷款 5500 万元，企业自筹 5000 万元，本次发行债券募集资金 4000 万元，设备供应商提供的融资信用 500 万元，债券募集资金所占比重为 26.67%。该项

目建设周期为 3 年，投资回收期为 3.5 年，投资收益率为 28%。

17、深圳市豪威真空光电子股份有限公司

主体概况

深圳豪威真空光电子股份有限公司（以下简称“豪威公司”）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 2006 年底，豪威公司注册资本 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持股 44.08%，豪威公司创始人许生先生持股 20.88%，深圳市创新科技投资有限公司持股 14%，东莞市福东置业发展有限公司持股 8.33%，其余 6 位股东持股均在 5% 以下，共持有公司 12.7% 的股份。

豪威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。

豪威公司下设总裁办、人力资源部、企划部、财务部、光学镀膜事业部、卷绕镀事业部和研制中心等 10 个职能部门；截至 2006 年底，豪威公司拥有控股子公司 2 家（深圳市豪威薄膜技术有限公司注册资本 3500 万元，豪威公司控股 98%，石家庄豪威光电薄膜技术有限公司注册资本 5464 万元，豪威公司控股 72%）。在职员工 400 人。

截至 2006 年底，公司（合并）资产总额 36489.56 万元，所有者权益 17859.20 万元，少数股东权益 2321.00 万元；2006 年实现主营业务收入 18954.82 万元，利润总额 2636.20 万元；经营活动产生的现金流量净额 6912.12 万元，现金及现金等价物净增加额 22.16 万元。

豪威公司注册地址：深圳市深南大道高新技术工业村 WTA 区；法定代表人：许生。

募集资金用途

豪威公司本次发行企业债券募集的资金 3000 万元，全部用于公司 TFT 设备的研发与制造。主要用于购置卷绕镀膜设备、双面环形多功能镀膜生产线、光学镀膜机等。整个项目将建成一个 TFT 设备基地，该项目主要包括以下四个中心：

（1）工业演示中心

通过引进美国 Intevac 公司的三台设备，吸收、消化并研制出一条第五代 TFT 设备作为演示。

（2）设计中心

负责吸收、消化从美国 Intevac 公司引进的 D-Star 设备（相当于第三代设备 TFT 设备），设计出第五代以及第七代 TFT 设备。

（3）制造中心

负责元部件加工、检验、清洗、安装、调试以及配件的储放。

（4）产品测试中心

负责产品的测试、客户培训以及售后服务。整个项目工期 5 年，计划分二期进行。一期工程以研制第五代到第七代为重点，总投资约 1.2 亿元，预期达到年产 TFT 设备 10 台、年产值 5 亿元人民币的建设目标。二期工程的建设重点是第六代至第八代线 TFT 设备的规模生产，预期达到年产 30 台 TFT 镀膜设备、年产值将达到 30 亿元人民币。项目建成后公司将成为国内最大规模的专业生产 TFT 设备的制造公司。

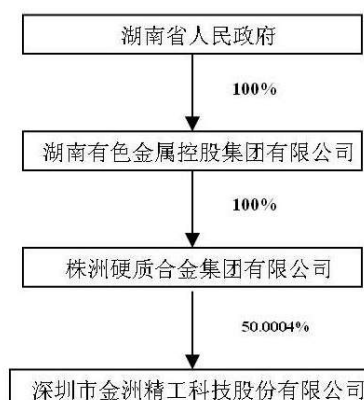
18、深圳市金洲精工科技股份有限公司

主体概况

深圳市金洲精工科技股份有限公司（以下简称“金洲精工”），其前身是深圳市金洲硬质合金有限公司，成立于 1986 年 6 月 10 日，系经深圳市人民政府批准的合资经营（港资）企业，2004 年 4 月 6 日深圳市人民政府以深府股[2004]10 号文批复，同意深圳市金洲硬质合金有限公司以整体变更方式改组设立为金洲精

工，注册资本为人民币 2,975.75 万元。经多次股权变更，公司现有的股东及持股比例主要为：株洲硬质合金集团有限公司（50.0004%）、深圳市中金岭南有色金属股份有限公司（25.0002%），据图 4 公司的最终实际控制人是湖南有色金属控股集团有限公司（以下简称“湖南有色”）。

图 4 金洲精工股权结构



金洲精工主要生产经营印制电路板（以下简称“PCB”）用精密微型钻头、铣刀及与 IT 行业相关的刀具、各类精密模具。2000 年 4 月 14 日经深圳市科学技术局“深科[2000]16 号”文认定为高新技术企业。

金洲精工下设综合管理部、人力资源部、财务部、技术中心、市场营销部、贸易部、质量保证部、生产部、市场项目部、审计部等 10 个职能部门和 1 家分公司，无全资子公司和控股子公司。

截至 2006 年底，金洲精工资产总额 30,422.42 万元，负债总额 18,968.62 万元，所有者权益 11,453.81 万元；2006 年实现主营业务收入 23,451.65 万元，利润总额 3,964.54 万元。

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

募集资金用途

金洲精工本次发行企业债券募集的资金 4000 万元，全部用于公司“PCB 用微钻扩产技术改造项目”。该项目已分别获得国家发展和改

革委员会、深圳市贸易工业局等部门的批准(批文号为分别为发改规划确字[2005]379、深贸工技备[2005]106)。项目建设期为3年,预计2008年1月投产,项目总投资为18,714.1万元,其中新增固定资产投资为14,600万元(含外汇1,535万美元),全部来源于募集资金;新增流动资金投资4,114.1万元,部分来源于募集资金。项目建设一部分利用车间现有生产面积,改进生产工艺,提高生产效率,补充部分关键设备;一部分利用车间预留的车间(生产厂房二楼),组建新产品生产线;另外,清洗、检验、包装等辅助工序,利用现有面积,补充部分设备,通过各部分配合实施,将公司微钻产能从2006年底的3800万支逐步提升至5500万支,该项目现已完成大部分建设,产能在运营期将逐步释放。

其中“微钻技改项目”为“PCB用微钻扩产技术改造项目”分步实施的一部分,总投资6,600万元,本期债券4,000万元将全部用于该项目,其他自筹资金已经落实,该项目预计在2007年底完工,届时将提升产能达5,000万支。

19、深圳市新天下集团有限公司

主体概况

深圳市新天下集团有限公司(以下简称“新天下集团”)系经深圳市工商行政管理局核准,于1995年1月3日成立的有限责任公司。截至2006年底,公司注册资本为12000万元人民币,股东为吴吉玲和吴海军两名自然人(两人系母子关系),出资比例分别为11.46%和88.54%。

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

新天下集团专门从事笔记本电脑、台式电脑、电脑主板、显卡的研发、生产和销售,设商用机事业部、消费产品事业部、海外事业部、科技事业部、直销事业部、OEM事业部等6个

事业部,品质控制中心、计划供应中心、研发中心、生产中心、财务中心等10个行政部门。

截至2006年底,新天下集团拥有控股子公司12家(其中合并口径内的5家),其中主要业务分布在深圳市神舟电脑有限公司(以下简称“神舟电脑”)和深圳市新天下科技有限公司(以下简称“新天下科技”),见表9。2006年,公司台式机、笔记本和液晶一体电脑的产量分别达21.56万台、23.04万台和3.57万台;主板和显卡的产量分别达26.92万块和42.61万块。

表9 公司主要控股子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例		投资额 (万元)	主营业务
		直接 %	间接 %		
神舟电脑	9800	85.27	5.1	8356.05	电脑系统的开发、生产、销售
新天下科技	6000	5	95	6000	电脑板卡的开发、生产、销售

资料来源:2006年公司审计报告。公司对新天下科技的控股是直接投资和通过神舟电脑间接投资控股。

截至2006年底,新天下集团(合并)资产总额140157.23万元,所有者权益40531.10万元。2006年,新天下集团实现主营业务收入190902.27万元,利润总额4896.17万元。

新天下集团地址: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。

募集资金用途

新天下集团本次发行企业债券募集的资金10000万元,全部用于公司笔记本电脑研发生产技术改造项目。该项目已获得深圳市贸易工业局的批准(批文号为深贸工技备[2006]281号),项目内容包括新建笔记本电脑研发实验室、更新研发设备、改建现有厂房8万平方米、迁移现有笔记本电脑生产线5条并维修和更新相关零部件、新建最新技术水平的高性能笔记本电脑生产线6条。项目总投资5亿元人民币,其中固定资产投资26000万元;铺底流动资金24000万元。项目预期投资收益率23.55%,经济效益良好。项目资金来源:自有资金4亿元,

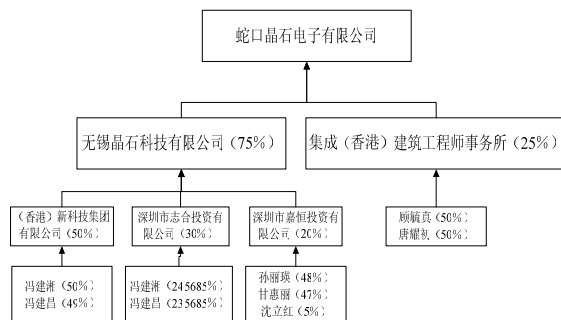
债券筹资 1 亿元。该项目于 2005 年底开工建设，预计 2008 年完成。自开工建设至 2007 年 5 月底，除笔记本研发基地外，其他建设已经基本完成。

20、蛇口晶石电子有限公司

主体概况

蛇口晶石电子有限公司（以下简称“蛇口晶石”）成立于 1990 年 7 月，注册号为企合粤深总字第 101755 号，原注册资本为 208 万元。经历次增资及股权转让变更后，截至 2006 年底，公司注册资本为 2068 万元，股权结构为，江苏晶石科技集团有限公司（原名：无锡晶石科技有限公司）占 75%；集成（香港）建筑工程师事务所（占 25%）。根据图 5 公司与实际控制人之间的产权及控制关系来看，冯建湘和冯建昌掌握公司的实际控制权，二人为堂兄关系。

图 5 蛇口晶石与实际控制人之间的产权及控制关系



蛇口晶石是中国电子元器件行业中享有盛名的企业之一，经过十七年的发展，现已成为全球最大的一体化回扫变压器专业生产企业，目前市场占有率居全球第一，约占全球市场的 30%。蛇口晶石主导产品为 FBT，该产品应用于 CRT 类显示器及彩电，为其关键部件之一。但受到 CRT 产品市场缩减的影响，公司目前正处于产品调整转型的初期阶段，因此经营上存在一定的风险。

蛇口晶石内设销售部、财务部、行政人事部、开发部、品质管理部、制造部、计划采购

部 7 个部门。截至目前，蛇口晶石下设 2 家子公司（见表 10）。其中，无锡斯贝尔磁性材料有限公司（简称：无锡斯贝尔）主要生产经营磁性材料。2006 年底，无锡斯贝尔资产总额为 18159.40 万元，所有者权益总额 7116.43 万元，2006 年主营业务收入 1524.61 万元，净利润为 892.67 万元（注：无锡斯贝尔未纳入公司合并报表范围，按成本法核算）；广西容县晶石科技有限公司（简称：广西容石）为蛇口晶石全资子公司，成立于 2007 年 3 月，注册资本 1500 万元，主要负责 FBT 生产及销售，于 2007 年 5 月开始投产。

表10 蛇口晶石的控股子公司情况

公司简称	成立时间 (年/月)	注册资本	经营范围	持股比例
无锡斯贝尔	2002/07	540 万元美元	生产磁性材料	75%
广西容石	2007/03	1500 万元人民币	FBT 产销	100%

截至 2006 年底，公司资产总额 48662.88 万元，所有者权益 16307.14 万元；2006 年实现主营业务收入 52284.81 万元，净利润 2918.40 万元。

蛇口晶石注册地址：广东省深圳市南山区南油第二工业区 207 栋；法定代表人：冯建湘。

募集资金用途

蛇口晶石本次发行企业债券募集的资金 3000 万元，全部用于公司办公设备用高压发生器（简称：HVT）及动力型锂离子电池（简称：动力锂电池）二个建设项目。以上两项目总投资为 15000 万元，两项目均已由深圳市贸工局审核批准，批文号分别为深贸工技备[2006]258 号、深贸工技备[2006]259 号。

（1）HVT 项目

由于办公设备用高压发生器与一体化回扫变压器（FBT）生产工艺相似，公司对于该项目的投资，主要基于扩大现有设备的产品范围，延伸利用现有设备，实现新的利润增长点。

该项目建设期 2 年，于 2008 年建设完毕，

投资总额 6000 万元，其中公司拟使用本期发行债券募集资金 2000 万元，其余资金自筹解决。

该项目所投资金主要用于厂房建设(地点:深圳市宝安区松岗镇同富裕工业园内)和购买高低压绕线机、灌注机等高压发生器生产设备等。目前，该项目建设的市场和生产工艺已成熟且资本金已到位。项目于 2008 年建成达产后，预计实现年销售收入为 24000 万元、年利润 3322.5 万元、年创汇 2000 万美元、年纳税 1107.5 万元。投资收益率和投资利润率分别为 39.98%、53.30%。项目投资回收期 2.96 年（不含建设期）。

(2) 动力锂电池项目

该项目建设期 3 年，于 2008 年底起建，预计 2011 年建成，投资总额 9000 万元，其中公司拟使用本期发行债券募集资金 1000 万元，其余资金自筹解决。该项目所投资金主要用于厂房建设(地点:深圳市宝安区松岗镇同富裕工业园内)和购买方型全自动电池卷绕机、双面间隙涂布机等锂离子电池生产设备等。项目建成达产后，公司将实现年产量 300 万只，年销售收入 30000 万元，年利润 4768.50 万元，年创汇 2000 万美元，年纳税 841.5 万元。投资收益率为 24.73%、投资利润率 29.09%。项目投资回收期 4.8 年（不含建设期）。

整体看，本次募集资金项目预期收益率均在 20%以上，项目建设周期短，经济效益良好。另外,由于 HVT 及动力锂电池为公司新生业务，目前市场尚属空白，因此项目未来实际发展中存在一定的不确定因素。

四、各发行人主体长期信用状况

经联合资信评估有限公司评定，20 家债券发行人主体长期信用等级见表 11，具体分析内容详见附件 2~附件 21 各家债券发行人的《主体长期信用评级分析报告》。

表 11 债券发行人主体长期信用等级

债券发行人		主体长期信用等级
1	深圳市卓识教育管理顾问有限公司	A ⁻
2	深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司	A ⁺
3	深圳市高新奇科技股份有限公司	BBB ⁺
4	深圳市好易通科技有限公司	A ⁻
5	深圳市邦凯电子有限公司	A ⁻
6	深圳市一体医疗科技有限公司	BBB ⁺
7	深圳市金立通信设备有限公司	A
8	深圳市远望谷信息技术股份有限公司	A ⁺
9	深圳市中航信息科技产业有限公司	A ⁻
10	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	A ⁻
11	深圳市雄韬电源科技有限公司	A ⁻
12	深圳市嘉达高科产业发展有限公司	A ⁻
13	深圳市驰源实业有限公司	BBB ⁻
14	深圳市宝德科技股份有限公司	A
15	深圳市好家庭实业有限公司	BBB ⁺
16	深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	A
17	深圳市豪威真空光电子股份有限公司	A ⁻
18	深圳市金洲精工科技股份有限公司	A ⁻
19	深圳市新天下集团有限公司	BBB
20	蛇口晶石电子有限公司	BBB ⁻

本期债券的 20 家发行人中，获得 A⁺主体长期信用等级的有 2 家，获得 A 的有 3 家，获得 A⁻的有 9 家，获得 BBB⁺的有 3 家，获得 BBB 的有 1 家，获得 BBB⁻的有 2 家。综合来看，20 家发行人均是深圳市中小企业的优秀企业代表，具有良好的持续经营能力和发展潜力。

五、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

主体概况

国开行成立于1994年3月，实收资本500亿元人民币，由财政部全额拨付；国开行是中国三家政策性银行中最大的一家，也是除中国人民银行外唯一的正部级银行，直属国务院领导。

国开行的主要业务包括信贷业务、资金筹集、资金交易和投资银行业务等。国开行还是国内目前唯一一家既可承销公司债券，又可承销企业短期融资券的银行类金融机构。

国开行目前在全国共设有32家分行和4家代表处。截止2006年底，国开行资产总额23142亿元，贷款余额20226亿元，负债总额21561亿元，发行债券余额19040亿元，所有者权益1582亿元，2006年实现净利润276.5亿元。

经营环境分析

银行业在我国金融业中处于主体地位。2006年底，银行业金融机构境内本外币资产总额达到43.95万亿元，约占全部金融资产的73.25%。截至2007年3月底，我国共有各类银行业金融机构3万多家。

在全部银行业金融机构资产中，国有商业银行资产总额占比为51.3%，呈逐步下降趋势，但仍处于行业领导地位，对银行业的发展和稳定起着举足轻重的作用。股份制商业银行持续快速发展，资产总额占比达到16.2%，已成为银行业中一支不可忽视的重要力量；城市商业银行作为区域性的银行业金融机构，竞争力受到地域限制，但增长速度较快，已经成为银行业中一个生力军。随着市场主体的增多，银行业竞争也越来越激烈。

从2003年开始，我国经济增长一直在10%左右平台上运行，2006年GDP总量20.94万亿元，增长率为10.7%。这个时期，信贷增速过快是金融运行的一个突出特点。政府适时出台

了一系列宏观调控政策措施，有效地避免了经济运行由偏快转向过热，以保持经济平稳增长。2007年有利于我国经济发展的积极因素仍将占主导地位，预计国民经济仍将保持平稳发展。

国民经济持续快速发展，消费需求的逐步增长，企业效益的明显改善，城乡居民收入的不断提高等，均为银行业的持续良性发展提供了坚实的基础。

新的《企业所得税法》实施后，对提升银行的盈利能力、改善银行业绩有着积极的作用。

在此背景下，再加上国家对银行业的大力支持，监管力度的加大、监管水平的提高，以及银行业自身的努力，我国银行业资产质量持续提升，资本充足率不断提高。截至2006年底，主要商业银行（指4家国有商业银行和12家股份制商业银行）按贷款五级分类的不良贷款余额为11701.8亿元，比年初减少494.6亿元；不良贷款率为7.51%，比年初下降1.38个百分点。商业银行不良贷款不仅总体上保持余额和比例“双下降”的趋势，而且实现了各类商业银行不良贷款的全面“双降”。资本充足率达标银行达到100家，比2006年增加47家，达标率为66.7%，资本充足率达标银行资产占商业银行总资产的77.4%，比2005年末提高2.3个百分点。

总体看，目前我国经济运行良好，银行业稳定发展，国家对银行业给予了大力支持，商业银行的整体行业经营风险较低。

在对中国银行业积极评价的同时，我们也看到存在的一些问题。如部分商业银行和信用社依然处于改制阶段，不可预期因素依然很多。通过政府注资获得盈利能力的银行如何把这种能力内生，股份制银行如何克服发展中的瓶颈，使自身的发展具有可持续性，是这些银行需要继续面对的挑战。一些银行的改制初始于本轮经济周期上升阶段，还没有接受一个完整经济周期的考验。银行业的创新方兴未艾，未来的几年对银行的发展至关重要。

国开行作为我国最大的政策性银行，拥有国家主权级信用等级，并依靠其国家信用发行

种类债券筹集信贷资金。但根据国务院的相关安排，国开行即将进行商业化改革，改制后国开行的偿债能力是否受到影响，还有待观察。

公司治理与发展战略分析

国开行为政策性银行，实行行长负责制，行长由国务院任命，同时，国务院还向国开行派驻监事会，对国开行的财务状况和经营管理情况实施监督。

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

业务发展

信贷业务是国开行资金运用的重中之重。在信贷业务中，国开行遵循全力支持中国政府的基础设施建设以及构建和谐社会的目标、充当中国现代金融市场发展的催化剂、不断增强国开行的市场生存能力，提高融资能力，促进长期稳定发展的原则，在 2006 年，继续加大对国家和地方重点项目的支持，确保资金链不断，同时积极调整其经营战略和方向，面向国家最亟需发展的领域开展工作，加大对县域经济及新农村建设、国际合作、产业整合与技术创新等领域的投入；同时通过银团贷款、间接银团贷款、联合贷款及信托等方式，引导社会资金投向，确保了国家重大项目与社会发展瓶颈领域的用款需求。

国开行发放的贷款一般具有长期、大额、集中的特点。近年来，国开行的放贷规模和贷款余额均呈稳步增长态势，2006 年，国开行共

发放贷款 5760 亿元人民币，贷款余额 20144 亿元，较上年同期增长 18.2%；其中农林水利、公共基础设施、电力、公路、铁路、石油石化煤炭等行业的贷款占其贷款总额的 80%以上。2005 年底，国开行约 57%的贷款期限在五年以上，约 31%的贷款期限在十年以上。为促进地区平衡发展，国开行每年将约一半的贷款投向中西部地区，2006 年底，东部、中部和西部地区的贷款余额占比分别为 53%、22%、22%。

与商业银行不同，国开行的信贷资金主要依靠发行本外币债券来筹集。在人民币债券发行业务方面，国开行多年来在中国债券市场一直保持第三大发行体的地位，目前其债券存量占银行间债券市场债券存量的 20%。2006 年，国开行根据市场状况和资金需求，全年共计发行人民币金融债券 6,300 亿元，是上年的 1.73 倍；为使其负债与资产结构更好地匹配，国开行债券的期限覆盖从 3 个月到 30 年期不等。国开行还通过发行外币债券和其他金融创新产品来筹集信贷资金。

表 12 信贷规模与债券发行情况表 单位：10 亿元

项目	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
发放贷款总额	576	547	440	380
当年债券发行额	630	365	360	420
贷款余额	2018	1732	1410	1140
发行债券余额	1904	1541	1275	1064

风险控制

在风险管理方面，国开行实行以信用建设为中心、全面覆盖资产负债各项业务、内部管理和外部监督相结合的风险管理机制。通过搭建全面风险管理体系、梳理业务流程、创新和改进管理工具和方法等措施，进一步加强了对信用风险、市场风险、操作风险的管理，以满足各项业务需要。

信用风险是银行经营面临的最主要风险。国开行的信用风险管理内容主要包括：二元评审体系、贷款评级技术与方法、信用风险限额管理、资产组合管理、早期预警系统、贷款回

收管理等等。

国开行自 2000 年开始构建自己的内部信用评级体系，经过多年的修正和完善，目前已逐步建立起了一套具有自身特色的信用评级体系，其内部评级体系处于国内领先水平，并得到多家国际评级机构的认可。

贷款质量分类管理是银行信贷管理的重要组成部分，贷款质量的高低在某种意义上标志着信贷管理水平的优劣。国开行是国内最早实行资产质量分类管理的银行之一，他们借鉴美国的资产分类管理理念，于 2001 年开始采用五类 12 级资产质量分类管理体系，2003 年又开始采用五类 14 级资产质量分类管理体系。

目前，国开行的不良贷款率不到 1%，优良贷款比例占到 99% 以上，如果只用正常类和关注类这两类对优良贷款分类，同类资产之间的差别较大，难以实行准确的差异化管理政策。因此，国开行将正常资产分为 6 级，将关注资产分为 4 级，通过资产质量细分，国开行的信贷风险控制能力逐步增强，不良贷款率呈逐年下降趋势，不良贷款额和不良贷款率远远低于国内其他银行。2006 年，国开行的主要经营业务指标达到同业领先水平的同时，不良贷款比率仍保持国内同行业的最低水平，表内不良贷款率连续 18 个季度保持在 2% 以内，其中连续 7 个季度保持在 1% 以内，2006 年底，不良贷款额降至 144.3 亿元人民币，占贷款总额的 0.72%，同比下降了 0.15 个百分点。

表 13 国开发银行主要风险管理指标 单位：10 亿元

项目	2006	2005	2004	2003
贷款余额	2018	1732	1410	1140
不良贷款余额	14.4	14.6	16.6	15.2
不良贷款比率	0.72%	0.87%	1.21%	1.34%

在贷款回收方面，国开行较商业银行具有一定的优势。作为政策性金融机构，许多地方政府都与国开行签订了金融合作协议，协助国开行回收贷款本息，构建信用结构。国开行在

贷款企业出现本息偿还困难时，先是发挥其与各级政府及主管部门的合作协调机制，在融资方案、公司治理、理顺上下级关系等方面查找症结，从根本上帮助企业摆脱困境，大大降低了贷款违约的可能性，并提高了贷款回收率。

财务状况与偿债能力

近年来，国开行的资产规模持续快速增长，资产质量稳步、盈利能力不断提高（见表 14）。

表 14 近年各项财务指标比较 单位：10 亿元

项目	2006	2005	2004	2003
资产总额	2314	1899	1575	1279
负债总额	2156	1768	1468	1190
贷款余额	2018	1732	1410	1140
发行债券余额	1904	1541	1275	1064
所有者权益	158	131	107	89
贷款减值准备比率	1.36%	1.41%	1.68%	1.87%
贷款减值准备/不良贷款比率	190.60%	177.10%	142.20%	140.30%
资本充足率	8.05%	9.15%	10.50%	10.26%
净利息收入	53	40	31	24
净利润	28	23	17	13
平均资产收益率	1.30%	1.30%	1.20%	1.10%
平均净资产收益率	19.20%	19.20%	17.70%	16.00%

截止 2006 年底，国开行资产总额 23142 亿元、贷款余额 20226 亿元、所有者权益 1582 亿元，分别较上年增长 21.85%、16.51%、21.23%；2006 年实现利息收入 1161 亿元，净利润 276 亿元，同比增长 25.11% 和 21.38%。

2006 年，国开行的主要资产是贷款余额、投资证券和信达债券，其中贷款余额 20226 亿元，比上年增长 16.5%；投资证券 1454 亿元，也比上年有较大幅度增长；国开行的贷款资产质量较好，不良率较低，准备金覆盖率很高，投资证券的流动性较高，其整体资产质量较好。

2006 年，国开行实现税前利润 402 亿元，较上年增加 173 亿元，增长 22.3%，这一方面得益于贷款规模增加、贷款资产质量较好，净利息收入大幅增加，同时，国开行的管理资产业务带来的手续费及佣金收入，以及衍生产品

交易带来的交易收入也大幅增长。从上表看出，近年来，国开行的平均资产收益率和平均净资产收益率保持平衡增长趋势，2006 年平均净资产收益率达 19.2%，表明国开行具有很强的盈利能力。

国开行主要通过向国内和海外市场发行债券的方式筹集资金，以向其他机构借款作为补充。截止 2006 年底，国开行的债券余额为 19040 亿元（含次级债券 403 亿元），同比增长 23.5%，与贷款规模的增长相当；国开行在充分考虑贷款的期限结构的前提来确定债券发行的期限构成，确保了资产的流动性。流动性比例 2006 年，国开行的资本充足率为 8.05%，较 2005 年（9.15%）有较大幅度下降，且已达监管下限，开行已在未来业务发展规划中考虑到资本需求问题。

综合评价

国开行作为国内最大的政策性银行，拥有强大的政府背景与独特的金融地位，其经营能力较强，信贷风险控制机制科学，风险控制水平较高，资产质量较好，盈利能力较强，具有极强的债券偿付能力。根据国务院的相关安排，国开行即将进行商业化改革，改制后国开行的偿债能力是否受到影响，还有待观察。

经联合资信评估有限公司的公开评级，国开行 2007 年主体长期信用级别为 AA⁺。

本期债券占国开行 2006 年底资产总额的 0.043%、贷款余额的 0.050%，所占比例很低；占其净利润的 3.571%，占 2006 年净利息收入的 1.887%，立即偿还此笔担保债务对国开行影响很小。

六、再担保分析

本期债券由国开行提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由深圳市中小企业信用担保中心、深圳市高新技术投资担保有限公司和深圳中科智担保投资有限公司联合向国开行提供反担保。反担保措施对本期债券的信用等

级提升作用不大。

七、综合评价

深圳市是我国第一个经济特区，拥有优越的自然条件和特殊的区域优势和体制优势，目前经济较为发达，在全国大中城市中处于领先地位。深圳市委、市政府高度重视中小企业及民营经济发展，不断优化政策、营商和创业环境，深圳市中小及民营企业经营环境良好。目前，深圳市中小企业数量较多，民营经济较为发达，发展前景较好。

本期债券的 20 家发行人均是深圳市中小企业的优秀企业代表，具有良好的持续经营能力和发展潜力。

本期债券由国开行提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，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。

附件 1 20 家债券发行人的主要财务数据

序号	债券发行人	项目	2004 年	2005 年	2006 年
1	深圳市卓识教育管理 顾问有限公司	资产总额(万元)	28796.36	27753.46	28692.39
		所有者权益(万元)	16536.34	17897.97	19357.47
		主营业务收入(万元)	7151.09	8302.87	9020.23
		利润总额(万元)	976.42	1361.63	1459.50
		资产负债率(%)	42.57	35.51	32.53
		全部债务资本化比率(%)	13.70	12.79	11.03
		净资产收益率(%)	5.90	7.61	7.54
		流动比率(%)	20.42	23.34	35.86
		EBITDA 利息倍数(倍)	11.49	15.54	14.68
		债务保护倍数(倍)	0.77	0.88	0.98
2	深圳市三鑫特种玻璃 技术股份有限公司	资产总额(万元)	36495.12	51868.49	60141.59
		所有者权益(万元)	13131.83	19170.12	24383.41
		主营业务收入(万元)	65341.64	70710.45	80297.96
		利润总额(万元)	3751.40	3805.52	4638.89
		资产负债率(%)	64.02	63.04	59.46
		全部债务资本化比率(%)	47.69	49.12	46.45
		净资产收益率(%)	25.96	18.35	16.58
		流动比率(%)	126.05	136.02	137.60
		EBITDA 利息倍数(倍)	10.66	8.91	11.51
		债务保护倍数(倍)	0.40	0.27	0.28
3	深圳市高新奇科技股 份有限公司	资产总额(万元)	14378.44	40614.94	50091.54
		所有者权益(万元)	4911.24	24448.54	27707.08
		主营业务收入(万元)	19154.94	25962.11	36554.65
		利润总额(万元)	1650.26	2337.54	3522.07
		资产负债率(%)	65.84	39.80	44.69
		全部债务资本化比率(%)	19.97	23.48	35.55
		净资产收益率(%)	33.60	9.56	11.76
		流动比率(%)	41.49	90.28	130.58
		EBITDA 利息倍数(倍)		27.38	7.69
		债务保护倍数(倍)	1.60	0.36	0.30
4	深圳市好易通科技有 限公司	资产总额(万元)	22187.63	39067.03	51604.48
		所有者权益(万元)	10885.50	18455.60	20331.42
		主营业务收入(万元)	16010.05	36541.42	44835.08
		利润总额(万元)	2874.95	4984.97	2282.91
		资产负债率(%)	50.94	52.76	60.60
		全部债务资本化比率(%)	36.72	26.05	33.63
		净资产收益率(%)	24.43	24.98	10.39
		流动比率(%)	191.18	161.14	148.13
		EBITDA 利息倍数(倍)	24.10	22.94	4.84
		债务保护倍数(倍)	0.47	0.77	0.29
5	深圳市邦凯电子有限 公司	资产总额(万元)	13916.81	19940.21	27086.23
		所有者权益(万元)	5519.12	10076.37	16317.74

		主营业务收入(万元)	15145.64	26367.55	32311.62
		利润总额(万元)	2062.16	4926.76	6744.77
		资产负债率(%)	60.34	49.47	39.76
		全部债务资本化比率(%)	36.06	20.57	21.22
		净资产收益率(%)	34.50	45.23	38.25
		流动比率(%)	130.69	171.62	230.10
		EBITDA 利息倍数(倍)	10.65	51.47	38.94
		债务保护倍数(倍)	0.79	2.06	1.65
6	深圳市一体医疗科技有限公司	资产总额(万元)	24212.57	29949.39	27591.06
		所有者权益(万元)	18168.88	16109.31	18369.53
		主营业务收入(万元)	10211.45	13127.89	13060.73
		利润总额(万元)	2645.39	2398.44	2610.75
		资产负债率(%)	23.35	41.76	29.03
		全部债务资本化比率(%)	18.74	25.40	16.87
		净资产收益率(%)	13.56	10.99	11.79
		流动比率(%)	218.7	238.92	268.15
		EBITDA 利息倍数(倍)	16.52	12.43	11.13
		债务保护倍数(倍)	0.62	0.37	0.59
7	深圳市金立通信设备有限公司	资产总额(万元)	50097.86	60926.99	100618.06
		所有者权益(万元)	12157.24	31277.48	42814.21
		主营业务收入(万元)	107090.46	109600.92	200680.99
		利润总额(万元)	6239.10	5982.53	13463.30
		资产负债率(%)	75.73	48.66	57.45
		全部债务资本化比率(%)	35.13	25.26	30.81
		净资产收益率(%)	42.79	16.37	26.99
		流动比率(%)	124.48	205.23	167.86
		EBITDA 利息倍数(倍)	67.07	19.77	41.04
		债务保护倍数(倍)	1.00	0.61	0.73
8	深圳市远望谷信息技术股份有限公司	资产总额(万元)	14743.22	17378.73	20027.83
		所有者权益(万元)	9492.45	12545.13	15116.61
		主营业务收入(万元)	7652.74	10117.74	11253.67
		利润总额(万元)	3011.63	3291.29	3628.01
		资产负债率(%)	35.61	27.81	24.52
		全部债务资本化比率(%)	12.77	9.46	9.03
		净资产收益率(%)	30.86	25.32	22.03
		流动比率(%)	285.07	365.14	569.93
		EBITDA 利息倍数(倍)	56.08	89.94	374.08
		债务保护倍数(倍)	2.30	2.72	2.69
9	深圳市中航信息科技有限公司	资产总额(万元)	10900.70	14639.59	16688.99
		所有者权益(万元)	5132.27	7832.64	11031.73
		主营业务收入(万元)	13872.88	18989.82	22375.14
		利润总额(万元)	1612.94	3176.91	3763.63
		资产负债率(%)	52.92	46.50	33.90
		全部债务资本化比率(%)	42.77	37.01	26.63
		净资产收益率(%)	26.71	34.48	29.00
		流动比率(%)	157.14	177.12	260.17

		EBITDA 利息倍数(倍)	7.55	9.21	10.61
		债务保护倍数(倍)	0.42	0.69	1.13
10	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	资产总额(万元)	17685.66	33366.80	27500.27
		所有者权益(万元)	5977.34	7125.32	10841.66
		主营业务收入(万元)	7321.81	12143.71	29798.49
		利润总额(万元)	495.90	1316.29	4433.95
		资产负债率(%)	66.20	78.65	60.58
		全部债务资本化比率(%)	41.75	41.33	46.81
		净资产收益率(%)	7.04	14.85	34.28
		流动比率(%)	93.68	71.81	104.72
		EBITDA 利息倍数(倍)	6.66	13.11	11.63
		债务保护倍数(倍)	0.16	0.40	0.60
11	深圳市雄韬电源科技有限公司	资产总额(万元)	30794.39	34771.67	44006.72
		所有者权益(万元)	9636.12	10605.04	12640.07
		主营业务收入(万元)	32923.82	50700.87	73276.10
		利润总额(万元)	54.07	1253.50	2840.01
		资产负债率(%)	59.61	61.06	63.24
		全部债务资本化比率(%)	32.54	27.58	33.35
		净资产收益率(%)	2.11	9.14	16.10
		流动比率(%)	129.69	129.98	131.19
		EBITDA 利息倍数(倍)	5.22	9.02	9.22
		债务保护倍数(倍)	0.16	0.31	0.34
12	深圳市嘉达高科产业发展有限公司	资产总额(万元)	7923.75	17383.51	14268.17
		所有者权益(万元)	4918.9	7946.7	9166.28
		主营业务收入(万元)	18136.21	20962.59	21936.23
		利润总额(万元)	2676.17	3426.13	3673.11
		资产负债率(%)	37.92	54.29	35.76
		全部债务资本化比率(%)	0.4	3.64	4.18
		净资产收益率(%)	46.25	36.65	33.92
		流动比率(%)	230.2	165.82	222.14
		EBITDA 利息倍数(倍)	795.79	965.51	205.6
		债务保护倍数(倍)	120.42	10.38	8.57
13	深圳市驰源实业有限公司	资产总额(万元)	30745.87	40420.99	46676.02
		所有者权益(万元)	11383.94	11535.16	11766.35
		主营业务收入(万元)	30833.41	50777.65	81016.99
		利润总额(万元)	2082.68	170.16	346.86
		资产负债率(%)	60.46	71.18	74.31
		全部债务资本化比率(%)	24.76	25.56	25.01
		净资产收益率(%)	16.28	1.31	1.77
		流动比率(%)	127.58	93.88	89.71
		EBITDA 利息倍数(倍)	11.81	8.03	7.92
		债务保护倍数(倍)	0.55	0.23	0.33
14	深圳市宝德科技股份有限公司	资产总额(万元)	34333.62	40628.81	49062.82
		所有者权益(万元)	14782.32	18282.08	19467.57
		主营业务收入(万元)	49004.81	99263.89	103774.26
		利润总额(万元)	1482.05	3398.76	3729.37

		资产负债率(%)	56.15	52.15	56.67
		全部债务资本化比率(%)	35.34	25.43	32.44
		净资产收益率(%)	7.95	14.33	13.00
		流动比率(%)	162.21	166.77	160.12
		EBITDA 利息倍数(倍)	7.68	9.68	9.79
		债务保护倍数(倍)	0.21	0.48	0.32
15	深圳市好家庭实业有限公司	资产总额(万元)	19580.20	23060.38	23503.21
		所有者权益(万元)	8854.14	10012.22	10794.05
		主营业务收入(万元)	23184.95	27321.35	20123.05
		利润总额(万元)	2380.24	1350.85	1127.63
		资产负债率(%)	54.78	56.58	53.59
		全部债务资本化比率(%)	13.18	16.59	17.80
		净资产收益率(%)	25.98	11.68	7.98
		流动比率(%)	168.27	163.83	176.70
		EBITDA 利息倍数(倍)	16.13	6.73	16.41
		债务保护倍数(倍)	1.94	0.90	0.60
16	深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	资产总额(万元)	15294.63	20480.67	26803.04
		所有者权益(万元)	7870.15	10742.12	14531.84
		主营业务收入(万元)	13441.21	20028.87	30109.76
		利润总额(万元)	2076.90	3304.78	5218.69
		资产负债率(%)	47.95	47.09	45.78
		全部债务资本化比率(%)	28.61	28.56	19.13
		净资产收益率(%)	24.27	28.05	34.17
		流动比率(%)	101.31	129.99	120.92
		EBITDA 利息倍数(倍)	26.55	39.23	153.32
		债务保护倍数(倍)	1.05	1.07	2.09
17	深圳市豪威真空光电股份有限公司	资产总额(万元)	27114.25	35019.72	36489.56
		所有者权益(万元)	10686.10	16160.64	17859.20
		主营业务收入(万元)	15424.63	17103.21	18954.82
		利润总额(万元)	1664.79	1988.29	2636.20
		资产负债率(%)	52.39	47.67	44.70
		全部债务资本化比率(%)	44.97	35.80	34.86
		净资产收益率(%)	21.97	12.61	12.41
		流动比率(%)	146.77	109.21	137.56
		EBITDA 利息倍数(倍)	22.32	10.32	13.05
		债务保护倍数(倍)	0.23	0.23	0.34
18	深圳市金洲精工科技股份有限公司	资产总额(万元)	24716.66	24149.44	30422.42
		所有者权益(万元)	9327.74	10529.42	11453.81
		主营业务收入(万元)	15080.65	20274.36	23451.65
		利润总额(万元)	2448.18	2736.46	3964.54
		资产负债率(%)	62.26	56.40	62.35
		全部债务资本化比率(%)	54.69	51.12	54.72
		净资产收益率(%)	21.75	21.86	29.41
		流动比率(%)	103.75	86.63	93.82
		EBITDA 利息倍数(倍)	16.03	9.97	11.25
		债务保护倍数(倍)	0.44	0.54	0.50

19	深圳市新天下集团有限公司	资产总额(万元)	88464.28	129440.82	140157.23
		所有者权益(万元)	26166.99	36598.24	40531.10
		主营业务收入(万元)	115217.63	193451.02	190902.27
		利润总额(万元)	5810.76	12115.85	4896.17
		资产负债率(%)	66.78	69.24	67.28
		全部债务资本化比率(%)	56.12	57.01	51.61
		净资产收益率(%)	19.83	28.50	9.16
		流动比率(%)	78.03	85.10	83.63
		EBITDA 利息倍数(倍)	16.49	9.58	3.27
		债务保护倍数(倍)	0.17	0.22	0.12
20	蛇口晶石电子有限公司	资产总额(万元)	53165.91	58819.54	48662.88
		所有者权益(万元)	13410.24	14368.74	16307.14
		主营业务收入(万元)	47588.37	56924.72	52284.81
		利润总额(万元)	1222.20	1747.15	3319.85
		资产负债率(%)	73.17	73.62	63.07
		全部债务资本化比率(%)	45.60	49.21	43.42
		净资产收益率(%)	7.52	6.67	17.90
		流动比率(%)	108.77	112.93	122.77
		EBITDA 利息倍数(倍)	3.59	2.22	2.47
		债务保护倍数(倍)	0.16	0.14	0.28

- 附件 2 深圳市卓识教育管理顾问有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 3 深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 4 深圳市高新奇科技股份有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 5 深圳市好易通科技有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 6 深圳市邦凯电子有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 7 深圳市一体医疗科技有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 8 深圳市金立通信设备有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 9 深圳市远望谷信息技术股份有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 10 深圳市中航信息科技产业有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 11 深圳市飞马国际供应链股份有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 12 深圳市雄韬电源科技有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 13 深圳市嘉达高科产业发展有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 14 深圳市驰源实业有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 15 深圳市宝德科技股份有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 16 深圳市好家庭实业有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 17 深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 18 深圳市豪威真空光电子股份有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 19 深圳市金洲精工科技股份有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 20 深圳市新天下集团有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告
- 附件 21 蛇口晶石电子有限公司 2007 年企业主体长期信用评级分析报告

附件 2 长期债信用等级定义

长期债信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

企业主体长期信用等级的定义同长期债。

关于 2007 年深圳市中小企业集合债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年债券发行人（包括深圳市卓识教育管理顾问有限公司、深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司、深圳市高新奇科技股份有限公司、深圳市好易通科技有限公司、深圳市邦凯电子有限公司、深圳市一体医疗科技有限公司、深圳市金立通信设备有限公司、深圳市远望谷信息技术股份有限公司、深圳市中航信息科技产业有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司、深圳市雄韬电源科技有限公司、深圳市嘉达高科产业发展有限公司、深圳市驰源实业有限公司、深圳市宝德科技股份有限公司、深圳市好家庭实业有限公司、深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司、深圳市豪威真空光电子股份有限公司、深圳市金洲精工科技股份有限公司、深圳市新天下集团有限公司和蛇口晶石电子有限公司）年报公布后的一个月内进行定期跟踪评级，并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

债券发行人应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。债券发行人如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注债券发行人的经营管理状况及本期债券的相关信息，如发现债券发行人出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如债券发行人不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至债券发行人提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送债券发行人、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日

关于 2007 年深圳市中小企业集合债券的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年债券发行人(包括深圳市卓识教育管理顾问有限公司、深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司、深圳市高新奇科技股份有限公司、深圳市好易通科技有限公司、深圳市邦凯电子有限公司、深圳市一体医疗科技有限公司、深圳市金立通信设备有限公司、深圳市远望谷信息技术股份有限公司、深圳市中航信息科技产业有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司、深圳市雄韬电源科技有限公司、深圳市嘉达高科产业发展有限公司、深圳市驰源实业有限公司、深圳市宝德科技股份有限公司、深圳市好家庭实业有限公司、深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司、深圳市豪威真空光电子股份有限公司、深圳市金洲精工科技股份有限公司、深圳市新天下集团有限公司和蛇口晶石电子有限公司)年报公布后的一个月内进行定期跟踪评级,并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

债券发行人应按联合资信跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。债券发行人如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注债券发行人的经营管理状况及本期债券的相关信息,如发现债券发行人出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如债券发行人不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至债券发行人提供相关资料。

在跟踪评级过程中,如本期债券信用等级发生变化调整时,联合资信将在本公司网站予以公布,同时出具跟踪评级报告报送债券发行人、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日



信用等级公告

联合[2007] 535 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市卓识教育管理顾问有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市卓识教育管理顾问有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市卓识教育管理顾问有限公司

2007年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：A⁻

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	28796.36	27753.46	28692.39
所有者权益(万元)	16536.34	17897.97	19357.47
主营业务收入(万元)	7151.09	8302.87	9020.23
利润总额(万元)	976.42	1361.63	1459.50
资产负债率(%)	42.57	35.51	32.53
全部债务资本化比率(%)	13.70	12.79	11.03
净资产收益率(%)	5.90	7.61	7.54
流动比率(%)	20.42	23.34	35.86
EBITDA 利息倍数(倍)	11.49	15.54	14.68
债务保护倍数(倍)	0.77	0.88	0.98

分析员

夏 阳

电话 010-85679696-8802

邮箱 xiayang@lianheratings.com.cn

黄 静

电话 010-85679696-8875

邮箱 huangjing@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

虽然我国人口老龄化趋势逐步加强，小学和初中的学校数和在校生数有所下降，但我国教育投入不足局面短期内仍将持续，国家对民办教育的鼓励又进一步推动了民办教育的发展，高品质民办教育市场前景广阔。

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”）主要从事民办基础教育的投资与管理，目前已在粤东地区投资了四所全日制中小学。截至 2006 年底，在校生总数约 10000 名，教职工约 1200 名。公司所投资的四所学校在开办时间、办学规模、学制设置、教学质量上均在当地领先，具有较大优势，近年来发展态势良好。

目前，公司资产质量一般，盈利能力较强，债务负担较轻。综合看，公司整体信用风险较小。

优势

1、我国教育投入不足局面短期内仍将持续，高品质民办教育的市场前景广阔。

2、粤东地区经济较发达，政府对民办教育的支持力度较大。

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

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

关注

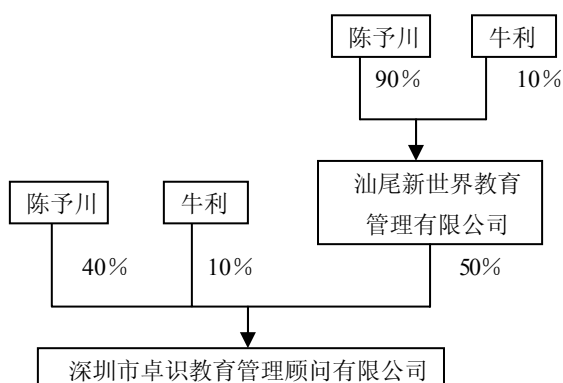
1、公司资产中已被设为抵押的房屋建筑物和土地使用权占比较大。

2、公司所有权与经营权未实现分离，法人治理结构有待完善。

一、主体概况

深圳市卓识教育管理顾问有限公司（以下简称“卓识教育”或“公司”）系经深圳市工商行政管理局核准，于1994年12月13日成立的有限责任公司。截至2006年底，公司注册资本为1000万元人民币，股东为汕尾新世界教育管理有限公司以及陈予川、牛利两名自然人（两人系夫妻关系）。公司股权关系见图1。

图1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



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）。

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。目前，公司已在粤东地区投资了四所全日制中小学（见表1）：汕尾市新世界中英文学校（以下简称“汕尾新世界学校”）、普宁新世界中英文学校（以下简称“普宁新世界学校”）、汕头市潮阳新世界中英文学校（以下简称“潮阳新世界学校”）、深圳市龙岗区布吉镇中海怡翠学校（以下简称“中海怡翠学校”，该校为国有民办合作办学）。四所学校占地总面积600亩，建筑面积约12万余平方米。截至2006年底，在校生总数约10000名，教师员工约1200名。目前，公司所投资的学校已形成集团化规模，积累了丰富而系统的教育教学和学校管理经验。

表1 公司所投资学校概况

注册地	开办资金 (万元)	法人代表	投资 比例%	单位性质
普宁新世界学校	3000	陈予川	100	民办非企业单位
潮阳新世界学校	2000	陈予川	100	民办非企业单位
汕尾新世界学校	100	陈予川	100	民办非企业单位
中海怡翠学校	800	陈予川	合作	国有民办事业单位

资料来源：2006年公司审计报告

截至2006年底，公司（合并）资产总额28692.39万元，所有者权益19357.47万元。2006年，公司实现主营业务收入9020.23万元，利润总额1459.50万元。

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、行业分析

公司主要从事民办基础教育的投资与管理。

1、我国基础教育现状

我国人口众多，教育需求巨大

近年来，我国教育事业迅速发展，根据教育部公布的《二〇〇六年全国教育事业统计公报》，截至2006年底，实现“两基”（基本普及九年义务教育和基本扫除青壮年文盲）验收的县（市、区）累计达到2973个（含其它县级行政区划单位205个），占全国总县数的96%，“两基”人口覆盖率达到98%。目前，我国处于基础教育阶段（学前教育、小学、初中、高中）的在校生总数为23275.19万人。

（1）学前教育

学前教育进一步发展，幼儿园数、在园幼儿数及幼儿园园长和教师数均有增加。2006年全国共有幼儿园13.05万所，比上年增加6093所，在园幼儿（包括学前班）2263.85万人，比上年增加84.82万人。幼儿园园长和教师共89.82万人，比上年增加6.21万人。

（2）小学

小学招生数略有增加，学校数和在校生数继续减少。2006 年全国共有小学 34.16 万所，比上年减少 2.46 万所；招生 1729.36 万人，比上年增加 57.61 万人，增量主要在农村；在校生 10711.53 万人，比上年减少 152.53 万人；小学学龄儿童净入学率达到 99.27%，其中男女童净入学率分别为 99.25% 和 99.29%，女童高于男童 0.04 个百分点。小学毕业生数 1928.48 万人，比上年减少 90.99 万人。

（3）初中

初中校数、招生数、在校生数和毕业生数略有减少。2006 年全国共有初中学校 60885 所（其中职业初中 335 所），比上年减少 1601 所。招生 1929.56 万人，比上年减少 58.02 万人；在校生 5957.95 万人，比上年减少 257 万人；毕业生 2071.58 万人，比上年减少 51.85 万人。初中阶段毛入学率 97%，比上年提高 2 个百分点。初中毕业生升学率 75.7%，比上年提高 6 个百分点。

（4）高中

全国高中阶段教育发展较快。2006 年全国高中阶段教育（包括普通高中、职业高中、普通中等专业学校、技工学校、成人高中、成人中等专业学校）共有学校 31685 所，比上年增加 153 所；招生 1619.03 万人，比上年增加 85.64 万人；在校学生 4341.86 万人，比上年增加 310.91 万人。高中阶段毛入学率 59.8%，比上年提高 7.1 个百分点。

在普通高中方面，2006 年全国共有普通高中 16153 所，比上年增加 61 所；招生 871.21 万人，比上年减少 6.52 万人，下降 0.74%；在校生 2514.50 万人，比上年增加 105.41 万人，增长 4.38%；毕业生 727.07 万人，比上年增加 65.50 万人，增长 9.9%。

随着经济的发展，居民家庭收入的提高，人们越来越重视对教育的投入，教育消费已成为人们消费中经常性的较长期的重点。近年来，

我国城乡居民教育费用持续攀升，大大强化了居民的储蓄意愿，未来中国居民准备在教育上的投入将非常巨大。

教育投入不足局面短期内仍将持续

当前我国的基本国情仍然是“穷国办大教育”，国家财力有限，而受教育的人口众多，教育供给与需求的矛盾突出。1993 年中共中央、国务院颁布的《中国教育改革和发展纲要》提出了“财政性教育经费支出占国民生产总值的比例，在本世纪末达到 4%”的战略发展目标。尽管多年来我国财政性教育经费逐年增长，占 GDP 比重从 1995 年的 2.41% 一度提升到 2002 年的 3.32%，但随后该指标连续两年出现下降，2005 年才略有回升（2003 年～2005 年分别为 3.28%、2.79% 和 2.82%），4% 的政策目标至今尚未达到。总体来说，我国财政投入还是不足，教育系统内外资源缺乏共享。教育部新闻发言人王旭明也承认：“教育投入不足仍是当前和今后教育改革和发展中最大的问题。”

《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》中再次提出，要“保证财政性教育经费的增长幅度明显高于财政经常性收入的增长幅度，逐步使财政性教育经费占国内生产总值的比例达到 4%”。尽管如此，我们认为，教育投入不足局面短期内仍将持续。

2、我国民办教育现状

近年来，国家大力发展民办教育，并将民办教育定位于社会主义教育事业的组成部分。国家发展民办教育的一个重要目的就是尽可能多地吸收、利用民间资金，弥补国家财政性教育资金的不足。因此，民办教育的资金来源必须是非国家财政性经费。

2002 年 12 月，《民办教育促进法》出台，推动了民办教育进一步的制度化、法制化。该法明确指出“出资人可以从办学结余中取得合理回报”，并从 6 个方面对民办学校进行扶持和奖励，以促进民办教育的发展。这 6 个方面规定主要包括：各级政府可设专项资金，用以资

助民办学校的发展，奖励和表彰有突出贡献的集体和个人；各级政府可以采取资助，出租、转让闲置的国有资产等措施来扶持民办学校；国家鼓励金融机构运用金融、信贷手段支持民办教育事业；民办学校享受同公办学校同等的国家统一规定的税收优惠政策；对政府委托承担义务教育任务的民办中小学，国家应当按照委托协议拨付相应的教育经费；新建、扩建民办学校，政府应当按公益事业用地的有关规定予以优惠。

2004 年 4 月 1 日，《民办教育促进法实施条例》开始实施，进一步推动了民办教育的发展。截至 2006 年底，全国共有各级各类民办学校（教育机构）9.32 万所（不含民办培训机构 2.35 万所），各类学历教育在校学生达 2313.02 万人；基础教育阶段（不含职业高中、普通中等专业学校、技工学校、成人高中、成人中等专业学校等，见表 2）的民办学校数量为 89394 所，仅占全国的 16.28%，在校生 1829.9 万人，仅占全国的 8.53%，仍有较大的发展空间。

表 2 2006 年我国基础教育中民办教育所占比重

	全国		民办学校			
	学校数 (所)	在校生人 数(万人)	学校数 (所)	占比 (%)	在校生人 数(万人)	占比 (%)
幼儿园	130500	2263.85	75426	57.80	775.69	34.26
小学	341600	10711.53	6161	1.80	412.09	3.85
初中	60885	5957.95	4561	7.49	394.4	6.62
普通高中	16153	2514.5	3246	20.10	247.72	9.85
合计	549138	21447.83	89394	16.28	1829.9	8.53

资料来源：教育部教育公报

此外，随着生活水平的不断改善，人们对优质教育的市场需求量加大。由于当前教育资源尤其是优质教育资源的短缺，小学升初中、初中升高中的升学竞争激烈，择校现象严重。发展民办教育不仅可以大大缓解庞大的教育需求和有限的政府投入之间的矛盾，还可增加教育供给方式的多样化和选择性，满足广大人民群众对优质教育的需求。

总体来看，虽然我国人口老龄化趋势逐步加强，小学和初中的学校数和在校生数有所下降，但我国教育投入不足局面短期内仍将持续，国家对民办教育的鼓励又进一步推动了民办教育的发展，高品质民办教育的市场前景广阔。

三、企业素质

1、规模与竞争力

目前，公司已在粤东地区投资了四所全日制中小学，四所学校占地总面积600亩，建筑面积约12万余平方米。截至2006年底，在校生总数约10000名，教师员工约1200名。目前，公司所投资的学校已形成集团化规模，积累了丰富而系统的教育教学和学校管理经验。

由表 3 可以看到，公司下属四所学校中，成立最早的汕尾新世界学校已有 11 年历史，成立最晚的中海怡翠学校也已有 6 年历史；四所学校中除成立较晚的中海怡翠学校外，都覆盖了从幼儿园到高中的学制；普宁、潮阳和汕尾三所新世界学校的招生范围以当地私营及个体工商业者子女为主，住宿生比例较大，中海怡翠学校的招生范围以中海怡翠小区业主及周边楼盘业主子女为主，全部为走读生；目前，四所学校的学位均已基本饱和，学校经营情况良好。

从高考成绩来看，普宁、潮阳和汕尾三所有高中的新世界学校的高考成绩均在所在市处于前列（见表 3），已成为当地事实上最好的重点学校之一，在粤东地区有着良好的社会声誉和广泛的社会影响。

中海怡翠学校由于成立时间较晚，目前在校生以小学生为主。

总体来看，公司所投资的四所学校在开办时间、办学规模、学制设置、教学质量上均在当地领先，具有较大优势。

表 3 公司所投资学校概况

	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
成立时间	1998 年	1999 年	1996 年	2001 年
注册地	普宁流沙流石路西侧平头岭下	潮阳区和平镇宋大峰风景区东侧	汕尾市东涌镇桂竹岭	龙岗区布吉镇中海怡翠山庄
学校性质	民办	民办	民办	国有民办
获得荣誉、资质	广东省规模最大的民办中小学	汕头市一级学校	汕尾市首批市一级学校、市重点学校、市绿色学校	深圳市绿色学校、龙岗区一级学校
占地面积	126000 平方米	167000 平方米	80000 平方米	12000 平方米
建筑面积	41100 平方米	60600 平方米	11900 平方米	7200 平方米
在校生总人数	4811	3871	496	884
其中：住宿生人数	1000	3755	496	0
幼儿园在校生人数	285	163	6	125
小学在校生人数	2337	1524	266	652
初中在校生人数	1500	1391	131	107
高中在校生人数	689	793	93	0
招生范围	当地私营及个体工商户子女			中海怡翠小区业主及周边楼盘业主子女
教职工人数	514	516	94	65
2006 年高考成绩				
重点本科入围率	29.12%，列揭阳市第一	42.3%，列汕头市第 3 名、潮阳区第 2 名	36.84%，列汕尾市第一名	—
本科入围率	73.14%，列揭阳市第一	82.7%，列汕头市第 2 名、潮阳区第 1 名	76.31%，列汕尾市第一名	—

资料来源：公司提供，数据均截至 2006 年底

2、人员素质

公司现有董事长、总经理等高级管理人员 9 人，均具有大专以上学历，其中硕士 3 人。

公司董事长陈予川先生，1963 年出生，大学本科学历，1985 年毕业于河南师范大学数学系，1985 年～1992 年在河南省洛阳市一拖第二子弟中学任教，1992 年～1994 年在深圳市碧波中学任教，1994 年 12 月创办本公司。

董事兼财务总监牛利女士，1968 年出生，1990 年毕业于洛阳大学商业管理专业，2004 年毕业于北京师范大学行政管理专业，经济师职称，1990 年 9 月～1996 年 3 月任河南省豫新实业总公司财务部长，1996 年 6 月加入本公司任筹建处长。牛利女士与陈予川先生系夫妻关系。

总经理牛毅先生，1965 年出生，硕士研究生学历，1983 年 3 月～2001 年 6 月历任洛阳石

化总厂党委委员、团委书记、隆惠公司副总经理兼工会主席。2001 年 7 月加入本公司，现任公司总经理。牛毅先生与牛利女士系直系亲属关系。

普宁新世界学校校长刘开发先生，1944 年出生，大学本科学历，1967 年毕业于江西师范大学，中学高级教师，1967 年 9 月～1968 年 9 月任江西新余钢铁厂中学教师，1968 年 10 月～1977 年 2 月任江西新余钢铁厂刚研所技术员，1977 年 3 月～1993 年 7 月任江西新余钢铁公司第一中学（省优秀重点中学）教研组长、教导处副主任、高中部主任及副校长，1993 年 7 月～1997 年 7 月任江西新余钢铁公司第一技校校长，1997 年 7 月加入本公司，历任汕尾新世界学校及普宁新世界学校校长，曾获得江西省优秀教育工作者及广东省普宁市优秀教育工作者

荣誉称号。

潮阳新世界学校校长胡俭耘先生，1964 年出生，大学本科学历，1984 年毕业于四川师范大学，中学高级教师，1984 年 8 月~1998 年 7 月历任四川省井研县第一中学教师、政教处副主任、办公室主任、教学处主任、副校长及校长职务，1998 年 8 月加入本公司，历任普宁新世界学校副校长、潮阳新世界学校校长职务。

汕尾新世界学校校长陈东亮先生，1955 年出生，大学本科学历，毕业于陕西教育学院，中学高级教师，1975 年 8 月~2000 年 6 月任陕煤十中教师、教导主任、校长，2000 年加入本公司，2000 年 7 月~2001 年 9 月任普宁新世界学校校长助理、副校长，2001 年 9 月至今任汕尾中英文学校校长。

中海怡翠学校校长卢建平女士，1955 年出生，双硕士学历，1980 年毕业于华南师范大学，小学高级教师，1980 年~1982 年在广州四中任小学语文教师，1982 年调入深圳华侨企业公司沙河小学教导处工作，1987 年~2001 年任深圳华侨城小学大队辅导员及教务工作，2001 年加入本公司，任中海怡翠学校校长至今，1982 年~1999 年连续十年被评为深圳市及南山区先进教师，1989 年被评为深圳市先进工作者，获“五一”劳动奖章，1989 年被授予全国优秀辅导员荣誉称号。

截至2006年底，公司共有教职工1200人，从教育程度看，以大专及以上学历为主，占比82.42%，见图2；从年龄分布来看，以30岁至50岁为主，占比79.50%，见图3；公司目前拥有初级职称的有32人，拥有中级职称的有612人，拥有高级职称的有556人。

综上所述，公司高层领导和所投资学校的主要管理者均有着长期从事基础教育的工作经历，具有丰富的教育行业从业经验和较高的管理水平。公司教职工队伍教育程度较高，从业时间较长，具有丰富的教学经验。

图2 公司在职工教育程度情况

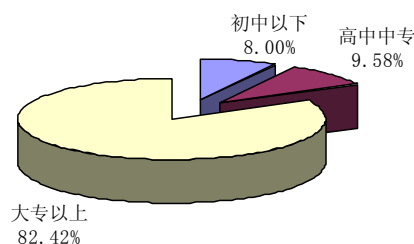
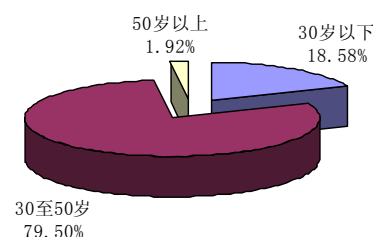


图3 公司在职工年龄分布情况



3、外部环境与支持

粤东地区基础教育现状

基础教育资源带有较强的地域特征。公司经营区域主要在粤东地区的普宁市、潮阳市、汕尾市、深圳市龙岗区布吉镇。

普宁为县级市，归属揭阳市管辖，人口约260万，产业形态以商贸流通业为主，是大潮汕地区工业品的集散地，民间经济整体较为发达。

潮阳为县级市，归属汕头市管辖，人口约220万，产业形态主要以工业制造业为主，主导产品为内衣、文具、化妆品，是广东省东部经济最发达的地区之一。

汕尾为地级市，人口约250万，经济落后于珠三角地区，也落后于普宁、潮阳，文化教育在广东省内相对落后，工业不发达，产业形态主要以水产业、家庭作坊式的小型工业以及贸易服务业为主。

以上三个地区的共同特点有：

(1) 政府财力有限，公办教育投入不足，政府给予民办教育的政策较为宽松，支持力度较大；

(2) 经商和有海外关系的家庭较多，家庭经济条件较好，但父母无暇顾及子女教育，对优质教育需求大；

(3) 计划生育政策多年落实较弱，家庭子女较多。

布吉镇归属于深圳市龙岗区，人口约 100 万。在深圳取消二线关之后，布吉镇正成为许多人进入深圳初期的落脚点，城市化进程加快，人口增长加速。当地教育的总体质量与深圳市关内学校相比差距较大，对优质教育资源的需求逐渐增加。

总体来看，公司所投资学校都位于经济较为发达、优质教育资源相对稀缺的粤东地区，外部环境较好。

税收优惠政策

根据《民办教育促进法实施条例》及财政部、国家税务总局财税[2004]39号《关于教育税收政策的通知》的规定，公司提供教育劳务取得的收入免征营业税和企业所得税；公司自用的房产、土地，免征耕地占用税、房产税、城镇土地使用税。

总体来看，公司在发展过程中，拥有有利的外部支持因素，具有良好的外部环境。

四、经营管理

1、公司管理

法人治理结构

公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。公司增加或者减少注册资本、变更组织形式及分立、合并、解散、须经有三分之二以上表决权的股东同意。公司修改章程，批准股本向股东以外的人转让，须经全体股东同意。公司发生重大问题，经代表四分之一以上表决权的股东、三分之一以上董事或监事提议，可召开临时会议。

公司设董事会，共由三名董事会成员组成，其中董事长一名。董事由股东提名人选，经股东大会委派。董事任期三年，董事任期届满，

可以连选连任。董事长在任期届满前，股东会不得无故解除其职务。董事长为公司法定代表人，由股东大会委任。任期三年。

公司不设监事会，设监事一名，由股东大会委任，任期一年。董事、经理及财务负责人不得兼任监事。

公司经理由董事会聘任或解聘，任期一年。经理对董事会负责。

截至2006年底，公司的实际控制人为陈予川、牛利两名自然人，两人系夫妻关系。陈予川先生任公司董事长，牛利女士任董事兼财务总监。总经理牛毅先生与牛利女士系直系亲属关系。总体看，公司所有权与经营权未实现分离，法人治理结构有待完善。

管理水平

公司实行“董事会领导下的总经理负责制、校长责任制、一级法人两级管理”的管理体制，公司本部业务经营管理在董事会领导下由总经理负责，下属学校采取校长责任制。公司制订了较健全的人力资源、内部审计考核、财务管理、资金控制、现金管理、投融资管理、对外担保等方面主要制度。

在财务管理方面，公司对属下学校实行集中式财务管理模式。在资金上实施“收支两条线”管理，即对下属学校的资金账户明确划分收、支户，收、支活动相分离，账户控制权在公司。学校运作相比较其他企业而言相对简单，每年春秋两期的收费就是全年收费总和，然后根据教育教学需要，由公司总部按预算计划拨付学校使用即可。

在学校的日常管理方面，公司实行目标管理责任制，将学校工作计划和目标任务，按照科室职能、层层分解，落实到人。学校根据科室和个人的工作任务的完成情况、质量的好坏，确定科室与个人的工作业绩，并作为各项考核、评先、职务晋升、奖金津贴发放的依据。公司采取全员聘任制。除高层管理人员岗位外，其余岗位公开招聘上岗，双向选择。此外，公司还根据学校未来发展需要，有计划、有目的地

选送教职工参加相应的职业培训、进修、学历教育，提高学校整体的管理水平、业务水平、教学质量，改善学校人员结构，增强学校竞争力。

此外，公司还建立了统计分析制度，即要求校、科二级定期对学校及科室工作、外部环境（如政策、生源、就业等）进行调研、统计、分析，帮助学校、科室了解外部状况、内部工作的实际情况、学生培养的整体效果、学校教育的综合能力等，为学校决策提供依据。

总体来看，公司建立了适合教育行业的内部管理体系，管理水平较高。

2、经营分析

经营现状

目前，公司已在粤东地区投资了四所全日制中小学，从事幼儿园、小学、初中和高中学教育。学校运作相比较其他类型企业而言相对简单，每年春秋两期的收费就是全年收费总和。公司2004~2006年的在校生人数和收费情

况见表4。

表4 公司近三年在校生人数及收费情况

年份	在校生人数 (人)	人均收费 (元)	主营业务收入 (万元)	利润总额 (万元)
2004	8717	8204	7151.09	976.42
2005	9662	8590	8302.87	1361.63
2006	10120	8910	9020.23	1459.5

资料来源：公司提供

由表4可以看到，公司近年来在校生人数和人均收费保持稳定增长，发展态势良好。公司将学校的教学品质视为企业的生命线，各学校自成立之初就以超过当地最好的省重点中学为目标。从表5可以看出，公司所投资的四所学校在开办时间、办学规模、学制设置、教学质量上均在当地领先，具有较大优势。由表5可以看出，公司下属4所学校的收费标准处于较高水平，说明优异的教学品质保证了公司可以获得一定的民办教育市场的定价权。

表5 公司所投资学校的收费标准

		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
幼儿园	走读生	3900 元/年	5300 元/年	—	
	住校生	7600 元/年	8000 元/年	10600 元/年	
小学	走读生	一年级 7800 元/年，二至六年级 9600 元/年	9000 元/年	—	2500 元/学期
	住校生	13600 元/年	12000 元/年	12600 元/年	7000 元/学期
初中	走读生	9600 元/年	9000 元/年	—	2700 元/学期
	住校生	15600 元/年	12800 元/年	13800 元/年	7000 元/学期
高中	走读生	9600 元/年	10000 元/年	—	—
	住校生	15600 元/年	13600 元/年	13800 元/年	—

资料来源：公司提供，数据均截至 2006 年底

关于中海怡翠学校的合作办学

公司投资的普宁新世界学校、潮阳新世界学校和汕尾新世界学校均为民办非企业单位，公司拥有100%股权；中海怡翠学校为国有民办事业单位，由布吉镇人民政府所有，并由公司承办。根据公司与布吉镇人民政府签订的《承办怡翠小学》协议书，合作办学的基本模式为

“学校国有，企业承办，经费自筹，办学自主”，学校承办者拥有“五自主”的权益：筹集日常办学经费自主，用人自主，计划外招生自主，教改教研自主，经费支配自主；承办期限为24年，从2001年9月至2025年9月；承办方按报经物价部门审批后的收费项目、标准，向学生收取教育成本费；承办方在条件成熟时，经布吉镇人

民政府批准可以横向扩展，联合办学，多类型办学，可以纵向发展，形成幼教、小学、中学一体化教育。

根据上述办学协议，我们认为中海怡翠学校的国有民办性质不影响公司对其的实际控制。2004年~2006年，公司均将中海怡翠学校纳入合并范围。

教育储备金及其转制问题

教育储备金是我国民办教育发展历史上在特定历史条件下形成的产物，是学校向家长收取的一笔较高费用（一般是年学杂费的10-15倍），这笔款项的所有权属于家长，学校用该笔收入的银行存款利息支付学生读书的成本，本金则在学生毕业或退学离校时退还给家长。1992年，广东英豪学校率先实行了收取教育储备金的方式，以解决民办教育投资者的融资困难，因当时银行利率较高，教育储备金模式获得了学校和家长的双方认同，并未受到政府限制。1997年以后，广东省政府开始严查金融隐患和严控金融风险，将各民办学校的教育储备金也作为潜在的金融风险之一。广东省政府、省教育厅于1999年2月下发文件，正式禁止民办学校收取教育储备金，并要求将已收取的教育储备金进行转制（指将收取储备金办学的模式转为收取学杂费办学的模式）。

公司下属学校中，仅有普宁新世界学校涉及教育储备金问题。该校在1998年~1999年第一季度共收取教育储备金1亿余元，涉及学生人数1700余人。自2000年开始，公司按照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，积极开展储备金的转制工作。2001年，转制方案在普宁市政府、市教育局的支持下，在学校的积极努力下，获得绝大部分家长的接受，1700余名学生的家长基本都与学校签订了转制补充协议，同意将教育储备金转为学杂费预收款并逐年扣除，仅有十几名学生不同意转制而退学。此外，由于潮汕地区家庭普遍存在多子女情况，2002年，针对学生家长要求，公司制定新补充政策，同意

毕业学生将其学杂费预交款的余款转给其新入学的亲属，作为其今后若干年的学杂食宿费。截至2006年底，公司教育储备金余额4803.23万元，记入“预收账款”科目。

经营效率

公司近三年资产总额略有下降，年均下降0.18%；主营业务收入增长较快，年均增长率为12.31%，公司经营情况良好，符合教育行业特点。

从经营效率看，近3年公司应收账款为0，销售债权周转次数无法计算；存货规模较小，存货周转次数参考意义不大；由于资产总额略有下降，主营业务收入增长较快，总资产周转次数呈增长趋势，2006年为0.32次。总体看，公司目前经营效率较高，符合教育行业特点。

3、未来发展

公司的办学宗旨为：通过兴办教育实业，向社会提供优质教学服务和全面的基础教育人才，满足社会日益增长的物质文化需求，实现社会效益和经济效益的共同增长。

公司计划在未来三年内将经营重点放在中小学教育，继续扩大市场份额，办学规模达到15000人以上。在此期间的发展策略是“强管理、打高端、树品牌、零风险、促发展、国际化”，走一条稳健的可持续发展的集团化道路。“强管理”着力突破管理瓶颈，提高管理水平；“打高端”坚持精英教育、素质教育，增强民办教育与公办教育相比所特有的优势；在现有CIS系统基础上“树品牌”，扩大“新世界”品牌在粤东地区的影响，并进一步将之辐射至全国；从效益、生源、成本等经营角度结合绩效考核控制经营风险，强化经营，力争将经营管理控制到“零风险”；在发展中不断发现问题、正视问题，并通过发展解决问题“促发展”；聘请有丰富教学经验的优秀外籍教师，并与国外著名学校合作办学，同时开展留学咨询业务，实现教学和办学“国际化”。

公司目前的投资项目主要是下属潮阳新世

界学校的一期、二期工程，该项目已获得汕头市发改局批准（批文号为：汕市发改〔2006〕174号）。该项目计划总投资为2.8亿元，其中，公司利用自有资金21000万元，对外融资金额7000万元。

表 6 潮阳新世界学校一期、二期工程概况

	一期工程	二期工程
投资额	1.3 亿元	1.5 亿元
占地面积	92000 平方米	75000 平方米
建筑面积	60870 平方米	82000 平方米

资料来源：公司提供

一期工程项目内容包括：教学楼25200平方米、宿舍楼26970平方米、食堂等配套设施8700平方米。目前，一期工程的教学楼、学生宿舍楼、教职工宿舍、图书馆、食堂等大部分设施均已

建成并投入使用（潮阳新世界学校从1999年开始招生，截至2006年底，在校生总人数3871人），但尚未办理竣工手续。

二期工程项目内容包括：

（1）基础设施建设

教学楼14000平方米，宿舍楼39000平方米，艺术馆、图书馆、体育馆、科学楼等共20000平方米，食堂、车库等配套设施9000平方米，400米塑胶跑道及篮球场7600平方米；基础设施建设总投资约9980万元。

（2）教学设备购置

教学设备投资1080万元，包括30台校车、自然、生物、化学及物理实验室各6间。

（3）其他资金3000万元

包括土地出让金1000万元、建设用流动资金1500万元、项目建设不可预见费500万元等。

表 7 公司未来预测

项 目（万元）	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
计划投资	8000	4000	3000		
预计营业收入	11210	12700	14890	14980	15070
预计利润总额	2232	2738	3646	3514	3604
预计净利润	2232	2738	3646	3514	3751
预计折旧	843	1062	1238	1459	1459
预计摊销	43	48	53	53	53
预计利息支出	464	490	490	490	343
预计短期债务余额	1189	1238	1290	1345	1403
预计长期债务余额	7000	7000	7000	4900	2800
预计少数股东权益	0	0	0	0	0
预计所有者权益	21590	24328	27973	31487	35238
预计资产总额	35041	37322	40549	41548	42786
总资产收益率（%）	9.05	9.91	11.41	10.61	10.38
净资产收益率（%）	10.34	11.25	13.03	11.16	10.64
长期资本化比率（%）	24.48	22.34	20.02	13.47	7.36
全部资本化比率（%）	27.50	25.30	22.86	16.55	10.66
资产负债比率（%）	38.39	34.82	31.01	24.22	17.64
EBITDA 利息倍数（倍）	7.72	8.85	11.08	11.26	15.92
债务保护倍数（倍）	0.38	0.47	0.60	0.80	1.25

资料来源：公司提供

目前，二期工程待建，已取得可供项目建设的平整土地及配套设施，已完成项目建设的前期工作（包括市场调研、项目规划设计、建筑设计、建设进度安排等），全部工程计划2009年5月完工。预计潮阳新世界学校2007年、2008年、2009年可分别新增学生1500人、1000人和

1500人。二期工程完全交付使用后，潮阳新世界学校在校生总人数将达7000人，其中幼儿部1000人，小学部3000人，中学部3000人。二期工程建成后，潮阳新世界学校的学位紧张局面将大大缓解，可满足潮阳地区对优质教育的需求，有利于提升公司的整体竞争力。

表7是公司根据公司发展规划对未来5年经营情况做的预测。按现在收费标准增长速度和公司新增招生人数测算，在潮阳新世界学校二期工程建设进展顺利并能按计划实现满员招生的情况下，该预测具有较大的实现可能性。公司计划发行7000万元长期债券，债务结构将得到改善，债务负担短期内有所加重，但仍处于较低水平，且从2008年起逐年减轻。

五、财务分析

1、财务概况

公司提供了2004年~2006年的财务报告，其中2004和2005年财务报告已经华证会计师事务所有限公司审计并出具了无保留意见审计结论，2006年财务报告已经天健华证中洲（北京）会计师事务所有限公司审计并出具了无保留意见审计结论。

公司执行财政部颁布的企业会计准则和《企业会计制度》及其有关规定。

近三年，公司合并范围无变化，财务报告可比性强。

截至2006年底，公司（合并）资产总额28692.39万元，所有者权益19357.47万元。2006年，公司实现主营业务收入9020.23万元，利润总额1459.50万元。

2、资产构成及资产质量

近三年，公司资产规模保持稳定。截至2006年底，公司资产总额28692.39万元，其中流动资产占11.67%，固定资产合计占79.70%，无形资产及其他资产合计占8.63%。公司资产以固定资产为主，近三年资产结构较为稳定（见图4）。

截至2006年底，公司流动资产中所占比重较大的主要是其它应收款、货币资金和存货，分别占流动资产的53.95%、39.69%和6.01%（见图12）。近三年流动资产结构变化较大，主要是货币资金占比有所下降，其它应收款占比有所上升（见图5）。

图4 近三年资产结构及增长趋势

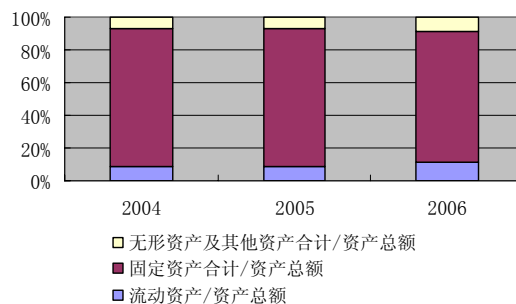
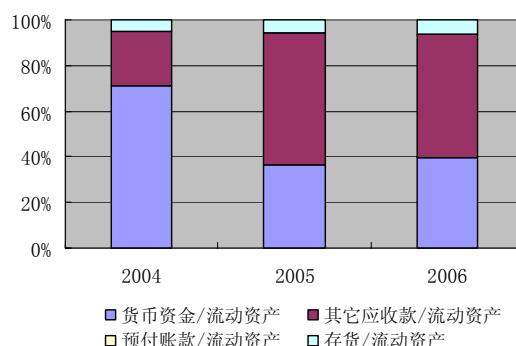


图5 近三年公司流动资产构成变化



近三年，公司其他应收款分别为604.89万元、1331.26万元和1806.20万元，主要系关联方汕尾新世界教育管理顾问有限公司（系公司股东）的占用款。截至2006年底，公司其他应收款中帐龄在1年以内的占78.93%，3年以上的占20.47%。公司已计提坏帐准备162.20万元，占比8.24%。

近三年，公司存货增长较快，年增长率达29.71%。截至2006年底，公司存货合计201.24万元，其中原材料和低值易耗品分别占55.42%和44.58%。由于公司存货以学校常用的教学设备及后勤相关物资储备为主，公司未对存货计提跌价准备。

近三年，公司固定资产合计保持稳定，截至2006年底，固定资产原值29641.42万元，其中房屋及建筑物、机器设备、运输设备、教学设备和办公设备及其他分别占比89.59%、0.57%、2.78%、3.06%和3.99%，净值22869.22万元。截至2006年底，公司已被设为抵押的房

屋及建筑物中原值计人民币9171.73万元，累计折旧计人民币1606.76元，净值计人民币7564.97元。此外，公司房屋建筑物的竣工决算事项尚未完成。汕头市潮阳新世界中英文学校的房屋建筑物的房产证尚在办理之中。

公司无形资产及其他资产合计主要是土地使用权和长期待摊费用，2006年底分别为1875.28万元和600万元。截至2006年底，公司已被设为抵押的土地使用权余额计人民币1431.24万元。汕头市潮阳新世界中英文学校土地的土地使用权证手续尚在办理之中，应交纳的土地出让金为500万元，截止2006年12月31日尚未支付余额为人民币120.04万元。此外，根据公司和国家开发银行人民币资金委托贷款借款合同规定，深圳中科智担保投资有限公司为公司6000万元人民币贷款提供担保，担保期5年，公司已支付担保费人民币600万元。

总体上看，公司资产以固定资产为主，且已被设为抵押的房屋建筑物和土地使用权占比较大，整体资产质量一般。

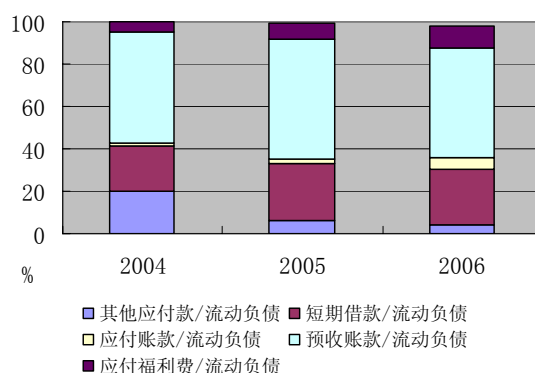
3、负债构成及负债水平

近三年，公司负债合计年均下降12.74%，2006年底为9334.92万元，全部为流动负债，公司债务结构不合理。2006年12月20日，公司与兴业银行股份有限公司深圳罗湖支行签订了国家开发银行人民币资金委托贷款借款合同，贷款金额为人民币6000万元，借款期限为5年，借款用途为公司下属的学校建设。2007年1月该笔款项已到账，并使用其中的1150万元归还了公司的部分短期借款。公司债务结构得到了较大改善。

近三年，公司流动负债以短期借款和预收账款为主，2006年底分别占25.71%和51.45%（见图6）。截至2006年底，公司预收账款4803.23万元，帐龄全部在三年以上，系公司2003年以前预收的学费，逐年转入学费收入；其他应付款406.80万元，其中应付关联方牛利女士（系公司股东）的款项为104.14万元。

近三年，公司所有者权益略有增长，年均增长率达8.19%。截至2006年底，公司所有者权益为19357.47万元，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润占所有者权益合计的比重分别为5.17%、46.36%、7.80%和40.68%，公司所有者权益中实收资本占比较小，稳定性一般。

图6 近三年公司流动负债构成变化



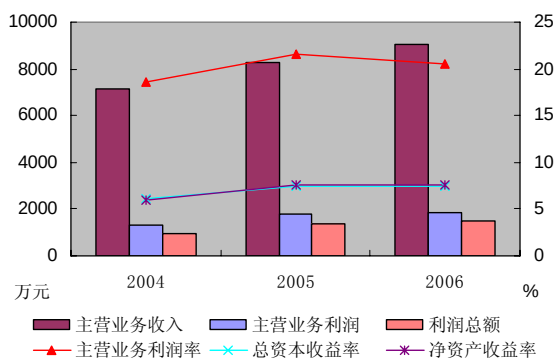
近三年，公司债务负担有所下降。截至2006年底，公司的全部债务资本化比率和资产负债比率分别为11.03%和32.53%。公司的6000万元5年期长期借款2007年1月到账，并归还1150万元短期借款后，公司的长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债比率分别为23.66%、27.25%和42.29%。公司目前债务负担轻。

4、盈利能力

近三年，公司主营业务收入、主营业务利润、利润总额均保持稳步增长，年增长率分别为12.31%、17.81%和22.26%，2006年底，公司主营业务利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为20.53%、7.50%和7.54%，总体看盈利能力尚可。

近三年，公司现金收入比率分别为86.99%、90.33%和91.47%，收入的实现质量一般。

图 7 盈利能力



5、现金流

近三年，公司经营活动现金流入量和流出量均保持快速增长。现金流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金年均增长32.63%，2006年为8251.00万元；收到的其他与经营活动有关的现金由2005年的463.23万元增长至2006年的3789.52万元，主要是关联方陈予川、牛利和汕尾新世界教育管理顾问有限公司（均系公司股东）的往来款。现金流出方面，购买商品、接受劳务支付的现金年均增长18.65%，2006年为4113.46万元；支付给职工以及为职工支付的现金年均增长40.00%，2006年为1843.21万元；近三年支付的其他与经营活动有关的现金分别为91.75万元、3035.71万元和4419.72万元，主要是关联方陈予川、牛利和汕尾新世界教育管理顾问有限公司的往来款。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为1324.26万元、-649.61万元和1664.13万元，其中2005年由于股东往来款流出较多，导致经营活动产生的现金流量净额为负。

近三年，公司投资活动现金流入均为0，现金流出以购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为主，近三年分别为36.50万元、133.57万元和174.81万元，投资规模较小。

近三年，公司筹资活动的现金流入全部为借款所收到的现金，年均下降8.57%；现金流出以偿还债务所支付的现金和分配股利或利润所支付的现金为主，年均增长6.92%。近三年，公

司筹资活动现金流量净额分别为-551.57万元、-159.58万元和-996.35万元。

整体看，公司经营活动现金流中股东往来款规模较大，收入的实现质量一般，由于近年来公司投资规模较小，公司对外部筹资规模有所下降。

6、偿债能力

近三年，公司流动比率和速动比率均保持稳步增长，2006年分别为35.86%和33.71%，处于较低水平，主要是由于公司负债结构不合理以及预收账款规模较大所致。由于公司预收账款全部系公司2003年以前预收的学费，按照协议将逐年转入学费收入。剔除预收账款因素影响后，2006年底公司流动比率和速动比率分别为73.88%和69.44%，仍处于较低水平。

近三年，公司EBITDA年均增长6.39%，而总债务略有下降，使得EBITDA利息倍数和债务保护倍数总体呈增长趋势，2006年分别为14.68倍和0.98倍，对全部债务的保护能力较好。

截至2006年底，公司未对外提供担保。

7、本期债券偿还能力

公司计划发行7000万元长期债券，预计发行成功后，将替换国家开发银行的6000万元5年期长期贷款，预计公司的长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债比率分别为24.48%、27.50%和38.39%，债务负担短期内有所加重，但仍处于较低水平，同时债务结构将得到改善。根据公司预测（见表7），公司未来5年EBITDA利息倍数和债务保护倍数呈增长趋势，对本期债券有着良好的偿还能力。

截至2007年6月底，公司共获得银行授信12400万元，其中国家开发银行深圳分行10000万元，工商银行汕尾市分行2400万元，均为综合授信。公司已使用授信额度6000万元。

根据公司与汕头市潮阳区和平镇高丰社区居民委员会及其上级单位汕头市潮阳区和平镇国土所签订征用其245.95亩土地协议的补充规

定，双方约定：办理用地手续需上缴的各项款项、税费和其他费用由公司承担；同时从土地登记日期起10年内，公司每年支付土地管理费61.49万元，10年后每年支付土地管理费73.79万元。

六、综合评价

虽然我国人口老龄化趋势逐步加强，小学和初中的学校数和在校生数有所下降，但我国教育投入不足局面短期内仍将持续，国家对民办教育的鼓励又进一步推动了民办教育的发展，高品质民办教育的市场前景广阔。粤东地区经济较发达，政府对民办教育的支持力度较大。目前，公司已在粤东地区投资了四所全日制中小学。截至2006年底，在校生总数约10000名，教职工约1200名。总体看，公司所投资的四所学校在开办时间、办学规模、学制设置、教学质量上均在当地领先，具有较大优势，近年来发展态势良好。

目前，公司资产中已被设为抵押的房屋建筑物和土地使用权占比较大，整体资产质量一般。同时，公司所有权与经营权未实现分离，法人治理结构有待完善。考虑到公司盈利能力较强，债务负担较轻，综合看，公司整体信用风险较小。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	1778.73	835.96	1328.94	-13.56
短期投资	0.00	0.00	0.00	
减：短期投资跌价准备	0.00	0.00	0.00	
短期投资净额	0.00	0.00	0.00	
应收票据	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	
应收利息	0.00	0.00	0.00	
应收账款	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	604.89	1331.26	1806.20	72.80
减：坏账准备	0.00	0.00	0.00	
应收账款净额	604.89	1331.26	1806.20	72.80
预付账款	0.00	0.00	11.51	
应收补贴款	0.00	0.00	0.00	
存货	119.61	132.56	201.24	29.71
减：存货跌价准备	0.00	0.00	0.00	
存货净额	119.61	132.56	201.24	29.71
待摊费用	0.00	0.00	0.00	
待处理流动资产净损失	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的长期债权投资	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	
流动资产合计	2503.23	2299.78	3347.89	15.65
长期投资				
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	
长期债权投资	0.00	0.00	0.00	
长期投资合计	0.00	0.00	0.00	
减：长期投资减值准备	0.00	0.00	0.00	
长期投资净额	0.00	0.00	0.00	
合并价差	0.00	0.00	0.00	
固定资产				
固定资产原值	29350.20	29468.68	29641.42	0.49
减：累计折旧	5010.54	5929.38	6772.20	16.26
固定资产净值	24339.66	23539.30	22869.22	-3.07
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00	
固定资产净额	24339.66	23539.30	22869.22	-3.07
工程物资	0.00	0.00	0.00	
在建工程	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
待处理固定资产净损失	0.00	0.00	0.00	
固定资产合计	24339.66	23539.30	22869.22	-3.07
无形资产及其他资产				
无形资产	1953.47	1914.38	1875.28	-2.02
开办费	0.00	0.00	0.00	

长期待摊费用	0.00	0.00	600.00	
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产及其他资产合计	1953.47	1914.38	2475.28	12.57
递延税项				
递延税项借项	0.00	0.00	0.00	
资产总计	28796.36	27753.46	28692.39	-0.18

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	2625.00	2625.00	2400.00	-4.38
应付票据	0.00	0.00	0.00	
应付帐款	229.85	220.98	562.80	56.48
预收帐款	6375.30	5572.47	4803.23	-13.20
代销商品款	0.00	0.00	0.00	
应付工资	0.00	0.00	86.00	
应付福利费	616.12	787.75	989.12	26.70
应付股利	0.00	0.00	0.00	
应交税金	0.12	1.61	3.98	470.04
其他应交款	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	2413.63	607.68	406.80	-58.95
预提费用	0.00	40.00	83.00	
一年内到期的长期负债	0.00	0.00	0.00	
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	12260.02	9855.48	9334.92	-12.74
长期负债				
长期借款	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	
专项应付款	0.00	0.00	0.00	
住房周转金	0.00	0.00	0.00	
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	
长期负债合计	0.00	0.00	0.00	
递延税项				
递延税项贷款	0.00	0.00	0.00	
负债合计	12260.02	9855.48	9334.92	-12.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	
所有者权益				
实收资本	1000.00	1000.00	1000.00	0.00
资本公积	8974.45	8974.45	8974.45	0.00
盈余公积	559.65	1011.64	1509.32	64.22
其中：公益金	0.00	0.00	0.00	
未分配利润	6002.24	6911.88	7873.71	14.53
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
所有者权益合计	16536.34	17897.97	19357.47	8.19
负债及所有者权益合计	28796.36	27753.46	28692.39	-0.18

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	7151.09	8302.87	9020.23	12.31
减: 折扣与折让	0.00	0.00	0.00	
主营业务收入净额	7151.09	8302.87	9020.23	12.31
减: 主营业务成本	5817.23	6515.14	7168.81	11.01
主营业务税金及附加	0.00	0.00	0.00	
二、主营业务利润	1333.87	1787.73	1851.42	17.81
加: 其他业务利润	0.00	0.00	0.00	
减: 存货跌价损失	0.00	0.00	0.00	
营业费用	0.00	0.00	0.00	
管理费用	180.88	275.54	220.79	10.48
财务费用	176.57	150.56	151.40	-7.40
三、营业利润	976.42	1361.63	1479.24	23.08
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	
期货收益	0.00	0.00	0.00	
补贴收入	0.00	0.00	0.00	
营业外收入	0.00	0.00	0.00	
减: 营业外支出	0.00	0.00	19.74	
其他支出	0.00	0.00	0.00	
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	
四、利润总额	976.42	1361.63	1459.50	22.26
减: 所得税	0.00	0.00	0.00	
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	
五、净利润	976.42	1361.63	1459.50	22.26
加: 年初未分配利润	5358.90	6002.24	6911.88	13.57
盈余公积转入数	0.00	0.00	0.00	
减: 合资企业提取奖福基金	0.00	0.00	0.00	
其他调整因素	0.00	0.00	0.00	
六、可供分配的利润	6335.31	7363.88	8371.38	14.95
减: 提取法定盈余公积	333.07	451.99	497.67	22.24
提取法定公益金	0.00	0.00	0.00	
七、可供股东分配的利润	6002.24	6911.88	7873.71	14.53
减: 应付优先股股利	0.00	0.00	0.00	
提取任意盈余公积	0.00	0.00	0.00	
应付普通股股利	0.00	0.00	0.00	
转作股本的普通股股	0.00	0.00	0.00	
其他	0.00	0.00	0.00	
八、未分配利润	6002.24	6911.88	7873.71	14.53

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	6220.97	7500.04	8251.00	32.63
收到的租金	0.00	0.00	0.00	
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	
收到的其他与经营活动有关的现金	0.00	463.23	3789.52	
现金流入小计	6220.97	7963.27	12040.52	93.55
购买商品、接受劳务支付的现金	3466.99	3920.26	4113.46	18.65
经营租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
支付给职工以及为职工支付的现金	1316.57	1630.42	1843.21	40.00
支付的各项税费	21.39	26.49	0.00	-100.00
支付的其他与经营活动有关的现金	91.75	3035.71	4419.72	4717.11
现金流出小计	4896.70	8612.88	10376.39	111.91
经营活动产生的现金流量净额	1324.26	-649.61	1664.13	25.66
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
取得投资收益所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.00	0.00	0.00	
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
现金流入小计	0.00	0.00	0.00	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	36.50	133.57	174.81	378.96
投资所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
现金流出小计	36.50	133.57	174.81	378.96
投资活动产生的现金流量净额	-36.50	-133.57	-174.81	378.96
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
借款所收到的现金	2625.00	2625.00	2400.00	-8.57
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
现金流入小计	2625.00	2625.00	2400.00	-8.57
偿还债务所支付的现金	3000.00	2625.00	2625.00	-12.50
发生筹资费用所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
分配股利或利润所支付的现金	0.00	159.58	171.35	
偿付利息所支付的现金	176.57	0.00	0.00	-100.00
融资租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
减少注册资本所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	600.00	
现金流出小计	3176.57	2784.58	3396.35	6.92

筹资活动产生的现金流量净额	-551.57	-159.58	-996.35	80.64
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	736.20	-942.76	492.97	-33.04

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

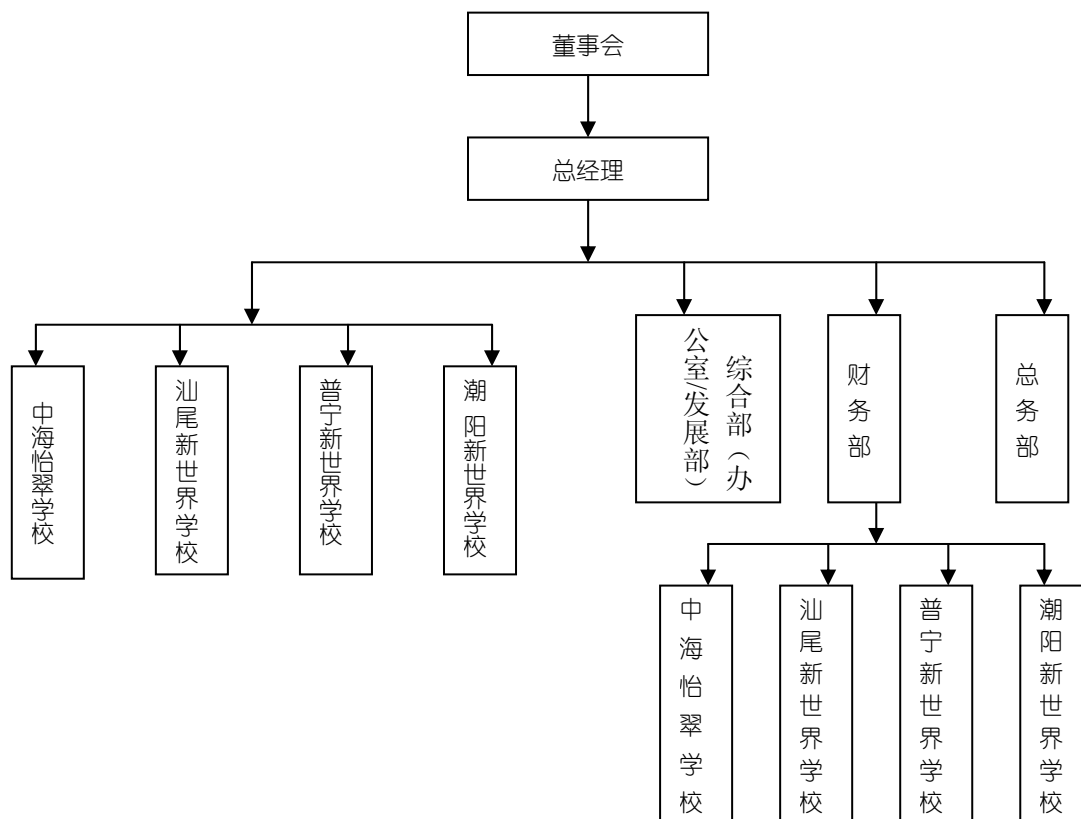
项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务	0.00	0.00	0.00	
以投资偿还债务	0.00	0.00	0.00	
以固定资产进行长期投资	0.00	0.00	0.00	
以存货偿还债务	0.00	0.00	0.00	
融资租赁固定资产	0.00	0.00	0.00	
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	976.42	1361.63	1459.50	49.47
加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	
计提的坏帐准备或转销的坏帐	0.00	43.11	25.90	
固定资产折旧	1012.82	918.84	844.78	-16.59
无形资产摊销	39.09	39.09	39.09	0.00
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少(减:增加)	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加(减:减少)	0.00	40.00	43.00	
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	176.57	159.58	171.35	-2.95
投资损失(减:收益)	0.00	0.00	0.00	
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	
存货的减少(减:增加)	-23.43	-12.94	-68.68	193.19
经营性应收项目的减少(减:增加)	2142.07	-1529.20	-3880.14	-281.14
经营性应付项目的增加(减:减少)	-2997.52	-1669.73	3029.34	-201.06
其他	-1.76	0.00	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	1324.26	-649.61	1664.13	25.66
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1778.73	835.96	1328.94	-25.29
减: 货币资金的期初余额	1042.53	1778.73	835.96	-19.81
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	736.20	-942.76	492.97	-33.04

附件 4 公司合并财务报表主要计算指标

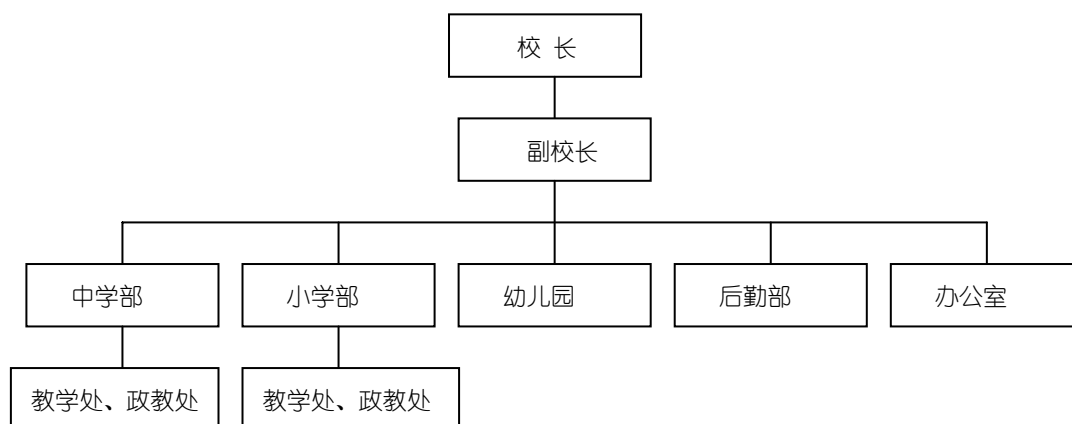
项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)				
存货周转次数(次)	48.63	51.67	42.95	46.70
总资产周转次数(次)	0.25	0.29	0.32	0.30
盈利能力				
主营业务利润率(%)	18.65	21.53	20.53	20.45
总资本收益率(%)	6.10	7.41	7.50	7.19
净资产收益率(%)	5.90	7.61	7.54	7.23
财务构成				
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部资本化比率(%)	13.70	12.79	11.03	12.09
资产负债比率(%)	42.57	35.51	32.53	35.44
偿债能力				
流动比率(%)	20.42	23.34	35.86	29.02
速动比率(%)	19.44	21.99	33.71	27.34
EBITDA 利息倍数(倍)	11.49	15.54	14.68	14.30
债务保护倍数(倍)	0.77	0.88	0.98	0.91
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	6.66	-4.91	8.69	4.21
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.49	-0.30	0.62	0.32
现金流				
现金收入比(%)	86.99	90.33	91.47	90.23
现金利润比率(%)	135.62	-47.71	114.02	69.82
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	1287.77	-783.18	1489.33	7.54

附件 5 组织机构图

1、公司组织机构图



2、学校组织机构图（以潮阳新世界学校为例）



附件 6 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 536 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零零七年九月十二日

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司

主体长期信用评级分析报告

评级结果：A⁺

评级展望：稳定

评级时间：

2007 年 9 月 12 日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	36495.12	51868.49	60141.59
股东权益(万元)	13131.83	19170.12	24383.41
营业收入(万元)	65341.64	70710.45	80297.96
利润总额(万元)	3751.40	3805.52	4638.89
资产负债率(%)	64.02	63.04	59.46
全部债务资本化比率(%)	47.69	49.12	46.45
净资产收益率(%)	25.96	18.35	16.58
流动比率(%)	126.05	136.02	137.60
EBITDA 利息倍数(倍)	10.66	8.91	11.51
债务保护倍数(倍)	0.40	0.27	0.28

分析员

罗 国 张志强

电话：010-85679696-8809

邮箱：mzhang@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

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

评估观点

受益于国民经济持续增长和技术进步，近年来，我国建筑幕墙及其制品行业快速发展，市场需求稳步增长，并随着国家对建筑节能环保要求的逐步加强，安全节能的幕墙施工技术和幕墙玻璃制品发展潜力巨大。建筑幕墙及其制品行业集中度较低，产品供求出现结构性矛盾，市场竞争激烈，总体来讲，机遇与挑战并存。

深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司（以下简称“公司”）是国内专业从事幕墙工程设计、施工及幕墙玻璃制品研发、生产的高新技术企业。公司形成了一定规模的幕墙产业链，在国内同行业中具有一定竞争力，近年来业务快速发展，总体经营态势良好。

公司资产质量较好，盈利能力较强；经营性现金流状况存在一定的波动，考虑到公司上市后，实际债务负担较轻。综合来看，公司的整体信用风险较低。

优势

1、国内产业政策支持安全节能型幕墙工程技术及幕墙制品发展。

2、在幕墙工程和幕墙玻璃制品加工领域公司比国内同类企业具有较强的技术优势和综合实力。

3、公司形成了一定规模的幕墙产业链，近几年经营状况良好。

4、公司 IPO 后，债务负担减轻，直接融资渠道畅通。

关注

1、建筑幕墙及其制品行业集中度较低，市场竞争激烈。

2、公司存货数额较大，结转周期较长。

一、主体概况

深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司（以下简称“公司”或“三鑫公司”）成立于2000年12月，经深圳市人民政府深府函[2000]86号文批准，由原深圳市三鑫玻璃工程有限公司整体变更设立，注册资本3320万元。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2007]207号文核准，公司于2007年8月9日首次向社会公众发行人民币普通股3400万股，并于2007年8月23日在深圳证券交易所挂牌上市交易（公司简称：三鑫股份，股票代码：002163）。目前，公司股本总额13600万股，持有公司5%以上股份的股东有自然人韩平元（持股28.46%），深圳贵航实业有限公司（持股20.51%），中国贵州航空工业（集团）有限责任公司（持股7.47%）和上海泛亚策略投资有限公司（持股5.88%）。

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2006年底，公司内设幕墙产品事业部、幕墙工程事业部和企业发展部、行政部、审计部、财务部、研发中心、市场部和质量售后服务部共9个业务和职能部门；拥有1家全资子公司和1家控股子公司（详见附件1）。

截至2006年底，公司合并资产总额60141.59万元，所有者权益24383.41万元；2006年实现营业收入80297.96万元，利润总额4638.89万元。

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

二、行业分析

1、行业概况

建筑幕墙是现代大型建筑物外观装饰特征及其设计风格的体现，具有建筑外围护和装饰

功能。它融合了现代建筑技术、建筑艺术及建筑使用功能，将建筑外围护结构中的墙体与门窗结合成一体，通过幕墙的结构设计、通风设计、防水设计、隔热设计、节能设计、连接设计和外立面设计展示建筑物的形象。建筑幕墙在城市高层、超高层建筑及大跨度公共建筑、建筑物采光顶、异型建筑物等设施上多有应用。

建筑幕墙有多种分类标准，按面板材料的不同，可以分为玻璃幕墙、石板幕墙和金属板幕墙；按施工方法可分为单元式幕墙、半单元式幕墙、构件式幕墙；按幕墙结构可分为有框幕墙（明框幕墙、半隐框幕墙和隐框幕墙）和无框幕墙（全玻幕墙、点支式幕墙），相对于有框幕墙，无框幕墙具有通透性强的优点，特别是点支式玻璃幕墙，是由金属连接和紧固件将玻璃和支承结构连接成一个整体的组合式建筑结构，具有视野开阔、安全系数大、灵活性好的特点，一些大跨度城市标志性公共建筑（机场航站楼、会展中心、歌舞剧院）均采用点支式幕墙。

从产业链看，建筑幕墙及其制品行业涵盖建筑幕墙工程、建筑幕墙面板材料（主要是玻璃幕墙、石材幕墙、金属板幕墙等）、建筑幕墙结构材料（铝型材、钢结构和拉索、驳接爪等配套材料）等相关领域。

我国建筑幕墙及其制品行业是从1983年起步，经过20多年的发展，已成为世界最大的幕墙生产国和使用国。目前，尽管钛合金板、陶土板、热固化增强树脂纤维板、微晶玻璃等新型建筑材料在国内幕墙装饰领域得到应用，但市场仍然是以框架式的玻璃幕墙为主导。点支式单索幕墙、曲面拉索幕墙等新型幕墙工程技术由于其技术含量较高，施工难度大，国内仅有少数企业掌握其设计和施工技术。

目前，国内专业从事幕墙工程的企业约有300家左右，年产值超过100亿元。从资质审定情况来看，截至到2006年末，全国拥有建筑幕墙工程专业承包一级资质证书的企业有131家，拥有建筑幕墙工程设计专项甲级资质证书的企

业137家，同时拥有一级建筑幕墙工程承包资质和甲级建筑幕墙工程设计资质的企业有79家，完成的产值约占全行业总产值的70%左右。由此可见，在幕墙工程领域里，行业的集中度较低。

2、市场供给与需求分析

受益于国内固定资产投资的快速增长，建筑幕墙市场需求稳定增长。我国建筑幕墙年均需求量约为3000万平方米左右，加上既有幕墙改造年均需求600万元平方米以及出口需求500万平方米，每年幕墙市场的需求总量在4100万平方米左右。从产品结构上看，传统幕墙品种逐渐成熟稳定，双层结构幕墙、光电幕墙、遮阳板幕墙、生态幕墙、智能幕墙等节能环保型幕墙快速发展。未来几年建筑幕墙的需求量将呈现稳步增长的态势。

表1 2007~2010年我国建筑幕墙需求量预测表
(不含幕墙改造市场需求量, 单位: 万平方米)

幕墙类型	2007年	2008年	2009年	2010年
隐框玻璃幕墙	900	900	900	900
点式玻璃幕墙	220	200	200	180
明框玻璃幕墙	300	350	350	350
双层结构幕墙	250	300	300	300
石材板幕墙	300	350	300	300
金属板幕墙	360	360	340	320
节能幕墙	680	700	800	900
合计	3010	3160	3190	3250

数据来源:《门窗与幕墙》第61期(2006年第10期)

近年来,我国幕墙制品的供给能力迅速扩大,2003年幕墙总产量为3038万平方米,2004年为4664万平方米,2005年为5298万平方米,2006年幕墙总产量超过6000万平方米,其中以低端钢化玻璃的产量最大。国内幕墙市场出现结构性矛盾,传统的低端幕墙产品产能过剩,而Low-E玻璃等安全节能的高端幕墙产品产能严重不足。

3、产业政策

未来我国将强制性推行建筑节能标准。为此,政府出台了一系列的政策法规,如《中华人民共和国节约能源法》(1998年1月1日正式实施)、《节能中长期专项规划》(2004年11月25日发布)、《国务院关于推进墙体材料革新和推广节能建筑通知》(国发[2005]33号)、《国务院关于做好建设节约型社会近期重点工作的通知》(国发〔2005〕21号)、《公共建筑节能设计标准》(2005年7月1日实施)、《民用建筑节能管理规定》(2006年1月1日实施)等,其中《国务院关于加强节能工作的决定》明确提出“十一五”期间要“大力发展节能省地型建筑,推动新建住宅和公共建筑严格实施节能50%的设计标准,直辖市及有条件的地区要率先实施节能65%的标准”。

在行业管理方面,建设部下发了《建设事业“十一五”重点推广技术领域》(建科[2006]315号)文件,要求在建筑幕墙推广保温隔热技术、建筑遮阳技术,促进能源、资源节约和有效利用。2007年1月12日,中国建筑装饰协会幕墙工程委员会发布的《关于我国建筑幕墙行业可持续发展的指导意见》(中装协[2007]005号)提出“推动幕墙向安全、节能、节水、节材、节地、绿色、智能化发展”、“提高幕墙企业产品标准化程度和水平”。

从国内产业政策和管理导向上看,安全节能是幕墙行业未来的发展方向。中空钢化LOW-E玻璃、夹层玻璃等幕墙节能玻璃由于具有良好的隔热、隔音、美观功能,市场前景广阔。

4、行业关注

行业内经营性风险

幕墙工程通常是以招投标的方式进行发包和承包。项目中标后,承包方与发包方签订项目《施工合同》,采取“包工包料”的形式实施,发包方仅预付部分款项,然后根据合同约定,工程承包人每月向发包人提交已完工程量报

告，并经发包人监理工程师核实已完工程量，发包人根据确认计量结果向承包人支付工程款（进度款）。工程完工后，双方按照约定进行工程竣工结算，并委托具有相应资质的工程造价咨询机构审查；如果是政府投资项目，则需由财政部门审定。因此承包方一般需要有充足的流动资金来保证工期中材料的购买、各种费用的先期支出等。在工程项目中，容易出现账面营业额上升，但应收款大幅增加，现金流入不足，或者工程项目完工后，审计周期过长，工程款拖延不付，甚至出现呆账、坏账等的经营性风险。

幕墙工程项目招投标竞争激烈

目前，国内大型幕墙工程的招投标市场相对规范，大型幕墙工程招标要求应标企业同时具备一级建筑幕墙工程施工和甲级建筑幕墙工程设计资质，同时还需要具备“三项国际标准体系认证”，即ISO9000质量管理、ISO14000环境管理和OHSAS18000职业安全卫生管理认证。国内从事建筑幕墙设计和施工的企业数量较多，在专业设计、施工能力等方面均具有较强的实力。对于一些大型的政府招投标项目，这些公司大多参与应标，市场竞争激烈。

人民币升值削弱幕墙玻璃制品出口的市场竞争力

近年来，得益于国内低廉的制造成本和出口成本，我国玻璃及玻璃制品出口大幅增长，2006年累计出口额为562563.2万美元，同比增长26.1%。其中，玻璃制品（含幕墙玻璃）累计出口额为229354.8万美元，同比增长25.4%；平板玻璃累计出口额为61886.8万美元，同比增长28.5%。玻璃及玻璃制品出口的大幅增长。但值得注意的是，随着我国经济总量的增长和巨额外汇储备的持续增加，人民币呈现持续升值趋势。人民币升值增加了玻璃制品的出口成本，降低了其在国际市场中的竞争优势，对其出口产生不利影响。

5、未来发展

根据建设部2005年颁布的《关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见》，到2010年，全国城镇新建建筑实现节能50%；既有建筑节能改造逐步开展，大城市完成应改造面积的25%，中等城市完成15%，小城市完成10%；到2020年，北方和沿海经济发达地区和特大城市新建建筑实现节能65%的目标，绝大部分既有建筑完成节能改造。

政府规划为节能的新型建筑幕墙及其制品提供了良好的市场前景。我国已建成的各式建筑幕墙（包括采光屋顶）超过2亿平方米，90%以上不节能，根据国家节能建筑改造计划，到2010全国需改造的既有建筑幕墙面积就达3000万平方米，将形成新的建筑节能改造工程市场和产品需求，并带动建筑幕墙及其制品行业进一步成长。

综上所述，受益于国民经济持续增长和技术进步，近年来，我国建筑幕墙及其制品行业快速发展，市场需求稳步增长，并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幕墙玻璃制品的发展潜力巨大。由于行业集中度较低，产品供求出现结构性矛盾，市场竞争激烈。总体来讲，建筑幕墙及其制品行业机遇与挑战并存。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司是国内专业从事建筑幕墙工程设计、施工和幕墙玻璃制品研发、生产一体化的企业，拥有国家建设部批准的建筑幕墙专项工程设计甲级、建筑幕墙专业承包一级、金属门窗专业承包一级资质，也是建设部建筑制品与构配件产品标准化技术委员会委员单位，建设部建筑幕墙行业有关标准的主编和参编单位。

建筑幕墙工程领域，公司幕墙工程事业部下属有5家幕墙工程公司，在全国18个省市及

港、澳设有办事处，公司幕墙施工工程总量居国内第三。

幕墙玻璃制品领域，公司在深圳拥有特种工程玻璃大型深加工厂和光电玻璃、电子平板玻璃加工厂，配有全套的进口玻璃深加工设备，年产钢化、夹层、防火防爆安全玻璃、彩釉玻璃及室内装饰玻璃、电子、电器玻璃等各种玻璃深加工产品400万平方米左右。

公司与同行业其他主要企业相比（表2），具有上、下游产业一体化的业务竞争优势，近三年市场占有率均位居国内同行业第三名，“三鑫”品牌在业内具有较高的知名度和影响力。2004年公司被中国建筑材料工业协会评为“中国建材百强企业”；2006年公司被中国建筑装饰协会幕墙工程委员会评为“全国建筑幕墙企业50强”。2006年12月，公司被建设部评为全国首批“中国建设科技自主创新优势企业”。

表2 幕墙行业前五名企业业务特点

排名	公司名称	业务特点
1	沈阳远大铝业工程有限公司	属于集建筑外装饰工程设计、安装施工、电梯、精工制造以及污水处理等多元化经营为一体的集团公司
2	北京江河幕墙装饰工程有限公司	属于从事建筑幕墙工程设计、安装、施工的专业承包公司
3	深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司	属于集幕墙工程设计、施工和幕墙玻璃制品产销为一体、具备完整产业链的幕墙专业公司
4	上海美特幕墙有限公司	属于从事建筑幕墙工程、金属门窗工程和建筑装饰工程的专业承包公司
5	武汉凌云建筑装饰工程有限公司	属于从事建筑幕墙工程、铝合金门窗工程、室内装饰工程的设计与施工的专业承包公司

总体看，公司作为深圳市的高新技术企业，在幕墙工程和幕墙玻璃加工领域内整体竞争力较强。

2、技术与设备

技术研发方面，公司与高等院校合作建立了我国第一个建筑玻璃与幕墙研发中心，公司开发的点支式幕墙、双层换气节能幕墙已被国家建设部批准为高新技术应用项目。公司在幕

墙新技术、新材料、新工艺的研究与开发、应用方面走在国内同行前列，具有技术优势。

2001年公司被深圳市评价专家委员会和深圳市企业评价协会评为“科技百强企业”。

公司自成立以来，一直重视新型幕墙工程技术及幕墙玻璃制品技术的自主开发和创新。经过多年的积累，公司掌握了幕墙工程设计、施工和幕墙玻璃制品研发、生产的一系列核心技术，其研发的双层内循环单元式玻璃幕墙、单索玻璃幕墙、建筑安全节能玻璃、多曲面中空夹胶玻璃、幕墙钢结构及屋面板系统工程技术等项课题被建设部列为高新技术项目，其中，点支式玻璃幕墙、低辐射钢化LOW-E中空安全节能玻璃是中国建筑装饰协会推荐产品。同时，公司在幕墙工程新技术的应用上有多项为国内首创，如承建的北京文化商厦幕墙工程、哈尔滨国际会展中心幕墙工程、南京国际会展中心拉锁点支式幕墙工程分别是国内第一个内循环双层单元式节能幕墙项目、首个单索幕墙项目和第一个点支式玻璃幕墙技术在工程上的应用。

在幕墙玻璃制品加工领域，公司具有国内一流的深加工技术和全套进口深加工设备，生产的低辐射钢化LOW-E中空安全节能玻璃、钢化玻璃、夹层玻璃、热弯玻璃、防火防爆安全玻璃、彩釉玻璃等玻璃制品出口欧美、东南亚等国家和地区，产品附加值高，市场需求较大。

总体看，公司在幕墙工程和幕墙玻璃制品加工领域较国内同类企业具有较大的技术优势和综合实力。

3、工程项目经验

在工程经验方面，公司完成了众多具有标志性的大型节能建筑幕墙工程项目，如首都国际机场扩建工程航站楼、上海浦东国际机场扩建工程、广州新白云国际机场、北京天文馆新馆、北京中关村文化商厦、深圳安联大厦、深圳电视中心、南京会展中心、南京奥体中心等。截止2006年底，公司共获得10项国家级建筑工

程各类奖项和4项“鲁班奖”；拥有23项具有自主知识产权的专利技术和6项非专利技术，其中预应力索结构点支式玻璃幕墙和采光顶技术被专家评为填补国内空白，达到国际先进水平，被深圳市建设局列为2002年建筑业科技成果推广转化指南项目，被原国家经贸委认定为2002年度国家重点新产品。

总体来讲，公司凭借自身的技术优势，在玻璃施工方面有着丰富的施工经验，施工质量较好。

4、人力资源

公司目前共有管理人员160人，大多数具有多年本行业企业的管理经历。公司董事长费元文先生，60岁，本科，1970年至1995年曾任贵航集团3007厂财务科长、贵航集团供应站副站长、贵航集团深圳办事处主任、深圳贵航总经理，1996年8月起任公司董事长，目前同时担任深圳贵航实业有限公司董事。公司副董事长韩平元先生，44岁，本科，1995年至今任本公司副董事长兼总经理，并担任联合国开发计划署与中国政府南南合作专家委员会委员、中国建设部建筑制品与构配件产品标准化技术委员会副秘书长、中国建筑金属结构协会常务理事、中国建筑金属结构协会铝门窗幕墙委员会副主任、中国建筑装饰协会幕墙工程委员会副主任。

截至2006年底，公司拥有员工939人。按年龄结构划分：30岁以下占49.41%，30~50岁占46.54%，50岁以上占4.05%；按教育程度划分：本科以上占25.67%，大专及以下占74.33%；并拥有中高级职称109人。

总体来看，公司高层管理人员具有丰富的建筑幕墙设计、施工及管理的从业经验；公司员工队伍年轻化，整体文化素质高。

四、经营管理

1、管理分析

(1) 法人治理结构

股东大会是公司的最高权力机构。公司严

格按照《公司法》、《公司章程》和《股东大会议事规则》的规定运行，并审议通过了《董事会议事规则》、《监事会议事规则》和《总经理工作细则》等；董事会对股东大会负责，严格按照《公司章程》和《董事会议事规则》的规定行使其权利。目前董事会成员9名，设董事长1人、独立董事3人；监事会由三名监事组成，设主席1人、职工代表1人。总体看，公司已建立与现代企业相适应的决策监督机制，法人治理结构基本完善。

(2) 内部管理体制

公司本部内设幕墙产品事业部、幕墙工程事业部和企业发展部、行政部、审计部、财务部、研发中心、市场部和质量售后服务部共9个业务和职能部门，其中幕墙产品事业部下设石岩玻璃生产中心、幕墙单元板块制品生产厂和幕墙钢结构制品生产厂，幕墙工程事业部下设总工办、工程分公司和北京、上海、沈阳、西安地区分公司。公司的职能部门按照业务发展和业务规划的需要划分清晰，能较好满足业务运营的实际需要。

公司内控机制相对完善，建立了《财务管理制度》、《内部审计制度》、《关联交易公允决策制度》、《关联交易实施细则》、《现场施工管理制度》、《工程安全管理责任制度》、《薪酬管理制度》等有效的财务、投资及内部激励约束制度。以上内控实施细则涵盖了内部运营管理制度、财务控制制度、招投标管理制度、工程施工管理制度和质量安全管理制度等方面，保障了公司的正常运行。

公司依据ISO9001质量控制体系、ISO14001环境控制体系、GB/T28001职业健康控制体系和国家强制性产品认证标准的要求，建立了以“以人为本，科学管理，质量为先”的质量管理体系。公司成立了以总经理为首的质量管理领导小组，对质量管理中的重大问题进行协调和决策，并负责对质量体系进行监督；公司在产品生产和服务上制定了严格的《质量手册》，明确操作方法和质量要求；在内部组织

机构中，公司设立了专门的企业管理部和各分公司质量管理部来负责公司日常质量管理事务工作。

总体看，公司内部管理机制较为完备和规范，能满足公司业务运营的需要。

2、经营分析

公司主营业务涉及建筑幕墙工程设计、施工，幕墙玻璃制品和家电玻璃生产、销售三大板块。从表3看，幕墙工程一直是公司主要的收入来源，2006年幕墙工程收入所占比重有所下降，主要原因是公司的业务重心转向高端幕墙市场，重点承接3000万元以上的大型、特大型技术含量高的政府重点工程和节能项目，回避一些中小型需要大量垫资的项目。其次，公司瞄准建筑市场对安全、节能玻璃的需求，增加幕墙玻璃制品的投入，扩张产能和生产规模，增加新型幕墙品种的研发，大力开发国外幕墙市场，玻璃制品产值稳步上升，高附加值产品有力提升了公司经营效益。从近几年幕墙玻璃制品销售情况来看，出口收入占比上升，2006年达到67.98%。家电玻璃是公司在2006年新增的业务，主要由在2006年投资660万元控股设立的三鑫精美特公司从事，产品包括电子视屏玻璃、高透AR视屏玻璃、抗反射AG视屏玻璃等。

表3 营业收入构成

业务板块	2006年度		2005年度		2004年度	
	金 额 (万元)	比 例 %	金 额 (万元)	比 例 %	金 额 (万元)	比 例 %
幕墙工程施工	62046.13	77.27	58574.84	82.84	55030.36	84.22
幕墙玻璃制品	15638.33	19.48	13888.47	17.06	14627.82	15.78
家电玻璃制品	2613.50	3.25	-	-	-	-
合 计	80297.96	100.0	70710.45	100.0	65341.64	100.00

原材料采购

公司生产所需的原材料主要是浮法玻璃原片、低辐射（LOW-E）镀膜玻璃、钢构件等。其中，浮法玻璃原片大部分从广东耀皮玻璃有限公司、深圳南玻浮法玻璃有限公司等国内玻璃生产厂家采购，少部分从格拉威宝公司、法国圣戈班公司等国际浮法玻璃厂商采购。公司

原材料供应商主要是国内外大型企业或者国内的上市公司，具有较强实力，产品质量稳定，售后服务良好，合作关系紧密，同时公司设立了采购中心专门负责采购申请、招标、签订合同、收货、检验、付款、供应商绩效评估、订单维护等事项，保障原材料稳定供应，满足生产需要。

生产及销售

公司玻璃制品生产能力达400余万平方米，包括中空玻璃50万平方米，钢化、弯钢化玻璃100万平方米，夹层玻璃40万平方米，电子产品配套玻璃70万平方米，家私内装饰玻璃20万平方米，切磨玻璃120万平方米。

公司的幕墙工程主要是通过招投标方式获得，中标后采用“包工包料”的方式实施项目，幕墙所需的玻璃构件采用自身生产的产品，成本较低。2006年，公司承揽的幕墙工程合同额达10亿元，实现营业收入6.20亿元。

公司幕墙玻璃制品国外市场主要是在北美、日本、西欧、东南亚、澳洲和中东等国家和地区，以订单方式生产，已经形成了年外销超过亿元的规模，外销幕墙玻璃制品种类多达几十种。

家电玻璃2006年该业务实现营业收入2613.50万元。

经营效率

近三年公司资产运营效率有所波动（表4），2006年销售债权周转次数和存货周转次数分别为10.15次和3.07次，与上年相比，应收账款的回款速度加快，但存货的变现周期有所减慢；2006年公司总资产周转次数为1.44次，与上年相比，运营效率有所下降。预计随着公司下属三鑫精美特公司进入常规运营，家电玻璃制品销量扩大，大亚湾生产基地在2007年下半年竣工投产，公司的总资产运营效率将有所改善。

表4 公司最近三年经营效率

指 标 (次)	2004年	2005年	2006年
销售债权周转次数	10.60	9.40	10.15
存货周转次数	8.15	3.51	3.07
总资产周转次数	2.02	1.61	1.44

3、未来发展

公司未来的发展目标是成为具有国际影响力的专业幕墙产品供应商。为此，公司将围绕三大业务板块，进一步整合优化公司的资源，加大开发幕墙节能新产品力度，加强对节能幕墙工程设计和既有幕墙节能技术等领域的研发投入，形成完整的玻璃深加工产业链。其中确保大亚湾节能幕墙产品生产基地和LOW-E节能玻璃项目的如期投产是公司未来两至三年的重点目标。

公司已于2007年8月23日上市，实际募集资金2.77亿元。募集资金投向两个项目，项目投资总额总计为38236.00万元（见表5，表6）。另外，根据2007年3月19日国家发展和改革委员会发改财金【2007】602号《国家发展改革委关于下达2007年第一批企业债券发行规模及发行核准有关问题的通知》，2007年深圳市中小企业（20家）集合债券得到核准，其中包括公司申请的发行额度5000万元，将分别用于建设年产140万平方米低辐射膜（LOW-E）节能玻璃生产线项目（拟用3400万元）和ITO平板显示器镀膜玻璃生产线项目（拟用1600万元）。

表5 募集资金项目概况

项目名称	批准机关和文号	项目总投资（万元）	主要资金来源
年产140万平方米低辐射膜（LOW-E）节能玻璃生产线项目	深圳市发展与改革局深发改[2007]63号	18624.00	上市募集 发债募集
大亚湾三鑫节能幕墙产品生产基地	惠州市发展与改革局备案项目编号：061303314000330	14000.00	上市募集
ITO平板显示器镀膜玻璃生产线项目	深圳市贸易工业局深贸公技备（2006）254号	5612.00	发债募集

公司已通过自筹资金开始建设募集资金投资项目，截至2006年12月底，大亚湾三鑫节能幕墙产品生产基地已提前进行了项目的前期建设，自筹资金先行投资合计2412.54万元。

年产140万平方米低辐射膜（LOW-E）节能玻璃生产线项目拟建设一条低辐射膜（LOW-E）节能玻璃生产线及相关配套设备、检测设备。

生产线设备为积木式多真空室结构的镀膜机组，采用真空磁控溅射镀膜技术生产LOW-E玻璃；配置德国应用薄膜公司的TJ2540H5/15真空磁控溅射镀膜成套设备；投资新建6542平方米厂房。2008年项目建成量产后，预计可实现年销售收入21902万元，税后净利润7505万元，创汇1500万元，投资回收期5年（不含建设期）。该项目总投资18624万元，其中新增建设投资为16337万元（包括设备投资14106万元、建筑安装投资2231万元）、流动资金2287万元，建设期为2年，达产期1年。

大亚湾三鑫节能幕墙产品生产基地项目是在公司现有产业基础上扩大经营规模、增加产品品种和提升产品档次的扩大投资项目，产品主要包括建筑安全节能玻璃、节能幕墙、节能门窗和幕墙钢结构几大类，产品主要用于建筑节能幕墙和建筑节能门窗。该项目总投资14000万元，其中土建投资5636万元、设备投资3264万元，投资建设期为1年，项目流动资金总额为5100万元，按生产负荷分期投入，其中生产第一年投入2300万元，第二年投入2800万元。目前项目已开始土建及公用设施投资。

ITO平板显示器镀膜玻璃生产线项目拟购置全自动in-line溅镀机组，主机从国外进口并在国内组装，其他设备选用国产设备。该项目总投资5612万元，2008年建成后可年产420万块ITO镀膜玻璃，预计年销售收入8820万元，税后净利润1760万元。

预计随着公司建设项目的逐步完工达产，公司的生产规模快速扩大，工艺设备水平、产品档次也将有较大的提高，综合竞争实力增强，使公司未来三年的销售收入有望保持稳定增长、盈利水平进一步提升。

债务负担方面，公司成功上市后，募集2.77亿元，资本结构得到优化，同时考虑本次发行债券5000万元，不能完全满足建设资金38236万元需求，由于资金缺口不大，对公司负债水平影响不大。

五、财务分析

以下财务分析基于公司提供的经深圳市鹏城会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2004年、2005年和2006年度合并财务报表。报告期内公司财务报表合并范围以及会计政策未发生大的变化，年度间财务数据可比性强。

公司于2007年8月23日上市，对2004~2006年财务报表按财政部2006年颁布的新企业会计准则及其应用指南重新编制，即按《企业会计准则》第38号“首次执行企业会计准则”的规定，对公司涉及该准则第五条至第十九条的需追溯事项进行了追溯调整。以下分析所引数据均为调整后的财务数据。

截至2006年底，公司合并资产总额60141.59万元，所有者权益24383.41万元；2006年实现营业收入80297.96万元，利润总额4638.89万元；经营活动现金流量净额4328.43万元，现金及现金等价物净增加额1665.76万元。

以下分析以合并报表为主。

1、资产构成

近三年，公司资产规模以年均28.37%的幅度快速增长，主要来自流动资产的增长。截至2006年底，公司资产总额为60141.59万元，其中流动资产占比81.81%，非流动资产占比18.19%，以流动资产为主。

截至2006年底，公司流动资产49202.03万元，其中货币资金占29.97%，应收款项占16.05%，预付账款占7.21%，存货占46.03%。公司存货占比较大。

截至2006年底，公司货币资金14745.11万元，其中有2392.47万元为履约保函保证金、信用保证金、银行承兑汇票保证金存款。

近三年，公司应收账款增长幅度略高于收入增长幅度，截至2006年底，公司应收账款余额为8490.49万元，从账龄分布来看，1年内的占全部应收款的87.45%，主要是广州白云会议

中心工程，首都机场工程、北京中关村文化商厦等单位的工程进度款以及天津时代奥城工程等单位的结算款，由于这些款项多为政府工程款，按工程进度支付，其间的审计周期较长，但回款有保障，故应收账款质量较好。截至2006年底，公司共计提坏帐准备594.56万元。

公司近三年预付账款增长幅度远高于收入增长幅度，平均年增长幅度为63.15%。截至2006年底，公司预付账款3547.24万元，主要是预付货款和预付工程分包款。

公司近三年存货增长幅度远高于收入增长幅度，平均年增长幅度为32.42%。截至2006年底，公司存货22645.89万元，其中工程施工款19527.59万元，主要是广州白云会议中心、国家体育馆等目前承建未完工未结算项目款项或是已完工未及结算项目款项，其结转周期可能较长。

截至2006年底，公司固定资产原值13777.59万元，累计折旧5791.05万元，固定资产成新率57.97%。主要是深圳市新保辉大厦17层办公楼、石岩生产厂房及机器设备、运输设备及办公设备等。新保辉大厦17层、厂房等物业近年随着深圳市房价上升，增值较大，物业市场价值高于资产净值，故公司没有提取固定资产减值准备。

截至2006年底，公司在建工程1583.98万元，主要是公司在惠州大亚湾的钢构厂房和玻璃厂房的建设项目，其中钢构厂房在2007年初已投入使用，玻璃厂房将在2007年6月底竣工，公司原在石岩的玻璃生产线将完成搬迁工作。

截至2006年底，公司无形资产及其他资产合计1251.05万元，其中无形资产占92.47%，主要是大亚湾三鑫玻璃技术有限公司购入的大亚湾开发区西区响水河西三大道南侧81282平方米土地使用权。

总体来看，公司资产质量较高，资产构成合理，但存货及预付账款增长幅度远高于收入增长幅度，存货变现周期较长，生产性的流动资金需求大。

2、负债及所有者权益

近三年，公司所有者权益年均增长36.27%，其中股本、资本公积、盈余公积和未分配利润均有所增长。截至2006年底，公司所有者权益为24383.41万元，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占41.83%、11.75%、10.45%和33.84%，未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

近三年，公司负债总额以年均23.71%的幅度较快增长。截至2006年底，公司负债总额为35758.18万元，全部为流动负债，没有长期负债，债务结构不够合理。流动负债中，短期借款年均增长27.83%，主要由于经营规模扩张，相应营运资金需求加强，2006年为12300万元，占流动负债的34.39%。

截至2006年底，公司应付票据8853.64万元，应付票据增长幅度略高于收入增长幅度，主要是公司的工程材料采购更多使用票据结算所致；应付账款8875.31万元，主要是应付江阴裕华铝业有限公司、向波施工队等单位材料款及工程施工款；预收账款1569.76万元，主要是深圳福中福房地产公司、开元名都酒店等单位的工程预付款；其他应付款1697.78万元，主要是与贵航集团财务公司的往来款及江门公安交通管理局项目施工保证金等款项。

表6 近三年资本结构

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
所有者权益	13131.83	19170.12	24383.41
短期债务	11648.00	18253.00	21153.64
长期债务	321.77	257.13	0.00
负债总额	23363.30	32698.37	35758.18
资产总额	36495.12	51868.49	60141.59
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
长期资本化比率(%)	2.39	1.32	0.00
全部资本化比率(%)	47.69	49.12	46.45
资产负债比率(%)	64.02	63.04	59.46

从表6看，公司近三年的负债水平总体呈上升趋势，长期借款逐步减少，截至2006年底，公司资产负债比率和全部债务资本化比率分别为59.46%和46.45%，债务水平偏高，存在一定的债务压力。

公司于2007年8月23日上市，实际募集资金2.77亿元，同时考虑本次发行债券5000万元，以2006年底财务数据测算，公司资产负债率为43.90%，全部债务资本化比率为33.43%，公司债务负担减轻。

3、盈利能力

随着公司经营规模不断扩大，近三年营业收入以年均10.86%的幅度增长；利润总额略快于营业收入增长，年均增长率为11.20%，总体经营态势良好（见表7）。

表7 近三年盈利情况

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
营业收入	65341.64	70710.45	80297.96
营业利润	3745.92	3794.86	4634.47
利润总额	3751.40	3805.52	4638.89
净利润	3408.53	3518.46	4042.25
指 标 (%)	2004 年	2005 年	2006 年
营业利润率	5.73	5.37	5.77
总资产收益率	15.57	11.03	10.10
净资产收益率	25.96	18.35	16.58

从盈利指标看，近三年公司营业利润率有所波动，2006年为5.77%，主营业务盈利水平较高；净资产收益率逐年下降，2006年为16.58%，整体盈利水平仍较高。

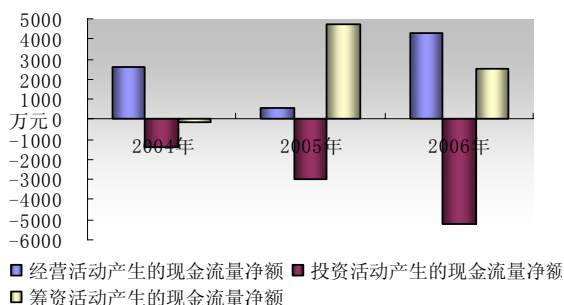
总体看，公司在幕墙施工及幕墙玻璃制品领域由于有自己的核心技术，以及过往工程的示范和样板作用，在业内品牌效应显著，工程业务承接量和玻璃幕墙构件销量逐年增加，营业收入稳步增长，预计随着大亚湾生产基地的建设完成和幕墙制品产能的较大提高，纵向一体化竞争优势和高附加值产品的增加会使公司盈利能力有所改善。

4、现金流量

经营活动方面，受公司近三年存货增加、应收和应付项目波动幅度较大的影响，公司经营性现金流量净额出现了较大幅度的波动，2004~2006年分别为2156.18万元、577.36万元

和4328.43万元。由于公司幕墙制品业务经营规模和销售规模的不断扩大，2006年公司经营性现金流状况有所改善。2006年公司现金收入比率较2005年略有下降，为97.06%，收入实现质量一般。

图1 近三年现金流情况



投资活动方面，近三年因公司下属的全资子公司大亚湾三鑫玻璃技术有限公司处于建设阶段，厂房、生产线等固定资产投入较多，资本支出较大，投资活动产生的现金流量净额均为负值。2006年，公司投资活动产生的现金流量净额为-5179.87万元。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流入逐年增长，主要是借款收到的现金，以银行短期借款为主；公司筹资活动现金流出主要是偿还债务所支出的现金。2006年公司筹资活动产生的现金流量净额为2517.21万元。

总体上看，近三年公司经营活动产生的现金流规模波动中有所增长，公司投资支出规模较大，对外筹资需求较大。

5、偿债能力

近三年，由于公司流动资产年均增长率30.16%，高于流动负债的年均增长率24.58%，公司流动比率和速动比率呈上升趋势（表8），2006年两项指标分别为137.60%和74.27%，公司速动比率偏低，由于公司应收项目质量较好，公司短期支付能力正常。

表8 近三年偿债能力

项 目 (万元)	2004年	2005年	2006年
利润总额	3751.40	3805.52	4638.89
EBITDA	5338.09	5698.05	6411.51
流动比率 (%)	126.05	136.02	137.60
速动比率 (%)	70.00	66.73	74.27
EBITDA利息倍数	10.66	8.91	11.51
债务保护倍数	0.40	0.27	0.28

随着主营业务的扩大，近三年公司利润总额持续增长，EBITDA也稳定增长。EBITDA利息倍数有所提高，2006年为11.51倍，EBITDA对利息的保障能力较强。近三年公司债务保护倍数改善不大，主要是公司短期债务增长较快所致，2006年为0.28倍。总体看，公司对整体债务的保护能力正常。

截至2006年底，公司为深圳贵航实业有限公司提供300万元的贷款担保。

截至2007年3月，公司无诉讼事项。

6、本期债券偿还能力

公司于2007年8月23日上市，实际募集资金2.77亿元，同时考虑本次发行债券5000万元，以2006年底财务数据测算，公司资产负债率为43.90%，全部债务资本化比率为33.43%，公司债务负担减轻。

公司已上市，直接融资渠道畅通。

六、综合评价

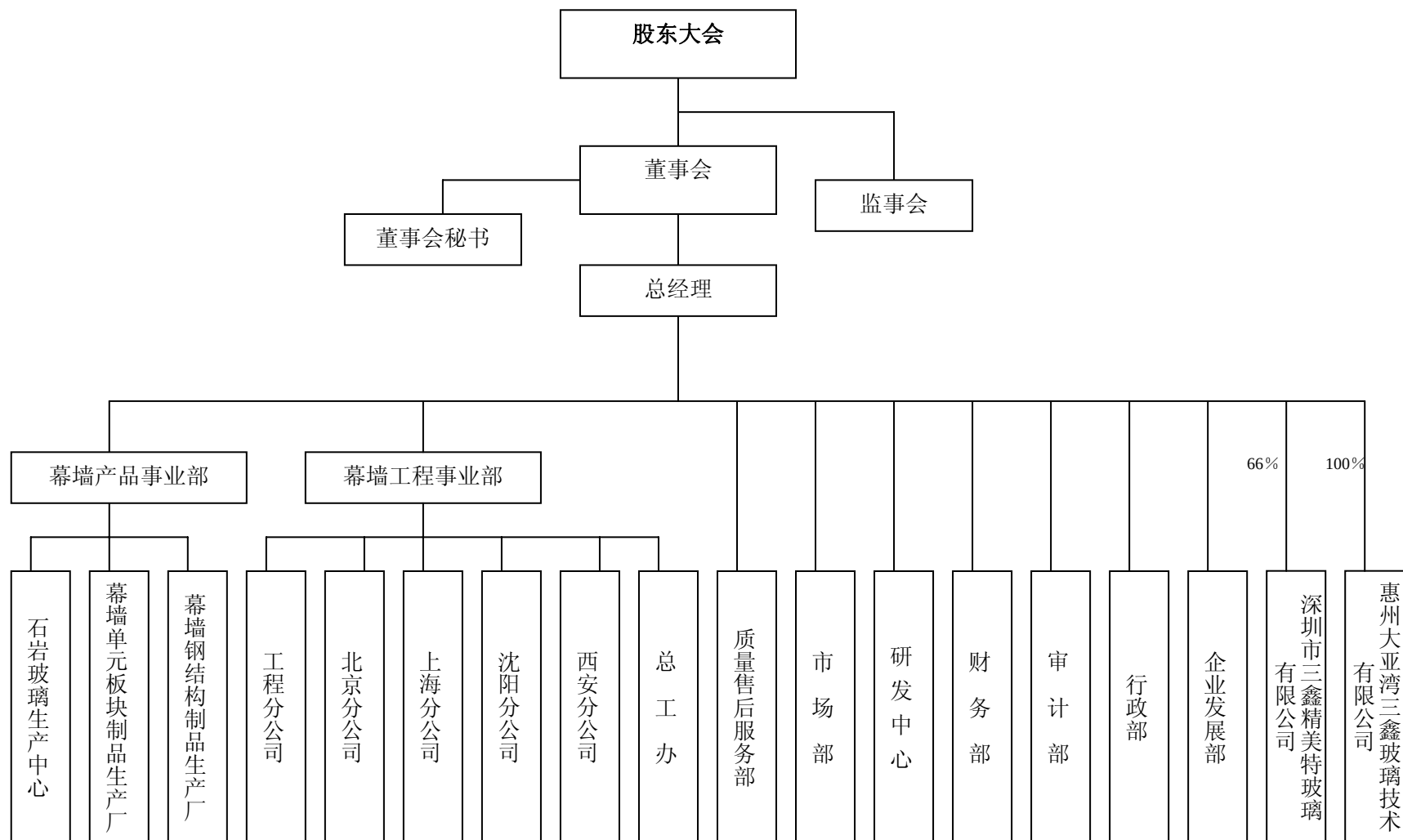
受益于国民经济持续增长和技术进步，近年来，我国建筑幕墙及其制品行业快速发展，市场需求稳步增长，并随着国家对建筑节能环保要求的逐步加强，安全节能的幕墙施工技术和幕墙玻璃制品发展潜力巨大。建筑幕墙及其制品行业集中度较低，产品供求出现结构性矛盾，市场竞争激烈，总体来讲，机遇与挑战并存。

公司是国内专业从事幕墙工程设计、施工及幕墙玻璃制品研发、生产的高新技术企业。公司形成了一定规模的幕墙产业链，在国内同

行业中具有一定竞争力，近年来业务快速发展，总体经营态势良好。

公司资产质量较好，盈利能力较强；经营性现金流状况存在一定的波动，考虑到公司上市后，实际债务负担较轻。综合来看，公司的整体信用风险较低。

附件1 公司的内部组织结构



附件2-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	7,731.16	14,015.96	14,745.11	38.10
交易性金融资产				
应收票据	200.00	10.00	0.00	-
应收账款	5,960.74	7,504.10	7,895.93	15.09
预付款项	1,332.59	1,884.13	3,547.24	63.15
应收利息				
应收股利				
其他应收款	903.56	428.95	367.86	-36.19
存货	12,915.21	20,283.63	22,645.89	32.42
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	29,043.25	44,126.77	49,202.03	30.16
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				
固定资产原值	7,134.25	7,588.84	7,986.54	5.80
减：累计折旧				
固定资产净值	7,134.25	7,588.84	7,986.54	5.80
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	7,134.25	7,588.84	7,986.54	5.80
在建工程	217.48	58.73	1,583.98	169.87
工程物资				
固定资产清理				
固定资产合计	7,351.73	7,647.57	9,570.52	14.10
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	34.00	26.00	1,156.90	483.32
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	0.00	2.78	94.15	-
递延所得税资产	66.14	65.37	117.99	33.57
其他非流动资产				
非流动资产合计	7,451.87	7,741.72	10,939.56	21.16
资产总计	36,495.12	51,868.49	60,141.59	28.37

附件2-2 资产负债表（负债与权益）

（单位：万元）

负债和所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	7,527.00	10,900.00	12,300.00	27.83
交易性金融负债				
应付票据	4,121.00	7,353.00	8,853.64	46.57
应付账款	5,934.59	8,285.82	8,875.31	22.29
预收款项	2,933.58	3,648.35	1,569.76	-26.85
应付职工薪酬	347.47	434.14	782.28	50.05
应交税费	1,098.64	1,074.42	1,433.67	14.23
应付利息				
应付股利				
其他应付款	611.45	480.28	1,697.78	66.63
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	467.80	265.23	245.72	-27.52
流动负债合计	23,041.53	32,441.23	35,758.18	24.58
非流动负债：				
长期借款	321.77	257.13	0.00	-100.00
应付债券				
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	321.77	257.13	0.00	-100.00
负债合计	23,363.30	32,698.37	35,758.18	23.71
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	6,972.00	9,000.00	10,200.00	20.95
资本公积	232.40	1,449.20	2,865.20	251.12
减：库存股				
盈余公积	1,586.86	2,114.74	2,548.48	26.73
未分配利润	4,340.57	6,076.18	8,250.58	37.87
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	13,131.83	18,640.12	23,864.26	34.81
少数股东权益	0.00	530.00	519.15	-
所有者权益（或股东权益）合计	13,131.83	19,170.12	24,383.41	36.27
负债和所有者权益（或股东权益）总计	36,495.12	51,868.49	60,141.59	28.37

附件3 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
一、营业收入	65,341.64	70,710.45	80,297.96	10.86
减: 营业成本	52,655.63	58,262.32	65,981.29	11.94
营业税金及附加	1,775.34	1,827.49	2,033.29	7.02
销售费用	2,586.31	2,689.87	3,240.85	11.94
管理费用	3,893.94	3,321.16	3,920.39	0.34
财务费用	521.54	699.12	629.15	9.83
资产减值损失	162.96	115.61	-141.48	-
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)				
投资收益 (损失以“—”号填列)				
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	3,745.92	3,794.86	4,634.47	11.23
加: 营业外收入	17.90	15.57	10.24	-24.37
减: 营业外支出	12.43	4.91	5.81	-31.64
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	3,751.40	3,805.52	4,638.89	11.20
减: 所得税费用	342.87	287.06	596.64	31.92
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	3,408.53	3,518.46	4,042.25	8.90
其中: 归属于母公司所有者的净利润	3,408.53	3,518.46	3,863.10	6.46
少数股东损益			179.15	-

附件4 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	65,885.03	69,153.90	77,938.07	8.76
收到的税费返还	61.12	0.00	0.00	-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	40.08	152.75	125.29	76.80
经营活动现金流入小计	65,986.24	69,306.65	78,063.36	8.77
购买商品、接受劳务支付的现金	55,802.03	58,192.29	64,590.77	7.59
支付给职工以及为职工支付的现	3,874.49	4,153.48	4,479.61	7.53
支付的各项税费	2,112.30	2,519.26	2,589.29	10.72
支付其他与经营活动有关的现金	2,041.22	3,864.26	2,075.27	0.83
经营活动现金流出小计	63,830.05	68,729.29	73,734.93	7.48
经营活动产生的现金流量净额	2,156.18	577.36	4,328.43	41.68
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	8.32	0.00	0.00	-100.00
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	8.32	0.00	0.00	-100.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,353.52	737.12	5,179.87	95.63
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	1,353.52	737.12	5,179.87	95.63
投资活动产生的现金流量净额	-1,345.20	-737.12	-5,179.87	96.23
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	3,244.80	2,616.00	-
取得借款收到的现金	14,727.00	18,900.00	24,120.00	27.98
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	14,727.00	22,144.80	26,736.00	34.74
偿还债务支付的现金	13,114.09	15,527.00	22,257.13	30.28
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,755.66	1,839.81	1,961.66	5.70
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	14,869.74	17,366.81	24,218.79	27.62
筹资活动产生的现金流量净额	-142.74	4,777.99	2,517.21	-
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	668.24	4,618.23	1,665.76	57.88
加: 期初现金及现金等价物余额				
六、期末现金及现金等价物余额	668.24	4,618.23	1,665.76	57.88

附表 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1】×100%
净资产年平均增长率	
营业总收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	营业总成本/平均存货
总资产周转次数	营业总收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
营业利润率	营业利润/营业总收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/股东权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

附件6 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 537 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市高新奇科技股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市高新奇科技股份有限公司
企业主体长期信用等级为
BBB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市高新奇科技股份有限公司

2007 年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果: BBB⁺

评级展望: 稳定

评级时间:

2007 年 9 月 12 日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	14378.44	40614.94	50091.54
所有者权益(万元)	4911.24	24448.54	27707.08
主营业务收入(万元)	19154.94	25962.11	36554.65
利润总额(万元)	1650.26	2337.54	3522.07
资产负债比率(%)	65.84	39.80	44.69
全部债务资本化比率(%)	19.97	23.48	35.55
净资产收益率(%)	33.60	9.56	11.76
流动比率(%)	41.49	90.28	130.58
EBITDA 利息倍数(倍)		27.38	7.69
债务保护倍数(倍)	1.60	0.36	0.30

分析员

李志博

电话 010-85679696-8838

邮箱 lizhibo@lianheratings.com.cn

黄 静

电话: 010-85679696-8875

邮箱: huangjing@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

通信设备制造行业是信息技术的支柱产业,随着我国通讯设备的升级,未来市场空间较为广阔,但受电信业需求结构升级的影响,低端通讯设备终端已经接近饱和,增长速度非常缓慢,市场竞争较为激烈。

深圳市高新奇科技股份有限公司(以下简称“公司”)从事通讯终端和数码产品的研发、生产和销售,是国内电话机自有品牌的出口创汇型企业。公司拥有电脑全自动贴片生产线及现代化综合生产线60余条,年生产能力1000万台。2004年,公司被深圳市人民政府评定为深圳市50强民营企业、深圳市通信行业10强企业和深圳市高新技术企业。

目前,公司资产质量一般,盈利能力较强,债务水平适中,整体偿债能力正常,但债务结构不合理,短期偿还能力偏弱。综合看,公司整体信用风险一般。

优势

1. 公司生产规模较大,具备一定的成本竞争优势。

2. 公司注重产品市场调研和新产品开发,能够做到快速调整产品结构,满足市场需求。

3. 公司质量管理规范,产品及品牌多次获得国家权威认证,公司拥有良好的品牌形象。

关注

1. 受电信业需求结构升级的影响,未来,国内电话机市场发展空间有限,公司经营会受到一定影响。

2. 近三年,公司应收账款增长较快,且规模较大。

3. 2005年和2006年,公司经营性现金流量

净额为负。

4. 公司法人治理结构具有家族式民营企业特点。

5. 公司债务结构不合理，短期偿债能力偏弱。

一、主体概况

深圳市高新奇科技股份有限公司（以下简称“公司”）是经深圳市人民政府深府股（2002）第33号批准证书批准，于2002年9月28日成立的股份有限公司，注册资本1038万元。2005年11月，公司进行增资扩股，股本从1038万元增至20000万元，其中许晓东持股25%、许瑞强持股25%、许瑞洪持股15%、许瑞杰持股10%、陈宝珊持股10%和深圳市高新奇投资有限公司持股15%。

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

公司下设财务部、采购部、质量控制部、制造部、国内营销部、国际营销部等15个职能部门（见附件5）；截至2006年底，公司没有控股或参控股子公司。公司在职员工1960人。

截至2006年底，公司合并资产总额50091.54万元，所有者权益27707.08万元；2006年实现主营业务收入36554.65万元，利润总额3522.07万元；经营活动产生的现金流量净额-8695.34万元，现金及现金等价物净增加额1379.48万元。

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、行业分析

公司业务主要涉及通信设备制造行业。二十世纪八十年代以来，在信息技术革命和经济全球化的推动下，电信业已经成为增长最快、市场潜力最大的一个产业。电信业的快速发展带动了市场对通信设备的需求。2006年，我国通信设备制造业经济效益继续保持了较快的增长水平。

从产销量增长情况看，2006年，通信设备行业实现工业总产值7156.28亿元，同比增长

30.8%，完成产品销售收入7113.24亿元，同比增长28.2%。从利润完成情况看，2006年通信设备制造业利润保持了较高的增长速度，扭转了2005年增速下降的局面。2006年，通信设备制造业共完成利润总额327.11亿元，同比增长28.3%，行业亏损总额减少，全年累计通信设备制造业亏损额为24.5亿元，同比下降64.8%。

2006年全年，我国累计生产电话单机1.84亿部，较2005年增长0.54%，产量基本持平；累计生产移动电话5.11亿部，较2005年增长53.02%。在出口产品中，2006年增长最快的是手持或车载无线电话机，全年累计出口3.85亿部，出口量同比增长69.1%；有线电话机全年累计出口1.82亿部，出口量同比下降7.9%。

从国际市场看，目前固定电话在欧美发达国家发展已经十分缓慢，主要是旧机换新机。固定电话的市场主要集中在发展中国家，特别是东南亚、南亚、西亚、东欧、中东和北非地区，该地区国家人口基数大，近几年经济又保持较快的增长速度，为固定电话业快速普及提供了保证，市场容量巨大。

从国内市场看，2006年，我国电话用户总数突破8亿户，移动电话用户总数突破4亿户。2006年我国固定电话新增用户1736.7万户，远远低于2004年、2005年4969.6万户、3867.7万户的水平，下降明显。其中无线市话新增用户582.7万户，而2004年、2005年新增用户分别是2793.0万户、2045.3万户，下降幅度更大。个别地区固定电话用户数甚至较上年有所减少。与此反差，2006年，移动电话用户月均新增564.0万户，高于2004年、2005年540.6万户、488.4万户的水平。2006年移动电话用户新增数比固定电话用户新增数多5000余万户，移动电话用户总数比固定电话用户总数高出近1亿户。全年新增移动分组数据用户6728.8万户，增长95.0%，使用移动分组数据业务的用户比重从2005年底的18.0%上升到29.9%。从国内市场近两年的发展来看，移动通信已成行业发展的主流方向，移动电话以其方便、通话

量大等特点将固定电话话务量大量分流。电信业务格局的调整也将导致下游通信设备制造业逐渐将业务重点转向移动通信终端制造领域。

总体来看，通信设备制造行业是信息技术的支柱产业，随着我国通讯设备的升级，未来市场空间较为广阔，但受电信业需求结构升级的影响，低端通讯设备终端已经接近饱和，增长速度非常缓慢，市场竞争非常激烈。

三、企业基础素质

1. 企业规模

公司从事通讯终端和数码产品的研发、生产和销售，是国内电话机自有品牌的出口创汇型企业。2006年，公司被国家发改委核准为手机生产企业。目前，公司已实现产品制造一体化，拥有模具部、注塑部、丝印喷油部、插件车间、邦定车间、热压车间和高低频产品总装车间。截止2006年底，公司自有工业园10万多平方米，拥有电脑全自动贴片生产线及现代化综合生产线60余条，年生产能力1000万台，涉及9大系列百余款产品，产品销往全世界60多个国家和地区。

2004年，公司被深圳市人民政府评定为深圳市50强民营企业、深圳市通信行业10强企业和深圳市高新技术企业；2006年，公司被深圳市中小企业发展促进会、深圳特区报社评选为“深圳市自主创新百强中小企业”。

2. 技术研发

公司在产品技术与工艺上注重引进、借鉴和消化国际先进的通讯产品技术及发展趋势，自主开发的产品目前已获国家专利102项，部分产品曾荣获广东省工业设计创新奖、埃及工业设计大奖和上海市场畅销品牌奖等。公司目前拥有完善的开发平台和研发环境，具备完整的整机、单元电路硬件设计能力，基于芯片组和协议栈的软件开发能力，结构外观设计能力。

公司注重标准化建设，先后编制了《结构

标准》、《材料标准》、《检验标准》和《工艺标准》等全套内部管理标准。梳理建档《中国标准》、《印度标准》和《美国标准》等数十个国家的相关标准，并提供了相应的解决方案。

2006年，公司产品被国家质检总局授予“产品质量国家免检资格”；被广东省质量技术监督局授予“广东省名牌产品”；公司产品商标“高新奇”被广东省工商行政管理局认定为“广东省著名商标”，公司产品拥有良好的品牌形象。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员3人，包括总经理1人，副总经理2人。公司董事长许晓东先生，1975年出生，大专学历，曾担任公司总经理助理，2002年开始担任公司董事长兼法人代表。公司总经理许瑞强先生，1962年出生，大专学历，早年在各地经商，2002年4月任深圳万德来通讯公司中国总代理商，同年9月任公司总经理至今。

公司现有员工1960人，其中生产人员占比75%、研发人员5.3%，管理人员19.7%，公司人员构以生产人员为主，符合中小型加工制造企业的特点。

总的来看，作为家族式民营企业，公司高管人员构成以家族成员为主。作为公司的创办人，公司高管人员的业务和管理能力较强；公司人员结构能够适应公司的发展要求。

四、经营管理

1. 企业管理

法人治理结构

经股东历次增资，截至2006年底，公司注册资本为20000万元，由5名自然人股东和1名法人股东持股组成（见表1）。

2005年11月8日，公司召开股东大会，选举产生了董事会成员，审议通过了《公司章程》。

表 1 公司股权结构

股东	出资额 (万元)	出资比例 (%)	股东关联关系
许晓东	5000	25	许瑞强、许瑞洪和许瑞杰之间是兄弟关系，许晓东是该三兄弟的叔叔
许瑞强	5000	25	
许瑞洪	3000	15	
许瑞杰	2000	10	
陈宝珊	2000	10	陈宝珊是许瑞强的配偶
深圳市高新奇投资有限公司	2000	15	是许瑞杰和陈宝珊投资控股的有限公司

数据来源：公司提供

公司已按《公司法》要求，建立了较为完善的法人治理结构。公司设有股东大会、董事会和监事会。股东大会为公司最高决策机构，决定公司经营方针和投资计划、选举和更换董事等重大事务。

公司董事会现由 5 名董事组成，设董事长 1 人。董事会对股东大会负责，行使制定公司年度财务预算方案、决算方案等职责。监事会监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人，由 2 名股东代表和 1 名职工代表组成，监事会中的职工代表由公司职工民主选举产生，主要对董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司管理

公司经营管理实行董事会下的总经理负责制，总经理下设 2 名副总经理。公司根据实际需要和有关要求，已逐步建立健全了一整套科学合理的内部管理制度，包括生产管理、新产品开发、资产管理、财务管理等。公司下设财务部、采购部、质量控制部、制造部、国内营销部、国际营销部等 15 个职能部门。

生产质量管理方面，公司严格按照 ISO9000 国际质量管理体系标准，建立了完善的质量体系。目前，公司已通过了 ISO9001:2000 的质量管理体系认证、ISO14000 环境管理体系认证和 OHSAS18000 社会责任管理体系认证；公司全线产品已通过国家质量监督局 3C 认证。

销售管理方面，公司实行销售总监负责制，将原本独立的售后、市场和物流等部门配属销售部管理，以提高公司对市场变化的反应速度，及时制订应对措施并切实贯彻执行，加强与客户、用户的联系提高售前、售中及售后服务水平。

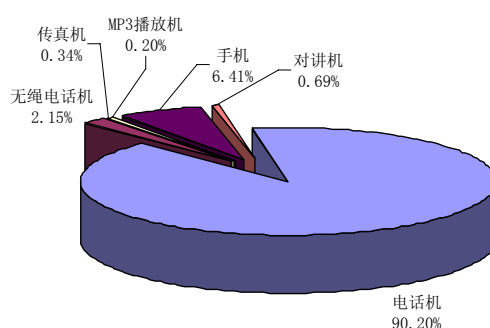
总体看，已初步建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构具有家族式民营企业特点。

2. 经营分析

业务构成

公司主营通讯终端设备的生产和销售。2006 年，公司实现主营业务收入 36554.65 万元，从主营业务收入的构成来看（图 1），电话机产品是公司主营业务收入的主要来源，贡献率为 90.20%；其次手机产品，贡献率为 6.41%；公司其它 4 个业务板块规模较小，合计贡献率仅为 3.39%。

图 1 2006 年公司主营业务收入结构



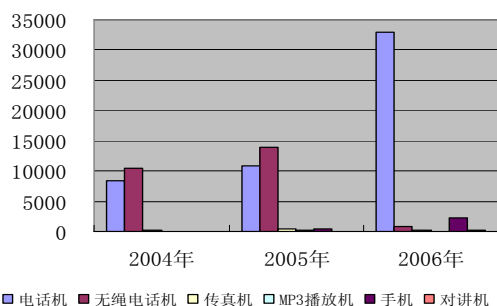
数据来源：公司 2006 年审计报告

从近三年各类产品的销售收入来看（图 2），公司六类产品中，电话机产品的销售收入增长较快，三年平均增长率为 98.20%；无绳电话产品出现快速萎缩，销售收入三年平均增长率为-72.66%；公司从 2005 年 10 月起开始与 CECT 合作生产 GSM 手机，近两年手机产品销售收入出现较大增幅，年增长率达 387.87%。

总体来看公司主要生产固定电话为主，虽然正逐步想移动电话转移，但目前移动电话的

收入还非常有限。

图2 近三年公司产品销售额
(单位: 万元)



数据来源: 公司 2004 年、2005 年和 2006 年审计报告

原材料采购

在原材料采购方面, 公司生产所需原材料主要在国内采购, 为降低原材料质量风险和价格风险, 公司优选了 100 多家稳定的原材料供应商和多家第二供应商梯队, 并与供应商保持了良好的长期合作关系。为避免市场风险, 公司十分注重前期市场调研, 分析市场需求, 并及时根据市场变化调整产品策略和销售策略。公司强调产品研制和开发, 并积极与技术依托单位合作研制开发适销对路的产品, 以尽快占领目标市场。公司原材料行业竞争激烈, 预计公司对上游原材料供应商有较强的议价能力, 上游供应商基本不能对公司造成威胁。

产品生产及销售

公司已实现产品制造一体化, 拥有模具部、注塑部、丝印喷油部、插件车间、邦定车间、热压车间和高低频产品总装车间。截止2006年底, 公司自有工业园10万多平方米, 拥有电脑全自动贴片生产线及现代化综合生产线60余条, 年生产能力1000万台, 涉及9大系列百余款产品。

目前, 公司有一半产品销往海外, 以自有品牌出口到中东、东南亚和东欧等 60 多个国家和地区, 拥有 5000 万以上国外用户。公司产品在乌克兰、埃及、阿联酋、巴基斯坦、越南等国家的总体市场占有率位居第一; 在俄罗斯、泰国、沙特、印度等国家的外国品牌排序的市场占有率位居第一。

随着市场竞争的日趋激烈, 为保持产品的性价比优势, 最大程度的控制产品销售价格, 公司产品销售侧重于依托代理商, 并赋予代理商更多生产厂家的职能如终端建设、促销员管理等。以做到压缩中间渠道, 减少流通环节, 实现传统的通讯器材销售的扁平化。

近三年, 公司资产运营效率指标持续下降(见附表 4), 截至 2006 年底, 公司销售债权周转次数和存货周转次数分别为 3.74 次和 4.06 次, 应收账款的回款速度和存货的变现速度的下降表明公司在产业链中的地位趋于弱势, 市场竞争压力增大。总体看, 公司运营效率一般。

3. 未来发展

公司未来将致力于打造一个规范化、现代化、信息化和国际化的中国消费类通讯行业企业, 争取在较短时间内引进国际战略投资商, 并在深圳中小企业板上市。企业未来发展主导产品主要是: 网络电话 (VOIP)、2.4兆高频电话、可视电话机、短信电话机、高性能传真机、MP3、MP4和手机。

公司计划于 2007 年发行 5000 万元公司债券, 所募资金将投向“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。

数字多功能电话机第一期生产线技术改造项目

该项目已经得到深贸工技备 (2005) 077 号文批准。项目总投资 8600 万元, 项目完成后, 公司每年可新增数字电话机产能 360 万台, 增加销售收入 2 亿元。项目已于 2005 年 9 月动工, 截至 2006 年底, 已完成部分设备的改进措施工程, 预计 2007 年年内竣工。

GSM手机生产线项目

该项目可行性研究报告已经得到国家发改委以发改高技[2006]1444 号文批准。项目总投资 11966 万元, 将使公司新增 GSM 手机年产能 120 万部, 增加销售收入 96000 万元。项目已于 2006 年 10 月开工建设, 截至 2006 年底,

已完成核心工程和部分生产线，约完成项目40%的工程，预计2008年6月竣工。

表2是公司根据发展规划对未来5年经营情况做的预测。以2006年为基准，未来几年，随着公司投资项目的建设完成和生产产能的陆续释放，公司主营业务收入和利润总额将成快速增长趋势，根据上述各项的预计投资回报分析，该预测具有较大的实现可能性。

债务负担方面，公司计划于2008年公开上市，预计可募集资金3.5亿元，公司预测未来几年所有者权益和资产总额呈快速增长趋势，债务总额保持不变，以长期债务为主，未来债务负担将有所下降。公司上市存在一定不确定性，同时未来五年一直保持较大的投资规模，若公司未能按原定计划上市，以2006年财务数据测算，公司目前已有短期借款15000万元左右，近两年经营性现金流持续为负，公司要完成其拟订的投资计划预计需要大规模举债，远超过公司当前预测的债务负担水平，依据公司的投资规划预测，我们认为未来几年其债务负担会显著增加。

表2 未来五年经营预测

项 目 (万元)	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
计划投资	20,000	10,000	10,000	10,000	10,000
预计营业收入	70,000	105,000	157,500	240,000	360,000
预计利润总额	7,135	10,810	16,200	24,600	35,100
预计净利润	6,600	10,000	15,000	22,800	32,500
预计摊销	200	300	300	300	300
预计折旧	1,400	2,000	2,500	3,000	3,500
预计利息支出	1,000	1,400	1,400	1,400	1,400
预计短期债务余额	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
预计长期债务余额	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000
预计所有者权益	30,000	75,000	90,000	112,800	145,300
预计资产总额	50,000	110,000	140,000	170,000	200,000
预计资产负债率(%)	40.00	18.18	14.29	11.76	10.00
预计全部债务资本化比率(%)	40.00	21.05	18.18	15.06	12.10
预计净资产收益率(%)	22.00	13.33	16.67	20.21	22.37
债务保护倍数(倍)	0.41	0.62	0.89	1.31	1.82

五、财务分析

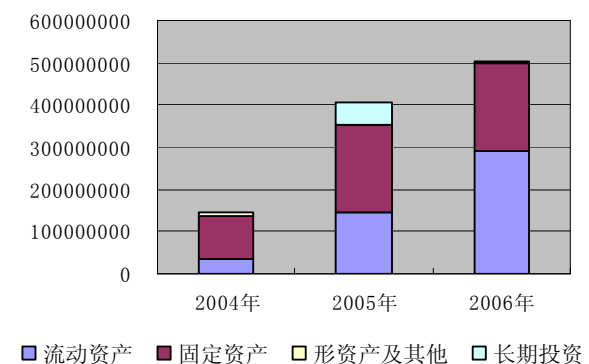
公司提供了2004年~2006年的财务报表，其中2004年财务报表已经深圳鹏城会计师事务所审计，2005年和2006年度财务报表已经深圳大华天成会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。报告期内公司报表会计政策未发生大的变化，年度间财务数据可比性强。

截至2006年底，公司合并资产总额50091.54万元，所有者权益27707.08万元；2006年实现主营业务收入36554.65万元，利润总额3522.07万元；经营活动产生的现金流量净额-8695.34万元，现金及现金等价物净增加额1379.48万元。

1. 资产质量

近三年，公司资产快速增长，年均增长86.65%，主要是流动资产和固定资产的增加。截至2006年底，公司资产总额50091.54万元，其中流动资产占57.96%，固定资产占41.67%，无形资产及其他占0.37%，公司资产以流动资产和固定资产为主（见图3）。

图3 近三年资产规模与结构

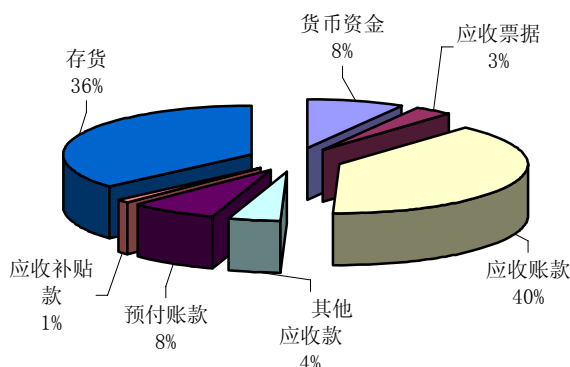


资料来源：公司年报

流动资产方面，近三年公司流动资产年均增长179.34%，主要是应收账款和存货的增加。截至2006年底，公司流动资产29033.74万元，其中，货币资金占8.21%，应收票据占3.38%，应收账款占38.95%，其他应收款占4.33%，存

货占 36.45%，预付账款占 0.37%，应收补贴款 0.95%（见图 4）。

图 4 2006 年底流动资产结构



资料来源：公司年报

近三年，公司货币资金有所波动，截至 2006 年底，公司货币资金余额为 2384.58 万元。

近三年，公司应收账款增长较快，年均增长率为 365.12%，远超过公司收入增长幅度，公司收现能力下降显著。截至 2006 年底，公司应收账款余额 11308.00 万元。公司应收账款账龄均在三年以内，其中账龄在一年以内的占 94.07%，一年至两年的占 5.21%，两年至三年的占 0.72%，公司根据不同的账龄提取坏账准备，2006 年底提取坏帐准备余额 56.82 万元，平均计提比例为 0.50%，坏帐计提比例偏低。应收账款前五名债务人累计欠款总金额占应收账款总额的 70.86%，债务人较为集中。

近三年，公司存货增长较快，年均增长率为 161.45%，主要是由于 2006 年 8 月公司获得手机生产牌照，大幅增加了手机生产的原料准备，导致原材料大幅增加。

2005 年，根据公司与深圳市宏基投资发展有限公司（下简称“宏基公司”）签署的《塑胶料贸易项目合作投资协议书》，双方同意对“塑胶料贸易项目”进行合作投资，双方约定按比例投资、承担风险、分配损益，由宏基公司负责日常经营并提取佣金。公司于 2005 年投资 5500 万元，并计入当年长期股权投资，2006 年公司与宏基公司取消合作，公司撤回投资，截至

2006 年底，公司长期投资净额为 0。

近三年，公司固定资产净额增长较快，年均增加 44.25%，主要是房屋建筑物的增加。截至 2006 年底，公司固定资产净额为 20672.79 万元。

总体看，近三年，公司资产规模快速增长，主要表现为应收账款、存货和固定资产的大幅增加，公司应收账款数额较大，且集中度较高，存在一定收回风险。总体看，公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

近三年，公司所有者权益年均增长 137.52%，主要是实收资本和未分配利润的增加。截至 2006 年底，公司所有者权益 27707.08 万元，其中实收资本占 72.18%，未分配利润占 22.76%，盈余公积占 3.32%，资本公积占 1.73%，公司所有者权益以实收资本为主，稳定性较好。

近三年，公司负债总额增长较快，年均增加 53.77%。截至 2006 年底，公司负债总额 22384.45 万元，以流动负债为主，流动负债占 99.32%，长期负债占 0.68%，负债结构不尽合理。

近三年，公司流动负债年均增长 57.47%。截至 2006 年底，公司流动负债 22234.45 万元，以短期借款和应付账款为主，两者分别占流动负债的 68.75%和 25.89%。近三年，公司短期借款有较大幅度增加，截至 2006 年底，公司短期借款 15285.99 万元，其中 785.99 万元为对花旗银行的保证借款，14500 万元为对农业银行的抵押的借款（以固定资产中账面价值为 12206.42 万元的房屋建筑物作抵押）。近三年，公司应付账款年均增长 135.67%，截至 2006 年底，公司应付账款 5757.59 万元。

近三年，由于公司资产总额相对增长较快，导致公司资产负债率总体呈波动下降趋势，截至 2006 年底，公司资产负债率为 44.69%，三年加权平均值为 47.45%；近三年，公司全部债务资本化比率持续上升，截至 2006 年底，公司

全部债务资本化比率为 35.55%，3 年加权平均值为 28.81%。总体看，公司债务水平适中。

3. 盈利能力

近三年，随着产能的提高和销售规模的扩大，公司主营业务收入和主营业务利润出现较快增长，年均增长率分别为 38.14%和 92.02%；随主营业务利润的增长，公司近三年利润总额年均增长 46.09%。2006 年公司实现主营业务收入、主营业务利润和利润总额分别为 36554.65 万元、8604.86 万元和 3522.07 万元。

从盈利指标看，近三年公司主营业务利润率持续提高，2006 年为 23.54%。近三年，公司净资产收益率和总资本收益率呈波动下降趋势，主要是由于近三年公司资产总额和所有者权益大幅增加所致，2006 年总资本收益率和净资产收益率分别为 7.60%和 11.76%，目前盈利能力较强。

4. 现金流

从经营活动现金流来看，近三年，公司经营活动现金流入和流出分别年均增长 20.85%和 43.77%。公司从 2005 年开始加大投入，扩大规模，2006 年 8 月获得手机生产牌照，增加了手机生产的原料准备，经营性应收项目和存货大幅度增长，导致 2005 年和 2006 年公司经营性现金流量净额为负值，公司经营活动现金流情况较差。

投资活动现金流方面，2004 年和 2005 年，公司投资活动较为频繁，投资活动现金流净额均为负值，2006 年公司投资规模有所回落，投资活动流出大幅下降，2006 年公司投资活动现金流为 3008.59 万元。

筹资活动方面，近三年，公司筹资活动现金流入主要为借款收到的现金，流出主要为归还银行借款和支付利息，筹资活动现金流净额分别为 4855.00 万元、19243.70 万元和 7066.24 万元。

总体看，公司经营活动现金流情况较差，

投资活动较为频繁，对外融资压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率和速动比率持续提高，2006 年底两项指标分别为 130.58%和 82.99%。考虑到公司流动资产的增加主要表现为应收账款和存货的增加，近三年公司大幅增加了短期借款的使用，公司实际短期偿付能力未有本质改善。总体看，公司短期支付能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司 EBITDA 持续增加，分别为 2022.75 万元、2725.44 万元和 4826.90 万元；由于短期借款大幅增加，2006 年公司 EBITDA 利息倍数大幅下降，为 7.69 倍，EBITDA 对利息的偿付能力较强。

近三年公司经营现金流量净额分别为 2539.71 万元、-434.82 万元和 -8695.34 万元。近三年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -3837.47 万元、-19885.52 万元和 -5686.75 万元，对债务不具备保护能力。近三年，公司债务保护倍数持续下降，2006 年为 0.30 倍。综合看，公司对债务整体偿还能力正常。

6. 本期债券偿还能力

2007 年公司拟发行 5 年期企业债券 5000 万元，占公司 2006 年底总债务的 32.72%，对公司债务影响较大。

本期企业债券的本金将在 2011 年偿付。根据公司提供的经营预测（表 6），2010 年的 EBITDA 值为 29300 万元，为本期拟发行额度的 5.86 倍，保障程度正常。考虑到公司发行本期债券，以 2006 年底财务数据测算，公司资产负债率为 49.71%，全部债务资本化比率为 42.27%，长期债务资本化比率为 15.29%，公司债务负担加重。

综合上述以及公司近三年的盈利增长速度和获现能力，公司对本期债券的整体偿还能力正常。

六、综合评价

总体来看，通信设备制造行业是信息技术的支柱产业，随着我国通讯设备的升级，未来市场空间较为广阔，但受电信业需求结构升级的影响，低端通讯设备终端已经接近饱和，增长速度非常缓慢，市场竞争非常激烈。

公司从事通讯终端和数码产品的研发、生产和销售，是国内电话机自有品牌的出口创汇型企业。公司拥有电脑全自动贴片生产线及现代化综合生产线60余条，年生产能力1000万台。2004年，公司被深圳市人民政府评定为深圳市50强民营企业、深圳市通信行业10强企业和深圳市高新技术企业。

目前，公司资产质量一般，盈利能力较强，债务水平适中，整体偿债能力正常，但债务结构不合理，短期偿还能力偏弱。综合看，公司整体信用风险一般。

附表 1-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	1646.92	1005.09	2384.58	20.33
应收账款	522.71	6276.46	11308.00	365.12
其他应收款	3.00	809.00	1258.42	1948.10
应收账款净额	525.71	7085.46	12566.42	388.92
预付账款		2269.73	2243.28	
应收补贴款			275.15	
存货	1548.12	3183.89	10582.18	161.45
待摊费用		91.57		
流动资产合计	3720.75	14594.32	29033.74	179.34
长期投资				
长期股权投资		5500.00		
长期债权投资				
长期投资合计		5500.00		
长期投资净额		5500.00		
固定资产				
固定资产原值	2304.22	16037.31	22814.38	214.66
减：累计折旧	438.39	786.24	2141.59	121.02
固定资产净额	1865.82	15251.07	20672.79	232.86
工程物资				
在建工程	8164.32	5263.68	199.29	-84.38
固定资产合计	10030.14	20514.75	20872.08	44.25
无形资产及其他资产				
无形资产	627.55	5.87		-100.00
长期待摊费用			185.71	
无形资产及其他资产合	627.55	5.87	185.71	-45.60
计				
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	14378.44	40614.94	50091.54	86.65

附表 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	0.00	7500.00	15285.99	
应付票据	725.63			-100.00
应付帐款	1036.62	3354.60	5757.59	135.67
预收帐款	1860.58	5006.66	1183.62	-20.24
应付工资	97.99	133.62	198.76	42.42
应付福利费	143.37	20.64	3.59	-84.17
应交税金	-261.41	-19.19	-300.96	7.30
其他应交款	0.00	5.35	0.00	
其他应付款	5364.42	164.71	17.75	-94.25
预提费用	0.00	0.00	88.10	
流动负债合计	8967.20	16166.40	22234.45	57.47
长期负债				
长期借款	500.00			-100.00
专项应付款			150.00	
长期负债合计	500.00		150.00	-45.23
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	9467.20	16166.40	22384.45	53.77
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	1038.00	20000.00	20000.00	338.95
资本公积	2242.00	479.76	479.76	-53.74
盈余公积		595.32	921.17	
其中：公益金		198.44		
未分配利润	1631.24	3373.46	6306.15	96.62
所有者权益合计	4911.24	24448.54	27707.08	137.52
负债及所有者权益合计	14378.44	40614.94	50091.54	86.65

附表 2 合并利润及利润分配表
 （单位：万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	19154.94	25962.11	36554.65	38.14
减：折扣与折让				
主营业务收入净额	19154.94	25962.11	36554.65	38.14
减：主营业务成本	16817.35	21767.30	27939.08	28.89
主营业务税金及附加	3.88	7.13	10.71	66.21
二、主营业务利润	2333.71	4187.67	8604.86	92.02
加：其他业务利润			31.57	
减：存货跌价损失				
营业费用	178.84	301.61	551.49	75.60
管理费用	536.22	1458.24	3848.41	167.90
财务费用	-31.60	90.29	739.97	
三、营业利润	1650.26	2337.54	3496.57	45.56
加：投资收益				
补贴收入			29.00	
营业外收入			3.50	
减：营业外支出			7.00	
四、利润总额	1650.26	2337.54	3522.07	46.09
减：所得税			263.53	
减：少数股东损益				
加：未确认的投资损失				
五、净利润	1650.26	2337.54	3258.54	40.52
加：年初未分配利润	-19.01	1631.24	3373.46	
六、可供分配的利润	1631.24	3968.78	6632.00	101.63
减：提取法定盈余公积		396.88	325.85	
提取法定公益金		198.44		
七、可供股东分配的利润	1631.24	3373.46	6306.15	96.62
八、未分配利润	1631.24	3373.46	6306.15	96.62

附表 3-1 合并现金流量表
 (单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	21479.23	26361.77	31369.05	20.85
收到的税费返还	599.43	616.45	671.16	5.81
收到的其他与经营活动有关的现金	267.62	165.43	116.37	-34.06
现金流入小计	22346.28	27143.65	32156.58	19.96
购买商品、接受劳务支付的现金	17022.82	24159.91	35185.15	43.77
支付给职工以及为职工支付的现金	1076.71	1415.95	1953.85	34.71
支付的各项税费	520.84	4.52	249.04	-30.85
支付的其他与经营活动有关的现金	1186.21	1998.08	3463.88	70.88
现金流出小计	19806.57	27578.47	40851.92	43.62
经营活动产生的现金流量净额	2539.71	-434.82	-8695.34	
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金			4989.64	
现金流入小计			4989.64	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	6377.17	13950.70	1981.05	-44.26
投资所支付的现金		5500.00		
现金流出小计	6377.17	19450.70	1981.05	-44.26
投资活动产生的现金流量净额	-6377.17	-19450.70	3008.59	
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金		16699.76		
借款所收到的现金	4855.00	7500.00	27785.99	139.23
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	4855.00	24199.76	27785.99	139.23
偿还债务所支付的现金		4855.00	20000.00	
分配股利或利润所支付的现金		101.06	719.76	
现金流出小计		4956.06	20719.76	
筹资活动产生的现金流量净额	4855.00	19243.70	7066.24	20.64
四、现金及现金等价物净增加额	1017.53	-641.83	1379.48	16.44

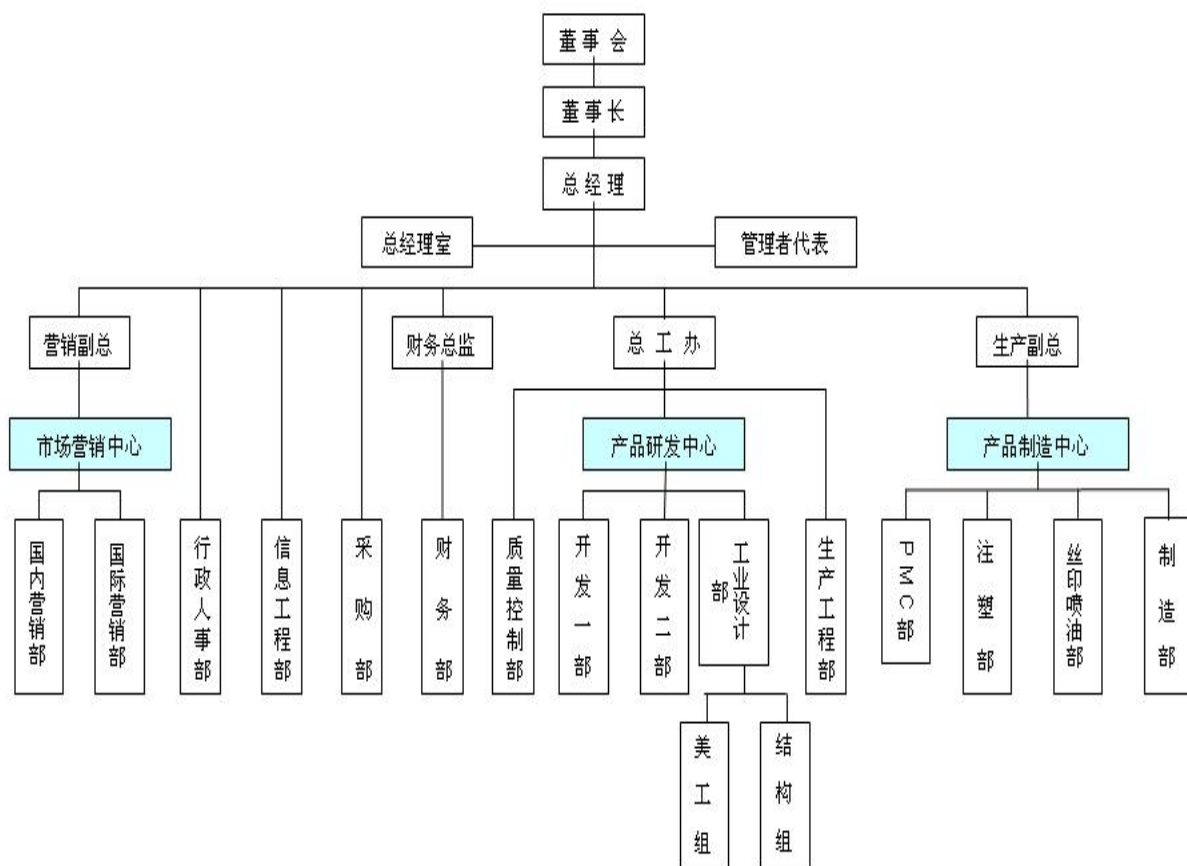
附表 3-2 合并现金流量表（续）
 （单位：万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	1650.26	2337.54	3258.54	40.52
加：少数股东损益				
计提的坏帐准备或转销的坏帐	2.63	20.15	47.22	323.98
固定资产折旧	314.40	347.85	1283.09	102.02
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销			10.92	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
待摊费用减少(减:增加)		-91.57	91.57	
预提费用增加(减:减少)			88.10	
财务费用		101.06	719.76	
存货的减少(减:增加)	-1173.29	-1635.77	-7402.51	151.18
经营性应收项目的减少(减:增加)	-971.35	-6868.33	-5505.93	138.08
经营性应付项目的增加(减:减少)	2717.07	5354.25	-1286.10	
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	2539.71	-434.82	-8695.34	
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1646.92	1005.09	2384.58	20.33
减：货币资金的期初余额	629.39	1646.92	1005.09	26.37
现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	1017.53	-641.83	1379.48	16.44

附表 4 公司合并财务报表主要计算指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	36.65	6.69	3.74	11.21
存货周转次数(次)	10.86	9.20	4.06	6.96
总资产周转次数(次)	1.33	0.94	0.81	0.95
盈利能力				
主营业务利润率(%)	12.18	16.13	23.54	19.05
总资本收益率(%)	26.89	7.64	9.25	12.30
净资产收益率(%)	33.60	9.56	11.76	15.47
现金收入比(%)	112.13	101.54	85.81	95.80
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	9.24	0.00	0.00	1.85
全部债务资本化比率(%)	19.97	23.48	35.55	28.81
资产负债比率(%)	65.84	39.80	44.69	47.45
偿债能力				
流动比率(%)	41.49	90.28	130.58	100.67
速动比率(%)	24.23	70.58	82.99	67.51
EBITDA 利息倍数(倍)		27.38	7.69	
债务保护倍数(倍)	1.60	0.36	0.30	2.30
筹资前现金流量净额债务保护		-195.34	-7.90	
筹资前现金流量净额利息偿还	-3.13	-2.65	-0.37	-1.61

附件 5 公司组织结构图



附表 6 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益)
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益)
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本
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%
经营现金流流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

附件7 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 538 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市好易通科技有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市好易通科技有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市好易通科技有限公司

2007年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：A⁻

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	22187.63	39067.03	51604.48
所有者权益(万元)	10885.50	18455.60	20331.42
主营业务收入(万元)	16010.05	36541.42	44835.08
利润总额(万元)	2874.95	4984.97	2282.91
资产负债率(%)	50.94	52.76	60.60
全部债务资本化比率(%)	36.72	26.05	33.63
净资产收益率(%)	24.43	24.98	10.39
流动比率(%)	191.18	161.14	148.13
EBITDA 利息倍数(倍)	24.10	22.94	4.84
债务保护倍数(倍)	0.47	0.77	0.29

分析员

张 琢 李志博

联系方式

电话：010-85679696-8838

邮箱：lizhibo@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

专用无线通讯主要为国家强力部门、重要公共机构提供通信保障。为了提高生产效率及信息安全，政府机关以及军队、公安、交通、铁路、水利等部门都迫切需要建设现代化专用移动调度通信网，专业无线通信市场具有良好的发展空间。

深圳市好易通科技有限公司(以下简称“公司”)是专业提供无线通讯终端和集群产品的高新技术企业。公司是全球专业无线对讲机市场三大供应商之一和国内最大的无线对讲机供应商，也是国内唯一一家能够提供系统、终端一体化方案的厂商。近年来公司处于快速发展阶段，总体经营态势较好。

目前，公司整体资产质量一般，主营业务盈利能力较强；债务负担相对偏重。综合来看，公司的整体信用风险较低。

优势

1、专用无线通讯行业市场空间巨大，发展前景良好。

2、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，技术研发水平在国内厂商中处于领先水平，整体竞争实力较强。

3、近年来公司发展迅速，总体经营态势较好，产品盈利能力强。

关注

1、公司在数字专业通信领域还处于起步阶段，与国际上行业领导厂商有较大差距。

2、公司处于向全球化和数字化的转型过程中，营销费用和研发费用较高，经营风险加大。

一、主体概况

深圳市好易通科技有限公司成立于 1993 年 5 月，初始注册资本人民币 188 万元。经历次增资，截至 2006 年底，公司注册资本为 2000 万元，其中陈清州持股 83%，陈坚强持股 12%，翁玲玲持股 5%。

公司经营范围：开发、生产无线电通信器材及配件，提供相关技术服务（不含限制项目）；自营进出口业务（按深贸管登证字第 85 号文执行）；开发、生产、销售数码产品。

公司下设人力资源部、财务部、管理工程部、研发中心、市场部、海外销售部、政府和行业销售部、全球客户服务部等 14 个职能部门（见附件 4）；公司在职员工 1375 名。

截至 2006 年底，公司资产总额 51604.48 万元，所有者权益 20331.42 万元；2006 年实现主营业务收入 44835.08 万元，利润总额 2282.91 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、行业分析

公司的主营业务为无线对讲机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，属于专用无线通信行业。

专用无线通信系统具有特殊性、独立性和安全性的特点，主要应用于指挥调度、语音服务、数据传输、GPS 定位等方面。专用无线通信系统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，它在政府管理部门、公安、部队、铁路、交通、水利、能源、电力、民航等领域中发挥着不可替代的作用。

模拟专用无线通信系统

我国于 1989 年开始引进模拟专用无线通信系统，1990 年投入使用。但是由于当时产品价格较高，部门所有制也限制了发挥“集群”的特点，模拟专用无线通信系统在较长一段时

间内发展缓慢。

随着国民经济的不断发展，国内对专用无线通讯的认识不断加深。为了提高生产效率及信息安全，中国的政府机关以及军队、公安、交通、铁路、水利、电力、石油、医疗卫生等数十个国民经济重要部门都迫切需要建设现代化专用移动调度通信网，专业无线通信市场不断扩大。

从市场来看，行业领导厂商 Motorola 和 Kenwood 以高端产品为主，致力于提供全面解决方案，但产品价格较高；好易通在国内市场具有一定品牌知名度，产品线丰富，性价比高；泉州等地区众多中小厂商以低价占领低端市场，采取薄利多销的成本领先战略，但产品质量低、品牌知名度较低。

目前，在发达国家专用通信用户的数量应为公众网用户数量的 10%，我国专用移动通信系统的总用户量占公众通信总用户量的比很小。同时，国际大厂商发展重点转向数字产品，全球对讲机制造中心向中国转移；海外市场存在区域空白、国内市场存在行业空白（如军队、公检法等），这都将为我国的模拟产品市场提供战略机遇。但是，我们也看到，专业无线通信行业数字化进程加快，使得高端需求分流；模拟市场中，价格逐渐成为中低端市场主要竞争因素，行业竞争将加剧。我国的模拟产品市场将机遇和挑战并存。

数字专用移动通信系统

20 世纪 90 年代后期专用无线通信系统开始向数字化方向过渡。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、保密性强以及灵活等特点，是未来的发展方向。

从市场情况看，我国已经建成和使用的数字集群通信专网有上海市公安局、天津市水利局、广州市地铁 2 号线、北京轻轨、秦皇岛至沈阳铁路等；国内其他一些已确定要建轻轨和地铁的城市大部分也拟采用 800MHz 的 TETRA 系统。根据信息产业部有关部门的调

研，我国数字专用移动通信系统的潜在市场需求巨大，未来将需要 800~900 万部移动台，14-15 万个信道，总计市场价值 500 亿元；其中 2005~2010 年间需要 380 万部移动台，54000 个信道，总计市场价值 250 亿元。

但是从供给方面看，我国还基本没有属于自己的数字专用移动通信核心技术。目前国内市场上销售的数字产品主要由 Motorola、Kenwood 等国外厂商生产提供，产品价格高，并且在功能上不能满足我国用户的需求，特别是在公共安全方面不能满足特殊部门的需求。因此，发展我国自己的数字专用移动通信系统已经成为必然。

在未来几年里，我国制造、能源、交通、水利、电力、社会服务、教育、部队、公共安全和广播事业等各个行业和部门将广泛地采用专业集群移动通信系统；其他发达国家和发展中国家也将有良好的市场空间。中短期来看，模拟无线通信市场仍会有较好的发展，而数字专用无线通信市场则是长期的发展方向。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司是全球专业无线对讲机市场三大供应商之一和国内最大的无线对讲机供应商，也是国内唯一一家能够提供系统、终端一体化方案的厂商。

在国内市场，公司在国产对讲机终端领域连续 8 年市场份额位居第一，其模拟集群通信系统已经装备国内二十多个省市自治区，其中警用集群系统占据 60% 以上的市场份额。

在国际市场，公司现建有全球化的营销网络体系，与全球各地 150 多个经销商建立了合作伙伴关系，公司产品进入美国、欧盟、俄罗斯等 80 多个国家和地区。

公司连续十年被深圳市科技局评为“高新技术企业”，2001 年被评为“深圳科技百强”，

2005 年被评为“深圳市工业企业工程技术中心”、“深圳市最有影响力的企业”之一，2006 年好易通获得“广东省名牌”称号。2007 年 1 月，《福布斯》中文版发布了“2007 中国潜力 100—最具发展潜力的中小企业”排行榜，作为唯一一家上榜的专用无线通讯企业，公司在其中名列第 36 位，2007 年 8 月，公司被深圳市政府授予“民营领军骨干企业”称号。

总体看，公司在深圳市中小型高新技术企业中位居前列。作为专业的无线通讯提供厂商，公司在行业中的竞争力较强。

2、技术与产品

公司的研发中心是国内最大的无线对讲机、车台、中继台、集群系统研发基地，设有两个研发中心和三大实验室：深圳市专用无线通讯工程研发中心，与哈尔滨工业大学联合成立的集群研究中心，高频实验室、通用标准实验室和环境测试实验室。

公司的产品均经过几十项专业试验，获得国家无线电管理委员会颁发的国家型号核准证书，多个机型获得 FCC 认证、CE 认证以及俄罗斯、加拿大、南非等 70 多个国家的认证和型号核准。其中 TC208/308 获深圳市科技进步二等奖，军用小系统获国家科技进步二等奖，并获国家重点推广项目。

在新产品不断推出的同时，公司在技术上做出了多项创新，包括“三防”技术、“防爆”技术、“音频”技术、宽频段技术、数字加密技术、亚音频/亚音数码技术等。公司研制出具有自主知识产权的“HDC2044 信令”和数字基带技术，并在国际上首次使用手动编程器应用于无线对讲机领域。目前公司已拥有自主创新技术 100 多项，其中 20 余项已申请专利。2007 年 8 月，公司《TC-700 专业无线通讯终端项目》获得深圳市成果产业化（企业）类创新奖，是唯一获得此奖励的专业对讲机企业。

总体看，公司具有较强的技术优势，技术

研发水平在国内同行业中处于领先水平。

3、人力资源

公司现有高级管理人员 8 人，其中 7 人具有研究生以上学历。高管都具有多年的行业与本企业管理经验，公司管理人员素质较高。

公司董事长兼总裁陈清州，现年 42 岁，硕士研究生。1984 年至 1993 年间，陈清州先生担任福建省泉州市红星无线电厂技术工程师、福建省威讯电子有限公司副总经理，1993 年，创办深圳市好易通科技有限公司，并担任公司董事长至今。陈清州先生还担任深圳市民营企业家协会常务理事、深圳市总商会理事等职。

公司现有员工 1375 人。从学历结构看，大专及以上学历占 56.15%，高中中专学历占 40.51%；从年龄结构看，30 岁以下占 84.22%，30-50 岁占 15.49%，50 岁以上占 0.29%。

综合来看，公司高层管理人员具备较高的专业素养和丰富的中小型企业管理经验；公司员工队伍年轻，整体文化素质高。

四、公司管理

1、治理结构

截至 2006 年底，公司注册资本为 2000 万元。公司共有三名个人股东，公司股权结构清晰。其中，陈清州持股 83%，陈坚强持股 12%，翁玲玲持股 5%。陈清州和陈坚强是兄弟关系，翁玲玲则是陈清州妻子的妹妹。目前，公司正在积极尝试员工持股政策，员工持股政策的实施有助于公司中高层管理和技术人员的稳定。

股东大会是公司的最高权力机构，股东会授权董事会对公司战略和重大事项进行控制。

董事会负责对公司的战略、重大事项进行审查、控制和批准，并通过董事会决议聘任公司治理机构成员（总裁、副总裁）。

公司监事会由 3 人组成，负责对公司的财务、经营、董事会及其成员和经理的活动进行监督与检查。监事会有权审查公司的年度财务

报表。

公司董事长兼任公司总裁，职能包括召集和主持董事会会议，对业务执行的重大问题运行监督和指导，对外代表公司行使公司职能等。运营管理委员会由公司副总裁和部门总监组成，主要为公司日常运营提供意见和建议；运营管理委员会不是公司的决策部门。

总体看，公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构具有民营企业特点。

2、内部管理体制

公司实行董事会领导下的总裁负责制，对于影响公司未来发展的重大决策问题，由董事会决定，总裁通过年度规划与述职会议，明确公司和部门年度发展目标。公司年度规划通过 KPI 分解落实到个人，每季度对规划落实情况进行汇报。每月总裁办公会议对公司运营管理中的问题进行汇报和决策，对重大问题由总裁领导下的运营管理委员会进行集体讨论，总裁在充分听取意见的基础上有最终的决策权，决策权相对集中。

公司下设 14 个部门，包括行政管理部、人力资源部、财务部、管理工程部、研发中心、市场部、海外销售部、无线产品销售部、政府和行业销售部、全球客户服务部、供应链管理、数字男孩、华强物业以及国内各办事处。其中，海外销售部、无线产品销售部、政府和行业销售部分别针对不同的区域进行销售。

公司根据实际需要和有关要求，建立了内部管理制度，对资金管理、人力资源管理、存货控制、应收款的控制、固定资产等几个方面做出了详细的规定。此外，公司建立了《深圳市好易通科技有限公司质量手册》，对公司实施质量、环境和职业健康安全进行了详细的规定。

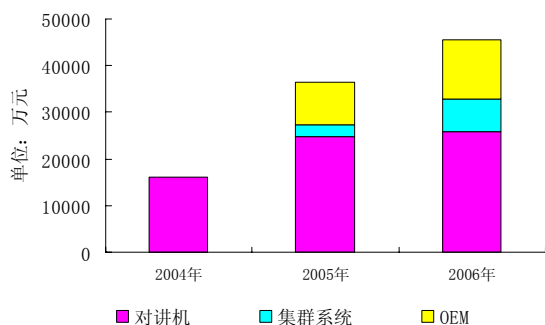
总体来看，公司各项管理制度较为健全，内控机制较完善，但是公司内部下属部门划分略显繁杂。

五、经营分析

1、经营现状

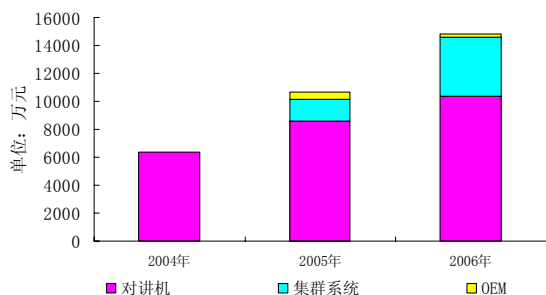
公司主营业务为无线通讯终端和集群系统，产品主要分为三大类：对讲机终端、集群系统和 OEM（贴牌生产）。

图 1 近三年公司主营业务收入构成



资料来源：公司年报

图 2 近三年公司毛利润构成



资料来源：公司年报

对讲机是专用无线通讯系统的终端设备。公司在国产对讲机终端领域连续 8 年市场份额位居第一，全国市场占有率在 30%以上；国际上，产品销售到全球 80 多个国家和地区。近三年公司对讲机销售量快速迅速，2004-2006 年分别为 29 万台、43 万台和 52 万台，年均增长 33.91%；产品销售收入和毛利润随之上升，年均增长率分别为 27.06%和 27.77%。2006 年公司对讲机销售收入为 25848 万元，占公司总销售收入的 56.85%；毛利润为 10383 万元，占公司全部毛利润的 70.12%。2006 年公司在对讲机终端产品价格略微下降的情况下，通过整合内

部资源，降低生产成本，使产品的毛利润率由 2005 年 34.72%上升到 40.17%。对讲机终端产品盈利水平较好，公司对对讲机终端业务的依赖程度较高。

集群系统方面，公司于 2005 年开始提供模拟集群通信系统。目前产品已经装备全国二十多个省市自治区，两年的市场占有率均位居全国第一，其中警用集群系统的市场占有率已经达到 60%以上。2005 年和 2006 年公司集群系统销售量分别为 293 信道和 615 信道，增长率为 109.90%；销售收入和毛利润分别增长 167.44%和 170.30%。2006 年公司集群系统销售收入为 6916 万元，占公司总销售收入的 15.21%；毛利润 4195 万元，占公司全部毛利润的 28.33%。集群系统的毛利润很高，2006 年为 60.66%。随着集群系统对公司利润的贡献程度越来越大，该业务逐渐成为公司的主要利润增长点之一。

OEM 方面，公司 2005 年开始接受其他公司的委托，代为生产对讲机，其中大部分是国外对讲机厂商的委托。2005 年和 2006 年公司 OEM 产品销售量分别为 14 万台和 23 万台，2006 年 OEM 销售收入为 12701 万元，占公司总销售收入的 27.94%；毛利润 230 万元，占公司全部毛利润的 1.55%。OEM 产品毛利润率较低，且下降较快，从 2005 年 5.71%下降到 2006 年 1.91%，盈利水平很低。

2、原材料采购

采购方面，公司通过评估和选择优秀的供应资源，借助先进的信息化管理系统，构建在品质、交期、成本等方面具有综合竞争优势的采购平台。

公司主要原材料如 CPU 和 IC 半导体元器件从日本和欧美较大品牌的供应商进行采购；PCB、电池、结构件等原材料主要从国内较大的供应商进行采购。非核心通用器件资源一般保持在 2 家以上的供应商。公司与主要供应商

建立了战略合作关系，定期进行技术交流，与核心器件供应商签订相关协议。

3、产品生产

2005 年公司新建成的好易通大厦集生产、研发、办公基地于一体，总面积超过 240000 平方米。截止 2007 年 5 月，公司拥有 150 万台对讲机和 2000 信道集群系统的生产能力。公司的生产设备大部分从国外进口，绝大部分为自动化生产。生产工艺的技术含量及先进程度在国内厂商中处于领先地位，在国际上也处于领先地位。

生产成本方面，2006 年公司开始严格控制产品的生产成本。2006 年初公司开始采用 ERP 系统，对生产等各个环节进行综合管理。公司委派副总裁到供应链管理部，并在财务部设立成本会计协助供应链管理部进行成本管理，有效降低了公司产品的生产成本。2006 年，公司在对讲机终端产品价格略微下降的情况下，产品毛利润率较 2005 年上升 5.45 个百分点。

4、产品销售与服务

产品销售方面，公司采取经销商分销和企业直销相结合的销售方式。直销主要是针对深圳本地的客户，而分销面向国内外客户。

在国内，公司目前已建立了完善的销售渠道与服务平台，在北京、上海、泉州、成都、西安等地设有办事处，在国内 20 多个省市设有 300 多家经销商和授权维修站。在国际上，公司通过引进新的分销商进行海外销售网络的完善，主要是选择 Motorola、Kenwood 的经销商为对象。公司在美国、英国、香港等地设有办事处，并与全球各地 150 多个经销商建立了合作伙伴关系。公司产品进入了美国、欧盟、俄罗斯等 80 多个国家和地区。

服务方面，公司已在国内外建立了 11 个自建维修站，52 个授权维修站，公司的服务站点覆盖率在国内专用无线通讯企业里处于领先地位。

5、经营效率

近三年公司应收账款和资产规模增长较快，销售债权周转次数和总资产周转次数不断下降，存货周转次数有所波动。2006 年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 2.63 次、3.75 次和 0.99 次，总体来看公司的整体运营效率呈现逐年下降的态势。

表 1 近三年经营效率

指 标 (次)	2004 年	2005 年	2006 年
销售债权周转次数	6.61	4.79	2.63
存货周转次数	2.69	4.45	3.75
总资产周转次数	1.44	1.19	0.99

资料来源：公司年报

总体看，近年来公司处于快速发展阶段，总体经营态势较好，但管理效率有待提高。

6、未来发展

未来几年，公司将以模拟系统和终端为核心业务，维持良好的盈利及现金流入；数字终端为重点发展的新业务，并在 3-5 年内成为重要收入来源之一。

公司 2007 年计划发行 7300 万元公司债券，所募资金将全部投向“数字集群系统及终端项目改进”建设项目。本项目已经深圳市贸易工业局批准，批文号为“深贸工技备[2006]206 号”。项目拟建立好易通专用移动通信工程研究中心，使之成为我国专用移动通信的主要研发基地和专用移动通信关键技术的国际交流基地。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。本项目的研发周期为 2006 年 1 月到 2010 年 12 月，预计 2007 年年末数字集群终端将正式量产，2008 年上半年数字集群系统正式量产。

根据公司提供的经营预测（表 2），未来几

年公司模拟系统和终端产品销售会延续快速发展的态势。2007 年公司在海外营销、研发等方面的费用仍会维持在较高水平，2008 年之后有所减少。此外，出于对未来数字移动通信市场的乐观估计，2008 年公司正式推出数字系统和终端产品后，销售收入和利润总额会明显提高。我们认为公司未来发展前景良好，但预测偏乐观，完全实现的可能性较小。公司计划于 2008 年或 2009 年实现上市，预测当年所有者权益数额会出现很大幅度的增长，公司目前积极筹备此項工作。

表 2 未来五年经营预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
计划投资	10000	9300	7700	6800	0
预计营业收入	65000	110000	180000	230000	300000
预计利润总额	9600	22300	30610	38160	49590
预计净利润	7200	16725	22957.5	28620	37192.5
预计折旧	1330	1930	2330	2730	2850
预计利息支出	1080	1196	511	434	281
预计短期债务余额	4800	5000	2190	2190	2920
预计长期债务余额	12300	7300	5110	2920	0
预计少数股东权益	0	0	0	0	0
预计所有者权益	22670	32705	300000	317000	340000
预计资产总额	75600	127900	320000	350000	380000
预计资产负债率 (%)	22.62	9.62	2.28	1.46	0.77
预计全部债务资本化比率 (%)	43.00	27.33	2.38	1.59	0.85
预计净资产收益率 (%)	31.76	51.14	7.65	9.03	10.94
债务保护倍数 (倍)	0.50	1.52	3.46	6.14	13.71

数据来源：公司提供

六、财务分析

公司提供的 2004 年~2006 年财务报表已经深圳天健信德会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。报告期内公司报表会计政策未发生大的变化，年度间财务数据可比性强。

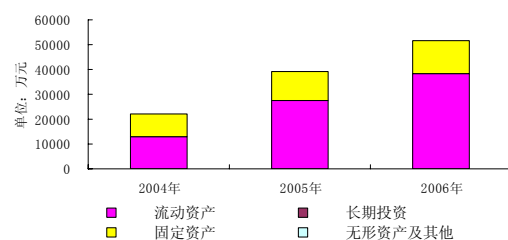
截至 2006 年底，公司合并资产总额 51604.48 万元，所有者权益 20331.42 万元；2006 年实现主营业务收入 44835.08 万元，利润总额

2282.91 万元。

1、资产质量

2004-2006 年公司资产增长较快，年均增长 52.51%，主要是流动资产增加过快所致。截至 2006 年底，公司资产总额 51604.48 万元，其中流动资产占 73.98%，固定资产占 25.80%，长期投资占 0.09%，无形资产及其他占 0.13%，公司资产以流动资产和固定资产为主。

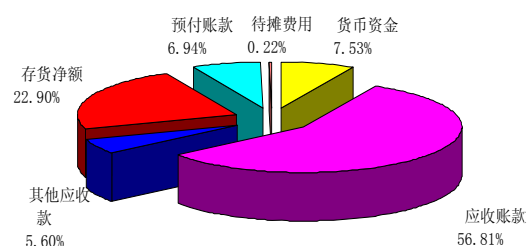
图 3 近三年资产规模与结构



资料来源：公司年报

流动资产方面，近三年公司流动资产年均增长 72.83%。截至 2006 年底，公司流动资产 38177.12 万元，其中，货币资金占 7.53%，应收账款占 56.81%，其他应收款占 5.60%，存货占 22.90%，预付账款占 6.94%。

图 4 2006 年底流动资产结构



资料来源：公司年报

近三年公司应收账款增加较快，年均增加 178.74%。截至 2006 年底，公司应收账款余额 21687.51 万元。从账龄分布看，一年以内的应收账款占 92.95%，1-2 年的占 7.05%。从债务人分布看，第一大客户 Anydata 是公司的 OEM 客户，应收账款为 7110 万元，占总额的 32.78%；但是由于双方账目尚未调整完毕，应收应付账款未进行对冲，公司应付 Anydata 账款 6914 万

元。其他四大客户哈尔滨侨航科技有限公司、Marketronics Corporation、中港电讯集团有限公司和 Relm Wireless Corporation 是公司的稳定客户，累计欠款占应收账款的 23.41%，应收账款集中度不高。

2006 年底，公司其他应收款净额 2139.43 万元，占流动资产的 5.60%。其他应收款账龄全部为一年以内。

近三年公司存货年均增加 42.03%，主要是原材料增加较快所致。截至 2006 年底公司存货余额 8741.55 万元，其中原材料占 57.66%，在产品 18.12%，产成品占 24.22%。公司对存货未计提跌价准备。

近三年公司固定资产净额增长较快，年均增加 40.41%，主要是建筑物和机器设备等增加较快所致。

总体看，公司资产规模相对较大，资产以流动资产为主，应收账款占比较大，整体资产质量一般。

2、负债及所有者权益

近三年公司所有者权益年均增长 36.67%，主要来自于未分配利润的增加。截至 2006 年底，公司所有者权益 20331.42 万元，以未分配利润（57.14%）、资本公积（17.96%）和盈余公积（15.07%）为主，稳定性较差。

近三年公司负债总额年均增加 66.34%。截至 2006 年底，公司负债总额 31273.06 万元，以流动负债为主，流动负债占 82.41%，长期负债占 17.59%，负债结构不尽合理。

近三年公司流动负债年均增长 96.35%。截至 2006 年底，公司流动负债 25772.43 万元，以短期借款（18.62%）和应付账款（62.45%）为主。公司应付账款增加较快，近三年年均增长 131.56%，主要原因是公司和第一大客户 Anydata 的应收应付账款尚未进行对冲，对此客户的应付账款额度较大。2006 年底，应付账款为 16095.77 万元。

表 3 近三年资本结构

项 目(万元)	2004 年	2005 年	2006 年
所有者权益	10885.5	18455.6	20331.42
少数股东权益	0	0	0
短期债务	1700	3000	4800
长期债务	4616.97	3500	5500.63
负债总额	11302.13	20611.43	31273.06
资产总额	22187.63	39067.03	51604.48
指 标 (%)	2004 年	2005 年	2006 年
长期债务资本化比率	29.78	15.94	21.29
全部债务资本化比率	36.72	26.05	33.63
资产负债比率	50.94	52.76	60.6

资料来源：公司年报

近三年公司负债水平有所波动，2005 年有所下降，2006 年公司短期债务和长期债务有较大增加，导致各项全部债务指标有所上升。截至 2006 年底公司资产负债率为 60.60%，全部债务资本化比率为 33.63%，长期债务资本化比率为 21.29%，债务负担相对偏高。

3、盈利能力

2004-2006 年公司主营业务收入和主营业务利润增长较快，年均增长分别为 67.34%和 52.28%。但是近三年利润总额有所下降，其中 2006 年比 2005 年下降了 54.20%，这主要是由于公司处于向数字化和全球化的转型过程中，2006 年在科研投入、海外销售方面的费用较高所致。

从盈利指标看，近三年公司主营业务利润率有所波动，但一直维持在较高水平，其中 2006 年为 32.88%。近三年公司净资产收益率有所波动，由于 2006 年利润总额大幅减少，净资产收益率下降较快，2006 年为 10.39%，目前盈利能力仍较高。

表 4 近三年盈利情况

项 目(万元)	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务收入	16010.05	36541.42	44835.08
主营业务利润	6357.95	10657.79	14743.37
利润总额	2874.95	4984.97	2282.91
净利润	2659.33	4611.1	2111.69
指 标 (%)	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务利润率	39.71	29.17	32.88
总资产收益率	16.26	19.46	9.55
净资产收益率	24.43	24.98	10.39

资料来源：公司年报

4、现金流量

从经营活动来看，近三年公司经营活动现金流量净额下降较快，年均减少 60.45%，三年分别为 4481.96 万元、432.26 万元和 700.89 万元。由于应收账款增长快，2006 年公司现金收入比率为 84.28%，收入实现质量较差。

从投资活动来看，近三年公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -3833.08 万元、-1765.34 万元和 -2667.94 万元，三年均为负值，主要投资于好易通大厦、贴片生产线等项目。

表 5 近三年现金流量

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
经营活动现金流入小计	18189.34	29827.76	44745.31
经营活动现金流出小计	13707.38	29395.5	44044.42
经营活动产生的现金流量净额	4481.96	432.26	700.89
投资活动现金流入小计	0	0	246.69
投资活动现金流出小计	3833.08	1765.34	2914.63
投资活动产生的现金流量净额	-3833.08	-1765.34	-2667.94
筹资活动现金流入小计	4000	3259	13378.53
筹资活动现金流出小计	1683.73	3295.15	11173.08
筹资活动产生的现金流量净额	2316.27	-36.15	2205.45

资料来源：公司年报

近三年公司筹资活动前现金流量净额不断下降，三年分别为 648.89 万元、-1333.08 万元和 -1967.05 万元，公司对外融资的依赖程度逐渐增加。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2316.27 万元、-36.15 万元和 2205.45 万元，波动较大。公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款，筹资活动产生的现金流出主要是偿还银行借款。近三年由于公司经营活动产生的现金流量净额有所减少，而投资支出较大，筹资活动对维持公司正向现金流起着重要作用。

总体看，近三年公司现金流状况一般，经营活动产生的现金流不能完全满足投资活动的需求，公司外部融资增加，融资渠道较为单一。

5、偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率和速动比率有所下降，2006 年底两项指标分别为 148.13% 和 114.21%。总体看，公司短期支付能力较强。

表 6 近三年偿债能力

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
利润总额	2874.95	4984.97	2282.91
EBITDA	3315.71	5646.79	3940.09
总债务	6316.97	6500	10300.63
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
流动比率 (%)	191.18	161.14	148.13
速动比率 (%)	126.35	118.65	114.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	24.1	22.94	4.84
债务保护倍数 (倍)	0.47	0.77	0.29
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	0.1	-0.21	-0.19

资料来源：公司年报

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 有所波动，分别为 3315.71 万元、5646.79 万元和 3940.09 万元；EBITDA 利息倍数下降较快，其中 2006 年为 4.84 倍，比 2005 年下降较快，EBITDA 对利息的偿付能力一般。近三年公司债务保护倍数和筹资活动前现金流量净额债务保护倍数有所波动，2006 年分别为 0.29 倍和 -0.19 倍。整体看，公司对债务整体偿还能力一般。

公司与多家金融机构建立了合作关系，截止 2007 年 8 月底，公司在各家银行授信总额度为人民币 2.02 亿元，已使用额度为 1.58 亿元，尚未使用额度为 0.44 亿元。

截至 2006 年底，公司无其他重大担保、诉讼事项。

七、综合评价

公司是专业提供无线通讯终端产品和集群产品的高新技术企业。公司是全球专业无线对讲机市场三大供应商之一和国内最大的无线对讲机供应商，也是国内唯一一家能够提供系统、

终端一体化方案的厂商。

近年来公司处于快速发展阶段，总体经营状态较好，整体竞争力在国内行业中位居前列。

公司整体资产质量一般，盈利能力较强，债务负担相对偏重。综合来看，公司的整体信用风险较低。

附件1-1 资产负债表（资产）

（单位：元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	41,707,757.65	28,015,438.04	28,737,957.15	-16.99
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	27,913,535.17	124,520,334.51	216,875,126.62	178.74
其他应收款	6,789,625.76	30,309,196.95	21,394,250.03	77.51
应收账款净额	34,703,160.93	154,829,531.46	238,269,376.65	162.03
预付账款	6,943,056.56	17,287,354.68	26,493,428.49	95.34
存货	43,335,920.16	72,718,890.17	87,415,526.52	42.03
待摊费用	1,113,886.10	2,888,657.94	854,935.46	-12.39
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	127,803,781.40	275,739,872.29	381,771,224.27	72.83
长期投资				
长期股权投资	450,000.00	450,000.00	450,000.00	0
长期债权投资				
长期投资合计	450,000.00	450,000.00	450,000.00	0
合并价差				
长期投资净额	450,000.00	450,000.00	450,000.00	0
固定资产				
固定资产原值	38,742,865.86	55,765,383.98	78,360,964.30	42.22
减：累计折旧	10,268,076.40	14,180,612.33	22,224,566.69	47.12
固定资产净值	28,474,789.46	41,584,771.65	56,136,397.61	40.41
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	28,474,789.46	41,584,771.65	56,136,397.61	40.41
工程物资				
在建工程	64,208,906.97	72,200,789.97	76,992,107.70	9.5
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	92,683,696.43	113,785,561.62	133,128,505.31	19.85
无形资产及其他资产				
无形资产	65,933.39	50,600.15	655,233.47	215.24
长期待摊费用	872,846.45	644,297.80	481,665.29	-25.71
长期应收款			-441,851.18	
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	938,779.84	694,897.95	695,047.58	-13.96
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	221,876,257.67	390,670,331.86	516,044,777.16	52.51

附件1-2 资产负债表（负债与权益）

（单位：元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	17,000,000.00	30,000,000.00	48,000,000.00	68.03
应付票据				
应付账款	30,017,582.10	117,638,014.53	160,957,651.32	131.56
预收账款	88,711.92		3,349,908.84	514.51
应付工资			9,235.63	
应付福利费			5,043,748.62	
应付股利				
应交税金	3,996,627.98	6,803,640.55	21,753,316.89	133.3
其他应交款		1,148.91		
其他应付款	12,143,986.36	5,811,402.10	4,354,975.59	-40.12
预提费用	3,604,605.72	10,860,125.04	14,255,475.25	98.87
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	66,851,514.08	171,114,331.13	257,724,312.14	96.35
长期负债				
长期借款	46,169,739.72	35,000,000.00	55,006,289.27	9.15
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计	46,169,739.72	35,000,000.00	55,006,289.27	9.15
递延税项				
递延税项贷款				
递延收益				
负债合计	113,021,253.80	206,114,331.13	312,730,601.41	66.34
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	20,000,000.00	20,000,000.00	20,000,000.00	0
资本公积	1,000,000.00	30,590,000.00	36,511,000.00	504.24
盈余公积	30,630,859.95	30,630,859.95	30,630,859.95	0
其中：公益金				
未确认的投资损失				
未分配利润	57,224,143.92	103,335,140.78	116,172,315.80	42.48
外币报表折算差额				
所有者权益合计	108,855,003.87	184,556,000.73	203,314,175.75	36.67
负债及所有者权益合计	221,876,257.67	390,670,331.86	516,044,777.16	52.51

附件2 利润及利润分配表

(单位: 元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	160,100,514.55	365,414,245.75	448,350,784.08	67.34
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	160,100,514.55	365,414,245.75	448,350,784.08	67.34
减: 主营业务成本	96,502,082.30	258,474,290.91	300,269,345.08	76.4
主营业务税金及附加	18,965.45	362,016.52	647,703.43	484.4
二、主营业务利润	63,579,466.80	106,577,938.32	147,433,735.57	52.28
加: 其他业务利润	1,106,137.42	10,765,115.48	11,919,811.22	228.27
减: 营业费用	16,630,072.66	30,101,769.96	49,630,281.17	72.75
管理费用	18,924,798.30	35,206,312.56	77,735,836.37	102.67
财务费用	1,624,951.15	4,420,783.10	10,721,920.87	156.87
其他				
三、营业利润	27,505,782.11	47,614,188.18	21,265,508.38	-12.07
加: 投资收益				
补贴收入	648,711.00	1,346,063.28	820,000.00	12.43
营业外收入	726,192.54	1,496,970.89	911,753.09	12.05
其他				
减: 营业外支出	131,189.48	607,496.02	168,148.86	13.21
加: 以前年度调整				
四、利润总额	28,749,496.17	49,849,726.33	22,829,112.61	-10.89
减: 所得税	2,156,212.21	3,738,729.47	1,712,183.45	-10.89
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	26,593,283.96	46,110,996.86	21,116,929.16	-10.89
加: 年初未分配利润	30,630,859.96	57,224,143.92	103,335,140.78	83.67
盈余公积转入数				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	57,224,143.92	103,335,140.78	124,452,069.94	47.47
减: 提取法定盈余公积				
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	57,224,143.92	103,335,140.78	124,452,069.94	47.47
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利			8,279,754.14	
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	57,224,143.92	103,335,140.78	116,172,315.80	42.48

附件3-1 现金流量表

(单位: 元)

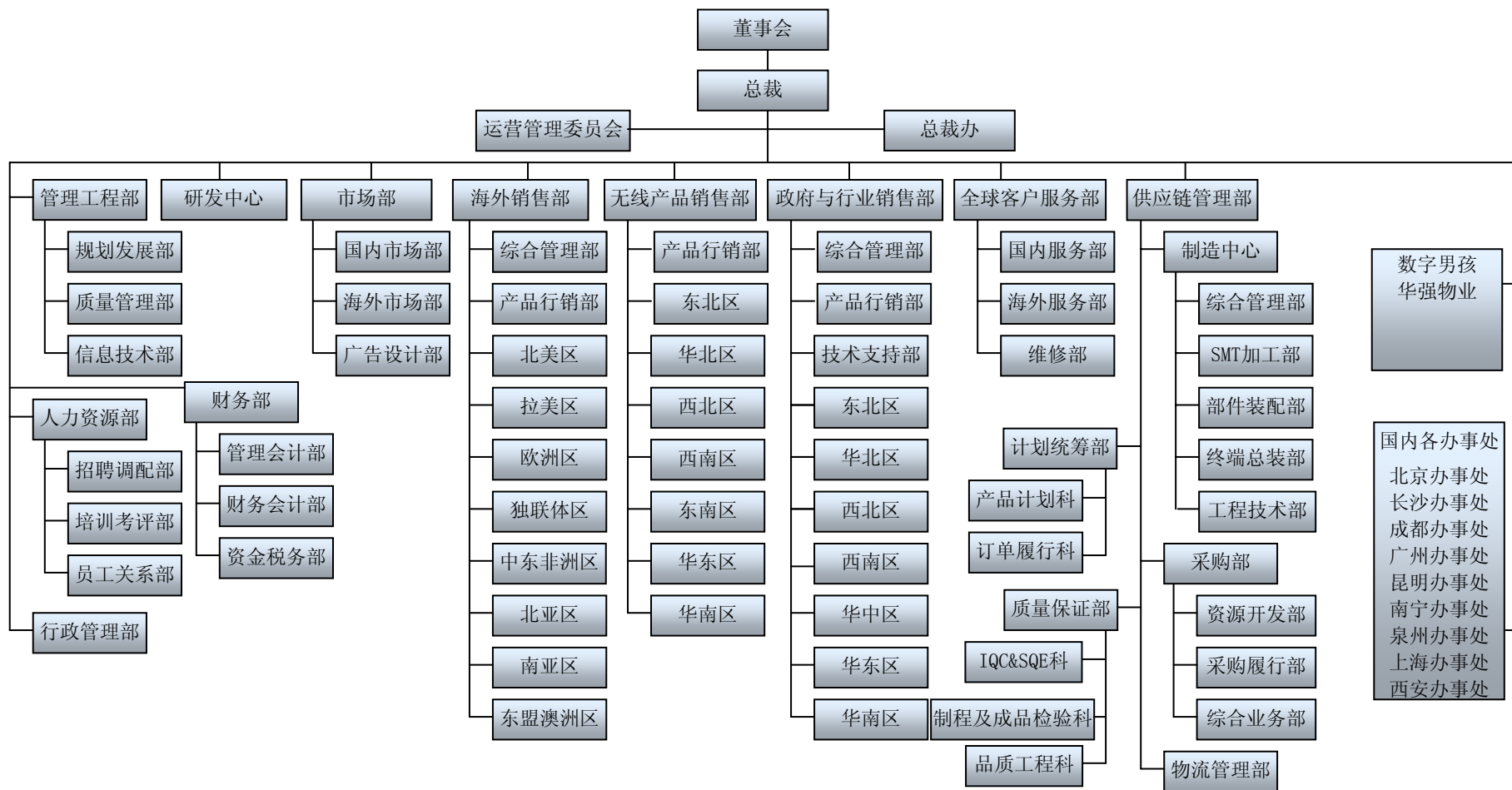
项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	158,186,433.61	289,899,866.35	377,872,321.91	54.56
收到的租金			21,940,512.38	
收到的税费返还		5,191,730.29	47,640,303.72	
收到的其他与经营活动有关的现金	23,706,983.63	3,186,040.65		
现金流入小计	181,893,417.24	298,277,637.29	447,453,138.01	56.84
购买商品、接受劳务支付的现金	101,522,528.18	192,651,079.71	333,215,122.86	81.17
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	19,094,879.76	37,297,428.28	73,685,491.22	96.44
支付的各项税费	2,734,660.62	2,348,469.41	23,031,675.38	190.21
支付的其他与经营活动有关的现金	13,721,734.84	61,658,055.56	10,511,914.75	-12.47
现金流出小计	137,073,803.40	293,955,032.96	440,444,204.21	79.25
经营活动产生的现金流量净额	44,819,613.84	4,322,604.33	7,008,933.80	-60.45
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金			248,170.00	
收到的其他与投资活动有关的现金			2,218,778.91	
现金流入小计			2,466,948.91	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	37,880,761.92	17,653,378.54	27,386,898.05	-14.97
投资所支付的现金	450,000.00		103,750.40	-51.98
支付的其他与投资活动有关的现金			1,655,699.50	
现金流出小计	38,330,761.92	17,653,378.54	29,146,347.95	-12.8
投资活动产生的现金流量净额	-38,330,761.92	-17,653,378.54	-26,679,399.04	-16.57
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金				
借款所收到的现金	40,000,000.00	30,000,000.00	133,785,322.76	82.88
收到的其他与筹资活动有关的现金		2,590,000.00		
现金流入小计	40,000,000.00	32,590,000.00	133,785,322.76	82.88
偿还债务所支付的现金	15,093,533.74	28,221,775.18	103,053,937.45	161.3
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利、利润或偿付利息所支付	418,264.92	3,629,770.22	8,279,754.14	344.92
支付的其他与筹资活动有关的现金	1,325,542.49	1,100,000.00	397,112.50	-45.27
现金流出小计	16,837,341.15	32,951,545.40	111,730,804.09	157.6
筹资活动产生的现金流量净额	23,162,658.85	-361,545.40	22,054,518.67	-2.42
四、汇率变动对现金的影响			-1,661,534.32	
五、现金及现金等价物净增加额	29,651,510.77	-13,692,319.61	722,519.11	-84.39

附件3-2 现金流量表

(单位: 元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	26,593,283.96	46,110,996.86	21,116,929.16	-10.89
加: 少数股东损益				
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的坏账准备或转销的坏账				
固定资产折旧	2,738,256.36	3,912,535.93	8,043,954.36	71.39
无形资产摊销		15,333.24	227,684.88	
长期待摊费用摊销	293,585.20	228,548.65	162,632.51	-25.57
待摊费用减少(减:增加)	-1,083,226.91	7,255,519.32	3,975,702.24	
预提费用增加(减:减少)	1,514,686.34	-1,774,771.84	3,395,350.21	49.72
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
固定资产报废损失				
财务费用	1,624,951.15	4,420,783.10	10,721,920.87	156.87
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-15,033,067.54	-2,382,970.01	-41,696,636.35	66.54
经营性应收项目的减少(减:增加)	-3,311,925.67	-130,470,668.65	-83,439,845.19	401.93
经营性应付项目的增加(减:减少)	31,483,070.95	77,007,297.73	84,501,241.11	63.83
其他				
经营活动产生的现金流量净额	44,819,613.84	4,322,604.33	7,008,933.80	-60.45
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	41,707,757.65	28,015,438.04	28,737,957.15	-16.99
减: 货币资金的期初余额	12,056,246.88	41,707,757.65	28,015,438.04	52.44
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	29,651,510.77	-13,692,319.61	722,519.11	-84.39

附件 4 公司的内部组织结构



附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1】×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
应收账款周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力	
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息保护倍数=EBITDA/支出利息
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) /全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) /期内应偿还的长期债务本金
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-存货) /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
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 539 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市邦凯电子有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市邦凯电子有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零零七年九月十二日

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市邦凯电子有限公司

主体长期信用评级分析报告

评级结果：A⁻

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	13916.81	19940.21	27086.23
所有者权益(万元)	5519.12	10076.37	16317.74
主营业务收入(万元)	15145.64	26367.55	32311.62
利润总额(万元)	2062.16	4926.76	6744.77
资产负债率(%)	60.34	49.47	39.76
全部债务资本化比率(%)	36.06	20.57	21.22
净资产收益率(%)	34.50	45.23	38.25
流动比率(%)	130.69	171.62	230.10
EBITDA 利息倍数(倍)	10.65	51.47	38.94
债务保护倍数(倍)	0.79	2.06	1.65

分析员

张志强 曾祥天

电话 010-85679696-8809

邮箱 mzhang@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲6号

中环世贸中心D座7层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

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

评估观点

锂电池是新一代环保、高能的二次电池，在国家产业政策的扶持和市场需求的不断增长拉动下，该行业近年来发展迅速，发展前景看好；但目前我国锂电池生产企业普遍生产规模小，技术较落后，行业竞争激烈。

深圳市邦凯电子有限公司（以下简称“公司”）是国内锂电池行业重要的制造商之一，具有较大的生产规模，产品结构逐步调整优化，市场竞争能力增强，自主研发能力突出，近年来业务快速发展，总体经营态势良好。

公司资产质量尚可，盈利能力较强；公司债务水平合理，经营性现金流状况受应收应付项目影响波动性较大。综合来看，公司的整体信用风险较低。

优势

1、锂电池行业属于国家产业政策优先鼓励发展的行业。

2、我国是全球最大的手机、笔记本电脑制造基地，作为配套的锂电池产品具有巨大的市场需求。

3、公司自主研发能力较强。

4、公司产品线丰富，产品结构不断优化升级，市场竞争能力不断增强。

关注

1、低端锂电池产品市场竞争激烈，价格不断下滑，钴酸锂等原材料价格持续高位。

2、公司生产规模与行业龙头企业相比有一定差距。

3、公司规划项目投资大，有较大筹资压力。

4、公司所有者权益中未分配利润比重较大。

一、主体概况

深圳市邦凯电子有限公司（以下简称“公司”）始建于1999年11月，由深圳市恒基达业投资有限公司（持股70%）和自然人王继生（持股30%）共同出资300万元设立而成。截至2006年底，经股权转让和增资后，公司注册资本增至1350万元，股东包括深圳市三蓝投资发展有限公司（37.04%）和付启元（21.48%）、高萍（21.48%）、王继生（20%）3位自然人。

公司经营范围：化工产品、电子系列产品购销、电子产品的生产、经营、进出口业务。主要产品是：锂离子方形、圆柱形、锂离子聚合物电池、组合动力电池等。

公司本部内设铝壳锂电事业部、聚合物锂电事业部、组装事业部、圆柱电池事业部和采购部、研发中心、计划部、服务中心、财务部、人事行政部、企划部、设备开发部、IT部共13个业务与职能部门（详见附件1）。

截至2006年底，公司资产总额27086.23万元，所有者权益16317.74万元；2006年实现主营业务收入32311.62万元，利润总额6744.77万元。

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、行业分析

1、行业发展与现状

锂离子电池（以下简称“锂电池”）作为新一代环保、高能的二次电池，被广泛应用于小型便携式电子通讯产品上，如笔记型计算机、个人数字助理、移动电话、摄录像机、数码相机、掌上型终端机及游戏机等，以及作为电动工具、电动自行车、电动机车及电动车之动力来源。二次电池包括镍镉电池、镍氢电池及锂电池。在防止镉污染的环保诉求下，镍镉电池逐渐被取代已成趋势；镍氢电池虽无环保问题，由于其能量密度低，高温特性差及少许记忆效

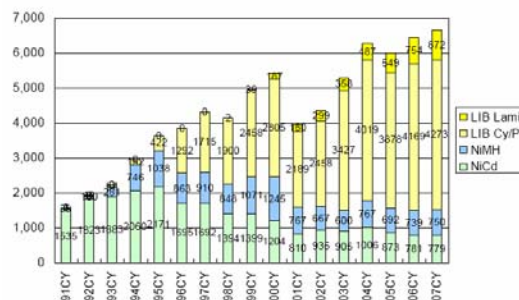
应等缺点，在电子通讯产品应用上，已逐渐被锂电池所取代。锂电池具有工作电压高、能量密度大、重量轻、寿命长及环保性佳等优点。

根据锂电池所用电解质材料不同，锂电池可以分为液态锂电池和聚合物锂电池两大类。聚合物锂电池具有可薄形化、任意面积化与任意形状化等优点，而且安全性能优于液态锂电池，但液态锂电池的工艺却相对成熟且生产成本低。

锂电池自1992年由日本索尼公司商业化开始便迅速发展，2000年以前世界锂电池产业基本由日本独霸。近年来，随着中国和韩国的崛起，锂电池产业集群集中在日本、中国和韩国，但日本仍然是锂电池市场重心，约占58%的市场份额。根据日本信息技术综合研究所（IIT）调查，目前锂电池行业市场价值为50亿美元，未来市值发展将达到300亿美元以上，并预测，锂电池市场今后将保持两位数以上的数量增长，2007年将达到26亿只。

图1 1991~2007年世界充电电池市场价值

单位：百万美元



资料来源：日本信息技术综合研究所（IIT）

我国的锂储量占世界二分之一以上，有发展锂电池的资源优势。经过多年的发展，我国锂电池在全球锂电池行业中已经占有举足轻重的地位，锂电企业数量占全球锂电企业总数的82%，锂电池产量占31%。2006年我国锂电产业持续高速增长，根据海关总署的统计，出口锂电池9.5亿只，比2005年的7.4亿只电池出口增长28%；出口金额为29亿美元，比2005年的23亿美元增长25%。同时2006年从日本、

韩国和台湾进口的锂电池金额高达 30 多亿美元，超过国产锂电池的出口金额。

目前，我国已经形成较为完整的锂电产业链。在锂电池材料市场，中信国安盟固利、余姚金和、杉杉科技、国泰华荣等厂商在正极材料、负极材料、电解液市场具备较强的竞争力，而在隔膜纸市场还处在发展阶段，依赖进口；在下游锂电池制造，比亚迪、比克、力神、邦凯科技、TCL 金能等厂商已在全球锂电池市场占据相当大的市场份额。国内锂电池产品主要是以传统的电池材料（钴酸锂为正极，石墨、日本产隔膜纸等为负极）或以低端的锂锰化合物（锰酸锂为正极，国产石墨和隔膜纸为负极）作为主要正极材料的液态锂电池，外观材料大多采用钢壳和铝壳，以占领低端市场为主，缺乏为国内生产或销售的各类高端电子和数码产品作配套的高端锂电池产品，这些产品仍然需要大量进口。因此，国内锂电池产品市场竞争力有待进一步提高。

2、市场需求与供给分析

锂电池主要应用于移动电话、笔记本电脑、数码相机、摄像机、电动汽车、其他电子产品等领域，其中最大的市场需求来自为 IT 产业提供配套。

（1）移动电话

移动电话市场为锂电池的第一大市场，占锂电池市场的 50% 以上，目前移动电话绝大部分采用液态锂电池和聚合物锂电池。移动电话市场的不断发展，为锂电池提供了广阔的市场发展空间。随着移动电话朝着小巧轻便、待机时间更长的方向发展，聚合物锂电池将会在这一市场中占有越来越多的份额。

我国是目前全球最大的手机移动市场，根据 DIGI TIMES 统计，2006 年我国的手机生产量达到 4.55 亿部，占全球总产量的 43.75%，其中出口量达到了 3.85 亿部，同比增长 69.1%，出口值增长 52.6% 至 312.14 亿美元。

巨大的手机市场必然会带动手机电池市场

的进一步成长，依据手机消费者平均 1.5 年更换手机、3G 时代来临及其它因素推测，手机电池市场 2006 年容量在 18 亿块，按价格计算为 720 亿元，至 2008 年将保持 16% 年增长率，此后 10 年内增长率保持大约 7%。

（2）笔记本电脑

近年来，市场对笔记本电脑需求呈现迅猛增长态势。据统计，2005 年，全球笔记本电脑的年销售量达 3600 万台，按照每台电脑配一块电池（10 个单体电池制备一块电脑电池）和锂电池的占有率为 75% 计算，2005 年笔记本电脑消耗 2.4 亿只锂电池。预计全球笔记本电脑销售量继续保持快速增长，中国是笔记本电脑市场增长最快的国家，根据赛迪顾问的调查显示，2006 年我国的笔记本电脑市场继续保持了高速的增长趋势，其销量和销售额同比增长 18% 和 28.8%，远超过台式电脑的增长速度。从笔记本电脑的发展趋势来看，未来几年内，笔记本电脑锂电池的市场将会持续增长。

（3）数码相机

随着数字技术的发展，产品性能的提高，数码相机等便携式电子产品的市场销售量正在快速增长。根据美国 IDC 公司统计，2006 年全球数码相机的销售量为 1.06 亿台，同比增长了 14.5%，按每台配 2 块可充电电池计算，2006 年数码相机配套了 2.12 亿只电池。数码相机市场的快速增长，将会大幅拉动锂电池的市场需求。

（4）电动汽车用电池

电动汽车是今后的发展方向，我国政府与其他发达国家一样，将电动汽车列入国家支持专项，电动汽车的高能动力电池是其中最关键的研究课题。电动汽车高能动力电池具有非常广阔的市场前景。根据日本富士经济大型充电电池及燃料电池（PEFC 和 SOFC）市场调查报告——“能源、大型充电电池和材料的未来展望”显示，到 2010 年大型电池市场中，油电混合动力（HEV）将达 1 万 8000 亿日元（约合人民币 1200 亿元），电动汽车为 7 亿 2000 亿日元

(约合人民币 4800 亿元), 电车为 1460 亿日元 (约合人民币 97 亿元), 这将有力带动电动汽车高能动力电池的发展。目前汽车用的锂动力电池仍处于研发阶段, 电池成本、寿命和安全性是影响其商业化的制约因素。

(5) 其他电子产品

在移动通信领域中, 除移动手机外, 手持对讲机仍在警察和铁路两大专业用户中广泛应用, 包括调频机、数字集群机也还有一些无绳电话用户。据统计, 这类市场在全球大约有 40~50 亿人民币元的容量。在美国, 无线电收发服务器的成功推出, 导致消费者对无线手提设备 (包括个人数据助理器) 的需求不断增长, 使用日趋普遍, 加上各类无线数据应用互相融洽和无线手提设备日渐成为商务专业人士的重要工具, 相信无线手提设备的市场潜力将会扩大。

近年来, 国内厂商受益于丰富的劳动力资源和低廉的劳动力成本, 可以使用劳动力密集型的半自动化生产线, 实现了低成本快速扩张, 使我国锂电池的供给能力迅速扩大, 成为继日本后世界上重要的锂电池生产国。日本锂电池企业除仍然凭借技术、品牌及质量一致性方面的优势占领着高端锂电池市场外, 锂电池整体生产规模逐渐缩小, 居行业第一的三洋公司锂电池业务大幅亏损, 东芝公司出售了锂电池事业部, 索尼公司将产品线压缩在聚合物锂电池这一单一领域, 这给我国锂电池企业创造了巨大的发展机遇。

我国锂电池的生产厂家主要集中在广东、山东、江苏、浙江、天津等地, 其中广东约占总生产量的三分之二以上, 深圳又占广东全省锂电池生产量的四分之三。国内厂商除了满足日益增长的国内市场外, 还积极拓展国际市场, 特别是通过跨国手机厂商的质量认证进入国际市场。

3、未来发展

根据国家《产业结构调整指导目录 (2005 年本)》鼓励类之轻工类十三项“高技术绿色电池产品制造 (无汞碱锰电池、氢镍电池、锂离子电池、高容量密封型免维护铅酸蓄电池、燃料电池、锌空气电池、太阳能电池)”中之锂离子电池的政策, 明确指出研发、生产、经营锂离子电池企业将受国家产业政策的重点支持和鼓励。

随着消费水平的整体上涨, 锂电池的市场需求不断增长, 给锂电池企业创造了广阔的发展空间; 但是国内锂电池企业普遍存在规模小、生产效率低、以占领低端市场为主、缺乏高端产品的情况, 并且在低端锂电池产品市场竞争日趋激烈, 价格不断下滑, 企业盈利空间逐渐被压缩。为此, 中国电池工业协会在《中国电池行业“十一五”发展规划》中指出, 中国电池工业的发展重点是调整产品结构, 向高技术、高附加值产品结构调整, 重点发展锂电池和动力氢镍电池, 要取得产业化突破。另外, 众多锂电池企业都认为, 需要采取以下进一步的具体措施增强企业的核心竞争力, 加快锂电池产业发展, 提高企业的经营效益: ①以市场为导向, 以技术创新为依托, 以转型升级和结构调整为重点, 总量适度发展, 全面提高产品质量和档次; ②积极开拓国内外市场; ③重点研究、开发、生产高技术高附加值的小型、轻量、高能、无污染的二次电池; ④加强政府部门的政策引导, 推动电池企业的多渠道投融资运作; ⑤鼓励企业进行纵、横向的合作、联合与兼并, 实现优势互补, 以提高质量、扩大规模, 降低生产成本。

综合上述, 消费水平的升级使我国锂电池市场需求不断增长, 同时我国已经形成较为完整的锂电池产业链, 并且受国家产业政策的重点支持和鼓励, 行业发展前景良好; 但目前我国锂电池生产企业普遍生产规模小, 技术较落后, 并以生产低端产品为主, 行业竞争激烈。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司是一家集锂电池研发、生产和销售于一体的高新技术企业，在高端锂电池技术和产品的自主研发方面有较强的竞争力，是国内锂电池行业重要的制造商之一。

公司从 1999 年底开始规模化生产，近三年，锂电池产量稳步增加，2004~2006 年分别为日产 7 万支、日产 20 万支和日产 30 万支，同时主营业务收入也稳步增长，2004~2006 年分别为 15145.64 万元、26367.55 万元、32311.62 万元。公司生产超过 100 个型号的钢壳、铝壳液态锂电池产品和 80 多个型号的聚合物锂电池产品，可适用于移动电话、移动 DVD、数码相机、MP3、蓝牙、笔记本电脑等便携式电子通讯产品和电动汽车、电动玩具、电动自行车、自动锄草机、电动收割机、电动私人汽船等动力设备和器材以及新型航天动力器件。按照产销量排名，公司位居国内第四，在国内市场占有率有 8% 左右的市场份额。另外，在拓展国际市场方面，公司三大系列（液态锂电池、聚合物锂电池、动力电池）产品出口到了欧美、中东及东南亚市场。作为国内锂电池行业的重点企业，公司先后获得国家科技部、深圳市人民政府和有关部门的政策与资金支持，2000 年被深圳市科技局列为深圳市科技计划项目并于该年度列入深圳市高新技术企业，2001 年被科技部列为国家中小企业技术创新基金扶持项目。公司先后被评为“广东省优秀民营企业”、“十佳小巨人”、深圳市“民营企业五十强”和“中国最具成长性企业 100 强”。

公司在深圳市宝安区的鸿富工业区建立了生产基地，具备液态锂电池日产 20 万支、聚合物锂电池日产 3 万支、动力电池日产 12 万支的生产能力。

总体看，公司产品种类较为丰富，具有较强的生产能力和较大的生产规模。

2、技术与产品

公司组成了一批在国内外锂电池技术领域有较高知名度，有多年锂电池生产工艺、应用研究经验的高级工程师与技术开发人员的研发队伍，共有技术人员 240 人，其中核心技术开发人员 90 人，包括博士 3 人，硕士以上核心技术开发人员 35 人，海外专家 6 人。公司拥有经深圳市政府认定的市级企业技术中心——邦凯电池技术中心，跟踪世界锂电池发展的趋势，开展前沿技术的研究，配备了 X 射线衍射仪、扫描电镜、差热分析仪、粒度分析仪、比表面积测试仪、湿度检测仪、高精度温控仪等多种高精度的现代化检测、试验设备。同时还注重与外部科研机构、国内外知名的高科技企业展开各种形式的联系和合作，如分别与清华大学、中南大学合作建立了博士后实习基地，与香港科技大学合作建立深港产学研基地，与杉杉科技集团、中南大学、清华大学、香港科技大学、美国 Valence Technology 协商成立锂电池及材料研究院。

公司自成立以来，一直注重各种锂电池技术的研究开发，在液态锂电池、聚合物锂电池以及正极材料等方面投入了大量的资金，掌握并拥有锂电池的研发、设计、生产核心技术，每年可研究开发 20 种以上的新产品，累计投入资金达到了 5000 万元，已申请专利 41 项。公司在高端锂电池领域有较强的研发能力，如拥有新型锂铁磷酸盐动力电池技术自主知识产权，其各项技术水平均超过了国际先进水平；将第二代聚合物电池技术应用在卷绕式 383450 电池上，使电池容量由 700mAh 提升到 780mAh，成为国产锂电池容量排名第一，应用在叠片式 383450 电池上，使电池容量提升到 850mAh，超过日本索尼同型号电池容量 800mAh，达到国际领先水平；研发和生产的 0.5mm 超薄聚合物锂电池和 20C 大容量高功率聚合物锂电池，填补了国内相关领域的空白。

公司先后通过了 ISO9001 等质量体系认证以及欧盟 CE 强制性认证、欧盟 ROHS 环保认

证（全国第一家通过该认证的锂电池企业），保证公司系列产品各项技术、性能、质量、环保指标符合国际标准。

总体看，公司掌握和拥有锂电池的研发、设计、生产核心技术，配备了现代化的检测、试验设备，有较强的自主研发、创新能力和将科研成果转化为产业的能力，并积极通过与各科研机构开展合作，有良好的后备技术支持。

3、人力资源

公司目前共有高层管理人员6人，其中总经理1人、副总经理4人、总经理助理1人，均具有大专及以上学历，大多已在公司工作多年，具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。公司董事长付启元先生，现年51岁，硕士学历，高级经济师职称，历任中国华大工程机械集团山东分公司总经理、深圳市恒基达业投资有限公司董事长、深圳市三蓝投资有限公司董事长兼总经理，现任公司董事长兼法人代表，具有多年的企业管理经验。公司总经理高萍女士，现年49岁，大学学历，历任深圳市恒基达业投资发展有限公司董事，现任公司总经理及英赛尔科技（深圳）有限公司的董事长兼总经理。

截至2006年底，公司拥有员工3500人。按年龄结构划分：30岁以下占71.43%，30~50岁占28.43%，50岁以上占0.14%；按教育程度划分：大专以上占20.60%，高中中专占63.51%，初中以下占15.89%。

综合来看，公司高级管理人员综合素质较高，具有丰富的企业管理经验和较高的管理水平，熟悉公司整体状况及发展方向，有利于公司的长远发展。公司员工队伍年轻化，整体文化素质一般，符合公司劳动密集型型企业特点。

四、经营管理

1、管理分析

法人治理结构

经股权转让和增资后，截至2006年底，公

司注册资本1350万元，由深圳市三蓝投资发展有限公司（37.04%）和付启元（21.48%）、高萍（21.48%）、王继生（20%）3位自然人持股，其中付启元和高萍还分别持有45%和38%的深圳市三蓝投资发展有限公司股权，因此付启元和高萍通过直接和间接合计分别持有公司38.15%和35.56%股权，股权较为集中。目前自然人股东王继生已与公司另两个自然人股东付启元、高萍达成股权转让协议，拟将其股权平均转让给两人，相关手续正在办理中。

股东大会是公司的最高权力机构，按照《公司法》、《公司章程》等规定运行。目前董事会成员5名，设董事长1人；监事会由3名监事组成。董事会在企业发展战略和中长期规划、重大组织结构调整和人事问题、经济改革和政策、重大投融资活动和建设项目等方面行使决策权；经理班子全面负责企业的生产经营管理活动；监事会履行监督职责。公司所有权与经营权重叠，法人治理结构处于不断建设和完善中。

内部管理体制

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设各事业部、经营管理部门，公司本部内设铝壳锂电事业部、聚合物锂电事业部、组装事业部、圆柱电池事业部和采购部、研发中心、计划部、服务中心、财务部、人事行政部、企划部、设备开发部、IT部共13个业务与职能部门；四大事业部门下面又细化为生产部、品质部、工程部、开发部等相应的二级业务部门。各部门分工明确，能较好满足业务运营的实际需要。

公司根据实际需要和行业有关要求，建立并不断完善包括质量管理、风险管理、人力资源管理等在内的内部控制制度，并创造了有利于制度运行的管理环境和组织环境。

（1）质量管理

公司先后通过了ISO9001国际质量认证、美国UL产品国际认证和ISO14001环境质量体系标准认证，2004年又导入QS9000国际质量体系认证，并严格按照质量管理体系文件规定

组织生产与经营，涵盖了锂电池产品的设计、开发、生产与服务的全过程。

（2）风险管理

公司建立了相关的管理程序和措施，对经营风险、财务风险、市场风险等进行持续监控，及时研究化解风险的具体方案，交有关责任部门落实。

在财务管理方面，公司制定了资产控制制度，费用开支标准，订货会、展销会费用报销标准，借款和原材料及设备的采购资金支出、行政费用支出、各类资金使用审批程序的制度，统一由相关部门、财务部、总工程师和副总经理负责审核，总会计师核准，最后经总经理审批。

在应收账款管理方面，公司依据财务管理制度、会计制度以及营销中心薪酬、激励、责任制度等规定，制定了应收账款管理制度，以强化公司应收账款的管理、明确业务员的收款责任，减少应收账款的逾期风险。

（3）人力资源管理

公司推行多元化激励机制，对技术骨干和研究人员推行期权激励制度；对高层管理人员推行岗位责任制，对普通员工推行工薪制，将研发成果与期权、岗位责任，绩效收益、合格品生产件与工薪所得结合起来，不但使劳动关系得到进一步的规范管理，而且强化了对人才的动态管理。同时公司还成立了培训中心加强对员工的培养，进一步提升企业竞争力。

总体看，公司内部管理机制逐步健全完善。

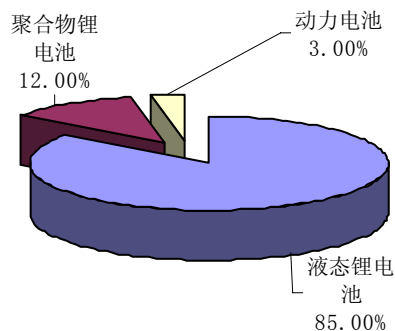
2、经营分析

自成立至今，公司一直专注于锂电池的研发、生产和销售，主营业务按照产品结构分为三大类：液态锂电池业务、聚合物锂电池业务、动力电池业务。丰富的产品线、较强的自主研发能力和半自动化的生产线，使公司快速响应市场变化，各项业务快速发展。

从 2006 年公司的主营业务收入结构来看（图 2），主导产品液态锂电池占总销售收入的

85%；聚合物锂电池产品占总销售收入的比率为 12%；动力电池产品占总销售收入的比率为 3%。液态锂电池是公司收入与利润的主要来源。

图 2 2006 年公司主营业务收入结构



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、铜箔、铝塑箔等。

2006 年，公司钴酸锂采购金额 17280 万元，占总采购成本的 64.94%；隔膜纸采购金额 4576 万元，占总采购成本的 17.20%；电解液采购金额 2352 万元，占总采购成本的 8.84%；铝塑箔采购金额 1248 万元，占总采购成本的 4.69%；铜箔采购金额 1152 万元，占总采购成本的 4.33%。目前，公司钴酸锂绝大部分从国内湖南、陕西、宁波、广州、大连等地采购，少量从日本进口，但由于钴酸锂市场价格保持上涨，公司采购成本不断增加，面临一定的成本压力。隔膜纸主要从日本、韩国、香港进口；电解液三分之二从国内天津、张家港等地采购，三分之一从日本、香港进口。公司原材料供应商均是国内外大型企业或者国内的上市公司，均具有较强实力，产品质量稳定，售后服务良好，合作关系紧密。总体看，国内外厂商现有原材料供给数量和质量能满足公司生产要求，每种原材料均有多个合作伙伴，对主要供应商的依赖性不强。

产品生产

公司具有产业化生产规模的锂电池半自动化生产线，配备了国内较先进的锂电池生产制造设备和品质检测设备，拥有各种设备 1500

台，包括国内先进的涂布生产线、双辊轧膜机十几套，从瑞典引进的干燥房系统，从美国引进的比表面积测定仪，从日本引进的粒度分析仪、Maccor 高精度多功能检测柜，从瑞士引进的水分测试仪，以及近 400 台的电池检测设备和检测柜。各类产品目前所形成的日产能分别为：液态锂电池 20 万支；聚合物锂电池 3 万支；动力电池 12 万支，但与居行业第一的深圳比克日产 150 万支各类锂电池的生产能力相比有一定差距。

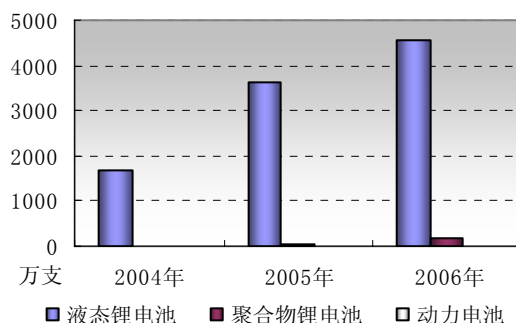
产品销售

公司奉行以客户为中心的营销理念，围绕用户需求，建立了以产品、行业和区域三维协同的营销体系，严格按照大区、区和分区划分的三级市场体系。另一方面，成立相应行业推进部门，并加强行业专家团队建设，以此形成以产品、行业和区域三维协同的体系架构。在各级区域市场与行业推进整合的同时，在各区域加强快速反应机制，同时加强各地平台的本地化建设，提高人才的本地化率。

公司在欧洲、韩国、台湾、香港等地区设立了分支机构，建立起了覆盖国内和国际的销售服务网络。公司的主要客户包括三星、王氏港建、TEXAS INSTRUMENTS、IPOD、INNOVI、ARCHOS（爱可视）、LG、伟创力、广州旭丽、天时达、福建飞毛腿、惠州德赛电池、海尔、爱国者、纽曼等众多国内外厂商。公司的客户认可度和市场影响力较高。

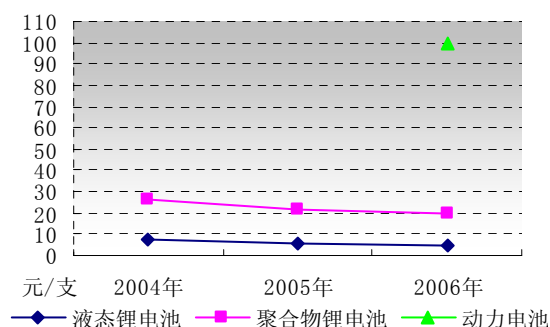
从近三年各类业务的产品销量来看(图3)，公司三大类产品中，主导产品液态锂电池随着产能的快速提高，其销量保持快速增长，年均增长率 64.93%；2005 年开始批量生产的聚合物锂电池产品销量，在 2006 年达到 194 万支，同比增长了 3.04 倍，使高端锂电池产品业务实现较大突破；同时，公司自主研发的新一代以锂铁磷酸盐为正极材料，大容量、高功率的动力电池实现小批量生产，2006 年销售了 8 万支，为今后的产业化生产奠定了良好基础。

图3 近三年公司产品销售量



价格方面，从图4可以看出，2004~2006年，公司液态锂电池、聚合物锂电池产品价格逐渐下降，新型高端锂电池产品动力电池的销售价格较高。2006年，液态锂电池、聚合物锂电池、动力电池平均销售价格分别为5元/支、20元/支和100元/支。

图4 公司主要产品平均销售价格



2004~2006年，公司主要产品销售毛利率基本保持稳定(表1)。公司产能的快速增长产生的规模经济效应弥补了其原材料及劳动力成本上涨的损失，产品毛利率保持在较高的水平。

表1 近三年各类产品毛利率变化情况(单位: %)

产品	2004年	2005年	2006年
液态锂电池	19.11%	25.53%	25.01%
聚合物锂电池	-	28.03%	27.91%
动力电池	-	-	49.33%

经营效率

2004~2006年，公司资产总额年均增长

39.51%，所有者权益年均增长71.95%，主营业务收入年均增长46.06%，利润总额年均增长80.85%。近三年公司增长质量较好。

2004~2006年，公司销售债权周转次数逐年下降，存货周转次数逐年提高，总资产周转次数呈波动态势，2006年分别为4.04次、3.99次和1.37次，与上年相比，应收账款管理水平有所下降，应收账款的回款速度较慢，存货管理水平不断提高，总资产利用效率有所下降，但处于正常水平。

表2 近三年经营效率

指 标 (次)	2004 年	2005 年	2006 年
销售债权周转次数	6.39	5.51	4.04
存货周转次数	2.30	3.91	3.99
总资产周转次数	1.13	1.56	1.37

总体看，公司产品结构逐步调整优化，并借助于所在地区优越的劳动力资源优势和较强的自主研发创新能力，近年来业务快速发展，总体经营态势良好。

3、未来发展

未来，公司将坚持走自主创新的发展道路，继续专注于锂电池的研发、生产与销售，在扩大锂电池生产规模的同时，加快发展初具规模的聚合物锂电池业务，并大力发展具有发展潜力的动力电池业务，形成公司新的利润增长点，使公司成为国内技术领先、国际一流的锂电池制造商。

公司计划发行企业债券4000万元，将用于锂离子动力电池技术改造及异地扩建工程项目，以提升公司锂电池产能。上述项目总投资25000万元，本期债券发行额占项目总投资额的16%。

该项目是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。项目已经深贸工技备

【2006】277号文备案，并已取得了工业用地及配套生活用地的土地使用权证，土地总面积约为12.47万平方米。项目建设内容包括7栋工业厂房、宿舍、职工活动中心、1栋办公楼、配套厂区道路辅助工程的厂区基建投资14000万元，按十二条生产线准备的机器设备采购及安装7500万元，厂房、技术中心大楼与实验室装修1000万元和流动资金2500万元。项目建设计划分两期，一期工程将于2007年9月开工，在2008年底完成，实现现有生产设备的搬迁和新购置设备的投入使用；二期工程将参照公司生产经营状况和中小板上市进程安排，整个工程将于2009年完成，达产后，锂电池产能提高到100万支/日，可实现年销售收入120000万元，利润总额16830万元。

该项目一期总投资25000万元，其中企业自筹8000万元，发行企业债券4000万元，其余资金由银行贷款解决。

公司未来三年经营预测见表3，预计随着公司锂离子动力电池技术改造及异地扩建工程项目的逐步建成投产，公司的生产规模快速扩大，锂电池日产量年均增长率为82.57%，同时工艺设备水平、产品性能、高端锂电池产品的研发生产能力也将有较大的提高，综合竞争实力增强，使公司未来三年的销售收入有望保持快速增长、盈利水平进一步提升，但是锂电池市场竞争激烈，公司收入和盈利预测偏乐观。

债务负担方面，公司预计在2007年完成企业改制，变更设立为股份有限公司，然后在2008年实现公司股票上市交易，届时所募资金将投入项目建设，值得关注的是，如果IPO不能成功，目前4000万元的债权融资额度不能完全满足项目投资需求，其余资金将要依靠银行贷款或自筹解决，该部分资金能否足额到位将对项目建设的进度带来影响。依据公司的投资规划和当前公司经营状况测算，公司债务预测与投资规划所需支出相比偏小，如果不能成功以股权形式募集资金，公司进行项目建设的实际债务负担将高于公司目前的债务预测。

表 3 未来三年经营预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年
锂电池日产量 (万支)	30	60	100
计划投资	11885	20008	200
主营业务收入	50000	80000	120000
利润总额	10083.5	16969.4	23984.4
净利润	9380	14756	20856
折旧	450	500	1000
摊销	-	-	-
利息支出	380	630	1714
短期债务	3000	2000	2000
长期债务	10000	17000	26000
所有者权益	25214	24815	30920
资产总额	46774	65300	98000
指标 (%)	2007 年	2008 年	2009 年
净资产收益率	37.20	59.46	67.45
全部债务资本化比率	34.02	43.36	47.52

数据来源：公司提供

五、财务分析

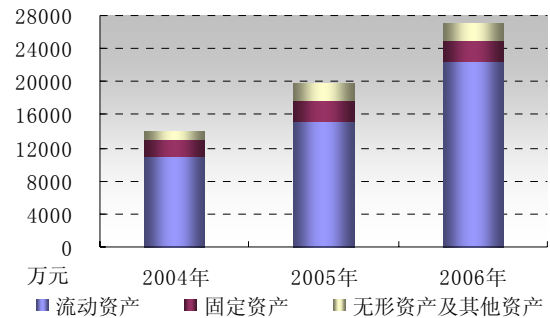
以下财务分析基于公司提供的分别经深圳财信会计师事务所、深圳文安会计师事务所和深圳市华图会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2004 年、2005 年和 2006 年度财务报表。

截至 2006 年底，公司资产总额为 27086.23 万元，负债总额 10768.49 万元，所有者权益 16317.74 万元；2006 年实现主营业务收入 32311.62 万元、利润总额 6744.77 万元；经营活动现金流量净额 2050.45 万元，现金及现金等价物净增加额 1265.68 万元。

1、资产构成

2004 年~2006 年，公司资产规模快速增长，三年复合增长率为 39.51%，主要来自流动资产的增长。截至 2006 年底，公司资产总额为 27086.23 万元，其中流动资产、固定资产、无形资产及其他资产分别占 82.98%、9.45%和 7.57%。公司资产构成以流动资产为主，固定资产比重较少，无长期投资。

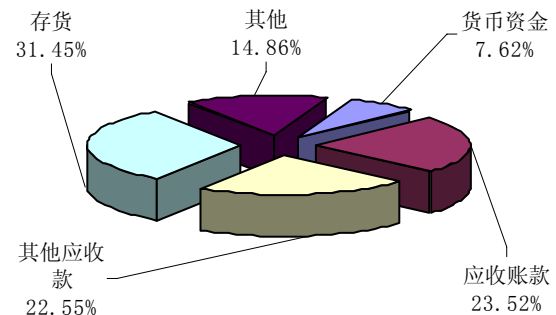
图 5 近三年总资产规模与结构



流动资产

近三年公司流动资产年均增长率为 43.11%。2006 年底，公司流动资产为 22477.29 万元，其结构如图 6 所示。其中，占比在 5% 以上的主要为存货，其次为其他应收款、应收账款和货币资金。

图 6 2006 年底流动资产结构



截至 2006 年底，公司货币资金余额 1712.59 万元，占流动资产的 7.62%，货币资金较少。

近三年公司存货增长速度远低于主营业务收入增长速度，年均增长 17.32%。2006 年底公司存货年末余额 7068.66 万元，同比增长 44.33%，主要来自原材料的增长，其中原材料、自制半成品和库存商品分别占 51%、8.43%和 40.57%，公司未计提存货跌价准备。

近三年公司应收账款增长速度基本和主营业务收入增长速度一致，截至 2006 年底公司应收账款余额为 5287.07 万元，91%的应收账款是账期以内的，其中 15%为现金结算，50%的结算期是 60 天，另 35%平均结算期为 90 天。从

债务人分布看，前五名单位均具有一定经营规模，累计欠款占应收账款的 59.69%，账款分布较为集中，主要客户的生产经营、财务状况波动将会对公司产生影响。公司已计提坏账准备 83.70 万元。

截至 2006 年底公司其他应收账款净额为 5067.91 万元，从账龄看，1 年以上的超过 50%，主要是往来款项，其中关联企业恒基达业占 27.28%、英赛尔国际占 28.35%，公司 1 年以上其他应收账款较多，存在一定风险。

非流动资产

公司近三年固定资产合计有所增长。2006 年底为 2558.57 万元，占资产总额的 9.45%，比重较少，但由于公司属于劳动密集型企业，能满足其生产经营需要，其中固定资产原值为 3442.24 万元，累计折旧 1736.12 万元，在建工程 852.45 万元，没有固定资产减值准备。固定资产原值主要是生产设备（占 61.42%），其余为办公设备、检测设备、研发设备和运输设备。

截至 2006 年底，公司无形资产余额 1915.62 万元，主要是土地使用权 1830.62 万元。

总体看，公司资产流动性强，固定资产所占比重偏少，整体资产质量一般。

2、负债及所有者权益

从表 4 看，近三年公司负债总额年均增长 13.24%。2006 年底，公司负债总额 10768.49 万元，其中流动负债占 90.71%，长期负债占 9.29%，负债结构不合理。

截至 2006 年底，公司流动负债 9768.49 万元，以应付账款（45.60%）、短期借款（27.85%）、其他应付款（16.92%）和应付票据（6.90%）为主，其中应付账款主要是公司暂未支付的采购原材料款，短期借款分别为深圳市商业银行 2500 万元抵押贷款和浦发银行 220.54 万元担保借款。

近三年公司所有者权益年均增长 71.95%，均来自于未分配利润的增加，2006 年底为 16317.74 万元，所有者权益构成中，实收资本、

资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 8.27%、0.39%、9.13%和 82.20%，未分配利润占比高，股东权益结构不稳定。

表 4 近三年资本结构

项 目（万元）	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额	13916.81	19940.21	27086.23
短期债务	3112.25	1609.32	3394.91
长期债务	0.00	1000.00	1000.00
负债总额	8397.69	9863.84	10768.49
所有者权益	5519.12	10076.37	16317.74
指 标（%）	2004 年	2005 年	2006 年
长期债务资本化比率	0.00	9.03	5.77
全部债务资本化比率	36.06	20.57	21.22
资产负债率	60.34	49.47	39.76

近三年公司净资产增长速度高于负债的增长速度，资产负债率呈逐年下降趋势，2006 年底为 39.76%，负债水平低。

从债务规模看，近三年公司长期债务保持稳定，公司净资产快速增长，但短期债务呈波动态势，导致全部债务资本化比率有所波动，三年平均值为 23.09%，2006 年底为 21.22%，债务负担轻，存在进一步融资的空间。

3、盈利能力

近年来，随着公司产能快速增长，销售规模不断扩大，近三年公司主营业务收入年均增长 46.06%；同期，由于公司注重技术研发投入，加快新产品的推出，产品结构调整升级，公司主营业务利润和利润总额快速增长，年均增长率分别为 54.73%和 80.85%（表 5），总体经营态势良好。

从盈利指标看，近三年公司主营业务利润率保持上升趋势，2006 年为 26.05%，主营业务盈利水平较高；净资产收益率有所波动，主要是公司所有者权益增速快于负债总额增速所影响，2006 年为 38.25%。公司整体盈利水平较高。

表 5 近三年盈利情况

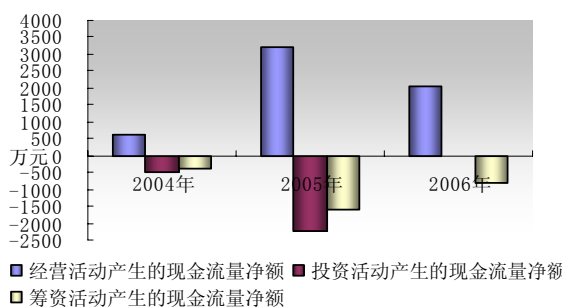
项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务收入	15145.64	26367.55	32311.62
主营业务利润	3516.33	6760.46	8418.54
利润总额	2062.16	4926.76	6744.77
净利润	1903.83	4557.25	6241.37
指 标 (%)	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务利润率	23.22	25.64	26.05
总资本收益率	25.01	36.76	31.06
净资产收益率	34.50	45.23	38.25

根据目前的市场状况和公司拥有较强的自主研发能力,预计随着锂离子动力电池技术改造及异地扩建工程项目的建设完成和产能的较大提高,规模经济效应会使公司盈利能力进一步提高。

4、现金流量

经营活动方面,近三年公司经营活动现金流入额、经营活动现金流出额和经营活动产生的现金流量净额分别年均增长 33.02%、31.01% 和 81.16%。公司经营活动现金流出额增幅较大主要是公司经营规模快速扩大和原材料采购成本上升,导致购买商品、接受劳务现金流出增大所致。公司经营活动产生的现金流量净额呈波动态势。2006 年公司现金收入比率较 2005 年有所上升,为 96.05%,收入实现质量一般。

图 7 近三年现金流情况



投资活动方面,近三年公司投资活动几乎无现金流入;2004 年、2005 年投资活动现金流出主要为购建固定资产的资本性支出,2006 年由于重大投资项目处于筹建期,没有现金流出。

筹资活动方面,近三年公司筹资活动现金流入逐年减少,主要是借款收到的现金,以银行短期借款为主;公司筹资活动现金流出主要是偿还债务所支出的现金。2006 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-784.77 万元。

总体看,近三年公司经营性现金流状况易受应收应付项目的影响,波动性较大;公司外部融资渠道较为单一,随着重大投资项目的启动,未来三年公司将加大外部融资的力度。

5、偿债能力

近三年,由于公司流动资产增长速度快于流动负债的增长速度,公司流动比率和速动比率逐年提高(表 6),2006 年两项指标分别为 230.10%和 157.74%,公司短期支付能力强。

表 6 近三年偿债能力

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
利润总额	2062.16	4926.76	6744.77
EBITDA	2712.70	5473.26	7443.04
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
流动比率 (%)	130.69	171.62	230.10
速动比率 (%)	69.53	116.36	157.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.65	51.47	38.94
债务保护倍数 (倍)	0.79	2.06	1.65

近三年公司利润总额的大幅增长导致 EBITDA 的大幅增长,同时利息支出逐年减少,EBITDA 利息倍数不断提高,2006 年为 38.94 倍,EBITDA 对利息的偿付能力很强;近三年由于公司短期债务呈波动态势,导致债务保护倍数有所波动,三年平均值为 1.60 倍,2006 年为 1.65 倍,对债务保护能力强。

截至 2006 年底,公司无重大担保、无未决诉讼事项。

6、本期债券偿还能力

公司拟于 2007 年发行 5 年期企业债券 4000 万元,占公司 2006 年底总债务的 91.01%,对公司债务影响较大。

本期企业债券的本金将在 2010 年偿付。根据公司提供的经营预测（表 4），2009 年的 EBITDA 值为 26698 万元，为本期拟发行额度的 6.67 倍，保障程度较好。

以 2006 年底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期企业债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 54.52% 和 40.53%，债务负担趋重。

综合上述以及公司近三年的盈利增长速度和获现能力，公司对本期债券的整体偿还能力较强。

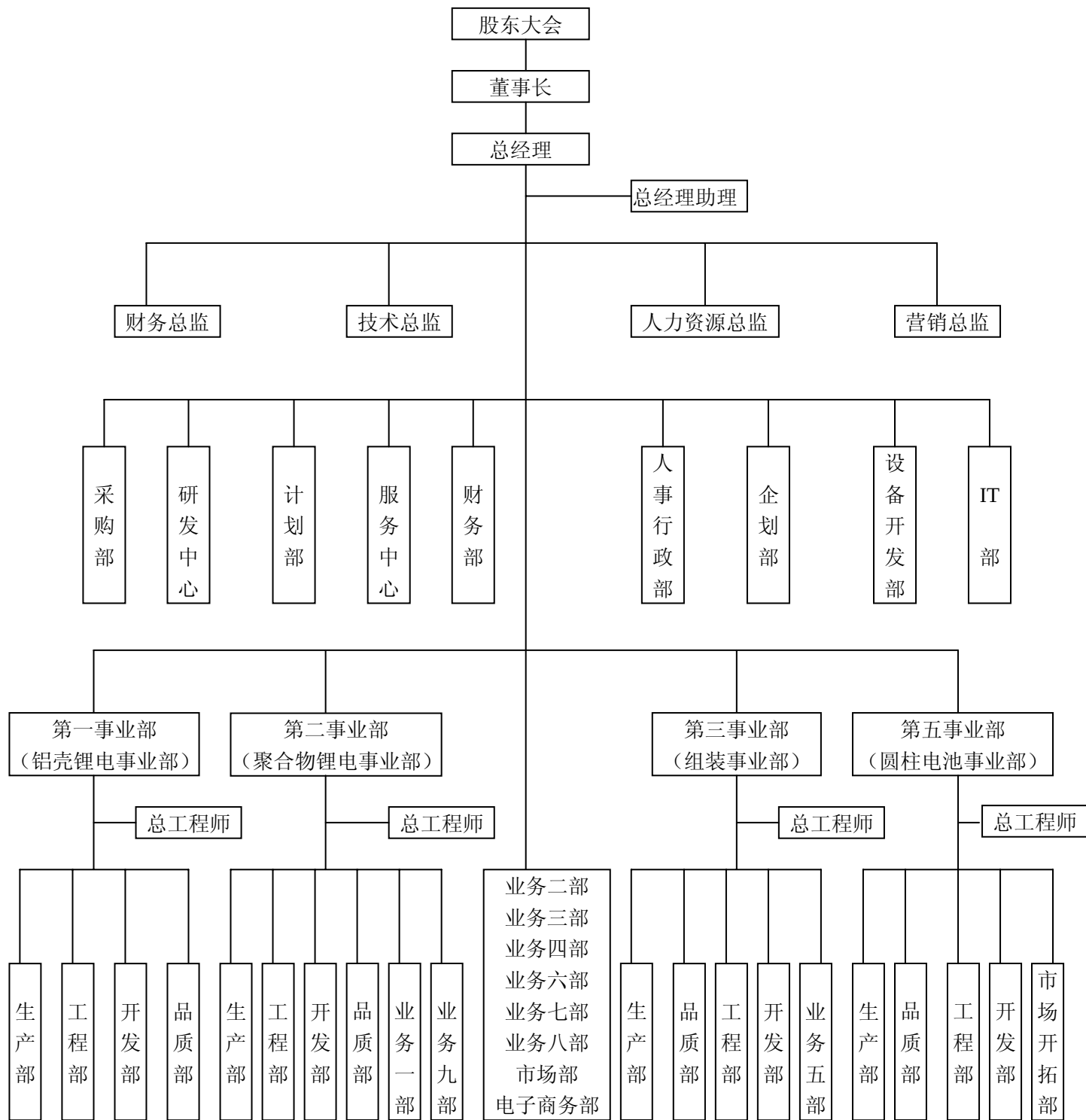
六、综合评价

锂电池是新一代环保、高能的二次电池，近年来该行业在我国发展迅速。在国家产业政策的扶持和市场需求的不断增长拉动下，该行业发展前景看好；但目前我国锂电池生产企业普遍生产规模小，技术较落后，并以生产低端产品为主，行业竞争激烈。

公司作为国内锂电池行业重要的制造商之一，具有较大的生产规模，产品结构逐步调整优化，市场竞争能力增强，自主研发能力突出，近年来业务快速发展，总体经营态势良好。

公司资产质量尚可，盈利能力较强；公司债务水平合理，经营性现金流状况受应收应付项目影响波动性较大。综合来看，公司的整体信用风险较低。

附件 1 公司组织结构



附件2-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	1,087.12	446.91	1,712.59	25.51
短期投资				
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额				
应收票据	104.96	2,464.37	3,332.38	463.48
应收股利				
应收利息				
应收账款	2,106.60	4,892.91	5,287.07	58.42
其他应收款	2,526.44	2,509.03	5,067.91	41.63
减：坏账准备				
应收账款净额	4,633.04	7,401.94	10,354.99	49.50
预付账款				
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	5,135.85	4,897.64	7,068.66	17.32
待摊费用	13.75	1.09	8.68	-20.54
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	10,974.71	15,211.94	22,477.29	43.11
长期投资				
长期股权投资				
长期债权投资				
长期投资合计				
减：长期投资减值准备				
加：合并价差				
长期投资净额				
固定资产				
固定资产原值	2,936.22	3,442.24	3,442.24	8.27
减：累计折旧	932.25	1,310.69	1,736.12	36.47
固定资产净值	2,003.97	2,131.55	1,706.12	-7.73
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	2,003.97	2,131.55	1,706.12	-7.73
在建工程	135.92	464.64	852.45	150.43
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	2,139.89	2,596.19	2,558.57	9.35
无形资产及其他资产				
无形资产	567.68	1,947.44	1,915.62	83.70
长期待摊费用	234.54	184.64	134.75	-24.20
无形资产及其他资产合计	802.21	2,132.08	2,050.37	59.87
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	13,916.81	19,940.21	27,086.23	39.51

附件2-2 资产负债表（负债与权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	2,974.00	500.00	2,720.54	-4.36
应付票据	138.25	1,109.32	674.37	120.86
应付账款	2,805.01	4,470.68	4,454.67	26.02
预收账款				
应付工资	210.67	96.84	195.00	-3.79
应付福利费	438.94	0.00	0.00	-100.00
应付利润（股利）				
应交税金	7.14	-20.67	5.50	-
其他未交款	0.00	-1.34	-1.36	-
其他应付款	1,823.69	2,709.62	1,652.36	-4.81
预提费用	0.00	-0.61	67.42	-
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	8,397.69	8,863.84	9,768.49	7.85
长期负债				
长期借款	0.00	1,000.00	1,000.00	-
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计	0.00	1,000.00	1,000.00	-
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	8,397.69	9,863.84	10,768.49	13.24
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	1,350.00	1,350.00	1,350.00	0.00
资本公积	63.40	63.40	63.40	0.00
盈余公积	410.57	866.30	1,490.43	90.53
未分配利润	3,695.15	7,796.68	13,413.91	90.53
未确认的投资损失（以“-”号填列）				
外币报表折算差额				
所有者权益合计	5,519.12	10,076.37	16,317.74	71.95
负债及所有者权益合计	13,916.81	19,940.21	27,086.23	39.51

附件3 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	15,145.64	26,367.55	32,311.62	46.06
减: 主营业务成本	11,625.69	19,606.67	23,881.24	43.32
主营业务税金及附加	3.62	0.43	11.83	80.82
加: 代购代销收入				
二、主营业务利润	3,516.33	6,760.46	8,418.54	54.73
加: 其他业务利润	84.43	60.09	148.87	32.78
减: 营业费用	621.65	856.25	824.67	15.18
管理费用	923.83	918.27	929.68	0.32
财务费用	291.63	128.13	248.47	-7.69
其他				
三、营业利润	1,763.67	4,917.90	6,564.59	92.93
加: 投资收益	14.98	0.00	0.00	-
补贴收入	265.23	14.79	51.13	-56.09
营业外收入	25.43	10.52	171.17	159.45
其他				
减: 营业外支出	7.15	16.45	42.12	142.77
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	2,062.16	4,926.76	6,744.77	80.85
减: 所得税	158.33	369.51	503.40	78.31
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	1,903.83	4,557.25	6,241.37	81.06
加: 年初未分配利润	1,981.70	3,695.15	7,796.68	98.35
盈余公积补亏				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	3,885.54	8,252.40	14,038.05	90.08
减: 提取法定盈余公积	190.38	455.72	624.14	81.06
提取法定公益金				
提取职工奖励及福利基				
补充流动资本				
其他				
七、可供投资者分配的利润	3,695.15	7,796.68	13,413.91	90.53
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	3,695.15	7,796.68	13,413.91	90.53

附件4-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	17,242.36	24,363.99	31,036.08	34.16
收到的税费返还	152.53	0.00	351.65	51.84
收到的其他与经营活动有关的现金	993.12	1,172.04	1,150.27	7.62
现金流入小计	18,388.01	25,536.03	32,538.01	33.02
购买商品、接受劳务支付的现金	13,180.93	16,747.24	25,501.48	39.09
支付给职工以及为职工支付的现金	3,136.49	3,174.13	3,283.31	2.31
支付的各项税费	230.86	486.41	478.47	43.96
支付的其他与经营活动有关的现金	1,214.93	1,939.82	1,224.30	0.38
现金流出小计	17,763.21	22,347.60	30,487.56	31.01
经营活动产生的现金流量净额	624.79	3,188.44	2,050.45	81.16
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	200.00	0.00	0.00	-
取得投资收益所收到的现金	14.98	0.00	0.00	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	214.98	0.00	0.00	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	707.95	2,226.51	0.00	-
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	707.95	2,226.51	0.00	-
投资活动产生的现金流量净额	-492.97	-2,226.51	0.00	-
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	6,564.00	2,700.00	2,220.54	-41.84
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	6,564.00	2,700.00	2,220.54	-41.84
偿还债务所支付的现金	6,690.00	4,302.13	0.00	-42.39
分配股利、利润或偿付利息所支付的	254.60	0.00	248.47	-1.21
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	2,756.84	-
现金流出小计	6,944.60	4,302.13	3,005.31	-34.22
筹资活动产生的现金流量净额	-380.60	-1,602.13	-784.77	43.59
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-248.78	-640.21	1,265.68	-

附件4-2 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动的现金流				
净利润	1,903.82	4,557.25	6,241.37	81.06
加: 未确认的投资损失 (以“+”号				
加: 少数股东损益				
计提的资产减值准备	96.85	0.00	0.00	-
固定资产折旧	361.26	378.43	425.43	8.52
无形资产摊销	11.85	11.85	31.82	63.89
长期待摊费用摊销	22.83	49.89	49.89	47.84
待摊费用减少(减:增加)	16.22	12.66	-7.59	-
预提费用增加(减:减少)	-34.51	-0.61	68.02	-
处置固定资产、无形资产和其他				
长期资产的损失(减:收益)	8.30	0.00	0.00	-
固定资产报废损失				
财务费用	291.63	128.13	248.47	-7.69
投资损失(减:收益)	-14.98	0.00	0.00	-
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-167.20	238.21	-2,171.02	260.34
经营性应收项目的减少(减:增	-1,040.96	-5,128.31	-1,452.03	18.11
经营性应付项目的增加(减:减	-860.50	2,940.75	-1,383.91	26.82
其他	30.18	0.18	0.00	-
经营活动产生的现金流量净额	624.79	3,188.44	2,050.45	81.16
现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	1,087.12	446.91	1,712.59	25.51
减: 现金的期初余额	1,335.90	1,087.12	446.91	-42.16
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
	-248.78	-640.21	1,265.68	-
现金及现金等价物净增加额	1,087.12	446.91	1,712.59	25.51

附表 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1】×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

附件6 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 540 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市一体医疗科技有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市一体医疗科技有限公司
企业主体长期信用等级为
BBB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十日



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

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市一体医疗科技有限公司 主体长期信用评级分析报告

评级结果: BBB⁺

评级展望: 稳定

评级时间:

2007 年 9 月 12 日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	24212.57	29949.39	27591.06
所有者权益(万元)	18168.88	16109.31	18369.53
主营业务收入(万元)	10211.45	13127.89	13060.73
利润总额(万元)	2645.39	2398.44	2610.75
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
资产负债率(%)	23.35	41.76	29.03
全部债务资本化比率(%)	18.74	25.40	16.87
净资产收益率(%)	13.56	10.99	11.79
流动比率(%)	218.7	238.92	268.15
EBITDA 利息倍数(倍)	16.52	12.43	11.13
债务保护倍数(倍)	0.62	0.37	0.59

分析员

孙 炜

电话 010-85679696-8870

邮箱 sunwei@lianheratings.com.cn

张志强

电话 010-85679696-8809

邮箱 mzhang @lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

随着我国经济的持续发展和老龄化增长趋势, 医疗器械和相应配套服务需求将保持快速增长, 特别是肿瘤等高科技尖端医疗设备和医疗服务需求迫切, 该行业在未来几年内的行业风险较小。

深圳市一体医疗科技有限公司(以下简称“公司”)是专业从事大型肿瘤治疗设备和其他医用设备的研制和生产的高新技术企业, 在国内肿瘤诊疗的放疗、热疗和亚健康康复等三大领域对肿瘤治疗提供综合解决方案的协同效应方面具有一定的技术优势和竞争力。

目前, 公司资产质量一般, 盈利能力较强, 债务水平低, 经营性现金流状况正常。综合来看, 公司的整体信用风险一般。

优势

1. 公司拥有核心技术的专利权, 主要产品技术国际领先;
2. 公司在肿瘤放疗、热疗和光疗设备方面市场占有率高, 竞争优势明显。

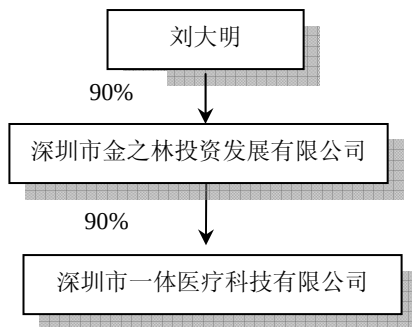
关注

1. 目前的伽玛刀和红光、全身热疗产品尚未形成产业规模, 市场处于起步阶段;
2. 公司的应收账款和存货在总资产中比例过大, 整体经营效率较低;
3. 公司未来几年投资规模加大, 债务负担加重。

一、主体概况

深圳市一体医疗科技有限公司（以下简称“公司”）前身为成立于 1999 年 7 月 21 日的深圳市一体智能技术有限公司，后经多次增资扩股及股权转让，截至 2006 年底，公司注册资本 7,000 万元人民币，其中深圳市金之林投资发展有限公司出资 6,300 万元占 90% 股份，刘艺青出资 560 万元占 8% 的股份，刘惠艳出资 140 万元占 2% 的股份，由于公司法人代表刘大明持有深圳市金之林投资发展有限公司 90% 股份（详见附表 5），且与公司第二大股东刘艺青为父女关系，因此公司实际控制人为刘大明先生（参见图 1）。

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司主要经营：大型肿瘤治疗设备和亚健康治疗设备的研发、生产及销售。

公司本部下设体系管理部、品检部、生产部、物流部、研发部、市场营销部、企划部、人力资源部、基础医学部等 14 个职能部门。截至 2006 年底，公司拥有西安一体医疗科技有限公司（简称“西安一体”）1 家控股子公司，持股比例 75%。

截至 2006 年底，公司合并资产总额 27,591.06 万元，所有者权益 18,369.53 万元；2006 年实现主营业务收入 13,060.73 万元，利润总额 2,610.75 万元。

公司的注册地址：深圳市科技园北区朗山二路洁净阳光园；公司法定代表人：刘大明。

二、行业分析

公司主营业务属于医疗器械行业。

1. 医疗器械行业市场广阔

由于我国具有庞大的消费群体，我国医疗器械市场发展空间广阔。经济发展加速医疗服务需求升级，导致健康服务需求的整体增加。医疗服务市场的逐步开放，使国内外资本投资中国医疗服务产业的速度加快，从而直接导致医疗器械市场需求的增加。

截至 2006 年末，国家统计局资料显示，全国医疗器械生产企业数量达到 12243 家，2006 年市场销售收入为 427 亿元，其中高技术医疗设备约 100 亿元，并且以每年 14%~15% 的速度增长，行业实现利润总额 41.68 亿元，较上年增长 45.93%，远快于医药行业的总体发展水平，我国医疗设备市场的总价值约为 12 亿美元，预计到 2007 年底将增加至 17 亿美元，未来 5~7 年内，中国将超过日本，成为全球第二大医疗设备市场。

2006 年是我国医疗器械行业发展最快的一年，2003 年和 2004 年，医疗器械制造业总销售收入仅占当年 GDP 总值的 0.14%，2005 年为 0.18%。在 2006 年，全行业销售收入增长迅速，占到了全部 GDP 的 0.22%（参见表 1）。

表 1 我国 GDP 和医疗器械行业销售收入对比情况

	GDP (亿元)	增速 (%)	销售收入 (亿元)	增速 (%)
2003 年	135823	10	189.12	18.04
2004 年	159878	10.1	228.92	18.04
2005 年	182321	10.4	325.03	23.09
2006 年	195083	10.7	427.71	22.85

资料来源：国家统计局

2. 产业政策更趋规范

2007 年 4 月，国家食品药品监督管理局发布了《关于印发医疗器械行业标准制修订工作规范（试行）的通知》，进一步明确了对医疗器械行业标准修订工作的管理，建立公开、透明、高效的行业标准修订运行机制，提高行业标准

质量的要求。

2007年5月，国务院颁布《国家食品药品安全“十一五”规划》，这是我国在食品药品安全领域编制发布的第一个国家专项规划，也是对食品药品安全领域五年发展的战略部署。规划提出医疗器械行业相关的具体指标是：国家级医疗器械检验机构对归口产品检验能力达到100%，省级医疗器械检验机构对市场常规产品检验能力达到95%以上；药品监督抽验覆盖面由现在的30%提高到80%。规划还部署了“十一五”期间食品药品安全工作的18项主要任务，其中和医疗器械相关的是：规范医疗器械安全监管；强化药品、医疗器械市场监管；加强药品、医疗器械突发性群体不良事件应急能力建设；推进药品、医疗器械监管信息化进程；改善药品、医疗器械监管基础设施。

国家加强对医疗器械产品的认证工作，将有助于规范产品的生产和市场流通。产业规划的实施将进一步明确我国医疗器械行业的发展方向，有利于培养自有产品品牌和具有较强竞争力的医疗器械生产企业。

3. 尖端医疗设备和服务需求迫切

从20世纪80年代开始，我国人口结构由成年型开始向老年型过渡。根据国家统计局的数据显示，2005年我国老龄人口的总数已经达到1.44亿，占总人口数的11.03%，老年医疗需求大增。同时受环境污染和不良生活习惯等诸多因素的影响，特别是现代化的生活节奏给人们造成的巨大压力，使近年来各种疾病的患病人群日趋年轻化，其中肿瘤患者和出现“亚健康”症状的患者数量增加的趋势极为明显。据世界卫生组织预计，全球每年新发肿瘤病人超过1000万，到2020年，全球新发肿瘤病人将超过1600万人；我国每年有220万新发肿瘤病人，每年死亡160万人，到2020年，我国新发肿瘤病人将超过300万人。

由于目前我国医疗服务市场的主流一非营利性医院存在主管部门多、决策环节多、支

付能力差、融资渠道狭窄等大型设备推广障碍，各类先进的肿瘤诊疗器械难以进入广大医院；同时，有限的肿瘤设备散落于各家医院，各种治疗手段各自适应不同病症和不同的早中晚期患者，许多肿瘤患者只有通过不断转换城市、转换医院的方式来寻求有效的治疗方法，而难以得到一站式的便捷、全面、高效的肿瘤预防、诊断、治疗、康复服务。

总的来看，随着我国经济的持续发展和老龄化增长趋势，医疗器械和相应配套服务需求将保持快速增长，特别是肿瘤等高科技尖端医疗设备和医疗服务需求迫切，该行业在未来几年内的行业风险较小。

三、企业基础素质

1. 企业规模

公司是经深圳市科学技术局认定的高新技术企业，属于国家三类医疗器械生产企业。公司作为医疗器械研发、生产销售企业，目前已与国家各级政府与主管部门、肿瘤协会、全国热疗协会、国际肿瘤热疗协会、权威肿瘤专家建立了紧密的合作关系，形成了覆盖热疗、光疗领域的产品线，与伽玛刀治疗相结合，能够为肿瘤患者提供集精确放疗、全身热疗、热化疗、热放疗、肿瘤转移防治、康复理疗等综合治疗方案，在行业内具有较高的知名度和影响力。

截至2006年底，公司主导产品包括全身热疗系统、全身红光系统、伽玛刀等。

公司现有生产能力及全国市场份额参见表2，预计在“一体产业园”项目建成后，将形成全身热疗系统300台/年，全身红光系统200台/年、伽玛刀20台/年的生产能力。公司生产配套引进的设备主要来自德国和日本。

表2 2006年主要产品生产能力及市场份额

产 品	生产能力（台/年）	全国市场份额（%）
全身热疗系统	80	80%
全身红光系统	50	--
伽玛刀	10	35.7%

注：全身红光系统目前国内具有垄断地位
资料来源：公司提供

2. 人员素质

目前公司高级管理人员 8 人，3 人具有 MBA 学历，1 人具有工学硕士学历，其他都具有大学本科学历。公司董事长刘大明先生，现年 61 岁，大学学历，拥有 30 年的企业管理经验和肿瘤治疗设备的研发、生产和市场运营管理经验。公司总经理刘丹宁女士，现年 36 岁，MBA 学历，深圳市总商会女企业家协会副会长，曾任深圳市华旭科技开发有限公司财务总监、深圳市画仓投资发展有限公司总经理等职务，现任公司总经理，兼任西安一体医疗科技有限公司董事长，具有十余年大型私营企业的管理经验。

截至2006年底，公司职工总数为187人。按学历构成划分，大专以下学历占10%，大专及大专以上学历以上占90%；按年龄构成划分，50岁及以上占8%，30~50岁占77%，30岁以下占15%。公司凝聚了生物医学工程、核物理、光电子、精密机械、软件开发等多个相关技术领域的海内外专业人才，其中国家级专家和顾问21人，并与华中科技大学联合在公司设立了机械工程博士后流动站。公司目前具有中高级职称人数占总人数的21%，技术研发人员占总人数的36%，其中主要业务骨干均在硕士学位以上，整体文化素质高。

总体看，公司高层管理人员具备很高的专业素养和丰富的中小型企业管理经验；公司目前的人员结构和人才储备能够适应公司的发展要求。

3. 研发技术

公司注重技术研发，拥有专业研发部门，与国外医疗机构和国内多所该领域一流科研院所均建有良好合作关系。2004~2006 年度，公司研发投入一直维持较高水平，研发投入总额占销售收入比例在 7%~8%左右（参见表 3）。截至 2006 年底，公司拥有 30 多项国家专利技术，其中 7 项填补国际或国内空白，出版学术专著 5 部，其中《全身热疗》是国内首本全身热疗专著。

表3 2004~2006年科研投入明细表

年份	项目	研发投入(元)	占销售收入比例
2004 年	深圳一体	8347930.15	8.18%
	西安一体	--	--
	合并	8347930.15	8.18%
2005 年	深圳一体	6931467.21	7.00%
	西安一体	1545892.46	4.78%
	合并	8477359.67	6.46%
2006 年	深圳一体	7797255.69	7.81%
	西安一体	1398310.77	4.54%
	合并	9195566.46	7.04%

数据来源：公司提供

公司推出了一系列具有自主知识产权的高端医疗设备：2001 年，推出全球首台无创全身热疗系统；2005 年，公司推出的最新一代伽玛刀——月亮神全身伽玛刀获得国家 SFDA 认证，2007 年 9 月获得欧盟 CE 认证；公司取得了德国 TUV 的 ISO9001:2000 和 ISO13485:2003 双重质量体系认证。同时，公司还有一系列自主研发的在研产品。

公司凭借自身研发优势获得：深圳市政府和总商会评定的“2006 年度深圳市民营企业创新奖”十强、深圳市经贸局等 9 家机构评定的“2006 年深圳市自主创新百强中小企业”称号、深圳中小企业发展促进会和深圳特区报社联合评定的“深圳市青年科技创新基地”等。

总体看，公司在医疗器械的研发上已具备一定的技术优势和行业地位。

4. 政策支持

深圳市政府对高新技术企业提供了一系列政策支持。公司目前享受的政府优惠政策包括：软件产业的增值税即征即退，工资及培训费用可按发生额在计算应纳税所得额时扣除等；近三年公司得到高新技术产业的科技三项经费拨款共 1293 万元、经费奖励 58.42 万元、贷款贴息 342 万元和无息借款 400 万元。

四、经营管理

1. 企业管理

公司由深圳市金之林投资发展有限公司和刘艺青、刘惠艳共同出资设立，股权结构清晰。公司按照现代企业制度和《公司法》成立了董

事会和监事会，不设股东会。目前董事会由三名成员组成，设董事长一人，董事会按照《公司章程》和《公司法》的规定形成各种决议，负责公司的经营、投资等事项的决策，对总经理实行目标考核并进行监督和管理。

公司监事会由一名监事组成，由董事会选举产生。公司监事会根据《公司法》和《公司章程》的授权，严格履行法律和章程赋予的监督和检查职能。

公司实行董事会授权下的总经理负责制，公司的管理执行机构是公司总经理班子，由公司总经理、副总经理等高级管理人员组成，总经理班子由公司董事会聘请并向董事会负责。公司总经理根据董事会的授权，负责日常经营管理工作，向董事会定期报告工作，对公司各项经营活动负责，产供销实行一体化管理，年度编制生产经营活动和工程项目的资金收支总预算。根据年度总预算，结算中心对母公司和子公司均实行按月按计划统一划拨款项。

截至 2006 年底，公司本部内设体系管理部、品检部、生产部、物流部、研发部等共 14 个业务与职能部门，各部门分工明确。

在管理体制上，公司按照业务框架的要求，调整职能，明确责任，首先在战略决策、财务控制和执行层面建立了完整的管理体制；其次针对职能部门的不同职责和经营特点，适时建立和完善各类管理办法及有关规章制度，从制度上保证管理的规范；最后根据公司战略目标的分解，确定和落实经营目标及考核标准，分别编制经营计划加以考核。

在生产质量管理方面，公司严格按照行业监管的规定，对产品进行分类、注册、新产品审批的申报，并按照行业质量体系考核的要求，与国际管理体系、标准相接轨。

在财务管理方面，公司本部作为财务控制中心，建立和完善了公司的财务管理制度和财务管理秩序，以及内部审计制度，制定了《一体集团内部审计条例》等规章制度，对公司所属单位的财务收支、财产物资、经营管理及经

济效益进行审计监督。

总体看，公司法人治理结构和内部管理制度正逐步健全完善中。

2. 经营分析

主营业务构成

公司主营业务突出，主要经营收入来自全身热疗系统、红光治疗系统和月亮神伽玛刀的销售。2006 年三种产品业务收入占主营业务收入的比重为 93.72%。全身热疗系统销售收入收入近两年较稳定，2006 年占主营业务收入的 52.98%；红光治疗系统销售收入稳定增长，占比从 2004 年的 14.06% 上升至 2006 年的 17.18%；伽玛刀 2005 年度投入生产，占比稳定在 23.5% 左右。（参见表 4）。

表4 2004~2006年主营业务收入构成 单位：万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	占比 (%)	变动率 (%)
全身热疗系统	8427.35	6820.51	6919.66	52.98	-9.39
全身红光系统	1435.90	1579.49	2243.59	17.18	25.00
伽玛刀	0.00	3418.80	3076.92	23.56	--
其他	348.20	1309.09	820.56	6.28	6.28
总计	10211.45	13127.89	13060.73	100	13.09

资料来源：公司提供

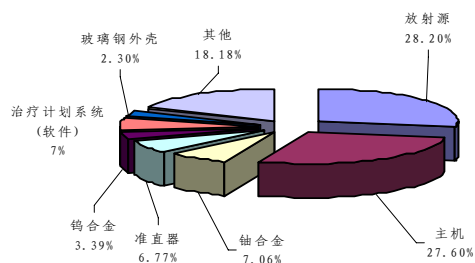
成本及原材料采购

截至 2006 年底，公司主导产品：全身热疗系统、红光治疗系统和月亮神伽玛刀成本的构成中，直接材料在产品成本中的比重较大。

公司生产所需的主要原材料主机、放射源、铀合金、准直器、钨合金等均从外部规模采购，主要是深圳、西安、成都和广州等地厂商，大部分集中在本地供货商，有利于降低成本、稳定货源。2006 年公司放射源采购金额为 95 万元，占总采购成本的 28.20%（参见图 2），比重较大，供应商单一但价格比较稳定，原材料主机、放射源、铀合金、准直器也采取单一供应商固定采购，依赖程度很强，近年价格波动一般控制在 5% 左右，具有一定的波动风险；其它原料则都是多个本地供应商竞价采购，价格较

为稳定。

图2 2006年原材料成本构成



数据来源：公司提供

产品生产及销售

2004年~2006年，公司依靠先进设备及大量的研发投入，2006年全身热疗系统、全身红光系统和伽玛刀生产能力分别达到80台、50台和10台；实际产量分别为51台、39台和3台；销量分别为22台、21台和5台，产销率保持在较高水平，但产能利用率还不够充分（参见表5）。

表5 2004~2006年主要产品产销量（单位：台）

产 品	2004 年		2005 年		2006 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
全身热疗系统	22	17	13	14	51	22
全身红光系统	10	10	16	11	39	21
伽玛刀	0	0	6	5	3	5

数据来源：公司提供

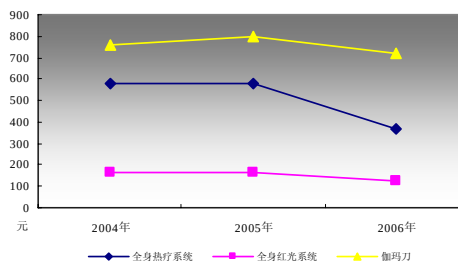
公司注重营销队伍和网络建设，通过对现有队伍调整，强化北京和深圳市场，将全国分为南北两大片区，对于市场获得的医院信息按区域跟踪；把发展销售网络与开拓高端医院纳入销售人员业务考核的主要项目，并提高奖励额度来调动业务经理销售的积极性。

在售后服务方面，公司通过为患者提供连锁式综合诊疗手段，规范服务流程，建立设备档案，对设备培训进行记录、考核和颁发证书，定期电话回访用户，每月统计客户投诉、设备状态和售后服务费用等措施，不断降低售后费用、提高工作效率。

公司主要产品销售价格见图3。可以看出，

全身热疗系统、全身红光系统和伽玛刀三年的销售价格都有一定程度的下降，主要是因为公司为扩大销量，渗透全国市场而压低价格，销售价格普遍低于同类产品市场价格所致。

图3 公司主要产品销售均价（单位：万元）



资料来源：公司提供，销售价格为含税价格

经营效率

近三年公司资产总额年均增长6.75%，所有者权益年均增长0.55%，主营业务收入年均增长13.09%，利润总额年均下降0.66%。总体看，公司增长质量一般。

近三年公司管理费用率分别为31.72%、13.63%和13.49%，呈现持续下降。近三年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数呈下降趋势，2006年分别为2.4次和0.45次。近三年公司的存货周转次数分别为2.02次、1.62次和1.07次，公司存货周转次数逐年下降。总体看，公司近年来经营效率较低。

3、未来发展

公司总体的战略目标是打造“国际化综合性健康产业集团”。今后三年的发展规划为：2007年打造“市场·资本年”；2008年打造“管理·品牌年”；2009年打造“整合·国际年”。

公司主要在建项目为“一体产业园”，已获得深圳市发展和改革委员会批准（批文号为深发改[2006]1099），项目计划建设一间热生物学实验室和一条生产线的基础上扩建引进两条新生产线，分两个阶段：第一阶段，新建全身热疗产业化生产环境，购置深圳市高新技术产业园区北区标准厂房三层，共计面积12000平米，为生产研发用房，建立年产200套全身热疗系统

生产线；第二阶段，全面完成项目用厂房及研发楼的二次装修，生产模具改型、新生产线组装，进行项目用生产设备的安装调试，实现规模化生产。

项目总投资额为32,000万元人民币，2006年已投入4,000万，2007年预计投入8,000万元，2008年预计投入20,000万元。项目建成后将形成年产300台热疗设备、20台伽玛刀设备和200台红光治疗设备的生产能力，该项目资金筹措将通过银行贷款、自筹和发行债券等方式取得，前期准备工作于2007年9月完成，目前已着手准备建设包括厂房租赁、厂房及生产线设计、厂房装修、设备订购和人员培训等工作，预计2008年12月可正式完成，2009年1月项目试运营。

总体来看，公司在建项目可以进一步提升公司的生产规模和竞争能力，但在建项目投资规模大，有较大的筹资压力。

公司未来5年盈利预测见表6。公司2006年实现主营业务收入13,060.73万元，主营业务利润4,746.74万元。公司目前设计产能还未完全释放，未来几年，公司产品国内市场竞争可能加剧，考虑到新产能的迅速释放，市场消化存在一定问题，预测显乐观。

债务负担方面，公司投入的高峰期主要在07~08年，公司经营现金流按净利润加非付现成本保守估计为每年3,000万元左右，到08年年底，预计公司能有6,000万元左右资金增量，结合公司目前货币资金的情况，资金缺口预计在20,000万元左右，要进行该项目的建设，公司外部融资压力较大，债务负担会显著增加。

总体来看，随着公司重点项目的建成完工，规模优势进一步体现，成本得到有效控制，公司整体盈利水平将保持稳定增长态势，发展前景看好。

表6 公司未来5年经营预测

项目(万元)	2006年(实际数)	2007年E	2008年E	2009年E	2010年E	2011年E
预计主营业务收入	13060.73	17341.88	30641.03	45384.62	76017.09	88376.07
预计主营业务利润	4746.74	2923.50	5974.24	8881.85	16763.66	20982.42
预计净利润	2165.20	2704.23	5526.18	8215.71	15506.39	19408.74
预计折旧	33.73	763.00	826.00	951.00	1254.00	1406.00
预计摊销	131.08	107.00	153.00	167.00	192.00	204.00
预计利息支出	274.09	425.00	705.00	795.00	820.00	895.00
预计资产总额	27591.06	36048.22	45860.41	51089.13	68062.51	90138.27

资料来源：公司提供

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2004年~2006年度财务报表经深圳市鹏城会计师事务所审计。2004年度出具保留意见是由于长期投资中，未对陕西海基泰医用机器有限公司投资进行权益法调整和无形资产按评估报告的评估价入账；2005年度出具无保留意见；2006年度出具保留意见是由于公司在2004年底收购西安一体70%股权，2006年度根据协议支付了相关债务1,789.7万元，计入了2006年度长期股权投资差额和西安一体2006年度处理的以前年度的潜在损失2771.45万元导致净资产下降，该公司根据持股比例也计入

了2006年度长期股权投资差额。

公司执行《企业会计准则》和《企业会计制度》及其补充规定，近三年报告期公司无发生重大会计政策、会计估计变更事项，公司合并范围的变化不大。近三年公司的财务报告可比性较强。

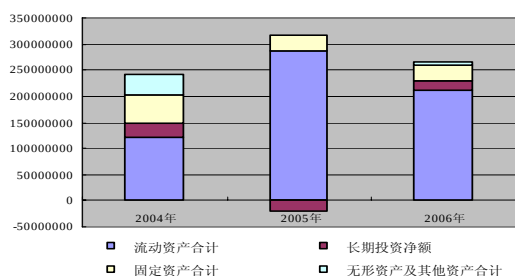
截至2006年底，公司合并资产总额27,591.06万元，所有者权益18,369.53万元；2006年实现主营业务收入13,060.73万元，利润总额2,610.75万元。

2. 资产质量

2004年~2006年，公司资产总额年平均增长

率为6.75%。截至2006年底，公司资产总额27,591.06万元，其中流动资产合计占76.45%，固定资产合计占10.44%，长期投资、无形资产及其他资产所占比重较小，分别为7.19%和2.17%（参见图4）。

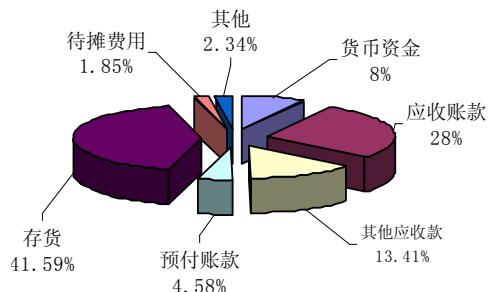
图4 资产构成情况



数据来源：2004、2005、2006年度公司财务年报

近三年公司流动资产年均增长22.50%，截至2006年底，公司流动资产为21,089.23万元。从流动资产构成来看（参见图5），占比在5%以上的为货币资金、应收账款、其他应收款和存货。

图5 2006年流动资产构成情况



数据来源：2006年度公司财务年报

近三年公司货币资金规模变动较大，年均增长率204.47%，主要因银行存款变化所致。截至2006年底，公司货币资金余额为1,703.41万元，占流动资产的8.08%，其中86.95%为银行存款。

近三年公司应收账款增长速度略低于收入增长幅度，年均增长9.2%，截至2006年底，公司应收账款余额为5,935.41万元，占流动资产总额的28.00%，从账龄分布看，一年以内的应收账款占91.04%，1-2年的占8.96%，账龄

结构合理。从债务人分布看，前五名单位累计欠款占应收账款的65.46%，集中度较高，但考虑到前五名单位全部为公司的稳定客户，且账龄基本为一年以内，回收风险较低，公司未计提坏账准备。

近三年公司其他应收款增长速度低于收入增长幅度，年均增长0.38%，截至2006年底，公司其他应收款为2828.84万元，其中账龄在1年以内的占88.90%，1~2年的占11.10%，公司计提坏账准备20.25万元。

近三年公司存货增长幅度远高于收入增长幅度，年均增长60.42%。截至2006年底，公司存货余额为8,771.70万元，占流动资产的41.59%，存货比例偏高，主要为产成品（71.61%）、原材料（17.49%）和在产品（10.68%），公司未计提存货跌价准备，其中产成品主要是投资中心的热疗设备34台、红光25台。

从流动资产的运营效率指标看，近三年公司销售债权周转次数呈小幅波动下降趋势，2006年为2.40次，应收账款的回款周期较短；近三年公司存货周转次数有所下降，2006年为1.07次，存货的变现速度较慢。

从非流动性资产来看，截至2006年底，公司长期股权投资净额为1,984.89万元，占资产总额7.19%，全部为公司合并西安一体财务报表而产生的合并价差。公司固定资产原值3,412.95万元，累计折旧533.73万元，成新率较高为84.4%，部分未使用新设备尚未折旧，同时，公司原有部分设备已经报废或停用，所以2006年公司折旧额比2005年下降较快。固定资产净额2,879.22万元，主要为生产研发专用设备、量测及监控设备、融资租入固定资产。截至2006年底，公司无在建工程和工程物资。

综上，公司流动资产所占比重较大，存货规模较大且周转速度较慢，公司资产整体流动性一般。

3. 负债与股东权益

2004 年~2006 年，公司股东权益年均增长率为 0.55%，主要来自于资本公积的增长和未分配利润的积累。少数股东权益年平均增长率为 76.44%，2006 年少数股东权益为 332.98 万元。

截至 2006 年底，公司股东权益为 18,369.53 万元，其中实收资本占 38.11%，未分配利润占 45.35%，比例偏高，资本公积和盈余公积分别占 7.74% 和 8.81%，股东权益稳定性一般。

近三年公司负债总额年均增长 19.01%。截至 2006 年底，公司负债总额 8,008.77 万元，其中流动负债占 98.20%，长期负债占 1.80%，负债结构不合理。

近三年公司流动负债年均增长 19.09%。截至 2006 年底，公司流动负债 7,864.77 万元，以短期借款（50.52%）、应付账款（13.62%）和其他应付款（11.96%）为主，流动负债总计比期初共减少了 4,141.97 万元，其中短期借款表现为担保借款，截至 2006 年底为 3,973.00 万元，比期初减少 34 万元；应付账款期末比期初减少 518.54 万元；其他应付款期末比期初减少 2,613.7 万元，主要是因为归还关联公司深圳市画仓投资发展有限公司的往来款。

近三年公司资产负债率较大波动是因 2005 年应付票据（上海浦东发展银行罗湖分行和西安信用合作社莲湖联社）总计 2000 万的增长，其他年份一直保持在低负债水平上，截至 2006 年底为 29.03%。

从债务规模看，近三年公司长期债务规模小，短期债务呈先升后降的态势，导致全部债务资本化比率也呈现相同的趋势，2004 年~2006 年全部债务资本化比率分别为 18.74%、25.40% 和 16.87%，债务负担轻，存在一定的融资空间。

4. 盈利能力

近三年公司主营业务收入年均增长 13.09%。但因公司为争夺市场份额主动降低销售价格，公司主营业务利润率在 2006 年度有所下降。

从盈利指标看，近三年公司主营业务利润率下降，但仍保持较理想水平之上，2006 年为 36.34%；公司总资产收益率保持增长态势，净资产收益率有所波动，2006 年这两项指标分别为 15.50% 和 11.79%，整体盈利水平较高。

总体来看，公司盈利能力强，但受三种主要产品价格波动的影响较大。

5. 现金流量

近三年公司经营活动产生的现金流入量年均增长幅度为 19.03%。2006 年度较 2005 年有所下降，主要是因为销售单价的降低。2006 年公司经营活动产生的现金流量净额为 4,627.68 万元，比 2005 年增长了 3,313.92 万元，经营性现金流状况逐步改善。从收入实现质量看，近三年公司现金收入比率较稳定，2006 年现金收入比率分别为 96.75%，现金回流质量一般。

2006 年，公司投资力度加大，投资活动产生的现金流量净额由正转负，公司投资活动产生的现金流量净额为 -3,258.52 万元，一方面是因为无形资产月亮神伽玛刀专利权的购买合计 597.52 万元，另一方面是研发经费用于从财政局基建处购置设备款项计 644 万元。

2004~2006 年公司筹资活动前现金流量净额分别为 -9,171.22 万元、3,052.02 万元和 1,369.16 万元。公司筹资活动现金流入主要为借款所收到的现金，现金流出主要为偿还债务和分配利润所支付的现金，三年平均年增长率 132.98%，是由于偿还债务所支付的现金增长较快所致。

综合来看，公司现金流增长较快，为投资活动的主要来源，但公司外部融资渠道比较单一化。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率持续上升，速动比率则有所波动。截至 2006 年底，流动比率和速动比率分别为 268.15% 和 156.62%，近三年平均值为 249.49 %

和 164.64%，公司短期支付能力强。

从长期偿债能力指标看，2004 年~2006 年，公司的 EBITDA 利息倍数受利息增长因素影响呈下降趋势。2006 年 EBITDA 利息倍数为 11.13 倍，EBITDA 对利息的偿付能力较强；近三年公司利润总额的先升后降，使债务保护倍数有所波动，2006 年底为 0.59 倍，公司对全部债务的保护能力强。

截至 2006 年底，公司对关联公司深圳市画仓投资发展有限公司在广发华强支行 2500 万元和兴业银行深南支行 1285 万元的借款进行了担保，担保额度占公司净资产的 20.60%，存在一定的或有负债风险。

7. 本期债券偿还能力分析

公司本次拟发行的 5 年期企业债额度为 4,000 万元。为公司 2006 年底总债务的 1.01 倍，对公司现有债务有一定影响。

以 2006 年底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期企业债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将有一定程度上升，债务负担有所加大。

公司 2006 年 EBITDA、经营活动产生的现金流量净额，分别是本期债券的 0.76 倍、1.16 倍，覆盖程度较低。但预计公司未来几年的经营业绩继续保持良好，因此公司对本期债券的偿还能力尚可。

公司已与多家商业银行建立有稳固的合作关系，截至 2006 年底，公司本部共获银行授信总额 4230 万元，已使用额度 3,939 万元。

六、综合评价

随着我国经济的持续发展和老龄化增长趋势，医疗器械和相应配套服务需求将保持快速增长，特别是肿瘤等高科技尖端医疗设备和服务需求迫切，该行业在未来几年内的行业风险较小。

公司是专业从事大型肿瘤治疗设备和其他

医用设备的研制和生产的高新技术企业，在国内肿瘤诊疗的放疗、热疗和亚健康康复等三大领域对肿瘤治疗提供综合解决方案的协同效应方面具有一定的技术优势和竞争力。

目前，公司资产质量一般，盈利能力较强，债务水平合理，经营性现金流状况正常。综合来看，公司的整体信用风险一般。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	183.75	2588.57	1703.41	204.47
短期投资	30.00	20.00	30.00	0.00
短期投资净额	30.00	20.00	30.00	0.00
应收账款	4977.05	4971.04	5935.41	9.20
其他应收款	2807.31	9305.32	2828.84	0.38
减：坏账准备				
应收账款净额	7784.36	14276.36	8764.25	6.11
预付账款	584.70	4793.58	965.04	28.47
应收补贴款				
存货	3408.50	6719.62	8771.70	60.42
减：存货跌价准备				
存货净额	3408.50	6719.62	8771.70	60.42
待摊费用	135.99	288.93	390.57	69.47
待处理流动资产净损失	--	--	464.25	--
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	12127.30	28687.06	21089.23	31.87
长期投资				
长期股权投资	2591.00	-1865.14	1984.89	-12.47
长期债权投资				
长期投资合计	2591.00	-1865.14	1984.89	-12.47
减：长期投资减值准备				
长期投资净额	2591.00	-1865.14	1984.89	-12.47
其中：合并价差	--	-1865.14	1984.89	--
固定资产				
固定资产原值	1311.95	2358.21	3412.95	61.29
减：累计折旧	252.00	807.71	533.73	45.53
固定资产净值	1059.95	1550.50	2879.22	64.81
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	1059.95	1550.50	2879.22	64.81
工程物资				
在建工程	4604.32	1440.71	--	--
固定资产合计	5664.27	2991.21	2879.22	-28.70
无形资产及其他资产				
无形资产	3830.00	--	597.52	-60.50
长期待摊费用	--	136.27	--	--
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	3830.00	136.27	597.52	-60.50
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	24212.57	29949.39	27591.06	6.75

附件 1-2 资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	4280.00	3939.00	3973.00	-3.65
应付票据	--	2000.00	--	--
应付帐款	298.61	1589.63	1071.09	89.39
预收帐款	48.20	299.67	736.84	290.98
代销商品款				
应付工资	33.13	64.12	30.24	-4.46
应付福利费	56.40	68.85	74.39	14.84
应付股利	--	198.70	675.65	--
应交税金	85.93	269.75	275.45	79.04
其他应交款	0.06	2.40	8.97	1116.93
其他应付款	710.19	3554.24	940.54	15.08
预提费用	32.55	20.40	78.61	55.41
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	5545.06	12006.74	7864.77	19.09
长期负债				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	109.06	500.00	144.00	14.91
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	109.06	500.00	144.00	14.91
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	5654.12	12506.74	8008.77	19.01
少数股东权益	389.57	1333.35	1212.75	76.44
所有者权益				
实收资本	7000.00	7000.00	7000.00	0.00
资本公积	4676.10	846.10	1616.76	-41.20
盈余公积	1028.84	1205.88	1422.40	17.58
减：未确认投资损失				
未分配利润	5463.93	7057.33	8330.37	23.48
外币报表折算差额				
所有者权益合计	18168.88	16109.31	18369.53	0.55
负债及所有者权益合计	24212.57	29949.39	27591.06	6.75

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	10211.45	13127.89	13060.73	13.09
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	10211.45	13127.89	13060.73	13.09
减: 主营业务成本	4484.27	8218.78	8276.83	35.86
主营业务税金及附加	11.48	14.48	37.16	79.88
二、主营业务利润	5715.69	4894.63	4746.74	-8.87
加: 其他业务利润	--	108.89	45.90	--
减: 存货跌价损失				
营业费用	439.39	577.54	690.62	25.37
管理费用	2397.41	1417.48	1436.61	-22.59
财务费用	224.95	283.39	252.44	5.93
三、营业利润	2653.94	2725.11	2412.97	-4.65
加: 投资收益	--	-324.54	--	--
补贴收入				
营业外收入	--	0.11	0.21	--
减: 营业外支出	8.54	2.24	22.43	62.03
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	2645.39	2398.44	2610.75	-0.66
减: 所得税	246.72	429.31	112.56	-32.46
减: 少数股东损益	-64.43	198.70	332.98	--
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	2463.09	1770.44	2165.20	-6.24
加: 年初未分配利润	3457.28	5463.93	7057.33	42.87
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	5920.37	7234.37	9222.53	24.81
减: 提取法定盈余公积	456.44	177.04	216.52	-31.13
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	5463.93	7057.33	9006.01	28.38
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利	--	--	675.65	--
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	5463.93	7057.33	8330.37	23.48

附件 3-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	8869.82	15226.72	12636.43	19.36
收到的税费返还	184.07	--	65.90	-40.16
收到的其他与经营活动有关的现金	89.37	1230.31	251.86	67.88
现金流入小计	9143.25	16457.03	12954.19	19.03
购买商品、接受劳务支付的现金	6898.31	11832.87	6934.21	0.26
支付给职工以及为职工支付的现金	637.23	361.89	412.73	-19.52
支付的各项税费	1712.87	571.88	475.08	-47.34
支付的其他与经营活动有关的现金	1242.04	2376.63	504.49	-36.27
现金流出小计	10490.46	15143.27	8326.51	-10.91
经营活动产生的现金流量净额	-1347.20	1313.76	4627.68	--
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	--	1690.00	--	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	--	--	12.65	--
收到的其他与投资活动有关的现金	--	383.26	--	--
现金流入小计	--	2073.26	12.65	--
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1363.01	--	1772.37	14.03
投资所支付的现金	6461.00	335.00	1498.80	-51.84
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	7824.01	335.00	3271.17	-35.34
投资活动产生的现金流量净额	-7824.01	1738.26	-3258.52	-35.47
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	5000.00	--	417.10	-71.12
借款所收到的现金	4280.00	3939.00	3838.00	-5.30
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	9280.00	3939.00	4255.10	-32.29
偿还债务所支付的现金	1000.00	4280.00	6224.98	149.50
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利或利润所支付的现金	198.01	306.20	284.44	19.85
偿付利息所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金	1.20	--	--	--
现金流出小计	1199.21	4586.20	6509.42	132.98
筹资活动产生的现金流量净额	8080.79	-647.20	-2254.32	--
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-1090.43	2404.82	-885.15	-9.90

附件 3-2 现金流量表（续）

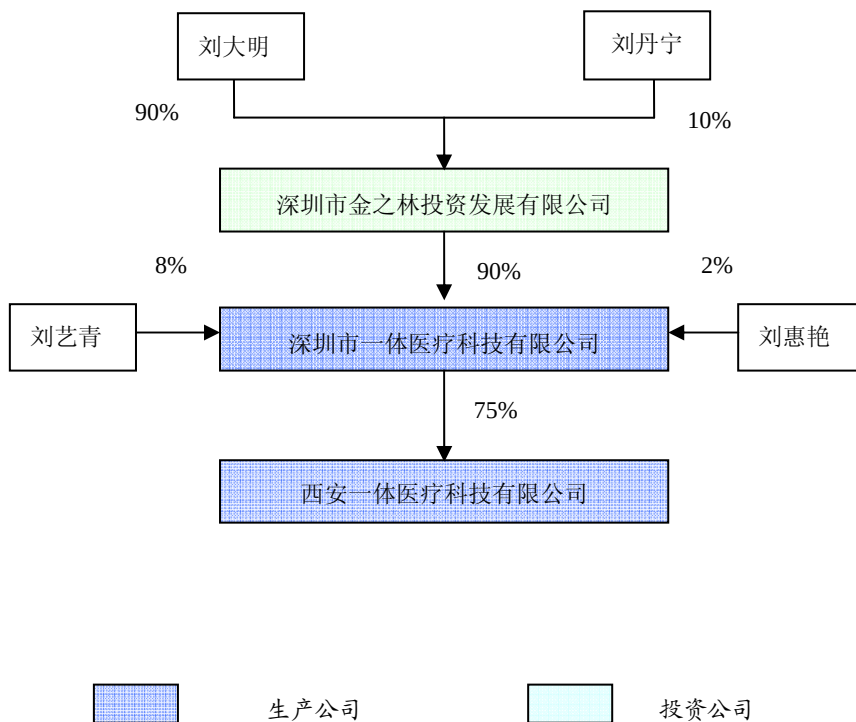
（单位：万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	2463.09	1770.44	2165.20	-6.24
加：少数股东损益	--	198.70	332.98	--
计提的资产减值准备	--	52.80	--	--
固定资产折旧	170.82	555.71	33.73	-55.56
无形资产摊销	--	--	5.00	--
长期待摊费用摊销	--	-136.27	126.08	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	0.35	--	5.80	306.37
待摊费用减少(减:增加)	110.76	-152.95	-101.64	--
预提费用增加(减:减少)	-9.86	-12.15	58.21	--
财务费用	224.95	283.39	252.44	5.93
存货的减少(减:增加)	-2399.84	-2612.51	-2052.08	-7.53
经营性应收项目的减少(减:增加)	-2220.37	-5269.29	6981.53	--
经营性应付项目的增加(减:减少)	-292.67	6676.31	-3179.57	229.61
其他	645.99	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额	-1306.78	1354.19	4627.68	--
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	183.75	2588.57	1703.41	204.47
减：货币资金的期初余额	1274.18	183.75	2588.57	42.53
现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-1090.43	2404.82	-885.15	-9.90

附表 4 主要财务指标

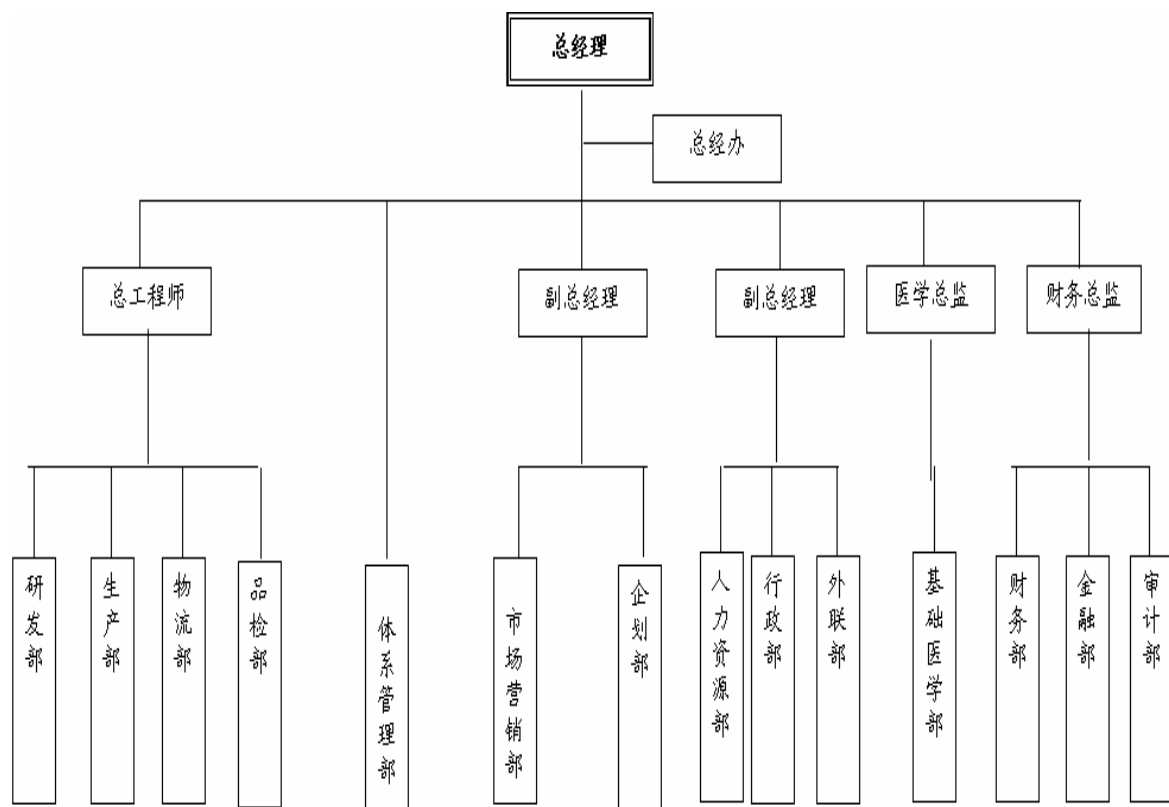
项 目	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	2.37	2.64	2.40	2.46
存货周转次数(次)	2.03	1.62	1.07	1.43
总资产周转次数(次)	0.54	0.48	0.45	0.48
盈利能力				
主营业务利润率(%)	55.97	37.28	36.34	40.55
总资本收益率(%)	13.29	14.33	15.50	14.71
净资产收益率(%)	13.56	10.99	11.79	11.90
现金收入比率(%)	86.86	115.99	96.75	100.54
现金利润比率(%)	-0.51	0.55	1.77	0.95
财务构成				
资产负债率(%)	23.35	41.76	29.03	31.71
全部债务资本化比率(%)	18.74	25.40	16.87	19.80
偿债能力				
流动比率(%)	218.70	238.92	268.15	249.49
速动比率(%)	157.24	182.96	156.62	164.64
经营现金流动负债比率(%)	-0.24	0.11	0.59	0.28
EBITDA 利息倍数(倍)	16.52	12.43	11.13	12.59
债务保护倍数(倍)	0.62	0.37	0.59	0.53
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-2.14	0.51	0.34	-0.10
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-50.53	12.38	5.00	-3.90
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力(倍)	-2.06	0.49	0.32	-0.10

附件 5 公司股东和控股子公司关系图



股东名称	出资额（万元）	股份比例	出资形式
深圳市金之林投资发展有限公司	6300	90%	现金
刘艺青	560	8%	现金
刘惠艳	140	2%	现金

附件 6 公司的内部组织结构



附表 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1】 ×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

附件8 主体长期信用等级的定义

主体长期信用等级划分成9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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 541 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市金立通信设备有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市金立通信设备有限公司
企业主体长期信用等级为
A

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市金立通信设备有限公司

主体长期信用评级分析报告

评级结果：A

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	50097.86	60926.99	100618.06
所有者权益(万元)	12157.24	31277.48	42814.21
主营业务收入(万元)	107090.46	109600.92	200680.99
利润总额(万元)	6239.10	5982.53	13463.30
资产负债率(%)	75.73	48.66	57.45
全部债务资本化比率(%)	35.13	25.26	30.81
净资产收益率(%)	42.79	16.37	26.99
流动比率(%)	124.48	205.23	167.86
EBITDA 利息倍数(倍)	67.07	19.77	41.04
债务保护倍数(倍)	1.00	0.61	0.73

分析员

罗 国 张志强

电话：0755-33982364

邮箱：luoguo@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲6号

中环世贸中心D座7层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

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

评估观点

移动通信及终端设备制造业是推动我国信息产业和国民经济发展的新增长点。手机制造业作为移动通信及终端设备制造业的重要组成部分，近年来依靠低廉的制造成本和日益成熟的技术研发，以及国内外旺盛的市场需求，实现了快速发展；由于国内从业企业众多，市场份额大部分为国外品牌所占领，市场竞争激烈。3G作为下一代移动通信产品，在政府的主导下，将逐步形成产业规模 and 市场需求。总体看，移动通信及终端设备制造业机遇与挑战并存。

深圳市金立通信设备有限公司（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，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。

目前，公司资产流动性强，盈利能力强；债务水平偏高，经营性现金流状况受应收应付项目影响波动性较大。综合来看，公司整体信用风险较低。

优势

1、国内外旺盛的市场需求和技术进步推动移动通信及终端设备制造行业快速增长。

2、3G移动通信技术和3G产业受到国家扶持力度大，未来发展空间巨大。

3、公司具有较强的自主研发能力，特别是在国内GSM手机产品的研发上具有一定的竞争优势。

关注

1、国内手机市场份额向外资品牌集中，国产品牌的市场份额存在下降趋势，市场竞争激烈。

2、公司手机项目投资大，而手机产品生命

周期普遍较短，更新换代快，市场变化迅速，存在一定的市场风险。

3、公司的法人治理结构有待完善。

一、主体概况

深圳市金立通信设备有限公司（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2006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。

公司经营范围：通信设备的生产、技术开发及销售；经营进出口业务（不含专营、专控、专卖商品及限制项目）。

公司下设销售、生产、财务、总经办、研究院等职能管理体系。公司共有控股、参股公司11家（表1）。

表1 公司下属控股、参股公司情况

公司名称	投资金额	持股比例
东莞市金铭电子有限公司	2000万元	100%
湖南金维康生物技术有限公司	544万元	68%
深圳市金维康生物技术有限公司	136万元	68%
上海鼎为通讯科技有限公司	120万元	60%
北京太力通信信息技术有限公司	300万元	10%
北京金立超越科技发展有限公司	21.3万元	42.6%
香港金立	90万元	100%
湖南分公司	80万元	100%
深圳隆宇世纪科技公司	264万元	100%
湖南省液晶电视科技公司	160万元	100%
海港大酒楼	20万元	5%

截至2006年底，公司合并资产总额100618.06万元，所有者权益42814.21万元；2006年实现主营业务收入200680.99万元，利润总额13463.30万元。

公司注册地址：深圳市深南大道6007号创展中心8楼；公司法定代表人：刘立荣。

二、行业分析

1、行业现状

移动通信及终端设备制造业是推动我国信息产业和国民经济发展的新增长点。依靠低廉的制造成本和日益成熟的技术研发，国产手机在国内和国际市场上均取得了较好的业绩。

截至2006年底，我国移动通信及终端设备制造业工业总产值累计4808.4亿元人民币，同比增长35.97%；资产总计1812.3亿元，同比增长9.79%，负债总计1141亿元，同比增长4.12%；实现产品销售收入4809.7亿元人民币，同比增长36.32%，利润总额217.7亿元；手机产量达到4.55亿部，占全球手机产量的43.75%，其中国内市场共销售手机1.2亿部，同比增长40%，手机出口3.85亿部，同比增长69.1%。

推动国内移动通信及终端设备制造业强劲增长的动力主要来自几个方面：一是国内用户的高速增长，2006年国内移动电话用户达到46108.2万户，其中新增用户6767.7万，移动电话普及率为35.3部/百人，比2005年每百人增加了5.0部。二是换机高峰来临，国内手机的平均换机时间已经从过去的24个月提高到12个月，移动通信的存量客户为移动通信及终端设备制造业提供了巨大的市场需求。三是出口需求的带动，2004~2006年国内手机出口总量分别为1.46亿、2.28亿、3.85亿部，同比分别增长了49%、56.2%、69.1%，高速增长出口需求刺激了手机投资规模扩大和产能释放。四是技术创新为移动通信及终端设备制造业注入活力，国内手机制造行业与其他电子行业一样，经过从引进产品技术到自行开发推出自有品牌产品的发展历程，并且在手机外观和功能上不断创新，引入蓝牙、大容量存储等技术，推出音乐手机、游戏手机、商务智能手机等新产品，形成了研发、生产、销售一体化的产业模式，以新产品、新功能增强了企业的市场竞争力。

2、行业关注

国内手机市场份额向外资品牌集中，国产品牌的市场份额存在下降趋势

目前，国内具有手机生产牌照的企业共70家，其中10多家为外资品牌。在2006年的国内手机市场份额中，国产品牌与外资品牌的市场份额呈现严重的不均衡状况。国产品牌手机的市场占有率为28%，外资品牌手机的市场占有

率为72%，其中诺基亚、摩托罗拉两家公司的市场占有率就达到52%。2007年第一季度，国产品牌手机的市场份额有所回升，至2007年4月国产手机占有率达到29.2%。总的来看，国内手机市场份额向外资品牌集中的趋势目前没有发生重大改变。大约50家的国内企业争夺不到30%的市场份额，导致市场竞争日趋激烈。加之手机牌照由审批制改为核准制后，国内新加入手机生产的企业增加，而国外品牌在低端手机领域也加大投入，导致国内手机生产商的平均市场份额存在下降趋势。

国产手机质量及其售后服务与一些国际性品牌相比依然存在较大差距。

手机质量及其售后服务是影响企业核心竞争力的关键因素，也是消费者做出消费选择首先考虑的问题。随着手机的普及，手机的质量问题和售后服务问题成为社会关注的焦点。根据中国消费者协会的资料，2006年我国手机产品的各类投诉约83996件，同比上升12%。其中投诉手机质量问题69645件，占投诉总量的82.91%，售后服务和三包问题位居投诉的第二位。诺基亚、摩托罗拉、三星等国际品牌的投诉要好于国内品牌。国外知名品牌手机在设计技术，尤其是手机软件设计技术上优于国内厂家；在生产质量控制上按照国际标准建立了严格的控制体系；在售后服务上，建立了完整的售后服务网络和售后服务队伍，提供热线服务和网上技术支持服务。从目前的情况看，国内消费者对国外知名品牌手机的质量和售后服务认同度较高，国产品牌与国外知名品牌相比仍有较大差距。

3、未来发展

3G是移动通信未来的发展方向，TD-SCDMA是我国自主开发的3G标准，也是唯一TDD模式下的3G国际标准。在国家产业政策扶持下，TD-SCDMA产业链已日趋成熟，2006年国内TD-SCDMA最后一轮大规模外场测试已完成，从2007年1月开始，TD-SCDMA/GSM

双模手机批量进入北京、保定、青岛、厦门等四个城市，参与友好用户测试。国内TD-SCDMA标准的产业化进程已经准备就绪，但3G牌照颁发时间尚未明确。预计2008年TD-SCDMA手机销量可达到5000万台，到2010年其市场规模达到8500万台。

2007年7月6日，国家发改委正式发布了我国《高技术产业发展“十一五”规划》，在“十一五”期间，国家将重点组织实施九大高技术产业专项工程，其中新一代移动通信专项工程为第二个专项工程，国家将“按照率先做强通信产业的需要，加强新一代移动通信系统及终端技术的开发，推进相关标准的制定；继续推动TD-SCDMA等第三代移动通信及其增强型技术产业化，构建系统设备、终端、核心芯片、关键元器件、软件、仪器仪表等产业配套体系；发展基于新一代移动通信网络的应用软件和服务内容产业；规划和适时建设新一代移动通信网络；到‘十一五’末，建成全球移动通信研发及生产基地。”，因此，3G移动通讯技术和3G产业在国家的扶持下，未来发展空间巨大。

综合上述，近年来我国移动通信及终端设备制造业快速发展，国内外强劲的市场需求和技术进步成为推动移动通信及终端设备制造业增长的两大主要动力。虽然目前国内市场份额在向外资手机品牌倾斜，国产手机生存空间较狭窄，但一些具备研发实力的厂家正通过技术创新和出口等途径，日益增强其品牌实力，消减国外品牌的影响。而3G作为未来潜力巨大的市场，包括移动通信传输设备制造商、移动通信交换设备制造商、移动通信终端设备制造商在内的厂家都在技术、产品、人员、资金、销售渠道等方面做最后准备，但面临3G牌照发放不确定性的政策风险。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司是一家专业从事手机研发、生产、销售的民营高科技企业。2005年5月获得GSM和CDMA手机生产双牌照，并核准许可年生产手机700万台。

公司分别在深圳和东莞建立了技术研发基地和生产基地，具备手机整机45万台/月的生产能力。

目前，根据易观国际《2007年第1季度中国移动终端市场季度监测》数据显示，公司手机销量名列国内手机总体销量第十名，占市场份额的1.3%，位居国产手机厂商市场份额第五位。2004年公司通过ISO9001-2000质量管理体系认证；2005年公司通过环通认证中心的环境管理体系和职业健康安全管理体系认证；2006年获得由信息产业部中国电信发展研究院与中国通信报社共同颁发的“中国通信产品自主创新企业”称号；2006年3月，获得由中国质量网、中国消费者用户满意企业信息网、中国质量检验协会共同颁发的“全国消费者用户满意”称号及“全国质量服务信誉双保障产品”称号。

总体看，公司作为民营高新技术企业，处于快速发展期；在国内从事手机生产的众多企业中，公司具有较强的生产能力和生产规模。

2、技术与产品

金立移动通信设计研究院是公司技术研发、中试及产品工程化的基地，集合了手机调试、测验与研发的完整功能，是公司的技术核心部门，也是公司下一代产品技术储备的基地。金立移动通信设计研究院包括三级研发梯队：深圳研发院、深圳隆宇世纪研发公司、上海鼎为研发公司。其中，深圳研发院主要负责公司产品的系统集成、软件层、应用系统、结构、造型等的设计和开发，将手机整机的设计方案转化为应用方案，并设立了相对独立的3G研发团队，专业从事TD-SCDMA和WCDMA产品的

开发；深圳隆宇世纪研发公司、上海鼎为研发公司主要负责公司2G、2.5G、2.75G产品的技术开发，提供整机设计方案，同时也为国内其他厂商提供整机设计方案和技术支持，目前可提供MTK、ADI、展讯等整机设计方案。公司年均投入的研发资金接近2亿。

公司重视产品的质量管理，建立了比较严格的质量控制体系，手机的返修率在国内同行中处于较低的水平。

截至2006年底，公司已获得国家专利二项，分别是“移动电话(303)”外观设计专利和“具声控拨号功能的手机”的实用新型专利；并有6项手机技术正在申请专利。公司基于MTK、ADI、展讯等设计平台，能够独立完成手机产品的电路设计、PCB设计、走线设计等工作，将手机芯片设计成适合国内消费需要的手机专用主板PCB，实现从核心技术设计到最终产品的最后转换。在手机应用软件方面，公司已掌握了手机协议的底层协议栈，实现了在底层协议栈的基础上进行应用层开发。2004年4月，公司自主研发的手机N3000，通过欧洲电信运营商TIM公司认证，成为第一家国产手机通过欧洲电信运营商认证的厂家。公司目前已形成手机产品系列化的生产和销售能力，推出了MPEG4系列、WAP系列、MP3系列、电脑摄像头系列、彩屏系列、IP系列、声控系列、薄韵系列、语音王系列等数十种产品系列，同时注重技术创新及新材料、新工艺在产品开发中的应用。

总体看，公司有较强的自主研发、创新能力，特别是在国内GSM手机产品的研发上具有一定的优势。

3、人力资源

公司目前共有高级管理人员8人，均具有本科以上学历，有多年的行业从业经历。公司管理人员素质高，管理团队稳定。公司董事长刘立荣，现年36岁，工学学士，历任天津市有色金属研究所工程师，中山小霸王电子有限公司

计调部经理，广东金正电子有限公司常务副总经理，现任公司董事长、法人代表兼总经理。

截至2006年底，公司现有员工362人。从教育程度看，大专及以上学历占97.24%；从年龄结构看，30岁以下占95.03%，30-50岁占4.97%；拥有初级职称占53.31%，中高级职称占8.01%。

总体看，公司高层管理人员具备丰富的手机企业管理经验；公司员工队伍年轻化，整体文化素质较高。

四、经营管理

1、管理分析

法人治理结构

2006年6月，公司重新审议和通过了新的《公司章程》。公司股东大会是最高权力机构，董事会对股东大会负责，按照《公司章程》的规定行使其权利。目前董事会成员8名，设董事长1人，董事会是公司最重要的决策和执行机构。公司目前未制订明确的《股东大会议事规则》和《董事会议事规则》，亦不设监事会。总体看，公司的现代企业决策监督制约机制较弱，所有权与经营权重叠，法人治理结构处于不断建设和完善中。

内部管理体制

公司总部内设置销售体系、研发院、生产体系、总经办、财务体系、香港金立等职能部门，并下设二级业务部门。各部门分工明确，能较好满足业务运营的实际需要。

公司根据实际需要和行业有关要求，建立并不断完善包括品质管理体系、财务管理体系、生产管理体系、销售管理体系、人力资源管理等在内的内部控制制度，并创造了有利于制度运行的管理环境和组织环境。

公司在财务管理上建立了较严格的《财务管理制度》，就公司的财务机构的职能、财务工作规则、资金管理、会计事项处理准则、费用开支标准、财务报告、财务预算等方面作了详尽的规定。公司为保证财务人员忠于职守，减

少道德风险，又制订了更细致的《财务人员岗位责任制》，并以此作为考核财务人员绩效的基本依据。这些制度通过几年的实施和调整，已成为一套比较完善的，保证公司日常顺畅运转，有效控制成本费用支出的核心制度。

总体看，公司的内部管理机制适应手机行业及公司新业务拓展的需要，运作机制比较灵活。

2、经营分析

自成立至今，公司一直专注于手机的生产 and 开发，主营业务是手机产品的开发与销售。

从公司近三年的主营业务收入增长上看，公司的销售收入2005年仅比上年略增2.34%，但到2006年，公司销售收入大幅增长了83.1%，呈现跳跃式的增长。公司的主营业务收入全部来自手机销售。

表2 近三年公司主营业务收入情况

项目	2004年	2005年	2006年
主营业务收入(万元)	107090.50	109600.90	200680.99
主营业务利润率(%)	16.60	18.00	13.83
主营业务增长率(%)	138.94	2.34	83.10

原材料采购

公司的原材料采购基本实现本地化，由于深圳手机产业链齐备，手机通讯芯片、显示屏及其他电子元器件大部分可在深圳完成采购或委托加工，部分手机短缺的原材料或应用软件可利用公司在上海的子公司或香港金立公司进行采购，有效降低了采购成本。由于手机原材料行业竞争程度比较高，预计公司受上游行业制约的可能性较小。

生产及销售

公司下属两家手机生产工厂——东莞市金众电子和东莞市金铭电子。金众电子以生产手机主板为主，拥有8条全自动SMT贴片生产线、7条DIP线和4条组装线，配备15台高速贴片机、9台自动印刷机、8台全热风回流炉和7台全自动波峰炉等先进设备，形成SMT日均产能450万点和装配插装日均产能400万点的生产能力；东莞

金铭电子厂主要是手机整机组装厂，拥有六条流水线和两条包装流水线，每条生产线月产量为7.5万台，总计生产能力为45万台/月。

从近几年公司手机销售情况来看，2003年，公司手机月销量首次突破12万台；2004年4月公司为开拓海外市场成立了香港金立通信设备有限公司，当年向欧洲电信运营商TIM公司和WIND公司销售N3010、N3020、N3030等型号手机30万台，出口创汇4100万美元；2005年5月公司在获得GSM和CDMA牌照后，国内手机月销量迅速突破25万台；2006年公司手机销量增长加快，全年销量接近300万台。公司手机产品国内销售业务主要采取代理销售模式，在全国31个省市设立总代理商，下辖20000多家二级分销商。与其他国内手机生产商不同的是，公司的产品供应大部分是以总代理商买断的形成供货，产品跌价补差的数额较小。公司手机产品的出口业务则主要依托下属子公司——香港金立电子有限公司开展。目前，公司手机在国内手机中，市场占有率居第五位，在国内市场上出货量保持在30万台/月的水平，居国内手机总体销量第十位。

经营效率

从公司的经营效率上看，近三年公司资产运营效率指标逐年改善（表3），2006年销售债权周转次数和存货周转次数分别为5.39次和10.75次，存货的变现周期缩短，资产周转速度加快；2006年公司总资产周转次数为2.48次，比上年提高了0.51次，运营效率明显提高。

表3 近三年经营效率

指 标	2004年	2005年	2006年
销售债权周转次数(次)	0.24	5.12	5.39
存货周转次数（次）	0.14	4.78	10.75
总资产周转次数（次）	0.02	1.97	2.48

总体看，公司是国内较具规模，专业从事手机研发、生产和销售的企业。近年来，公司手机销售量增长迅速，运营效率逐年改善，处于扩张阶段，总体经营态势良好。

3、未来发展

根据公司制订的未来几年的发展规划：公司近期目标是，2008年进入全国国产手机前三名，建立广泛的品牌知名度和良好的美誉度；中期目标是，2010年具备2G、2.5G、2.75G、3G整机集成能力和自主知识产权，进入全国手机行业前三名，成为全球有影响力的3G终端主设备供应商。为此，公司从2007年起加大生产投入，计划将产能从现有的300万台增加到800万台左右；并在后续产品规划方面，加快开发GPS定位和语音导航、双模手机、双卡双待手机、双卡单待手机、指纹识别与拨号手机、数字电视手机、超长待机等多种功能创新的手机产品；同时将3G手机作为未来的利润增长点，加强与华为等公司开展3G项目合作，形成良好的技术储备。

公司计划发行企业债券10000万元，将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%。

（1）移动通信终端生产项目

该项目的建设期为1年，拟利用公司已有的厂房和研发生产条件，新增必要的生产、测试设备仪器及软件，完善GSM、CDMA手机开发和测试环境。项目建成后，可形成年产700万台手机的生产能力，内部收益率为63.03%，投资利润率47.53%。

该项目已由国家发展和改革委员会以发改高技[2005]851号文批准。项目总投资18505万元，其中固定资产投资6508万元，流动资金11997万元，资金来源为公司自筹和银行贷款，以及本次债券发行募集资金中的5000万元。

（2）第三代移动通信终端设备的技术改造项目

该项目基于公司在第二代移动通信的基础上进行技术改造，进行第三代移动通信终端的开发。据公司预计，3G运营牌照发放后，公司大约占据100万部3G手机的市场份额。以3G手机均价2000元人民币计算，年销售将达20亿元，

年利润大约为2亿元。该项目内部收益率为49.2%，投资利润率29.56%，项目建设期为1.5年，投资回收期为3.74年。

该项目已由深圳市贸易工业局以深贸工技备[2006]268号文备案，项目总投资19000万元，项目资金主要来源于发行人自有资金11000万元，银行贷款3000万元，发行企业债券5000万元。

表4列示了公司提供的未来五年经营预测，未来公司的手机销售仍将保持较高的增长速度，预计销售收入将延续近三年快速增长的态势。考虑到公司所投资的项目将从2008年起陆续进入投资回报期，公司收入和利润应该都有较大幅度的提升，但是，值得关注的是手机产品的生命周期短，手机更新换代迅速，且未来3G手机前期投入巨大，只有形成销售规模后才能有效摊低成本，实现盈利。尽管3G手机前景看好，但3G手机推出后会在相当长的时间内与目前的2G、2.5G的手机在市场上并存，需求释放有一个过程。因此，短期内公司开发的3G手机产品将以供应海外市场为主，国内市场的开拓依赖于3G牌照的发放和各电信运营商对3G市场的培育，公司3G项目的投资收益受政策的影响大，对公司未来收入和利润实现造成一定的不确定性。

表4 未来五年经营预测

项 目 (万元)	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
计划投资	48,839.02	11,436.50	690.74	10,081.53	559.05
主营业务收入	432,000.00	567,625.00	688,607.50	796,072.69	891,069.84
利润总额	20,077.85	21,502.82	26,176.06	29,841.43	33,783.69
净利润	17,066.17	18,277.40	22,249.65	25,365.21	28,716.14
折旧	543.34	3,500.22	3,500.22	3,500.22	3,500.22
摊销	-	1,247.60	1,247.60	1,247.60	1,247.60
短期债务	1,334.02	11,436.50	690.74	10,081.53	559.05
长期债务	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00

数据来源：公司提供

债务负担方面，以公司目前的经营性现金净流量和现金类资产为基础分析，建设期内公司预测的新增债务额基本能满足建设资金需求，公司的负债水平预测基本合理。

五、财务分析

以下财务分析基于公司提供的经深圳中勤万信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2004年、2005年和2006年度财务报表。

截至2006年底，公司合并资产总额为100618.06万元，负债总额57803.84万元，所有者权益42814.21万元；2006年实现主营业务收入200680.99万元、利润总额13463.30万元；经营活动现金流量净额14966.90万元，现金及现金等价物净增加额11941.36万元。

1、资产质量

2004~2006年公司资产总额年均增长率为41.72%，资产规模呈持续快速增长态势，主要来自流动资产的增长。

近三年公司总资产构成主要是以流动资产为主（表5），流动资产在全部资产中所占的比重有逐年小幅上升趋势，固定资产所占的比重则呈下降趋势，预计未来随着公司生产线投入的增加，固定资产占比将会有所上升。公司的长期投资和无形资产占比均较低。

表5 近三年总资产规模与结构

项目	2004	2005	2006
资产总计（万元）	50097.86	60926.99	100618.06
流动资产占比（%）	94.27	94.82	96.43
长期投资占比（%）	2.59	2.93	1.97
固定资产占比（%）	3.13	2.23	1.54
无形资产占比（%）	0.00	0.02	0.06

截至2006年底，公司流动资产为97029.90万元，其中货币资金账面余额18413.61万元，占流动资产的18.98%。

近三年，公司应收账款增长幅度远高于收入增长幅度，年均增长幅度为84.18%。截至2006年底，公司应收账款净额44347.63万元，占流动资产的45.70%。从账龄分布看，一年以内的应收账款占99.67%，主要为公司各省级代理的货款，如广东中域电讯连锁有限公司、长沙市金康电子通讯器材有限公司、石家庄金诺电器

有限公司等代理商的手机货款，前五名客户的应收款占全部应收款的33.73%，其中广东中域电讯连锁有限公司手机销量较大，占款最多，占全部应收款的7.96%。由于公司对省级总代理资格审查严格，且与公司有多年的合作关系，公司在每年12月的销售旺季会向代理商大量铺货，5月份前后基本把货款收回，因而货款回收较有保证。

截至2006年底，公司其他应收款净额10455.02万元，主要是与香港金立公司的往来款，账龄在1年以内的占82.72%。

公司近三年存货增长幅度低于收入增长幅度，年均增长幅度为-12.23%。截至2006年底，公司存货净额18147.70万元，占流动资产的18.7%，主要为原材料、产成品、半成品和委托加工材料等，分别占存货的21.13%、30.37%、6.70%和41.78%，已提取跌价准备2857.46万元。

近三年，公司预付账款增长幅度远高于收入增长幅度，年均增长幅度为89.08%。截至2006年底，公司预付账款5194.71万元，占流动资产的5.35%，主要是采购原材料和手机应用程序的预付款项，账龄在一年以内的占93.78%；由于供货商均为公司长期合作伙伴，预付账款风险不大。

截至2006年底，公司长期投资1985.23万元，占总资产的1.97%，全部是长期股权投资，主要是对北京太力通信信息技术有限公司、湖南金维康生物技术有限公司、深圳隆宇世纪科技有限公司等多个公司的股权投资，期末未计提坏账准备，但公司控股的湖南金维康生物技术有限公司、深圳金维康生物技术有限公司目前正在清理中，已出现投资损失，故该部分资产质量较差。

近三年公司固定资产平均增长率为-0.71%。2006年底固定资产1546.02万元，占总资产的1.54%，主要为房屋及建筑物、生产线设备等。

总体看，公司资产流动性强，固定资产所占比重偏少。

2、负债及所有者权益

近三年公司负债总额年均复合增长23.43%。2006年底，公司负债总额57803.84万元，全部为流动负债，负债结构不够合理。

截至2006年底，公司流动负债57803.84万元，以应付账款、应付票据、应交税金、预收账款和短期借款为主。其中，短期借款2050万元，主要是深圳发展银行福景支行、国家开发银行等金融机构的借款；应付票据15514.05万元，主要为深圳发展银行和国家开发银行的承兑汇票；应付账款27637.49万元，主要是比亚迪股份有限公司、誉铭精密工业（深圳）有限公司、惠州德赛电池有限公司等供应商的原材料采购款；预收账款3355.15万元，主要是代理商的售后服务押金和预订货款。

截至2006年底，公司所有者权益合计42,814.21万元，同比增长了36.89%，主要来自公司利润增长所计提的盈余公积和未分配利润增加所致；所有者权益构成中，实收资本、盈余公积和未分配利润分别占46.71%、9.19%和44.09%，资本公积占比很小，未分配利润占比较高，股东权益结构不稳定。

表6 近三年资本结构

项 目(万元)	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额	50097.86	60926.99	100618.06
短期债务	6585.02	9072.31	19064.05
长期债务	0.00	1500.00	0.00
负债总额	37940.62	29649.51	57803.84
所有者权益	12157.24	31277.48	42814.21
指 标(%)	2004 年	2005 年	2006 年
长期债务资本化比率	0.00	4.58	0.00
全部债务资本化比率	35.13	25.26	30.81
资产负债率	75.73	48.66	57.45

从表6看，公司近三年的负债水平波动中有所下降，2006年底，公司资产负债比率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为57.45%、0和30.81%，债务水平偏高。

3、盈利能力

近三年公司主营业务收入保持增长，年均增长率为36.89%，其中2005年增速较低，同比

增长2.34%，2006年增速较高，同比增长83.10%，这主要与国内手机行业的景气程度密切相关，2005年是国内手机行业较为严峻的一年，国产手机销量持续下滑，导致公司收入增速较低。近三年公司的主营业务利润率波动中有所下降，2006年，由于公司向代理商提供较多的促销费用支持，导致当年主营业务利润率有所下降，但主营业务盈利能力仍较强。2006年，受公司资产营运效率有较大提高影响，净资产收益率较上年有较大提高，公司总体盈利能力较强。

表 7 近三年盈利情况

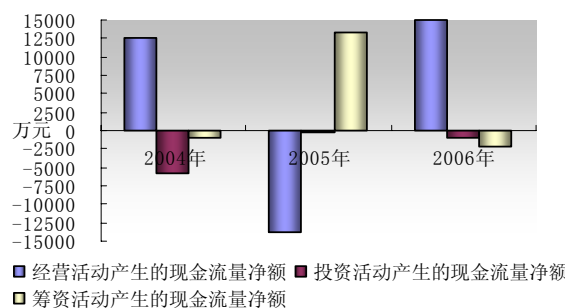
项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务收入	107090.46	109600.92	200680.99
主营业务利润	17773.55	19728.22	27753.96
利润总额	6239.10	5982.53	13463.30
净利润	5202.25	5120.25	11557.50
指 标 (%)	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务利润率	16.60	18.00	13.83
总资本收益率	33.82	15.12	22.32
净资产收益率	42.79	16.37	26.99

预计随着公司加大开拓手机出口业务，金立品牌在国内市场认知度的提高，以及产品档次的提升，公司未来的盈利能力有望进一步提高。

4、现金流量

经营活动方面，近三年公司经营性现金流量净额波动较大，这主要受国内手机行业的景气程度波动影响，2005年，国产手机销量持续下滑，手机生产商同时受到上、下游供应商和代理商的挤压，当年公司经营性应收项目大幅上升了2.09 亿，而经营性应付项目减少了1.11亿，造成公司经营活动产生的现金流量净额由正转负；2006年，受国内外需求旺盛，手机销量的大幅上升，公司销售规模快速扩大，公司经营性现金流状况有所改善，经营活动产生的现金流量净额由负转正。2006年公司现金收入比率较2005年略有下降，为109.22%，收入实现质量一般。

图1 近三年现金流量情况



投资活动方面，近三年公司投资活动产生的现金流入数额很小；投资活动现金流出主要为购建固定资产的资本性支出，以及投资于下属公司所支付的现金。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流量净额除2005年为正值外，2004年、2006年均均为负值，其原因是2005年吸收投资14000万元，为股东的当年增资投入，使当年筹资活动现金流入较大；而2004年受分配股利、利润1800万元影响，筹资活动产生的现金流量净额为负值；2006年，由于公司加大了偿还债务所支付的现金，筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为-2060万元。

总体看，近三年公司经营性现金流状况波动大，2006年有所改善。随着公司一系列重大投资项目启动，未来三年公司将加大外部融资的力度。

5、偿债能力

近三年公司流动比率和速动比率波动中有所上升(表8)，2006年两项指标分别为167.86%、136.47%，较2005年有所下降，公司短期支付能力较强。

表8 近三年偿债能力

项 目 (万元)	2004年	2005年	2006年
利润总额	6,239.10	5,982.53	13,463.30
EBITDA	6,685.68	6,796.86	14,307.31
指 标	2004年	2005年	2006年
流动比率 (%)	124.48	205.23	167.86
速动比率 (%)	62.39	155.46	136.47
EBITDA利息倍数	67.07	19.77	41.04
债务保护倍数	0.84	0.53	0.63

近三年公司利润总额有所波动，2005年略

有下降，2006年同比增长125.04%，导致EBITDA年均增速为46.29%，同期公司利息支出增幅较小，EBITDA利息倍数波动中有所下降，2006年为41.04%，EBITDA对利息的偿付能力强；债务保护倍数呈波动态势，2006年为0.63倍，对债务保护能力强。

截至2006年底，公司无重大诉讼事项；公司对外担保余额为1100万元，全部是对深圳市联合英杰有限公司在广发行深南支行申请人民币授信2200万元，用于开立50%保证金的银行承兑汇票。

6、本期债券偿还能力

公司拟于2007年发行5年期企业债券10000万元，占公司2006年底总债务的52.45%，对公司现有债务的影响程度较大。

以2006年底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期企业债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至67.39%和46.97%，债务负担趋重。

综合上述以及公司近三年的盈利增长速度和获现能力，公司对本期债券的整体偿还能力正常。

六、综合评价

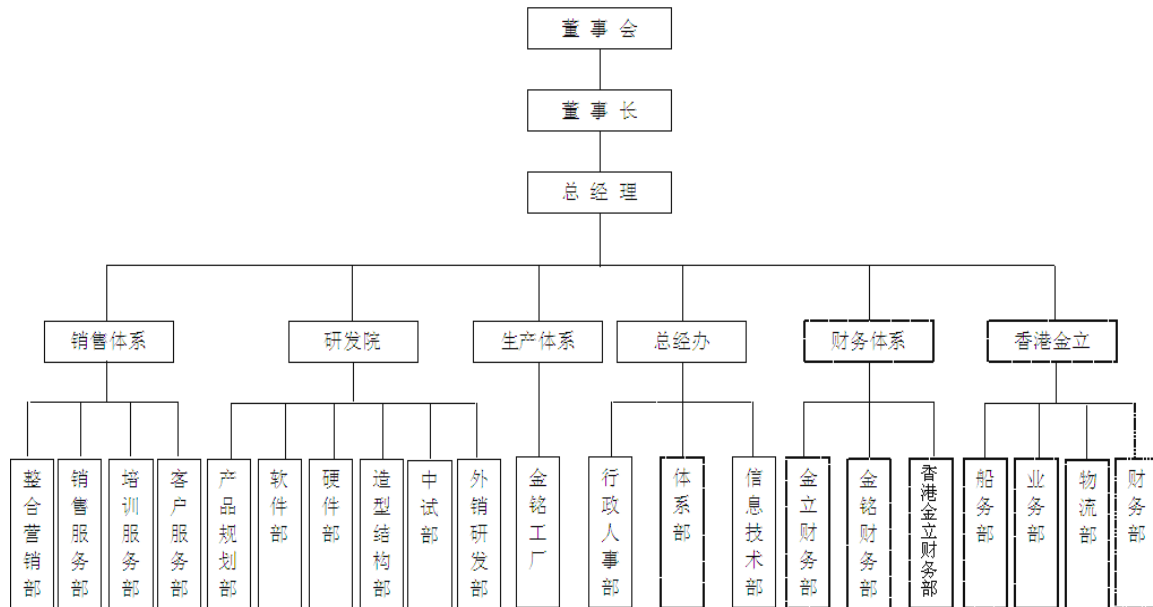
移动通信及终端设备制造业是推动我国信息产业和国民经济发展的新增长点。手机制造业作为移动通信及终端设备制造业的重要组成部分，近年来依靠低廉的制造成本和日益成熟的技术研发，以及国内外旺盛的市场需求，实现了快速发展；由于国内从业企业众多，市场份额大部分为国外品牌所占领，市场竞争激烈。3G作为下一代移动通信产品，在政府的主导下，将逐步形成产业规模 and 市场需求。总体看，移动通信及终端设备制造业机遇与挑战并存。

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。

公司资产流动性强，盈利能力强；公司债务水平偏高，经营性现金流状况受应收应付项目影响波动性较大。综合来看，公司整体信用风险较低。

附件1 公司的内部组织结构

公司组织架构图



附件2-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	7,647.26	6,480.82	18,413.61	55.17
短期投资				
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额				
应收票据	43.47	433.24	441.81	218.80
应收股利				
应收利息				
应收账款	13,073.39	29,247.50	44,347.63	84.18
其他应收款	1,445.26	6,263.43	10,455.02	168.96
减：坏账准备				
应收账款净额	14,518.65	35,510.93	54,802.65	94.28
预付账款	1,452.97	1,326.95	5,194.71	89.08
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	23,557.72	14,010.49	18,147.70	-12.23
减：存货跌价准备				
存货净额	23,557.72	14,010.49	18,147.70	-12.23
待摊费用	9.00	9.00	29.42	80.80
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	47,229.06	57,771.42	97,029.90	43.33
长期投资				
长期股权投资	1,300.00	1,787.38	1,985.23	23.58
长期债权投资				
长期投资合计	1,300.00	1,787.38	1,985.23	23.58
加：合并价差				
长期投资净额	1,300.00	1,787.38	1,985.23	23.58
固定资产				
固定资产原值	2,029.57	2,189.82	2,859.71	18.70
减：累计折旧	461.50	831.15	1,313.69	68.72
固定资产净值	1,568.07	1,358.66	1,546.02	-0.71
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	1,568.07	1,358.66	1,546.02	-0.71
工程物资				
在建工程				
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	1,568.07	1,358.66	1,546.02	-0.71
无形资产及其他资产				
无形资产	0.72	1.58	0.23	-44.26
其中：土地使用权				
长期待摊费用	0.00	7.95	56.68	-
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	0.72	9.53	56.91	786.47
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	50,097.86	60,926.99	100,618.06	41.72

附件2-2 资产负债表（负债与权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	600.00	0.00	2,050.00	84.84
应付票据	5,985.02	9,072.31	15,514.05	61.00
应付账款	24,869.75	12,266.28	27,637.49	5.42
预收账款	1,290.04	0.00	3,355.15	61.27
应付工资				
应付福利费	107.99	224.38	427.43	98.95
应付利润（股利）				
应交税金	3,710.01	3,317.33	6,643.61	-
其他未交款	13.41	9.34	17.83	15.30
其他应付款	312.23	343.28	636.72	42.80
预提费用	1,052.17	2,916.60	21.57	-85.68
预计负债				
一年内到期的长期负债	0.00	0.00	1,500.00	-
其他流动负债				
流动负债合计	37,940.62	28,149.51	57,803.84	23.43
长期负债				
长期借款	0.00	1,500.00	0.00	-
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计	0.00	1,500.00	0.00	-
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	37,940.62	29,649.51	57,803.84	23.43
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	6,000.00	20,000.00	20,000.00	82.57
资本公积	0.00	0.00	6.18	-
盈余公积	1,193.59	1,961.62	3,932.94	81.52
其中：法定公益金				
未分配利润	4,963.65	9,315.86	18,875.09	95.00
未确认的投资损失（以“-”号填列）				
外币报表折算差额				
所有者权益合计	12,157.24	31,277.48	42,814.21	87.66
负债及所有者权益合计	50,097.86	60,926.99	100,618.06	41.72

附件3 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	107,090.46	109,600.92	200,680.99	36.89
减: 主营业务成本	89,226.58	89,810.61	172,816.78	39.17
主营业务税金及附加	90.32	62.10	110.26	10.48
加: 代购代销收入				
二、主营业务利润	17,773.55	19,728.22	27,753.96	24.96
加: 其他业务利润	183.23	-83.95	296.92	27.30
减: 营业费用	5,022.89	8,119.39	4,241.41	-8.11
管理费用	6,750.26	5,888.77	9,826.62	20.65
财务费用	-60.31	244.44	321.87	-
其他				
三、营业利润	6,243.95	5,391.68	13,661.00	47.91
加: 投资收益	-0.05	496.08	173.03	-
补贴收入	0.00	96.88	4.90	-
营业外收入	8.13	9.50	7.24	-5.61
其他				
减: 营业外支出	12.93	11.61	382.87	444.13
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	6,239.10	5,982.53	13,463.30	46.90
减: 所得税	1,036.86	862.29	1,905.80	35.58
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	5,202.25	5,120.25	11,557.50	49.05
加: 年初未分配利润	2,341.74	4,963.65	9,315.86	99.45
盈余公积补亏				
其他调整因素	0.00	0.00	-16.95	-
六、可供分配的利润	7,543.99	10,083.90	20,856.41	66.27
减: 提取法定盈余公积	520.22	512.02	1,314.21	58.94
提取法定公益金	260.11	256.01	657.11	-
提取职工奖励及福利基金				
补充流动资本				
其他				
七、可供投资者分配的利润	6,763.65	9,315.86	18,885.09	67.10
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利	1,800.00	0.00	10.00	-92.55
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	4,963.65	9,315.86	18,875.09	95.00

附件4-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	129,924.09	123,522.27	219,176.95	29.88
收到的税费返还	149.60	97.18	4.90	-81.90
收到的其他与经营活动有关的现金	4,282.72	102.36	25,998.08	146.38
现金流入小计	134,356.41	123,721.81	245,179.93	35.09
购买商品、接受劳务支付的现金	106,282.57	101,618.56	188,564.04	33.20
支付给职工以及为职工支付的现金	3,365.47	2,146.88	2,917.33	-6.90
支付的各项税费	466.37	25,158.51	35,568.32	773.30
支付的其他与经营活动有关的现金	11,665.56	8,612.41	3,163.33	-47.93
现金流出小计	121,779.98	137,536.37	230,213.03	37.49
经营活动产生的现金流量净额	12,576.43	-13,814.56	14,966.90	9.09
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	100.77	0.00	0.00	-100.00
取得投资收益所收到的现金	0.00	0.00	173.03	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金	0.05	0.00	0.00	-100.00
现金流入小计	100.82	0.00	173.03	31.01
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	502.68	321.92	679.73	16.28
投资所支付的现金	800.00	21.30	444.00	-25.50
支付的其他与投资活动有关的现金	4,685.02	0.00	0.00	-100.00
现金流出小计	5,987.70	343.22	1,123.73	-56.68
投资活动产生的现金流量净额	-5,886.88	-343.22	-950.70	-59.81
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	0.00	14,000.00	0.00	-
借款所收到的现金	600.00	3,655.30	1,529.28	59.65
收到的其他与筹资活动有关的现金	169.26	0.00	0.00	-
现金流入小计	769.26	17,655.30	1,529.28	41.00
偿还债务所支付的现金	0.00	4,255.30	3,579.28	-
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1,800.00	0.00	10.00	-92.55
支付的其他与筹资活动有关的现金	14.83	18.90	0.00	-
现金流出小计	1,814.83	4,274.20	3,589.28	40.63
筹资活动产生的现金流量净额	-1,045.57	13,381.10	-2,060.00	40.36
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	-14.85	-
五、现金及现金等价物净增加额	5,643.98	-776.67	11,941.36	45.46

附件4-2 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
其他				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	5,202.25	5,120.25	11,557.50	49.05
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)				
加: 少数股东损益				
计提的资产减值准备	0.00	0.00	2,857.46	-
固定资产折旧	346.10	460.64	485.63	18.45
无形资产摊销	0.79	1.85	1.35	30.72
长期待摊费用摊销	0.00	7.95	8.44	-
待摊费用减少(减:增加)	-9.00	0.00	-20.42	50.62
预提费用增加(减:减少)	496.25	2,145.00	-2,895.04	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	0.00	0.00	6.30	-
固定资产报废损失				
财务费用	-60.31	244.44	321.87	-
投资损失(减:收益)	0.05	-496.08	-173.03	-
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-15,229.65	9,547.23	-4,137.21	-47.88
经营性应收项目的减少(减:增加)	-9,236.72	-20,866.26	-23,159.48	58.35
经营性应付项目的增加(减:减少)	27,054.57	-11,055.54	28,999.37	3.53
其他	4,012.10	1,075.97	1,114.18	-47.30
经营性活动产生的现金流量净额	12,576.43	-13,814.56	14,966.90	9.09
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	7,647.26	6,480.82	18,413.61	55.17
减: 现金的期初余额	1,600.98	7,647.26	6,480.82	101.20
现金等价物的期末余额	43.47	433.24	441.81	-
减: 现金等价物的期初余额	445.77	43.47	433.24	-
现金及现金等价物净增加额	5,643.98	-776.67	11,941.36	45.46

附表 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

附件6 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 542 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市远望谷信息技术股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市远望谷信息技术股份有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日



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

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市远望谷信息技术股份有限公司

2007 年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：A⁺

评级展望：稳定

评级时间：

2007 年 9 月 12 日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	14743.22	17378.73	20027.83
所有者权益(万元)	9492.45	12545.13	15116.61
主营业务收入(万元)	7652.74	10117.74	11253.67
利润总额(万元)	3011.63	3291.29	3628.01
资产负债比率(%)	35.61	27.81	24.52
全部债务资本化比率(%)	12.77	9.46	9.03
净资产收益率(%)	30.86	25.32	22.03
流动比率(%)	285.07	365.14	569.93
EBITDA 利息倍数(倍)	56.08	89.94	374.08
债务保护倍数(倍)	2.30	2.72	2.69

分析员

李志博

电话 010-85679696-8838

邮箱 lizhibo@lianheratings.com.cn

沈 磊

电话：010-85679696-8808

邮箱：shenlei@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

微波射频识别 (RFID) 行业作为新兴产业，近年来在我国发展迅速。中国是世界的制造、交通和物流大国，RFID 技术未来在国内拥有非常广阔的市场前景。

深圳市远望谷信息技术股份有限公司（以下简称“公司”）是我国最早从事 RFID 研究和开发的高科技公司之一，定位于专业的超高频 RFID 设备的研发与供应。公司开发的产品应用十分广泛，并已在中国铁路市场取得垄断地位。近年来公司稳步发展，总体经营态势良好。

目前，公司整体资产质量一般，盈利能力强，债务负担轻，偿债能力强。综合来看，公司的整体信用风险较低。

优势

1. RFID 技术应用广泛，且市场处于成长初期阶段，发展空间巨大。

2. RFID 行业属技术密集型产业，市场进入条件较高；目前，公司在铁路市场处于行业垄断地位，产品赢利能力强。

3. 公司拥有完全自主知识产权，研发实力和产品性能在同行中处领先地位。

4. 公司整体债务负担较轻。

关注

1. 公司业务对主要客户的依赖度较大，主要客户需求结构和需求数量的变动可能给公司经营带来一定风险。

2. 作为研发型高新技术企业，公司面临一定产品技术更新换代、核心技术失密和技术人员流失等方面的压力。

3. 公司应收账款规模较大。

一、主体概况

深圳市远望谷信息技术股份有限公司（以下简称“公司”）前身为深圳市远望谷信息技术有限公司，是1999年12月由兰州远望信息技术有限公司、陈长安等五名股东共同出资在深圳市注册成立的有限责任公司。2003年11月，经广东省深圳市人民政府深府股[2003]31号文批准，深圳市远望谷信息技术有限公司整体改组为股份公司。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2007]204号文核准，公司向社会公开发行人民币普通股股票1610万股，并于2007年8月21日在深圳证券交易所挂牌交易。截至2007年8月底，公司总股本6420万股，其中有限售条件流通股4810万股，占比74.92%，人民币普通股1610万股，占比25.08%；公司第一大股东徐玉锁持有2555.007万股，占总股本的39.80%。公司股票简称：远望谷；股票代码：002161。

公司经营范围：微波射频识别技术开发及微波射频识别系统产品的生产、销售；计算机软件系统的开发与销售；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品及限制项目）；经营进出口业务（按深贸管准证字第2001-212号文执行）。主要产品为地面装置、标签编辑器、电子标签、仪器仪表等。

公司下设生产部、财务部、技术部、人力资源部、市场部、采购供应部等16个职能部门（见附件5）；截至2006年底，公司拥有直接投资控股子公司5家，间接投资控股子公司2家。公司聘用员工240名。

截至2006年底，公司合并资产总额20027.83万元，股东权益15116.61万元；2006年实现营业收入11253.67万元，利润总额3628.01万元；经营活动产生的现金流量净额3553.24万元，现金及现金等价物净增加额2666.23万元。

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、行业分析

公司主营业务涉及微波射频识别（RFID）领域，RFID技术是一项利用射频信号通过空间耦合（交变磁场或电磁场）实现无接触信息传递并通过所传递的信息达到识别目的的技术。最简单的RFID系统由电子标签、读写器和天线三部分组成。作为新一代自动识别、信息采集技术，RFID对提升社会信息化水平、促进国民经济可持续性发展、提高人民生活质量、增强公共安全与国防安全等方面有深远影响和战略性意义。

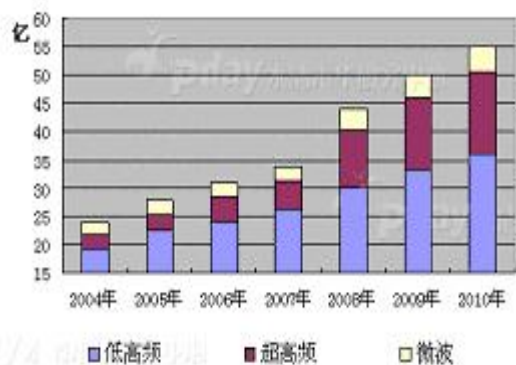
20世纪90年代以来，RFID技术得到了快速的发展，经济发达国家和地区已经将其应用于很多领域。近年来，中国已初步开展了RFID相关技术的研发和产业化工作，并在部分领域开始应用。2006年6月9日，国家科技部会同国家发展改革委员会等15个部委联合发布了《中国射频识别RFID技术政策白皮书》（以下简称“《白皮书》”）。这是我国第一次针对单一技术发表政策白皮书，也是第一次联合15个部委制订一份技术白皮书。作为国家RFID产业政策的权威发布，《白皮书》系统、全面的描述了我国RFID产业现状，为投身RFID技术的企业提供准确、客观的产业规模数据，通过技术政策的发布，引导国家整体的RFID技术科研方向，为中国RFID技术与产业未来几年的发展提供系统性指南。《白皮书》的发布标志着我国RFID发展进入崭新时代。

目前，RFID在国内的应用普遍是基于中低频和高频的应用，如二代身份证、停车场管理、票证管理、门禁管理等领域的应用，超高频RFID在我国应用相对较少，主要集中在铁道部的铁路车号识别系统（ATIS）、海关自动验放系统、“国家烟草一号工程”、军事应用、动物标识、特种设备与危险品管理、公共交通以及生产过程管理等多个领域。作为世界的制造、交通、

物流大国，RFID技术有非常广阔的应用市场。

2006年，全球RFID市场规模超过30亿美元，国内RFID市场规模达到20亿元人民币。在未来2至5年中，RFID技术将逐渐被大规模应用。保守估计，到2010年国内RFID市场规模将达到55亿元人民币，低高频、超高频和微波市场规模分别达到35亿、15亿和5亿元人民币。其中，2008年将出现跳跃式发展，当年内地RFID市场规模将接近45亿元人民币，同比增长30%，低高频、超高频和微波市场规模分别达到30亿、10.5亿和4.5亿元人民币（见图1）。

图1 2004~2010年中国RFID市场规模发展及预测



数据来源：水木清华研究中心

目前，我国RFID企业总数超过100家，但是关键技术缺乏，特别是在超高频RFID方面。从包括芯片、天线、标签和读写器等硬件产品来看，低高频RFID技术门槛较低，发展较早，技术成熟，产品应用广泛，处于完全竞争状况；超高频RFID技术门槛较高，发展较晚，技术相对欠缺，从事超高频RFID产品生产的企业较少，具有自主知识产权的企业更少。超高频RFID技术在国内的应用在近几年逐渐增多，主要集中在车辆管理、资产管理、人员门禁、生产管理、仓储与物流、矿井人员管理，等等，大部分应用处于初始阶段，尚未达到大规模成熟应用的阶段。在国际上，竞争主要集中在RFID技术应用比较成熟的欧美市场。海外公司的技术较为成熟，具有一定的质量、性能优势，但由于其将战略重点放在欧美市场，而没有投入大量资金铺设中国的销售及

售后服务网络；而且国内市场上同类RFID产品，国外品牌售价远远超过国内品牌，明显缺乏性价比优势；加之我国存在一定的行业进入壁垒，导致目前国外企业在我国市场占有率相对较低。

总体来看，我国是世界的制造、交通和物流大国，RFID技术及其应用尚处于起步阶段，行业未来市场空间广阔。

三、企业基础素质

1. 企业规模

公司是我国最早从事RFID研究和开发的高科技公司之一，定位于专业的超高频RFID设备研发与供应。公司现拥有5大系列60多种RFID产品。中国铁道部车号自动识别系统工程（即ATIS工程）是目前中国最大规模的超高频RFID应用系统，公司作为该工程的核心供应商，铁路RFID产品拥有全部自主知识产权，业务涵盖了整个铁路RFID产业链，已在铁路RFID市场取得了垄断地位。以此为带动，公司已成功开发出烟草物流托盘RFID解决方案、军品物流RFID解决方案和海关车辆自动核放系统RFID解决方案等，公司在国内超高频RFID行业已初步建立了领导地位。

公司是深圳市高新技术企业、2006年度深圳市百强软件企业、中国自动识别技术协会常务理事单位、深圳市软件行业协会常务理事单位和国家级火炬计划项目承担单位。2006年，公司被评为国家级火炬计划重点高新技术企业，并被授予中国自动识别行业2006年度优秀企业奖。

2. 技术研发

经过十多年RFID技术的自主研发和技术积累，公司已先后取得了一项发明专利、十一项实用新型专利、二项外观设计专利、十六项专有技术、四项成果鉴定、两项国家级火炬计划证书、三项深圳市科技成果登记证书和十六项软件产品登记证书（著作权），正在申请发明、

实用新型、外观设计专利十多项。

2003年，经国家人事部批准，公司设立了企业博士后科研工作站，并配备了先进仪器设备，拥有完善的RFID研发基础设施。公司是深圳市射频识别工程技术研究开发中心依托单位，该中心也是国内首家省级射频识别工程技术研究开发中心。研发中心在不断研究开发出具有自主核心技术的新产品的同时，加强与清华大学、西安电子科技大学、西北大学等国内著名院校的合作。

2006年，公司“超高频RFID读写器产业化”项目获国家发改委高新技术产业化专项资助答复；同年，公司“机车标签双向数据传输系统”获得中国自动识别行业“优秀新产品奖”、广东省科技成果三等奖。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员6人，包括董事长1人，总经理1人，技术总监1人，财务总监1人，销售总监1人，市场总监1人。

公司董事长徐玉锁先生，1965年出生，高级工商管理硕士学位（EMBA），曾在中国太原卫星发射中心雷达测量部和兰州科技部工作，主要从事微波射频识别技术的研究开发，历任工程师、高级工程师。徐玉锁先生是中国电子标签发明专利的主要发明人，由其主持的科研项目多次通过局级技术鉴定并获得委级科技成果奖等奖项，徐玉锁先生现担任深圳市软件行业协会常务理事、深圳市南山区民营企业商会副会长。

公司总经理陈长安先生，1963年出生，大学学历，曾在中国太原卫星发射中心雷达测量部和兰州远望信息技术有限公司从事技术开发

工作，陈长安先生从事微波射频识别技术与开发工作十余年，是《车号卡》、《车号读出装置》、《电子标签》、《便携式电子标签读出器》、《在线可读写电子标签》五项实用新型专利的主要完成人之一；是《XC型自动设备识别系统》全套设备的主要设计师和研制者，2001年曾荣获甘肃省科技成果二等奖，2003年获中国铁道学会科技成果奖励二等奖；是XC2002、XC2000A便携式标签读出器的主要研发人。

截至2006年底，公司职工总数为240人。按学历构成划分，大专及大专以上学历占90%，高中、中专学历占8.33%，初中以下学历占1.67%；按年龄构成划分，50岁及以上占0.42%，30~50岁占24.58%，30岁以下占75%。

总的来看，公司高管人员具备较高的专业素质和丰富的小型企业管理经验，业务和管理能力较强，公司目前的人员结构和人才储备能够适应公司的发展要求。公司员工的文化程度较高，年龄结构轻，整体素质较高。

四、经营管理

1. 企业管理

法人治理结构

经中国证券监督管理委员会证监发行字[2007]204号文核准，公司向社会公开发行人民币普通股股票1610万股，并于2007年8月21日在上海证券交易所挂牌交易。截至2007年8月底，公司总股本6420万股，其中有限售条件流通股4810万股，占比74.92%，人民币普通股1610万股，占比25.08%；公司第一大股东徐玉锁持有25550.072万股，占总股本的39.80%（详见表1）。

表1 公司股票发行前后股权变化情况

股东类别 (股东名称)	发行前		发行后		
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)	限售期
一、有限售条件流通股	4,810	100.00	4,810	74.92	
徐玉锁	2555.072	53.12	2555.072	39.80	36个月
崔文立	655.122	13.62	655.122	10.20	12个月

深圳创新投	582.972	12.12	582.972	9.08	12 个月
陈长安	371.813	7.73	371.813	5.79	12 个月
陈光珠	335.257	6.97	335.257	5.22	36 个月
上海联创永宣	192.400	4.00	192.40	3.00	36 个月
上海仕博投资	96.200	2.00	96.20	1.50	12 个月
武岳山	10.582	0.22	10.582	0.165	12 个月
吕宏	10.582	0.22	10.582	0.165	12 个月
二、本次发行流通股	-	-	1,610	25.08	-
合计	4,810	100.00	6,420	100.00	-

公司现已按《公司法》要求，并根据《公司章程》，建立了较为完善的法人治理结构。公司设有股东大会、董事会和监事会。股东大会为公司最高决策机构，决定公司经营方针和投资计划、选举和更换董事等重大事务。

公司董事会现由 9 名董事（其中包括三名独立董事）组成，设董事长 1 人。董事会设董事会秘书 1 人，由董事长提名，经董事会决议通过并聘用。董事会对股东大会负责，行使制定公司年度财务预算方案、决算方案等职责。

监事会中包括 2 名股东代表和 1 名公司职工代表。监事会中的职工代表由公司职工民主选举产生，主要对董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司管理

公司经营管理实行董事会下的总经理负责制，总经理下设营销总监、市场总监、财务总监、技术总监，各总监分别负责各自职能体系的相关工作。企业经营决策完全按照公司章程规定进行，具有独立性。截至 2006 年底，公司下设生产部、财务部、技术部、人力资源部、市场部、采购供应部等 16 个职能部门。

公司根据实际需要和有关要求，已逐步建立健全了一整套科学合理的内部管理制度，包括生产管理、新产品开发、资产管理、财务管理、技术文件管理、项目管理、销售管理、市场管理、人力资源管理等制度。

总体上看，公司已建立了比较规范的法人治理结构，内部管理制度比较健全，具有民营企业特点。

2. 经营分析

业务构成

公司的主营业务是 RFID 技术的开发及 RFID 系统产品的生产和销售，主导产品为超高频 RFID 产品，包括地面装置、标签读写器、机车标签、客车标签、货车标签、EPC 电子标签、行业专用电子标签、应用软件和备品备件等。公司现拥有 5 大系列 60 多种射频识别产品，包括拥有完全自主知识产权的 XC 型自动设备识别系统、衍生的检测仪表、相关应用系统软件，以及遵循 ISO18000 和 EPC G2 等多种协议的读写器及电子标签产品。

表 2 公司主要产品产量及毛利率统计

产品类别		2004 年	2005 年	2006 年
地面装置	产量（台/套）	976	560	1217
	毛利（万元）	3912.02	1363.58	851.61
	比重（%）	78.30	23.96	13.21
	毛利率（%）	39.39	48.96	47.57
标签读写器	产量（台/套）	992	6833	3108
	毛利（万元）	71.50	1363.58	851.61
	比重（%）	1.43	23.96	13.21
	毛利率（%）	39.93	48.96	47.57
电子标签	产量（台/套）	28078	110065	72040
	毛利（万元）	268.74	1078.52	513.26
	比重（%）	5.38	18.95	7.96
	毛利率（%）	48.97	53.80	55.68
综合毛利率		65.28	56.25	57.29

公司近三年主要产品产量及毛利率见表 2，从表 2 可以看出，2004 年公司综合毛利率较高，主要是因为产品销售结构影响所致。2004 年度主要利润来自地面装置，地面装置提供毛利所

占比重达 78.30%，由于地面装置毛利率较高，导致 2004 年度综合毛利率水平比 2005 年和 2006 年度高，2005 年和 2006 年度综合毛利率保持稳定。

原材料采购

公司根据产量要求制订物料计划、从而制定原材料采购计划。为了确保生产稳定并控制原材料采购成本，公司建立了供应商管理制度。同一种主要材料，同时由两家或两家以上的供应商供货，以降低缺货风险；公司通过长期采购计划，并对供应商进行技术指导等手段培养战略伙伴关系；公司还通过与供应商签定《供货承诺书》，保证供货的时效性及质量。

公司产品的主要原材料有芯片、导电胶、包封材料、PCB板、天线、结构件加工、线材/接插件、电容电阻等。总体上看，RFID 的上游行业基本都属于充分竞争的行业，公司产品所需的原材料价格在近年来保持稳定、性价比有所提高。近年来，由于能源紧张，公司主要产品所需的电力价格有所提高，使得直接材料成本占生产成本的比重逐年降低，但由于能源成本占本公司总成本的比例很小，因此，能源涨价与否对公司的影响不明显。

表3 主要原材料占成本的比重

项目	2004年	2005年	2006年
直接材料成本（万元）	2864	4590	4828
生产成本（万元）	2915	4701	4978
占比（%）	98.25	97.64	96.99

产品生产

公司坚持以销定产、兼顾中短期需求预期作为生产原则，采取“虚拟工厂”的经营概念，以委外加工为主，自主总装生产为辅的制造模式，即低附加值、加工工艺简单、劳动密集型的加工生产环节（如印制板生产、焊接、元器件贴装等）委外加工，总装调试等核心生产工艺和高技术含量的工序由公司自主完成。这种生产模式的建立，保留了公司具有核心竞争力的业务，而其他业务则借助于企业外部资源来

完成。

（1）委外加工

公司委外加工的目的是充分利用深圳与国际接轨的高度社会化分工的工业环境，将低附加值、劳动人力密集型等环节全部委外完成，有效降低了生产成本。公司的委外加工需求由生产部根据生产计划提出相应的加工申请，经相关部门审核、批准后委外加工。

对于外协加工厂的选择，公司建立了完善的《供应商评价选择程序》，根据该程序由采购部收集外协加工厂家基本信息，交生产部组织相关职能人员对外协加工厂进行实地调查，并将考察结果形成书面文件，由相关部门对外协加工厂的选择进行核准。公司现有紧密合作的成熟加工供应商6家、备选加工供应商4家，定期对其进行交货期、成本、质量控制等方面的考核。深圳在生产加工方面具有高度专业化分工的特点，其配套加工生产能力强，配套加工企业达到了非常高的专业生产能力和专业管理水平，公司把部分生产加工工序委外，也是借助行业企业的优势，并且相关加工工序的质量点容易控制。因此，公司委外加工产品的质量能够得到保证。

目前，为公司提供委外加工的每个供应商，其月产能平均达到20万件以上，而公司目前月需求约6000~7000件。因此，供应商现有的生产能力，能满足公司后续产能扩大的需要。

（2）自主生产

目前，公司各类电子标签全部根据客户需求自主开发，配备了主要的焊接、封装设备以实现电子标签的生产。电子标签的技术含量关键在于天线的研发和设计，因此，公司电子标签的芯片（晶圆）完全外购，PCB主要是外协加工，组装和与读写器的配套测试全部在公司内完成。由于电子标签的核心技术体现在产品的研制过程中，因此，部分部件的委外加工不会影响到电子标签的生产。

从表4可以看出，近三年公司各类产品产量有所波动，产销率一直保持较高水平。

表4 2004~2006年公司主要产品产销量

产品类别		2004 年	2005 年	2006 年
地面装置	产量 (台/套)	976	560	1217
	销量 (台/套)	975	558	1189
	产销率	99.90%	99.64%	97.70%
	销售收入(万元)	5747.52	3291.89	6446.51
标签读写器	产量 (台/套)	992	6833	3108
	销量 (台/套)	973	6835	2986
	产销率	98.08%	100.03%	96.07%
	销售收入(万元)	179.07	2785.19	1790.19
电子标签	产量 (台/套)	28078	110065	72040
	销量 (台/套)	27555	107064	72156
	产销率	98.14%	97.27%	100.16%
	销售收入(万元)	548.84	2004.52	921.88

市场营销

近三年，公司主要产品销量有一定波动，这主要是由销售结构的变化造成的。销售结构的变化一方面是由铁路部门对产品需求不同造成的，地面装置的需求对铁路支、干线，电子标签的需求针对火车机车和火车车厢，因此铁道部各年度对不同产品的需求很大程度上决定了公司的销售结构；另一方面，标签读写器是针对电子标签的，但读写器具有兼容性，其变动并不一定随标签销售量的变动而同比变动，因此读写器和标签的销售结构也随产品需求的不同而变化。

公司 RFID 产品主要面向铁路、烟草、海关、军队、大型厂矿企业等专用客户，其中铁路市场是公司目前最主要的市场，公司在国内铁路市场的市场占有率约为 50%。2004~2006 年，公司 RFID 产品在铁路市场的销售收入占总销售收入的比重分别为 88.47%、83.22%和 77.83%，对主要客户的依赖度较大。

中国铁路属国家垄断行业，铁道部对于国铁大型工程技术项目均要进行选型。由于铁路 RFID 产品较长的前期试验阶段、产品应用环境的特殊性、产品使用的延续性、长期工程实施经验和技术服务，都给新的市场竞争者设置了极高的市场进入壁垒。另外，铁路部门以安全运行为主的经营理念，决定了市场不能完全竞争，必须限制铁路 RFID 产品供应商的数量，

维持相对稳定的竞争格局，保证供应商能获得稳定、较高的利润水平，有能力提供安全可靠的产品并持续维护铁路产品的正常运作。因此，公司对铁路 RFID 产品的依赖整体风险较小，公司产品预计将继续保持稳定、较高的利润水平。

经营效率

近三年，公司资产规模和主营业务规模稳步增长。2006 年，公司加强了销售款的催款力度，回款速度加快，应收账款余额减小，公司销售债权周转次数有所上升，三年平均值为 1.55 次。近三年，公司总资产周转次数和存货周转次数呈波动上升趋势，三年平均值分别为 0.58 次和 1.59 次。总体看，近三年公司资产经营能力有所提升，但受公司主要客户（铁路部门）业务特性的决定，公司经营效率不高。

3. 未来发展

公司未来的发展战略是“以技术进步为基础、以市场为导向、专注主业和国际化经营管理，力争把公司建设成为世界一流的射频识别产品制造企业”。根据发展规划，公司未来将重点研制EPC（产品电子代码）标签和读写器，大力拓展EPC标签和读写器在物流领域的应用，力争EPC标签和读写器的销售收入占公司主营业务收入的50%。公司将继续占有铁路市场50%的市场份额，每年从铁路车号识别工程项目实施中取得约7500~10000万元的销售收入。另外，公司还要深入拓展RFID产品在国家烟草一号工程、集装箱、海关、高速公路、智能称重、机动车管理、门禁管理、图书管理、国家安全等国内行业领域的应用。

公司已于2007年8月21日上市，实际募集资金19994.53万元。募集资金投向三个项目，项目投资总额总计为2亿元。另外，根据2007 年3 月19日国家发展和改革委员会发改财金[2007]602号《国家发展改革委关于下达2007 年第一批企业债券发行规模及发行核准有关问题的通知》，2007 年深圳市中小企业（20 家）集合债券得到核准，其中包括公司申请的发行额度4500 万元，将用于本次募股资金项目的前期建设。

表5 募集资金投资计划

(单位: 万元)

项目名称	总投资	资金来源		第一年投资	第二年投资
		发行债券	发行股票		
射频识别 (RFID) 电子标签设计及产业化	9000	1500	7500	4300	4700
射频识别 (RFID) 读写器设计及产业化	5000	1000	4000	2500	2500
铁路车号识别RFID产品产业化及拓展应用	6000	2000	4000	2900	3100
总计	20000	4500	15500	9700	10300

其中, 射频识别 (RFID) 电子标签设计及产业化项目建设期1.5年, 试产期1年。发行人估计, 项目建设达产后, 每年可实现销售收入11520万元, 税后净利润2189万元, 税后销售净利率19.00%, 投资利润率18.84%, 内部收益率为16.86%, 累计净现值1680万元, 盈亏平衡点58.40%, 投资回收期4.46年。

射频识别 (RFID) 读写器设计及产业化项目建设期1.5年, 试产期1年。发行人估计, 项目建设达产后, 每年可实现销售收入7290万元, 税后净利润2062万元, 税后销售净利率28.29%, 投资利润率33.92%, 内部收益率为31.66%, 累计净现值4261万元, 盈亏平衡点42.86%, 投资回收期3.22年。

铁路车号识别RFID产品产业化及拓展应用项目建设期1.5年, 试产期1年。发行人估计, 项目建设达产后, 每年可实现销售收入8615万元, 税后净利润2613万元, 税后销售净利率30.33%, 投资利润率37.05%, 内部收益率为36.06%, 累计净现值5475万元, 盈亏平衡点38.71%, 投资回收期3.00年。

未来, 随着公司投资项目的建成投产, 公司产能将进一步扩大, 公司主营业务收入和利润总额呈快速增长趋势。债务负担方面, 考虑到公司目前已成功上市并募集到资金 19994.53

万元, 公司未来对外融资压力不大, 预计未来几年债务负担将有所下降。

五、财务分析

公司提供的 2004 年~2006 年财务报表已经深圳鹏城会计师事务所审计, 均出具了标准无保留意见的审计结论。报告期内公司报表会计政策未发生大的变化, 年度间财务数据可比性强。

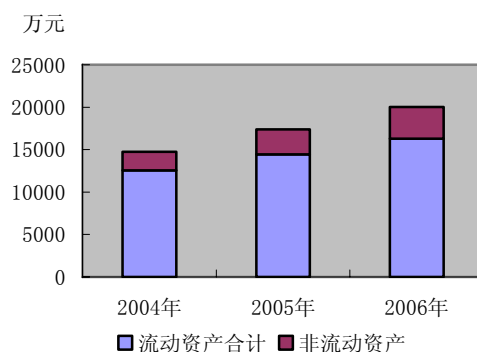
公司于 2007 年 8 月 21 日上市, 对 2004-2006 年财务报表按财政部 2006 年颁布的新企业会计准则及其应用指南重新编制, 即按《企业会计准则》第 38 号“首次执行企业会计准则”的规定, 对公司涉及该准则第五条至第十九条的需追溯事项进行了追溯调整。以下分析所引数据均为调整后的财务数据。

截至 2006 年底, 公司合并资产总额 20027.83 万元, 股东权益 15116.61 万元; 2006 年实现营业收入 11253.67 万元, 利润总额 3628.01 万元; 经营活动产生的现金流量净额 3553.24 万元, 现金及现金等价物净增加额 2666.23 万元。

1. 资产质量

近三年, 公司资产稳步增长, 年均增长 16.55%, 主要是流动资产的增加。截至 2006 年底, 公司资产总额 20027.83 万元, 其中流动资产占 81.42%, 非流动资产占 18.58%, 公司资产以流动资产为主 (见图 2)。

图 2 近三年资产规模与结构



资料来源: 公司年报

流动资产方面，近三年，公司流动资产年均增长 13.95%。截至 2006 年底，公司流动资产 16306.89 万元，主要为货币资金占 43.49%，应收账款占 37.48%，存货占 17.78%。

近三年，公司货币资金增长较快，年均增加 27.00%，截至 2006 年底，公司货币资金余额为 7091.40 万元。近两年公司加强了销售款的催款力度，回款速度加快，2006 年公司应收账款余额较 2005 年有所减少，导致货币资金增长。

近三年，公司应收账款有所波动，年均增长率为 6.56%，未随主营业务收入规模的扩大而大幅增加。截至 2006 年底，公司应收账款余额 6112.57 万元，公司应收账款的形成主要受客户采购和付款方式的影响。公司作为铁道部 ATIS 系统工程的核心供应商，客户主要集中在铁路市场。铁路行业的大宗设备采购仍遵守严格的集中采购制度和预算管理制度。一般设备采购均在下半年或是年底实施，导致支付时间往往需要跨越第二年，导致公司报告期内应收账款余额一直保持较高水平。公司应收账款占比较大，但考虑到铁路客户的资信情况良好，销售款项一般在一年内均能收回，合理的赊销也有助于扩大产品销售，稳定市场份额，公司应收账款的回收风险不大。

近三年，公司存货一直保持较为稳定，由于公司目前产品主要供应铁路市场，公司根据招标结果以及对铁路市场的需求预期进行备产，无滞销情况，无可变现净值低于账面价值的情况，故公司未计提存货准备跌价。

非流动资产方面，近三年，公司非流动资产年均增长 30.53%。截至 2006 年底，公司非流动资产 3720.94 万元，主要为固定资产，占比 94.97%。近三年，公司固定资产净额增长较快，年均增加 35.34%，主要是机器设备的增加。截至 2006 年底，公司固定资产净额为 3533.93 万元。

总体看，公司资产规模近三年平稳增长，资产以流动资产为主，应收账款占比较大，但

考虑到欠款单位的资信状况良好，应收账款不能按期收回风险较小。总体看，公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

近三年，公司所有者权益年均增长 26.19%，主要来自于未分配利润的增加。截至 2006 年底，公司所有者权益 15116.61 万元，主要以未分配利润（53.56%）、实收资本（31.82%）、盈余公积（7.92%）和资本公积（5.88%）为主，稳定性较差。

近三年，公司负债总额有所减少，年均增加 -3.29%。截至 2006 年底，公司负债总额 4911.22 万元，以流动负债为主，流动负债占 58.26%，非流动负债占 41.74%，负债结构一般。

近三年，公司流动负债年均增长 -19.41%。截至 2006 年底，公司流动负债 2861.22 万元，以应付账款（61.47%）为主。2006 年，公司应付账款较 2005 年，余额和比重均有所下降，未随生产规模的扩大而增加，主要是由于公司 2006 年销售回款较好，货币资金较为充裕，在合理利用信用期的同时较及时的支付了供应商款项所致。

近三年，公司负债水平有所降低，总体保持稳定，2006 年公司负债结构有所调整，公司归还了短期借款，借入了长期借款。由于短期借款期限太短，不利于资金的利用计划和安排，公司新产品的开发需要相对比较稳定的建设资金投入，因此，公司于 2006 年 11 月与国家开发银行签订了 3000 万元为期三年的借款合同，截至 2006 年底公司已提取 1500 万元。公司总体债务规模有所减少，债务结构有所改善。截至 2006 年底，公司资产负债率为 24.52%，全部债务资本化比率为 9.03%，长期债务资本化比率为 9.03%，债务负担较轻。

公司于 2007 年 8 月 21 日上市，实际募集资金 19994.53 万元，同时考虑本次发行债券 4500 万元，以 2006 年底财务数据测算，公司资产负债率为 21.14%，全部债务资本化比率为

14.59%，长期债务资本化比率为 14.59%，公司债务负担较轻。

3. 盈利能力

近三年，公司营业收入和营业利润增长较快，年均增长分别为 21.27%和 11.92%；随营业利润的增长，公司近三年利润总额年均增长 9.76%。2006 年公司实现营业收入、营业利润和利润总额分别为 11253.67 万元、3396.69 万元和 3628.01 万元。

从盈利指标看，近三年，公司营业利润率有所波动，但一直维持在较高水平，其中 2006 年为 30.08%。近三年公司净资产收益率持续降低，主要是由于公司近三年所有者权益大幅增加所致，2006 年净资产收益率为 22.03%，目前盈利能力仍较强。

4. 现金流

从经营活动现金流来看，近三年，公司经营活动现金流入和流出分别年均增长 36.91%和 34.85%。而经营活动现金流净额则波动中呈上升趋势，2006 年为 3553.24 万元。总体看，公司经营活动现金流情况较好。

投资活动现金流方面，近三年，公司投资项目较多，投资活动较为频繁，投资活动现金流净额均为负值，2006 年为-757.21 万元。

筹资活动方面，近三年，公司筹资活动现金流入主要为借款收到的现金，流出主要为归还银行借款和支付利息，筹资活动现金流净额分别为 488.81 万元、-86.23 万元和-130.40 万元。

总体看，近三年，公司经营活动现金流情况较好，投资活动较为频繁，对外融资压力不大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率大幅上升，2006 年底两项指标分别为 569.93%和 468.58%，由于近三年公司流动资产持续增加，2006 年又归还了全部的

银行的短期借款，导致流动负债大幅减少所致。总体看，公司短期支付能力强。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司 EBITDA 持续增加，分别为 3200.38 万元、3562.22 万元和 4036.71 万元；EBITDA 利息倍数快速提高，其中 2006 年为 374.08 倍，EBITDA 对利息的偿付能力强。近三年，公司债务保护倍数和筹资活动前现金流量净额债务保护倍数有所波动，2006 年分别为 2.69 倍和 1.86 倍。整体看，公司对债务整体偿还能力强。

截至 2006 年底，公司无其他重大担保、诉讼事项。

6. 本期债券偿还能力

2007 年公司拟发行 5 年期企业债券 4500 万元，占公司 2006 年底总债务的 3 倍，对公司债务影响较大。

公司于 2007 年 8 月 21 日上市，实际募集资金 19994.53 万元，同时考虑本次发行债券 4500 万元，以 2006 年底财务数据测算，公司资产负债率为 21.14%，全部债务资本化比率为 14.59%，长期债务资本化比率为 14.59%，公司债务负担较轻。

综合上述以及公司近三年的盈利增长速度和获现能力，公司对本期债券的整体偿还能力较强。

公司于 2006 年 12 月获得国家开发银行 3000 万元的授信额度，公司已分别于 2006 年 12 月、2007 年 5 月向国家开发银行借款 1500 万元，已使用数额 3000 万元。

公司已上市，直接融资渠道较为畅通。

六、综合评价

微波射频识别（RFID）行业作为新兴产业，近年来在我国发展迅速。中国是世界的制造、交通和物流大国，RFID 技术未来在国内拥有非常广阔的市场前景。

公司是我国最早从事RFID研究和开发的高科技公司之一，定位于专业的超高频RFID设备的研发与供应。公司开发的产品应用十分广泛，并已在中国铁路市场取得垄断地位。近年来公司稳步发展，总体经营态势良好，整体竞争力在国内行业中位居前列。

目前，公司整体资产质量一般，盈利能力强，债务负担轻，偿债能力强。综合来看，公司的整体信用风险较低。

附表 1-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：万元）

资产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	4,396.65	4,425.17	7,091.40	27.00
交易性金融资产				
应收票据	133.20	35.00	24.00	-57.55
应收账款	5,383.19	7,267.68	6,112.57	6.56
预付款项	337.82	151.71	64.52	-56.30
应收利息				
应收股利				
其他应收款	43.67	28.78	114.76	62.11
存货	2,264.77	2,541.84	2,899.65	13.15
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	12,559.30	14,450.18	16,306.89	13.95
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				
固定资产原值	1,929.30	2,333.75	3,533.93	35.34
减：累计折旧				
固定资产净值	1,929.30	2,333.75	3,533.93	35.34
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	1,929.30	2,333.75	3,533.93	35.34
在建工程	11.07	351.40		-100.00
工程物资				
固定资产清理				
固定资产合计	1,940.38	2,685.14	3,533.93	34.95
无形资产	192.51	176.48	87.76	-32.48
开发支出				
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产	51.04	66.12	98.29	38.77
其他非流动资产				
非流动资产合计	2,183.92	2,928.55	3,720.94	30.53
资产总计	14,743.22	17,378.73	20,027.83	16.55

附表 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：万元）

负债和所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	1,010.00	1,000.00		-100.00
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	1,897.83	2,447.92	1,758.84	-3.73
预收款项	751.45	22.66	31.95	-79.38
应付职工薪酬	121.90	192.53	227.24	36.54
应交税费	476.75	252.84	699.79	21.15
应付利息				
应付股利	3.86			-100.00
其他应付款	143.98	41.47	143.40	-0.20
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	4,405.76	3,957.43	2,861.22	-19.41
非流动负债：				
长期借款	380.00	311.17	1,500.00	98.68
应付债券				
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	465.00	565.00	550.00	8.76
非流动负债合计	845.00	876.17	2,050.00	55.76
负债合计	5,250.77	4,833.60	4,911.22	-3.29
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	4,810.00	4,810.00	4,810.00	
资本公积	178.10	561.92	889.17	123.44
减：库存股				
盈余公积	484.07	886.31	1,197.51	57.28
未分配利润	3,041.25	5,405.38	8,096.07	63.16
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	8,513.42	11,663.61	14,992.76	32.71
少数股东权益	979.03	881.52	123.85	-64.43
所有者权益（或股东权益）合计	9,492.45	12,545.13	15,116.61	26.19
负债和所有者权益（或股东权益）总计	14,743.22	17,378.73	20,027.83	16.55

附表 2 合并利润及利润分配表
 (单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
一、营业收入	7,652.74	10,117.74	11,253.67	21.27
减: 营业成本	2,656.81	4,427.00	4,806.20	34.50
营业税金及附加	37.06	22.61	72.20	39.57
销售费用	457.56	679.98	684.92	22.35
管理费用	1,556.96	2,081.64	2,394.80	24.02
财务费用	37.23	35.16	-13.49	
资产减值损失	207.40	135.67	-10.70	
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)	12.20	0.00	76.95	151.15
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)	2,711.92	2,735.69	3,396.69	11.92
加: 营业外收入	300.53	561.83	239.06	-10.81
减: 营业外支出	0.82	6.22	7.73	206.73
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	3,011.63	3,291.29	3,628.01	9.76
减: 所得税费用	82.56	115.12	297.39	89.80
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	2,929.07	3,176.18	3,330.62	6.63
其中: 归属于母公司所有者的净利润				
少数股东损益	720.75	313.60	35.32	-77.86
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				

附表 3-1 合并现金流量表
(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	6,873.05	9,397.87	13,372.08	39.48
收到的税费返还	278.72	560.06	119.41	-34.55
收到其他与经营活动有关的现金	46.78	29.91	1.01	-85.32
经营活动现金流入小计	7,198.54	9,987.84	13,492.50	36.91
购买商品、接受劳务支付的现金	3,529.10	5,408.28	6,372.33	34.37
支付给职工以及为职工支付的现	611.35	803.29	1,328.58	47.42
支付的各项税费	645.88	1,456.95	1,282.27	40.90
支付其他与经营活动有关的现金	679.22	1,202.96	956.07	18.64
经营活动现金流出小计	5,465.55	8,871.48	9,939.25	34.85
经营活动产生的现金流量净额	1,732.99	1,116.36	3,553.24	43.19
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	11.63		84.09	168.84
取得投资收益收到的现金			25.22	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的	12.20	5.25	97.40	182.56
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			541.92	
收到其他与投资活动有关的现金			27.05	
投资活动现金流入小计	23.83	5.25	775.68	470.48
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的	1,085.01	1,006.85	1,333.79	10.87
投资支付的现金			199.09	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
投资活动现金流出小计	1,085.01	1,006.85	1,532.88	18.86
投资活动产生的现金流量净额	-1,061.18	-1,001.61	-757.21	-15.53
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		60.00	5.00	
取得借款收到的现金	1,390.00	1,010.00	1,500.00	3.88
收到其他与筹资活动有关的现金	91.00	151.10	105.00	7.42
筹资活动现金流入小计	1,481.00	1,221.10	1,610.00	4.26
偿还债务支付的现金	800.00	1,088.83	1,311.17	28.02
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	188.10	168.50	429.23	51.06
支付其他与筹资活动有关的现金	4.09	50.00	0.00	-100.00
筹资活动现金流出小计	992.19	1,307.33	1,740.40	32.44
筹资活动产生的现金流量净额	488.81	-86.23	-130.40	
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	1,160.62	28.52	2,665.63	51.55
加: 期初现金及现金等价物余额				
六、期末现金及现金等价物余额	1,160.62	28.52	2,666.23	51.57

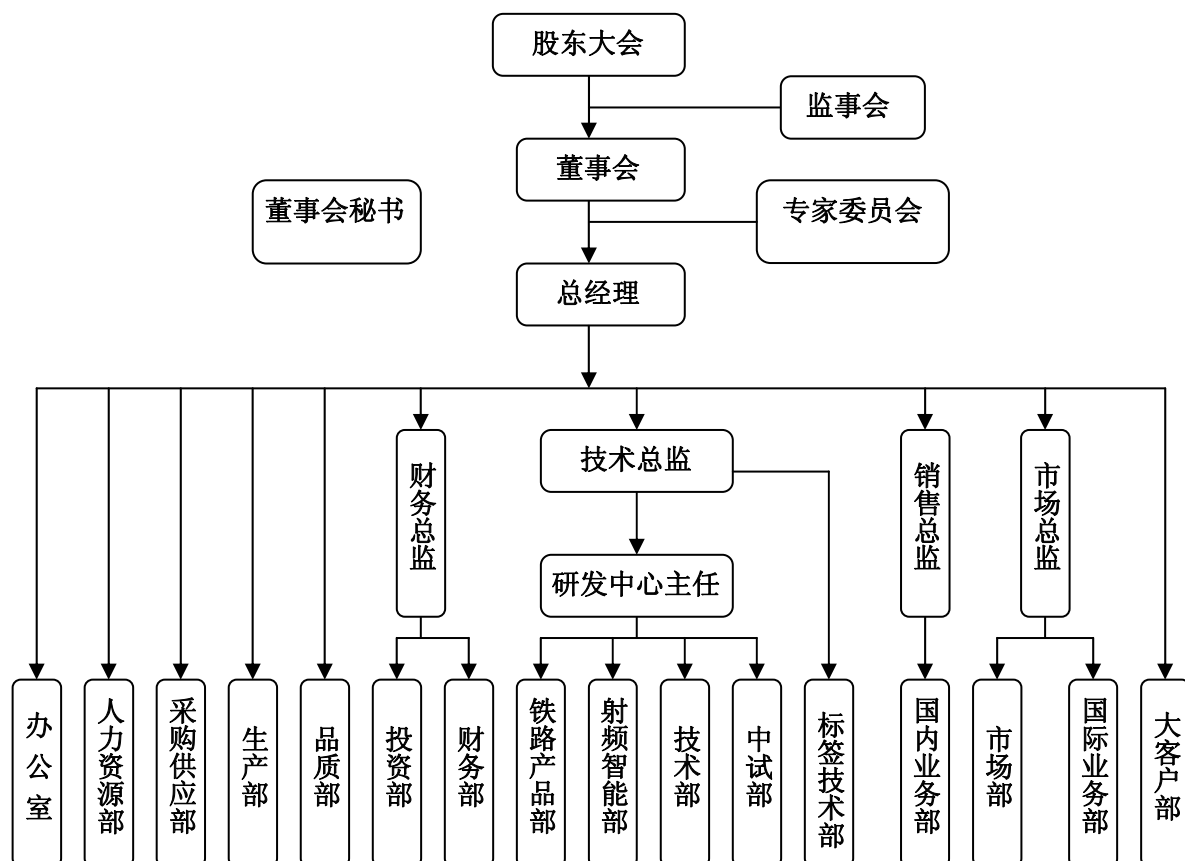
附表 3-2 合并现金流量表（续）
 （单位：万元）

补充资料	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	2,929.07	3,176.18	3,330.62	6.63
加：资产减值准备	207.40	135.67	-10.70	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	152.89	232.99	319.16	44.48
无形资产摊销	35.87	37.12	88.72	57.28
长期待摊费用摊销		0.81	0.81	
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）		3.60	-18.64	
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）	37.23	60.05	-16.82	
投资损失（收益以“-”号填列）	-12.20		-76.95	151.15
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-15.71	-15.08	-37.67	54.85
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）	-412.56	-277.07	-394.06	-2.27
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-3,318.68	-1,800.97	139.86	
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	2,150.43	-436.94	328.91	-60.89
其他	-20.75		-100.00	119.53
经营活动产生的现金流量净额	1,732.99	1,116.36	3,553.24	43.19
2. 现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	4,396.65	4,425.17	7,091.40	27.00
减：现金的期初余额	3,236.03	4,396.65	4,425.17	16.94
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	1,160.62	28.52	2,665.63	51.55

附表 4 公司合并财务报表主要计算指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	1.39	1.58	1.67	1.55
存货周转次数(次)	1.17	1.84	1.77	1.59
总资产周转次数(次)	0.52	0.63	0.60	0.58
盈利能力				
营业利润率(%)	35.44	27.04	30.18	30.89
总资本收益率(%)	27.45	23.21	20.11	23.59
净资产收益率(%)	30.86	25.32	22.03	26.07
现金收入比(%)	89.81	92.89	118.82	100.51
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	3.85	2.42	9.03	5.10
全部债务资本化比率(%)	12.77	9.46	9.03	10.42
资产负债比率(%)	35.61	27.81	24.52	29.32
偿债能力				
流动比率(%)	285.07	365.14	569.93	406.71
速动比率(%)	233.66	300.91	468.58	334.39
EBITDA 利息倍数(倍)	56.08	89.94	374.08	173.37
债务保护倍数(倍)	2.30	2.72	2.69	2.57
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.48	0.09	1.86	0.81
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	11.56	2.87	258.41	90.95

附件 5 公司组织结构图



附表 6 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益)
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益)
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本
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%
经营现金流流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

附件7 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 543 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市中航信息科技产业有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市中航信息科技产业有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零零七年九月十二日

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

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市中航信息科技产业有限公司

主体长期信用评级分析报告

评级结果：A⁻

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	10900.70	14639.59	16688.99
所有者权益(万元)	5132.27	7832.64	11031.73
主营业务收入(万元)	13872.88	18989.82	22375.14
利润总额(万元)	1612.94	3176.91	3763.63
资产负债率(%)	52.92	46.50	33.90
全部债务资本化比率(%)	42.77	37.01	26.63
净资产收益率(%)	26.71	34.48	29.00
流动比率(%)	157.14	177.12	260.17
EBITDA 利息倍数(倍)	7.55	9.21	10.61
债务保护倍数(倍)	0.42	0.69	1.13

分析员

张志强 曾祥天

电话 010-85679696-8809

邮箱 mzhang@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

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

评估观点

存折票据打印机广泛应用于金融、工商、税务、保险、邮电、公安、运输、海关、铁路等众多行业，成为这些行业提高效率、改善服务的基础性服务工具。近年来，随着我国金融、政府和企业信息化建设的全面推进，存折票据打印机市场不断增长，国内企业凭借在客户资源、产品本土化方面拥有的优势逐步摆脱对国外厂商的依赖，并快速成长，市场占有率不断提高，且受到国家税收、资金等方面的政策支持，行业仍有较大的发展空间。

深圳市中航信息科技产业有限公司（以下简称“公司”）作为国内存折票据打印机重要的制造商之一，自主研发能力较强，借助于所在地区零部件企业的资源优势快速响应市场，公司近年来业务快速发展，总体经营态势良好。

公司资产以流动资产为主，应收账款和存货较大，盈利能力较强；公司债务水平合理，经营性现金流状况正常。综合来看，公司的整体信用风险较低。

优势

1、存折票据打印机作为金融、政府等行业提高效率、改善服务的基础性服务工具，有较大的市场需求。

2、公司在产品研发、客户资源方面具有一定的竞争优势。

3、公司充分利用所在地区属于劳动密集型出口加工基地的优越条件进行零部件外包加工，实现低成本快速扩张。

关注

1、存折票据打印机属于专用打印机的细分

市场，市场容量相对不大，且行业集中度低，市场竞争激烈。

2、公司目前自身生产能力较弱，产品结构较为单一。

3、公司建设项目投资大，有较大的筹资压力。

一、主体概况

深圳市中航信息科技产业有限公司（以下简称“公司”）的前身是深圳市中航电脑总公司旗下的外设事业部，是国内最早一家从事专业打印机研制开发及销售的公司。经过改制，公司于 2001 年 12 月在深圳市工商行政管理局登记正式成立。经股权转让后，截至 2006 年底，公司注册资本为 2000 万元，由深圳市广晟投资发展有限公司（25.55%）、深圳市远望投资发展有限公司（10.45%）、深圳市国成科技投资有限公司（9.9%）、广东省红岭集团有限公司（8%）、深圳市中航信息产业有限公司（0.75%）和常远（23.5%）、张健全（20%）、唐文劲（0.88%）、王捷（0.75%）、李军（0.22%）5 位自然人持股。

公司经营范围：计算机、打印机及外围设备的技术开发、产品生产、销售；同时兼营数据通讯设备、办公自动化设备、网络、软件的开发、生产和销售等。

公司本部内设海外事业部和管理部、研发部、客服中心、营销中心、财务部、市场部共 7 个业务与职能部门（详见附件 1），截至 2006 年底，公司下属 1 个全资子公司——深圳市中航软件技术有限公司（注册资本 300 万元）和 7 个销售大区、3 个办事处。

截至 2006 年底，公司资产总额 16688.99 万元，所有者权益 11031.73 万元；2006 年实现主营业务收入 22375.13 万元，利润总额 3763.63 万元。

公司注册地址：深圳市高新区中区软件园 1 号楼 301#、302#；公司法定代表人：张健全。

二、行业分析

1、行业发展与现状

存折票据打印机是处理存单、票据、凭证的专用打印机，广泛应用于金融、工商、税务、保险、邮电、公安、运输、海关、铁路等众多行业，成为这些行业提高效率、改善服务的基

础性服务工具。存折票据打印机属于专用针式打印机之一，具有针式打印机的优点，即耗材费用低、可连续打印、可多份复打，对打印介质适应能力强，能打印油印纸等特殊纸张，但也具有其缺点，即打印噪声高、分辨率低，同时在打印质量、打印速度和彩色打印等方面都不可与喷墨和激光打印机相媲美。

存折票据打印机最早源于国外专业打印机厂商为满足金融等特殊行业应用领域的需求而推出的细分产品，其发展经历了从票据平推到自动定位两个阶段。早期的平推式票据打印机在处理前台柜员业务时，需要针对不同业务处理，对打印机进行手动调节，不利于对打印格式要求极高的单据打印，整体工作效率较低。随着金融领域信息化的发展及自动化程度的不断加强，存折票据打印机的智能化程度不断提高，具备了自动纠偏、自动测厚、自动对边等智能化功能，且在打印速度、人性化设计方面都有很大的提高，适应了银行柜员业务量大、工作效率高的要求。

由于存折票据打印机对打印介质适应能力强，能打印油印纸等特殊纸张，比其他打印机更能适应国内许多单据需要根据票据法存档保存的要求，因此，尽管针式打印机市场日渐缩小，但存折票据打印机仍然一直保持着稳定的发展势头。国内厂商在存折票据打印机应用软件的研发方面具有明显的技术优势，如在字库、兼容仿真、驱动程序等，都已开发出非常好的软件，解决了应用层面的许多问题，如不同机型的相互兼容、打印速度和质量的兼顾等问题，同时对应用市场有充分理解和较大的市场优势；另一方面国际厂商在打印机核心技术和产品品质方面有较大优势，因此，国内外厂商的相互合作与联合成为了推动国内存折票据打印机进步与市场发展的重要力量。根据深圳市中航信息科技产业有限公司预测，目前，国内存折票据打印机市场的年需求量约 60 万台，一部分进口，一部分由国内厂家生产，并以年 15%~20% 的速度在增长。但由于生产厂家较多，国

内外厂商不断扩大自有产品市场渗透力度，产品同质化竞争进一步加剧，存折票据打印机市场竞争日趋激烈，产品价格趋于下降，盈利空间逐步被压缩，因此加快拓展金融行业外的打印外包、非金融行业、海外市场等领域的业务发展成为了存折票据打印机厂商新的盈利增长点。

2、市场需求与供给分析

存折票据打印机应用于国内金融行业、非金融行业和国外市场，其中金融行业应用是拉动存折票据打印机市场需求增长的主要因素。

（1）国内金融行业

随着中国金融体制改革的逐步推进，国内银行由国有银行向商业银行的转变，银行之间的竞争日趋激烈。同时，我国加入世贸组织之后，国外银行也已进入中国市场，有些外资银行已经在个别大城市登陆开展业务。同时，随着国民经济水平的提高，银行的业务量也呈日趋上升之势。

竞争的激烈、客户需求的大幅增长，必然要求银行进一步提高服务质量和工作效率。在银行柜台工作量与日俱增的条件下，如何确保高效无故障的运作，提高柜台服务质量和业务处理速度，降低客户等待时间，成为各银行树立良好形象，争夺客户资源的重要手段。虽然现在银行的计算机、网络和业务系统能够较好地实现对金融交易完整性的保障，但作为金融交易完整性控制的最后一环——银行柜面打印设备，它的重要作用仍是不可忽视。存折票据打印机作为银行柜台使用率最高的设备之一，其使用的方便性、可靠性也越来越重要，已成为商业银行采用先进设备、提高服务质量、实施以客户服务为中心的服务理念的重要组成部分。

（2）国内其他行业

在国内市场上，办公自动化在各行业已经普及，存折票据打印机是办公自动化的一个重要的组成部分，也是近年来发展比较快的一个

领域。PB/PR 系列打印机及系统，除了银行之外，也可以广泛应用于工商、税务、保险、邮电、公安、运输、海关、铁路等众多行业。这些行业往往都是窗口行业，存折票据打印机及系统成为这些行业提高效率、改善服务的基础性服务工具。近几年来，这些行业对存折票据打印机的需求也在连年上升。

（3）国外市场

从国外市场来看，在华人比较多的东南亚地区以及日韩等非英语国家，对存折票据打印机的软件要求与欧美国家不同，且欧美厂商生产的存折票据打印机价格相对较高，因此韩国、东南亚、台湾地区、中南美洲、中东等海外市场对于国内厂商生产的存折票据打印机有较大市场需求。

国内厂商通过与国际性大公司合作，从最初的引进产品技术到自行开发推出自有品牌产品，使国内存折票据打印机的供给能力被迅速扩大，减少了对国外产品依赖。与此同时，由于生产厂家众多，国内外厂商为了进一步扩大市场份额，不断根据细分客户需求，加强产品的操作便利性、人性化设计以及节能环保性，推出更多性能、品质更好的新产品，存折票据打印机市场竞争日趋激烈。目前，国外的厂商有 OLIVETTI、ESPON、OKI、得实、富士通等，国内的厂商有南天、实达、中航信息、长城等。

3、未来发展

存折票据打印机行业符合《产业结构调整指导目录（2005 年本）》鼓励类第二十四类信息产业第 42 项：金融电子设备制造及系统建设，享受国家税收、资金等方面的政策扶持。

预计随着金融财税、政府信息化、中小企业信息化以及窗口行业等信息化建设的全面推进，存折票据打印机市场将进一步扩大，产品的性能与服务、厂商在行业领域的经验以及自主创新的能力将成为市场竞争的决定性因素。

综合上述,随着我国金融、政府和企业信息化建设的全面推进,存折票据打印机市场不断增长,国内企业凭借在客户资源、产品本土化方面拥有的优势逐步摆脱对国外厂商的依赖,并快速成长,市场占有率不断提高,且受到国家税收、资金等方面的政策扶持,行业仍有较大的发展空间,但值得注意的是,存折票据打印机属于专用打印机的细分市场,市场容量相对不大,且行业集中度较低,市场竞争激烈,品牌优势和产品研发能力将是行业内企业可持续发展的关键。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司是一家专业从事各类存折票据打印机、连续纸激光打印机、行式打印机、银行专用高速打印机的研制、生产和销售,并提供系统集成、软件开发服务的高新技术企业。

公司是在原中航电脑总公司外设事业部的基础上改制成立的,承继了原中航电脑总公司外设事业部的各项业务。公司 1993 年起与 EPSON 全面合作,至 1995 年成为当时国内市场上最大三家代理商之一;1995 年与日本美能达公司合作成立研发与生产公司,在深圳市高新技术开发区建立生产基地;1997 年初与美国 PRINTRONIX 公司建立合作关系;1998 年完成意大利 OLIVETTI PR2 存折打印机汉化并与之建立全方位的合作关系。经过多年与国外技术领先厂商的合作,公司完成了主要关键技术的积累,在 2003 年,公司停止了与 OLIVETTI 公司的合作,成功研发出 PR-B 存折票据打印机,并在 2004 年 3 月率先在国内推出第一款完全拥有自主知识产权的 PR-B 存折票据打印机,打破了 20 年来国内存折票据打印机一直从国外引进的局面,填补了国内空白,技术达到国际领先水平,列为了当年的国家重点成果推广项目。根据赛迪顾问股份有限公司于 2007 年 1 月调查结果显示,公司在 2006 年国内存折票据

打印机市场排名第三,市场占有率为 23.5%;在 2006 年全球存折票据打印机市场排名第四,市场占有率为 10.8%;在 2006 年国内行式打印机市场排名第一,市场占有率为 44.5%。公司存折票据打印机产品已成为国内各大商业银行产品选型指定的三大候选产品之一,并出口到了印度、菲律宾、泰国、新加坡、阿拉伯等国家。作为国内存折票据打印机的重点生产企业,公司先后被国家科技部、深圳市科技局列为“国家科技成果重点推广示范企业”、“高新技术企业”、“软件企业”、“国家重点项目依托单位”。

公司在深圳市南山高新区深圳软件园和宝安宏发工业园建立了研发和生产基地,具备存折票据打印机产品年产能 4 万台的生产能力。

总体看,公司产品结构较为单一,但在产品研发、本土化、客户资源和规模化生产方面具有一定优势。

2、技术与产品

公司通过多年与国外技术领先厂商的深层次合作,从最初的引进产品技术到自行研发出了拥有完全自主知识产权的 PR-B 存折打印机,填补了国内空白,技术达到国际领先水平,列为了 2004 年国家重点成果推广项目。2006 年,公司的“中航信息存折票据打印机”被列为了国家火炬计划项目。

公司为进一步加强自主产品和技术的研究开发能力,建立了专门的研究部门和配备了专业的研发设备,组建了共有技术人员 16 人的研发队伍;每年对于研发方面的投入都占销售收入的 5%以上。公司目前拥有 6 项具有自主知识产权的专利技术和 2 项非专利技术(表 1)。

此外,公司所代理的美国 PRINTRONIX 公司的 P 系列行式打印机和日本理光、PENTAX 公司的激光打印机,均属于国际领先水平的打印机产品,有广泛的市场影响力和较高的客户品牌认可度。

表 1 公司的知识产权

授权（申请） 项目名称	知识产权 类别	知识产权授权 （申请）号	授予或批准 部门
CI 系列行式打印机汉卡的开发	专利	—	国家知识产权局
宽/窄行 24 针打印机	专利	—	国家知识产权局
9 针仿 24 针打印技术	专利	—	国家知识产权局
存折票据打印机	专利	ZL200330118467.9	国家知识产权局
存折票据打印机	专利	ZL200430096931.3	国家知识产权局
自助查询终端	专利	ZL200430086134.7	国家知识产权局
自助服务设备应用软件	软件著作权	2004SR09820	国家版权局
CITIC FlashForm 可变数据打印软件	软件著作权	2007SR02579	国家版权局
存折补登机	专利	正在受理	国家知识产权局

资料来源：公司提供

总体看，公司掌握和拥有存折票据打印机的研发、设计、生产核心技术，有较强的自主研发、创新能力和将科研成果转化为产业的能力，并积极与国内外先进厂商开展合作，有良好的后备技术支持。

3、人力资源

公司目前共有高层管理人员11人，含总经理1人、董事长助理1人，财务负责人2人，均具有大专及以上学历，大多已在公司工作多年，具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。公司董事长张健全先生，现年39岁，本科学历，高级工程师职称，历任深圳市中航电脑总公司计算机外设事业部经理、深圳市中航信息科技产业有限公司法人代表，现任公司董事长，具有多年的行业与本企业的管理经验。公司总经理常远先生，现年40岁，硕士学历，历任长城计算机公司业务经理、深圳市中航电脑总公司计算机外设事业部经理，现任公司总经理。常先生曾被评选为2002年度深圳十大杰出青年和中

国十大杰出经理人。

截至2006年底，公司拥有员工204人。按年龄结构划分：30岁以下占59.30%，30～50岁占40.20%，50岁以上占0.50%；按教育程度划分：硕士以上占1.47%，本科大专占83.33%。

综合来看，公司高级管理人员综合素质较高，具有丰富的企业管理经验和较高的管理水平，熟悉公司整体状况及发展方向，有利于公司的长远发展。公司员工队伍年轻化，整体文化素质高，符合公司所处高新技术企业特点。

四、经营管理

1、管理分析

法人治理结构

股东大会是公司的最高权力机构，按照《公司法》、《公司章程》等规定运行。目前董事会成员7名，设董事长1人；不设监事会，设监事1人。董事会在企业发展战略和中长期规划、重大组织结构调整和人事问题、经济改革和政策、重大投融资活动和建设项目等方面行使决策权；经理班子全面负责企业的生产经营管理活动；监事履行监督职责。公司法人治理结构处于不断建设和完善中。

内部管理体制

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设各事业部、经营管理部门的管理模式，公司本部内设海外事业部和管理部、研发部、客服中心、营销中心、财务部、市场部共 7 个业务与职能部门。各部门分工明确，能较好满足业务运营的实际需要。

公司根据实际需要和行业有关要求，建立并不断完善包括质量管理、风险管理、人力资源管理等在内的内部控制制度，并创造了有利于制度运行的管理环境和组织环境。

（1）质量管理

公司先后通过了 ISO9001 国际质量认证、国家标准 3C 和 CB 认证资格及专利证书。公司严格按照质量管理体系文件规定组织生产与经

营。实际操作中,采取项目经理全权负责制的方式对质量指标、成本费用指标和交货期统一考核,建立了完善的奖惩机制。

(2) 风险管理

公司建立了相关的管理程序和措施,对经营风险、财务风险、市场风险等进行持续监控,及时研究化解风险的具体方案,交有关责任部门落实。公司建立了财务管理制度,包括会计核算原则、资金预算制度、利润中心管理制度、固定资产管理制度、资产盘点制度、财务控制与稽核审计制度和会计档案管理制度等;公司还制定了销售计划管理制度、销售中心管理办法、应收账款管理制度、营销事物管理制度、营销人员管理准则、销售经理管理手册、业务员教育训练办法、销售员标准作业手册、销售人员奖励办法、销售人员考核办法等一系列销售管理制度,加强和规范销售活动,防范经营风险。

(3) 人力资源管理

公司加强对外部人才的引进,从薪酬激励、个人发展、技能培训、参与管理等方面强化人才的引进和培养工作;同时,公司还强化内部人才培养机制,挖掘和激发员工的潜能,为优秀员工提供良好的发展空间。

总体看,公司的内部管理机制处于逐步健全和完善中,能满足公司业务运营的需要。

2、经营分析

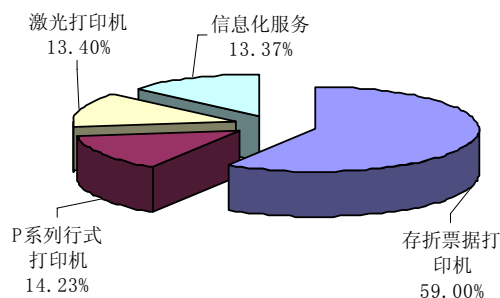
(1) 经营现状

公司主要从事各类存折票据打印机的研制、生产和销售,并代理国外知名厂商的激光打印机、行式打印机产品,以及提供系统集成、综合外包、软件开发、客户服务等信息化服务。

从 2006 年公司的主营业务收入结构来看(图1),主导产品存折票据打印机产品占 59%;代理销售的 P 系列行式打印机产品占 14.23%;代理销售的激光打印机产品占 13.40%;提供系统集成、综合外包、软件开发、客户服务等信息化服务占 13.37%。上述各项业务具有较好的

协同效应,能够充分发挥公司在专用打印机领域较强的技术研发竞争优势,保持较快的增长态势。

图 1 2006 年公司主营业务收入结构



原材料采购

公司内设采购部,负责原材料、所需零部件的采购,主要包括电路板、控制软件、电源、步进马达、精密五金、精密塑胶件、打印头等。公司制订了科学、规范的采购管理程序,对采购过程进行控制,并建立了后备供应商制度,对供应商进行严格的管理和考核,以确保零部件的质量、价格符合公司成本和质量控制的要求。公司还对原材料进行分类采购、联合采购以降低采购成本。目前,公司除打印头和少量关键 IC 需从国外进口外,大部分原材料从国内采购,其中国内两家主要供应商均为深圳中航集团所属企业,有多年的合作关系。总体看,目前国内外厂商现有原材料供给数量和质量能满足公司生产要求,原材料供应渠道充足稳定,采购成本较低。

产品生产

公司在深圳市南山高新区深圳软件园和宝安宏发工业园建立了研发和生产基地,配备了开发、生产、质量控制设备 40 余台,这些设备均是九十年代引进,具有当时国际先进水平的产品。公司在存折票据打印机产品目前所形成的年产能是 4 万台,同时代理销售美国 PRINTRONIX 公司的 P 系列行式打印机和日本理光、PENTAX 公司的激光打印机。2006 年,公司存折票据打印机销售量是 3.3 万台;P 系列行式打印机销售量是 910 台;激光打印机销售

量是 200 台。

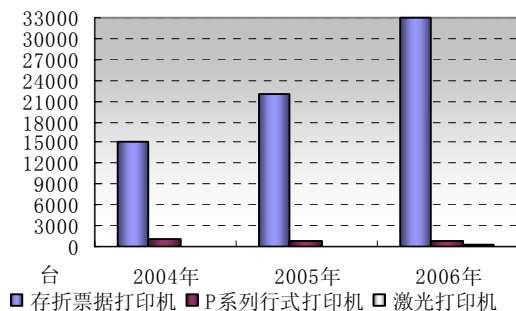
公司在存折票据打印机产品上拥有完全自主知识产权，各个部件均由公司自行开发设计，包括打印头的开模设计、主板的设计、齿轮等零部件的设计，再通过充分利用所在地区属于劳动密集型出口加工基地的优越条件进行零部件外包加工，最后自身整体组装、质量检测。

产品销售

公司建立了下设 7 个大区、3 个办事处的全国性销售服务网络，提供销售和维修等技术支持服务。公司产品采用以直销为主的混合销售模式，在金融、邮政、证券、税务、通讯和国家政府机关等领域中积累了多年的服务经验，有较好的客户认可度和市场影响力。

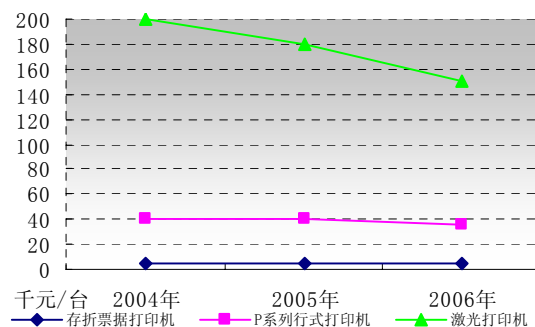
从近三年各类业务的产品销量来看(图 2)，公司三大类产品中，主导产品存折票据打印机的销量保持快速增长，年均增长率 48.32%；代理销售的 P 系列行式打印机产品销量有所波动；代理销售的激光打印机产品销量保持快速增长，年均增长率 49.91%。

图 2 近三年公司产品销售量



价格方面，从图 3 可以看出，2004~2006 年，公司生产的产品价格基本稳定，而代理产品价格呈现下降趋势。2006 年，存折票据打印机、P 系列行式打印机、激光打印机平均销售价格分别为 4000 元/台、35000 元/台和 150000 元/台。

图 3 公司主要产品平均销售价格



2004~2006 年，公司主要产品销售毛利率均呈现下降趋势(表 2)。由于近年来珠江三角洲地区劳动力成本趋于上涨，使公司零部件的外包加工费用增加，加上打印机产品市场竞争激烈导致公司主要产品的销售毛利率均趋于下降，但总体看公司主要产品销售毛利率较高。

表 2 近三年各类产品毛利率变化情况(单位: %)

产品	2004 年	2005 年	2006 年
存折票据打印机	51%	49%	42%
P 系列行式打印机	25%	20%	18%
激光打印机	35%	32%	30%

经营效率

2004~2006 年，公司资产总额年均增长 23.73%，所有者权益年均增长 46.61%，主营业务收入年均增长 27%，利润总额年均增长 52.76%。近三年公司增长质量较好。

2004~2006 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数呈波动态势，应收账款的回款速度较慢，2006 年分别为 4.37 次和 1.43 次，与上年相比，应收账款管理水平有所上升，而总资产利用效率有所下降。2006 年公司存货周转次数为 5.51，近三年存货管理水平不断提高。总体来看，公司整体经营效率正常。

表 3 近三年经营效率

指标(次)	2004 年	2005 年	2006 年
销售债权周转次数	3.21	3.87	4.37
存货周转次数	5.06	5.42	5.51
总资产周转次数	1.27	1.49	1.43

综合上述，公司目前自身生产能力较弱，主要集中力量扩大在产品研发、客户资源方面的竞争优势，同时借助零部件企业的资源快速响应市场，实现低成本快速扩张。

(2) 未来发展

未来，公司将坚持集中力量扩大在产品研发、客户资源方面的优势，推出更多拥有自主知识产权的产品，形成比较完备的产品组合，进一步拓展国内外市场，在巩固国内市场的前提下，将产品打入东南亚、印度和欧美市场，未来三年，市场综合占有率达到 25%，未来五年，市场综合占有率进一步上升到 35%，使公司成为国内先进、国际上有影响力的专用打印机供应商。

公司计划发行企业债券 3000 万元，将用于公司自主研制和生产的 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%。

该项目拟在深圳市龙岗区新征地 10 万平方米用于建设 PB/PR 系列存折票据多功能打印机的研发和生产基地。项目已经深贸工技备【2006】052 号文备案，预计总建设周期为 4 年，2010 年 11 月建成投产。项目建设计划分两期，一期已于 2006 年 11 月启动，建设周期为 24 个月，拟完成设备购置、研究基地和生产线的投资建设，实际投资额 9000 万元，形成 5 万台的生产能力；二期计划周期为 24 个月，建立 PB/PR 系列存折票据多功能打印机产业化基地和研发中心，预计投资额 10000 万元，最终形成年新增 PB2 存折票据多功能打印机 6 万台，PR/B 存折票据多功能打印机 4.5 万台，生产产品达到国外同类产品先进水平，具备与国外产品的竞争能力。

该项目包括固定资产投资 16500 万元，流动资金 2500 万元，其中固定资产投资包括购买设备 8600 万元、设备安装费用 500 万元、土地费用 3000 万元、土建费用 2700 万元、公用工程 1500 万元及其他投资 200 万元。

该项目总投资 19000 万元，其中企业自筹 11000 万元，发行企业债券 3000 万元，其余资金由银行贷款解决。项目建成后，预计可实现年销售收入 41738 万元，利润总额 6758 万元。

公司未来三年经营预测见表4。公司2006年实现主营业务收入22375.14万元，利润总额3763.63万元。未来几年，预计随着公司PB/PR系列存折票据打印机技术改造项目的逐步建成投产，公司的生产规模、工艺设备水平、产品性能将有较大的提高，综合竞争实力增强，使公司未来三年的销售收入有望保持快速增长、盈利水平进一步提升，但是存折票据打印机市场竞争激烈，公司规划项目投资大、建设周期长，实现收入和利润目标存在一定的不确定性，公司预测偏乐观。

外部融资方面，公司预计在 2007 年完成企业改制，变更设立为股份有限公司，2008 年实现公司股票上市交易，届时所募资金将投入项目建设，值得关注的是，如果 IPO 不能成功，目前 3000 万元的债权融资额度不能完全满足项目投资需求，其余资金将要依靠银行贷款或自筹解决，该部分资金能否足额到位将对项目建设的进度带来影响。

表 4 未来三年经营预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年
计划投资	3200	4200	4500
主营业务收入	26850	34905	45377
利润总额	4516	5419	6503
净利润	3839	4606	5528
折旧	68	88	115
摊销	167	167	167
利息支出	648	1026	1431
短期债务	4000	4000	4000
长期债务	3200	7400	11900
所有者权益	14871	15638	16560
指标 (%)	2007 年	2008 年	2009 年
净资产收益率	25.82	29.45	33.38
全部债务资本化比率	32.62	42.16	48.98

数据来源：公司提供

五、财务分析

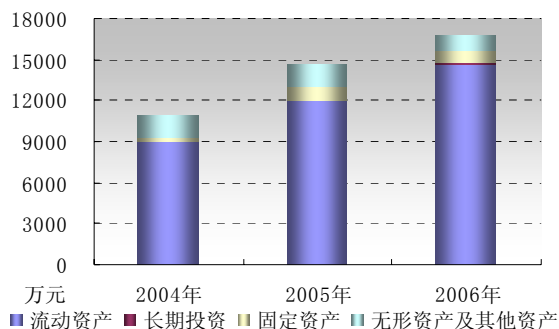
以下财务分析基于公司提供的经深圳市鹏城会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2004年、2005年、2006年财务报表。公司的全资子公司深圳市中航软件技术有限公司成立于2006年12月，由于处在筹建期，尚未开展经营业务，故未纳入合并范围。

截至2006年底，公司资产总额为16688.99万元，负债总额5657.26万元，所有者权益11031.73万元；2006年实现主营业务收入22375.14万元，利润总额3763.68万元；经营活动现金流量净额1599.21万元，现金及现金等价物净增加额449.64万元。

1、资产质量

2004年~2006年，公司资产规模稳步增长，三年复合增长率为23.73%，主要来自流动资产的增长。截至2006年底，公司资产总额为16688.99万元，其中流动资产、固定资产分别占88.19%和5.57%，长期投资净额、无形资产及其他资产分别占0.36%和5.88%。公司资产构成以流动资产为主，固定资产比重较小。

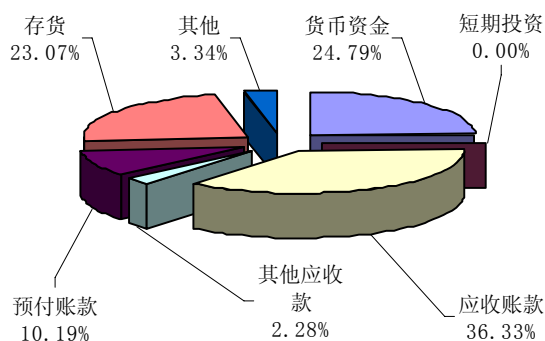
图4 近三年总资产规模与结构



流动资产

近三年公司流动资产年均增长率为27.43%。2006年底，公司流动资产为14718.42万元，其结构如图5所示。公司流动资产以应收账款、存货和货币资金为主。

图5 2006年底流动资产结构



截至2006年底，公司货币资金余额3649.13万元，占资产总额的21.87%，货币资金充足。

截至2006年底公司应收账款余额为5346.66万元，从账龄分布看，1年以内的占100%，且公司的主要客户是银行，过往回款记录良好，预计发生损失的可能性较小，因此公司未计提坏账准备。

截至2006年底公司预付账款为1500万元，主要是预付原材料和设备采购款。

近三年公司存货年均增长13.27%，其中2006年比2005年增长24.83%，2006年底公司存货年末余额3395.17万元，主要为自成品1140万元、代理产品600万元、原材料900万元，其余为耗材。公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

截至2006年底，公司长期投资净额仅包括有60万元的长期债权投资，没有进行长期股权投资。

公司近三年固定资产合计较快增长，但总量仍然较少。2006年底为928.87万元，其中固定资产原值为1036.75万元，累计折旧107.89万元，没有固定资产减值准备和在建工程。固定资产净额主要包括房屋建筑物（占37.88%）、机器设备（占60.13%）和车辆（占1.40%），公司按会计准则相应计提了折旧。

截至2006年底，公司无形资产账面价值969.61万元，主要是专利技术。

总体看，公司资产规模稳步增长，以流动资产为主，应收账款和存货较大。

2、负债及所有者权益

从表 5 看，近三年公司负债总额基本保持稳定，年均增长-0.97%。2006 年底，公司负债总额 5657.26 万元，全部为流动负债，没有长期负债。

截至 2006 年底，公司流动负债 5657.26 万元，以短期借款（70.78%）、应交税金（11.65%）、预提费用（7.64%）和应付账款（6.63%）为主，其中短期借款包括 4 笔共计 4004.22 万元担保借款，分别是招行深南支行 3034.22 万元、深圳商业银行天安支行 170 万元、民生银行福民支行 500 万元和交通银行景田支行 300 万元，主要用于补充流动资金、购置设备款项。

近三年公司所有者权益年均增长 46.61%，主要来自于未分配利润的增加，2006 年底为 11031.73 万元，所有者权益构成中，实收资本和资本公积分别占 18.13%和 1.54%，盈余公积和未分配利润分别占 0.44%和 79.89%，未分配利润占比高，股东权益结构不稳定。

表 5 近三年资本结构

项 目（万元）	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额	10900.70	14639.59	16688.99
短期债务	3834.85	4602.65	4004.22
长期债务	0.00	0.00	0.00
负债总额	5768.43	6806.94	5657.26
所有者权益	5132.27	7832.64	11031.73
指 标（%）	2004 年	2005 年	2006 年
长期债务资本化比率	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率	42.77	37.01	26.63
资产负债率	52.92	46.50	33.90

从表 6 看，公司近三年的负债水平总体呈下降趋势，2006 年底，公司资产负债比率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 33.90%、0、26.63%，债务负担轻，存在进一步融资的空间。

3、盈利能力

受公司主导产品存折票据打印机销量快速增长的因素驱动，近三年公司主营业务收入年

均增长 27%；同期，由于公司充分利用所在地区属于劳动密集型出口加工基地的优越条件进行零部件外包加工，实施低成本竞争策略，主营业务成本得到有效控制，公司主营业务利润和利润总额快速增长，年均增长率分别为 48.22%和 52.76%（表 6），总体经营态势良好。

表 6 近三年盈利情况

项 目（万元）	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务收入	13872.88	18989.82	22375.14
主营业务利润	2507.76	4445.21	5509.42
利润总额	1612.94	3176.91	3763.68
净利润	1371.00	2700.37	3199.13
指 标（%）	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务利润率	18.08	23.41	24.62
总资产收益率	15.29	21.72	21.28
净资产收益率	26.71	34.48	29.00

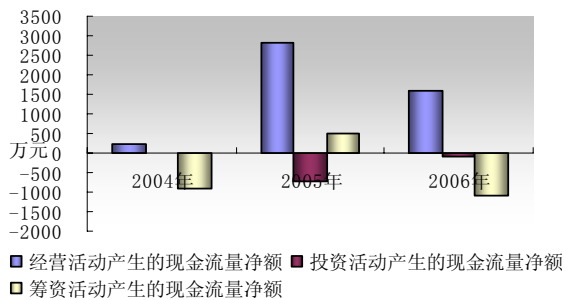
从盈利指标看，近三年公司主营业务利润率呈上升趋势，2006 年为 24.62%，主营业务盈利水平较高；净资产收益率有所波动，主要是公司所有者权益增速快于负债总额增速所影响，2006 年为 29%。公司整体盈利水平较高。

根据目前的市场状况和公司在主导产品存折票据打印机上拥有完全知识产权，市场竞争能力强，预计随着公司存折票据打印机技术改造项目的建设完成和产能的提升，公司的收入水平和盈利能力有望继续提高。

4、现金流量

经营活动方面，近三年公司经营活动产生的现金流入量年均增长幅度为 58.44%。2006 年度较 2005 年大幅增长，主要是经营规模扩大和 2005 年部分货款在 2006 年结算所致，同时由于购买商品、接受劳务支付的现金也大幅增长，2006 年底公司经营活动产生的现金流量净额为 1599.21 万元，较 2005 年有所减少，经营性现金流状况正常。2006 年公司现金收入比率较 2005 年大幅上升，为 114.94%，收入实现质量正常。

图6 近三年现金流情况



投资活动方面，近三年公司投资活动无现金流入；2004~2006年投资活动现金流出主要为购建固定资产的资本性支出，其中2005年公司购买厂房支付742.62万元所致，投资活动现金流出较大。2006年公司投资活动产生的现金流量净额为-80.25万元。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流入基本保持稳定，主要是借款收到的现金，以银行短期借款为主；公司筹资活动现金流出主要是偿还债务所支出的现金。2006年公司筹资活动产生的现金流量净额为-1069.32万元。

总体看，近三年公司经营性现金流状况正常，能满足投资活动资金的需要；公司外部融资渠道较为单一。随着重大投资项目的启动，未来三年公司将加大外部融资的力度。

5、偿债能力

近三年，由于公司流动资产增长速度快于流动负债的增长速度，公司流动比率和速动比率逐年提高（表7），2006年两项指标分别为260.17%和200.15%，公司短期支付能力强。

表7 近三年偿债能力

项 目（万元）	2004 年	2005 年	2006 年
利润总额	1612.94	3176.91	3763.68
EBITDA	1878.71	3583.51	4986.56
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
流动比率（%）	157.14	177.12	260.17
速动比率（%）	111.27	137.16	200.15
EBITDA 利息倍数（倍）	7.55	9.21	10.61
债务保护倍数（倍）	0.42	0.69	1.13

近三年，由于公司利润总额的增长速度快于利息支出的增长速度，同时折旧、摊销保持增长，EBITDA 利息倍数逐年上升，2006年为10.61倍，EBITDA 对利息的偿付能力强；近三年，公司利润总额的增长幅度高于债务的增长幅度，导致公司债务保护倍数呈逐年上升趋势，2006年为1.13倍，对债务保护能力较强。总体看，公司对全部债务的偿还能力较强。

截至2006年底，公司无重大担保、诉讼事项。

6、本期债券偿还能力

公司拟于2007年发行5年期企业债券3000万元，占公司2006年底总债务的74.92%，对公司债务影响较大。

本期企业债券的本金将从2010年开始分期偿付。根据公司提供的经营预测（表5），2009年的EBITDA值为6700万元，为本期拟发行总额度的2.23倍，保障程度正常。

以2006年底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期企业债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至51.87%和46.58%，债务负担趋重。

综合上述以及公司近三年的盈利增长速度和获现能力，公司对本期债券的整体偿还能力尚可。

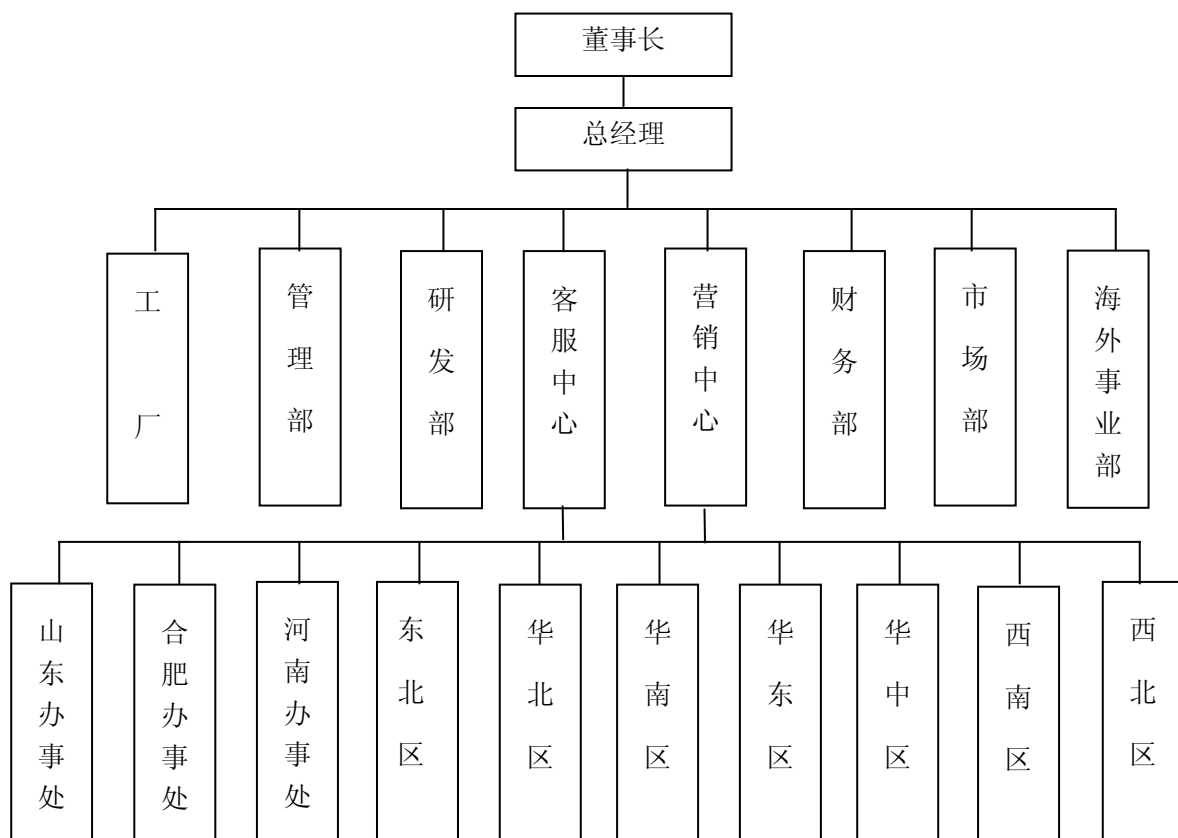
六、综合评价

随着我国金融、政府和企业信息化建设的全面推进，存折票据打印机市场不断增长，国内企业凭借在客户资源、产品本土化方面拥有的优势逐步摆脱对国外厂商的依赖，并快速成长，市场占有率不断提高，且受到国家税收、资金等方面的政策扶持，行业仍有较大的发展空间。

公司作为国内存折票据打印机重要的制造商之一，自主研发能力较强，借助于所在地区零部件企业的资源优势快速响应市场，公司近年来业务快速发展，总体经营态势良好。

公司资产以流动资产为主，应收账款和存货较大，盈利能力较强；公司债务水平合理，经营性现金流状况正常。综合来看，公司的整体信用风险较低。

附件 1 公司组织结构



附件2-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	622.73	3,199.49	3,649.13	142.07
短期投资				
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额				
应收票据				
应收利息				
应收账款	4,936.24	4,884.76	5,346.66	4.07
其他应收款	115.43	288.31	335.21	70.41
减：坏账准备				
应收账款净额	5,051.67	5,173.08	5,681.87	6.05
预付账款	22.26	12.56	1,500.00	720.92
期货保证金				
应收补贴款				
存货	2,646.10	2,719.86	3,395.17	13.27
减：存货跌价准备				-
存货净额	2,646.10	2,719.86	3,395.17	13.27
待摊费用	706.61	951.24	492.15	-16.54
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	9,064.53	12,056.33	14,718.42	27.43
长期投资				
长期股权投资				
长期债权投资	0.00	0.00	60.00	-
长期投资合计	0.00	0.00	60.00	-
减：长期投资减值准备				
加：合并价差				
长期投资净额	0.00	0.00	60.00	-
固定资产				
固定资产原值	191.81	956.51	1,036.75	132.49
减：累计折旧	37.34	54.95	107.89	69.98
固定资产净值	154.47	901.56	928.87	145.22
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	154.47	901.56	928.87	145.22
在建工程				
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	154.47	901.56	928.87	145.22
无形资产及其他资产				
无形资产	1,669.61	1,669.61	969.61	-23.79
长期待摊费用	12.10	12.10	12.10	0.00
无形资产及其他资产合计	1,681.70	1,681.70	981.70	-23.60
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	10,900.70	14,639.59	16,688.99	23.73

附件2-2 资产负债表（负债与权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	3,834.85	4,602.65	4,004.22	2.18
应付票据				
应付账款	476.95	564.85	375.36	-11.29
预收账款	0.00	0.00	148.57	-
应付工资	0.00	0.00	0.11	-
应付利润（股利）				
应交税金	342.14	603.87	659.08	-
其他未交款	1.07	1.08	1.08	0.53
其他应付款	944.90	811.30	36.38	-80.38
预提费用	168.53	223.19	432.46	60.19
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	5,768.43	6,806.94	5,657.26	-0.97
长期负债				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计				
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	5,768.43	6,806.94	5,657.26	-0.97
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	2,000.00	2,000.00	2,000.00	0.00
资本公积	170.00	170.00	170.00	0.00
盈余公积	48.18	48.18	48.18	0.00
其中：法定公益金				
未分配利润	2,914.09	5,614.46	8,813.54	73.91
未确认的投资损失（以“-”号填				
外币报表折算差额				
所有者权益合计	5,132.27	7,832.64	11,031.73	46.61
负债及所有者权益合计	10,900.70	14,639.59	16,688.99	23.73

附件3 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	13,872.88	18,989.82	22,375.14	27.00
减: 主营业务成本	11,358.99	14,541.97	16,856.86	21.82
主营业务税金及附加	6.13	2.65	8.86	20.27
加: 代购代销收入				
二、主营业务利润	2,507.76	4,445.21	5,509.42	48.22
加: 其他业务利润	13.25	6.79	28.88	47.66
减: 营业费用	551.69	755.57	801.54	20.54
管理费用	107.67	130.17	500.00	115.49
财务费用	248.68	388.54	470.92	37.61
其他				
三、营业利润	1,612.96	3,177.71	3,765.84	52.80
加: 投资收益				
补贴收入				
营业外收入				
其他				
减: 营业外支出	0.02	0.80	2.21	952.33
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	1,612.94	3,176.91	3,763.63	52.75
减: 所得税	241.94	476.54	564.54	52.75
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	1,371.00	2,700.37	3,199.08	52.75
加: 年初未分配利润				
盈余公积补亏				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	1,371.00	2,700.37	3,199.08	52.75
减: 提取法定盈余公积				
提取法定公益金				
提取职工奖励及福利基金				
补充流动资本				
其他				
七、可供投资者分配的利润	1,371.00	2,700.37	3,199.08	52.75
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	1,371.00	2,700.37	3,199.08	52.75

附件4-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	10,243.94	9,488.94	25,717.01	58.44
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金				
现金流入小计	10,243.94	9,488.94	25,717.01	58.44
购买商品、接受劳务支付的现金	8,435.05	5,096.50	22,657.31	63.89
支付给职工以及为职工支付的现金	348.84	640.00	690.00	40.64
支付的各项税费	212.08	144.63	158.95	-13.43
支付的其他与经营活动有关的现金	1,001.10	767.70	611.54	-21.84
现金流出小计	9,997.08	6,648.82	24,117.80	55.32
经营活动产生的现金流量净额	246.86	2,840.12	1,599.21	154.52
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	20.42	742.62	80.25	98.23
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	20.42	742.62	80.25	98.23
投资活动产生的现金流量净额	-20.42	-742.62	-80.25	98.23
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	9,557.55	9,664.45	8,900.00	-3.50
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	9,557.55	9,664.45	8,900.00	-3.50
偿还债务所支付的现金	10,222.70	8,896.65	9,498.40	-6.69
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	247.77	288.54	470.92	37.86
支付的其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	10,470.47	9,185.20	9,969.32	-2.42
筹资活动产生的现金流量净额	-912.93	479.26	-1,069.32	8.23
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-686.49	2,576.76	449.64	-

附件4-2 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	1,371.00	2,700.37	3,199.08	52.75
加: 未确认的投资损失(以“+”号填列)				
加: 少数股东损益				
计提的资产减值准备				
固定资产折旧	16.77	17.61	52.94	77.69
无形资产摊销	0.00	0.00	700.00	-
长期待摊费用摊销				
待摊费用减少(减:增加)	-3.19	-244.63	459.10	-
预提费用增加(减:减少)	-15.83	54.67	209.26	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
固定资产报废损失				
财务费用	247.77	388.54	470.92	37.86
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-380.76	71.32	-675.31	33.18
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1,651.63	-298.52	-1,696.24	1.34
经营性应付项目的增加(减:减少)	662.71	150.77	-1,120.55	-
其他				
经营活动产生的现金流量净额	246.86	2,840.12	1,599.21	154.52
现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	622.73	3,199.49	3,649.13	142.07
减: 现金的期初余额	1,309.22	622.73	3,199.49	56.33
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	-686.49	2,576.76	449.64	-

附表 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】×100%
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

附件6 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 544 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市飞马国际供应链股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市飞马国际供应链股份有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零零七年九月十二日

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

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市飞马国际供应链股份有限公司

主体长期信用评级分析报告

评级结果：A⁻

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	17685.66	33366.80	27500.27
股东权益(万元)	5977.34	7125.32	10841.66
营业总收入(万元)	7321.81	12143.71	29798.49
利润总额(万元)	495.90	1316.29	4433.95
资产负债率(%)	66.20	78.65	60.58
全部债务资本化比率(%)	41.75	41.33	46.81
净资产收益率(%)	7.04	14.85	34.28
流动比率(%)	93.68	71.81	104.72
EBITDA 利息倍数(倍)	6.66	13.11	11.63
债务保护倍数(倍)	0.16	0.40	0.60

分析员

张志强 曾祥天

电话 010-85679696-8809

邮箱 mzhang@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲6号

中环世贸中心D座7层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

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

评估观点

物流业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，物流需求将逐步增长，其发展潜力较大，但外资的进入及国内物流企业数量的增长将显著增加行业竞争。

深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“公司”）是国内具有较强竞争力的综合物流服务商之一。公司构筑了以华南为基地，辐射到上海、北京、苏州，面向国内外物流服务市场的物流网络架构，在国内石油设备国际采购物流市场有稳定的客户资源，拥有华南地区规模最大的塑胶原料交易及物流基地，近年来业务快速发展，总体经营态势良好。

公司资产质量较好，盈利能力较强；公司债务水平偏高。综合来看，公司的整体信用风险较低。

优势

1、物流行业有利于我国产业结构升级、促进经济增长方式的转变，受到的政策扶持力度大。

2、我国经济发展对物流依赖程度逐步提高，随着经济全球化、一体化的发展，物流从业企业发展前景广阔。

3、公司拥有稳定、优质的客户资源，以及一定的物流网络优势、区位优势，近年来业务快速发展，盈利水平提高。

关注

1、由于物流业加快对外开放，以及国内物流企业众多，公司面临较大的竞争压力。

2、公司存在依赖主要客户的风险。

3、公司物流运作载体和资源相对较少。

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 9 日的深圳市飞马运输有限公司，2003 年 1 月 16 日更名为深圳市飞马国际物流有限公司，2006 年 12 月 25 日公司整体改制为股份有限公司，以经审计后的截止 2006 年 11 月 30 日的净资产人民币 96570098.72 元按 1: 0.9941 的比例折为 9600 万股，每股面值 1 元，注册资本变更为人民币 9600 万元，其中广州市飞马运输有限公司持有 8640 万股，占股本总额 90%，赵自军持有 672 万股，占股本总额 7%，黄汕敏持有 288 万股，占股本总额 3%，并于 2006 年 12 月 25 日在深圳市工商局登记注册成立。

公司经营范围：承办海运、陆运、空运进出口货物的国际运输代理业务，包括：揽货、订舱、仓储、中转、集装箱拼装拆箱、结算运杂费、报关、包验、保险、报关的短途运输服务及运输咨询业务；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；普通货物运输、道路集装箱运输、投资兴办实业（具体项目另行申报）；经营进出口业务（按资格证书办理）。

公司内设总经理办公室、财务金融部、证券部、人力资源部、销售部、信息部、风险控制部、运营部、审计部共 9 个职能部门。截至 2006 年底，公司下属 1 家全资子公司、1 家控股子公司和 1 家分公司（详见附件 1）。

截至 2006 年底，公司合并资产总额 27500.27 万元，股东权益 10841.66 万元；2006 年实现营业总收入 29798.49 万元，利润总额 4433.95 万元。

公司注册地址：深圳市福田区深南大道 1056 号银座国际大厦 26 楼 2601 室；公司法定代表人：黄固喜。

二、行业分析

1、行业发展与现状

物流是指物品从供应地向接收地的实体流

动过程，物流服务是将运输、储存、装卸、搬运、包装、流通加工、配送、信息处理等基本功能实施有机结合。现代物流业是在传统的生产制造业、运输仓储业、商品流通业与现代信息产业融合、重组、提升的基础上形成的一种新的产业。作为一种先进的组织方式和管理技术，现代物流被广泛认为是企业在降低物资消耗、提高劳动生产率以外的重要利润源泉。

国际物流业发展现状

现代物流业是经济全球化的产物，也是推动经济全球化的重要产业。近年来现代物流业已经成为发达国家最具普遍影响力的经济基础和“朝阳产业”，其发展程度成为衡量一个国家现代化程度和综合国力的重要标志之一。

在发达国家，现代物流的发展非常迅速。美国和日本已经走在物流发展领域的前列，欧洲的现代物流起步稍晚，但在政府部门与企业的重视下也得到了较大发展。从 1996 年至 2003 年，全球现代物流行业市场规模年均增长率为 13%，2003 年全球第三方物流（3PL）市场达 1970 亿美元。

国内物流业发展现状

现代物流业在我国起步较晚，但发展迅速。近年来，物流行业在科技进步和管理技术创新的驱动下，逐步从传统物流向现代物流转变。目前，众多世界 500 强企业已经入驻我国，形成了珠三角、长三角、环渤海 3 个产业化集聚中心。全球制造产业向我国集聚推动了我国现代物流行业的快速发展，现代物流行业是推动我国产业结构升级的重要行业，是我国二十一世纪极具潜力的朝阳行业之一。

目前，我国已建成由铁路、公路、水路、航空和管道 5 种运输方式组成的综合运输体系；现代物流业务收入增长明显快于传统物流业务，综合型物流企业收入增长明显快于运输型和仓储型物流企业，物流结构在向好的方面发展；我国的第三方物流企业也开始起步，配送中心稳步发展，现代物流技术的应用得到加强，管理与服务水平有了大幅提高。我国物流

总费用增速逐年趋缓，社会物流总费用占社会物流总值的比重呈下降趋势，我国物流业效益不断提高。我国物流市场上，已经有一些民族物流品牌初具规模，显示出旺盛的生机与活力，如中远、中海、中外运、中储、中铁等（见表1）。

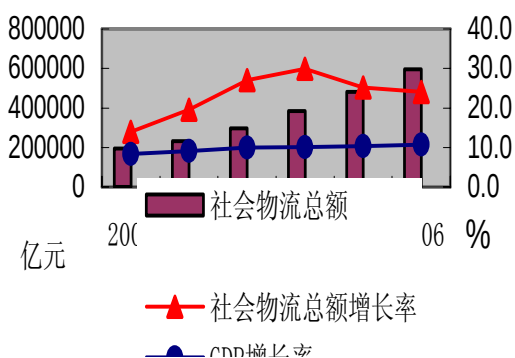
表1 2006年中国物流企业10强排名

排名	单位	2005年主营业务收入
1	中国远洋运输(集团)总公司	8707625
	中远集装箱运输有限公司	2722427
	广州远洋运输公司	488243
2	中国海运(集团)总公司	5322305
	中海集装箱运输股份有限公司	2718120
	中海集团物流有限公司	59835
3	中国对外贸易运输(集团)总	4258770
	中国外运广东有限公司	261731
4	中国长江航运集团总公司	1622058
	上海长江轮船公司	180318
5	中国物资储运总公司	744964
	中储发展股份有限公司	541257
6	中国国际货运航空有限公司	567767
7	中铁快运股份有限公司	538018
8	山东海丰国际航运集团有限公	509661
9	招商局物流集团有限公司	393704
10	嘉里大通物流有限公司	371531

注：数据来源于中国物流与采购联合会；表格中列出了排名1~5名企业的主要子公司及其主营业务收入

①物流运行保持快速增长

图1 社会物流总额与GDP增长情况



注：数据来源于中国物流与采购联合会

根据中国物流信息中心的统计数字显示，“十五”期间，全国社会物流总额达158.7万亿元，比“九五”时期增长近1.4倍，年均增长23%。扣除价格因素，需要运输、装卸等物流服务的

实物量年均增长15%左右，明显快于同期GDP年均9.5%的增长水平（见图1）。2006年，全国社会物流总额达59.6万亿元，按现价计算同比增长24%，仍保持快速增长的趋势。

2006年，全国社会物流总额的快速增长，主要是由工业品物流总额与进口货物物流总额快速增长推动（见表2）。其中，工业品物流总额51.7万亿元，同比增长25.1%；进口物流总额6.3万亿元，同比增长17%。

表2 2006年全国社会物流总额增长及构成

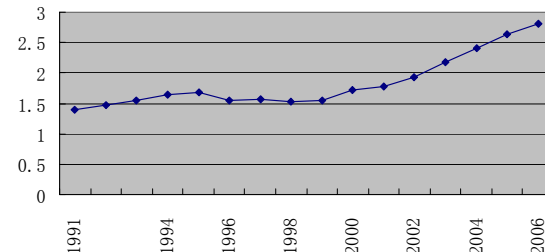
	物流额(亿元)	占比(%)	同比增长(%)
工业品	516864	86.72	25.1
农产品	13546	2.27	6.3
进口货物	63267	10.62	17.0
再生资源	2059	0.35	15.9
单位与居民物品	240	0.04	16.9
总计	595976	100	24.01

注：数据来源于中国物流与采购联合会

②对经济增长及增长方式转变的作用明显

现代物流业已经成为加快发展第三产业，推动经济结构调整的必不可少的重要措施，我国国民经济发展对物流的依赖程度越来越高。据中国物流与采购联合会测算，每一单位GDP的物流需求系数（即GDP总值/社会物流总值）从1991年的1:1.4扩大到了2006年的1:2.8（见图2）。

图2 单位GDP物流需求系数变化情况



注：数据来源于中国物流与采购联合会

物流业对经济发展的贡献明显。2006年物流业增加值为1.41万亿元，按可比价计算同比增长12.5%，增幅比2005年提高1.1个百分点，比全国第三产业增加值10.3%的增速快2.2个

百分点，占全国第三产业增加值的比重为 17.1%。

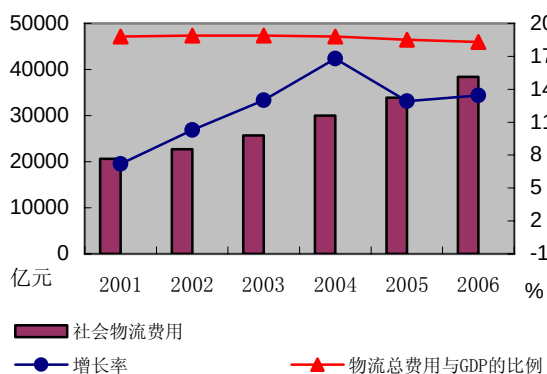
物流规模扩大，为国民经济的发展提供了基础保障。2006 年我国物流总额增长 24%，增长率明显高出同期 GDP 增长率。2006 年，我国规模以上工业销售产值增长 25.5%，全社会固定资产投资增长 24%，进出口贸易增长 23.8%，物流业对工业生产、固定资产投资、进出口贸易三大需求快速增长的支撑作用尤为明显。

现代物流快速发展成为推动我国流通速度加快、效率提高的重要因素。据国家统计局对规模以上工业企业统计，2006 年工业企业产成品存货率由 2005 年的 5% 回落至 4.7%，降低 0.3 个百分点；流动资产周转次数为 2.46 次，比 2005 年提高了 0.15 次，流动资产周转速度加快了 6.5 个百分点。

③ 社会物流总费用与 GDP 比率继续降低

2006 年，我国社会物流总费用超过 3.8 万亿元，同比增长 13.5%。近年来，社会物流总费用与 GDP 的比率呈下降趋势（见图 3）。在物流需求规模增长明显快于 GDP 增长的情况下，社会物流总费用与 GDP 的比例逐渐降低，表明我国物流业的运行质量进一步提高。

图 3 社会物流总费用增长情况及与 GDP 的比例情况



注：数据来源于中国物流与采购联合会

从物流总费用的构成看，2006 年，运输费用、保管费用和管理费用占社会物流总费用的比重分别为 54.70%、32.10% 和 13.20%。其中，

运输费用为 2.10 万亿元，同比增长 12.8%；保管费用为 1.23 万亿元，同比增长 16%；管理费用为 5066 亿元，同比增长 10.4%（见表 3）。

造成保管费用增幅上升，比重扩大的主要原因有两个方面，一方面是随着国内市场生产资料等大宗产品供求形势由紧趋松的转变，库存的上升，保管环节的仓储业务等增幅明显超过运输业务；另一方面，则是保管环节中的流通加工、包装、配送等现代物流业务发展迅速，2006 年继续保持 30% 左右的快速增长，明显快于运输业务的增长，进一步表明我国现代物流方式在快速发展。

表 3 2006 年全国社会物流费用增长及构成

	物流费用 (亿元)	占比 (%)	同比增长 (%)
运输费用	21018	54.70%	12.8
保管费用	12331	32.10%	16.0
管理费用	5066	13.20%	10.4
总计	38415	100.00%	13.5

注：数据来源于中国物流与采购联合会

④ 物流外包增加、专业化程度提高

根据 2006 年全国物流统计调查资料，制造业物流外包特别是销售物流外包明显加大，增长速度在 5%-10% 左右，运输与仓储外包的增长速度在 10%-15% 左右。其中，2006 年企业运输业务委托第三方的比例为 67.1%，比 2005 年同期提高 2.5 个百分点。由于专业化分工加快，第三方物流市场逐步细分，专业化程度提高。

⑤ 物流业固定资产投资持续较快增长

2006 年，物流业固定资产投资额为 12169 亿元，同比增长 23.4%，继续保持较快增长。

从投资构成看，以交通运输业和贸易业为主，2006 年，上述两类投资分别占物流业固定资产投资总额的 80.33% 和 15.01%（见表 4）。随着投资的快速增长，物流业基础条件继续得到改善，物流行业可持续发展能力得到增强。据统计，2006 年，全国新建铁路投产里程 1605 公里，增建铁路复线投产里程 705 公里，电气

化铁路投产里程 3960 公里；新建公路里程 93720 公里，其中，高速公路 4325 公里；港口万吨级码头泊位新增吞吐能力 4.6 亿吨。车船运力加快向大型化、专业化方向发展。

表 4 2006 年全国物流业固定资产投资额增长及构成

	投资额 (亿元)	占比 (%)	同比增长 (%)
交通运输业	9774	80.32	23.3
仓储业	470	3.86	29.0
贸易业	1827	15.01	22.9
配送、流通加工、包装业	58	0.48	27.0
邮政业	40	0.33	5.3
总计	12169	100.00	23.4

注：数据来源于中国物流与采购联合会

2、行业优势

①国家产业政策的大力支持

为加快我国产业结构升级、促进经济增长方式的转变，国家对现代物流行业加大了政策扶持力度，先后出台了一系列相关政策支持现代物流行业的快速发展。

2006 年 10 月，国家商务部开始实施服务外包“千百十工程”，明确提出在“十一五”期间，要在全中国培育 1000 家取得国际资质的大中型服务外包企业，推动 100 家世界著名跨国公司将其服务外包业务转移到我国，建设 10 个具有一定国际竞争力的服务外包基地城市，全方位承接国际（离岸）服务外包业务，力争到 2010 年服务外包出口额在 2005 年的基础上翻两番。

2007 年 3 月 19 日，国务院下发的《国务院关于加快发展服务业的若干意见》（国发〔2007〕7 号）对拓宽投融资渠道，加大对服务业的投入力度和对积极支持符合条件的服务企业进入境内外资本市场融资提出了明确的要求；同时，《意见》还要求优先发展运输业，提升物流的专业化、社会化服务水平，大力发展第三方物流，为现代物流业营造了良好的发展环境。

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》提出大力发展现代物流业，推广现代物流管理技术，促进企业内部物流社会化，实现企业物资采购、生产组织、产品销售和再生资源回收的系列化运作。

上述一系列政策的出台，极大地改善了现代物流行业的发展环境，为现代物流行业发展创造了难得的机遇。

②企业物流外包需求的增强

随着经济全球化的加快，企业面临的竞争也越来越激烈。各企业为增加自身抵御风险的能力，纷纷将有限资源向其核心业务倾斜，即向企业自身的加工能力、技术开发能力及市场营销能力倾斜。越来越多的企业认为应该将包括物流服务在内的非核心业务外包，交由专业的服务商来执行，从而有效地利用社会资源，充分享受社会专业化分工协作的成果。

近年来，随着企业发展及社会化分工的完善，特别是跨国公司对非核心业务的深刻理解，使物流服务外包业务发展速度加快。国内一些大企业也开始正视竞争的残酷性，寻求核心竞争力的培养，预计服务外包业务将获得进一步的发展。据对大型制造企业的物流市场调查，2006 年该部分企业的销售物流外包以 5%-10% 速度增长，运输与仓储外包以 10%-15% 速度增长。现代物流的内容将由销售物流向供应物流、生产物流和回收物流等环节延伸。

③现代信息技术发展的推动

20 世纪 90 年代以来，信息技术的发展为企业建设高效率的系统创造了条件。先进的信息技术实现了数据的快速、准确传递，一方面提高了现代物流服务商仓储管理、装卸运输、采购、订货、配送发运、订单处理的自动化水平，促进了订货、包装、保管、运输、流通加工一体化。同时，强大的网络系统使现代物流服务商能更快捷地和其他专业服务商沟通，及时掌握物流的运作状态，保证现代物流的有效掌控和运行。通过网络系统与客户系统的对接，使客户可以随时跟踪自己的货物，实现了现代

物流服务真正的无缝链接。

3、行业关注

从物流业发展总体水平来讲，我国的物流业还处于发展的初期阶段，物流发展水平仍相对落后。具体表现在：①现代物流观念还比较薄弱，物流企业“小而全”，“散而差”，我国目前具有全球竞争能力的物流企业不多，大多数物流企业只能提供简单的运输和仓储服务，很难满足国外跨国公司一体化物流服务的需要。②尽管“十五”期间，我国物流用固定资产年均增速达 19.7%，但由于物流需求的大幅增长，近几年我国的铁路与水运均出现了紧张局面，目前物流基础设施仍然比较薄弱。③我国物流行业整体服务质量和管理水平较低。在流通加工、物流信息服务、库存管理、物流成本控制等增值服务方面，尤其在物流方案设计以及全程物流服务等更高层次的服务方面还没有全面展开。④物流信息化、标准化程度不高。⑤受体制和机制约束，内部分割、垄断、封锁的现象依然突出，尚未建立公正、公平、公开的竞争市场与机制。

从竞争角度看，我国物流业企业众多，据 2006 年 2 月国务院第一次全国经济普查领导小组办公室发布的第三号公告显示，2004 年底我国共有物流企业 72753 家，行业竞争激烈。大部分的物流企业只能提供简单的传统物流服务，而提供系统化、一体化综合物流服务的现代物流企业不多。未来几年，随着我国物流行业的对外开放，外资进入国内物流市场的速度明显加快，跨国物流公司采用并购的办法在我国快速扩张，国有、民营与外资三足鼎立的格局正在发生变化，我国物流业将直面世界物流业的挑战和竞争，国内的物流市场竞争将会十分激烈。

从物流业的经济效益看，由于竞争激烈，我国物流服务收费水平普遍有所下降（除运输价格外），而物流企业成本支出快速上升，行业的整体盈利能力偏低。据 2006 年 2 月国务院第

一次全国经济普查领导小组办公室发布的第三号公告数据测算，2004 年物流业净资产收益率约为 3.66%，仓储型物流企业净资产收益率约为 2.01%。

4、未来发展

我国物流业商机巨大。我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。一方面我国的石油、矿产等很多资源要依赖国际市场；另一方面，我国正在成为全球的制造业中心，国际市场对我国的依赖程度也在不断加大。据中国物流与采购联合会预测，假设“十一五”期间 GDP 年均增长 8.5%，物流总额年均增长将达到 16.7%，到 2010 年社会物流总额将达到 90 万亿元，比 2005 年翻一番。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十一个五年规划的建议》中，首次把“物流”列入要大力发展的现代服务业，并明确指出要按照市场化、产业化、社会化的方针大力发展物流业，这为我国物流业的发展指明了方向、提供了政策保障。2005 年 8 月国家发改委等八部委联合发布的《全国物流标准 2005 年—2010 年发展规划》，有利于建立规范的物流市场秩序。此外，各地政府也加大了对物流基础设施建设的投入，促进物流技术装备水平的提高和物流管理技术创新。2005 年 11 月 28 日，海关总署发布了《中华人民共和国海关对保税物流园区的管理办法》（海关总署令第 134 号），解决了保税物流园区的政策障碍。同时我国政府还陆续出台了财政贴息、核销贷款等一系列优惠政策促进物流企业的发展。

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，但外资的进入及国内物流企业数量的增长将显著增

加行业竞争。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司早期主要从事客运、货运业务，之后经过不断的业务调整和资源整合，目前形成了以国际物流服务为基础，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的业务结构，是国内较具竞争力，能够提供运输、仓储、通关、装卸、分销、配送、国际货运代理、进出口贸易及相关服务的综合物流服务商。公司先后被评为“深圳市重点物流企业”、“深圳市现代物流业统计样本企业”、“西气东输管道工程优胜服务商”、“2006 深圳物流业最具竞争力品牌奖”、“2006 年度深圳市诚信物流企业”和“最受深圳工商企业好评的物流与供应链公司”。

目前，公司下属子公司 4 家，分别是成立于 2003 年 1 月，以现代物流服务为主营业务的东莞市飞马物流有限公司（注册资本 2000 万元）；成立于 2003 年 10 月，以受托出租和经营塑胶物流园为主营业务的东莞市飞马华南塑胶城投资有限公司（注册资本 1000 万元）；成立于 2007 年 4 月，以现代物流服务为主营业务的上海合冠供应链有限公司（注册资本 1000 万元）；成立于 2007 年 5 月，以保税物流服务为主营业务的苏州合冠国际供应链有限公司（注册资本 800 万元）。公司物流网络从以华南为基地，辐射到了上海、北京、苏州，初步形成了面向全国的物流业务网络架构。

综合物流服务是公司的核心业务，主要以国际物流总包、依托于塑胶物流交易市场的物流服务和保税物流服务为业务内容，其中国际物流总包是公司最为重要的综合物流服务，主要客户为中石油。2006 年中石油的以离岸价（FOB）定价采购量约为 15 亿美元，公司承担了其中 10 亿美元货物的国际物流总包服务，占中石油总采购量的 67.7%，是中石油的设备国

际采购综合物流服务的最大服务商。通过与中石油长期合作服务，公司与全球主要的石油设备供应商哈里伯顿、贝克休斯等以及最终用户辽河油田、塔里木油田、吐哈油田、长庆油田、兰州石化、抚顺石化等均建立了良好的合作关系，积累了丰富的物流服务经验，成为了国内石油设备国际采购物流市场的重要服务商。

塑胶物流园经营，公司以提供商铺和仓储出租及园区管理服务为业务内容。公司开创了民营企业投资塑胶物流园之先例，开发出了以塑胶物流园驱动现代物流服务的经营模式，吸引了包括中石油、中石化、台塑、LG 甬兴、三星、陶氏、奇美等品牌的 648 家塑胶商家进驻。2006 年华南塑胶物流园的成交额 80 多亿元，成为华南规模最大的塑胶原料交易及物流基地。

贸易执行，公司以类似于增值分销商的服务形式为贸易供应商、经销商和代理商服务，即在国内、国际贸易中，公司“形式买断”供应商产品，利用自身的物流网络将货物配送到供应商指定的经销商或代理商，经销商或代理商按预先约定的采购数量付款提货的物流服务。公司贸易执行服务主要针对塑胶行业，属于国内首创，2006 年完成了 5345 万元货值的服务收入，2007 年 1-3 月，该服务收入达到 4522 万元，呈现快速发展态势。

2007 年 5 月，公司在完成企业改制、上市辅导工作，并通过深圳证监局验收后，向中国证监会递交了 IPO 的相关申请材料，拟向社会公开发行股票，该申请材料已被证监会受理，目前正处于审核阶段。

总体看，公司初步构筑了面向全国的物流业务网络架构，拥有稳定的客户资源，在国内外物流服务环节整合和本土化方面有较强的竞争优势，并积极通过物流园区建设、全国物流业务网络布局增强综合物流服务的市场竞争能力，为其未来可持续发展奠定了良好基础。

2、人力资源

公司目前共有高层管理人员5人，其中总经理1人、副总经理2人、董事会秘书兼副总经理1人，财务总监1人，均具有大专及以上学历，具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。公司董事长黄固喜先生，现年62岁，本科学历，历任深圳市沙头角教育局副局长，深圳市罗湖教育局局长，深圳市罗湖科技局局长，广州市飞马运输有限公司及深圳飞马国际物流有限公司董事长，现任公司董事长兼法人代表。公司总经理黄壮勉先生，现年37岁，本科学历，历任中国建设银行深圳分行业务主管，中国石油集团公司深圳分公司部门经理，深圳市飞马国际物流有限公司总经理和董事长，现任公司董事兼总经理。

截至2006年底，公司拥有员工206人。按年龄结构划分：30岁以下占64.08%，30~50岁占34.47%，50岁以上占1.45%；按教育程度划分：大专以上占44.66%，高中中专占54.85%，初中以下占0.49%；按职称划分，高级职称占3.88%，中级职称占6.31%，初级职称占7.77%。

综合来看，公司高级管理人员综合素质较高，具有丰富的企业管理经验和较高的管理水平，熟悉公司整体状况及发展方向，有利于公司的长远发展。公司员工队伍年轻化，整体文化素质较高，符合公司技术服务型企业特点。

四、经营管理

1、管理分析

法人治理结构

经历次股权转让、股东增资和公司改制后，截至2006年底，公司注册资本为9600万元，由广州市飞马运输有限公司（90%）和赵自军（7%），黄汕敏（3%）2位自然人持股（股权结构如表1），其中黄壮勉和黄固喜分别持有84%和16%的广州市飞马运输有限公司股权，因此，黄壮勉为公司实际控制人。

表5 公司股权结构

序号	股东	出资额（万元）	出资比例（%）
1	广州市飞马运输有限公司	8640	90%
2	赵自军	672	7%
3	黄汕敏	288	3%

公司根据自身的发展状况对《公司章程》逐步进行了修订和完善，并制定和完善了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作细则》、《对外担保决策制度》和《关联交易决策制度》等法人治理制度文件。

股东大会是公司的最高权力机构，严格按照《公司法》、《公司章程》等规定运行。目前董事会成员8名，设董事长1人、独立董事3人；监事会由3名监事组成。董事会在企业发展战略和中长期规划、重大组织结构调整和人事问题、经济改革和政策、重大投融资活动和建设项目等方面行使决策权，董事会下还设有审计委员会、战略和投资管理委员会、薪酬与考核委员会、风险管理委员会和战略与投资管理委员会等5个专业委员会，作为辅助决策支持机构；经理班子全面负责企业的生产经营管理活动；监事会履行监督职责。公司建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构基本完善。

内部管理体制

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设总经理办公室、财务金融部、证券部、人力资源部、销售部、信息部、风险控制部、运营部、审计部共9个职能部门。各部门分工明确，能较好满足业务运营的实际需要。

公司目前建立了一整套包括《结算工具风险控制办法》、《应收账款管理办法》、《合同管理制度》、《运输供应商管理办法》、《国内物流业务操作规范》、《国际物流业务操作流程》、《仓库管理规定》、《计算机管理信息系统管理规定》、《内部信息沟通控制程序及管理制度》、《内部审计工作管理制度》、《财务管理控制制度》等在内的内部控制制度。

在业务控制方面，公司管理层在执行业务控制过程中，采取了包括授权与审批、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施，将内部控制工作落实到决策、执行、监督、反馈等各个环节。

在信息控制方面，公司建立了有效的企业信息系统，员工能充分理解和执行公司的政策和程序，信息能够及时传达到应被传达到的人员，各下属单位信息能够及时、畅通的反馈到决策层。

在财务管理方面，公司按照《企业会计制度》的要求建立了一套独立、完整、规范的财务会计核算体系和财务管理制度，并建立了相应的内部控制制度。公司实施预算管理制度，逐步建立了与预算管理相适应的会计核算办法和预算考评奖惩制度，保证预算执行的严肃性，逐步形成较高效的管理体系。

在人力资源管理方面，公司加强对外部人才的引进，制定了一系列的人才引进计划，并从薪酬激励、个人发展、技能培训、参与管理等方面强化人才的引进和培养工作；同时，公司还强化内部人才培养机制，挖掘和激发员工的潜能，为优秀员工提供良好的发展空间。

总体看，公司内部管理机制较为规范，整体管理水平较高。

2、经营分析

公司主营业务涉及综合物流服务、贸易执行、物流园经营和客运四大板块，其中客运业务由于无明显竞争优势、不利于公司集中资源发展综合物流服务业务，且受同业竞争影响，已于2007年4月整体转让给深圳市飞马客运有限公司，资产过户手续正在办理中。

近3年综合物流服务收入占比呈下降趋势，但毛利率水平逐年上升；2005年起新增的物流园经营业务，其收入占比有所增加及毛利率水平有所上升；2006年起新增的贸易执行业务，其收入占比较高，但毛利率水平很低。从表6看，目前综合物流服务业务是公司收入与

利润的主要来源。

表6 近3年公司收入与毛利率变化情况

业务板块	收入占比(%)			毛利率(%)		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
综合物流服务	89.14	76.21	65.59	15.80	16.78	20.50
贸易执行	-	-	17.94	-	-	0.19
物流园经营	-	10.39	11.23	-	60.85	69.01
客运	10.86	13.40	5.24	-8.92	44.39	29.72

综合物流服务业务

综合物流服务业务是公司的核心业务，包括国际物流总包服务、依托于塑胶物流交易市场的物流服务和保税物流服务，其中国际物流总包是公司长期从事且最为重要的综合物流服务，塑胶物流园综合物流服务和保税物流服务则是公司分别在2005年和2007年新发展的业务。近3年，随着公司资产规模的扩大与物流服务能力增强，以及创新业务的增加与服务范围的扩大，综合物流服务业务快速发展，年均增长率为73.05%。2006年综合物流服务业务实现营业收入19543.92万元。

公司国际物流总包的主要客户是中石油。公司从2004年开始为中石油的设备国际采购提供全程物流服务，包括设备运输方案策划、采购模式设计、保险选择与购买、装船监理、运输过程监控、专业物流商的安排与管理、货物通关及国内配送等服务，克服了以下物流服务实施的困难：中石油国外采购的设备多为超大、超重、形状不规则的非标准件，装箱装船难度大，而且设备生产厂商遍布世界各地，没有确定的航线，运输过程繁琐而复杂，加上其采购设备对于到达指定地点的时间具有严格的要求等。公司承揽的中石油国际设备采购物流总包业务份额逐年增长，从2004年的48.07%扩大到2006年的67.70%。2006年，该项物流服务实现12000万元的收入，同比增长了76%，呈现快速增长态势。但值得注意的是，2004年、2005年公司对于中石油的该项业务收入超过了公司营业总收入的50%，存在依赖主要客户的风险，目前随着公司其他业务的扩张及新客户的

开发，截至 2006 年底，公司对中石油的该项业务收入占公司营业总收入的比例已下降至 40.27%。

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是公司依托于塑胶物流交易市场的物流服务业务内容。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。该业务收入从 2005 年的 1000 万元增长到 2006 年的 5547 万元，成长性良好。

保税加工贸易的快速发展给现代物流企业提供了巨大的商机。2002~2005 年，我国加工贸易迅猛发展，海关监管的加工贸易进出口总值从 3021.50 亿美元增长到 6905.11 亿美元，年均增长率 25.7%，占国家外贸进出口总值 48.7%，加工贸易产业已经成为进出口贸易的“半壁江山”。针对这一巨大市场，公司在 2007 年新发展了保税物流业务，通过在上海、北京、苏州设立的基地和在全国主要保税区（港）设立的保税物流网点，为加工贸易保税工厂之间庞大的物流提供一体化的综合管理服务。该业务发展前景良好，将是公司新的业务增长点。

物流园经营业务

公司依托自身投资兴建，地处广东省东莞市黄江镇的塑胶物流园，开展商铺、仓储出租及园区管理服务等物流园经营业务。公司塑胶物流园地处珠三角中心地带的东莞市，交通便利，地理位置优越；整个园区占地面积 16.70 万平方米，拥有商铺 1290 间，驻场商家近 650 家，具有一定的规模优势；东莞市邻近香港，“三来一补”的企业较多，已成为我国目前最大的塑胶集散地之一，物流园靠近消费主市场，区位优势明显。突出的竞争优势使塑胶物流园已发展为华南地区规模最大的塑胶原料交易及物流基地，2006 年实现市场交易额 80 多亿元，经营业务收入 3347.48 万元，同比增长 165.33%。

贸易执行业务

贸易执行业务是公司首创的物流服务业，主要为公司塑胶物流园提供配套服务，既帮助生产厂家或供应商以及经销商解决了资金压力和库存压力，又有效的提升了物流园的业务量。该业务 2006 年完成了 5345 万元货值的服务收入，2007 年 1-3 月收入达到 4522 万元，发展态势良好，但由于该业务仍处于发展初期，毛利率较低，对公司盈利水平产生不利影响。

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，建立了一种可持续增长的竞争优势。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；另外，随着物流业加快对外开放，以及国内物流企业众多，公司面临较大的竞争压力。

3、经营优势和经营风险

业务结构优势

公司剥离了客运业务，形成了以国际物流服务为基础，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，围绕综合物流服务的业务结构。公司业务结构的稳定性和扩张性较好，有较强的抗风险能力和竞争力。

服务优势

公司通过自身较强的物流资源整合能力和物流环节优化能力，依靠良好的服务技术和服务品质，与中石油等客户建立了长期、稳定的业务合作关系，在与中远航运等国内物流巨头的竞争中处于领先。公司还通过建立区域性的交易市场，带动和拓展综合物流服务，为客户建立全程、全方位、多功能的物流服务。

品牌与客户优势

公司通过与多家国内、国际知名的公司建立了良好的业务合作关系，为包括世界 500 强在内的众多跨国公司提供综合物流服务，拥有

了中石油、中石化、Philips 等优质客户。这些客户强大的经济实力、良好的信誉、迅速发展的业务为公司未来可持续发展提供了有力保障。同时，通过为这些优质客户服务，不但使公司在行业中具有较高的知名度，而且使公司的品牌效应得到扩大和强化。

人才优势

公司拥有一批具有多年物流经营与管理经验的人才，业务创新能力强。

依赖主要客户风险

公司综合物流服务的主要客户较为集中于中石油，2004 年、2005 年公司中对中石油的该项业务收入超过了公司营业总收入的 50%，虽然随着公司其他业务的扩张及新客户的开发，截至 2006 年底，公司对中石油的该项业务收入占公司营业总收入的比例已下降至 40.27%，但是如果中石油的生产经营、财务状况发生波动将会给公司带来影响。

业务运营基础设施不足

公司虽然通过自身较强的物流资源整合能力和物流环节优化能力，这种轻资产化的服务模式实现了业务的快速发展，但是随着市场需求的快速增长和服务范围的扩大、服务层次的提高，公司现有的 16 万平方米的仓储能力、14 万平方米的商铺、5 个城市的物流基地和物流网络的信息化、自动化水平均不能满足业务发展的需求。较少的物流运作载体和资源将会增加公司的服务成本，降低其市场竞争力。

资金需求较大

公司各项业务增长迅速，2004~2006 年主营业务收入年均增长率为 101.74%，迅速增长的业务需要大量的运营资金，同时，公司业务运营基础设施建设将使固定资产投资较多，需要大量的资本支出，但公司融资渠道主要依赖银行贷款和自筹解决，难以完全满足较大规模的资金需求。因此，公司未来存在一定的资金缺口，外部融资压力较大。

4、经营效率

2004~2006 年，公司资产总额年均增长 24.70%，股东权益年均增长 34.68%，营业总收入年均增长 101.74%，利润总额年均增长 199.02%。近三年公司增长质量较好。

2005~2006 年，公司存货周转次数有所下降，销售债权周转次数和总资产周转次数有所上升，2006 年上述 3 项指标分别为 3.05 次、53.53 次和 0.98 次，与上年相比，存货管理水平较高，应收账款管理水平有所上升，但应收账款的回款速度仍较慢，总资产利用效率有所提高。整体看，公司的经营效率基本正常。

表 7 近三年经营效率

指 标 (次)	2004 年	2005 年	2006 年
销售债权周转次数	--	1.26	3.05
存货周转次数	--	951.32	53.53
总资产周转次数	--	0.48	0.98

5、未来发展

公司未来的发展目标是，把高端物流技术服务渗透到物流服务的每一环节中，努力成为国内一流、国际领先的技术型综合物流服务商。为此，公司确定了以下几个重点发展目标：①继续拓展石油设备国际采购的国际物流市场，抓住中石油实施“西气东输二线工程”的机遇，实现收入的持续增长，确保在该市场的市场占有率不低于 80%；②加快完成东莞塑胶物流园更新、改造，充分发挥塑胶物流园的规模优势、区位优势，结合塑胶物流服务的创新经营模式，巩固和提高公司在行业中的竞争地位；③加快在全国投资设立物流平台，使公司物流服市场从区域向全国、从塑胶行业向多行业扩张，扩大市场份额。

公司计划发行企业债券 4000 万元，将用于飞马华南塑胶物流园技术改造项目，以扩大公司的综合物流服务规模。上述项目总投资 20976 万元，其中用于固定资产投资 15976 万元，流动资金 5000 万元，本期债券发行额占项目总投资额的 19.07%。

该项目是拟对在东莞市黄江镇建立的华南塑胶物流园进行更新、改造，进一步发展为以深圳为枢纽、辐射华南以至全国的塑胶物流中心。项目已经深贸工技备（2006）277 号文备案，并已取得了仓储用地的土地使用权证，土地总面积约为 16.73 万平方米。项目建设内容包括新建 5 至 8 万平方米面积的仓储，更新现有的 1 万平方米仓储及配送中心，新增一定数量的货车、装卸设备，改造信息网络系统。预计项目建设周期为 3 年，2007 年 9 月启动，到 2010 年底完成后，可实现年收入 54000 万元，利润总额 7500 万元，内部收益率为 27.77%，回收期为 3.29 年。

该项目总投资 20976 万元，其中企业自筹 8000 万元，发行企业债券 4000 万元，其余资金由银行贷款解决。

公司未提供未来经营状况预测，公司近几年销售收入增长迅速，预计随着上述目标的实现，公司仓储能力和物流配送能力会有显著提高，公司的核心竞争力与抗风险能力将得到增强，公司未来三年的经营情况与盈利能力有望持续向好。

债务负担方面，公司上市申请材料正处于审核阶段，公司能否上市以股权的形式融入资金存在一定的不确定性。依据公司目前盈利能力保守估计，公司未来三年经营性现金净流量合计应该在 13000 万元左右，假定公司现有的货币类资产继续维持以满足生产经营和短期资金周转的需要，公司要完成项目投资预计还存在 7000 万元的资金缺口，目前 4000 万元的债权融资额度不能完全满足项目投资需求，由于资金缺口不大，对公司负债水平影响不大。

五、财务分析

公司提供了经深圳大华天诚会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2004 年、2005 年和 2006 年度合并财务报表。2006 年公司合并报表范围包括东莞市飞马物流有限公司和东

莞市飞马华南塑胶城投资有限公司共 2 家二级子公司。公司从 2007 年 1 月 1 日起执行新会计准则，调整了 2007 年 1 月 1 日的资产负债表期初数，并以此为基础对 2004 年、2005 年和 2006 年度财务报表进行了追溯调整。公司三年合并报表具有可比性。

截至 2006 年底，公司合并资产总额 27500.27 万元，股东权益 10841.66 万元；2006 年实现营业总收入 29798.49 万元，利润总额 4433.95 万元；经营活动现金流量净额 4496.68 万元，现金及现金等价物净增加额 4584.83 万元。

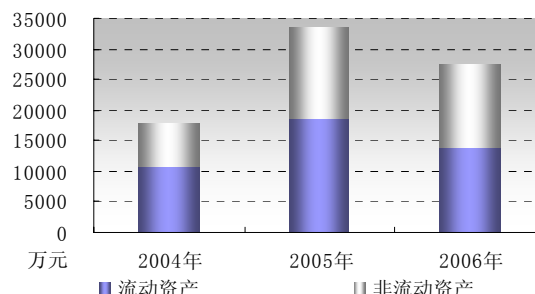
截至 2006 年底，公司本部资产总额 19562.24 万元，长期股权投资 2187.48 万元，股东权益 10496.08 万元；2006 年实现营业总收入 26451.01 万元，利润总额 4203.43 万元；经营活动现金流量净额 792.23 万元，现金及现金等价物净增加额 4539.52 万元。

以下分析以公司合并报表数据为主。

1、资产构成

2004 年~2006 年，公司资产规模波动中有所增长，年均增速 24.70%，主要来自非流动资产的增长。截至 2006 年底，公司资产总额为 27500.27 万元，其中流动资产和非流动资产分别占 50.34%和 49.66%。公司非流动资产所占比重相对较多，符合行业特点。

图 4 近三年总资产规模与结构

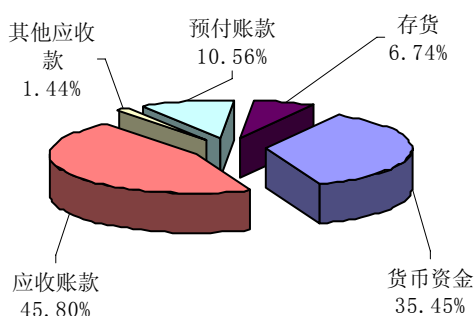


流动资产

近三年公司流动资产波动中有所增长，年均增长率为 12.34%，其中货币资金、预付账款

和存货分别以年均 450.33%、393.43% 和 1664.23% 幅度快速增长，在流动资产的占比提高也较快，这主要是公司经营规模快速扩大所致。2006 年底，公司流动资产为 13842.91 万元，其结构如图 5 所示。其中，占比在 5% 以上的主要为应收账款和货币资金，其次为预付账款和存货，不含交易性金融资产。

图 5 2006 年底流动资产结构



截至 2006 年底，公司货币资金余额 4907.67 万元，占流动资产的 35.45%。

截至 2006 年底公司应收账款余额为 6560.92 万元，从账龄看，1 年以内的占 40.96%，1~2 年的占 59.04%，公司已按账龄分析法计提相应坏账准备 220.56 万元。公司的前五名欠款客户合计欠款占应收账款余额的 72.42%，欠款集中度较高。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。

截至 2006 年底公司其他应收账款余额为 202.51 万元，从账龄看，1 年以内的占 94.59%，1~2 年的占 2.40%，2~3 年的占 2.57%，3~4 年的占 0.44%。公司 2006 年底的其他应收账款主要是 150 万元的保证金，预计发生损失的可能性较小。公司已计提坏账准备 2.95 万元。

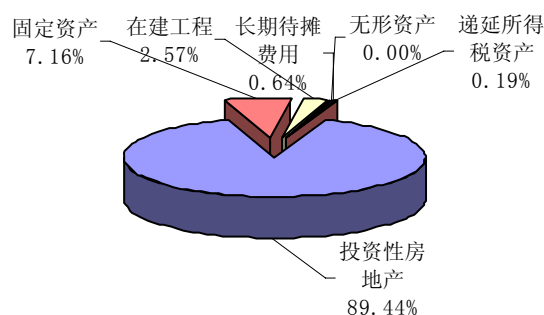
近三年公司存货以年均增长 1664.23% 幅度快速增长。2006 年底公司存货年末余额 932.94 万元，同比增长 4.62 倍，主要是公司 2006 年增加贸易执行业务库存商品增加所致，其中库存商品、低值易耗品分别占 98.59% 和 1.41%，

由于跌价风险较小，公司尚未计提存货跌价准备。

非流动资产

近三年公司非流动资产波动中有所增长，年均增长率为 42.59%，其中在非流动资产中占比较高的投资性房地产、固定资产分别以年均 126.74% 和 0.22% 幅度增长，在建工程以年均 66.01% 幅度减少。2006 年底，公司非流动资产为 13657.36 万元，其结构如图 6 所示，不含可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资。

图 6 2006 年底非流动资产结构



截至 2006 年底，公司投资性房地产原价为 13552.84 万元，其中房屋与建筑物、土地使用权分别占 82.29% 和 17.71%；公司采用成本模式对投资性房地产进行计量，并按会计准则相应计提了折旧和摊销，其中房屋与建筑物累计折旧 1217.88 万元，土地使用权累计摊销 119.99 万元。投资性房地产主要包括东莞塑胶物流园土地使用权（东府国用（2004）第特 552 号国有土地证）和分布在深圳、东莞、北京等城市的房屋与建筑物，其中东莞塑胶物流园土地使用权已抵押。

公司近三年固定资产净额有所波动。2006 年底为 977.21 万元，其中固定资产原值为 2136.56 万元，累计折旧 1159.35 万元。固定资产净额主要是运输设备（占 88.42%），其余为通用设备、电子及其他设备。公司根据固定资产可收回金额高于账面价值，未计提资产减值准备。

截至 2006 年底，公司在建工程为 351.26

万元，同比减少 88.05%，主要是公司东莞塑胶物流园部分工程完工转入投资性房地产所致。公司根据在建工程可收回金额高于账面价值，未计提资产减值准备。

截至 2006 年底，公司无形资产余额 0.32 万元，主要是商标权和软件。

截至 2006 年底，公司长期待摊费用为 87.13 万元，是对一笔 121.50 万元担保费的本期摊销金额。

总体看，公司资产中流动资产和非流动资产基本持平，流动资产主要以货币资金和应收项目为主，应收项目计提坏帐准备相对较低，整体资产质量较好。

2、负债及股东权益

从表 8 看，近三年公司负债总额有所波动，年均增长率是 19.28%。截至 2006 年底，公司负债总额 16658.61 万元，其中流动负债占 79.35%，非流动负债占 20.65%，负债结构有所改善，但仍不尽合理。流动负债中，主要包括短期借款（46.15%）、应付账款（15.60%）和预收账款（18.68%），其中短期借款有 3 笔共计 6100 万元担保借款，由广州飞马公司、黄田实业公司、东莞飞马公司、华南塑胶城投资公司、黄壮勉、黄固喜提供担保；应付账款主要是物流服务款和塑胶物流园工程款；预收账款主要是塑胶物流园商铺预收租金。公司非流动负债是 3440 万元的长期借款，包括一笔 1230 万元的委托借款，委托方是国家开发银行，贷款银行是兴业银行，并由深圳中科智担保投资有限公司提供担保，以及一笔 2210 万元的抵押借款，以公司土地使用权作抵押。

近三年公司股东权益年均增长 34.68%，高于资产规模年均 24.70% 的增长幅度。公司股东权益增长主要来自股东增资。截至 2006 年底，公司股东权益为 10841.66 万元，其中股本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占 88.55%、0.53%、0.78%、6.96% 和 3.19%，所有者权益较为稳定

表 8 近三年资本结构

项 目（万元）	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额	17685.66	33366.80	27500.27
短期债务	4285.00	5020.00	6100.00
长期债务	0.00	0.00	3440.00
负债总额	11708.32	26241.48	16658.61
股东权益	5977.34	7125.32	10841.66
指 标（%）	2004 年	2005 年	2006 年
长期债务资本化比率	0.00	0.00	24.09
全部债务资本化比率	41.75	41.33	46.81
资产负债率	66.20	78.65	60.58

从表 8 看，公司近三年的负债水平有所波动，2006 年底，公司资产负债比率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 60.58%、24.09%、46.81%，债务水平偏高，存在一定的债务压力。

3、盈利能力

近年来，随着公司业务结构的调整优化、资产规模的扩大和客户需求持续增强，以及创新业务的增加与服务范围的扩大，各项业务快速发展，近三年公司营业总收入以年均 101.74 % 的幅度快速增长；同期，由于公司不断优化其国内外物流服务环节，综合物流服务成本有所下降，以及公司原客运业务新线路不断拓展，使经营效益较大提高，公司营业利润和利润总额快速增长，年均增长率分别为 192.88% 和 199.02%（表 9），总体经营态势良好。

表 9 近三年盈利情况

项 目（万元）	2004 年	2005 年	2006 年
营业总收入	7321.81	12143.71	29798.49
营业利润	501.21	1317.04	4299.28
利润总额	495.90	1316.29	4433.95
净利润	420.64	1057.98	3716.34
指 标（%）	2004 年	2005 年	2006 年
营业利润率	6.85	10.85	14.43
总资本收益率	7.32	12.42	22.59
净资产收益率	7.04	14.85	34.28

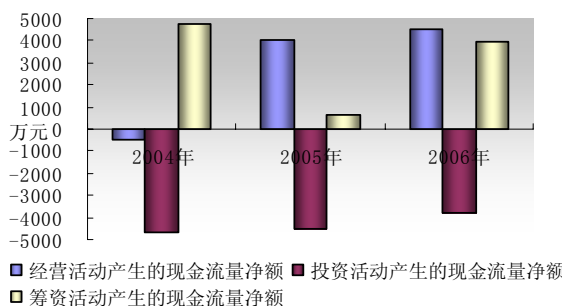
从盈利指标看，近三年公司营业利润率保

持上升，2006 年为 14.43%，主营业务盈利水平正常；净资产收益率逐年上升，主要归功于公司业务结构调整优化，总资产利用效率不断提高，2006 年为 34.28%。公司整体盈利水平较高。今后，随着公司业务结构调整和物流运营基础设施的进一步完善，预计公司的收入水平和盈利能力有望继续提高。

4、现金流量

经营活动方面，随着公司经营规模的不断扩大和业务结构的调整优化，近三年公司销售商品、提供劳务收到的现金以年均 185.75%幅度快速增长；收到其他与经营活动有关的现金也快速增长，但占经营活动现金流入比重大幅下降，主要是往来款项。2006 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 4496.68 万元，经营活动获取现金能力较强。2006 年，公司现金收入比率为 124.89%，同比上升 163.94%，收入实现质量较高。

图 7 近三年现金流情况



投资活动方面，近三年因公司东莞塑胶物流园和物流网络建设需要，投资规模较大，投资活动产生的现金流量净额均为负值。2006 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3824.85 万元。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流入在波动中有较大增长，主要是借款收到的现金，以银行长短期借款为主；公司筹资活动现金流出主要是偿还债务所支出的现金。2006 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 3977.38 万元。

总体看，公司 2004 年经营性现金流量净额为负，之后经过业务调整，突出经营优势，2005 年大幅增长，2006 年保持上升趋势，较好的保证了投资活动的资金需求，经营性现金流情况正常。预计随着公司物流运营基础设施建设的进一步加强，未来三年公司投资支出规模仍较大，对外筹资需求不断增加。

5、偿债能力

近三年，由于公司流动资产年均增长率 12.34%高于流动负债的年均增长率 6.25%，公司流动比率和速动比率在波动中有所提高（表 10），2006 年两项指标分别为 104.72%和 97.67%，公司短期支付能力基本正常。

表 10 近三年偿债能力

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
利润总额	495.90	1316.29	4433.95
EBITDA	800.46	2200.50	6312.26
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
流动比率 (%)	93.68	71.81	104.72
速动比率 (%)	93.66	71.74	97.67
EBITDA 利息倍数	6.66	13.11	11.63
债务保护倍数	0.16	0.40	0.60

近三年公司利润总额保持增长，折旧有所波动，利息支出、摊销保持增长，导致 EBITDA 利息倍数先升后降，2006 年为 11.63 倍，EBITDA 对利息的偿付能力较强；近三年由于公司盈利能力逐步增强，利润总额快速增长，债务保护倍数逐年提高，2006 年为 0.60 倍，对债务保护能力正常。从债务期限看，截至 2006 年底，公司短期债务、长期债务分别为 6100 万元和 3440 万元，其中短期债务到期时间均在 2007 年上半年，而长期债务期限分布较长，2009 年到期 1230 万元，2011 年到期 2210 万元。总体看，公司对全部债务的偿还能力正常。

截至 2006 年底，公司无对外担保、无诉讼事项。

6、本期债券偿还能力

公司拟于 2007 年发行 5 年期企业债券 4000 万元，占公司 2006 年底总债务的 41.93%，对公司现有债务的影响程度较大。

以 2006 年底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期企业债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 75.12% 和 66.43%。

公司与国内银行建立了良好合作关系，截至 2007 年 3 月底，公司从深圳发展银行、上海浦东发展银行、兴业银行、中国工商银行等银行及其他金融机构共获得 1.6 亿元的授信额度，目前已使用 1.499 亿元。公司虽然为中小型民营企业，但间接融资渠道畅通，有利于降低债务偿还风险。

综合上述以及公司近三年的盈利增长速度和获现能力，公司对本期债券的整体偿还能力尚可。

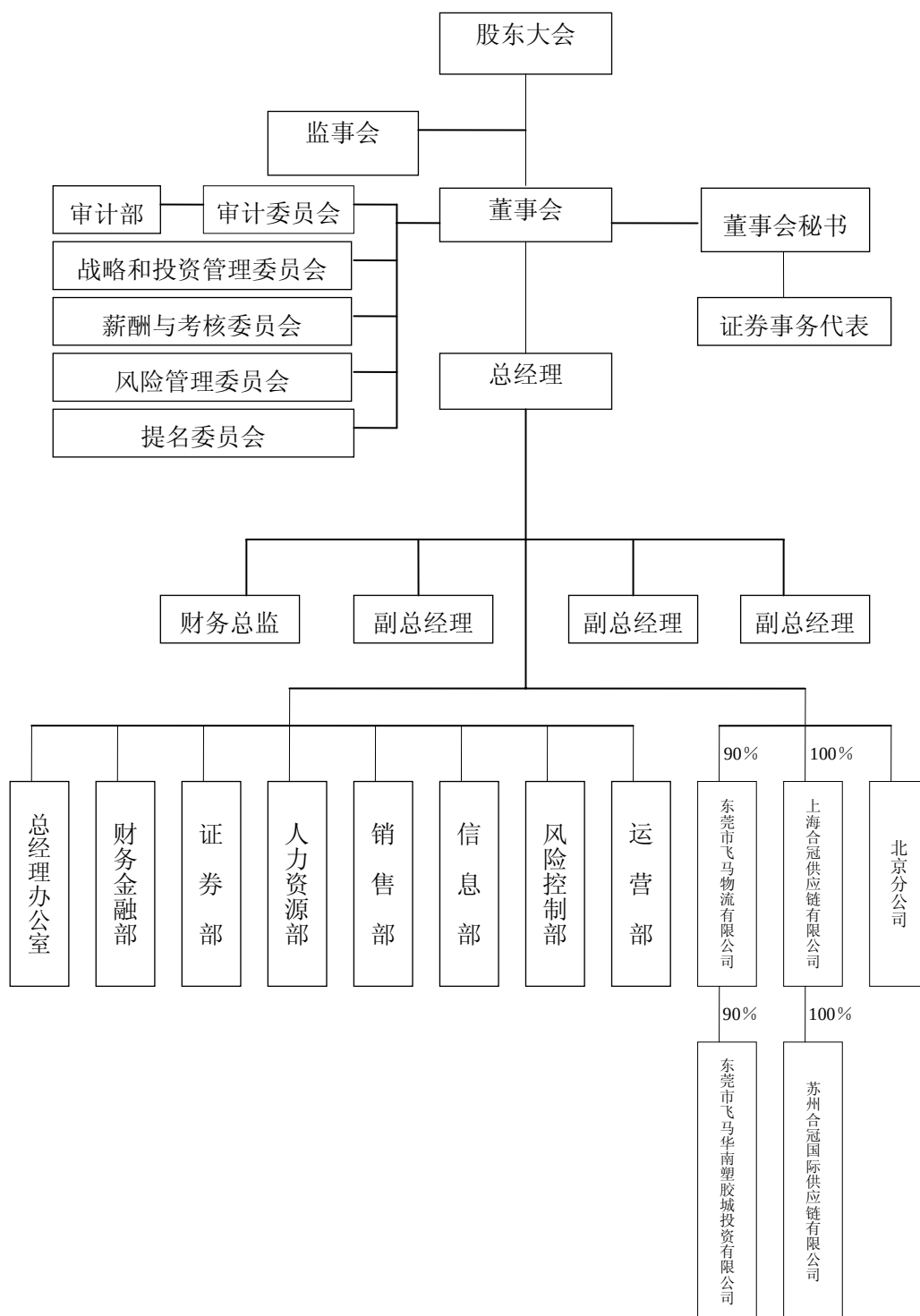
六、综合评价

物流业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，物流需求将逐步增长，其发展潜力较大，但外资的进入及国内物流企业数量的增长将显著增加行业竞争。

公司是国内具有较强竞争力的综合物流服务商之一。公司构筑了以华南为基地，辐射到上海、北京、苏州，面向国内外物流服务市场的物流网络架构，在国内石油设备国际采购物流市场有稳定的客户资源，拥有华南地区规模最大的塑胶原料交易及物流基地，近年来业务快速发展，总体经营态势良好。

公司资产质量较好，盈利能力较强；公司债务水平偏高，经营性现金流状况正常。综合来看，公司的整体信用风险较低。

附件 1 公司的内部组织结构



附件2-1 资产负债表（资产）

（单位：元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产：				
货币资金	1,620,404.29	3,228,385.11	49,076,674.79	450.33
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	60,728,676.05	132,028,315.25	63,403,653.88	2.18
预付款项	600,625.00	388,003.93	14,623,771.77	393.43
应收利息				
其他应收款	46,706,024.62	52,607,232.10	1,995,614.42	-79.33
存货	29,974.00	197,640.13	9,329,401.59	1664.23
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	109,685,703.96	188,449,576.52	138,429,116.45	12.34
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	23,758,382.34	107,113,655.03	122,149,633.40	126.74
固定资产	9,729,823.50	8,074,415.06	9,772,113.85	0.22
在建工程	30,408,449.63	29,399,340.75	3,512,590.30	-66.01
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
无形资产	4,000.00	3,600.00	3,200.00	-10.56
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	3,124,401.84	-	871,250.00	-47.19
递延所得税资产	145,866.75	627,438.14	264,792.30	34.73
其他非流动资产				
非流动资产合计	67,170,924.06	145,218,448.98	136,573,579.85	42.59
资产总计	176,856,628.02	333,668,025.50	275,002,696.30	24.70

附件2-2 资产负债表（负债与权益）

（单位：元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债：				
短期借款	42,850,000.00	50,200,000.00	61,000,000.00	19.31
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	40,182,507.11	156,472,229.52	20,620,639.54	-28.36
预收款项	18,684,487.00	28,317,687.40	24,695,236.92	14.97
应付职工薪酬	1,236,831.71	1,965,042.41	2,113,872.85	30.73
应交税费	1,699,529.44	6,458,091.85	15,689,434.63	203.84
应付股利				
其他应付款	12,429,873.34	19,001,750.65	8,066,895.00	-19.44
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	117,083,228.60	262,414,801.83	132,186,078.94	6.25
非流动负债：				
长期借款	-	-	34,400,000.00	-
应付债券				
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	-	-	34,400,000.00	-
负债合计	117,083,228.60	262,414,801.83	166,586,078.94	19.28
股东权益：				
股本	43,000,000.00	43,000,000.00	96,000,000.00	49.42
资本公积	-	-	570,098.72	-
减：库存股				
盈余公积	2,201,009.92	3,276,023.56	846,361.46	-37.99
未分配利润	12,472,389.50	22,147,512.27	7,544,319.71	-22.23
外币报表折算差额				
归属于母公司股东权益	57,673,399.42	68,423,535.83	104,960,779.89	34.90
少数股东权益	2,100,000.00	2,829,687.84	3,455,837.47	28.28
股东权益合计	59,773,399.42	71,253,223.67	108,416,617.36	34.68
负债和股东权益总计	176,856,628.02	333,668,025.50	275,002,696.30	24.70

附件3 利润及利润分配表

(单位: 元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、营业总收入	73,218,120.94	121,437,059.06	297,984,886.87	101.74
其中: 营业收入	73,218,120.94	121,437,059.06	297,984,886.87	101.74
二、营业总成本	68,209,851.42	108,266,628.06	254,992,111.49	93.35
其中: 营业成本	63,619,437.59	91,007,339.35	229,762,955.93	90.04
营业税金及附加	822,748.95	2,145,582.71	4,805,372.92	141.67
销售费用	-	1,694,402.75	3,620,661.26	-
管理费用	1,649,421.47	7,635,031.03	12,828,607.12	178.88
财务费用	1,353,383.93	2,100,093.86	6,954,557.52	126.69
资产减值损失	764,859.48	3,684,178.36	-2,980,043.26	-
加: 公允价值变动收益				
投资收益	3,847.69	-	-	-100.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益				
三、营业利润	5,012,117.21	13,170,431.00	42,992,775.38	192.88
加: 营业外收入	-	-	1,366,902.00	-
减: 营业外支出	53,129.05	7,493.00	20,190.12	-38.35
其中: 非流动资产处置损失	-	-	5,030.00	-
四、利润总额	4,958,988.16	13,162,938.00	44,339,487.26	199.02
减: 所得税费用	752,622.18	2,583,113.75	7,176,093.57	208.78
五、净利润	4,206,365.98	10,579,824.25	37,163,393.69	197.24
同一控制下被合并方在合并前实现的净利润				
归属于母公司所有者的净利润	4,206,365.98	10,750,136.41	36,537,244.06	194.72
少数股东损益	-	-170,312.16	626,149.63	-

附件4-1 现金流量表

(单位: 元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	45,579,278.97	57,469,603.52	372,157,944.20	185.75
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	21,048.53	10,031,499.38	33,518,713.73	3890.55
经营活动现金流入小计	45,600,327.50	67,501,102.90	405,676,657.93	198.27
购买商品、接受劳务支付的现金	19,934,083.43	17,539,061.84	344,504,517.83	315.72
支付给职工以及为职工支付的现金	4,071,671.55	4,482,144.05	5,667,800.58	17.98
支付的各项税费	791,854.43	533,092.64	860,291.62	4.23
支付其他与经营活动有关的现金	25,333,297.49	5,007,446.00	9,677,206.81	-38.19
经营活动现金流出小计	50,130,906.90	27,561,744.53	360,709,816.84	168.24
经营活动产生的现金流量净额	-4,530,579.40	39,939,358.37	44,966,841.09	-
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资所收到的现金	100,000.00	-	-	-100.00
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				
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	100,000.00	-	-	-100.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	46,742,944.76	44,900,860.71	38,248,466.89	-9.54
投资支付的现金				
质押贷款净增加额				
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	46,742,944.76	44,900,860.71	38,248,466.89	-9.54
投资活动产生的现金流量净额	-46,642,944.76	-44,900,860.71	-38,248,466.89	-9.44
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	23,848,500.00	900,000.00	-	-100.00
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金	848,500.00	900,000.00	-	-100.00
取得借款收到的现金	46,000,000.00	31,000,000.00	148,100,000.00	79.43
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	69,848,500.00	31,900,000.00	148,100,000.00	45.61
偿还债务支付的现金	21,112,231.22	23,650,000.00	102,900,000.00	120.77
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,202,007.88	1,678,475.99	5,426,249.81	112.47
其中: 子公司支付给少数股东的股利、利润				
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	22,314,239.10	25,328,475.99	108,326,249.81	120.33
筹资活动产生的现金流量净额	47,534,260.90	6,571,524.01	39,773,750.19	-8.53
四、汇率变动对现金的影响	-2,713.36	-2,040.85	-643,834.71	1440.40
五、现金及现金等价物净增加额	-3,641,976.62	1,607,980.82	45,848,289.68	-

附件4-2 现金流量表

(单位: 元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	4,206,365.98	10,579,824.25	37,163,393.69	197.24
资产减值准备	764,859.48	3,684,178.36	-2,980,043.26	-
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,843,571.62	1,750,791.44	2,161,955.81	8.29
投资性房地产摊销	-	2,287,991.79	10,850,772.08	-
无形资产摊销	-	400.00	400.00	-
长期待摊费用摊销	-	3,124,401.84	343,750.00	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失				
固定资产报废损失	-	-	5,030.00	-
公允价值变动损失				
财务费用	1,204,721.24	1,680,516.84	6,070,084.52	124.47
投资损失	-3,847.69	-	-	-100.00
递延所得税资产减少	-75,927.66	-481,571.39	362,645.84	-
递延所得税负债增加				
存货的减少	-29,974.00	-167,666.13	-9,131,761.46	1645.44
经营性应收项目的减少	-77,451,088.78	-77,540,774.29	107,980,554.48	-
经营性应付项目的增加	65,010,740.41	95,021,265.66	-107,859,940.61	-
其他				
经营活动现金流量净额:	-4,530,579.40	39,939,358.37	44,966,841.09	-
现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	1,620,404.29	3,228,385.11	49,076,674.79	450.33
减: 现金的期初余额	5,262,380.91	1,620,404.29	3,228,385.11	-21.67
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	-3,641,976.62	1,607,980.82	45,848,289.68	-

附表 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1】×100%
净资产年平均增长率	
营业总收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	营业总成本/平均存货
总资产周转次数	营业总收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
营业利润率	营业利润/营业总收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/股东权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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%
经营现金流流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

附件6 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 545 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市雄韬电源科技有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市雄韬电源科技有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日



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

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市雄韬电源科技有限公司

2007年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：A⁻

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	30794.39	34771.67	44006.72
所有者权益(万元)	9636.12	10605.04	12640.07
主营业务收入(万元)	32923.82	50700.87	73276.10
利润总额(万元)	54.07	1253.50	2840.01
资产负债率(%)	59.61	61.06	63.24
全部债务资本化比率(%)	32.54	27.58	33.35
净资产收益率(%)	2.11	9.14	16.10
流动比率(%)	129.69	129.98	131.19
EBITDA 利息倍数(倍)	5.22	9.02	9.22
债务保护倍数(倍)	0.16	0.31	0.34

分析员

林 静

电话 010-85679696-8810

邮箱 linjing@lianheratings.com.cn

夏 阳

电话 010-85679696-8802

邮箱 xiayang@lianheratings.com.cn

传真

8610-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

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

评估观点

我国的电池业有着良好发展前景。铅酸蓄电池由于材料廉价、工艺简单、技术成熟、自放电低、免维护要求等特性，在未来一段时期依然会在市场中占主导地位；从长期看锂电池取代铅酸、镍氢等电池的局面将成为电池产业发展的必然趋势。

深圳市雄韬电源科技有限公司（以下简称“公司”或“雄韬电源”）是深圳市高新技术企业，是国内最早从事生产和开发阀控式密封铅酸蓄电池的专业厂家之一，也是国内最大的铅酸蓄电池出口商。目前公司法人治理结构比较完善，整体管理水平较高。公司主营业务收入逐年增长，盈利能力不断提高，债务负担一般，经营性现金流波动较大，偿债能力较强。

总体看，公司整体信用风险较小。

优势

1、公司是国内最早从事生产和开发阀控式密封铅酸蓄电池的专业厂家之一，也是国内最大的铅酸蓄电池出口商，具备一定的技术优势、品牌优势和客户优势。

2、公司是深圳市高新技术企业，具备一定的政策优势。

关注

1、公司计划投资纳米胶体蓄电池生产线，投资较大，存在一定的不确定性。

2、公司负债水平较高，未来大规模投资将使公司债务水平进一步提高。

3、公司所有者权益中未分配利润比重较大。

一、主体概况

深圳市雄韬电源科技有限公司（以下简称“公司”或“雄韬电源”）成立于1994年11月3日，经过历年的增资扩股与股权变更，截至2006年底，公司注册资本为2000万元人民币，公司股权结构为：深圳市三瑞科技发展有限公司持股86%，深圳市大略实业有限公司持股5%，张华农持股8%，张华军持股0.5%，徐可蓉持股0.5%。公司控股三家子公司，分别拥有深圳市雄韬实业有限公司57%的股份、深圳市圣瑞电源有限公司75%的股份和深圳市雄韬锂电有限公司70%的股份，具体情况请参见附表1。

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

公司按照营销、研发、财务、厂务、行政等职能，设置了人力资源部、行政部、生产部、物流计划部、品质部、技术部、研发部、市场部、商务部等15个职能部门，具体情况请参见附表2。

截至2006年底，公司合并资产总额44006.72万元，所有者权益12640.07万元。2006年公司实现主营业务收入73276.10万元，利润总额2840.01万元；经营活动产生的现金流量净额6353.27万元，现金及现金等价物净增加额2336.92万元。

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

二、行业分析

1、行业发展与现状

电池按照原材料划分，包括碱性二氧化锰电池、锂离子蓄电池、铅酸蓄电池、密封铅酸蓄电池、镍氢电池等。

据中国化学与物理电源行业协会的统计，2006年全年中国全部电池制造企业实现累计工

业总产值122141847千元，比2005年同期增长29.82%；全年实现累计产品销售收入118282914千元，比2005年同期增长30.16%，销售收入的增长率比工业总产值增长率高0.34个百分点；全年实现累计利润总额6177359千元，比2005年同期增长32.23%；截止到2006年12月底，全行业规模以上企业数量为895家。

从出口情况看，据海关统计，2006年我国共出口碱性二氧化锰原电池量51.1亿只，出口额3.72亿美元，分别比2005年增长36%和35%，其中金霸王（中国）有限公司和中银（宁波）电池有限公司的出口额超过5000万美元；2006年我国锂离子蓄电池出口量超过10亿只，出口额超过29.8亿美元，比上年增长了34%和29%，其中索尼电子出口额超过2.56亿美元，富士湾电能超过2亿美元；2006年我国铅酸蓄电池、密封铅酸蓄电池出口额比上年增长了近30%~40%，其中深圳市雄韬电源科技有限公司、美美电池有限公司的出口额均超过5000万美元；2006年我国镍氢蓄电池出口额超过5.78亿美元，其中深圳市比亚迪锂电池有限公司、豪鹏科技有限公司和东莞市迈科科技有限公司位列出口前十大企业之中。

2、铅酸蓄电池行业

在美国、欧洲、日本等发达国家，铅酸蓄电池的使用范围非常广泛，对铅酸蓄电池的生产、销售、使用、日常维护和保养、废旧电池复原技术处理、废旧电池的回收再利用等，都有一套极其严格和规范的管理体系并形成了产业化。2005年全世界铅酸蓄电池销售额将近400亿美元，位居前列的生产企业有美国瑞奥特集团、EXIDE集团（含德国阳光公司）、日本汤浅公司、西恩迪公司和日本松下公司。由于看好中国蓄电池市场的巨大潜力，以及发达国家对蓄电池行业的限制政策，全球主要蓄电池厂商近年来纷纷在中国投资设厂，同时也促进了国内铅酸蓄电池行业稳定持续的发展。

中国是全球铅酸蓄电池的产销大国之一，2005全年产量达9亿只，销售额达150亿元。铅酸蓄电池普遍应用于电动车、汽车、通讯、广电、IT、电力、铁路、航空、港口、军事、金融、能源等领域，需求广泛，用量巨大。据不完全统计，我国铅酸蓄电池制造厂家已达到1500家左右，生产量平均以每年约20%的速度高速增长，铅蓄电池产量约占世界产量的1/3，在国际市场上具有举足轻重的地位。随着我国铅酸蓄电池技术进步加快，传统的铅酸蓄电池正朝着密封免维护等新型蓄电池方面发展，同时凭借廉价优势，我国铅酸蓄电池出口也呈现快速增长的势头。

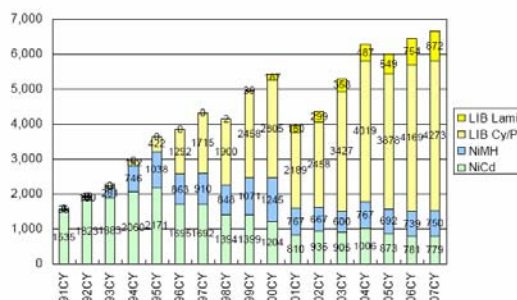
但是目前各类铅酸蓄电池产品，无论是国产还是进口，特别是国产蓄电池，通常在1~2年内就易产生充电困难、容量降低等现象，过早失效报废，无法使用。同时，铅酸蓄电池为高耗能和高污染的产业，我国政府已于2006年9月1日取消了铅酸蓄电池的出口退税政策。2006年以来铅酸蓄电池的生产原材料金属铅、镍的价格大幅度上涨，导致了铅酸蓄电池产品出口价格的上涨，使其出口数量的增速将在短期内进一步放缓。数据显示，2007年1~4月我国铅酸蓄电池出口0.5亿个，同比下降12.2%，价值3.7亿美元，同比增长16.5%。

3、锂电池行业

锂离子电池(Lithium Ion Battery, 简称LIB)是继镍镉电池(Ni-MH)、镍氢(Ni-CD)电池之后更具绿色环保、安全、性能优异的二次可充电新型能源，具有工作电压高、比能量大、放电电位曲线平稳、自放电小、循环寿命长、低温性能好、无记忆、无污染等突出的优点。锂电池目前主要应用于手机、笔记本电脑、数码产品、电动工具、电动自行车等电子消费产品，新的用途如电动汽车等正在不断开拓之中。

图1 1991~2007年世界充电电池市场价值

单位: 百万美元



资料来源：日本信息技术综合研究所（IIT）

锂离子电池自1992年由日本索尼Sony公司商业化开始便迅速发展，2000年以前世界锂离子电池产业基本由日本独霸。近年来，随着中国和韩国的崛起，产业集群集中在日本、中国和韩国，分别占40%、30%、20%，主要厂商包括日本的三洋、索尼、松下MBI，韩国的三星SDI、LG化学和中国的比亚迪、比克、力神等，目前行业市场价值为50亿美金元，未来市值发展将达到300亿美元以上。

目前，我国是世界第二大锂离子电池生产国和出口国，我国电池产品出口到世界150多个国家和地区，亚洲是我国电池最大的出口地区，香港特区已经成为我国电池出口最大的中转地。

锂离子电池所需要的材料与零组件包括正极（占总材料比重48%）、负极（占比16%）、隔膜（占比14%）、铜箔（占比8%）、电解液(盐类及有机溶剂)（占比7%）、导电剂、黏结剂及零组件（占比7%）等。中国锂离子电池产业的迅速成长带动了锂离子电池关键原材料产业的发展。从2002年以前原材料基本依赖进口，到目前除了隔膜还依赖进口外，锂离子电池正负极材料和电解液目前已经大部分实现国内供应。目前负极材料制造商主要有上海杉杉科技、贝特瑞等，正极材料制造商包括盟固利、瑞翔、北大先行、当升材料、湖南杉杉等，电解液制造商包括国泰华荣、新宙邦、广州天赐、东莞

杉杉等。

目前国内锂离子电池材料行业的企业主要特点表现为生产规模小、技术含量低、产品相对单一，竞争集中于低端市场，能够提供生产锂离子电池材料系列产品的综合型企业少。因此，锂离子电池材料高端产品之间的竞争主要表现在国内仅有的几家企业与国外企业之间的产品竞争，而低端或技术含量低的产品之间的竞争则集中在国内较多企业之间。

4、未来发展

电池业是中国的重点产业之一，有着良好发展前景。二十一世纪的电池具有大容量、高功率、长寿命、无污染、安全可靠轻便的特点，是高科技、高产出、高利润、高创汇产品。随着信息时代的到来，电子产品朝着“短、小、轻、薄”的趋势发展，作为电子产品不可或缺的电池，其重要性也越来越显著。

已有百余年历史的铅酸蓄电池由于材料廉价、工艺简单、技术成熟、自放电低、免维护要求等特性，在未来一段时期，依然会在市场中占主导地位。随着交通、电信等基础产业的快速发展，以及电池技术进步加快，传统的铅酸蓄电池通过改造和改进，循环寿命更高、比容量和比功率更高、新式结构的新型铅酸蓄电池技术不断涌现。同时，再生能源产业对储能电池的需求将成为促进铅酸蓄电池消费增长的潜在因素，将带动铅酸蓄电池快速增长。

从长期看，笔记本电脑电池、数码相机电池等小容量锂电池在未来五至十年仍有巨大的成长空间。目前大容量的动力锂离子电池依然没有进入电动车及大型移动电源市场，锂电池取代铅酸、镍氢等电池的局面将成为电池产业发展的必然趋势。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司是现代化的专业电池生产制造商，以

深圳市雄韬科技园作为公司生产基地，厂房占地面积25000余平方米，拥有14条生产线，各类生产设备300余台，生产8大系列、400余个产品。

公司是深圳市高新技术企业，是国内最早从事生产和开发阀控式密封铅酸蓄电池的专业厂家之一，也是国内最大的铅酸蓄电池出口商。公司是中国化学与物理电源行业协会理事单位，酸性电池分会理事单位，中国通信与电源行业协会理事单位，深圳高科技企业协会理事单位。

公司2004年被评为深圳市优秀民营企业17强、全国可充电电池行业（包括锂电池、铅酸电池、镍氢电池）前20强、铅酸蓄电池排名前5名、铅酸蓄电池出口排名第1；2005年公司在全国可充电电池行业排名前5名，铅酸蓄电池排名第1。

2、人员素质

公司总裁张华农先生，硕士学历，高级工程师，历任国营武汉第七五二厂工艺技术处工程师、深圳律普敦蓄电池有限公司总工程师。张华农先生是中国密封免维护铅酸蓄电池的创始人之一，从事铅酸蓄电池研发行业已20余年，具有丰富的从业经验。公司副总经理吴云峰先生，本科学历，工程师，历任惠州万通电器厂厂长、广州圣力电源有限公司厂长、广东志成冠军集团公司二厂总工程师、深圳雄韬实业有限公司技术总监。吴云峰先生具有丰富的从业经验。公司总工程师衣守忠先生，硕士学历，高级工程师，历任青岛蓄电池厂高级工程师、青岛中大集团公司总工程师。

截至2006年底，公司拥有员工2100人。从学历结构看，公司硕士以上人员占总人数0.32%，大学本科及专科占7.70%，高中及中专占44.37%，初中及以下占47.62%；按年龄分类，30岁以下员工占80.96%，30岁~40岁占19.04%。

总体看，公司管理团队综合素质较高，技术水平强，行业从业经验丰富。公司员工呈年

轻化且学历水平偏低，符合劳动密集型行业的特征，但是公司专业技术人员偏少，人员素质有待提高。

3、技术水平

公司共有研发人员50余人，从事新产品、新技术的开发和研究，可以在45天内完成一个新产品的开发，年均开发新产品20个。与传统铅酸蓄电池1~2年寿命期相比，公司电池保修期在3~5年，寿命期在10~15年，产品具有较强的竞争力。公司开发的纳米胶体蓄电池是蓄电池的第三代产品，产品属于国内独创，技术水平居国内领先，达到国际同类产品的先进水平。

公司通过了ISO9001和ISO14000质量体系认证，产品先后通过了美国的UL认证、欧盟的CE认证、德国的VDS认证和英国的BS认证，以及中国铁道部、电力部、信息产业部的检测，并获得了国家信息产业部的通信设备入网许可证，产品被广泛用到电信、电力、铁路、银行以及国家主干线网和核电厂等国家重点工程。

截至2006年底，公司拥有已获授权的国内专利20项，国际（美国）发明专利2项，正在审查或申请中的28项。上述专利中已有37项应用到公司产品和生产中。2006年公司研发投入1873万元，占销售收入的2.7%。

4、外部环境

区位优势

公司所在地深圳市，拥有数量庞大、创新能力强的中小科技企业。深圳市政府大力扶持民营企业与中小科技企业，对民营企业实行梯度扶持和重点培育，建立中小企业多渠道的融资体系，推进中小企业信用担保体系的建设，对高科技企业提供无偿资助，在土地、贷款信用、风险投资等方面给予企业政策扶持。深圳市的中小企业普遍科技水平较高，运作较为规范，具有浓厚的市场竞争意识，市场开拓能力较强。此外，深圳证券交易所中小企业板块为

国内中小企业尤其是科技型中小企业提供了融资的重要途径。

财政税收优惠

公司出口产品增值税实行“免抵退”税收政策，2006年12月15日之前，出口产品增值税退税率为13%。根据2006年9月14日的“财税[2006]139号”文，公司出口的产品属于取消的出口退税项目，2006年12月15日之后出口产品按内销正常交纳增值税。

根据“深府[1988]232号”文，公司自1995年度起享受“两免八减半”税收优惠政策，根据2002年6月19日“深地税龙减免[2002]143号”文，公司自2001年度起享受剩余的“二免减半”征收企业所得税优惠待遇，2004年公司企业所得税减半征收，企业所得税率为7.5%；2005年、2006年所得税率为15%。

根据2007年3月23“深国税龙鹏减免[2007]0009号”文，公司的控股子公司深圳市雄韬锂电有限公司自获利年度起，执行“两免三减半”税收优惠政策，2006年度为第一个获利年度，享受此优惠政策。

根据2005年4月7日“深国税龙鹏减免[2005]0005号”文，公司的控股子公司深圳市雄韬实业有限公司自获利年度起，执行“两免三减半”税收优惠政策，2005年度为第一个获利年度，享受此优惠政策。

此外，公司作为深圳市高新技术企业，每年获得财政补贴，具体情况请见表1。

表1 公司财政补贴情况

单位：万元

项目	2004年	2005年	2006年
财政拨入专项经费	300	200	
收到补贴收入款	433.67	58.18	68
合计	733.67	258.18	68

资料来源：公司提供

综合来看，公司高管综合素质较高，公司具备独有的技术优势，公司发展得到财政

税收优惠政策支持。公司发展的基础素质较好。

四、经营管理

1、企业管理

公司治理结构

公司股东由2个法人与3个自然人组成，具体情况请参见表2。

表2 公司股权结构

股东	出资额 (万元)	出资比例 (%)
深圳市三瑞科技发展有限公司	1720	86
深圳市大略实业有限公司	100	5
张华农	60	8
徐可蓉	10	0.5
张华军	10	0.5
合计	2000	100

资料来源：公司提供

公司按照《公司法》设置了股东会、董事会和监事会，制定了《公司章程》。

公司最高权力机构是股东会，由全体股东组成，定期召开股东会，股东会决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案。

公司设立了董事会，有3名成员，其中设董事长1人，董事长对股东会负责。董事长负责召开股东会，决定公司的经营计划和投资方案，制订公司年度财务预算决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案。公司总经理由董事会任命，实行董事会下的总经理负责制，总经理全面负责公司的生产经营。

公司设立了监事会，有监事成员3名，监事由股东会委任，对公司的董事、总经理及财务经营情况进行监督和检查。

公司计划在深圳证券交易所中小企业板块上市，目前正在进行前期准备工作，随着公司上市工作的推进，预计公司未来的公司治理结构将得到进一步改善。

总体看，公司法人治理结构比较完善。但是由于股权比较集中，公司存在大股东控制的风险。

管理制度

公司建立健全了各项管理制度体系，从财务管理制度、市场管理制度和人事管理制度等方面保证公司的规范运作。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，以财务预算作为财务管理的核心内容，对成本、经营费用、营销业务等实行较严格的管理。

生产管理方面，公司实施了SynleadCRM客户关系管理系统，将客户关系管理、销售自动化、服务自动化、营销自动化、数据挖掘分析管理等综合起来，进行动态的商务管理，改进了管理流程，提高了管理水平。

人力资源管理方面，公司建立了以KPI为核心的目标体系，将明确的目标及绩效衡量标准落实到每位员工，实现了全员绩效考核。公司设计了宽带薪酬体系，对技术人员建立了双重晋升通道，设计了虚拟股票期权计划。上述激励机制对中高层、营销与技术骨干产生了良好的激励作用，提高了员工的工作主动性。

品质管理方面，公司建立了从设计、生产、安装到服务的质量保证体系，完善了产品研发、生产、检验和服务制度，建立了质量信息反馈以及过程改进有效机制。公司在生产过程推行ISO9001质量管理体系，使产品缺陷率降至百万分之几的水平，保证了质量管理。

总体来看，公司建立了较完善的法人治理结构，制定并实施了比较完善的管理制度，公司综合管理水平较高。

2、企业经营

业务构成

公司主要产品有铅酸蓄电池和锂电池，其中铅酸蓄电池主要用于船舶设备、医疗设备、发动机起动、警报系统、紧急照明系统、大型

UPS和计算机备用电源、电力系统、电信设备、消防和安全防卫系统等；锂电池主要用于手机、电动玩具、笔记本电脑、数码相机、应急灯、便携式摄像机、数码摄录机等。公司目前产品标称电压为2V、4V、6V、8V、12V；额定容量为0.3AH~3000AH。

近年来公司经营情况良好，生产处于负荷运作状态，公司通过增加设备、增加生产线和

扩张产地等措施不断提高生产能力，产品销售量也不断增加。表3列出了公司2004年~2006年主要产品的收入情况，可以看出，公司近三年业务发展迅速，电池的销售收入逐年上升。从毛利率来看，铅酸蓄电池由于已进入产品生命周期的成熟期，毛利率相对稳定；而锂电池正处于快速发展阶段，毛利率逐年上升。

表3 公司2004年~2006年业务收入情况

	2004		2005		2006	
	主营业务收入(万元)	毛利率(%)	主营业务收入(万元)	毛利率(%)	主营业务收入(万元)	毛利率(%)
铅酸蓄电池	32710.72	10.69	49208.99	12.62	70846.31	11.09
锂电池	213.1	-45.28	1491.88	-4.21	2429.79	21.41

资料来源：公司提供

产品生产

公司从事电池的开发与生产，目前有17条生产线，可生产电池型号2000多种，生产“SENRY（三瑞）”电池、“VISION（威行）”电池、AGM、胶体电池、通信电池、欧洲系列、电动车系列等五大系列三百多个规格型号，年产量1600万只电池。其中“SENRY（三瑞）”电池是国内知名品牌；“VISION（威行）”电池是国际知名品牌，产品每年大量出口，公司是国内最大的铅酸蓄电池出口商。

公司拥有多套从日本、美国引进机器设备，包括搅拌机、涂布机、分切机、卷绕机、激光焊机，以及表面分析仪、水份测试仪、气相色谱分析仪、原子吸收分光光度计和全自动二次充电电池检测柜等高自动化的检验和测量装置。公司拥有九十年代国际先进水平的工艺、技术和装备，对主要的生产、检验环节均实行微电脑控制。

产品销售

公司确立了“精益求精，以质为本，履行承诺，以客为主”的质量方针，为顾客提供“三个百分之百的满意”，即百分之百满意的优质产

品、百分之百满意的交货期和百分之百满意的服务。公司主要销售“SENRY（三瑞）”电池和“VISION（威行）”电池，占公司销售量的80%以上。

公司在国内十余个省、直辖市、自治区以及美国、加拿大、新加坡和香港等地均设有办事处，公司产品已在欧美100多个国家和地区销售，其中前15大客户均为世界级的跨国公司。

公司是朗讯（Lucent）A级供应商，与国际大公司APC、Emerson、MGE、Power-Sonic、Exide、中国移动通讯等建立了长期、稳定的合作关系。与国外同类产品相比，公司产品质量高，具备价格优势，近年来销售收入持续增加。

表4列出了公司出口与国内销售收入情况，可以看出，公司销售情况良好，销售收入持续增加。

表4 公司2004年~2006年销售地区分布情况
单位：万元

	2004年	2005年	2006年
出口销售	29313.93	47019.36	64205.6
国内销售	3609.89	3681.5	9070.5
合计	32923.82	50700.86	73276.1

资料来源：公司提供

经营效率

2004年~2006年公司资产总额增长较快，三年复合增长率为19.54%，主营业务收入年均增长迅速，三年复合增长率为49.19%。总体看，公司资产增长速度较快，增长质量较好。

从反映经营效率的指标来看，2004年~2006年公司的销售债权周转次数分别为6.16次、3.90次和4.25次，存货周转次数分别为12.08次、8.25次和10.96次，总资产周转次数分别为2.14次、1.55次和1.86次。三个指标都在波动中下降。总体来看，公司近年来经营效率一般。

表5 近三年经营效率

指 标 (次)	2004	2005	2006	平均值
销售债权周转次数	6.16	3.90	4.25	6.16
存货周转次数	12.08	8.25	10.96	12.08
总资产周转次数	2.14	1.55	1.86	2.14

资料来源：公司提供

3、未来发展

在未来的3~5年内，公司的主要策略是保持现有的生产能力及客户，努力发展新的客户及产品。由于高性能、低污染电池市场容量急剧扩大，公司未来5年内将把纳米胶体电池作为主打产品，占领新市场如电动车、太阳能储能等。

公司计划在未来两年内，推广一系列高性能、低污染的环保型纳米胶体电池，取代传统形铅酸蓄电池。

公司计划通过发行债券募集资金4000万元人民币，投向纳米胶体电池生产线技术改造投资项目。该项目已得到“深贸工技备（2006）213号”文批准，项目总投资25210万元，其中企业自筹7710万元，募集债券资金4000万元，银行贷款13500万元。该项目已于2006年7月开工建设，预计将于2009年7月完工，项目投资收益率13.88%，投资回收期3年。

表6列出了公司未来五年经营预测情况，根据公司预测，公司预计在未来五年将继续保持

较快的增长，销售收入、利润总额等都将提高。我们认为，公司产品具有一定的技术优势，但是公司投资项目金额较大，且项目的市场前景不甚明确，因此公司未来发展具有一定的不确定性，公司实现经营预测具有一定的难度。

债务负担方面，由于公司目前正在进行上市的前期准备工作，我们认为，如果公司未来能够成功上市，随着公司股本的增加和资金流的改善，公司的债务负担将有所降低；如果公司未能实现上市，按公司现有的货币资金及未来三年经营性现金流量保守估计，公司现在的债务预测数量基本能满足建设资金缺口的需要，但公司未来债务规模将有较大幅度增加，公司债务负担也将进一步加重。

表6 公司未来预测

项 目 (万元)	2007 年	2008	2009 年
预计销售收入	100000	130000	135000
预计利润总额	7000	8000	8500
预计净利润	5950	6800	7225
预计折旧	1594	1594	1594
预计摊销	0	0	0
预计利息支出	630	630	630
预计短期债务余额	13000	18000	23000
预计长期债务余额	4000	4000	4000
预计少数股东权益	860	1075	1075
预计所有者权益	17730	23455	29605
指标	2007 年	2008 年	2009 年
全部债务资本化比率 (%)	47.77	47.28	46.81
净资产收益率 (%)	33.56	28.99	24.40
债务保护倍数 (倍)	0.44	0.38	0.33

五、财务分析

1、财务概况

公司提供的2004年~2006年财务报表已经深圳鹏城会计师事务所有限公司审计，并出具了无保留意见的审计结论。会计政策具有连续性，数据具有可比性。

截至2006年底，公司合并资产总额44006.72万元，所有者权益12640.07万元。2006

年公司实现主营业务收入73276.10万元，利润总额2840.01万元；经营活动产生的现金流量净额6353.27万元，现金及现金等价物净增加额2336.92万元。

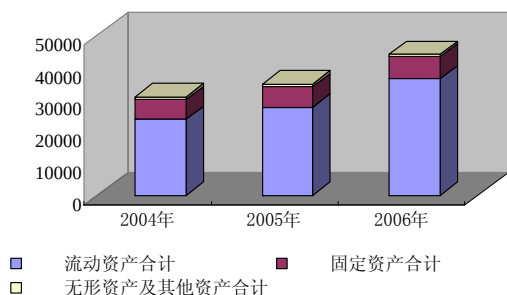
以下分析以合并报表为准，具体数据请参见附表3、附表4、附表5。

2、资产构成及资产质量

近三年公司资产总额增长较快，三年复合增长率为19.54%。截至2006年底，公司资产总额为44006.72万元，其中，流动资产占82.85%，固定资产占15.36%，无形资产及其他资产占1.79%，资产构成中以流动资产为主。

图2 公司2004年~2006年资产总额构成

单位：万元



截至2006年底，公司流动资产合计36461.05万元，其中货币资金占18.88%，应收票据占7.42%，应收款项净额（包括应收账款和其他应收款）占64.68%，存货占16.26%，预付帐款0.18%。流动资产中货币资金、应收帐款及存货占比较大。

截至2006年底，公司货币资金为6885.37万元，比2005年增长了236.12%，增长很快，主要是销售收入大幅增加后，货款回笼相应增加，此外应付票据3000万元贴现也增加了货币资金。

公司的应收帐款净额（包括应收账款和其他应收款）近三年增长较快，三年复合增长率为32.41%。近三年公司应收帐款净额占主营业务收入的比例分别为40.86%、38.15%和32.18%，比例逐年降低，反映出公司扩大产能

之后应收帐款周转增加，信用政策好转。

截至2006年底，公司应收账款为19207.03万元。从账龄来看，2006年底公司应收账款1年以内占比87.68%，1年~2年的占比2.96%，2年~3年的占比3.31%，3年以上占6.04%。其中欠款前五名的单位是AMERICAN POWER CONVERSION、AMERICAN POWER CONVERSION INDIA PVT LTD、UNIWEILL INTERNATIONAL、梅兰日兰电子（中国）有限公司和GLOBAL & YUASA BATTERY CO LTD，账龄都在1年以内，全部为货款。2006年底公司计提坏账准备727.33万元，占全部应收帐款的3.79%。公司应收帐款账龄偏低，坏帐准备计提比较充分。

截至2006年底，公司其他应收款为4376.54万元，主要为往来款和退税款，其中账龄在1年以内的占53.05%，1年~2年的占比38.30%，2年~3年的占比8.13%，3年以上占0.52%。其中欠款前五名的是湖北雄韬电源科技有限公司、深圳市顺昌辉实业有限公司、惠州市亿威实业有限公司和张华农个人的往来款，以及出口退税的退税款，共占其他应收款总额的48.58%。公司计提坏账准备254.95万元，占全部其他应收款的5.83%。公司其他应收款账龄主要集中在1~2年，坏帐准备计提比较充分。

公司存货2005年增长较快，2006年比较稳定，三年复合增长率为10.14%。截至2006年底，公司存货净额为5927.56万元，比2005年增加了0.27%。存货主要包括原材料、包装物、低值易耗品、委托加工物资、库存商品、发出商品和生产成本，其中原材料、委托加工物品、库存商品和生产成本占比较高，分别占比14.91%、10.43%、29.80%和39.90%。

公司固定资产净额近三年稳定增长，三年复合增长率为17.22%。截至2006年底，公司固定资产原值8239.83万元，累计折旧2217.76万元。

公司固定资产主要是房屋建筑物、机器设备、电子设备和运输工具等，公司由于生产持

续增长，机器设备等固定资产增长较快，2006年机器设备增加771.09万元，占当期增加额的76.11%。公司2006年在建工程为242.74万元，主要是雄韬二期、三期工程和电池生产线安装费，当期转入固定资产16.17万元，转入无形资产36.55万元。

近三年公司无形资产比较稳定，三年复合增长率为-0.52%。2006年公司无形资产为787.22万元，主要是蓄电池用纳米二氧化硅负极添加剂、土地使用权、电池软件开发、CRM软件、瑞星软件和金蝶软件，其中土地使用权为660.58万元，占比83.91%。

总体来看，近几年公司资产以流动资产为主，资产增长较快，但仍低于收入增长幅度，资产流动性较强，整体资产质量较好。

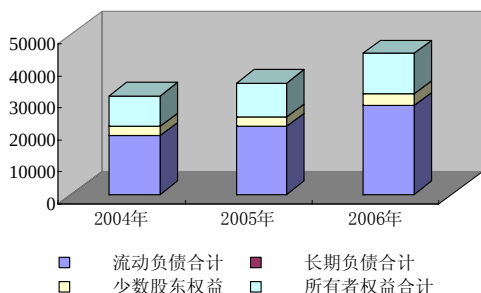
3、负债及所有者权益

负债分析

公司负债总额2004年~2006年稳定增长，三年复合增长率为23.13%。截至2006年底，公司负债总额27829.55万元，其中流动负债为27792.92万元，占比99.87%，长期负债为36.63万元，占比1.32%，公司负债结构不够合理。

图3 公司2004年~2006年负债及所有者权益

单位：万元



截至2006年底，公司流动负债为27792.92万元，其中短期借款占18.34%，应付票据占10.79%，应付账款占56.60%，预收账款占0.85%，应付工资占1.71%，应付福利费占0.13%，应交税金占1.68%，其他应付款占

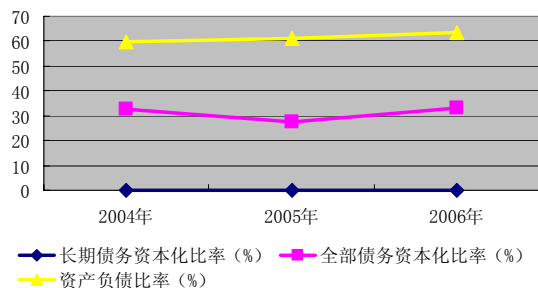
7.97%，预提费用占1.91%。流动负债中短期借款、应付票据和应付账款占比较大。

近三年公司短期借款复合增长率为12.87%。2006年短期借款为5096.09万元，主要为抵押及保证借款。2006年公司应付票据为3000万元，为银行承兑汇票。

近三年公司应付账款增长较快，三年复合增长率为33.04%。2006年公司应付账款为15731.18万元，其中账龄1年以内的占99.65%，1年~3年的占0.35%，其中对湖北雄韬电源科技有限公司的应付账款占比41.60%。

公司资产负债率近三年持续增长，2004年~2006年分别为59.61%、61.96%和63.24%，公司全部债务资本化比率在波动中上升，由2004年32.54%下降到2005年的27.58%又上升至2006年的33.35%。公司没有长期借款和长期债券，长期债务资本化比率为0。总体来看，公司负债水平较高。

图4 公司2004年~2006年负债比率



所有者权益分析

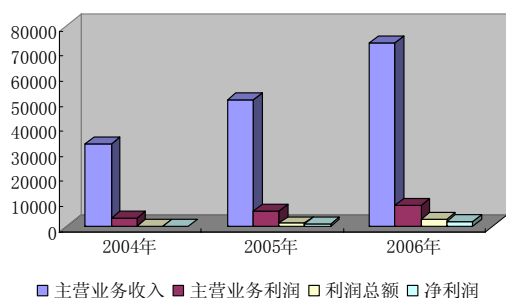
2004年~2006年公司所有者权益稳定增长，三年复合增长率为14.53%。截至2006年底，公司所有者权益为12640.07万元，其中实收资本占15.82%，资本公积占0.58%，盈余公积占8.17%，未分配利润占75.42%。2006年公司未分配利润增长比较迅速，比2005年增长了25.07%，公司盈利能力有所提高。由于未分配利润受利润分配政策的影响较大，而公司的未分配利润占比很高，公司所有者权益结构不稳定。

4、盈利能力

公司近三年主营业务收入增长迅速，三年复合增长率为49.19%，2004年~2006年公司主营业务收入分别为32923.82万元、50700.87万元和73276.10万元。公司近三年主营业务利润也持续增加，近三年复合增长率为56.91%。由于公司主营业务与主营业务利润都大幅增长，公司主营业务利润率基本保持稳定，2004~2006年主营业务利润率分别为10.32%、12.13%和11.42%。由于公司业务处于完全竞争状态，利润空间小，尽管公司主营业务收入增长迅速，但是利润率水平一般。

图5 公司2004年~2006年盈利状况

单位：万元

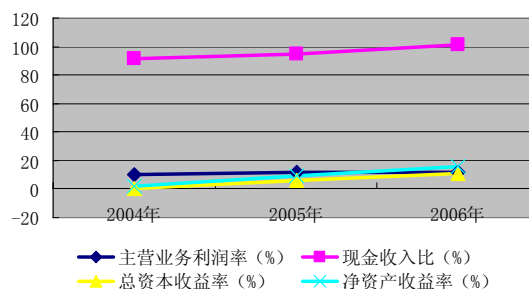


近三年公司加强了对费用的控制，加之其他业务利润增加较快，公司营业利润相应迅速增长。2004年~2006年营业利润分别为-330.34万元、1197.57万元和2840.50万元。

近三年公司获得贷款贴息、科技专项资助和财政补贴等补贴收入，营业外收入也有所增长，2004年~2006年公司利润总额也增长迅速，三年复合增长率为624.77%，2006年公司利润总额为2840.01万元。

2004年~2006年公司净资产收益率分别为2.11%、9.14%和16.10%，总资本收益率分别为-0.04%、5.89%和10.87%，收益率指标快速增长，但公司盈利水平一般。

图6 公司2004年~2006年盈利指标



从收入实现质量指标看，2004年~2006年公司现金收入比率分别为91.22%、94.58%和100.95%，加权平均值为97.09%，尽管这一指标在不断提高，但是总体收入实现情况一般。

总体看，公司盈利能力在不断提高，但总体盈利水平一般。

5、现金流分析

从经营活动来看，近三年公司销售商品、提供劳务收到的现金复合增长率为56.94%，增长快。2004年~2006年公司经营活动产生的现金流量净额分别为4025.40万元、-1093.86万元和6353.27万元，三年复合增长率为25.63%，增长出现波动。

从投资活动来看，2004年~2006年公司投资活动的现金流入主要是处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金；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。近三年，公司每年投资活动产生的现金流量净额均为负值，2004年~2006年分别为-1763.19万元、-2685.54万元和-1025.80万元。

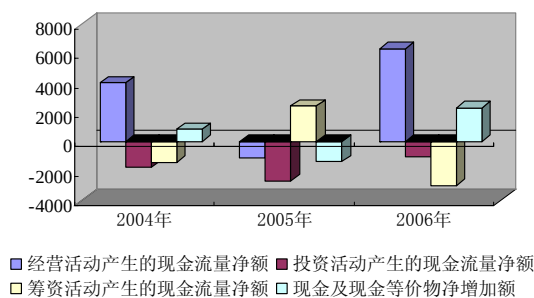
2004年~2006年，公司筹资活动前现金流量净额分别为2262.21万元、-3779.40万元和5327.47万元，公司经营活动现金流出现波动，公司2004年和2006年的经营活动现金流能够满足投资需求。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动的现金流入主要是借款和收回银行承兑汇票保证金存款，公司筹资活动现金流出主要是偿还债务、

分配股利、偿还银行利息和支付银行承兑汇票保证金存款。2004年~2006年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1396.08万元、2422.42万元和-2990.55万元。

图7 公司2004年~2006年现金流量

单位：万元



6、偿债能力

从短期偿债能力指标看，2004~2006年公司流动比率基本稳定，三年分别为129.69%、129.98%和131.19%；速动比率也比较稳定，三年分别为102.87%、102.09%和109.86%，2006年两个指标都比2005年有所提高。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，近三年公司EBITDA分别为828.15万元、1885.16万元和3529.76万元，增长较快。2004年~2006年，公司的EBITDA利息倍数分别为5.22倍、9.02倍和9.22倍，全部债务保护倍数分别为0.16倍、0.31倍和0.34倍，EBITDA对利息和全部债务的保护能力较强。筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为0.38倍、-0.73倍和0.66倍。总体看，公司对全部债务的保护能力较强。

表7 公司2004年~2006年偿债指标

指 标 (%)	2004 年	2005 年	2006 年
流动比率 (%)	129.69	129.98	131.19
速动比率 (%)	102.87	102.09	109.86
EBITDA (万元)	1024.23	2120.15	3958.99
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.22	9.02	9.22
债务保护倍数 (倍)	0.16	0.31	0.34
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.38	-0.73	0.66

7、本期债券偿还能力

2007年公司拟发行年期企业债券4000万元，债券额度占公司2006年底总债务的49.41%，对公司现有债务影响很大。

预计本期债券发行之后，公司的资产负债率和全部债务资本化比率将由目前的63.24%和33.35%上升到66.30%和42.78%，本次债券发行对公司的债务水平影响很大。

2006年，公司实现EBITDA为3529.76万元，为本期债券的0.88倍，公司对本期债券的偿还能力偏弱。

截至2007年5月底，公司从中国银行、花旗银行、兴业银行等金融机构共获得20761万元的授信额度，目前已使用8640.8万元，尚有12120.2万元的授信额度未使用，公司间接融资渠道比较畅通。

六、综合评价

电池业是中国的重点产业之一，有着良好发展前景。铅酸蓄电池由于材料廉价、工艺简单、技术成熟、自放电低、免维护要求等特性，在未来几十年里依然会在市场中占主导地位；从长期看锂电池取代铅酸、镍氢等电池的局面将成为电池产业发展的必然趋势。

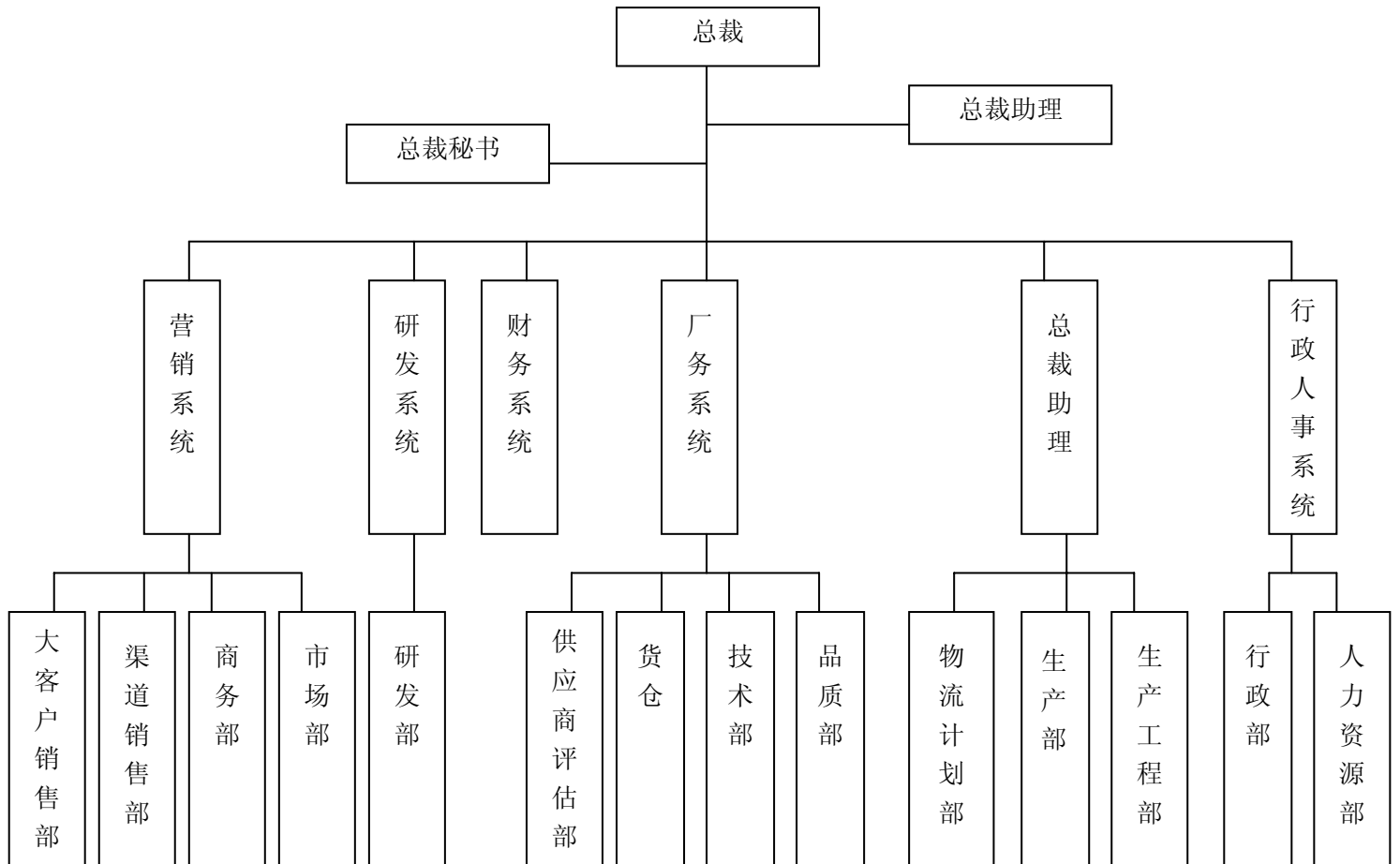
公司是深圳市高新技术企业，是国内最早从事生产和开发阀控式密封铅酸蓄电池的专业厂家之一，也是国内最大的铅酸蓄电池出口商。目前公司法人治理结构比较完善，整体管理水平较高。公司主营业务收入逐年增长，盈利能力不断提高，债务负担一般，经营性现金流波动较大，偿债能力较强。

总体看，公司整体信用风险较小。

附表1 2006年计入公司合并范围的下属二级子公司

序号	被投资单位名称	注册资本	主营业务	投资额	投资比例
1	深圳雄韬实业有限公司	200 万美元	设计开发、生产经营纳米铅酸 蓄电池、电源零配件	943.52 万元	57%
2	深圳圣瑞电源有限公司	150 万元	生产经营电源产品、继电器、 变压冲电器和数字显示多用 途家用测电笔	112.5 万元	75%
3	深圳市雄韬锂电有限公司	1000 万元	开发、生产、销售锂电电池及 相关材料和零配件	700 万元	70%

附表2 公司组织结构图



附表 3-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	4905.44	2048.46	6885.37	18.47
短期投资				
短期投资净额				
应收票据	148.00	71.15	0.00	
应收股利				
应收利息				
应收账款	10538.98	15213.10	19207.03	35.00
其他应收款	2912.86	4129.65	4376.54	22.58
应收账款净额	13451.85	19342.75	23583.56	32.41
预付账款	236.41	130.22	64.55	-47.75
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	4886.48	5911.48	5927.56	10.14
存货净额	4886.48	5911.48	5927.56	10.14
待摊费用		45.94		
一年内到期的长期债权投资				
流动资产合计	23628.17	27549.99	36461.05	24.22
长期投资				
长期股权投资				
长期债权投资				
长期投资合计				
合并价差				
长期投资净额				
固定资产				
固定资产原值	5308.04	7321.36	8239.83	24.59
减：累计折旧	925.27	1593.70	2217.76	54.82
固定资产净值	4382.77	5727.66	6022.07	17.22
固定资产净额	4382.77	5727.66	6022.07	17.22
工程物资	657.13	476.92	493.64	-13.33
在建工程	1330.87	240.49	242.74	-57.29
固定资产清理				
固定资产合计	6370.77	6445.07	6758.45	3.00
无形资产及其他资产				
无形资产	795.46	776.62	787.22	-0.52
长期待摊费用				
长期应收款				
无形资产及其他资产合计	795.46	776.62	787.22	-0.52
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	30794.39	34771.67	44006.72	19.54

附表 3-2 资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	4000.00	5157.41	5096.09	12.87
应付票据	2000.00	0.00	3000.00	22.47
应付帐款	8888.27	13412.97	15731.18	33.04
预收帐款	279.61	302.76	236.77	-7.98
代销商品款				
应付工资	273.14	366.13	474.91	31.86
应付福利费	118.49	223.45	36.54	-44.47
应付股利				
应交税金	-135.69	350.15	466.40	
其他应交款				
其他应付款	2693.78	1272.73	2215.46	-9.31
预提费用	101.06	110.27	531.37	129.31
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	18218.65	21195.87	27792.92	23.51
长期负债				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	138.34	36.63	36.63	-48.54
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	138.34	36.63	36.63	-48.54
递延税项				
递延税项贷款				
递延收益				
负债合计	18356.99	21232.50	27829.55	23.13
少数股东权益	2801.29	2934.14	3537.10	12.37
所有者权益				
实收资本	2000.00	2000.00	2000.00	0.00
资本公积	73.83	73.83	73.83	0.00
盈余公积	882.00	908.67	1033.10	8.23
其中：公益金				
未分配利润	6680.29	7622.54	9533.13	19.46
外币报表折算差额				
所有者权益合计	9636.12	10605.04	12640.07	14.53
负债及所有者权益合计	30794.39	34771.67	44006.72	19.54

附表 4 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	32923.82	50700.87	73276.10	49.19
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	32923.82	50700.87	73276.10	49.19
减: 主营业务成本	29524.50	44552.29	64896.34	48.26
主营业务税金及附加				
二、主营业务利润	3399.32	6148.57	8369.79	56.91
加: 其他业务利润	102.92	154.05	226.08	48.21
减: 存货跌价损失				
营业费用	1903.93	2559.17	2886.88	23.14
管理费用	1832.39	1833.63	2093.50	6.89
财务费用	96.26	712.25	774.99	183.74
其他				
三、营业利润	-330.34	1197.57	2840.50	
加: 投资收益				
补贴收入	433.67	58.18	68.00	-60.40
营业外收入	2.67	4.14	16.71	150.32
其他				
减: 营业外支出	51.93	6.38	85.20	28.08
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	54.07	1253.50	2840.01	624.77
减: 所得税	60.95	151.73	202.02	82.05
减: 少数股东损益	-209.81	132.85	602.97	
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	202.93	968.93	2035.03	216.68
加: 年初未分配利润	8196.13	6680.29	7622.54	-3.56
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	8399.05	7649.21	9657.57	7.23
减: 提取法定盈余公积	18.77	26.67	124.43	157.49
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	8380.29	7622.54	9533.13	6.66
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	6680.29	7622.54	9533.13	19.46

附表 5 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	30033.37	47955.22	73969.96	56.94
收到的租金				
收到的税费返还	2746.01	4062.97	5704.22	44.13
收到的其他与经营活动有关的现金	746.58	329.84	146.19	-55.75
现金流入小计	33525.96	52348.03	79820.36	54.30
购买商品、接受劳务支付的现金	24965.17	46583.51	65079.14	61.46
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	2441.32	4173.46	4481.35	35.49
支付的各项税费	277.21	241.47	967.40	86.81
支付的其他与经营活动有关的现金	1816.85	2443.45	2939.21	27.19
现金流出小计	29500.56	53441.89	73467.09	57.81
经营活动产生的现金流量净额	4025.40	-1093.86	6353.27	25.63
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	45.55	3.67	45.55	0.00
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	45.55	3.67	45.55	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1808.74	2689.20	1071.35	-23.04
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	1808.74	2689.20	1071.35	-23.04
投资活动产生的现金流量净额	-1763.19	-2685.54	-1025.80	-23.73
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金				
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	5360.00	8227.28	9072.22	30.10
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	1500.00	0.00	
现金流入小计	5360.00	9727.28	9072.22	30.10
偿还债务所支付的现金	4560.00	7069.87	9133.55	41.53
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	196.08	234.99	429.23	47.96
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金	2000.00	0.00	2500.00	11.80
现金流出小计	6756.08	7304.86	12062.78	33.62
筹资活动产生的现金流量净额	-1396.08	2422.42	-2990.55	46.36
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	866.14	-1356.98	2336.92	64.26

附表 5-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流				
净利润	202.93	968.93	2035.03	216.68
加: 少数股东损益	-209.81	132.85	602.97	
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐	361.23	433.02	570.83	25.71
固定资产折旧	595.76	606.38	661.06	5.34
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销	178.32	25.28	28.68	-59.89
处置固定资产、无形资产和其他长	46.07	3.67	45.55	-0.57
待摊费用减少(减:增加)	20.40	-45.94	45.94	50.06
预提费用增加(减:减少)	-134.97	9.21	421.10	
固定资产报废损失				
财务费用	196.08	234.99	429.23	47.96
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-1417.22	-1025.00	-16.09	-89.35
经营性应收项目的减少(减:增加)	-6190.08	-6140.88	-4674.82	-13.10
经营性应付项目的增加(减:减少)	10376.69	3703.64	6203.79	-22.68
其他				
经营活动产生的现金流量净额	4025.40	-1093.86	6353.27	25.63
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	2905.44	1548.46	3885.37	15.64
减: 货币资金的期初余额	2039.30	2905.44	1548.46	-12.86
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	866.14	-1356.98	2336.92	64.26

附表 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n年数据: 增长率= 【(本期/前n年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出)/(股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) /全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) /期内应偿还的长期债务本金
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%
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
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务= (长期债务+短期债务)

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

附表 7 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 546 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市嘉达高科产业发展有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市嘉达高科产业发展有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市嘉达高科产业发展有限公司

2007年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：A⁻

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	7923.75	17383.51	14268.17
所有者权益(万元)	4918.9	7946.7	9166.28
主营业务收入(万元)	18136.21	20962.59	21936.23
利润总额(万元)	2676.17	3426.13	3673.11
资产负债率(%)	37.92	54.29	35.76
全部债务资本化比率(%)	0.4	3.64	4.18
净资产收益率(%)	46.25	36.65	33.92
流动比率(%)	230.2	165.82	222.14
EBITDA 利息倍数(倍)	795.79	965.51	205.6
债务保护倍数(倍)	120.42	10.38	8.57

分析员

林 静

电话 010-85679696-8810

邮箱 linjing@lianheratings.com.cn

黄 静

电话 010-85679696-8875

邮箱 huangjing@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

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

评估观点

随着我国经济的持续高速增长和城市化进程的加快，公共建筑和高楼大厦的建设迅速发展，建筑幕墙行业前景良好。

深圳市嘉达高科产业发展有限公司（以下简称“公司”）是集建筑节能、环保、新型功能材料研发、生产、施工及服务为一体的高新技术企业。公司在新型建筑材料方面技术实力较强，法人治理结构比较完善，综合管理水平较高，近几年发展状况良好。

目前公司资产流动性强，债务水平低，主营业务收入稳步增长，盈利能力较强，经营性现金流受项目结算的影响存在一定的波动，整体偿债能力较强。综合看，公司整体信用风险较小。

优势

1、公司在新型建筑材料方面技术实力较强。

2、公司主要产品被列入863科技攻关计划、国家火炬计划、建设部科技成果重点推广项目、建设部强制推广应用技术项目、科技部重大成果推广项目，具备有力的政策支持。

3、公司负债水平低，盈利水平高，财务状况良好。

关注

1、建筑幕墙行业企业较多，竞争较为激烈。

2、公司为施工与生产一体化的经营模式，对人才和业务稳定要求较高，公司面临一定的经营性风险。

3、公司所有者权益中未分配利润较高。

4、预计公司未来债务负担将加重。

一、主体概况

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，当时的注册资本为120万元，公司性质为中外合资企业。公司于2007年8月16日整体变更为现公司，股权结构为：深圳市嘉达新材科技实业发展有限公司持股56.4%，浙江天堂硅谷创业集团有限公司持股20%，深圳市博宏达科技有限公司持股16%，深圳市高新技术投资担保有限公司持股2.4%，深圳市和熠升投资有限公司持股2.4%，深圳市同创盈投资咨询有限公司持股1.6%，自然人潘橙持股1.2%。公司注册资本为1250万元人民币，公司性质为内资有限责任公司。熊永强先生通过深圳市嘉达新材科技实业发展有限公司间接拥有公司36.66%的股权，是公司的实际控制人。

公司是集建筑节能、环保、新型功能材料研发、生产、施工及服务为一体的高新技术企业。公司经营范围：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。

公司下设研发信息中心、生产物流中心、创新业务部、财务部、投资发展部、销售公司、工程公司、总裁办公室等8个职能部门，每个职能部门下面按照不同分工再细分为不同的子部门，具体情况请参见附表5。

截至2006年底，公司资产总额14268.17万元，所有者权益9166.28万元。2006年公司实现主营业务收入21936.23万元，利润总额3673.11万元；经营活动产生的现金流量净额901.72万元，现金及现金等价物净增加额-1362.02万元。

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、行业分析

1、行业发展与现状

建筑幕墙主要用于高层建筑、大跨度公共

建筑（如机场、车站、文化中心、会议展览中心）、建筑物采光顶、异型建筑物（如球形、钟型建筑物）等建筑物，具有外围护和装饰功能。建筑幕墙是现代建筑科学、新型建筑材料和现代建筑施工技术的集中体现。

在国际市场上，主要发达国家如美国、欧洲、日本、中东和东南亚地区兴建的高楼大厦广泛采用幕墙，据不完全统计，世界幕墙工程每年约有500~1000亿美元的规模。

我国建筑幕墙从1983年开始起步，目前我国已经成为世界第一幕墙生产大国和使用大国。建筑幕墙的材质也从单一的玻璃幕墙发展到铝板幕墙、石材板幕墙、陶瓷幕墙等多材质幕墙。2006年我国生产(使用)了4150万平方米建筑幕墙和采光顶，幕墙行业年产值超过400亿元人民币。

2、行业关注

城市化发展带动幕墙行业发展

改革开放以来中国经济高速增长，城市化率由1990年的26.40%上升到2005年的42.99%。随着经济的持续高速增长和城市化进程的加快，公共设施建设迅速发展，特别是在大中城市建设了众多的公共建筑和高楼大厦，作为公共建筑和高楼大厦的外围护结构的主导产品，建筑幕墙行业前景良好。

幕墙行业主要从事一体化经营

建筑幕墙工程业务通常采取“包工包料”的形式实施，建筑幕墙行业涵盖建筑幕墙工程、建筑幕墙面板材料、建筑幕墙结构材料等。完整的幕墙产业链涉及幕墙设计——幕墙施工——幕墙材料供应等环节，业务的模式主要是订单式施工，订单的来源主要是通过招标取得，业务发展对大工程依赖性比较大。

幕墙行业企业规模偏小

由于我国建筑装饰行业起步较晚，企业规模普遍很小，目前尚未出现国际化的建筑装饰行业龙头企业。国内知名企业的年工程承接能力仅有10多亿人民币，国内企业与国际大公司

差距较大。虽然一些企业开始实现工业化和企业联盟协作，但大部分建筑企业产业结构比较单一，盈利来源较少，抗风险能力较弱。

节能型幕墙将快速发展

在能源消费结构中，建筑能耗是一个重要的组成部份。我国建筑耗能占全国总能耗已接近40%，严格控制建筑能耗已成为当前政府关注节能的焦点之一，这为环保节能的新型建筑幕墙及其制品提供了发展机遇。未来几年对现有房屋建筑、既有建筑幕墙的节能改造将形成巨大的建筑节能改造工程市场和产品需求。从技术角度看，传统的幕墙等建筑材料行业技术比较低，对行业外企业和新进入企业几乎没有技术壁垒，而新型建筑材料行业采用新技术，技术的先进性已经构建起了技术壁垒。

3、未来发展

2007年1月12日，中国建筑装饰协会幕墙工程委员会发布《关于我国建筑幕墙行业可持续发展的指导意见》，提出“推动幕墙向安全、节能、节水、节材、节地、绿色、智能化发展，提高幕墙企业产品标准化程度和水平”。

根据建设部2005年上半年颁布的《关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见》规划，到2010年全国城镇新建建筑实现节能50%；既有建筑节能改造逐步开展，大城市完成应改造面积的25%，中等城市完成15%，小城市完成10%，到2020年，北方和沿海经济发达地区和特大城市新建建筑实现节能65%的目标，绝大部分既有建筑完成节能改造。

随着经济增长和居民收入提升呈现稳步增长，预计未来几年我国建筑幕墙年均需求量约为3000万平方米，传统幕墙品种逐渐成熟稳定，双层结构幕墙、光电幕墙、遮阳板幕墙、生态幕墙、智能幕墙等节能环保型幕墙将快速发展。

总体来看，随着我国经济的持续高速增长和城市化进程的加快，公共建筑和高楼大厦的建设迅速发展，建筑幕墙行业前景良好。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司是符合循环经济要求、集新型功能材料研发、生产、施工及服务为一体的高新技术企业。公司以新型环保型化学建材——合成树脂幕墙为主打产品，围绕核心产品形成了外墙、屋面、地坪的防水、防腐、隔热、保温等产业化系统性的产品集群。公司产品通过了ISO14025环境认证及国际绿色环保认证，是无污染环保型的新材料产品。

公司目前正在建设国家级的合成树脂复合改性新材料产业工程技术中心和产业化示范基地，产品也从目前的建材领域向汽车复合树脂、复合电子新材料、无渣铁路枕木等日用与工业化领域拓展。

公司主要产品被列入863科技攻关计划、国家火炬计划、建设部科技成果重点推广项目、建设部强制推广应用技术项目、科技部重大成果推广项目。公司被推选为中国化工行业技术创新示范企业，被授予建设部功能型复合建筑材料产业化示范基地。此外，公司主编了《合成树脂装饰幕墙》、《合成树脂幕墙施工与验收规程》、《屋面隔热、防水、装饰系统》、《渗透型装饰防水系统》、《环保节能型硅丙装饰系统》等七项国家/行业标准，在新型建筑材料方面处于技术权威地位。

2006年公司现主营业务收入21936.23万元，比上年增长4.64%；实现净利润3109.57万元，比上年增长6.78%。

2、人员素质

公司现有中高层管理人员均具有大专以上学历，在公司工作年限在6~7年以上，管理团队从业经历比较丰富，综合素质较高。

公司董事长、总经理熊永强先生，42岁，德国法兰克福大学高分子化学专业博士。1996年自德国法兰克福大学毕业，历任深圳市嘉达化工有限公司董事长、总经理。熊永强先生带

领公司累计获得16项国家发明专利、1项实用新型；部分科技成果获深圳市科技进步一等奖，广东省科技进步二等奖，中国化工科技进步二等奖。

公司副总经理侯晓春女士，本科，经济师。侯女士历任山西铁路中心医院人事主任、深圳市东进通讯技术股份有限公司行政人事部经理、深圳市嘉达化工有限公司副总经理，在行政管理、企业管理方面经验比较丰富。

公司研发中心主任谭亮先生，30岁，南京工业大学化学工程博士。历任深圳海川化工科技有限公司化工研究所所长，深圳市嘉达化工有限公司研发中心主任。谭先生是建设部2002年科技项目《聚丙烯腈增强纤维在墙体涂装体系中的应用技术研究》（项目编号：02-2-4.27-142）技术负责人、建设部2002年科技项目《高效、多功能水性建筑涂料分散剂开发基础研究与新型水性涂料助剂探索研究》（编号：02-2-4.15-130）主要完成人、《合成树脂幕墙装饰系统》等7项行业标准的主要起草人。

截至2007年5月底，公司拥有在职员工150人。其中博士以上人员占总人数1.33%，大学本科以上占26.67%，大学专科以上占57.33%，大专以下占14.67%。公司注重对员工的培训，人力资源部每年制定培训纲要，并分解到每月、每周，保证了员工的培训时间与培训质量。公

司建立了民主管理机制，员工参与公司管理与决策的积极性较高。2005年、2006年员工的流动率都在10%左右，人员流动性较高。

总体而言，公司主要领导人行业经验丰富，专业素质较高；公司员工学历层次高，人力资源能满足公司目前发展的需要。

3、技术水平

公司是国内合成树脂复合材料领域试验设备最齐全和研发实力最强的企业。公司拥有耐冻融循环机、电脑调色系统、拉伸试验机、盐雾试验箱等数十台先进仪器设备，建立了合成树脂复合材料小规模实验生产线，具备合成树脂复合材料研发、检测、性能评价和中试的全部实验手段。

聚合物的无机改性是公司的独有技术，公司利用仿生化学合成技术将无机官能团接枝到制作油漆、防水材料、塑料等高分子化学建材的有机高分子聚合物上，形成集有机和无机为一体的化学复合高分子聚合物。此技术是对传统建筑材料的创新，填补了国内、国外此技术领域的空白。此外公司提供了建筑的整体技术方案，降低了系统成本并优化了系统性能。

表1列出了与同类产品相比，公司产品的独特优势。

表1 公司产品与同类产品的性能比较

内容		公司产品	同类产品
树脂浆料	亲水性和亲油性	双重性，既亲水又亲油	单一性，或者亲水或者亲油
	对有机材料和无机材料的亲和性	对有机材料和无机材料都具有好的亲和性	对有机材料和无机材料不能同时具有好的亲和性
	耐老化性	经无机改性，耐老化性好	纯有机材料，耐老化性差
	系统各层材料之间的相容性和匹配性	以系统作为研究对象，系统各层材料之间相互渗透，相容性和匹配性好	以系统的某一组成材料作为研究对象，系统各层材料之间的相容性和匹配性差
性能	综合性能	好	差
	使用寿命	长	短

不同区域气候适应性	根据不同区域气候特征 提供不同的系统材料	材料基本无区分， 气候适应性不能完全保证
系统材料解决方案	根据建筑类别特点和业主要求 提供针对性的系统材料解决方案	系统的单一材料供应或不具备 具有针对性的系统材料解决方案
产品与施工	对产品与施工进行一体化研究 并进行质量跟踪和改进	产品与施工通常分离， 无质量跟踪和改进
循环经济与环境保护	注重可再生资源的利用 和材料的环保性	不太重视可再生资源的利用 和材料的环保性

资料来源：公司提供

公司的新型纳米级合成树脂系列材料，获国家16项技术专利，填补了国内此技术领域的空白；公司主编了《合成树脂幕墙施工与验收规程》等七项国家/行业标准。

总体来看，公司研发能力较强，技术水平先进，为公司的发展提供了有力的技术支持。

4、外部环境

国家政策支持

2006年以来国家相继出台并实施了《中华人民共和国可再生能源法》、《国家中长期科学和技术发展规划纲要》等法规与政策，对新能源发展构成了有力的政策保障，公司未来的新能源行业将面临良好的发展机会。

区位优势

公司所在地深圳市，拥有数量庞大、创新能力强的中小科技企业。深圳市政府大力扶持民营企业与中小科技企业，对民营企业实行梯度扶持和重点培育，建立中小企业多渠道的融资体系，推进中小企业信用担保体系的建设，对高科技企业提供无偿资助，在土地、贷款信用、风险投资等方面给予企业政策扶持。深圳市的中小企业普遍科技水平较高，运作较为规范，具有浓厚的市场竞争意识，市场开拓能力较强。此外，深圳证券交易所中小企业板块为国内中小企业尤其是科技型中小企业提供了融资的重要途径。总体看，公司拥有良好的政策环境与科技创新条件，具备良性发展的潜力。

财政税收优惠

作为一家留学生归国创业的高新技术企业，公司创业之初获得福田区“科技资助”的400万元无息贷款。

公司是深圳市高新技术企业，从2005年度起公司可享受企业所得税两免六减半的优惠。公司目前正在办理相关手续，预计今年可以获得相应税收优惠。

综合来看，公司人员结构合理，高管综合管理素质较高，公司具备新型建筑材料的技术优势与生产优势。公司发展的基础素质较好。

四、经营管理

1、企业管理

公司治理结构

公司按照《公司法》建立健全了各项规章制度，运作比较规范。由于公司属于中小企业，股权结构比较简单，公司没有设立股东大会，在董事会下面设立了“决策委员会”、“考核委员会”、“审计委员会”三个专门委员会，分别履行各自的职能。其中决策委员会负责审议公司短期、中期、长期发展战略；审议公司季度、年度财务预、决算方案；审议公司年度经营计划和投资方案；审议公司重大经营事项、重大投资项目及其他重大经济事项的决策。考核委员会根据中高层管理人员管理岗位的主要职责

制定审查方案；审查中高层管理人员履行职责情况并进行绩效考评；审查评估各部门的考核情况。审计委员会则负责财务效益审计、经济责任制审计、离任审计和专项审计。

总体看，公司具备了较完善的法人治理结构。

管理制度

财务管理方面，公司建立了包括《公司财务管理制度》、《财务审批权限的规定》、《资金借支管理办法》等比较完善的财务管理制度，以财务预算作为财务管理的核心内容，根据部门职能对经营指标、经营费用、营销业务等实行较严格的管理与控制。公司融资主要采取部分抵押及担保公司担保等方式。

成本控制方面，公司实施以季度为单位的全面预决算成本控制体系，每个季度进行成本核算，并对下个季度的成本支出进行预算和控制，保证了最低成本。

人力资源管理方面，公司制定了《员工培训制度与考核制度》，根据实际需要对员工进行培训。公司每月根据考核目标对员工实际绩效进行考核，形成了对员工的有效激励。

公司通过了ISO9001认证，建立了规范的质量管理和质量保证体系。此外，公司实施智能化管理系统，建立并执行了信息工作及标准化工作流程。

总体看，公司法人治理结构比较完善，建立并执行了比较规范的管理制度，实施了有效的激励与约束机制。

2、经营分析

经营现状

公司自1999年进入无机改性合成树脂建筑功能新材料领域，产品包括建筑结构材料、功能与装饰材料、电子材料、汽车材料等各方面，合计10个系列上百种产品。

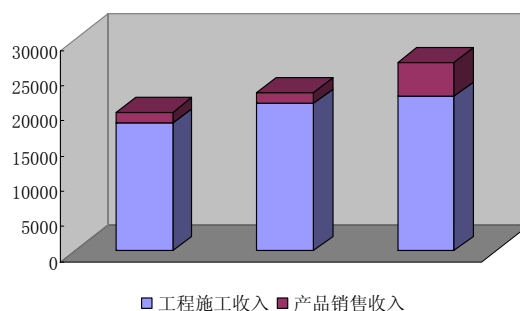
公司已实现产业化的产品有7个系列，可以提供各种新型节能环保材料，系统的解决传统

建筑领域的各类缺陷。其中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建筑建材领域，经营范围还包括防水装饰系统、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。

公司处于产业化前期和在研的产品有3个系列，包括高速铁路无渣枕木系列、电子复合树脂系列、汽车复合树脂系列。

公司主要从事工程施工与建筑材料销售业务。由于公司业务属于建筑新材料领域，处于产品生命周期的早期阶段，需要大力进行市场开拓工作，故而公司采取自行施工、以工程带动销售的方式，积极开拓市场。图1列示了公司2004~2006年工程施工与产品销售的情况。由下图可以看出，公司经营规模呈上升趋势，公司的工程施工在业务构成中占重要地位，经过历年的市场开拓，公司的产品销售收入比重正逐步上升。

图1 公司2004~2006年收入构成



资料来源：公司提供

公司确立了以市场营销为龙头，以工程质量控制为重点，以目标责任量化管理为手段的经营战略。截至2006年底，公司已经在全国25个省、85个城市完成外墙装饰，累计施工面积达到3000万平方米，年产3万吨无机改性高分子系列材料。全国除西藏外85个一、二级城市均有应用的标志性建筑，如首都机场、新华社办

公大楼、山东体育场、广州会展中心等。此外，公司还受益于“奥运经济”，奥体中心、游泳馆、射击馆、奥体公寓等多个奥运会工程项目建设采用了公司产品。

原材料采购

公司主要原材料包括五类，主要有树脂类（水性、油性）、溶剂类（各种溶剂、乳液、色浆）、填充料（水泥、石英砂、腻子）、颜料类（粉料、金属粉）和助剂类。公司采购部负责原材料的采购，首先对供应商的生产情况、设备及品质控制能力进行考察，然后根据研发中心对供应商样品检验的结果确定供应商。公司每季度对合作三个月以上供应商进行综合评估，质量部对质量、采购部对交货日期和价格分别进行评估，根据评估及改进效果及时调整供应商。

公司的采购政策保证了产品原材料的质量，并有效控制了原材料成本。

产品销售

公司采取以施工带动销售的经营策略，营销模式主要有三种：一是实行战略联盟与项目直销，如与万科、金地、华润、华侨城等大型房地产开发商形成战略联盟，在各地标志性建筑进行施工，扩大产品知名度；二是在各地成立销售公司与工程公司，积极开拓当地市场；三是实行区域特许代理，由各地材料供应商代理销售，扩大市场份额。目前公司已经在全国建立了材料生产网点6个，施工服务网点7个，在全国25个省市建立发展特约授权经销商85家，办事处8个，初步形成了遍布全国的营销格局。

公司建立了售后服务和项目跟踪机制，根据市场反馈信息改进产品性能，提高服务质量，完善服务体系。

经营效率

从反映经营效率的指标来看，2004年~2006年公司的销售债权周转次数分别为6.41次、3.55次和3.10次，存货周转次数分别为11.76次、5.27次和4.54次，总资产周转次数分别为

3.03次、1.66次和1.39次，三个指标都呈逐年下降的趋势。由于公司以施工带动销售，施工项目较多，且多在工程完成之后再行结算，公司的应收帐款数额增长较快，导致经营效率指标呈现下降的趋势。总体来看，公司近年来经营良好，经营效率指标的变动符合公司的实际结算情况。

表2 2004~2006年经营效率

指 标 (次)	2004 年	2005 年	2006 年
销售债权周转次数	6.41	3.55	3.10
存货周转次数	11.76	5.27	4.54
总资产周转次数	3.03	1.66	1.39

资料来源：公司提供

3、未来发展

公司未来发展目标是确立核心产品合成树脂复合改性新材料在中国的领先地位，同时大规模向先进复合材料领域拓展，通过新材料在电子、汽车、机械、化工等领域的应用推广，使公司初步成为建筑新材料行业的龙头企业。

公司计划通过发行债券募集资金3000万元，主要用于国家复合改性合成树脂功能新材料产业化示范基地的建设，包括：（1）年产1.5万吨无机改性复合树脂；（2）年产5.8万吨合成树脂幕墙、墙体三合一系统、屋面三合一系统、聚合物防水材料及水泥砂浆改良剂五种复合功能建筑新材料；（3）年产1.2万吨无渣轨道柔性枕木改良剂。公司计划利用3年时间将产业化基地建设成为具有国际领先水平的国家级工程技术中心。公司产业化基地建设总投资额为68565万元，其中公司自筹43565万元（包括产业投资基金性质的查顿基金33040万元、风险投资性质的达晨公司3000万元及自有资金7525万元），募集债券资金3000万元，银行贷款22000万元，债券募集资金所占比重为4.38%。

表3列示了公司产业化基地2006~2015年的长期规划，可以看出，公司未来将在建筑新材料领域获得较快发展，并逐步扩展经营业务。

表3 产业化基地建设规划表

项目名称	规模 (万吨/年)	投资额 (亿元)	年收入 (亿元)	年利税 (亿元)	用地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	规划完成时间
合成树脂幕墙装饰系统 新材料	1.5~2.5	1.4~2.0	5.0~8.0	0.8~1.5	3.5	3.7~3.85	2005.10~2007.6
复合防水材料及新型保 温节能材料	1.0	0.6	2.0	0.3	1.0	1.2	2006~2007
硅丙树脂	7.5	5.0	16.5	4	2.0	3.6	2006~2008
水性环保高档硅丙涂料	18	10	90	9.0	3.5	6.0	2007~2010
柔性水泥	50	5.0	10	1.6	2.5	2.8	2006~2008
小计	78	22	125	15.7~16.4	12.5	17.3~18.5	2006~2010
汽车及电子复合材料	50	28	60	6	10	12	2008~2015
合计	128	50	185	21.5~22.4	22.5	29.3~30.5	2006~2008~2015

资料来源：公司提供

表4 公司未来三年经营预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年
预计销售收入	30000	40000	60000
预计利润总额	4000	5000	7800
预计净利润	3400	4250	6630
预计折旧	0	72	76
预计摊销	25	25	25
预计利息支出	210	390	355
预计短期债务余额	6500	13000	19000
预计长期债务余额	3000	3000	3000
预计少数股东权益	0	0	0
预计所有者权益	9200	9200	9200
指标	2007 年	2008 年	2009 年
全部债务资本化比率 (%)	50.80	63.49	70.51
净资产收益率 (%)	36.96	46.20	72.07
债务保护倍数 (倍)	0.36	0.27	0.31

资料来源：公司提供

表4列出了公司2007年~2009年的经营预测。公司未来将建成新材料产业化示范基地，并扩大新材料的生产、施工与销售。随着我国建筑材料行业的快速发展，预计公司未来销售收入将继续增长。由于公司未来投资规模巨大，而新材料行业的发展具有一定的不确定性，因此我们认为，公司对未来的预测过于乐观。

债务负担方面，公司从产业投资基金和风险投资公司处募集资金还存在一定的不确定性，如果以债权形式募集资金，公司现有的债务预测偏低。总体来看，公司对债务负担情况估计不足，债务负担会进一步加重。

五、财务分析

1、财务概况

公司提供的2004年~2005年财务报表已经深圳大华天诚会计师事务所审计，2006年财务报表已经中和正信会计师事务所有限公司审计，均出具了无保留意见的审计结论。

公司从2006年开始，按应收帐款期末余额的5%计提坏帐准备，影响当年利润329.30万元。除此之外，公司未发生重大会计政策变更。公司近三年会计政策具有连续性，数据具有可比性。

截至2006年底，公司资产总额14268.17万元，负债总额5101.89万元，所有者权益9166.28万元。2006年公司实现主营业务收入21936.23万元，利润总额3673.11万元；经营活动产生的现金流量净额901.72万元，现金及现金等价物

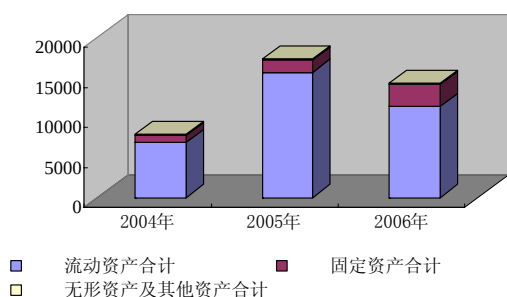
净增加额-1362.02万元。

2、资产构成及资产质量

近三年公司资产总额在波动中增长，2004年~2006年分别为7923.75万元、17383.51万元和14268.17万元。截至2006年底，公司资产构成成为流动资产占79.43%，固定资产占19.38%，无形资产及其他资产占1.19%，资产构成中以流动资产为主，符合公司的行业特点和经营模式。

图2 公司2004年~2006年资产总额构成

单位：万元



截至2006年底，公司流动资产合计11333.36万元，其中货币资金占2.19%，应收款项净额（包括应收账款和其他应收款）占69.45%，预付帐款占2.58%，存货占25.77%，流动资产中应收帐款和存货占比较大。

公司货币资金近三年波动较大，2004年~2006年分别为874.40万元、1610.65万元和248.63万元。截至2006年底，货币资金全部为现金和银行存款。

公司应收帐款净额近三年波动较大，2004年~2006年分别为4527.25万元、9611.67万元和7871.12万元，占主营业务收入的比例分别为24.96%、45.85%和35.88%，收入占比与总额变动趋势一致，且比例偏高，反映出公司以施工带动销售、应收款项收入占比较大的经营特点。

公司应收帐款在波动中增长，近三年分别为3867.33万元、7898.48万元和6256.75万元，截至2006年底，公司应收账款占流动资产比例为55.21%，由于公司集生产、施工与服务为一体，先施工后收款，因此应收帐款占流动资产

比例较高。从账龄来看，应收帐款1年以内的占比67.00%，1年~2年的占18.60%，2年~3年的占14.40%，公司全部按5%比例计提坏账准备，共计329.30万元，坏帐准备计提比较充分。

公司其他应收款也在波动中增长，近三年分别为659.92万元、1713.19万元和1614.37万元。截至2006年底，公司其他应收款占流动资产的14.24%，其中欠款前五名的总计960.75万元，占其他应收款的59.5%。其中账龄在1年以内的占69.6%，1~2年的占30.4%，公司按个别认定法计提坏帐准备，目前尚未提取坏帐准备。

近三年公司存货出现波动，2004年~2006年分别为1339.67万元、4184.35万元和2920.86万元。截至2006年底，公司存货全部为产成品和原材料，其中产成品占55.78%，原材料占44.22%，存货构成比较合理。由于公司是生产、施工与服务一体化企业，产品销售和施工情况对存货影响比较大。建筑行业一般施工周期比较长，因此存货出现较大幅度的波动。

近三年公司固定资产净额也在波动中增长，三年复合增长率为26.00%。截至2006年底，公司固定资产原值2216.09万元，累计折旧935.56万元。固定资产主要包括房屋建筑物和机械设备，共计占比82.27%，此外还包括运输设备和其他设备。

公司2006年在建工程为1484.50万元，主要是公司2006年兴建嘉达研发大楼，资金全部为公司自筹资金。

公司无形资产主要为专利权和知识产权服务费，由于按法定受益年限10年进行摊销，公司无形资产近三年逐年下降，2006年为169.78万元。

总体来看，近几年公司资产以流动资产为主，资产流动性较强。

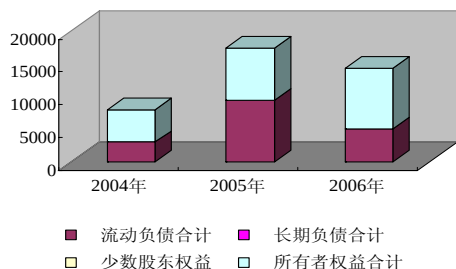
3、负债及所有者权益

负债分析

与公司的资产变动趋势相同，公司负债总

额2004年~2006年也在波动中上升，三年复合增长率为30.30%。截至2006年底，公司负债总额5101.89万元，全部为流动负债，公司负债结构不合理。

图3 公司2004年~2006年负债及所有者权益
单位：万元



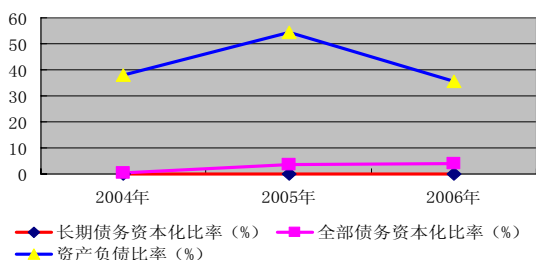
截至2006年底，公司流动负债为5101.89万元，其中短期借款占5.88%，应付账款占33.18%，应交税金占13.16%，其他应付款占45.13%，一年内到期的长期负债占1.96%。流动负债中应付账款和其他应付款占比较大。

截至2006年底，公司短期借款为300万元，全部为保证借款。

近三年公司应付账款在波动中下降，三年复合增长率为1.85%，截至2006年底应付账款为1692.57万元。近三年公司其他应付款在波动中上升，三年复合增长率为115.11%，截至2006年底为2302.57万元。

近三年公司资产负债率在波动中下降，2004年~2006年分别为37.92%、54.29%和35.76%。公司全部债务资本化比率呈上升趋势但水平较低，2004年~2006年分别为0.40%、3.64%和4.18%。公司没有长期负债，长期债务资本化比率为0。总体来看，公司负债水平低，债务负担轻。

图4 公司2004年~2006年负债比率



所有者权益分析

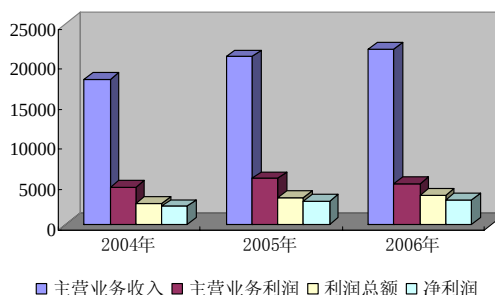
2004年~2006年公司所有者权益增长比较迅速，三年复合增长率为36.51%，主要来自未分配利润的增长。截至2006年底，公司所有者权益为9166.28万元，其中实收资本占10.91%，资本公积占5.42%，未分配利润占83.67%。公司未分配利润增长迅速，占所有者权益比重很大。由于未分配利润受利润分配政策的影响较大，公司所有者权益不稳定。

4、盈利能力

公司以工程施工为主，近三年公司主营业务收入稳步增长，三年复合增长率为9.98%，分别为18136.21万元、20962.59万元和21936.23万元。由于公司近三年主营业务成本增幅大于主营业务收入增幅，公司主营业务利润在波动中增长，三年复合增长率为5.23%，分别为4633.50万元、5779.49万元和5130.94万元。近三年公司主营业务利润率有一定的波动，2004~2006年分别为25.55%、27.57%和23.39%，但总体仍然处于较高水平，公司盈利水平较好。

图5 公司2004年~2006年盈利状况

单位：万元



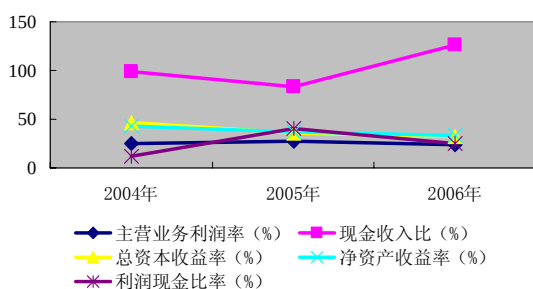
公司进行生产、施工一体化经营，产品销售收入计入其他业务利润，近三年增长较快，三年复合增长率为94.13%。由于公司其他业务利润增长快导致公司营业利润逐步增长，三年复合增长率为17.78%，截至2006年底公司营业利润为3725.09万元。

公司2006年处置固定资产产生营业外收入

7.4万元，发生诉讼赔款、处置固定资产损失等产生营业外支出59.37万元。由于营业外收入与支出数额很小，公司利润总额与营业利润变动趋势相同，近三年复合增长率为17.15%，2006年公司利润总额3673.11万元。

由于公司所有者权益近三年增长较快，2004年~2006年公司净资产收益率逐步下降，分别为46.25%、36.65%和33.92%，总资本收益率也呈同样的变动趋势，2004年~2006年分别为46.13%、35.36%和32.71%，但仍处于较高水平。

图6 公司2004年~2006年盈利指标



从收入实现质量指标看，2004年~2006年公司现金收入比率分别为98.39%、83.13%和125.70%，加权平均值为107.47%，收入实现情况较好。

总体看，公司的盈利能力较强。

5、现金流分析

从经营活动来看，近三年公司销售商品、提供劳务收到的现金增长较快，三年复合增长率为24.31%。近三年公司经营活动的现金流入增长也较快，2004年~2006年分别为17942.24万元、21765.63万元和27575.92万元。公司近三年产生的现金流量净额分别为323.51万元、1389.75万元和901.72万元，2006年经营活动产生的现金流量净额下降较多，主要是因为公司支付的其他与经营活动有关的现金较多所致。

从投资活动来看，2006年公司处置固定资产产生现金流入2.4万元，2004年~2006年公司

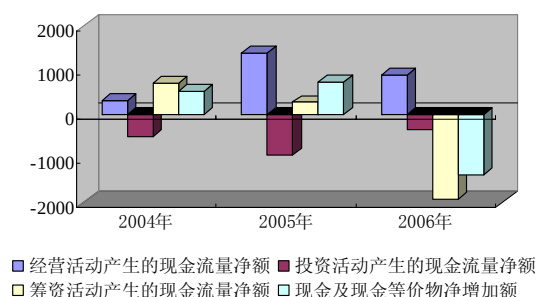
现金流出主要是购建固定资产和投资支付的现金。近三年，公司每年投资活动产生的现金流量净额均为负值，2004年~2006年分别为-505.66万元、-929.74万元和-339.24万元。

2004年~2006年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-182.15万元、460.01万元和562.48万元，近两年公司经营活动产生净现金流基本满足了投资需求。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动的现金流入主要为吸收权益性投资和借款方式，公司筹资活动现金流出主要是偿还债务、分配股利和支付其他与筹资有关的现金。公司2006年支付普通股股利1950万元，导致现金流出增长较大。2004年~2006年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为716.43万元、276.24万元和-1924.50万元。

图7 公司2004~2006年现金流量

单位：万元



综合来看，公司经营性现金流量受项目结束的影响存在一定的波动；由于前几年投资规模较小，公司经营活动产生的净现金流基本满足了投资的需要。

6、偿债能力

从短期偿债能力指标看，2004~2006年公司流动比率呈现波动，分别为230.20%、165.82%和222.14%；速动比率也相应波动，分别为185.62%、121.48%和164.89%，2006年两个指标都比2005年有所下降。公司采取生产施工一体化的经营模式，施工活动产生的应收帐款较

多，导致两个指标高于一般企业。总体看，公司短期偿债能力较强。

表5 公司2004年~2006年偿债指标

指 标 (%)	2004 年	2005 年	2006 年
流动比率 (%)	230.20	165.82	222.14
速动比率 (%)	185.62	121.48	164.89
EBITDA (万元)	2813.41	3631.15	4009.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	795.79	965.51	205.60
债务保护倍数 (倍)	120.42	10.38	8.57
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-9.11	1.53	1.41

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 分别为 2813.41 万元、3631.15 万元和 4009.16 万元，增长较快。2004 年~2006 年，公司的 EBITDA 利息倍数分别为 795.79 倍、965.51 倍和 205.60 倍，全部债务保护倍数分别为 120.42 倍、10.38 倍和 8.57 倍。公司由于债务很少，EBITDA 对利息和全部债务的保护能力很强。筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为 -9.11 倍、1.53 倍和 1.41 倍。总体看，目前公司对全部债务的保护能力强。

7、本期债券偿还能力

2007 年公司拟发行年期企业债券 3000 万元，债券额度为公司 2006 年底总债务的 7.5 倍，对公司现有债务影响很大。

预计本期债券发行之后，公司的资产负债率和全部债务资本化比率将由目前的 35.76% 和 4.18% 上升到 46.92% 和 27.06%，本次债券发行对公司的债务水平影响很大。

截至 2006 年底，公司没有对外担保。

截至 2006 年底，公司未取得商业银行授信。

六、综合评价

随着我国经济的持续高速增长和城市化进程的加快，公共建筑和高楼大厦的建设迅速发

展，建筑幕墙行业前景良好。

公司是集建筑节能、环保、新型功能材料研发、生产、施工及服务为一体的高新技术企业。公司法人治理结构比较完善，综合管理水平较高。目前公司经营状况良好，债务水平低，主营业务收入稳步增长，盈利能力较强，经营性现金流受项目结算的影响存在一定的波动，整体偿债能力较强。综合看，公司整体信用风险较小。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	874.40	1610.65	248.63	-46.68
短期投资				
应收票据	42.52			
应收股利				
应收利息				
应收账款	3867.33	7898.48	6256.75	27.19
其他应收款	659.92	1713.19	1614.37	56.41
应收账款净额	4527.25	9611.67	7871.12	31.86
预付账款	121.89	233.33	292.75	54.98
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	1339.67	4184.35	2920.86	47.66
待摊费用	11.44	8.44	0.00	-100.00
待处理流动资产净损失	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的长期债权投资	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	
流动资产合计	6917.16	15648.44	11333.36	28.00
长期投资				
长期股权投资				
长期债权投资				
合并价差				
长期投资净额				
固定资产				
固定资产原值	1284.51	2214.26	2216.09	31.35
减：累计折旧	477.92	674.00	935.56	39.91
固定资产净值	806.59	1540.26	1280.53	26.00
固定资产净额	806.59	1540.26	1280.53	26.00
工程物资				
在建工程	0.00	0.00	1484.50	
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	806.59	1540.26	2765.03	85.15
无形资产及其他资产				
无形资产	200.00	194.82	169.78	-7.87
长期待摊费用				
长期应收款				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	200.00	194.82	169.78	-7.87
递延税项				
资产总计	7923.75	17383.51	14268.17	

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	20.00	300.00	300.00	287.30
应付票据				
应付帐款	1757.11	3408.46	1692.57	-1.85
预收帐款	431.08	569.29	0.00	-100.00
代销商品款				
应付工资	29.18	44.56	19.27	-18.73
应付福利费	3.27	5.68	0.00	
应付股利				
应交税金	244.05	602.14	671.23	65.84
其他应交款	1.32	3.53	16.24	250.95
其他应付款	497.63	4488.15	2302.57	115.11
预提费用	21.20	15.00	0.00	
预计负债				
一年内到期的长期负债			100.00	
其他流动负债				
流动负债合计	3004.85	9436.81	5101.89	30.30
长期负债				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计				
递延税项				
递延税项贷款				
递延收益				
负债合计	3004.85	9436.81	5101.89	30.30
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	1000.00	1000.00	1000.00	0.00
资本公积	321.52	437.11	497.11	24.34
盈余公积				
其中：公益金				
未确认的投资损失				
未分配利润	3597.38	6509.59	7669.16	46.01
外币报表折算差额				
所有者权益合计	4918.90	7946.70	9166.28	36.51
负债及所有者权益合计	7923.75	17383.51	14268.17	34.19

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	18136.21	20962.59	21936.23	9.98
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	18136.21	20962.59	21936.23	9.98
减: 主营业务成本	12936.87	14545.33	16120.88	11.63
主营业务税金及附加	565.85	637.78	684.41	9.98
二、主营业务利润	4633.50	5779.49	5130.94	5.23
加: 其他业务利润	405.07	356.77	1526.58	94.13
减: 存货跌价损失				
营业费用	860.54	1246.29	1319.37	23.82
管理费用	1491.92	1460.80	1575.14	2.75
财务费用	0.86	1.97	37.92	562.85
其他				
三、营业利润	2685.24	3427.19	3725.09	17.78
加: 投资收益				
补贴收入				
营业外收入	2.70	0.00	7.40	65.55
其他				
减: 营业外支出	11.77	1.06	59.37	124.59
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	2676.17	3426.13	3673.11	17.15
减: 所得税	401.43	513.92	563.54	18.48
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	2274.74	2912.21	3109.57	16.92
加: 年初未分配利润	1322.64	3597.38	6509.59	121.85
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	3597.38	6509.59	9619.16	63.52
减: 提取法定盈余公积				
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	3597.38	6509.59	9619.16	63.52
减: 应付优先股股利			1950.00	
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股				
其他				
八、未分配利润	3597.38	6509.59	7669.16	46.01

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	17843.86	17426.42	27574.44	24.31
收到的租金				
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	98.38	4339.21	1.49	-87.70
现金流入小计	17942.24	21765.63	27575.92	23.97
购买商品、接受劳务支付的现金	15998.66	17471.20	19621.19	10.74
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	238.25	740.21	502.26	45.19
支付的各项税费	1012.86	900.15	1502.21	21.78
支付的其他与经营活动有关的现金	368.96	1264.32	5048.55	269.91
现金流出小计	17618.73	20375.88	26674.20	23.04
经营活动产生的现金流量净额	323.52	1389.75	901.72	66.95
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计			2.40	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	505.66	929.74		
投资所支付的现金			341.64	
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	505.66	929.74	341.64	-17.80
投资活动产生的现金流量净额	-505.66	-929.74	-339.24	-18.09
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金		700.00		
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	20.00	280.00	300.00	287.30
收到的其他与筹资活动有关的现金			45.00	
现金流入小计	20.00	980.00	345.00	315.33
偿还债务所支付的现金			300.00	
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	3.57	3.76	1950.00	2237.18
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金			19.50	
现金流出小计	3.57	3.76	2269.50	2421.39
筹资活动产生的现金流量净额	16.43	976.24	-1924.50	
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-165.71	1436.25	-1362.02	186.69

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

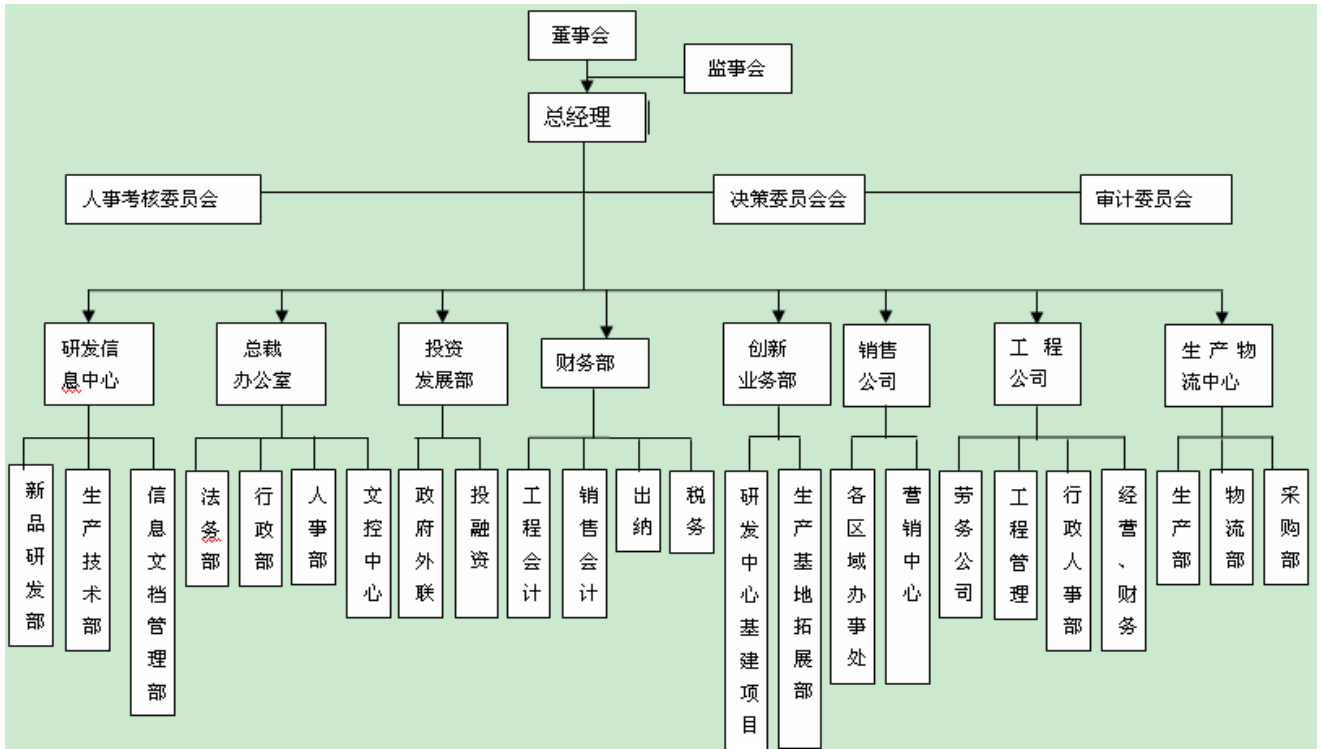
(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	2274.74	2912.21	3109.57	16.92
加: 少数股东损益				
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐			329.30	
固定资产折旧	133.70	196.08	291.50	47.66
无形资产摊销	0.00	5.18	25.04	
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	-2.70		2.24	
待摊费用减少(减:增加)	39.49	3.00	8.44	-53.78
预提费用增加(减:减少)	-52.02	15.00	-15.00	-46.30
固定资产报废损失	-2.70		11.90	
财务费用	3.57	3.76	19.50	133.72
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-479.41	-2844.69	67.94	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-2495.34	-5409.74	1351.83	
经营性应付项目的增加(减:减少)	901.48	6508.95	-4300.54	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	320.82	1389.75	901.72	67.65
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	874.40	1610.65	248.63	-46.68
减: 货币资金的期初余额	340.11	874.40	1610.65	117.62
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	534.29	736.25	-1362.02	

附件 4 公司合并财务报表主要计算指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	6.41	3.55	3.10	3.90
存货周转次数(次)	11.76	5.27	4.54	6.20
总资产周转次数(次)	3.03	1.66	1.39	1.80
盈利能力				
主营业务利润率(%)	25.55	27.57	23.39	25.08
总资本收益率(%)	46.13	35.36	32.71	36.19
净资产收益率(%)	46.25	36.65	33.92	37.21
财务构成				
长期资本化比率(%)	0.40	3.64	4.18	3.26
全部资本化比率(%)	37.92	54.29	35.76	41.75
资产负债比率(%)	0.40	3.64	4.18	3.26
偿债能力				
流动比率(%)	230.20	165.82	222.14	206.86
速动比率(%)	185.62	121.48	164.89	156.01
EBITDA 利息倍数(倍)	795.79	965.51	205.60	551.61
债务保护倍数(倍)	120.42	10.38	8.57	31.48
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-9.11	1.53	1.41	-0.66
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-51.52	122.32	28.85	40.81
现金流				
现金收入比(%)	98.39	83.13	125.70	107.47
现金利润比率(%)	12.09	40.56	24.55	26.86
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	-182.15	460.01	562.48	

附表5 公司组织结构图



附表6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前n年}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1 \times 100\%$
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	$\frac{\text{净利润} + \text{利息支出}}{\text{股东权益} + \text{少数股东权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}} \times 100\%$
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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%
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
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务= (长期债务+短期债务)

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

附表7 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 547 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市驰源实业有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市驰源实业有限公司
企业主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)
电话: 010-85679696
传真: 010-85679228
<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市驰源实业有限公司

2007 年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果: BBB⁻

列入观察: 不确定

评级时间:

2007 年 9 月 12 日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 6 月
资产总额(万元)	30745.87	40420.99	46676.02	53226.25
所有者权益(万元)	11383.94	11535.16	11766.35	11774.26
主营业务收入(万元)	30833.41	50777.65	81016.99	31830.22
利润总额(万元)	2082.68	170.16	346.86	-174.89
资产负债比率(%)	60.46	71.18	74.31	77.88
全部债务资本化比率(%)	24.76	25.56	25.01	25.36
净资产收益率(%)	16.28	1.31	1.77	-1.49
流动比率(%)	127.58	93.88	89.71	88.04
EBITDA 利息倍数(倍)	11.81	8.03	7.92	--
债务保护倍数(倍)	0.55	0.23	0.33	--

注: 公司 2007 年 6 月财务报表未经审计。

分析员

李志博

电话 010-85679696-8838

邮箱 lizhibo@lianheratings.com.cn

夏 阳

电话: 010-85679696-8802

邮箱: xiayang@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

电源行业既是传统行业,也是高新技术产业。经过二十多年的发展,我国电源产业已初具规模,但整体技术水平较国外发达国家仍有较大差距。目前我国能源供需矛盾突出,节能型电源市场空间广阔,为龙头电源企业带来了较好的发展机遇。

深圳市驰源实业有限公司(以下简称“公司”)是从事电源供应器和电源系统开发、设计、制造及销售一体化的专业电源服务机构,是国内通信、电力电源的大型制造企业之一。目前,公司计划逐步将原有资产和经营业务转移到下属企业深圳市航嘉驰源电气股份有限公司(以下简称“驰源电气”),并运作其公开上市。在未来半年内,预计公司本部资产和业务将出现较大变更,但资产运作方案尚不明朗。

目前,从公司现有资产来看,公司整体资产质量一般,盈利能力较弱,负债高。综合来看,公司存在一定信用风险。

优势

1. 公司产品拥有完全自主知识产权,研发实力和产品性能在同行中处领先地位。
2. 公司质量管理规范,产品具有良好的品牌形象。

关注

1. 公司准备将一部分资产和业务转移给下属公司,其对公司经营的影响有较大的不确定性。
2. 公司产品销售存在大量关联交易,应收账款规模较大。
3. 公司负债高,债务结构不合理,偿债能力较弱。

一、主体概况

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，是依据《公司法》有关规定，经深圳市工商行政管理局核准成立的有限责任公司，公司注册资本2850万元。2005年4月8日，根据股权转让协议，原股东罗文华先生将所持公司90%的股份转让给深圳航嘉源投资管理公司（以下简称“航嘉源公司”）；原股东钟少辉先生将所持公司10%的股份转让给深圳市兴东立精密机械有限公司（以下简称“兴东立公司”）。2006年上述股权转让正式完成后，根据修改后的公司章程，新股东以未分配利润7150万元转增资本，增资后公司注册资本为10000万元，其中航嘉源公司持有公司90%的股权，兴东立公司持有公司10%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。公司主营电源供应器和电源系统的开发、设计、制造和销售。

公司下设运营管理部、综合管理部、资讯管理部、品质部等6个职能部门。截至2006年底，公司拥有直接投资控股子公司1家（兴东立公司，注册资本300万元人民币，公司持90%股权）。公司聘用员工1800名。

截至2006年底，公司合并资产总额46,676.02万元，所有者权益11,766.35万元；2006年实现主营业务收入81,016.99万元，利润总额346.86万元；经营活动产生的现金流量净额2,753.74万元，现金及现金等价物净增加额-1,049.08万元。

公司注册地址：龙岗区布吉镇灯芯工业区A1栋；法定代表人：罗文华。

二、特别事项

公司目前正在运作资产与主营业务的公开上市，2006年12月，公司关联企业深圳市航嘉源科技有限公司（以下简称“驰源科技”，与公司同属一实际控制人）投资成立了深圳市航嘉源电气股份有限公司（以下简称“驰源电气”）。2007年7月27日，驰源电气在深圳市工商行政管理局重新注册登记，注册资本为5,200万元，其中公司对驰源电气新增加资本2,200万元。增资扩股后，公司持有驰源电气42.31%的股权（见表1），为第一大股东。

表1 增资扩股前后驰源电气股权结构

股东	增资扩股前		增资扩股后	
	所持股份 (万元)	所占比例 (%)	所持股份 (万元)	所占比例 (%)
航嘉源公司	900	30	900	17.31
驰源科技	2100	70	2100	40.38
公司	0	0	2200	42.31
合计	3000	100	5200	100

公司计划逐步将现有资产和经营业务转移到驰源电气中，并计划用三至四年的时间将驰源电气培育上市（见图1、2）。

从驰源电气的上市日程表来看，2007年8月~12月是驰源电气增加股东和资本的阶段，预计公司将在2007年下半年将原有资产和经营业务转移给驰源电气。据2007年6月底公司未经审计的财务报表显示，截至2007年6月底，公司资产总额53,226.25万元，所有者权益11,774.26万元；2006年1~6月，公司实现主营业务收入31,830.22万元，利润总额-174.89万元。从2007年6月底的财务数据分析，公司资产和收入均未发生重大变化，由于公司资产和业务的转移的具体方案不明确，驰源电气未来经营方向及其发展存在一定的不确定性，因此不能判断其对公司的实质影响。我们将继续关注公司上市工作的进展。

图1 公司资产转移关系图

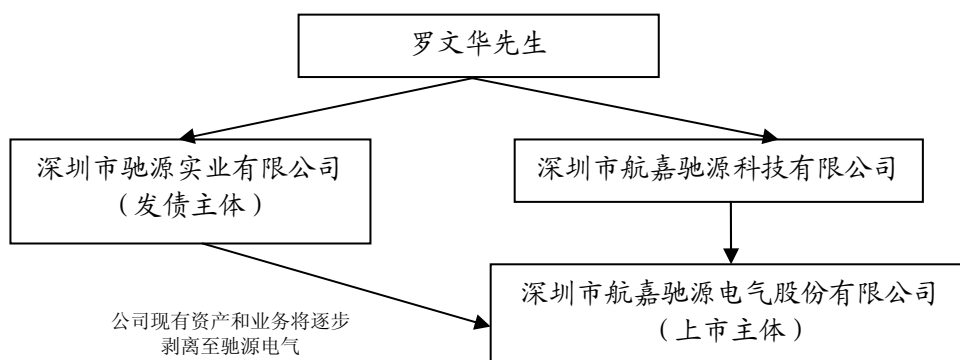
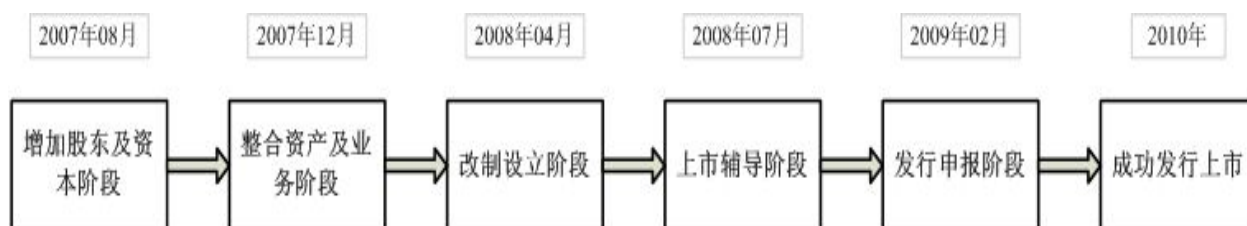


图2 驰源电气上市日程表



三、行业分析

公司主要从事电源供应器和电源系统的开发、设计、制造和销售。电源行业既是传统行业，也是高新技术产业。电源是各种用电设备的动力装置，涉及电子、光机电一体化、新能源等多个领域，大量应用于通信、计算机、交通运输、电测设备等商用仪器、仪表和电器设施中，应用于导弹、卫星、飞机、舰船导航设备等军事和航天领域。

我国的电源产业起步于20世纪80年代，进入90年代以后，我国电源产业快速发展。据有关部门统计，90年代初期我国器件和装置的市场规模约为20亿元。但到了2006年，仅开关电源市场规模就达到了约100亿元，整个电源市场规模达到320亿元。

经过二十多年的发展，国内目前从事生产和经营各类电源的企业有5000多家（《中国电源企业大全》统计数字），分布形成了北京、江浙、

广东为中心的三大产业圈。随着产业转移趋势的加速和产业分工的变化，北京产业圈所表现出来的竞争力正随着人工成本的增加和产业上下游资源配套能力的减弱而呈递减趋势（其优势在于华北、东北、西北地区产品集散地）。与此同时，江浙、广东两地成本和配套能力优势凸显。北京产业圈主要体现在生产和产品组装加工基地，在过去较长时间的竞争中，其品牌竞争力较差，没有形成强势品牌。而后两者产业圈的电源生产产值已经达到了国内电源业的近80%。随着国内电源业的新一轮洗牌重组和产业的转移，这两个产业群在国内电源业所占的比重和影响力亦会越来越大。

目前，国产电源产品技术主要为常规技术的组合应用，对于高端技术，如同步整流技术、有源嵌位技术、软开关技术、平面变压器技术等，由于成本高、工艺技术复杂度高、配套能力差、国内行业认可度低等原因，都没有大规模使用，我国在电源应用基础研究和电源产品

的质量等综合实力方面与国外发达国家差距较大。

近年来，我国经济快速发展，但部分地区和高耗能行业出现盲目投资、低水平扩张的现象，能源的供需矛盾日趋明显。目前，我国能源利用效率水平低下，综合我国国情，解决能源问题的一个有效途径就是依靠节能新技术、新工艺和新设备提供先进适用的高效节能产品，以提高全社会对能源的使用效率。电源作为用电设备的核心装置对促进节能、环保、可再生能源利用的作用将更加突出，其发展趋势将朝高频、高效、高密度化方向发展，传统的生产加工方式会越来越受到局限，为有较大生产规模和较强研发实力的龙头电源企业带来了发展机遇。

总体看，经过二十多年的发展，我国电源产业已初具规模，但整体技术水平较国外仍有较大差距。目前能源供需矛盾突出，为高端节能型电源带来了广阔的市场空间，也为龙头电源企业带来了较好的发展机遇。

三、企业基础素质

1. 企业规模

公司是从事电源供应器和电源系统开发、设计、制造及销售一体化的专业电源服务机构，是国内通信、电力电源的大型制造企业之一，产品涵盖 1W~250kW 各类电源及电源系统。公司经营集研发、生产和销售为一体，设有电脑电源、通信/电力电源、适配/充电器和变压器等产品制造中心，装配有国际先进的 CHROMA、ATE、ICT 和 SMT 等自动化检测及生产设备，并实施严谨的 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系和企业资源计划（ERP）系统，确保设计和制造的产品能够满足市场的需求。2005 年，公司自己投资建设的航嘉工业园投入使用，工业园占地 6.5 万平方米，建筑面积 11 万平方米，总投资 1.10 亿元，是中国大陆目前最大的电脑电源生产制造基

地。

公司目前是国际电源制造商协会会员，深圳市高新技术产业副会长单位；2006 年加入了广东省电源协会，并成为电源协会理事长单位，同年又成为中国电子信息产品污染控制联盟理事会成员单位，是电源行业以行动倡导执行 ROHS 规范并参加该组织的唯一电源企业。

2. 技术研发

公司注重产品的技术研发与革新，设有专门的研发中心，负责跟踪国内外电力电子、IT 技术、数码科技和通信技术的应用动态，提升电源产品的效率、功率密度和智能化水平。公司拥有 EMC、环境测试、静音、热分析、安规、风洞和可靠性等实验室，并与香港大学、南京航空航天大学、西安交通大学、西北工业大学和 INTEL 等国内外著名高等院校和研发机构保持密切的联系和合作。

截至 2006 年底，公司已先后取得了 40 多项技术专利，航嘉全系列电源产品在电源行业中首家通过 3C 认证，并具有完全的自主知识产权，其中十个产品还获得了科技部“国家重点新产品证书”。另外，公司还率先在国内电源行业制定《航嘉对材料、部件和产品的环境物质管理要求》的企业产品环保标准，并与中标认证中心合作推广节能标准，将企业标准变成行业标准。目前，公司 PC 电源和服务器电源已获得美国 80+ 的绿色节能认证证书；通信电源产品获得信息产业部、广电部的入网许可证；电力电源产品获得国家经贸委入网许可证等相关认证。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员 3 人，包括董事长兼总裁 1 人，部门分管副总裁 2 人。公司董事长兼总裁罗文华先生，1963 年出生，企业管理硕士学历，曾就职于深圳市中航企业集团和深圳乐亚资讯网络有限公司等；罗文华先生还曾先后担任国际电源制造商协会会员、中国电源行业协会理事、深圳市高新技术产业协会副会长、

深圳市企业联合会和企业家协会常务理事、龙岗政协委员、深圳市总商会副会长等职。

截至2006年底，公司在职工1800人。按专业构成划分，公司生产人员1519人，占84.39%，管理人员281人，占15.61%；按学历构成划分，本科及以上学历269人，占14.94%，专科及以下1531人，占85.06%。

综合来看，公司高层管理人员具备较好的专业素养和中小型企业管理经验；公司员工以生产人员为主，符合制造型企业劳动密集型的特点。

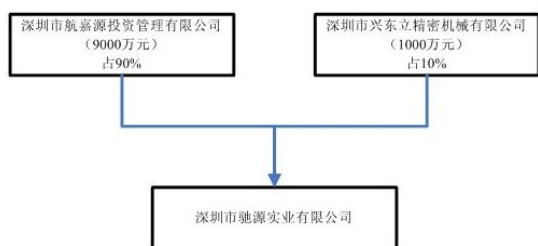
四、经营管理

1. 管理分析

治理结构

经历次增资和公司改制，截至2006年底，公司注册资本为10,000万元，由2名法人股东持股组成（见图3），其中，公司与小股东兴东立公司互为交叉持股，兴东立公司持有公司10%的股权，同时公司又持有兴东立公司90%股权；公司与大股东航嘉源公司同隶属于航嘉企业机构，航嘉企业机构包含9个企业法人主体，其实际控制人均为罗文华先生，航嘉企业机构内部存在交叉持股等现象，股权结构较不清晰。

图3 公司股权结构



公司现已按《公司法》要求，并根据《公司章程》，建立了较为完善的法人治理结构。公司设有股东大会、董事会和监事会。股东大会为公司最高决策机构，决定公司经营方针和投资计划、选举和更换董事等重大事务。

公司董事会现由3名董事组成，设董事长1人。董事会对股东大会负责，行使制定公司年度财务预算方案、决算方案等职责。公司监事会中现有3名监事组成。监事会对董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

内部管理体制

公司经营管理实行总经理负责制，总经理下设2名副总经理分别负责各自职责的相关工作。公司根据实际需要和有关要求，已逐步建立健全了一整套科学合理的内部管理制度，包括生产管理、技术开发管理、财务管理等，公司内部实行以目标责任制为核心的管理制度，结合岗位的责任、权力和利益进行综合管理。截至2006年底，公司下设运营管理部、综合管理部、资讯管理部、品质部等6个职能部门。

质量管理方面，公司专门设置了品质部，从“立项—策划—执行—评审—验收—确认”各个阶段进行质量控制。公司遵循并实施TQM管理、零缺陷质量管理、工业工程管理、统计过程控制（SPC）、QC小组活动及质量成本管理等。2001年，公司率先在行业内通过了ISO9001:2000质量认证，并严格按照ISO9001程序要求开展各项工作，在市场、设计、采购、制造、售后服务等过程中建立了一套完整的质量目标控制体系，将质量管理建立在一个科学、高效的平台上，保证产品质量稳定并不断提高。

总体上看，公司股权结构较不清晰，内部管理制度比较健全，具有民营企业管理特点。

2. 经营现状

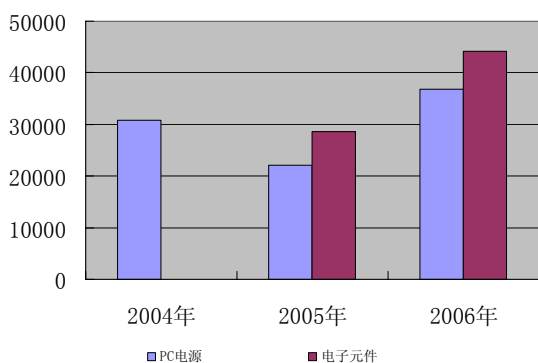
经营现状

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，产品涵盖1W~250KW各类电源及电源系统，涉及PC电源、通信电源、电力电源、适配/充电器、UPS和DC/DC等多类产品。2006年，公司实现主营业务收入81,016.99万元，其中PC电源业务收入36,821.47万元，占比45.45%，电子元件（机箱及配件）业务收

入 44,195.52 万元，占比 54.55%。

从近三年公司各类业务的销售收入来看（见图 4），近三年，PC 电源一直是公司的主营业务之一，2005 年公司 PC 电源业务收入出现较大幅度下降，主要原因是 2005 年航嘉工业园竣工，公司在陆续搬迁的过程中，将一部分业务转入关联企业驰源科技中进行运作所致。2005 年起公司业务新增加了电子元件一项，该业务主要为线材、变压器和机箱等产品的生产和销售。

图 4 近三年公司分业务销售收入
(单位：万元)



原材料采购方面，市场金属原材料如钢板、铝材、铜、锡等价格的上涨对公司的生产成本造成较大影响，目前，公司境外采购的物料占总采购物料金额的 18%~20%，主要物料为国际知名品牌的半导体与电容，因涉及境外采购物料的交易期较长，所以此部分物料存在价格波动风险。在日常经营中，公司会密切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，并根据原材料基础价格与此类金属原料加工厂商协商达成共识，在原材料的价格上适当增加一定加工费，在即时反映市场价格变动状况的条件下，又能让采购产品单价趋向透明，便于管控。

产品销售方面，公司存在大量关联交易。2006 年，公司产品销售额的 98.42% 为关联交易，其中对驰源科技的关联交易金额为 68,187.67 万元，占年度销售额的 98.10%（见表 2），货物的销售价格采用协议定价方式确定。

由于公司未提供近三年产品的销售价格表，从公司主营业务利润率大幅下降的情况来分析，公司近三年产品的销售价格呈下降趋势。

表 2 公司近三年关联交易情况

产品类别		2004	2005 年	2006 年
深圳航嘉资讯网络有限公司	金额 (万元)		9.33	225.44
	占年度销售额比例 (%)		0.02	0.32
深圳市航嘉驰源科技有限公司	金额 (万元)		25596.49	68187.67
	占年度销售额比例 (%)		50.41	98.10
深圳市乐亚咨询网络公司	金额 (万元)	134.50		
	占年度销售额比例 (%)	0.50		
深圳航嘉创威销售有限公司	金额 (万元)		343.18	
	占年度销售额比例 (%)		0.68	

经营效率

近三年，公司销售债权周转次持续下降，2006 年，公司销售债权周转次数为 5.67 次，三年平均值为 6.36 次，应收账款的回款速度正常。近三年，公司存货周转次数和总资产周转次数有所提高。2006 年，公司存货周转次数和总资产周转次数分别为 9.18 和 1.86 次，三年平均值为 6.46 和 1.5 次。总体看，公司经营态势良好。

3. 未来发展

公司计划于 2007 年发行 4,500 万元公司债券，所募资金将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，项目总投资为 25,000 万元，项目可行性研究报告已经得到深贸工技备[2006]257 号文批准。

受到关联公司驰源电气公开上市计划的影响，公司未来经营存在较大不确定性，公司将原有资产和业务剥离至驰源电气后，上述技改项目能否在公司框架下正常进行，也存在不确定性。公司资产和业务的转让剥离以及对驰源电气的增资控股对公司未来经营影响较大，根据现有掌握资料，我们对公司未来发展无法做

出准确判断，我们将继续关注事件的发展。

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2004年~2006年财务报表已经深圳南方民和会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司执行财政部颁布的企业会计准则和《企业会计制度》及其有关规定。以下分析以2004年~2006年合并财务报表数据为主。

截至2006年底，公司合并资产总额46,676.02万元，所有者权益11,766.35万元；2006年实现主营业务收入81,016.99万元，利润总额346.86万元；经营活动产生的现金流量净额2,753.74万元，现金及现金等价物净增加额-1,049.08万元。

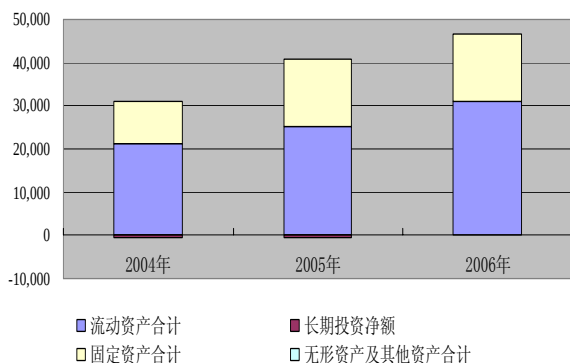
截至2007年6月底，公司资产总额53,226.25万元，所有者权益11,774.26万元；2006年1~6月，公司实现主营业务收入31,830.22万元，利润总额-174.89万元。

2. 资产构成及资产质量

近三年，公司资产规模保持稳定。截至2006年底，公司资产总额46,676.02万元，其中流动资产占66.66%，固定资产合计占33.19%，无形资产及其他资产合计占0.14%。公司资产以流动资产和固定资产为主（见图5）。

图5 近三年资产结构及增长趋势

（单位：万元）

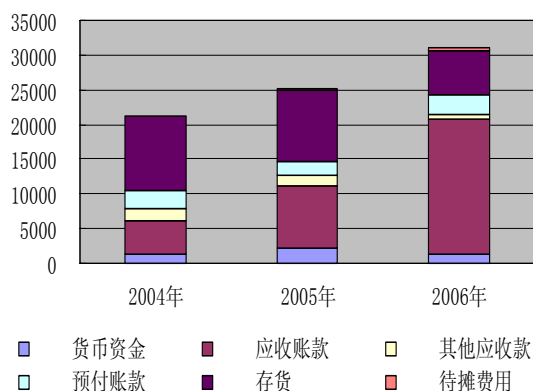


截至2007年6月底，公司资产总额53,226.25万元，较2006年底增长14.03%，主要来自于流动资产的增长。

截至2006年底，公司流动资产中所占比重较大的主要是应收账款和存货，分别占流动资产的63.21%和21.68%。近三年流动资产结构变化较大，主要是应收账款占比有所上升（见图6）。截至2007年6月底，公司流动资产合计36,493.59万元，较2006年底增长21.60%，主要来自于存货的增长。

图6 近三年公司流动资产结构及增长趋势

（单位：万元）



近三年，公司应收账款分别为4,764.20万元、8,894.18万元和19,668.99万元，三年年均增长103.19%，主要是对关联公司驰源科技的应收货款。2006年，公司应收账款中帐龄在1年以内的占99.997%，2年以上的占0.003%。公司已计提坏帐准备846.95元，计提比较很小。截至2007年6月底，公司应收账款为15,271.62万元，比2006年底减少22.36%。

近三年，公司存货有所减少，年增长率为-20.19%。截至2006年底，公司存货合计6,745.87万元，其中原材料占85.51%，产成品和自制半成品占24.49%，公司未对存货计提跌价准备。截至2007年6月底，公司存货合计17483.06万元，比2006年底增加159.20%。

近三年，公司固定资产增长较快，截至2006年底，固定资产原值15,103.63万元，其中房屋建筑、机器设备、运输设备、电子设备和其他

设备及其他分别占比65.27%、13.42%、2.65%、15.21%和3.46%，净值12,549.98万元。截至2007年6月底，公司固定资产原值14,088.19万元，比2006年底减少-6.72%。

总体上看，公司资产以流动资产和固定资产为主，公司关联方应收账款数额较大，且计提比较很小。公司整体资产质量一般。

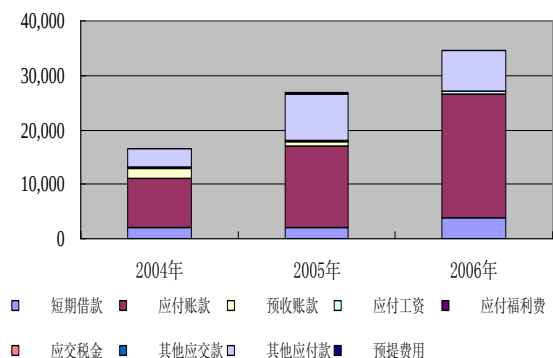
3. 负债构成及负债水平

近三年，公司负债合计年均增长36.60%，2006年底为34,683.23万元，全部为流动负债，公司债务结构不合理。截至2007年6月底，公司负债合计41,451.98万元，较2006年底增长19.52%，主要来自于流动负债的增长。

近三年，公司流动负债以短期借款、应付账款和其他应付款为主，2006年底分别占比11.53%、65.12%和21.37%（见图7）。截至2006年底，公司短期借款4,000.00万元，全部为公司对招商银行股份有限公司深圳华侨城支行的短期借款；应付账款22,585.47万元，其中对关联方的应付账款占比0.74%，账龄在1年以下的占99.09%，2年以上的占0.91%；其他应付款7,410.58万元，其中对关联方的其他应付账款占比46.26%。截止2007年6月底，公司短期借款为4,000.00万元，较2006年底没有变化；应付账款和其他应付款分别为34,124.70万元和3,137.25万元，较2006年底增长51.10%和-57.67%。

图7 近三年公司流动负债结构及增长趋势

（单位：万元）



近三年，公司所有者权益略有增长，年均增长率1.67%。截至2006年底，公司所有者权益为11,766.35万元，其中实收资本占比为84.99%，比重较大，公司所有者权益稳定性较好。截止2007年6月底，所有者权益11,774.26万元，分别比2006年底减少0.07%。

近三年，由于公司应付账款的大幅增加，导致负债水平有所上升。截至2006年底，公司的资产负债比率和全部债务资本化比率分别为74.31%和25.01%，负债高。截止2007年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为77.88%、25.26%，均较2006年底有所上升。

4. 盈利能力

近三年，公司主营业务收入保持较快增长，年增长率为62.10%，与此同时，公司主营业务利润和利润总额下降较快，年均下降27.33%和59.19%，主要是由于公司主营业务利润率持续下降所致。近三年，公司主营业务利润率分别为11.44%、5.95%和2.30%，下降幅度较大，主要是由于原材料价格上涨、产品价格下降和业务结构的调整所致。

2006年底，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.23%和1.77%，盈利能力较弱。

近三年，公司现金收入比率分别为125.71%、110.21%和106.27%，公司收入的实现质量一般，且呈下降趋势。

2007年1~6月，公司实现主营业务收入、主营业务利润和利润总额分别为31,830.22万元、523.83万元和-174.89万元；主营业务利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为1.65%、-1.11%和-1.49%。

5. 现金流

近三年，公司经营活动现金流入量和流出量均保持快速增长。现金流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金年均增长49.04%，2006年为86,094.43万元，主要是对关联方的销售款项；收到的其他与经营活动有关的现金年均增长

38.32%，2006年为2,390.65万元。现金流出方面，购买商品、接受劳务支付的现金年均增长50.99%，2006年为79,029.01万元；近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为999.04万元、6,122.32万元和2,753.74万元，年均增长率为66.02%。

近两年，公司投资活动现金流入为0，现金流出以购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为主，近三年分别为8,224.73万元、4,400.55万元和3,455.64万元，投资规模逐年下降。

近三年，公司筹资活动的现金流入年均下降17.87%，2006年为4,000.00万元，全部为借款收到的现金；现金流出以偿还债务所支付的现金和分配股利或利润所支付的现金为主，年均增长4.29%。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为2,059.59万元、-371.90万元和-209.72万元。

整体看，公司经营活动现金流中与关联方的往来款规模较大，收入的实现质量一般；经营活动产生的现金流不能完全满足投资活动的需求；公司外部融资渠道较为单一，近三年公司整体现金流状况一般。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率持续下降，速动比率有所波动，2006年底两项指标分别为89.71%和70.26%。公司短期支付能力弱。近三年，公司EBITDA年均下降20.42%，而总债务保持不变，使得EBITDA利息倍数和债务保护倍数总体呈下降趋势，2006年分别为7.92倍和0.33倍，对全部债务的保护能力正常。2007年6月底，公司流动比率和速动比率分别为88.04%和45.86%。

截至2006年底，公司未对外提供担保。

7. 本期债券偿还能力

公司计划发行4,500万元长期债券，预计发行成功后，长期债务资本化比率、全部债务资

本化比率和资产负债比率分别为27.28%、41.48%和76.57%，债务负担进一步加重。目前，公司正在运作的资产和业务的转让剥离对公司未来经营影响较大，公司未来偿债能力存在一定不确定性。

六、综合评价

电源行业既是传统行业，也是高新技术产业。经过二十多年的发展，我国电源产业已初具规模，但整体技术水平较国外发达国家仍有较大差距。目前我国能源供需矛盾突出，节能型电源市场空间广阔，为龙头电源企业带来了较好的发展机遇。

公司是从事电源供应器和电源系统开发、设计、制造及销售一体化的专业电源服务机构，是国内通信、电力电源的大型制造企业之一。目前，公司正在运作资产与主营业务的公开上市，计划逐步将原有资产和经营业务转移到下属企业驰源电气，并运作其公开上市。在未来半年内，预计公司本部资产和业务将出现较大变更，但资产运作方案尚不明朗。

目前，从公司现有资产来看，公司整体资产质量一般，盈利能力较弱，负债高。综合来看，公司存在一定信用风险。

附表 1-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 6 月
流动资产					
货币资金	1407.89	2268.57	1219.48	-6.93	435.13
应收账款	4764.20	8894.18	19668.99	103.19	15271.62
其他应收款	1720.55	1419.07	567.80	-42.55	2595.36
应收账款净额	6484.75	10313.25	20236.79	76.65	17866.98
预付账款	2634.91	1965.19	2864.98	4.27	664.16
存货	10590.44	10499.39	6745.87	-20.19	17483.06
待摊费用	45.50	86.54	414.11	201.68	44.26
合并价差			-366.69		
流动资产合计	21163.49	25132.93	30011.70	19.08	36493.59
长期投资					
长期股权投资	-384.25	-440.03	861.22		1251.22
长期债权投资					
长期投资合计	-384.25	-440.03	861.22		1251.22
减：长期投资减值准备					
长期投资净额	-384.25	-440.03	861.22		1251.22
固定资产					
固定资产原值	3253.88	10032.73	15103.63	115.45	14088.19
减：累计折旧	1087.14	1423.03	2553.65	53.26	2785.21
固定资产净值	2166.74	8609.70	12549.98	140.67	11302.97
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	2166.74	8609.70	12549.98	140.67	11302.97
工程物资					
在建工程	7777.08	7118.38	2943.93	-38.47	4118.41
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	9943.82	15728.09	15493.92	24.83	15421.38
无形资产及其他资产					
无形资产					
长期待摊费用	22.80		67.56	72.13	60.05
无形资产及其他资产合计	22.80		67.56	72.13	
资产总计	30745.87	40420.99	46676.02	23.21	53226.25

附表 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 6 月
流动负债					
短期借款	2000.00	2000.00	4000.00	41.42	4000.00
应付票据					
应付帐款	9103.90	14906.50	22585.47	57.51	34124.70
预收帐款	1754.70	821.39	62.50	-81.13	18.08
应付工资	101.02	314.82	342.81	84.22	85.22
应付福利费	35.42	34.79	34.79	-0.90	
应交税金	244.26	83.06	80.80	-42.48	-25.89
其他应交款	5.36	2.62	2.87	-26.81	2.56
其他应付款	3278.80	8371.56	7410.58	50.34	3137.25
预提费用	64.48	237.80	163.40	59.19	110.07
流动负债合计	16587.95	26772.53	34683.23	44.60	41451.98
长期负债					
长期借款	2000.00	2000.00	0.00	-100.00	
长期负债合计	2000.00	2000.00	0.00	-100.00	
负债合计	18587.95	28772.53	34683.23	36.60	41451.98
少数股东权益	773.99	113.30	226.43	-45.91	
所有者权益					
实收资本	2850.00	2850.00	10000.00	87.32	10000.00
资本公积	474.50	474.50	641.00	16.23	474.50
减：库存股			1000		
盈余公积	1035.37	1058.05	1086.03	0.19	1086.03
未分配利润	7024.07	7152.60	1039.32	-76.26	213.73
所有者权益合计	11383.94	11535.16	11766.35	1.67	11774.26
负债及所有者权益合计	30745.87	40420.99	46676.02	23.21	53226.25

附表 2 合并利润及利润分配表

（单位：万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 6 月
一、主营业务收入	30833.41	50777.65	81016.99	62.10	31830.22
减：主营业务成本	27271.41	47722.85	79125.60	70.34	31296.69
加：主营业务税金及附加	35.69	33.65	29.09	-9.72	9.70
二、主营业务利润	3526.31	3021.15	1862.31	-27.33	523.83
加：其他业务利润	152.31	72.28	144.67	-2.54	97.87
减：营业费用	530.17	495.49	449.83	-7.89	57.09
管理费用	1360.58	1944.19	1100.25	-10.07	634.78
财务费用	249.17	107.32	203.63	-9.60	112.69
三、营业利润	1538.71	546.43	253.27	-59.43	-182.86
加：投资收益	445.99	-202.91	73.34	-59.45	
补贴收入	92.70	3.22	31.40	-41.80	
营业外收入	5.53	0.00	0.00	-100.00	1.33
减：营业外支出	0.25	176.58	11.15	573.22	0.57
加：以前年度调整					7.20
四、利润总额	2082.68	170.16	346.86	-59.19	-174.89
减：所得税	136.21	31.61	42.77	-43.96	
减：少数股东损益	93.64	-12.67	95.74	1.12	
五、净利润	1852.83	151.22	208.34	-66.47	-174.89
加：年初未分配利润	3599.16	7024.07	7293.96	42.36	
减：其他调整因素	-1850.00	0.00	0.00	-100.00	
六、可供分配的利润	7301.99	7175.29	7502.30	1.36	
减：提取法定盈余公积	185.28	15.12	27.98	-61.14	
提取法定公益金	92.64	7.56	0.00	-100.00	
七、可供股东分配的利润	7024.07	7152.60	7474.32	3.16	
减：转作股本的普通股股利	0.00	0.00	6435.00		
八、未分配利润	7024.07	7152.60	1039.32	-61.53	

附表 3-1 合并现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	38760.01	55963.91	86094.43	49.04
收到的其他与经营活动有关的现金	1249.45	7069.96	2390.65	38.32
现金流入小计	40009.46	63033.88	88485.08	48.71
购买商品、接受劳务支付的现金	34664.15	50925.49	79029.01	50.99
支付给职工以及为职工支付的现金	1758.86	1922.42	2929.16	29.05
支付的各项税费	709.36	1274.22	895.63	12.36
支付的其他与经营活动有关的现金	1878.06	2789.43	2877.54	23.78
现金流出小计	39010.43	56911.56	85731.34	48.24
经营活动产生的现金流量净额	999.04	6122.32	2753.74	66.02
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	5000.00	0.00	0.00	-100.00
取得投资收益所收到的现金	382.85	0.00	0.00	-100.00
现金流入小计	5382.85	0.00	0.00	-100.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	8224.73	4400.55	3455.64	-35.18
投资所支付的现金	1500.00	90.00	0.00	-100.00
购置或出售子公司所支付的现金	0.00	399.19	0.00	
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	137.47	
现金流出小计	9724.73	4889.74	3593.10	-39.22
投资活动产生的现金流量净额	-4341.88	-4889.74	-3593.10	-9.03
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	1850.00	0.00	0.00	-100.00
借款所收到的现金	4000.00	2000.00	4000.00	0.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	80.20	111.30	0.00	-100.00
现金流入小计	5930.20	2111.30	4000.00	-17.87
偿还债务所支付的现金	3645.00	2000.00	4000.00	4.76
分配股利或利润所支付的现金	225.61	483.20	209.72	-3.59
现金流出小计	3870.61	2483.20	4209.72	4.29
筹资活动产生的现金流量净额	2059.59	-371.90	-209.72	
四、现金及现金等价物净增加额	-1283.25	860.67	-1049.08	-9.58

附表 3-2 合并现金流量表（续）

（单位：万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	1852.83	151.22	208.34	-66.47
加：少数股东损益		-12.67	95.74	
计提的坏帐准备或转销的坏帐	28.31	8.83	-14.65	
固定资产折旧	346.57	746.03	1119.80	79.75
长期待摊费用摊销	8.80	4.40	7.51	-7.65
待摊费用减少(减:增加)	-24.50	-41.04	-327.57	265.65
预提费用增加(减:减少)	47.62	173.32	-74.39	
固定资产报废损失				
财务费用	225.61	218.52	203.63	-5.00
投资损失(减:收益)	-445.99	202.91	-73.34	-59.45
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-7431.08	-204.35	3924.90	
经营性应收项目的减少(减:增加)	502.30	-3046.84	-8281.00	
经营性应付项目的增加(减:减少)	5888.56	7922.00	5964.78	0.65
经营性活动产生的现金流量净额	999.04	6122.32	2213.72	48.86
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1407.89	2268.57	1219.48	-6.93
减：货币资金的期初余额	2691.14	1407.89	2268.57	-8.19
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	-1283.25	860.67	-1049.08	-9.58

附表 4 公司合并财务报表主要计算指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值	2007 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	6.47	7.44	5.67	6.36	2.08
存货周转次数(次)	2.58	4.53	9.18	6.46	1.79
总资产周转次数(次)	1.00	1.43	1.86	1.56	0.60
盈利能力					
主营业务利润率(%)	11.44	5.95	2.30	5.22	1.65
总资本收益率(%)	12.41	1.14	3.23	4.82	-1.11
净资产收益率(%)	16.28	1.31	1.77	4.53	-1.49
现金收入比(%)	125.71	110.21	106.27	111.34	
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	14.13	14.65		7.22	
全部债务资本化比率(%)	24.76	25.56	25.01	25.13	25.36
资产负债比率(%)	60.46	71.18	74.31	70.60	77.88
偿债能力					
流动比率(%)	127.58	93.88	89.71	98.53	88.04
速动比率(%)	63.74	54.66	70.26	64.28	45.86
EBITDA 利息倍数(倍)	11.81	8.03	7.92	8.73	
债务保护倍数(倍)	0.55	0.23	0.33	0.34	
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.84	0.31	-3.94	-2.11	
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-14.82	9.41	-0.21	-0.18	

附表 5 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

附件6 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 548 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市宝德科技股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市宝德科技股份有限公司
企业主体长期信用等级为
A

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)
电话: 010-85679696
传真: 010-85679228
<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市宝德科技股份有限公司

2007年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：A

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	34333.62	40628.81	49062.82
所有者权益(万元)	14782.32	18282.08	19467.57
主营业务收入(万元)	49004.81	99263.89	103774.26
利润总额(万元)	1482.05	3398.76	3729.37
资产负债率(%)	56.15	52.15	56.67
全部债务资本化比率(%)	35.34	25.43	32.44
净资产收益率(%)	7.95	14.33	13.00
流动比率(%)	162.21	166.77	160.12
EBITDA 利息倍数(倍)	7.68	9.68	9.79
债务保护倍数(倍)	0.21	0.48	0.32

分析员

张 琢 李志博

联系方式

电话：010-85679696-8838

邮箱：lizhibo@lianheratings.com.cn

传真

8610-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

服务器行业作为新兴产业，近年来在我国发展迅速。随着政府和企业信息化的不断深入，行业需求将持续增长，但由于行业核心技术受制于国外大型企业，同时产品同质化程度比较严重，行业竞争一直比较激烈，行业内的国内企业将承受更大的竞争压力。

深圳市宝德科技股份有限公司（以下简称“公司”）是专业提供 Intel IA 架构的 Power Leader 服务器和相应解决方案的高新技术企业，也是 Intel 在国内服务器方面最大的合作伙伴之一。近年来公司处于快速发展阶段，总体经营态势良好。

目前，公司资产质量较好，盈利能力较强；债务水平正常。综合来看，公司的整体信用风险较低。

优势

1、服务器行业属于朝阳产业，发展前景良好。

2、公司是目前国内唯一的纯粹基于 Intel IA 的专业服务器厂商，整体竞争力在国内行业中位居前列。

3、公司与 Intel 的紧密合作，保证了公司的产品质量、技术含量和产品开发速度，产品具有较强的竞争优势。

4、作为在香港上市的公司，公司法人治理结构完善，内部管理规范、效率高。

关注

1、近年来中低端服务器行业竞争激烈，产品平均单价不断下滑，整个行业的利润率有所下降。

2、公司依赖于 Intel 服务器的市场占有情

况，未来 Intel 和 AMD 之间的激烈竞争有可能影响公司业绩。

3、公司不掌握核心的制造技术，对上游核心技术企业依赖程度较高。

4、公司未来几年有大规模的再建项目，资金需求较大。

一、主体概况

深圳市宝德科技股份有限公司(以下称“公司”)前身为深圳市乐和基业电脑网络有限公司,由李瑞杰、张云霞于1997年8月创办成立,注册资本100万元。2000年3月,公司更名为深圳宝德科技发展有限公司。2001年7月,公司进行股份制改组,成立深圳市宝德科技股份有限公司,注册资本6600万元。2002年12月12日,公司在香港联合交易所创业板上市,股票代码为8236,发行股票22000万。2005年上半年,公司控股股东将所持股份转让给深圳市宝德投资控股有限公司。2005年11月,公司部分股权转让给Crosby China Chips Holdings (2)(BVI) Limited等三家境外公司,公司变更为中外合资股份有限公司。截至2006年底,公司注册资本为9030万元,第一大股东深圳市宝德投资控股有限公司持有45.27%的股份。

公司经营范围:计算机软、硬件及接口设备,计算机配件的开发、生产、销售自产产品;进出口业务。

截至2006年底,公司拥有6家控股子公司:深圳市宝德网络技术有限公司、深圳市宝腾互联科技有限公司、深圳市宝德计算机系统有限公司、深圳市宝德通讯技术有限公司、宝德科技(香港)有限公司和宝通集团有限公司。

截至2006年底,公司合并资产总额49,062.82万元,所有者权益19,467.57万元;2006年实现主营业务收入103,774.26万元,利润总额3,729.37万元。

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

二、行业分析

公司的经营业务主要涉及PC服务器行业 and 网络游戏行业。

PC 服务器行业

PC服务器又称IA(Intel Architecture, Intel 架构)架构服务器或CISC(Complex Instruction Set Computer 复杂指令集)架构服务器。它基于PC机体系结构,使用Intel或与其兼容的处理器芯片,具有“小、巧、稳”的特点,主要应用在中小公司机构、大企业的分支机构或地方政府。目前市场上绝大部分PC服务器都采用Intel处理器芯片。

2006年是中国信息产业“十一五”规划的起步之年,数据中心发展处于大规模建设阶段,众多企业都开始建立自己的数据中心。同时由于企业IT系统整合加速,PC服务器抢占大型机市场,市场迅速发展。根据计世资讯(CCW Research)的统计,2006年中国PC服务器总体市场销量为54.87万台,同比增长18.4%;总销售额为101.3亿元,同比增长13.2%。

价格方面,为了争夺市场份额,国际服务器厂商凭借其强大的品牌优势在中国市场与国内厂商展开了激烈的竞争,服务器售价和行业利润率不断下降,国内厂商在市场占有率及利润率上受到较大影响。2006年PC服务器平均单价比2005年下降4.1%。

我国的PC服务器市场中,以HP、IBM为代表的国际厂商占据高端市场,在金融、电信等关键业务领域占据重要地位。以联想、浪潮、宝德等为代表的国产服务器厂商占据国内中低端市场,在教育、政府、中小企业、电信增值等领域获得较大市场份额。

按照销售量统计,2006年排名前十位的厂商依次是HP、DELL、IBM、联想、浪潮、宝德、曙光、华硕、方正、SUN,这十家厂商占据了我国PC服务器96.3%的市场份额。其中前三名HP、DELL、IBM的市场占有率分别为22.5%、22.3%和20.4%;国内厂商前三名联想、浪潮、宝德的市场占有率分别为10.2%、8.1%和6.5%。

未来几年里,制造业、交通行业、政府和大量中小企业用户信息化的快速发展,PC服

务器的需求将持续增长。而 PC 服务器技术的标准化,会缩小各供应商之间的技术差异,并引起服务器价格的下降。据 IDC 等机构的预测,未来的 5 年内服务器行业的年复合平均增长率将达到 17%--20%,PC 服务器行业将有良好的发展空间。但是,我们也看到,在行业内以 AMD 为代表的其他处理器芯片生产商与 Intel 的竞争也将会日益激烈。

总的来看,服务器行业作为新兴产业,近年来在我国发展迅速。随着政府和企业信息化的不断深入,行业需求将持续增长,但由于行业核心技术受制于国外大型企业,同时产品同质化程度比较严重,行业竞争一直比较激烈,行业内的国有企业将承受更大的竞争压力。

网络游戏行业

网络游戏行业存在巨大的市场。2006 年中国网络游戏行业的市场规模达到 65.4 亿元,与 2005 年相比增速高达 73.5%,远高于 46.3% 的增长预期。2006 年底中国网络游戏用户数达到了 3112 万,比 2005 年增加 18.5%。

在我国游戏市场中,国产网络游戏占据主导地位。2006 年,中国自主研发的原创民族网络游戏数量为 218 款,较 2005 年增加了 13.5%。2006 年民族网络游戏实际销售收入为 42.4 亿人民币,占实际总销售收入的 64.8%。

为了实现网络游戏核心技术的国产化,我国政府将网络游戏纳入“863 计划”,并推出“民族网络游戏出版工程”项目。在未来的 5 年里,新闻出版总署将会同国内游戏开发商、运营商推出 100 部具有自主知识产权、具有民族特色的优秀网络游戏软件。根据国家新闻出版总署的预计,2006 年到 2010 年中国网络游戏市场的年复合增长率将达到 30.2%,到 2011 年市场规模将达到 244.3 亿元,网络游戏用户将达到 4478 万。

总的来看,网络游戏作为新兴产业,近年来在我国发展迅速,受民族文化的影响,国内网络游戏企业在行业内占据主导地位。网络游戏行业投资风险较大,随着全民素质的提高,

我国网络游戏的市场需求将持续快速增长,国内具有民族特色网络游戏软件的优秀企业将迎来更广阔的发展空间。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司以提供 Intel IA 架构的 Power Leader 服务器和相应的解决方案为主要业务,以网络游戏、软件开发及测试、IT 周边产品(笔记本电脑、PC 机、存储等)为辅助业务,是目前国内唯一的纯粹基于 Intel IA 的专业服务器厂商。公司与 Intel 的紧密合作保证宝德服务器的产品质量、技术含量和产品开发速度,并具有较强的价格竞争优势。公司在国内的电信、金融、教育、政府和 IDC 等行业拥有较高的声誉和广泛的用户,是 Intel 在国内服务器方面最大的合作伙伴之一。从销售量看,宝德服务器在中国服务器市场占有率为 6.5%,在国内服务器厂商中位居第三。

公司于 2000 年及 2001 年连续两年获 Intel 颁发的“英特尔亚太区渠道分销 No.1 奖”。2001 年 6 月公司获深圳市政府颁发“高新技术企业”殊荣,9 月被深圳市政府评为“深圳市科技百强企业”。

总体看,公司在深圳市中小型高新技术企业中位居前列。公司作为专业的 PC 服务器提供厂商之一,整体竞争力较强。

2、技术与产品

在技术及产品方面,公司得到了 Intel 的大力支持,与 Intel 公司合作共建了解决方案中心、联合实验室等研发机构,确保公司产品的领先性与可靠性。

公司目前的服务器生产线和相关设备完全按照 Intel 公司美国工厂的标准并在 Intel 公司的帮助下建造,技术先进性在国内服务器行业属于领先水平。公司拥有一个服务器电源可靠性实验室(按照 Intel 标准设立)、一个服务器散热实验室(按照 Intel 标准设立)、一个研发实验

室和一个解决方案中心 ISC(和 Intel 合资成立, 各 50%股份)。近年来公司完全自主设计研发了高密度机架式服务器、硬盘热插拔笼、硬盘热插拔背板等, 拥有 3 项专利技术, 并多次获得深圳市科技进步奖。

未来三年公司主要的研发项目有百万亿次高性能计算机、32 路安腾服务器、超高密度机柜式服务器、海量存储服务器等。计划以后每年的研发投入占同期销售额的 2%以上。

总体看, 公司在服务器应用技术方面具有一定的技术优势。

3、人力资源

公司现有高级管理人员 4 人, 全部具有本科及以上学历, 且都具有多年的行业与企业管理经验。公司管理人员素质较高, 管理团队稳定。公司董事长李瑞杰先生, 现年 40 岁, 经济学及电子学双学士; 1989 年至 1991 年间, 李瑞杰先生曾担任深圳汕宝电子公司工程师、深圳万通软件工程公司销售经理。1991 年成立深圳市新乐和电子有限公司, 经营资讯相关业务至 1997 年 7 月。1997 年 8 月投资成立公司, 任董事长至今。公司执行总裁董卫屏先生, 现年 47 岁, 本科学历, 曾任香港镭射电脑有限公司中国总经理。

公司现有员工 481 人。从学历上看, 大专及以上学历占 82.54%, 高中和中专学历占 14.97%, 中专以下占 2.49%; 从职称上看, 中高级职称占 8.52%, 初级职称占 15.18%; 从年龄结构看, 30 岁以下占 79.21%, 30-50 岁占 20.58%, 50 岁以上占 0.21%。

综合来看, 公司高层管理人员具备较好的专业素养和中小型企业管理经验, 公司员工队伍较年轻, 整体文化素质高。

四、公司管理

1、治理结构

经过多次增资、改制和上市, 截至 2006 年底, 公司注册资本为 9,030 万元。公司实际控

制人为深圳市宝德投资控股有限公司, 持股比例为 45.27%, 三家外资风险投资基金持股比例合计为 10.62%, 公众 H 股持股比例为 26.91%。

公司控股股东深圳市宝德投资控股有限公司于 2005 年 3 月由李瑞杰、张云霞出资成立, 注册资本 1000 万元, 其中李瑞杰持股 87.5%, 张云霞持股 12.5%。

表 1 公司股权结构

序号	股东	所持股份(股)	所占比例%
1	深圳市宝德投资控股有限公司	408,738,000	45.27
2	江西万年青水泥股份有限公司	127,710,000	14.14
3	Murray Venture Limited	47,916,000	5.31
4	Crosby ChinaChips Holdings(2) (BVI) Limited	32,900,000	3.64
5	深圳市绿恒科技有限公司	21,318,000	2.36
6	Front Trend Investment	15,016,000	1.67
7	北京雅利安达科技发展有限公司	6,402,000	0.71
8	公众 H 股	243,000,000	26.91
	总计	903,000,000	100

资料来源: 公司提供

公司于 2002 年在香港联合交易所创业板上市发行交易。根据香港联合交易所相关监管规定, 公司设立股东大会、董事会、监事会和审核委员会。

公司股东大会是公司的权利机构, 依法行使相关权利。公司董事会由 4 位执行董事、3 位独立董事和 3 位非执行董事组成, 负责公司策略、年度及中期业绩、继任规则、风险管理、主要收购、出售及资本交易以及其他重大运营及财务事宜等。独立董事出具年度独立性报告, 保障广大股东权益。

监事会由三名监事组成, 按照我国《公司法》、香港有关法律法规及公司章程规定定期对公司重大决策及财务状况等进行监督, 维护广大股东合法权益。

公司设立审核委员会, 按照香港联合交易所要求负责外部审计的桥梁工作以及公司内部审计, 完善公司内部控制以及公司治理水平。

总体看, 公司已建立起与现代企业制度相适应的决策监督制约机制, 法人治理结构完善。

2、内部管理体制

公司设有一个副总裁和五个总监来负责内

部的管理。其中，副总裁负责综合支持部和工业园，运营总监负责生产部、物控部和商务部，品牌推广总监负责售前支持部、产品经理部和市场部，销售总监负责七大区域的产品销售，技术总监负责侧室试验室、服务网、开发部和品质部，财务总监负责财务部和审计部。公司部门职能划分清晰有序，能较好地满足业务运营的实际需要。

公司根据实际需要和有关要求，建立了《深圳市宝德科技股份有限公司内部控制制度》，分别对公司的会计控制、人力资源控制、采购和付款的控制、存货和生产的控制、销售和应收款的控制、对外投资、固定资产、筹资八个方面做出了详细的规定，并创造了有利于制度运行的管理环境和组织环境。

整体来说，公司内控机制完善，具有较好地防范和化解经营风险的能力。

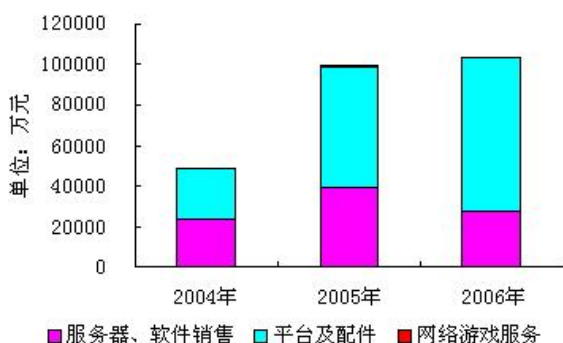
五、经营分析

1、经营现状

业务构成

公司主营业务围绕服务器业务展开，主要包括三大类：服务器及软件销售、平台及配件业务、网络游戏服务。

图 1 近三年公司主营业务收入

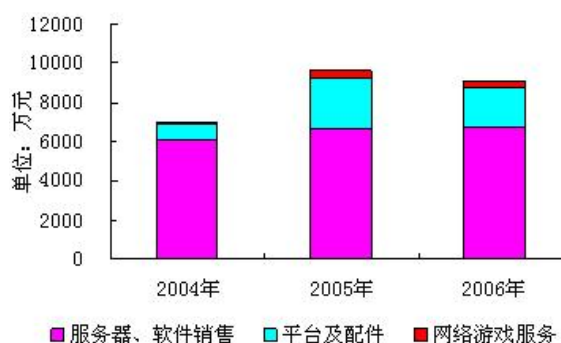


资料来源：公司提供

服务器业务方面，公司主营产品为 IA 服务器，其中高密度机架式服务器约占 75% 的份额。近三年公司服务器销售量增长迅速，2004-2006

年分别为 1.76 万台、2.48 万台和 3.57 万台，年均增长 42.42%。但是由于国际大厂的低价竞争策略，服务器产品平均单价不断下滑，公司销售收入并没有随之大幅上升，2006 年还出现下降趋势。2006 年服务器及软件销售占总销售收入的 26.37%，占主营业务利润的 73.40%。虽然服务器业务的销售额在公司总营业收入中比例不高，但利润最大，公司对服务器业务的依赖程度较高。

图 2 近三年公司主营业务毛利



资料来源：公司提供

平台及配件业务包括分销及 IDC 增值业务，其中分销是服务器业务的前向延伸，IDC 增值业务则是服务器业务的后向延伸。它们是公司主业的相关多元化，与公司主业相互补充和促进，有利于为用户提供全面的服务器解决方案。近三年平台及配件业务销售收入年均增长 74.36%。2006 年平台及配件业务是总销售收入的主要来源，占 73.24%，但利润较低，占毛利润的 22.76%。

在网络游戏方面，作为网络游戏的硬件提供商，公司 2004 年进入该领域，自主开发运营的产品有《大清帝国》、《战国英雄》。目前重点产品为与共青团中央携手打造的民族网络游戏《抗战 Online》。作为国内第一款爱国主义题材的“红色网游”，该游戏从研发、内测到公测都备受瞩目，预计将于 2007 年 7 月份正式展开市场营运。2006 年网络游戏服务占主营业务收入的 0.39%，占毛利润的 3.84%。相对于其他业务而言，网游业务目前收入很低，不确定性程度

较大，但也有可能成为公司未来几年的利润爆发点。

原材料采购

在原材料采购方面，公司产品的关键部件如 CPU、内存、主板及硬盘等的采购都是直接和原厂商谈判，总代理配合物流支持。除了 CPU 公司全部选择 Intel，其它部件公司都会选择 3 家以上的不同品牌的供应商。其它辅料的采购则通过原厂直供。公司和上游厂商（如 Intel、Seagate）保持了战略合作关系，上游厂商在提供给公司有竞争力的价格的同时也会优先保证供应，主要原材料每季度平均会有大约 3% 的降价，以保证产品单价在不断下滑的同时能够维持公司的毛利率水平。

产品销售

在产品销售方面，公司实行“亚直销模式”。对于大客户、重要客户采取直销模式，实行“按需定制”，最大限度地满足客户需要，公司与海尔电脑、TCL 电脑、中兴通讯等大客户建立了密切的合作关系。对于中小客户，公司实行“一站式”的服务模式，在全国主要省、自治区、直辖市设有 28 个办事处，在没有办事处的地区实行代理销售模式，以保证客户服务的及时性和质量。

此外，公司在市场推广等方面得到了 Intel、Seagate 等国际厂商在资金、策划等方面的直接支持，几方共同开展市场活动，提升了公司的知名度。

经营效率

近三年公司销售债权周转次数和总资产周转次数有所波动。公司存货有所降低，使得近三年存货周转次数上升较快。2006 年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 8.26 次、10.16 次和 2.31 次，总体来看公司的运营效率较高，但应加强对应收账款的管理。总体看，公司经营态势良好。

表 2 近三年经营效率

指 标 (次)	2004 年	2005 年	2006 年
销售债权周转次数	10.43	11.38	8.26
存货周转次数	4.38	7.76	10.16
总资产周转次数	1.71	2.65	2.31

资料来源：公司年报

3、未来发展

未来几年，公司的发展策略定位于打造服务器产业增值链条，为行业客户提供优质的产品 & 量身订造的服务，巩固国内服务器解决方案供应商的领导地位。

公司 2007 年计划发行 7,300 万元公司债券，所募资金将用于宝德科技工业园基础建设、存储及网络产品生产基地和研发中心项目，以上项目的总投资为 30,805 万元。

宝德科技工业园项目

该项目已经“深发改[2006]1123”号文批复，拟建成一个高科技制造基地。项目主要包括 4 栋建筑，其中：A 栋研发中心四层，建筑面积 7586.60m²；B 栋数据中心三层，建筑面积 1503.60m²；C 栋宝德一厂，五层高科技轻型厂房，建筑面积 17483.10m²；D 栋宝德二厂，五层高科技轻型厂房，建筑面积 5916.30m²。项目建成达产后，预计实现年均新增销售收入 115,280 万元、利润 6,952 万元、税金 1,043 万元。预计项目投资收益率为 39.57%，投资回收期 4.97 年。该项目计划投资总额为 15,000 万元，拟使用本次发行的企业债券 2,500 万元。

存储网卡生产线项目

该项目已经“深发改[2006]1093”号文批复，拟建设存储及网卡等服务器相关配件生产线在内的 4 条全自动服务器生产线。项目建成达产后，预计实现年均新增销售收入 40,700 万元、利润 10,077 万元、税金 621 万元。预计项目投资收益率为 45.52%，投资回收期 2.29 年。该项目计划投资总额为 10,793 万元，公司拟使用本次发行的企业债券 3,200 万元。

研发中心项目

该项目拟联合 Intel 共同投资建设具有国际

领先水平的服务器评测实验室和具有持续创新能力的宝德服务器产品研发中心。作为公司的科研基地，研发中心将按照公司需求研发新型产品、对外提供公共测试服务，并承接政府、科研机构委托的课题攻关项目。其收入主要为宝德集团按照营业收入提取的技术开发费、公共测试收入和对外课题经费。该项目计划投资总额为 5,012 万元，公司拟使用本次发行的企业债券 1,300 万元。

表 3 是公司根据发展规划对未来 5 年经营情况做的预测。以 2006 年为基准，未来几年，随着三个投资项目的建设完成和生产产能的陆续释放，公司主营业务收入和利润总额将成快速增长趋势。根据各项目的预计投资回报分析，该预测具有较大的实现可能性。

债务负担方面，由于公司一部分项目已经在 2006 年年底投入，未来公司共需投入 14,420 万元，依据公司当前的盈利能力和帐上的货币资金计算，公司现在预测的债务规模基本合理。公司计划发行 7000 万元长期债券，债务结构将得到改善，债务负担短期内有所加重，但从 2009 年起逐年减轻。

表 3 未来五年经营预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
计划投资	10595	1825	2000		
预计营业收入	110000	132000	158400	190080	228096
预计利润总额	2500	3000	3600	4300	5100
预计净利润	2300	2700	3200	3800	4600
预计折旧	500	1500	1500	1500	1500
预计摊销	500	1500	1500	1500	1500
预计利息支出	500	500	600	400	300
预计短期债务余额	9000	10000	8000	8900	8200
预计长期债务余额	9000	9000	5950	3850	1400
预计所有者权益	21300	24000	27200	31000	35600
预计资产总额	51000	54000	57000	61000	65000
预计资产负债率 (%)	59.41	61.11	58.16	57.13	56.92
预计全部债务资本化比率 (%)	58.72	57.89	54.93	52.92	50.96
预计净资产收益率 (%)	2.35	6.25	5.51	4.84	4.21
债务保护倍数 (倍)	0.18	0.30	0.44	0.53	0.79

数据来源：公司提供

六、财务分析

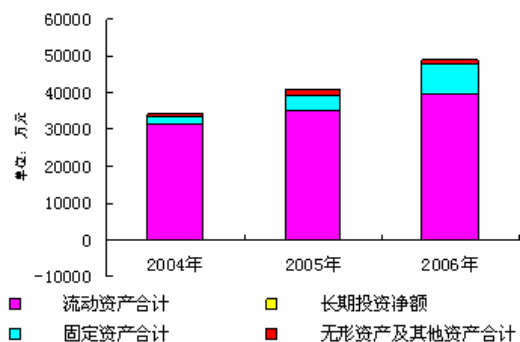
公司提供的 2004 年~2006 年财务报表已经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。报告期内公司报表合并范围及会计政策未发生大的变化，年度间财务数据可比性强。

截至 2006 年底，公司合并资产总额 49,062.82 万元，所有者权益 19,467.57 万元；2006 年实现主营业务收入 103,774.26 万元，利润总额 3,729.37 万元。

1、资产质量

2004-2006 年公司资产增长较快，年均增长 19.54%。截至 2006 年底，公司资产总额 49,062.82 万元，其中流动资产占 80.95%，固定资产占 16.68%，无形资产及其他占 2.37%，2006 年公司无长期投资，公司资产以流动资产为主。

图 3 近三年公司资产规模与结构



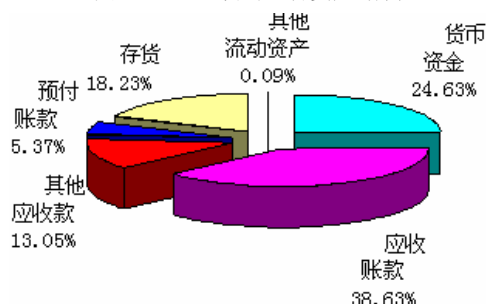
资料来源：公司年报

流动资产方面，近三年公司流动资产年均增长 12.69%。截至 2006 年底，公司流动资产 39,714.26 万元，其中，货币资金占 24.63%，应收账款占 38.63%，其他应收款占 13.05%，存货占 18.23%，预付账款占 5.37%。

公司三年应收帐款平均增长速度基本和销售收入增长速度一致，截至 2006 年底，公司应收账款净额 15,342.58 万元，占流动资产的 38.63%，数额较大。从账龄分布看，一年以内的应收账款占 95.67%，1-2 年的占 1.76%，2-3 年的占 2.57%。公司对应收账款计提了较充分

的坏账准备。从债务人分布看，前五名客户均为公司的稳定客户，累计欠款占应收账款的60%，集中度较高。

图4 2006年底流动资产结构



资料来源：公司年报

截至2006年底，公司其他应收款净额5,181.81万元，占流动资产的13.05%。其他应收款账龄全部为一年以内，公司计提了充分的坏账准备。

近三年公司存货年均减少21.33%，主要是产成品大幅降低所致。截至2006年底公司存货净额7,241.22万元，主要为原材料（58.24%）和产成品（41.75%）。公司对产成品计提了存货跌价准备。

近三年公司固定资产总额年均增长92.06%。截至2006年底，公司固定资产8,185.70万元，占总资产的16.68%，比2005年增加116.56%。其中，在建工程增长迅速，年均增长215.03%，2006年底为5990.63万元，主要是由于宝德科技工业园项目的建设导致在建工程迅速增加所致。

总体看，公司资产规模不大，资产以流动资产为主，资产流动性较强，整体资产质量较好。

2、负债及所有者权益

近三年公司所有者权益年均增长14.76%，主要来自于盈利的增加。其中，未分配利润年均增加61.35%。截至2006年底，公司所有者权益19,467.57万元，以实收资本（46.38%）和未分配利润（28.95%）为主，所有者权益不稳定。

近三年公司负债总额年均增长20.09%。截

至2006年底，公司负债总额27,803.50万元，其中流动负债占89.21%，长期负债占10.79%，负债以流动负债为主，当前公司资产结构基本以流动资产为主，公司债务结构基本符合当前公司发展实际情况。

近三年公司流动负债年均增长13.43%。截至2006年底，公司流动负债24,803.50万元，以短期借款（28.98%）、应付账款（32.30%）和预收账款（11.69%）为主。

表4 近三年财务结构

项 目（万元）	2004 年	2005 年	2006 年
所有者权益	14782.32	18282.08	19467.57
少数股东权益	273.16	1160.39	1791.74
短期债务	8227.54	6630	7206.65
长期债务	0	0	3000
负债总额	19278.14	21186.35	27803.5
资产总额	34333.62	40628.81	49062.82
指 标（%）	2004 年	2005 年	2006 年
长期债务资本化比率	0	0	12.37
全部债务资本化比率	35.34	25.43	32.44
资产负债率	56.15	52.15	56.67

资料来源：公司年报

近三年公司负债水平有所波动，其中2005年有所下降，2006年公司短期债务和长期债务增加，导致负债水平有所上升。截至2006年底公司资产负债率为56.67%，全部债务资本化比率为32.44%，长期债务资本化比率为12.37%，目前，债务负担正常。

3、盈利能力

2004-2006年公司主营业务收入年均增长45.52%；同期主营业务利润和利润总额年均增长率分别为14.43%和58.63%，公司总体经营态势良好。

从盈利指标看，近三年公司主营业务利润率呈现逐年下滑的趋势，其中2006年为8.75%，主营业务盈利水平不高。这主要是由于2006年服务器行业产品销量大幅增长的同时，由于国际大厂商采取的低价策略使得服务器平均售价和行业利润率大幅下降所致。近三年公司净资

产收益率有所波动，其中 2006 年为 13%，整体盈利水平较高主要得益于公司对营业费用和管理费用的有效控制。

表 5 近三年盈利能力

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务收入	49004.81	99263.89	103774.26
主营业务利润	6933.94	9605.45	9079.76
利润总额	1482.05	3398.76	3729.37
净利润	1175.92	2620.69	2530.12
指 标 (%)	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务利润率	14.15	9.68	8.75
总资本收益率	6.75	12.97	11.39
净资产收益率	7.95	14.33	13

资料来源：公司年报

4、现金流量

从经营活动来看，近三年公司经营活动现金流量净额分别为-407.71 万元、6,094.77 万元和-53.90 万元，波动较大。由于一年内的应收账款较大，2006 年公司现金收入比率为 92.61%，收入实现质量较差。

从投资活动来看，近三年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1304.89 万元、-2801.04 万元和-5487.50 万元，三年均为负值，且绝对值逐年增加。这主要是公司在宝德科技工业园基础建设项目的支出有较大幅度上升，使得投资活动现金流出规模增加所致。

表 6 近三年现金流量

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
经营活动现金流入小计	52427.18	108825.35	96293.28
经营活动现金流出小计	52834.88	102730.58	96347.18
经营活动产生的现金流量净额	-407.71	6094.77	-53.9
投资活动现金流入小计	8.33	0	265.3
投资活动现金流出小计	1313.22	2801.04	5752.8
投资活动产生的现金流量净额	-1304.89	-2801.04	-5487.5
筹资活动现金流入小计	11369.75	16406.35	18188
筹资活动现金流出小计	9099.1	17596.92	16000.05
筹资活动产生的现金流量净额	2270.65	-1190.56	2187.95

资料来源：公司年报

近三年公司筹资活动前现金流量净额分别为-1712.60 万元、3,293.73 万元和-5,541.40 万元，波动较大，整体来说公司对外融资的依赖性较大。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2,270.65 万元、-1,190.56 万元和 2,187.95 万元。公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款。近三年由于公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，同时投资支出较大，筹资活动对维持公司正向现金流起着重要作用。

总体看，近三年公司现金流状况一般，经营活动产生的现金流不能完全满足投资活动的需求；公司外部融资渠道较为单一，随着未来投资项目的启动，未来三年对外部融资的依赖将进一步加重。

5、偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率有所波动，速动比率上升较快，2006 年底两项指标分别为 160.12%和 130.92%。公司短期支付能力强。

表 7 近三年偿债能力

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
利润总额	1482.05	3398.76	3729.37
EBITDA	2314.63	4438.19	4952.17
总债务	8227.54	6630	10206.65
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
流动比率 (%)	162.21	166.77	160.12
速动比率 (%)	101.52	113.02	130.92
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.68	9.68	9.79
债务保护倍数 (倍)	0.21	0.48	0.32
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.21	0.5	-0.54

资料来源：公司年报

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 增长很快，年均增长 46.27%，分别为 2,314.63 万元、4,438.19 万元和 4,952.17 万元；EBITDA 利息倍数不断上升，2006 年为 9.79 倍，

EBITDA 对利息的偿付能力较强；近三年公司债务保护倍数有所波动，2006 年为 0.32 倍；总体看，公司对债务整体偿还能力较强。

截至 2006 年底，公司向河北省教育厅开出履约保函 13.58 万元；除此之外公司无其他重大担保、诉讼事项。

6、本期债券偿还能力

公司拟于 2007 年发行 5 年期企业债券 7,000 万元，占公司 2006 年底总债务的 25.18%，对公司现有债务的影响程度较大。

本期企业债券的本金将在 2011 年偿付。根据公司提供的经营预测（表 3），2010 年的 EBITDA 值为 7700 万元，为本期拟发行额度的 1.10 倍，保障程度正常。

以 2006 年底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期企业债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 62.08% 和 44.73%，债务负担进一步加重。

综合上述以及公司近三年的盈利增长速度和获现能力，公司对本期债券的整体偿还能力尚可。

七、综合评价

服务器行业作为新兴产业，近年来在我国发展迅速。随着政府和企业信息化的不断深入，行业需求将持续增长，但由于行业核心技术受制于国外大型企业，同时产品同质化程度比较严重，行业竞争一直比较激烈，行业内的国内企业将承受更大的竞争压力。

公司是专业提供 Intel IA 架构的 Power Leader 服务器和相应解决方案的高新技术企业，也是 Intel 在国内服务器方面最大的合作伙伴之一。公司与 Intel 的紧密合作，保证了公司的产品质量、技术含量和产品开发速度，并具有较强的价格竞争优势。近年来公司处于快速发展阶段，总体经营态势良好，整体竞争力在国内行业中位居前列。

公司法人治理结构完善，内部管理规范。但作为中小型民营企业，技术团队流动性高可能制约公司的长期发展。

公司资产质量较好，盈利能力较强，债务水平合理。综合来看，公司的整体信用风险较低。

附件1-1 资产负债表（资产）

（单位：元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	110,309,155.16	131,340,770.42	97,806,236.04	-5.84
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	76,645,803.20	97,778,513.28	153,425,759.76	41.48
其他应收款	3,515,198.46	9,630,579.94	51,818,072.65	283.94
应收账款净额	80,161,001.66	107,409,093.22	205,243,832.41	60.01
预付账款	4,930,216.70	330,367.98	21,321,214.59	107.96
应收补贴款				
存货	117,003,084.31	113,872,469.95	72,412,226.47	-21.33
待摊费用	312,864.54	365,806.10	359,094.63	7.13
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	312,716,322.37	353,318,507.67	397,142,604.14	12.69
长期投资				
长期股权投资	-23,958.00	113,850.00		-100
长期债权投资				
长期投资合计	-23,958.00	113,850.00		
固定资产				
固定资产原值	23,957,659.10	25,187,780.61	35,877,710.80	22.37
减：累计折旧	7,803,168.74	10,184,679.85	13,927,010.15	33.6
固定资产净值	16,154,490.36	15,003,100.76	21,950,700.65	16.57
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	16,154,490.36	15,003,100.76	21,950,700.65	16.57
工程物资				
在建工程	6,036,406.85	22,795,324.06	59,906,316.06	215.03
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	22,190,897.21	37,798,424.82	81,857,016.71	92.06
无形资产及其他资产				
无形资产	8,452,955.87	15,057,323.80	11,628,563.32	17.29
长期待摊费用				
长期应收款				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	8,452,955.87	15,057,323.80	11,628,563.32	17.29
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	343,336,217.45	406,288,106.29	490,628,184.17	19.54

附件1-2 资产负债表（负债与权益）

（单位：元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	82,275,394.18	66,300,000.00	71,871,679.27	-6.54
应付票据			194,800.00	
应付账款	80,801,044.52	37,100,060.34	80,112,689.24	-0.43
预收账款	21,611,758.64	68,528,898.99	28,999,308.51	15.84
应付工资				
应付福利费	2,693,576.57	3,211,827.64	2,830,703.43	2.51
应付股利	1,235,520.00	1,235,520.00	5,322,900.00	107.56
应交税金	-1,835,929.64	-500,502.68	12,831,053.30	
其他应交款				
其他应付款	5,265,197.33	32,347,583.10	42,182,715.91	183.05
预提费用	734,850.00	3,640,077.00	3,689,183.00	124.06
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	192,781,411.60	211,863,464.39	248,035,032.66	13.43
长期负债				
长期借款			30,000,000.00	
应付债券				
长期应付款				
其他长期负债				
长期负债合计			30,000,000.00	
递延税项				
递延税项贷款				
递延收益				
负债合计	192,781,411.60	211,863,464.39	278,035,032.66	20.09
少数股东权益	2,731,640.18	11,603,874.11	17,917,446.23	156.11
所有者权益				
实收资本	88,000,000.00	90,300,000.00	90,300,000.00	1.3
资本公积	29,002,638.54	35,355,570.27	35,355,570.27	10.41
盈余公积	9,200,101.98	14,441,474.46	16,971,596.13	35.82
其中：公益金	4,600,050.99	7,220,737.23		
未确认的投资损失			-4,302,429.16	
未分配利润	21,644,383.15	42,609,873.06	56,350,968.04	61.35
外币报表折算差额	-23,958.00	113,850.00		
所有者权益合计	147,823,165.67	182,820,767.79	194,675,705.28	14.76
负债及所有者权益合计	343,336,217.45	406,288,106.29	490,628,184.17	19.54

附件2 利润及利润分配表

(单位: 元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	490,048,127.13	992,638,864.52	1,037,742,600.84	45.52
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	490,048,127.13	992,638,864.52	1,037,742,600.84	45.52
减: 主营业务成本	420,500,011.53	896,326,394.91	946,654,826.24	50.04
主营业务税金及附加	208,760.81	257,978.48	290,200.67	17.9
二、主营业务利润	69,339,354.79	96,054,491.13	90,797,573.93	14.43
加: 其他业务利润	480,315.39	50,897.80	24,930.00	-77.22
营业费用	19,778,101.89	19,625,729.01	26,016,892.46	14.69
管理费用	32,581,722.18	38,044,253.43	24,584,407.71	-13.14
财务费用	3,091,811.02	5,654,236.93	4,152,516.88	15.89
其他				
三、营业利润	14,368,035.09	32,781,169.56	36,068,686.88	58.44
加: 投资收益				
补贴收入	396,205.73	1,206,537.85	1,226,672.10	75.96
营业外收入	83,290.87		990	-89.1
减: 营业外支出	27,034.40	122.79	2,639.80	-68.75
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	14,820,497.29	33,987,584.62	37,293,709.18	58.63
减: 所得税	2,119,993.65	4,759,488.30	2,192,999.57	1.71
减: 少数股东损益	941,278.31	3,021,233.93	5,497,063.80	141.66
加: 未确认的投资损失			-4,302,429.16	
五、净利润	11,759,225.33	26,206,862.39	25,301,216.65	46.68
加: 年初未分配利润	21,037,002.88	21,644,383.15	42,609,873.06	42.32
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	32,796,228.21	47,851,245.54	67,911,089.71	43.9
减: 提取法定盈余公积	1,175,922.53	2,620,686.24	2,530,121.67	46.68
提取法定公益金	1,175,922.53	2,620,686.24		-100
七、可供股东分配的利润	30,444,383.15	42,609,873.06	65,380,968.04	46.55
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利	8,800,000.00		9,030,000.00	1.3
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	21,644,383.15	42,609,873.06	56,350,968.04	61.35

附件3-1 现金流量表

(单位: 元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	522,219,982.82	1,085,027,845.84	961,011,837.61	35.66
收到的税费返还	396,205.73	647,221.61	1,226,672.10	75.96
收到的其他与经营活动有关的现金	1,655,567.55	2,578,394.02	694,304.00	-35.24
现金流入小计	524,271,756.10	1,088,253,461.47	962,932,813.71	35.53
购买商品、接受劳务支付的现金	491,424,683.46	988,059,888.04	892,004,607.35	34.73
支付给职工以及为职工支付的现金	10,995,072.57	10,429,655.16	12,921,051.28	8.41
支付的各项税费	4,184,782.18	7,327,362.15	9,214,398.09	48.39
支付的其他与经营活动有关的现金	21,744,281.38	21,488,864.37	49,331,760.32	50.62
现金流出小计	528,348,819.59	1,027,305,769.72	963,471,817.04	35.04
经营活动产生的现金流量净额	-4,077,063.49	60,947,691.75	-539,003.33	-63.64
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	83,290.87		740,000.00	198.07
收到的其他与投资活动有关的现金			1,913,000.00	
现金流入小计	83,290.87	0	2,653,000.00	464.38
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	13,132,208.96	28,010,438.72	48,652,000.00	92.48
投资所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金			8,876,000.00	
现金流出小计	13,132,208.96	28,010,438.72	57,528,000.00	109.3
投资活动产生的现金流量净额	-13,048,918.09	-28,010,438.72	-54,875,000.00	105.07
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金		8,652,931.73		
借款所收到的现金	113,697,494.18	155,410,587.27	180,430,000.00	25.97
收到的其他与筹资活动有关的现金			1,450,000.00	
现金流入小计	113,697,494.18	164,063,519.00	181,880,000.00	26.48
偿还债务所支付的现金	84,422,100.00	171,385,981.45	144,858,000.00	30.99
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	6,568,911.02	4,583,175.32	15,142,531.05	51.83
支付的其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	90,991,011.02	175,969,156.77	160,000,531.05	32.61
筹资活动产生的现金流量净额	22,706,483.16	-11,905,637.77	21,879,468.95	-1.84
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	5,580,501.58	21,031,615.26	-33,534,534.38	

附件3-2 现金流量表

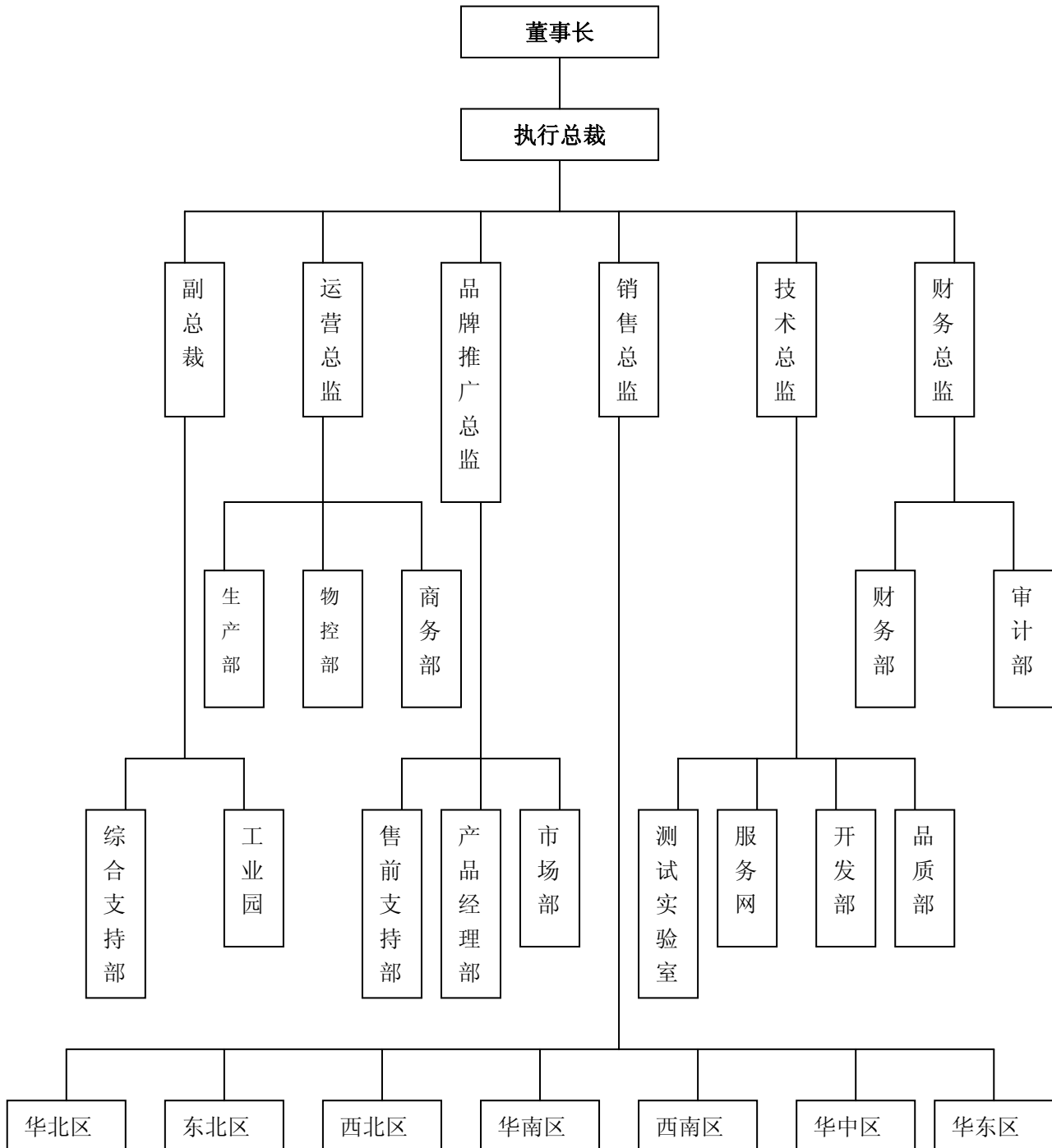
(单位: 元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	11,759,225.33	26,206,862.39	25,301,216.65	46.68
加: 少数股东损益	941,278.31	3,021,233.93	5,497,063.80	141.66
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐	5,710,025.14	2,612,798.47	16,179,009.22	68.33
固定资产折旧	2,327,743.69	2,381,511.11	3,742,330.30	26.8
无形资产摊销	2,984,889.73	3,429,632.07	3,428,760.48	7.18
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
待摊费用减少(减:增加)	901,639.13	52,941.56	6,711.47	-91.37
预提费用增加(减:减少)	-288,450.00	-734,850.00		-100
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
固定资产报废损失				
财务费用	3,013,201.96	4,583,175.32	4,118,116.88	16.91
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-41,944,424.63	430,614.36	41,460,243.48	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-70,739,885.00	-16,093,674.43	-113,081,431.56	26.43
经营性应付项目的增加(减:减少)	81,257,692.85	35,057,446.97	13,318,171.23	-59.52
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-4,077,063.49	60,947,691.75	-29,808.05	-91.45
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	110,309,155.16	131,340,770.42	97,806,236.04	-5.84
减: 货币资金的期初余额	104,728,653.58	110,309,155.16	131,340,770.42	11.99
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	5,580,501.58	21,031,615.26	-33,534,534.38	

附件 4 公司下属企业情况

被投资单位	注册资本	持股比例	主营业务
深圳市宝德网络技术有限公司	1000 万	99%	网络游戏的自主研发和推广
深圳市宝腾互联科技有限公司	1000 万	75%	服务器增值业务
深圳市宝德计算机系统有限公司	1000 万	99.50%	服务器及相关产品的研发、生产及销售
深圳市宝德通讯技术有限公司	100 万	90%	通讯增值服务
宝德科技（香港）有限公司	USD99 万	100%	宝通集团的控股母公司
宝通集团有限公司	HKD3000 万	80%	买卖平台及配件产品以及分销增值产

附件 5 公司内部组织结构图



附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
应收账款周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力能力	
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息保护倍数=EBITDA/支出利息
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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-存货) / 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
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

附件7 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

信用等级公告

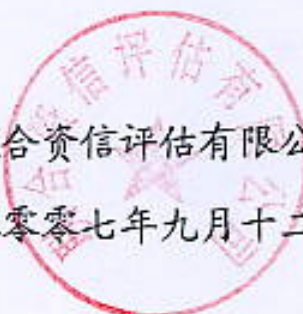
联合[2007] 549 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市好家庭实业有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市好家庭实业有限公司
企业主体长期信用等级为
BBB⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市好家庭实业有限公司

2007年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果: BBB⁺

评级展望: 稳定

评级时间:

2007年9月12日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	19580.20	23060.38	23503.21
所有者权益(万元)	8854.14	10012.22	10794.05
主营业务收入(万元)	23184.95	27321.35	20123.05
利润总额(万元)	2380.24	1350.85	1127.63
资产负债率(%)	54.78	56.58	53.59
全部债务资本化比率(%)	13.18	16.59	17.80
净资产收益率(%)	25.98	11.68	7.98
流动比率(%)	168.27	163.83	176.70
EBITDA 利息倍数(倍)	16.13	6.73	16.41
债务保护倍数(倍)	1.94	0.90	0.60

分析员

黄 静

电话 010-85679696-8875

邮箱 huangjing@lianheratings.com.cn

夏 阳

电话 010-85679696-8802

邮箱 xiayang@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

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

评估观点

我国室内健身器材的需求量目前尚不如欧美发达国家,健身器材市场也正处于起步阶段,市场全面打开还需要相当长的一段时间,但行业未来发展空间较大,前景良好。

深圳市好家庭实业有限公司(以下简称“好家庭”或“公司”)是我国健身器材行业的龙头企业之一。公司拥有“好家庭”知名品牌,2006年被评为中国健身器材行业(唯一)标志性品牌。公司产品销量较大,已连续六年位居行业榜首。目前公司主要采取OEM代工制造的经营模式,产品分为四大系列,以健身器材系列产品为主。公司正在计划转换经营模式,由原来的产品流通经营逐渐转移到产品的生产制造经营。

目前,公司应收款项占比较大,资产质量一般,债务水平适中;公司正处在业务转型过程中,盈利能力和经营获现能力有所下降。综合来看,公司的整体信用风险一般。

优势

1、公司所属行业为朝阳产业,市场空间较大。

2、公司是健身器材的龙头企业,品牌知名度较高,销量位居行业第一。

3、公司研发设计水平较高、销售渠道通畅、物流和售后服务体系较为完善。

关注

1、公司应收款项占比较大,整体资产流动性较差。

2、公司目前正处于经营模式转换的初期阶段,未来经营状况存在一定的不确定性。

3、受钢材、塑料、化工等原材料上涨的影响,公司近几年盈利能力逐年下降。

一、主体概况

深圳市好家庭实业有限公司(以下简称“好家庭”或“公司”)成立于1994年,是我国健身器材行业的龙头企业。2005年公司被评为深圳市民营企业50强。截至2006年底,公司注册资本为3500万元人民币,股东为张佳华和张诗嘉两名自然人(两人系兄妹关系),持股比例分别为90%和10%。

目前公司主要采取OEM代工制造的经营模式,拥有包括健身器材、室外健身路径、体质检测器、球类体育用品四大系列300多种产品,其中以健身器材系列产品为主,主导产品为数码跑步机。

公司拥有“好家庭”知名品牌,产品销量较大,2001—2006年连续六年位居行业榜首(数据来源:国家统计局行业信息中心)。2006年“好家庭”品牌被评为中国健身器材行业(唯一)标志性品牌。

公司设客服中心、采购中心、营销中心、制造中心、研发中心、财务中心、人力资源行政中心7个核心部门。公司原有22家控股子公司,但由于发展的需要,2006年公司进行了业务重组,把参与零售业务的21家控股子公司和250多家销售终端全部转让给新成立的深圳市好家庭体育用品连锁经营有限公司(以下简称“好家庭连锁”,为同一股东,但与公司并无股权关系),公司退出零售业务,将经营重点转向生产制造。截至目前,公司仅拥有深圳市好家庭康体工程设施有限公司一家控股子公司(注册资本1000万元,公司持股比例90%)。

截至2006年底,公司合并资产总额23503.21万元,负债总额12594.22万元,所有者权益10794.05万元;2006年实现主营业务收入20123.05万元,利润总额1127.63万元。

公司注册地址:深圳市罗湖区人民南路国贸大厦37层;公司法定代表人:张佳华。

二、行业分析

按体育产业结构划分,公司所从事的健身器材行业属于体育用品业。

1、我国体育产业发展现状

(1) 体育产业发展历史

体育产业是指为满足人们观赏体育赛事、表演活动及参与体育健身活动的需求,向社会提供体育产品和体育服务的经营性行业。体育产业是经济发展水平达到一定程度后的“朝阳产业”,目前已成为衡量一个国家经济与文化发展水平的标志。

体育产业在20世纪60年代,随着世界经济和社会的发展、人们生活水平的提高、闲暇时间的增加而发展起来。20世纪70年代以后,由于现代高科技的发展,增强了体育产业发展的活力。到了20世纪80年代,体育产业的发展进入了一个前所未有的高峰期,其影响扩展到全球,也就是这个时期,随着我国改革开放的推行、经济和社会的飞速发展以及人民生活水平的迅速提高,体育产业也得到了相应的发展。国务院1985年颁布的《国民生产总值计算方案》开始运用三产业分类法,将体育正式列入第三产业。1992年“十四大”的召开,确立建立社会主义市场经济体制后,为我国体育产业实现由体育多种经营转向本体体育的发展创造了契机(本体体育指:能发挥体育自身功能和体现体育运动特有价值的体育经营活动,主要包括:体育竞技表演业和健身娱乐业),是我国体育产业进入“本体推进,全面发展”初步发展阶段的标志,即通过大力发展体育竞技表演、健身娱乐等本体市场,带动体育用品业及其他相关如体育广告、体育中介、信息传播及培训咨询等行业的发展。

(2) 我国体育产业发展现状

在我国体育产业的发展历程中,受到了党和政府的高度重视。1995年国家体育总局制定了1995—2010年的体育产业发展纲要,纲要指

出体育产业发展的目标是用十五年的时间构建一个较为完善的体育产业体系；同年国务院制定发布了《全民健身计划纲要》，通过加大开展群众性体育活动，提高人们参与体育活动的兴趣，为体育消费奠定了良好的基础；2002年国务院下发的《中共中央国务院关于进一步加强和改进新时期体育工作的意见》（中发〔2002〕8号）明确指出，要“大力发展体育产业，积极培育体育市场”。一系列纲要、计划的实施，加快了我国体育产业的发展，也同时凸现了我国体育产业在发展中存在的问题。目前我国体育产业发展现状如下：

① 产业结构方面：我国体育产业构成主要包括体育服务业和体育用品业两大类，其中体育服务业中的竞赛表演业、健身娱乐业为我国体育产业的本体行业，但由于目前我国体育产业结构偏重体育用品行业，本体行业的发展速度有所缓慢。（体育产业结构划分详见表1）。

表 1 体育产业结构划分

产业分类	业务分类	业务内容
体育服务业	健身娱乐业	提供各种健身、娱乐所需场地、器械、技术、服务、组织等；
	竞赛表演业	体育赛事、表演组织及运作；
	体育信息传播业	体育宣传报道及刊物出版，体育电视节目及竞赛转播权的销售；
	体育广告业	借助体育赛事、运动员、体育产品进行产品宣传推广；
	体育场地服务	各种体育场地、设施的租赁和经营；
	体育培训业	体育人才培养、技术辅导、咨询等；
	体育金融业	体育彩票的发行及体育基金的运作；
	体育中介	负责赛事、表演活动运作的中介机构
体育用品业	体育用品制造	体育服饰、设施、体育用品制造；
	体育用品销售	体育用品批发、专卖、大小型体育用品零售、体育用品出口代理等；

② 市场建设方面：近几年，在重点发展本体市场的同时（主要包括：竞赛表演市场、健身娱乐市场），兼顾了其他体育市场建设（主要包括：体育旅游市场、培训与咨询市场等），目前我国体育市场的基本框架已趋清晰，但仍存在相关市场的缺位，例如体育劳务市场、体育技术市场等。

③ 产业质量方面：虽然近几年社会投资办产业的形式发展很快，涌现了一大批体育企业，但整体体育企业规模偏小，技术含量较低，产品质量和品牌不具备优势，市场竞争力不强。整体产业质量偏低。

④ 政策 / 体制建设方面：由于我国体育产业起步较晚，产业发展环境的培育远远滞后于产业发展需求，相应的政策、体制、法规尚未健全。

（3）我国体育产业未来发展

据《中共中央国务院关于进一步加强和改进新时期体育工作的意见》（中发〔2002〕8号），未来我国体育产业发展将继续以本体体育发展为重点。据2007年财政预算中三项体育引导资金政策内容来看，资金补贴和项目支持主要针对全民健身项目、重大体育赛事以及发展全民健身项目的企业。此外，北京2008年奥运会、广州2010年亚运会的申办成功和深圳世界大运会的申办，也将进一步刺激我国整体体育产业市场的快速发展。

整体看，公司所属的体育用品业虽然在我国政策鼓励发展的本体体育范围之外，但基于我国体育用品行业良好的消费市场基础，同时受到本体体育未来发展的带动，行业发展前景良好。

2、健身器材行业分析

（1）我国健身器材市场分析

近年来，随着我国经济的高速发展，在党和政府的高度重视下，《全民健身计划纲要》、《体育事业十一五规划》的实施，民众健康越来越受到关注，体育健身产品的社会需求日渐高涨，加之奥运会的日益临近，体育健身产品的大众消费、机构客户投资和政府采购投入都在大幅增长。

据中国行业企业信息发布中心发布的2006年消费品市场——健身器材调查报告显示，2006年我国健身器材销售良好，市场潜力巨大，但整体健身市场的消费水平较低，市场上消费

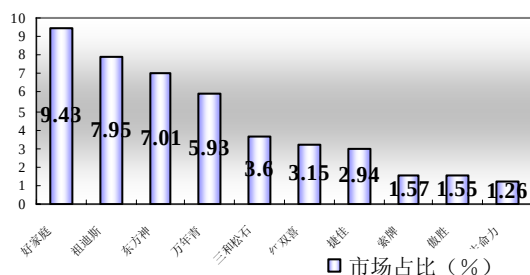
的产品仍主要以价格便宜的健身器材为主。

另外，随着我国政府对体育设施建设投入的加大，一方面形成了一个很大的政府采购市场，为健身器械企业带来商机；另一方面，扩大了健身场所，完善了体育设施，为我国健身运动的普及做好了铺垫。

(2) 我国健身器材市场竞争格局分析

据中国行业企业信息中心消费品市场年度重点调查结果显示，2006年我国健身器材市场十大畅销品牌依次为：好家庭、祖迪斯、东方神、万年青、三和松石、红双喜、捷佳、索牌、傲胜、生命力（见图1）。十强的合计市场份额为44.39%，比2005年的47.53%减少了3.14个百分点。

图1 十大健身器械品牌产品市场占比



在本次重点监测的品牌中，市场份额超过1%的品牌共有14个，比2005年增加了5个，市场集中度有所下降，并且一些新兴品牌开始逐渐占领市场。

整体看，虽然公司目前市场份额暂居首位，但我国健身器材品牌众多，各品牌之间的竞争正在逐步展开，这将对公司未来的发展产生一定的影响。

(3) 我国健身器材市场未来发展走势

从我国国情来看，更多的消费者倾向于户外锻炼，对室内健身器材的需求远没有欧美发达国家强烈。但随着人们生活节奏的加快，再加上城市空气污染严重，室外锻炼逐步会转移到室内完成，这也就形成了一个健身器材的需求市场，健身俱乐部、企事业单位都会成为健身器材的采购大户。

此外，随着居民健身意识的提高，以及科学健身意识的深入人心，电子设备（例如：计算器、计速器、热量消耗计算、脉搏测量等）与健身器材整合将成为健身器材未来发展的趋势。

整体看，我国室内健身器材的需求量尚不如欧美发达国家，健身器材市场也正处于起步阶段，市场全面打开还需要相当长的一段时间，但行业未来发展空间较大，前景良好。另外，公司目前主导产品多为电子化健身器材，这将符合目前消费者对科学健身的需求。

三、企业素质

1、规模与竞争力

公司作为健身器材行业的龙头企业，截至2006年底，公司合并资产总额23503.21万元，所有者权益10908.99万元；下设一家全资子公司，在职员工244人，厂区面积10000平方米，拥有四大系列300多种产品，是目前国内健身器材行业规模最大的企业。

由于公司目前采用OEM的经营模式，产品的生产主要通过代工制造来完成（见图2），因此增加产品附加价值的能力是衡量公司参与市场竞争实力的核心因素，即主要包括公司的研发设计能力（产品差异化）、品牌推广能力、销售渠道、物流配送及售后服务体系建设等。

图2 公司经营模式



(1) 研发设计实力

公司坚持自主创新，把技术研发作为公司的战略支柱。公司拥有一支高素质的研发队伍，具备本科以上学历的专业研发人员27人，占公司总员工人数的11%以上；公司研发投入的资金较大，近三年所投入研发资金占全年销售收入比例均超过3%以上。

截至目前，公司参与起草了《室外健身器材安全通用要求》、《中小学体育场地和器材》（GB/T19851-2005）等12项国家标准的制定。目前已获权的发明专利、实用新型专利、产品外观设计专利累计达到60多项。

公司现阶段主要研究开发的技术包括：VR技术、数字技术、网络技术、传感技术在健身器材和体质检测设备领域的应用，训练和测试结合技术，健身和体质监测设备同家庭娱乐设施的结合技术，康复技术等，以上技术均具有较高的创新程度和技术水平，且未来产品应用的差异化较为显著，市场前景较好。

整体看，公司研发技术水平较高，设计能力较强，在国内同行业中研发设计能力突出。

(2) 品牌推广实力

公司一直注重品牌的建设工作，在品牌宣传方面投入了大量的财力、物力。公司品牌推广手段主要采用“广告”+“冠名赞助”相结合的宣传方式。截至目前，公司主要赞助包括中国奥委会在内的各地体育局、省级运动队、各类体育协会等60多家党政机关企事业单位，参与赞助了包括全国十运会等30多项大小体育赛事，并获得相关“冠名”或“指定专用产品”称号等权利。公司广告主要借助包括强势（电视）、网络、平面、广告牌等宣传媒介。2006年公司广告投入108万元。同时公司还积极参与希望工程、体检普查、灾区捐款等社会公益活动用以提高自身的品牌形象。

截至目前，公司拥有包括“好家庭”在内的4个自主品牌，其中，“好家庭”为主品牌，其余3个包括“易坚驰”、“易完美”、“X-SPEED”为其下属子品牌。据国家统计局行业信息中心统计，好家庭FAMILY品牌，已连续6年为行业第一销量品牌，该品牌还曾荣获中国名牌、中国驰名商标。2006年“好家庭”被评定为中国健身器材行业标志性品牌；2007年“好家庭”被评定为全国首批300个重点保护品牌之一，中国最有价值商标500强。

整体看，公司拥有的“好家庭”品牌在国

内行业知名度较高，品牌优势突出。

(3) 销售渠道及销售网络建设

公司产品目前只销售于国内市场。销售业务涵盖零售业与批发业，零售业主要通过各地销售公司、专卖店及商店专卖铺位等销售终端来实现；批发业采用机构客户直销和地区经销相结合的模式来实现，其中机构客户主要包括政府、学校及大中型企业。另外，公司还通过体博会、订货会等渠道进行产品零售及批发(见表2)。

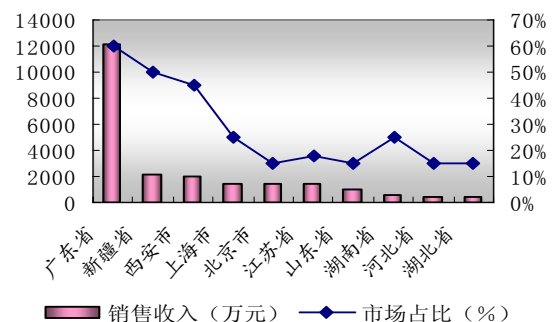
表2 公司销售渠道

年度 营销渠道	2004 年	2005 年	2006 年	销售业务
直接机构客户数量	99	105	150	批发
(一/二级)经销商总数	79	87	97	
专卖店数量	33	39	42	零售
商场专卖铺位数量	189	202	216	
各地销售公司数	9	25	29	
其他(展览会/订货会)	6	6	7	批发/零售

2006年底，公司将258家销售终端（专卖店和商场铺位）以及21家销售控股子公司及8家销售分公司全部转让予新成立的好家庭连锁。至此，公司退出零售业，将重点转移到产品的生产制造，因此直销、经销将成为公司未来主要的销售方式。

截至2006年底，公司的销售网络已遍布全国，其中，前十大销售地区市场占有率均在15%以上（含15%），详见图3。

图3 公司前十大销售地区分布及市场占有率



整体看，公司销售渠道畅通，销售网络分布广泛，但由于公司尚未有产品出口，海外销售渠道有待建立。

(4) 物流配送及售后服务

物流配送体系：公司实行全国统一物流配送。其配送体系是基于INTERNET（外网）和INTRANET（内网）技术自行设计开发而成。物流配送中心通过内外网络将仓库、财务部门、销售部门、供应商及第三方运输公司连接起来，进行订单处理、控制存货、财务结算、运输信息等实时化管理。库存方面，公司总部（深圳）拥有全国性配送中心和3000平方米的仓库，在全国各大中城市设有三十多个区域中转仓库，目前可以支持上百个城市的销售配送。货品运输方面，公司委托第三方专业运输公司，将资源有效的结合，充分满足客户低成本、小批量、多批次、短周期的配送服务需求。

售后服务体系：公司在全国30个省，设有50个售后服务部门，其主要职责包括送货、上门安装、维修、咨询、培训及处理客户投诉工作。此外，公司为加强满足客户的联系需求，开通设立全国免费800服务电话和统一对外邮箱，并按国家相关法律法规，对售后服务加以承诺。在售后服务质量上，公司通过ISO9000质量管理体系认证，着重对产品质量、用户使用培训、产品保养、维修、备件的存货控制、售后服务网点的布局、用户投诉处理程序等方面质量加以控制。

整体看，公司物流体系与售后体系的建立比较完善，配送效率及售后服务质量水平较高，能有效地促进公司产品附加价值的提升。

综合来看，公司作为该行业的龙头企业，在目前经营模式下参与市场竞争实力较强。但随着公司经营模式的转变，由代工制造逐步向自身生产制造转移，一方面公司完善了经营链条，有助于产品成本的降低；但另一方面，公司核心竞争力也将面临着自身产能及工艺水平的挑战。

2、人员素质

目前公司副总以上的高层管理人员6人，1人为专科学历，其余5人均具有本科及本科以上学历，其中硕士、博士各1人，公司高层管理人员全部具有多年的行业与本企业的管理经验，平均年龄在38岁。张佳华、张家祥分别任公司董事长、董事兼常务副总裁，二人为同胞兄弟；金铁任公司副总裁，是张佳华、张家祥的妹夫。整体看，公司管理人员素质较好，管理层队伍年轻化，以家族人员为主，团队稳定性较好。

公司现有员工244人。其中，本科以上学历106人，高中或中专学历66人，初中以下学历72人；从年龄结构看，30岁以下84人，30-50岁48人，50岁以上3人。公司员工队伍年轻化，整体文化素质较好，能较好满足行业发展需求。

四、经营管理

1、公司管理

公司已按照法人治理结构设立了董事会、监事会及管理层，但公司股权结构单一、集中、封闭，“三权合一”现象严重（见表3），多被股东及其家族成员掌控。因此，公司治理结构中缺少科学化的制衡机制。

表3 公司治理结构

治理结构	人数总计	家族成员	非家族成员
董事会	5人	5人	0
监事会	3人	1人	2人
高管层	6人	3人	3人

内部管理结构方面，公司采取扁平化管理模式；三级管理结构，即包括总裁一副总裁 / 总监一部门经理 / 高级设计师；7个核心职能部门，包括客服中心、采购中心、营销中心、制造中心、研发中心、财务中心、人力资源行政中心。公司在实际经营管理中，大量启用家族以外的成员（其中公司副总以上6位高管人员中，有3位非家族成员），通过明确岗位职责，以及合理的价值评价和价值分配体制，提高了

公司整个内部管理结构水平。

内部管理制度建设方面，公司已建立了包括人力资源管理、环境保护管理、内部审计考核、财务管理、资金管理、现金管理、投融资管理、生产质量管理、安全生产管理等相关制度，并通过加大制度的制约力度，基本满足公司日常运作管理的需求。公司尤为注重人力资源的获取、利用、保持与开发战略的制定，并加强完善招聘录用、绩效考核、薪酬体系、员工离职管理、员工在职培训管理等制度建设，有利于优质人才的引进与保留，加强全体员工的认同感。

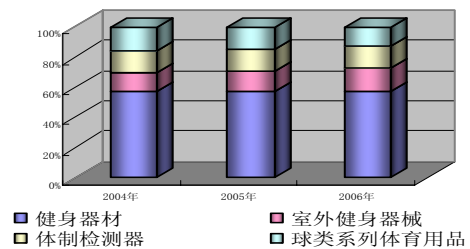
2、经营分析

近几年，体育产品销售及体育项目工程是公司主营业务收入、利润来源的两大核心业务。其中，体育产品销售对公司的收入及利润贡献较大，为主要支柱业务，2006年公司体育产品销售实现收入及利润分别占到公司主营业务收入、利润的85.95%、78.81%。从近三年公司体育产品销售收入占比来看，健身器材销售占比较大，其目前主导产品为数码跑步机（见表4、图4）。

表 4 2006 年公司核心业务收入、利润结构

业务分类	产品系列	主导产品	收入占比	利润占比
体育产品销售	健身器材	数码跑步机	85.95%	78.81%
	室外健身路径	室外健身器械		
	体质检测器材	校用体质检测器材		
	球类系列 体育用品	羽毛球、网球、乒乓球等系列产品		
体育项目工程	全民健身路径安装工程；		14.05%	21.19%
	体育专业市场工程；（例如：健身房 康复中心、各类体育馆等）			
	体育场地设施工程；			
	体质检测设备安装工程			

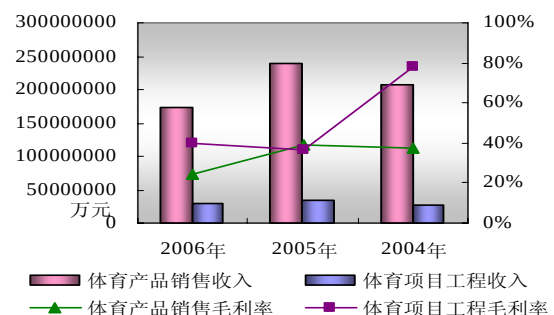
图 4 近三年公司体育产品销售收入结构



从近三年公司核心业务收入情况看，2005年公司两项核心业务收入均呈现最高点。2006年公司体育产品销售业务收入受到零售业剥离的影响，为三年最低点，实现收入17295.57万元，较2005年、2004年分别下降了6623.74万元、3318.83万元；体育项目工程收入方面，2006年虽较2005年有所下降，但比2004年收入提高了256.93万元，为2827.48万元。

从近三年公司核心业务盈利方面，2004年体育项目工程毛利率为三年最高点78.02%，但随着政府、企业等机构客户采购管理的加强，行业竞争加大以及原材料上涨，该业务的利润空间有所缩小，2005年为36.55%，2006年有所回升，为40.16%；体育产品销售盈利方面，受到2005年公司零售业扩张的影响，该业务毛利率大幅提升，为39.04%，是三年最高点，超过同年的体育项目工程的毛利率，2006年受到零售业剥离的影响，体育产品销售业务的毛利率大幅下降，为24.42%。

图 5 近三年公司核心业务收入及盈利情况



整体看，公司两大核心业务的收入及盈利能

力较好，但受到业务调整、行业竞争加大以及原材料上涨等诸多因素的影响，目前两项业务收入及盈利能力还不稳定。

(1) 生产

公司现有一家用以产品生产与加工的小型工厂，但受制于场地、技术装备的限制，产能不高，尚不能形成规模化生产。2006年该厂生产健身器材仅在1万台左右，自产份额不足公司销售比例的三分之一，因此公司大部分的产品主要通过代工制造完成。在保证产品质量及保护自有技术设计安全方面，公司将产品核心部分进行拆分，由多家OEM厂商共同完成，再自行组装而成，另外，公司主要合作的OEM多为国内合资的一流制造企业，因此在产品加工能力、信誉方面都能给与公司极大的保证。

(2) 市场销售

从近三年公司主要系列产品市场销量份额看，健身器材系列产品、体制检测系列产品市场销量较大，但受到健身器材产品竞争加大的影响，近三年该系列产品销量占比呈逐年下降趋势（表5）。

表5 公司四大系列产品市场销售份额情况

产品系列 年份	健身 器材	体制检测 器材	室外健身 路径	球类系列体 育用品
2004年	36%	30%	10%	10%
2005年	25%	32%	12%	10%
2006年	22%	31%	13%	10%

销售渠道方面，公司国内销售渠道建设基本完善。自2006年公司将零售业剥离，其销售模式以机构客户直销与经销为核心。截至2006年底，公司机构客户150家，多为国家政府机构，客户质量较好。2006年公司前十大机构客户合计销售收入8500万元（见表6），占公司同年主营业务收入的49.15%，客户集中度较高；经销商方面，公司经销商多以商贸百货公司为主。截至2006年底，公司一二级经销商合计数量97家，前十大经销商销售收入合计1560万元，仅

占同年公司主营业务收入的9.02%，经销商集中度不高，受其制约的可能性较小。

表6 2006年公司前十大机构客户

国内前十大购买机构	购买金额（万元/年）
广东省体育局	3000
广东省教育厅	2000
国家体育总局	1200
中国残联等	500
重庆市民政局	500
中科大等高校	300
深圳市公安局	400
桃源居社区	300
北京浩沙健身俱乐部	200
万豪酒店	100
合计：	8500

3、经营效率

近三年，公司主营业务收入有所波动，其中2005年较2004年增长较好，但由于公司零售业务剥离，2006年主营业务收入为三年最低点，导致近三年公司主营业务收入呈年均下降趋势，下降幅度为6.84%。近三年，公司存货周转次数逐年上升，但仍处于较低水平。受到赊销额度加大的影响，公司销售债权周转次数逐年降低，截至2006年底，公司销售债权周转次数仅为2.56次。总体看，公司经营效率偏低（见表7）。

表7 公司经营效率

项 目（万元）	2004年	2005年	2006年	变动率（%）
主营业务收入	23184.95	27321.35	20123.05	-6.84
应收账款	6072.28	7883.98	7862.98	13.79
应收票据	0.00	0.00	0.00	
存货	8757.82	9045.76	2985.26	-41.62
指 标	2004年	2005年	2006年	加权平均值
管理费用率（%）	9.20	8.18	10.17	9.38
成本率（%）	89.59	96.16	96.50	95.01
销售债权周转次数	4.37	3.92	2.56	3.33
存货周转次数	1.72	1.88	2.45	2.14
总资产周转次数	1.32	1.28	0.86	1.08

4、未来发展

(1) 项目投资

由于OEM经营模式在加工成本、产品质量以及产品差异化等方面限制了公司的发展，公司计划于2007年建立“好家庭体育产业科技园”，用于加大新产品新工艺的研发力度以及自身生产能力，以满足不断扩大的市场需求。该项目已获深圳市贸易工业局批准，项目投资较大，总投资达到25064万元，其中自有资金8990万元；本期发行债券3700万元；短期借款4800万元；私募基金7574万元。该项目建设周期1年，2008年建成投产。

(2) 生产方面

据好家庭体育产业科技园项目发展规划显示，2008年该项目建完投产后，公司自产能力将大规模提高，年总产值将达到7.68亿元，其中健身器材生产总值为6亿元，年产量40万台，主要为公司推出的三款新产品，三款新产品产量合计36.28万台，产值达到5.35亿元（见表8）。至此，公司将由体育产品的流通经营过渡到体育产品的制造经营。

表 8 2008 年公司三款新产品的产能与产值

产品系列	主导产品	年产量 (万台)	年产值 (万元)
健身器材	易坚驰健身车	18.28	15078
	室内仿生运动车	12	36000
	室外仿生运动车	6	2400
合计		36.28	53478

(3) 市场销售

随着公司新产品的上市以及国际市场拓展进程的加快，未来三年公司将逐步加大硬性广告的投入。据公司提供的宣传计划，预计2007—2009年，公司广告投入将分别达到350万元、1537万元、1892万元。

此外，公司将进一步完善销售渠道的建设。国内方面，公司将新采用网络销售、电视购物、电话直销等销售渠道，同时扩大目前现有机构客户及经销商的数量，据公司提供的销售渠道

建设计划显示（见表9），预计到2008年公司经销商数量将达到300家（含一二级），直接客户将达到250家；海外销售渠道方面，国际市场的开拓将是公司未来的重要发展战略。目前已计划逐步在美国、欧洲、日本、韩国等地设立销售机构发展经销合作伙伴。

表 9 公司销售渠道建设计划

销售渠道	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
直接机构客	180	250	300	350	380
一/二级经销	200	300	500	600	600

总而言之，未来三年，公司将以提高生产制造能力及生产工艺水平为核心，以打造具有差异性竞争优势的“拳头”产品为研发设计重点；以提高产品增值服务为营销策略，以扩大销售市场份额为生存根本。

表 10 公司未来经营预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
计划投资	16291	2506	2506	2506	1253
营业收入	27795	76833	94601	111985	132516
利润总额	3834	8944	10285	12342	15427
净利润	3259	7602	8742	10491	13113
折旧	403	831	983	1125	1125
摊销	217	593	736	872	1030
利息支出	222	222	222	155	89
短期债务余额	4800	800	0	1490	1490
长期债务余额	3700	3700	3700	2590	1480
所有者权益	21374	32976	42218	52709	65822
资产总额	32330	44545	51688	63249	75898
指标 (%)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
资产负债率	33.89	25.97	18.32	16.66	13.28
全部债务资本化比率	28.45	12.01	8.06	7.18	4.32
净资产收益率	15.25	23.05	20.71	19.90	19.92
EBITDA 利息保护倍数(倍)	18.47	41.66	48.12	81.57	172.55
全部债务保护倍数(倍)	0.46	2.01	2.83	3.06	5.14

综合来看，公司提供的未来经营预测的数据（表10）比较乐观，存在一定的不确定性。公司目前处于经营转型过渡期，未来建设资金

能否及时到位将成为限制公司自身产能的关键因素。同时，公司制造工艺水平的高低，产品设计的科学性，宣传费用的投入将影响公司产品在市场接受程度。另外，新产品的推出将有一个逐步被认识和被接受的过程，这也将一定时间内成为制约公司产品销售的重要因素。

债务负担方面，截至2006年底，公司短期债务余额为2387.50万元，无长期债务，考虑到“好家庭体育产业科技园”项目为公司未来主要投资的项目，该项目资金需求规模较大（25064万元），除本次发行的3700万元企业债券和4800万元的银行借款，其余资金（16564万元）将全部通过公司自筹方式来解决。在公司正常经营情况下，以目前的经营获现能力来看，自有资金筹集能力不强（截至2006年底，公司货币资金1626.89万元，由于公司未来盈利能力存在不确定性，以2006年公司经营活动产生的现金净流量的509.94万元为参考依据），保守估算该项目仍存在约14000万元的资金缺口。此外，在不考虑公司通过股权融资解决资金的前提下（由于目前私募股权融资尚在计划中），公司解决资金缺口将主要依靠债务融资，以公司目前债务融资渠道来看，主要以银行借款为主，依据公司提供的预测数据来看，公司债务预测偏低，公司短期内债务水平会超过公司预测的情况，短期内公司负债水平会进一步上升。

五、财务分析

1、财务概况

以下财务分析基于公司提供的2004—2006年的财务报表。其中，2004年、2005年度财务报表经华证会计师事务所审计，2006年由天津华证中州会计师事务所审计，两家事务所对以上所审计的财务报告均出具了无保留意见的审计结论。报告期内公司财务报表合并范围变化较大，由2004年、2005年合并的22家子公司减少至2006年1家子公司，合并范围数据可比性较小。报告期内的会计核算方法未发生变化。

2、资产构成及资产质量

近三年公司资产以年均9.56%的幅度稳健增长。截至2006年底，公司资产总额23503.21万元，流动资产占94.69%。

2006年公司流动资产构成以其他应收账款（36.89%）、应收账款（35.33%）、存货（13.41%）、货币资金（7.31%）为主，截至2006年公司流动资产22254.28万元，较2005年增长了4.11%，但低于近三年年均增幅11.04%，主要是由于2006年公司存货大幅下降所致。

2006年底，公司存货净额2985.36万元，较2005年底下降了67.00%。主要是由于公司原下属21家销售公司的资产转让，减少了公司库存商品所致。由于存货未出现变现净值低于成本的情况，故公司未计提存货跌价准备。

截至2006年底，公司应收账款账面余额为7902.49万元，在流动资产中占比较大，近三年以年均13.79%幅度快速增长，而公司主营业务收入近三年年均增长幅为-6.84%，公司应收账款的上涨主要是由于公司加大了客户的赊销额度所致。其中1年以内的占97.01%，不存在3年以上的欠款，帐龄较短，前五大欠款客户主要是各省体育局拖欠的工程款以及好家庭连锁尚未交付的零售货款，五家合计欠款余额5646.58万元，占应收账款余额71.46%，欠款客户集中度较高。2006年公司计提了坏帐准备39.51万元，占应收账款账面余额的0.5%，考虑到公司应收账款的账龄较短，欠款客户的质量较高，偿债兑付的违约可能性较小，因此公司坏帐计提基本合理。

截至2006年底，公司其他应收款净额为8209.94万元，近三年年均增幅为150.52%，主要是2006年较2005年上涨了437.57%，其高速增长主要是由于好家庭连锁尚未交付5094.83万元资产转让款。2006年，公司计提了61.26万元的坏帐准备，占其他应收款账面余额的0.74%，考虑到关联方欠款集中度较高，存在一定还款违约风险，因此计提的坏帐准备不够充分。

截至2006年底，公司固定资产原值合计2690.32万元，主要以电子设备、机器设备、房屋及建筑物为主，成新率为65.31%，公司固定资产质量偏低。

从母公司资产情况看，近三年增长较快，且占合并资产总额的比重较大，年均增长幅度为19.38%，快于同期合并范围资产的年均增幅。截至2006年底，母公司资产总额22654.98万元。

总体看，公司资产规模不大，应收账款和其他应收款占比较大，资产流动性较差，整体资产质量不高。

3、负债构成及负债水平

近三年公司负债以年均8.36%，略慢于同期资产的幅度稳健增长。2006年底，公司负债总额12594.22万元，100%为流动负债，负债结构不合理。

2006年底，公司流动负债以应付账款（42.42%）、其他应付款（13.68%）、应交税金（10.66%）和短期借款（10.24%）为主，其中短期借款全部为信用借款；应付账款余额5342.93万元，账龄集中在一年以内（95.81%）。

从母公司负债情况看，近三年负债增长较快，且占合并负债总额的比重较大，年均增长幅度为28.45%，快于同期合并范围的年均增幅，也快于同期母公司资产的年均增幅。截至2006年底，母公司负债总额11864.39万元。

近三年，公司所有者权益年均增幅为11.00%，主要来自未分配利润的增长。截至2006年底，公司所有者权益合计10794.05万元，其中未分配利润占57.33%，所有者权益结构稳定性差。

近三年，公司资产负债率分别为54.78%、56.58%、53.59%，其中2006年为三年最低点。从债务规模看，近三年公司无长期债务，短期债务呈逐年上升趋势，年均增幅28.77%。近三年公司全部债务资本化比率逐年递增，加权平均值为16.51%，债务负担一般。

4、盈利能力

近三年公司主营业务收入呈年均下降趋势，年均递减速度为6.84%。其中2005年为三年最高点，2006年为最低点，主要是由于2006年公司剥离零售业务所致。2006年公司实现主营业务收入20123.05万元，较2005年下降了26.35%。

从母公司主营业务收入情况看，近三年实现收入分别为20212.33万元、19867.11万元、20040.40万元，呈年均下降趋势，年均递减速度为0.43%，其中2005年为三年最低点，但2006年有所回升。形成公司与母公司主营业务收入变化差异的主要原因在于2005年公司经营重点放在了零售业务的扩张，使得2005年主营业务收入较2004年的增长主要来自零售业务收入的增长。此外，行业竞争加大，各地政府采购管理的加强（主要采用招投标），导致产品价格下降是公司主营业务收入呈年均下降趋势的主因。

从盈利能力看，近三年公司与母公司的主要盈利指标均呈现下降趋势（见表11），主要是受到钢材、塑料、化工等主要原材料价格上涨以及公司加工成本增大的影响，造成公司盈利能力逐年降低。2006年公司实现主营业务利润5251.90万元，分别较2005年、2004年减少了5189.60万元、4394.52万元。

表11 公司及母公司盈利指标

年份	主营业务利润率(%)		净资产收益率(%)	
	公司	母公司	公司	母公司
2004 年	41.61	35.09	25.98	27.59
2005 年	38.22	33.66	11.68	14.11
2006 年	26.10	21.52	7.98	7.95

整体看，公司盈利水平一般，盈利能力逐年下降，但随着未来公司自产能力的增大、产品市场占有率和附加值的进一步提升，以及奥运会对我国体育产业的刺激推动。公司未来主营业务收入将有望大规模上涨，盈利水平也将

随之有所提升。

5、现金流

近三年公司经营活动现金净流量以年均44.09%幅度快速下降。2006年受到业务拆分及公司成本进一步加大的双重影响下，经营产生的现金流净额仅为509.94万元，较2005年下降了50.99%，同时2006年公司投资规模支出增大，直接造成公司筹资活动前现金流量净额由2004年、2005年的正值转为2006年的负值。公司对外融资依赖程度有所加大。此外，公司计划筹建的“好家庭体育科技产业园”项目投资规模大，将进一步加大公司对外融资压力。近三年，公司筹资活动主要以银行借款为主，融资结构相对单一（见表12）。

表 12 近三年现金流量

项 目（万元）	2004 年	2005 年	2006 年
经营活动现金流入	22022.54	27101.90	21718.07
经营活动现金流出	20390.96	26061.32	21208.13
经营活动现金净流量	1631.58	1040.58	509.94
投资活动现金流入	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出	705.25	446.84	892.11
投资活动现金净流量	-705.25	-446.84	-892.11
筹资活动现金流入	1500.00	4000.00	1500.00
筹资活动现金流出	1641.70	3666.27	2097.53
筹资活动现金净流量	-141.70	333.73	-597.53
现金及现金等价物	784.62	927.47	-979.70

总体看，目前公司经营现金净流量逐年递减，对外融资压力有所加大。

6、偿债能力

近三年公司流动比率有所波动，但波动幅度不大。速动比率逐年提高（表13），其中增幅变化较大为2006年，主要由于公司存货减少所致。2006年两项指标分别为176.70%和152.94%，均为三年最高点，公司短期支付能力有所提高。

表 13 近三年偿债能力

项 目（万元）	2004 年	2005 年	2006 年
利息支出	173.20	282.37	87.41
利润总额	2380.24	1350.85	1127.63
EBITDA	2793.87	1901.71	1434.34
总债务	1439.89	2114.48	2387.50
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
流动比率（%）	168.27	163.83	176.70
速动比率（%）	84.50	92.77	152.94
EBITDA 利息倍数（倍）	16.13	6.73	16.41
债务保护倍数（倍）	1.94	0.90	0.60

近三年，公司利润总额呈逐年下降趋势，造成公司EBITDA逐年下降。另外受到利息支出波动增长的影响，EBITDA利息保护倍数波动变化较大，其中2005年为最低点，仅为6.73倍，主要是由于当年短期借款增大导致利息支出加大所致，2006年为16.41倍，EBITDA对利息的偿付能力强；近三年由于公司利润总额逐年下降，总债务逐年上升，2006年底，公司债务保护倍数为0.6倍，较2005年、2004年有所下降，但整体债务保护能力强。

截至2006年底，公司无对外担保。

7、本期债券偿还能力

2007 年公司拟发行 5 年期企业债券 3700 万元，是公司 2006 年底总债务的 1.55 倍，对公司债务影响大。

以2006年底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，公司本期债券的成功发行，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至61.59%和31.82%，公司负债水平有所升高。

截至2006年底，公司EBITDA为1434.34万元，为本期债务的0.39倍，以公司目前盈利水平，公司对本期债券的偿债保护能力偏弱，但随着公司未来盈利能力的提高，预计到2010年，公司偿债期开始，按照公司经营预测显示（见表10），公司EBITDA金额为14494万元，是本期发行债券的3.92倍，公司将具有对本期债券

的偿债保护能力。

截至2006年底，公司银行授信情况如表14所示，其中未使用人民币授信额度为426万元，外币授信额度194万美元。

表14 公司授信情况

银行名称	授信额度	已使用额度
中国银行深圳市分行	4000 万元 RMB	3574 万元人民币
花旗银行深圳市分行	200 万元美元	6 万元美元

六、综合评价

我国室内健身器材的需求量目前尚不如欧美发达国家，健身器材市场也正处于起步阶段，市场全面打开还需要相当长的一段时间，但行业未来发展空间较大，前景良好。

公司是我国健身器材行业的龙头企业之一。公司拥有的“好家庭”品牌知名度较高，产品销量较大。公司正在计划转换经营模式，由原来的产品流通经营逐渐转移到产品的生产制造经营。

目前，公司应收款项占比较大，资产质量一般，债务水平适中；公司正处在业务转型过程中，盈利能力和经营获现能力有所下降。综合来看，公司的整体信用风险一般。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	1679.11	2606.59	1626.89	-1.57
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	6072.28	7883.98	7862.98	13.79
其他应收款	1308.13	1527.23	8209.94	150.52
减：坏账准备				
应收账款净额	7380.41	9411.21	16072.92	47.57
预付账款	4.11	86.86	1561.35	1849.36
存货	8757.82	9045.76	2985.26	-41.62
待摊费用	227.45	225.92	7.86	-81.41
流动资产合计	18048.91	21376.33	22254.28	11.04
长期投资				
长期股权投资	136.50	186.00		
长期债权投资				
长期投资合计	136.50	186.00		
长期投资净额	136.50	186.00		
固定资产				
固定资产原值	1634.16	1839.26	1593.67	-1.25
减：累计折旧	456.13	686.67	552.77	10.08
固定资产净值	1178.02	1152.58	1040.90	-6.00
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	1178.02	1152.58	1040.90	-6.00
在建工程	60.38	56.17		
固定资产清理	-0.17	-6.79		
固定资产合计	1238.24	1201.97	1040.90	-8.31
无形资产及其他资产				
无形资产	81.54	130.59	196.83	55.37
长期待摊费用	75.01	165.50	11.20	-61.36
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!
无形资产及其他资产合计	156.56	296.09	208.03	15.27
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	19580.20	23060.38	23503.21	9.56

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	960.00	1800.00	1290.00	15.92
应付票据	479.89	314.48	1097.50	51.23
应付帐款	6603.65	7707.24	5342.93	-10.05
预收帐款	116.84	52.27	1558.10	265.18
应付工资	118.92	153.85	91.43	-12.32
应付福利费	87.84	148.23	25.18	-46.45
应付股利				
应付利息				
应交税金	633.03	589.64	1342.32	45.62
其他应交款	14.59	10.62	32.43	49.08
其他应付款	1588.25	2039.79	1722.58	4.14
预提费用	123.06	232.04	91.75	-13.65
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	10726.06	13048.17	12594.22	8.36
长期负债				
长期借款				
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计				
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	10726.06	13048.17	12594.22	8.36
少数股东权益	631.11	619.37	114.95	-57.32
所有者权益				
实收资本	3500.00	3500.00	3500.00	0.00
资本公积				
盈余公积	809.16	1023.59	1105.35	16.88
其中：公益金	269.72	341.20		
未确认的投资损失				
未分配利润	3913.87	4869.26	6188.70	25.75
外币报表折算差额				
所有者权益合计	8854.14	10012.22	10794.05	10.41
负债及所有者权益合计	19580.20	23060.38	23503.21	10.50

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	23184.95	27321.35	20123.05	-6.84
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	23184.95	27321.35	20123.05	-6.84
减: 主营业务成本	13466.61	16740.75	14763.54	4.70
主营业务税金及附加	71.92	139.10	107.61	22.32
二、主营业务利润	9646.42	10441.50	5251.90	-26.21
加: 其他业务利润	6.49	18.49		
营业费用	5134.45	6741.01	2435.36	-31.13
管理费用	1910.47	2149.09	1975.35	1.68
财务费用	194.86	519.61	136.61	-16.27
其他				
三、营业利润	2413.14	1050.28	704.59	-45.96
加: 投资收益			355.46	
补贴收入		300.00	65.20	
营业外收入	4.37	16.13	4.16	-2.50
减: 营业外支出	37.27	15.55	1.77	-78.19
加: 以前年度调整				
四、利润总额	2380.24	1350.85	1127.63	-31.17
减: 所得税	201.46	192.78	256.35	12.80
减: 少数股东损益	-121.12	-11.74	10.10	
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	2299.90	1169.82	861.18	-38.81
加: 年初未分配利润	3824.27	3913.87	5422.38	19.08
盈余公积转入数				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	6124.16	5083.68	6283.56	1.29
减: 提取法定盈余公积	240.20	142.95	94.86	-37.16
提取法定公益金	120.10	71.47	0.00	-100.00
其它				
七、可供股东分配的利润	5763.87	4869.26	6188.70	
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利	1850.00			
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	3913.87	4869.26	6188.70	25.75

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	20543.61	25445.09	19517.64	-2.53
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	1478.92	1656.81	2200.43	21.98
现金流入小计	22022.54	27101.90	21718.07	-0.69
购买商品、接受劳务支付的现金	11053.02	16173.24	16589.68	22.51
支付给职工以及为职工支付的现金	1502.80	1640.15	1619.71	3.82
支付的各项税费	716.32	835.99	933.29	14.14
支付的其他与经营活动有关的现金	7118.82	7411.93	2065.45	-46.14
现金流出小计	20390.96	26061.32	21208.13	1.98
经营活动产生的现金流量净额	1631.58	1040.58	509.94	-44.09
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				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	705.25	397.34	347.69	-29.79
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金		49.50		!
处置子公司及其他单位支付的现金净额			544.42	
支付的其他与投资活动有关的现金	705.25	446.84	892.11	-29.74
现金流出小计	-705.25	-446.84	-892.11	
投资活动产生的现金流量净额				
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金				
发行债券所收到的现金	1500.00	4000.00	1500.00	
借款所收到的现金				
收到的其他与筹资活动有关的现金	1500.00	4000.00	1500.00	
现金流入小计	1468.50	3160.00	2010.00	16.99
偿还债务所支付的现金	173.20	282.37	87.53	-28.91
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金		223.90		
支付的其他与筹资活动有关的现金	1641.70	3666.27	2097.53	13.03
现金流出小计	-141.70	333.73	-597.53	
筹资活动产生的现金流量净额				
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	784.62	927.47	-979.70	

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	2299.90	1169.82	861.18	-38.81
加: 少数股东损益	-121.12	-11.74	10.10	
减: 未确认投资损失				
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐	12.18	30.21	50.36	103.36
固定资产折旧	197.90	241.93	157.75	-10.72
无形资产摊销	42.53	26.56	61.54	20.28
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)	0.49	5.13		-100.00
待摊费用减少(减:增加)	109.63	1.54	40.80	-39.00
预提费用增加(减:减少)	-802.62	108.98	79.21	
固定资产报废损失				
财务费用	173.20	506.27	87.53	-28.91
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-1844.68	-287.93	5575.24	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-934.81	-2113.56	-10952.12	242.28
经营性应付项目的增加(减:减少)	2498.98	1363.38	4538.34	34.76
其他				
经营活动产生的现金流量净额	1631.58	1040.58	509.94	-44.09
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1679.11	2606.59	1626.89	-1.57
减: 货币资金的期初余额	894.49	1679.11	2606.59	70.71
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	784.62	927.47	-979.70	

附件 4 公司合并财务报表主要计算指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.37	3.92	2.56	3.33
存货周转次数(次)	1.72	1.88	2.45	2.14
总资产周转次数(次)	1.32	1.28	0.86	1.08
盈利能力				
主营业务利润率(%)	41.61	38.22	26.10	32.84
总资本收益率(%)	22.64	11.39	7.07	11.48
净资产收益率(%)	25.98	11.68	7.98	12.69
财务构成				
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部资本化比率(%)	13.18	16.59	17.96	16.59
资产负债比率(%)	54.78	56.58	55.31	55.58
偿债能力				
流动比率(%)	168.27	163.83	176.70	171.15
速动比率(%)	84.50	92.77	152.94	121.20
EBITDA 利息倍数(倍)	16.13	6.73	16.41	13.45
债务保护倍数(倍)	1.94	0.90	0.60	0.96
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)				
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	5.35	2.10	-4.37	-0.49
现金流				
现金收入比(%)	88.61	93.13	96.99	94.16
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	926.32	593.74	-382.17	

附件 5 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

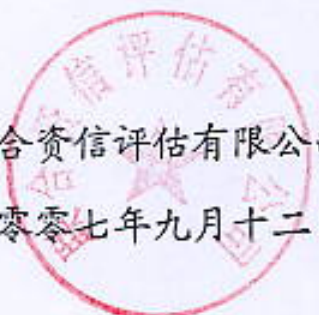
联合[2007] 550 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司
企业主体长期信用等级为
A

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)
电话: 010-85679696
传真: 010-85679228
<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司

2007年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：A

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	15294.63	20480.67	26803.04
所有者权益(万元)	7870.15	10742.12	14531.84
主营业务收入(万元)	13441.21	20028.87	30109.76
利润总额(万元)	2076.90	3304.78	5218.69
资产负债率(%)	47.95	47.09	45.78
全部债务资本化比率(%)	28.61	28.56	19.13
净资产收益率(%)	24.27	28.05	34.17
流动比率(%)	101.31	129.99	120.92
EBITDA 利息倍数(倍)	26.55	39.23	153.32
债务保护倍数(倍)	1.05	1.07	2.09

分析员

林 静

电话：010-85679696-8810

邮箱：linjing@lianheratings.com.cn

夏 阳

电话 010-85679696-8802

邮箱 xiayang@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲6号

中环世贸中心D座7层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

印制电路板(Printed Circuit Board, 以下简称PCB)行业在下游行业迅速发展的拉动下, 市场需求持续增长, 目前我国已经成为全球最大的PCB生产基地。我国PCB行业区域集中度较高, 高端产品制造能力薄弱, 结构性供求矛盾比较突出。长期来看, 政策性指导将促进我国PCB行业结构调整, 行业未来将面临良好的发展前景。

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司(以下简称“兴森快捷”或“公司”)是国内领先的印制线路板样板、快件制造商, 并在国际上享有较高的知名度。公司技术研发实力较强, 形成了一定的生产规模, 公司法人治理结构完善, 整体管理水平较高, 近几年发展状态良好。

目前公司资产质量较好, 债务水平适中; 公司生产规模逐年扩大, 主营业务收入稳步增长; 随着盈利能力的逐步提高, 公司近几年经营性现金流净额稳步增长, 偿债能力较强。

综合看, 公司整体信用风险较小。

优势

1、公司目前是国内领先的印制线路板样板、快件制造商, 具有一定的技术优势。

2、公司生产规模逐年扩大, 资产负债率比较合理, 财务状况良好。

关注

1、公司所在行业是完全竞争行业, 公司规模偏小, 竞争能力偏弱, 未来盈利能力可能受到影响。

2、公司所在行业对制作工艺及技术水平要求高, 公司面临一定的技术压力。

一、主体概况

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司（以下简称“兴森快捷”或“公司”）的前身是1999年3月成立的深圳市兴森快捷电路技术有限公司，2005年8月经广东省深圳市人民政府股[2005]15号文批准整体变更为现公司。截至2006年底，公司拥有广州市兴森电子有限公司、兴森快捷（香港）有限公司两家全资子公司，拥有广州兴森快捷科技有限公司20%的股份。截至2007年6月底，公司注册资本7577万元，邱醒亚先生持股2559万元，占总股本的33.78%，公司实际控制人是邱醒亚先生。

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。

公司按照制造系统、品质系统、行政系统和销售系统设置了生产部、工程部、工艺部、品质部、行政部、财务部、市场部等十个职能部门和ISO办，具体情况请参见附表1。

截至2006年底，公司合并资产总额26803.04万元，所有者权益14531.84万元；2006年实现主营业务收入30109.76万元，利润总额5218.69万元；经营活动产生的现金流量净额7958.71万元，现金及现金等价物净增加额1325.15万元。

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、行业分析

1、行业发展与现状

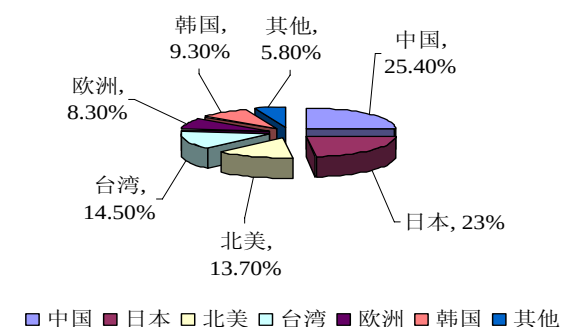
印制电路板（Printed Circuit Board，以下简称PCB）是电子设备的一种基础组装部件，广泛用于家用电器、仪器仪表、计算机、车辆、航空、船舶、太空、兵器等各种电子设备中。PCB按基材性质分为刚性印制板和挠性印制板两大类，按布线层次可分为单面板、双面板和多层板。

从国际市场来看，在手机、笔记本电脑、主机板、液晶显示器等下游应用市场的带动下，PCB市场增长迅速。根据台湾工研院IEK的统计，2003年全球PCB市场规模成长约6%，达到333亿美元；2004年全球PCB产值约367亿美元；2005年全球PCB产值约394亿美元；2006年全球PCB产值约470亿美元。在电子产品朝多功能、可携式的轻薄短小化发展趋势下，PCB朝高密度布线、细线小孔化、薄板化、复合多层化、刚挠结合化等方向发展，近年来高密度互连板（HDI）、软板（FPC）及IC封装基板等高难度高附加值的PCB产品增长迅猛。

中国电子工业已经成为拉动国内经济增长的主要支柱之一，随着计算机、通信设备、消费电子和汽车工业的迅速发展，PCB产业也获得了快速发展。2004年我国PCB总产值达到81.5亿美元，同比增长35%；而2006年我国PCB行业产值为120亿美元，成为全球最大的PCB生产基地，约占世界总产值470亿美元的25%。

图1列出了2006年PCB产值的世界分布情况，可以看出，我国已经成为全球最大的PCB生产基地。

图1 PCB产值的世界分布情况



资料来源：中国印制电路行业协会

2、行业关注

电子信息产业发展带动PCB行业发展

近年来我国电子信息产业发展迅速，2006年我国电子信息产业产品销售收入超4万亿元，规模以上电子信息产业实现销售收入47500亿元，同比增长23.6%，实现工业增加值11000亿元，同比增长22.1%，实现利润2200亿元，同比

增长12.0%。

从产业链角度分析，电子信息产品分为三个层次，最上面的一个层次是电子整机产品如计算机产品，中间一个层次是电子基础产品，如集成电路、电子显示器件、电子元器件和机电组件等，最下面一个层次是支撑电子整机产品和电子基础产品生产的电子专用设备、电子测量器和电子信息材料。PCB产业既是电子基础产品的重要部分，又是各种电子整机产品组装过程的一部分，在产业链中起着承上启下，至关重要的作用。目前PCB已经极其广泛地应用在电子产品的生产制造中，构成了现代电子信息产业高速发展的基石。

PCB 行业区域集中度高

目前我国PCB生产企业约有600家，加上设备和材料厂商约有1000家。表1列出了2006年我国PCB企业排名前十位的企业及产品销售收入。可以看出，PCB的主要生产企业集中在东南沿海，特别是珠江三角洲地带，这一方面由于珠三角地区拥有良好的人力资源和技術基础，另一方面也反映出台湾等PCB产业转移的趋向。此外，PCB行业对水的需求量较大，珠三角地区丰富的水资源提供了发展的良好资源基础。

表1 2006年中国印制电路行业企业排名

单位: 万元

	企业名称	产品销售收入
1	联能科技(深圳)有限公司	347656
2	广州添利线路板有限公司	270000
3	广东生益科技股份有限公司	233610
4	沪士电子股份有限公司	218789
5	雅新电子(东莞)有限公司	200000
6	联茂电子科技有限公司	200000
7	名幸电子(广州南沙)有限公司	189006
8	华通电脑(惠州)有限公司	176668
9	佛山市承安铜业有限公司	151035
10	开平依利安达电子有限公司	145066

资料来源: 中国印制电路行业协会

PCB 高端产品有待发展

目前我国PCB产业落后于整体电子信息产业的增长幅度。从产品看，我国目前PCB产品

主要是单、双面及多层印制板为主的低端产品，而技术含量高的多层板、HDI板和挠性板产量远落后于市场需求。从厂商发展看，目前PCB行业企业众多，市场集中度低，生产规模难以扩大，而众多中小型厂商的生产能力与技术水平都比较低。从PCB生产设备看，目前国内只能提供技术档次较低的普通设备，而高精度、高可靠性、自动化程序高的设备如数控钻铣床、飞针测试仪、AOI自动检测仪、激光钻机仍要进口。因此，PCB行业需要加大研发力度，提高创新能力，扩大高端产品在产品构中所占的比例。此外，电子信息产业可持续发展要求大力发展绿色材料和环保工艺，环保型绿色PCB产品也将得到发展。

3、未来发展

信息产业部颁布了《信息产业“十一五”规划和2020年中长期规划纲要》(以下简称纲要)。其中“十一五”发展目标是在集成电路、软件和关键元器件、电子专用设备仪器 and 电子材料的研发和生产方面取得阶段性突破，掌握一批关键技术，拥有一批核心专利与标准；2020年发展目标是，建立较为完善的科技创新体系，在“十一五”重点突破的基础上，力争基本实现信息科技的整体性突破和跨越式发展，在重要的信息科技领域拥有大量自主知识产权的核心技术，实现关键产品的基本自给，初步进入信息科技先进国家行列，确立科技引领的产业发展模式。

其中针对新型元器件技术，《纲要》提出重点围绕计算机、网络和通信、数字化家电、汽车电子、环保节能设备及改造传统产业等的需要，发展相关的片式电子元器件、机电元件、印制电路板、敏感元件和传感器、频率器件、新型绿色电池、光电线缆、新型微特电机、电声器件、半导体功率器件、电力电子器件和真空电子器件等，PCB产品要着重发展多层、柔性、柔刚结合和绿色环保印制线路板技术。

综合上所述，PCB行业作为电子信息行业

的重要组成部分，在下游行业迅速发展的拉动下，市场需求持续增长。随着部分外资企业PCB生产基地向我国转移，我国已经成为全球最大的PCB生产基地，目前我国PCB行业区域集中度较高，高端产品制造能力薄弱，结构性供求矛盾比较突出。长期来看，政策性指导将促进我国PCB行业结构调整，行业未来将面临良好的发展前景。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司主要从事高精密双面、多层印制电路板样板快件和小批量板的研发、制造与销售，在深圳和广州设有生产基地，厂房面积超过2万平米。截止2006年9月30日，公司达到月产7000平米，6000个品种的生产能力，工艺能力最高层次超过40层，最小线宽/线距为3mil，最大板厚孔径比为1:20。

公司现有各类设备300余台（套），主要有开料机、火山灰磨板机、DES线、SES线、水平棕化线、平行光曝光机、LDI激光曝光机、DDI激光曝光机、压机、光绘机、二次元、沉铜线、图镀线、板镀线、AOI机、飞针测试机、机械钻机、激光钻机、铣外形机、数控V-cut机、沉金线、硬金线等，绝大部分设备都是从美国、日本、德国、以色列等国购置的进口设备，采用国际最先进的PCB制作工艺。目前公司拥有的激光直接成像、高频板制造、特性阻抗控制、盲埋孔制造、飞针测试技术均在行业领先。

公司目前是国内领先的印制线路板样板、快件制造商，在国际上享有较高的知名度，出口销售的比例超过40%，并继续呈快速上升的趋势。

公司2004年由深圳市科技局认定为“高新技术企业”；2006年由中国印制电路行业协会认定为“第一届中国电子电路行业优秀民族品牌企业”；2007年由深圳市南山区认定为“深圳市南山区民营领军企业”，公司还被评选为中兴通

讯、烽火通信、迈普（四川）等的年度优秀供应商。

2、人员素质

公司董事长、总经理邱醒亚先生，39岁，大学本科，历任广州普林电路有限公司计划部经理、深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司总经理。邱醒亚先生在PCB行业工作多年，管理经验丰富。

公司副总经理刘愚先生，39岁，大学本科，会计师，历任港台宏业公司财务主管、深圳泰宝投资公司财务经理、深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司副总经理。刘愚先生一直从事财务方面工作。

截至2006年底，公司拥有员工900人。从学历结构看，大专以上学历占总人数的55.56%，高中及中专人员占44.44%；按年龄分类，30岁以下员工占总人数的77.78%，30岁~50岁占22.22%。公司目前拥有中级专业技术职称的员工共35人，总人数的3.89%。

总体看，公司管理团队综合素质较高，行业从业经验丰富。公司员工年龄结构合理，但专业技术人员占比偏小，公司员工能够满足生产经营的实际需要。

3、技术水平

公司现有研发人员40人，其中硕士以上学历6人，本科以上34人，研发能力强，是深圳市科技局认定的高新技术企业。

公司的工艺技术能力处于国内领先水平，解决了高密度互连积层样板高层快件制造过程中的内层板层间对位精度控制、内外层定位靶精度控制、层压压合精度的控制、钻孔精度控制等关键技术难题，实现了20~40层一次压合高密度互连积层样板高层快件精细线宽和间距条件下的紧密对位精确度、紧密线宽控制，最高层数已达44层，产品应用领域已从移动通信手机、PDA、笔记本电脑逐渐延伸到满足航空航天、大型计算机等设备的各项样板需求。

1999年9月公司产品通过UL美国保险商实验室公司的认证，2002年12月，公司通过DNV公司的ISO9001:2000现场认证，2004年10月通过ISO14000环境体系认证。2004年12月公司开始进行军标GJB/Z9001A-2001认证，目前已通过现场审查，证书正在办理中。

公司2004~2006年研发投入分别为618.9万元、850万元和1203万元，公司未来将继续加大研发投入，在挠性板、刚挠结合型板、半导体板、IC封装基板等高端产品方面加大科研投入。

4、外部环境

区位优势

公司所在地深圳市，拥有数量庞大、创新能力强的中小科技企业。深圳市政府大力扶持民营企业与中小科技企业，对民营企业实行梯度扶持和重点培育，建立中小企业多渠道的融资体系，推进中小企业信用担保体系的建设，对高科技企业提供无偿资助，在土地、贷款信用、风险投资等方面给予企业政策扶持。深圳市的中小企业普遍科技水平较高，运作较为规

范，具有浓厚的市场竞争意识，市场开拓能力较强。此外，深圳证券交易所中小企业板块为国内中小企业尤其是科技型中小企业提供了融资的重要途径。

此外，公司原辅材料基本上在珠三角地区采购，珠三角地区目前是PCB产业聚集度最高的地区，公司采购资源丰富，具有成本优势。

财政税收优惠

根据“深圳地税三检函（2000）63号”文件，公司享受企业所得税“两免三减半”政策，2004年为第三个减半征收企业所得税年度。根据“深圳地税三检函（2005）495号”文件，公司在享受“两免三减半”税收优惠政策期满后，延长3年减半征收企业所得税，即延长到2007年度。

深圳市政府大力扶持高科技企业的发展，公司近三年得到财政补贴总计6357793元（参见表2）。

表2 公司历年获得补贴情况

单位：元

2005	收财政局补贴款	5000000	国家预算内专项资金	深贸工技字[2004]123号
2006	收财政局补贴款	30000	开拓国际市场补贴	开拓国际市场补贴(网页)
2006	收财政重点项目补贴款	210000	企业信息化	贸工技字[2005]141号
2006	收南山区财政局企业司拨款	250000	南山区科技计划项目	南山区科技计划项目合同书
2006	收中国国际贸易促进会补贴款	17793	中小企业出口资金补贴	(无拨付文件,招展文件为[2005]092号)
2006	收财政补贴款	40000	开拓国际市场补贴	已批资金拨付表(网页)
2006	收财政补贴款	210000	企业信息化(第二年)	贸工技字[2006]115号
2006	收财政补贴款	600000	研发资金投入	科信[2006]458号
总计		6357793		

资料来源：公司提供

总体看，公司拥有良好的政策环境与科技创新条件，具备良性发展的潜力。

五、经营管理

1、企业管理

公司治理结构

2005年8月深圳市兴森快捷电路技术有限公司整体变更为目前公司，公司有多名自然人股东，且大部分股东是公司的中高层管理人员，公司的股权构成参见表3。

表3 公司股权结构

序号	股东名称	股东性质	持股比例
1	邱醒亚	自然人	33.78%
2	金字星	自然人	10.44%
3	苏建	自然人	7.62%
4	晋宁	自然人	7.62%
5	叶汉斌	自然人	7.07%
6	严学锋	自然人	6.35%
7	刘愚	自然人	4.72%
8	柳敏	自然人	4.17%
9	陆江	自然人	3.14%
10	王维珍	自然人	2.00%
11	其他自然人股东合计	自然人	13.09%

资料来源：公司提供

公司按《公司法》的相关规定建立了股东大会、董事会和监事会，制定了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》和《总经理工作细则》。

公司最高权利机构是股东大会，股东大会定期召开。董事会成员由股东大会选举任命，董事会对股东大会负责，公司目前有五名董事，其中二名为独立董事。公司依法成立了监事会，对公司高管的经营活动进行监督和检查。公司总经理由董事会任命，实行董事会下的总经理负责制，总经理全面负责公司的生产经营。

公司按照制造系统、品质系统、行政系统和销售系统设置了生产部、工程部、工艺部、品质部、行政部、财务部、市场部等十个职能部门和ISO办，实行直线职能制的组织结构，各职能部门履行相应的部门职责。（参见附表）

公司对全资子公司广州市兴森电子有限公司和兴森快捷（香港）有限公司实行统一经营领导，产品实行互补结构，子公司没有对外投资权限。

为了维护股东权益，增加公信力和经营透明度，优化治理结构，促进现代企业制度的建设，根据有关规定，公司已于2007年5月8日开始在深圳国际高新技术产权交易所（以下简称“高交所”）进行集中登记和托管，由高交所规范管理公司所登记的股权，并提供相应的股东名册和股权证明。

管理制度

公司建立和完善了管理制度体系，从财务管理制度、人事管理制度、市场管理制度等方面保证公司的规范运作。

公司制定了《财务管理制度》，对资产、应收账款、成本、报销付款、工资核算、信息保密、发票管理等都制定了专门的管理规程。公司的投、融资管理通过股东会决议和董事会决议批准方可进行。公司的货币资金按照财务制度的相关规定，日清月结，所有资金调拨、报销付款都要履行相应的签批手续。

人力资源管理方面，公司制定了人员招聘、培训、晋升、离职的规则和程序，由行政部门具体负责。公司聘请了专门的顾问公司定期给培训管理人员，引进KPI考核机制，运用绩效考核将企业的战略目标逐级分解到部门、流程和个人，进行公司的全员绩效考核。

生产管理方面由生产部和品质部具体负责。生产各工序的工作流程、工作参数、品质标准都明确写在操作手册上，生产部按照ISO质量管理体系的规定进行操作，保证了质量管理。

公司构建了适应未来发展的市场管理体系，架构了从PCB设计、PCB制造到SMT的雏形。公司与TURBOCRM公司合作，正式引入CRM系统，在管理手段提高同时，也改进管理水平。

公司注重安全生产和环境保护，专门设置

了安全主任分管全公司的安全生产，公司持续不断地在全公司范围内宣传安全意识和安全知识，保证了安全生产。

总体来看，公司建立了较完善的法人治理结构，制定并实施了比较完善的管理制度，公司综合管理水平较高。

2、经营分析

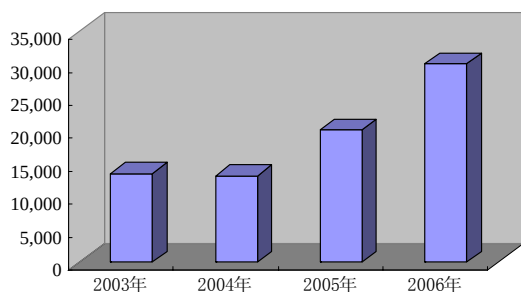
经营现状

公司一直以样板、快件作为主要经营方向，多年来一直稳居样板、快件行业国内第一的地位，主要产品有双面、多层印制电路板240层；盲孔/埋孔印制电路板4~8层；BGA封装的PCB6~12层；阻抗控制电路板等。公司自2002年起开始进入高速成长阶段，2003年~2005年的产量分别为35000平米、40000平米和52000平米，对应完成的品种数分别为29000个、35000个和47000个，产品中高难度、高附加值的产品比重迅速提高。截至2006年底，公司达到月产量7000平米、6000个品种的生产能力。公司全部实行按订单生产，目前生产能力已经难以满足市场的订单需求，存在产能不足的矛盾。

图2列出了公司2003年~2006年PCB收入情况，可以看出，公司正处于快速发展阶段，收入持续快速增加。

图2 公司2003年~2006年主营业务收入情况

单位：万元



资料来源：公司提供

原材料采购

表4列出了主要原材料的采购单位，可以看

出，公司的原材料采购主要在珠三角地区，主要材料供应商都是国内上市公司、电子行业500强或国际知名电子产业公司在中国的分支机构。公司对供应商有较严格的评审制度和相关的ISO评审程序，通过筛选，确定有较高产品品质和交货能力的厂家，供应商一般的信用周期为90天。公司未提供近几年的采购明细，考虑到PCB下游市场竞争激烈，产品供应充足，公司对上游原材料供应商依赖较小。

表4 公司主要供应商

采购单位	采购项目
广东生益科技股份有限公司	板材
殷田化工上海有限公司	重氮片、干膜
罗门哈斯（东莞）有限公司	沉铜、电镀药水
安美特化工（广州）有限公司	酸铜光亮剂
深圳市金洲精工科技有限公司	钻头
联合铜箔惠州有限公司	铜箔
苏州福田金属有限公司	铜箔
佛山市承安铜业有限公司	铜阳极
雅龙电子材料苏州有限公司	高频板材
广州市西陇化学试剂有限公司	化工药水
深圳市启柏贸易有限公司 (FOLEX 国内代理商)	重氮片

资料来源：公司提供

产品销售

公司只生产一种产品即印制线路板，实行专注单一产品的经营策略。公司建立统一的销售中心，根据各子公司的工艺特点和能力分配订单。

公司成立华东、华中南、华西、华北、大客户、本部、外销7个销售客服中心，承接国际国内的所有订单。公司建立的销售网络辐射到全国各地二十多个城市，及海外市场如美国、英国、比利时、澳大利亚、日本等，成为欧洲、北美、澳洲及亚洲地区的多家公司的合格供应商。

公司实行统一的报价体系，主要包括制板费和工程费两个方面。制板费主要依据计算板层数、板面积、交货期、其他额外项目、可剥

离阻焊、金手指、沉金、硬金、无卤素板材、HDI、电测试、高频板、多槽孔等计算；工程费主要依据板面积计算。

公司在国内样板快件的市场份额一直处于行业第一的地位，具有较大的自主定价权，产品销售价格在国内市场属于中等偏上的价位；公司在国际市场上定价远远低于国际同业者，具有价格优势，出口销售的比例越来越大，目前占总收入的比例超过40%并继续呈上升趋势。公司拥有超过2000家的客户群，销售情况良好。

经营效率

2004年~2006年公司资产总额年均增长32.38%，主营业务收入年均增长49.67%，营业利润年均增长58.59%。总体看，公司资产增长速度快，增长质量好。

从反映经营效率的指标来看，2004年~2006年公司的销售债权周转次数分别为2.59次、4.17次和4.64次，存货周转次数分别为2.37次、11.25次和11.94次，总资产周转次数分别为1.72次、1.12次和1.27次，指标总体水平一般，与公司的信用周期较长有关，但效率指标呈增长趋势，反映出公司良好的经营态势。总体来看，公司近年来经营效率良好，反映出公司逐渐增强的竞争力。

表 5 近三年经营效率

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率
主营业务收入	13076.11	20028.87	30109.76	51.74
主营业务成本	9066.51	13423.22	20500.06	50.37
资产总额	15009.48	20480.67	26803.04	33.63
营业利润	2062.90	3463.19	5248.09	59.50
指 标 (次)	2004	2005	2006	平均值
销售债权周转次数	3.10	4.19	4.64	4.20
存货周转次数	3.06	11.41	11.94	10.00
总资产周转次数	1.70	1.13	1.27	1.32

资料来源：公司提供

3、未来发展

公司未来将继续坚持以样板、快件作为主营业务方向，保持工艺技术及市场占有率的领先地位，未来同时兼顾小批量产品，大力开发挠性板和刚挠结合型板市场，进一步提高产品的高附加值，公司计划在未来三年保持不低于40%的速度增长，至2009年收入达8.8亿元，净利润达1.32亿元。

经国家发展和改革委员会“发改财金[2007]602号”文批准，2007年深圳市高新技术中小企业集合发行额度10.3亿元的债券，其中公司批准发行的额度为4000万元。公司本次发行债券主要用于高密度互连积层样板高层快件、HDI刚挠板快板技术改造建设项目。项目经深贸工技备[2006]264号文批准，总投资15000万元，其中银行贷款5500万元，企业自筹5000万元，募集债券资金4000万元，设备供应商提供融资信用500万元，债券募集资金所占比重为26.67%。该项目建设周期为3年，投资回收期为3.5年，投资收益率为28%。

表6列出了公司未来五年经营预测情况，根据公司预测，公司在未来五年将继续保持较快的增长，其中营业收入年增长率约40%，净利润保持在年销售净利率约15%的水平。基于对PCB市场的发展和公司自身产品的生产情况的判断，我们认为，公司对未来的预测过于乐观，公司未来仍处于快速发展阶段，但面临的竞争压力也会增加，公司实现经营预测具有一定的难度。

债务负担方面，按公司现有的经营情况及未来经营预测估计，公司现在的债务预测数量基本能满足建设资金缺口的需要。但公司未来债务规模将有所扩大，公司债务负担也将有所加重。

表 6 未来五年经营预测

项 目 (万元)	2007 年 E	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
计划投资	6000	8000	9000	10000	12000
预计营业收入	45000	63000	88000	120000	170000

预计利润总额	8235	11176	15529	21176	30000
预计净利润	7,000	9,500	13,200	18,000	25500
预计折旧	3000	4500	5500	7000	8000
预计摊销	0	0	0	0	0
预计利息支出	350	300	280	280	280
预计短期债务余额	5500	7500	9000	9000	9000
预计长期债务余额	4000	4000	4000	4000	4000
预计少数股东权益	0	0	0	0	0
预计所有者权益	20000	25000	35000	52000	72000
预计资产总额	40000	50000	70000	104000	144000
计算指标	2007 年 E	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
预计全部债务资本化比率 (%)	32.20	31.51	27.08	20.00	15.29
预计净资产收益率 (%)	35.00	38.00	37.71	34.62	35.42
预计债务保护倍数 (倍)	1.05	1.22	1.44	1.92	2.58

资料来源：公司提供

六、财务分析

1、财务概况

公司提供的2004年~2006年财务报表已经深圳鹏城会计师事务所有限公司审计，并出具了无保留意见的审计结论。

公司前身是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，深圳市兴森快捷电路技术有限公司以2005年3月31日为基准日经审计后的净资产75770750.89为基础，其中75770000元按1:1比例折为75770000股，其余750.89元作为资本公积金，整体变更为现公司。公司的全资子公司和控股子公司广州市兴森电子有限公司纳入合并范围。公司2004年~2006年拥有子公司上海兴森快捷电路科技有限公司51.86%的股份，但并未对其形成控制，因此未纳入合并范围；公司已于2007年5月将上海兴森快捷电路科技有限公司转出。

公司系整体变更而来，经营范围未发生改变，会计政策具有连续性，数据具有可比性。

截至2006年底，公司合并资产总额26803.04万元，负债总额12271.21万元，所有者权益14531.84万元。2006年公司实现主营业务收入30109.76万元，利润总额5218.69万元；经营活动产生的现金流量净额7958.71万元，现金

及现金等价物净增加额1325.15万元。

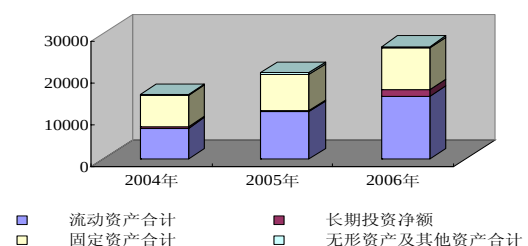
以下分析以合并报表为准，具体数据请参见附表2、附表3和附表4。

2、资产构成及资产质量

近三年公司资产总额复合增长率为32.38%，增长速度快。截至2006年底，资产总额为26803.04万元，其中，流动资产占55.36%，固定资产占37.48%，长期投资净额占5.90%，无形资产及其他资产占1.25%。资产构成中以流动资产、固定资产为主，流动资产占比逐渐增大。

图3 公司2004年~2006年资产总额构成

单位：万元



截至2006年底，公司流动资产合计14838.84万元，其中货币资金占26.70%，应收票据占7.42%，应收款项净额（包括应收账款和其他应收款）占48.17%，存货占14.88%，预付帐款占2.83%，其中货币资金、应收帐款及存货占比较大。

截至2006年底，公司货币资金为3961.78万

元,近三年的复合增长率为100.98%,增长很快,主要是银行存款及其他货币资金的增长。

公司应收票据增速超过主营业务收入增速,截至2006年底,公司应收票据为1100.41万元,全部为银行承兑汇票。

公司的应收帐款净额(包括应收账款和其他应收款)近三年稳定增长,三年复合增长率为22.08%,占主营业务收入的比例逐年下降,分别为35.68%、31.58%和23.74%,反映出企业逐渐增强的信用政策。截至2006年底,公司应收账款为5974.14万元。从账龄来看,2006年底公司应收账款主要以1年以内为主,占比98.73%,1年以上占1.27%,其中欠款前五名的单位是东冠有限公司、华为技术有限公司、深圳市中兴康讯电子有限公司、AvivPcb&Technologies L.T.D和Aviv Electronics Europe Ltd,全部为货款。2006年底公司计提坏账准备382.41万元,占应收帐款总额的6.40%,公司应收帐款账龄主要在1年内,坏帐准备计提充分。

截至2006年底,公司其他应收款为1174.04万元,主要为往来款,其中账龄在1年以内的占83.59%,1~3年的占12.20%,3年以上的占4.21%,公司计提坏账准备140.85万元,占其他应收款的12.00%,坏帐准备计提充分。

公司存货近三年增长较快,三年复合增长率为38.01%,公司产品一直处于供不应求状态,存货收入占比较小,但2006年存货增速快于主营业务收入增速。公司销售情况良好,近三年未计提存货跌价准备,截至2006年底,公司存货净额为2208.07万元,其中原材料占23.84%,在产品占15.25%,产成品占60.91%,存货中产成品占比较高。

公司长期投资近三年增长较快,2004年~2006年分别为316.33万元、371.03万元和1582.21万元,长期投资全部为长期股权投资。2004年公司对未纳入合并范围的上海兴森快捷电路科技有限公司的长期股权投资为316.33万元;2005年公司对未纳入合并范围的上海兴森

快捷电路科技有限公司的长期股权投资为371.03万元;2006年公司对以权益法核算的上海兴森快捷电路科技有限公司和广州兴森快捷电路科技有限公司长期股权投资为1582.21万元。

公司固定资产净额近三年稳定增长,三年复合增长率为17.81%。截至2006年底,公司固定资产原值16284.97万元,累计折旧6239.18万元,其中由在建工程转入固定资产541.48万元。公司固定资产主要是房屋建筑物、机器设备、运输工具及办公电子设备等,公司由于生产持续增长,机器设备等固定资产增长较快,2006年机器设备增加3432.76万元。

近三年公司无形资产出现波动,2004年~2006年分别为244.86万元、421.53万元和336.20万元,主要是ERP软件、工程软件、监控软件等无形资产。

总体来看,近几年公司资产以流动资产和固定资产为主,资产增长迅速,资产构成比较稳定,资产流动性较强,整体资产质量较好。

3、负债及所有者权益

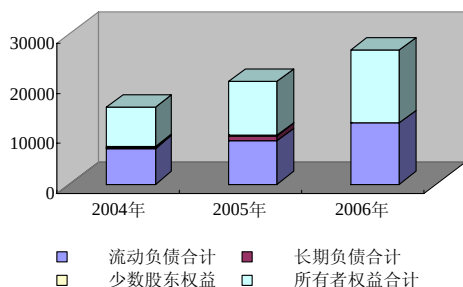
负债分析

公司负债总额2004年~2006年增长比较迅速,三年复合增长率为29.36%。截至2006年底,公司负债总额12271.21万元,全部为流动负债,公司负债结构不合理。

截至2006年底,公司流动负债为12271.21万元,其中短期借款占8.14%,应付票据占11.50%,应付账款占47.66%,预收账款占3.00%,其他应付款占5.53%,预提费用占5.04%,一年内到期的长期负债占8.35%。流动负债中应付帐款、应付票据、短期借款和一年内到期的长期负债占比较大。

图4 公司2004年~2006年负债及所有者权益

单位:万元

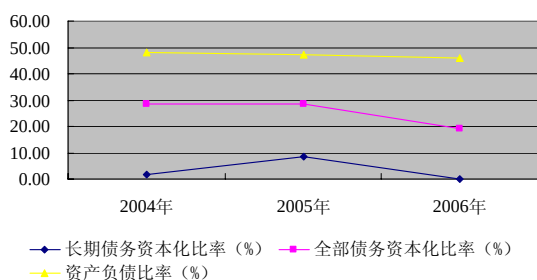


公司短期借款逐年减少，三年复合增长率为-33.33%。2006年短期借款为1000万元，为抵押及担保借款。

公司应付票据、应付帐款和预收帐款近三年增长很快，三年复合增长率分别为172.33%、62.92%和50.70%，这与公司近三年经营持续增长及信用政策相符。

公司资产负债率近三年持续下降，2006年为45.78%。公司全部债务资本化比率也呈下降趋势，由2004年28.61%降至2006年的19.13%。长期债务资本化比率出现波动，由2004年的1.85%上升至2005年的8.64%又下降至2006年的0%。总体来看，公司负债水平低，债务负担轻。

图5 公司2004年~2006年负债比率



所有者权益分析

2004年~2006年公司所有者权益增长比较迅速，三年复合增长率达到35.88%。截至2006年底，公司所有者权益为14531.84万元，其中实收资本占52.14%，资本公积占4.32%，盈余公积占6.53%，未分配利润占38.17%。2006年公司盈余公积增长迅速，比2005年增长了109.87%，主要是提取的法定盈余公积增加较多。2006年公司未分配利润增长迅速，比2005年增长

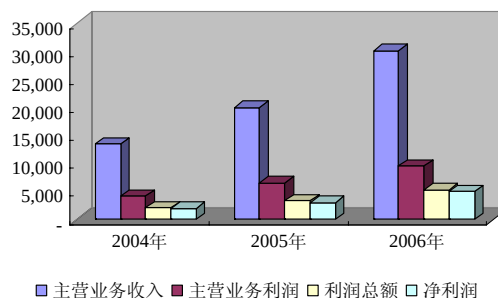
150.50%，反映出公司盈利能力的迅速提高。但是未分配利润受利润分配政策的影响较大，所有者权益不甚稳定。

4、盈利能力

2004年以来，公司主营业务收入增长迅速，近三年复合增长率为49.67%，分别为13441.21万元、20028.87万元和30109.76万元。公司近三年主营业务利润也保持增加趋势，近三年复合增长率为52.36%。由于公司主营业务收入增幅与主营业务利润增幅相近，公司主营业务利润率基本保持稳定，2004~2006年主营业务利润率分别为30.60%、32.77%和31.71%，公司利润率处于较好水平。

图6 公司2004年~2006年盈利状况

单位：万元

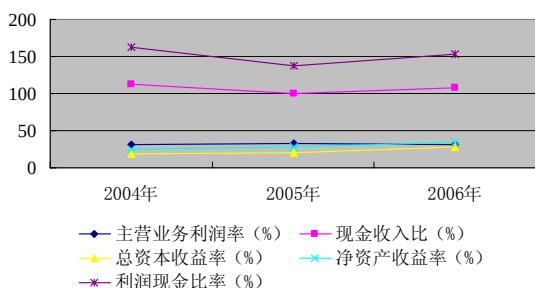


由于公司财务费用控制较好，财务费用支出下降，公司营业利润也相应迅速增长，三年复合增长率为59.50%，2006年营业利润为5248.09万元。

公司2006年获得企业技术扶持补助、开拓市场补贴和中小企业出口补贴等补贴收入共计40.58万元，2006年公司利润总额增长迅速，为5218.69万元。

2004年~2006年公司净资产收益率分别为24.27%、28.05%和34.17%，总资本收益率分别为18.37%、20.73%和27.91%，两个指标持续增长，公司盈利水平高。

图7 公司2004年~2006年盈利指标



从收入实现质量指标看，2004年~2006年公司现金收入比率分别为112.42%、100.32%和107.11%，加权平均值为106.13%，收入实现情况较好。

总体看，公司的盈利能力较强。

5、现金流分析

从经营活动来看，近三年公司销售商品、提供劳务收到的现金复合增长率为46.09%，增长快。2004年~2006年公司经营活动产生的现金流量净额分别为3365.40万元、4569.49万元和7958.71万元，三年复合增长率为53.78%，增长幅度大，符合公司近几年快速发展的现状。

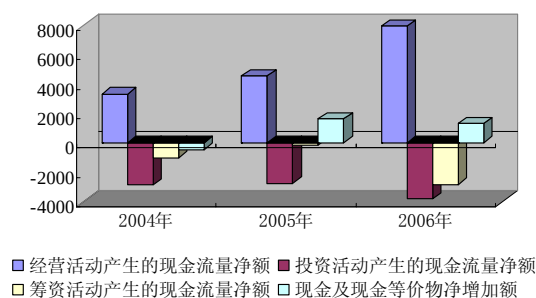
从投资活动来看，2004年~2006年公司投资活动活跃，投资活动的现金流入主要是收到的其他与投资活动有关的现金；现金流出主要是购建固定资产和其他长期资产、投资支付现金和投资支付的现金。近三年，公司每年投资活动产生的现金流量净额均为负值，2004年~2006年分别为-2860.59万元、-2761.56万元和-3803.28万元。

2004年~2006年，公司筹资活动前现金流量净额分别为504.81万元、1807.92万元和4155.43万元，公司经营活动现金流充裕并呈增长趋势，能够满足投资需求。

从筹资活动看，近三年公司要是通过借款方式实现筹资活动的现金流入，公司筹资活动现金流出主要是偿还债务、分配股利和偿还银行利息。2004年~2006年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-979.22万元、-152.10万元和-2830.28万元。

图8 公司2004~2006年现金流量

单位：万元



综合来看，公司近三年经营活动现金流入量增长明显；投资活动比较活跃；经营活动现金流充裕，能够满足公司投资的需求。

6、偿债能力

从短期偿债能力指标看，2004~2006年公司流动比率呈现波动，三年的比率分别为101.31%、129.99%和120.92%；速动比率也相应波动，三年比率分别为85.17%、115.75%和102.93%，2006年两个指标都比2005年有所下降。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，近三年公司EBITDA分别为3646.61万元、5059.34万元和7489.89万元，增长较快。2004年~2006年，公司的EBITDA利息倍数分别为26.55倍、39.23倍和153.32倍，全部债务保护倍数分别为1.05倍、1.07倍和2.09倍，EBITDA对利息和全部债务的保护能力强。筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为0.16倍、0.42倍和1.21倍。总体看，目前公司对全部债务的保护能力较强。

7、本期债券偿还能力

2007年公司拟发行年期企业债券4000万元，债券额度占公司2006年底总债务的116.39%，对公司现有债务影响很大。预计本期债券发行之后，公司的资产负债率和全部债务资本化比率将由目前的45.78%和19.13%上升到60.71%和33.85%，本次债券发行对公司的债务水平影响很大。

2006年，公司实现EBITDA为7489.89万元，为本期债券的1.87倍，公司对本期债券的偿还能力较强。

表9 公司2004年~2006年偿债指标

指 标 (%)	2004 年	2005 年	2006 年
流动比率 (%)	99.98	129.99	120.92
速动比率 (%)	83.88	115.75	102.93
EBITDA (万元)	3581.74	5059.34	7489.89
EBITDA 利息倍数 (倍)	26.08	39.23	153.32
债务保护倍数 (倍)	1.03	1.07	2.09
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.16	0.42	1.21

截至2007年5月底，公司从兴业银行共获得1800万元的授信额度，目前已使用1000万元，尚有800万元的授信额度未使用。公司间接融资渠道比较畅通，但是融资空间有限。

七、综合评价

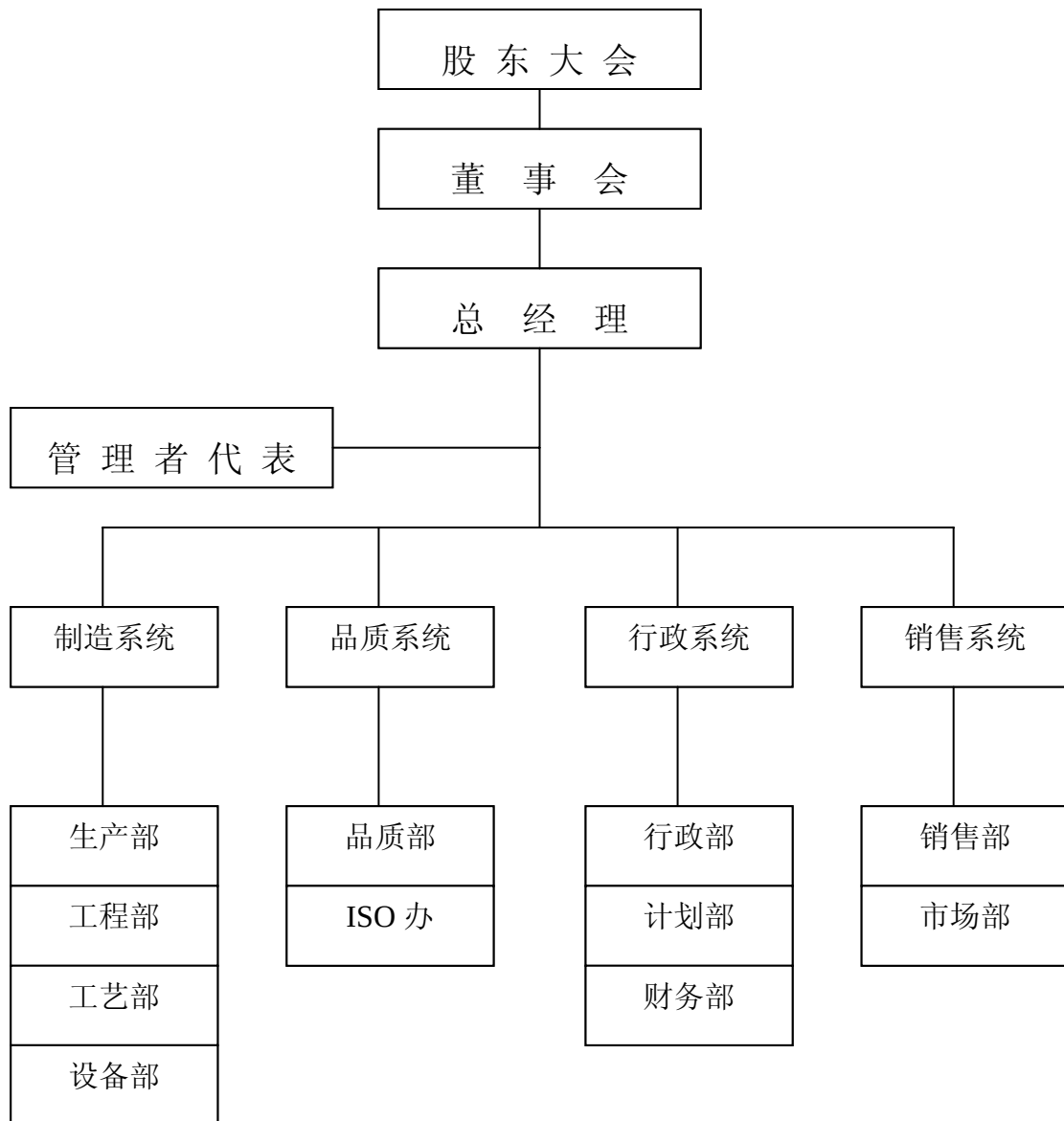
PCB行业作为电子信息行业的重要组成部分，在下游行业迅速发展的拉动下，市场需求持续增长。随着部分外资企业PCB生产基地向我国转移，我国已经成为全球最大的PCB生产基地，目前我国PCB行业区域集中度较高，高端产品制造能力薄弱，结构性供求矛盾比较突出。长期来看，政策性指导将促进我国PCB行业结构调整，行业未来将面临良好的发展前景。

公司目前是国内最大的印制线路板样板、快件制造商，并在国际上享有较高的知名度。公司技术研发实力较强，形成了一定的生产规模，公司法人治理结构完善，整体管理水平较高，近几年发展状态良好。

目前公司资产质量较好，债务水平适中；公司生产规模逐年扩大，主营业务收入稳步增长；随着盈利能力的逐步提高，公司近几年经营性现金流净额稳步增长，偿债能力较强。

综合看，公司整体信用风险较小。

附表1 公司组织结构图



附表2-1 资产负债表（资产）

单位：万元

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	980.80	2636.63	3961.78	100.98
短期投资				
短期投资净额				
应收票据	2.00	381.35	1100.41	2245.65
应收股利				
应收利息				
应收账款	3699.19	5531.78	5974.14	27.08
其他应收款	1096.73	792.66	1174.04	3.46
应收账款净额	4795.93	6324.43	7148.17	22.08
预付账款	338.92	626.99	420.41	11.37
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	1159.34	1226.90	2208.07	38.01
待摊费用		8.06		
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	7277.59	11204.35	14838.84	42.79
长期投资				
长期股权投资	316.33	371.03	1582.21	123.65
长期债权投资				
长期投资净额	316.33	371.03	1582.21	123.65
固定资产				
固定资产原值	10111.53	12483.78	16284.97	26.91
减：累计折旧	2873.73	4198.94	6239.18	47.35
固定资产净值	7237.80	8284.84	10045.79	17.81
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	7237.80	8284.84	10045.79	23.29
工程物资				
在建工程	218.06	198.93		
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	7455.85	8483.77	10045.79	16.08
无形资产及其他资产				
无形资产	244.86	421.53	336.20	17.18
长期待摊费用				
长期应收款				
无形资产及其他资产合计	244.86	421.53	336.20	17.18
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	15294.63	20480.67	26803.04	32.38

附表2-2 资产负债表（负债与所有者权益）

单位：万元

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	2250.00	1800.00	1000.00	-33.33
应付票据	190.32	782.97	1411.46	172.33
应付帐款	2203.41	3352.11	5848.55	62.92
预收帐款	162.24	259.84	368.45	50.70
代销商品款				
应付工资	71.01	288.35	609.63	193.00
应付福利费	14.47	46.66	240.40	307.55
应付股利				
应交税金	276.83	351.47	467.76	29.99
其他应交款	8.56	4.51	2.32	-47.93
其他应付款	799.96	554.21	678.71	-7.89
预提费用	606.51	454.58	618.93	1.02
预计负债				
一年内到期的长期负债	600.00	725.00	1025.00	30.70
其他流动负债				
流动负债合计	7183.29	8619.69	12271.21	30.70
长期负债				
长期借款	150.00	1025.00		
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	150.00	1025.00		
递延税项				
递延税项贷款				
递延收益				
负债合计	7333.29	9644.69	12271.21	29.36
少数股东权益	91.18	93.86		
所有者权益				
实收资本	3200.00	7577.00	7577.00	53.88
资本公积		500.08	627.08	
盈余公积	979.00	451.97	948.53	-1.57
其中：公益金	326.33	150.66		
未确认的投资损失		-1.19	-157.94	
未分配利润	3691.15	2214.26	5546.76	22.59
外币报表折算差额			-9.59	
所有者权益合计	7870.15	10742.12	14531.84	35.88
负债及所有者权益合计	15294.63	20480.67	26803.04	32.38

附表3 利润及利润分配表

单位：万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	13441.21	20028.87	30109.76	49.67
减：折扣与折让	9302.74			
主营业务收入净额	13441.21	20028.87	30109.76	49.67
减：主营业务成本	9,066.51	13423.22	20500.06	48.45
主营业务税金及附加	25.56	41.30	62.05	55.80
二、主营业务利润	4349.13	6564.36	9547.65	52.36
加：其他业务利润	68.27	82.80	145.69	46.08
减：存货跌价损失				
营业费用	1049.74	1490.12	2361.10	49.97
管理费用	888.12	1504.86	1957.37	48.46
财务费用	156.62	188.99	126.79	-10.03
其他				
三、营业利润	2322.92	3463.19	5248.09	58.59
加：投资收益		-156.97	-50.14	
补贴收入			40.58	
营业外收入	0.21	0.20	0.04	-54.89
其他				
减：营业外支出	10.00	1.64	19.89	41.04
其他支出				
加：以前年度调整				
四、利润总额	2313.13	3304.78	5218.69	58.52
减：所得税	165.80	290.14	409.82	57.22
减：少数股东损益	0.76	2.68		
加：未确认的投资损失		1.19	156.75	
五、净利润	2146.57	3013.16	4965.61	61.22
加：年初未分配利润	2067.37	3691.15	2214.26	3.49
盈余公积转入数				
减：合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	4213.94	6704.31	7179.87	34.35
减：提取法定盈余公积	191.03	301.32	496.56	61.22
提取法定公益金	95.52	150.66		
七、可供股东分配的利润	3927.39	6252.34	6683.31	34.56
减：应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利		640.00	1136.55	
转作股本的普通股股		3398.08		
其他				
八、未分配利润	3927.39	2214.26	5546.76	22.59

附表4-1 现金流量表

单位：万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	15110.18	20092.19	32249.18	46.09
收到的租金				
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	773.74	2072.88	1528.91	40.57
现金流入小计	15883.92	22165.07	33778.09	45.83
购买商品、接受劳务支付的现金	7205.36	5499.47	17052.40	53.84
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	1768.39	2101.92	3288.06	36.36
支付的各项税费	912.56	1023.91	1277.98	18.34
支付的其他与经营活动有关的现金	2632.21	8970.29	4200.93	26.33
现金流出小计	12518.52	17595.59	25819.38	43.61
经营活动产生的现金流量净额	3365.40	4569.49	7958.71	53.78
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金	98.02	500.00	167.58	30.75
现金流入小计	98.02	500.00	167.58	30.75
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2642.28	3049.90	2615.67	-0.50
投资所支付的现金	316.33	211.67	1355.18	106.98
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	2958.61	3261.56	3970.86	15.85
投资活动产生的现金流量净额	-2860.59	-2761.56	-3803.28	15.31
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金				
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	2250.00	3800.00	1000.00	-33.33
收到的其他与筹资活动有关的现金		142.80		
现金流入小计	2250.00	3942.80	1000.00	-33.33
偿还债务所支付的现金	2950.00	3250.00	2525.00	-7.48
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	279.22	844.90	1305.28	116.21
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	3229.22	4094.90	3830.28	8.91
筹资活动产生的现金流量净额	-979.22	-152.10	-2830.28	70.01
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-474.41	1655.83	1325.15	

附表4-2 现金流量表补充资料

单位：万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	1910.33	3013.16	4965.61	61.22
加：少数股东损益	0.00	2.68		
减：未确认的投资损失	0.00	-1.49	156.75	
加：计提的坏帐准备或转销的坏帐	13.41	162.49	73.40	133.96
固定资产折旧	1402.67	1568.10	2040.23	20.60
无形资产摊销	29.69	57.49	123.41	103.86
长期待摊费用摊销			58.72	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失		1.49		
待摊费用减少(减:增加)	-0.61	-7.45	8.06	
预提费用增加(减:减少)	167.17	-151.93	164.35	-0.85
固定资产报废损失				
财务费用	149.85	149.07	91.71	-21.77
投资损失(减:收益)		156.97	50.14	
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-761.56	-107.52	-907.51	9.16
经营性应收项目的减少(减:增加)	-761.75	-1844.66	-7189.82	207.22
经营性应付项目的增加(减:减少)		1568.11	8637.17	
其他	1206.19			
经营活动产生的现金流量净额	3365.40	4569.49	79587095.77	53.78
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	980.80	2636.63	3961.78	100.98
减：货币资金的期初余额	1455.21	0.00	2636.63	34.61
现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额		980.80		
现金及现金等价物净增加额	-474.41	1655.83	1325.15	

附表5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前n年}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1 \times 100\%$
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额 / (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额 / (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA / 利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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%
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
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务= (长期债务+短期债务)

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

企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 551 号

联合资信评估有限公司通过对深圳豪威真空光电子股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳豪威真空光电子股份有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零零七年九月十二日

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

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳豪威真空光电股份有限公司

2007年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：A⁻

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	27114.25	35019.72	36489.56
所有者权益(万元)	10686.10	16160.64	17859.20
主营业务收入(万元)	15424.63	17103.21	18954.82
利润总额(万元)	1664.79	1988.29	2636.20
资产负债率(%)	52.39	47.67	44.70
全部债务资本化比率(%)	44.97	35.80	34.86
净资产收益率(%)	21.97	12.61	12.41
流动比率(%)	146.77	109.21	137.56
EBITDA 利息倍数(倍)	22.32	10.32	13.05
债务保护倍数(倍)	0.23	0.23	0.34

分析员

李志博

电话 010-85679696-8838

邮箱 lizhibo@lianheratings.com.cn

方永灼

电话：0755-33982364

邮箱：fyz426@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

国家产业政策的鼓励和扶持以及新型显示器件产业迅猛发展，给真空光电镀膜材料及其设备制造业带来很大的市场机遇和发展前景。

深圳豪威真空光电股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事 ITO 透明导电玻璃等真空镀膜光电信息材料和成套光电镀膜设备的开发、生产和销售。公司是我国真空光电镀膜设备制造行业唯一具备产业化和规模化生产能力的企业，在国内同行业内具有较为明显的技术优势，近几年经营状况良好。

公司资产质量较好，债务水平适中，盈利能力较强，经营性现金流状况较好，但公司计划投资规模较大，对外部融资依赖较大。公司整体信用风险较低。

优势

1、市场对镀膜玻璃需求的快速增长为公司带来了较大的市场空间和发展前景。

2、公司是我国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，具有很强的人才、技术优势和市场竞争能力。

关注

1、我国在光电电子技术的发展上缺乏核心技术和竞争能力，国内企业在高端真空光电镀膜技术和工艺上面临国外企业较大的竞争压力。

2、镀膜产品及其制造设备的研发周期长，资金投入大，公司投资面临较大风险。

3、公司计划投资规模较大，对外部融资依赖较强。

一、主体概况

深圳豪威真空光电子股份有限公司（以下简称“公司”或“豪威公司”）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2006年底，公司注册资本6000万元，股东由8位企业法人和2位自然人组成，英属维尔京（BVI）豪威科技国际控股有限公司（以下简称“维尔京豪威”）持股44.08%，公司创始人许生先生持股20.88%，许生先生为公司实际控制人。

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

公司下设总裁办、人力资源部、企划部、财务部、光学镀膜事业部、卷绕镀膜事业部和研发中心等10个职能部门（见附件4）；截至2006年底，公司拥有控股子公司2家（深圳市豪威薄膜技术有限公司注册资本3500万元，公司控股98%，石家庄豪威光电薄膜技术有限公司注册资本5464万元，公司控股72%）。公司在职工400人。

截至2006年底，公司（合并）资产总额36489.56万元，所有者权益17859.20万元，少数股东权益2321.00万元；2006年实现主营业务收入18954.82万元，利润总额2636.20万元；经营活动产生的现金流量净额6912.12万元，现金及现金等价物净增加额22.16万元。

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、行业分析

公司主要经营ITO透明导电膜玻璃和镀膜设备制造。ITO透明导电玻璃是生产新型信息显示技术产品的主要原材料之一，被广泛应用于液晶显示器（LCD）、等离子体显示器（PDP）

和有机电激发光显示器（OLED）等显示器件，是信息和通讯产品、消费类电子产品所必需的现代光电信息材料。

平板显示产业是ITO产品消耗量最大的下游产业，由于平板显示具有清晰、环保等优越性，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，相关产品的推广和应用也越来越受到重视。国家“十一五发展规划”中，已将平板显示产业列为国家重点支持发展的产业之一。近年来，平板显示产业的快速发展给ITO透明导电玻璃和ITO镀膜设备制造行业创造了发展空间和市场机遇。目前，我国对平面显示用超薄ITO镀膜导电玻璃的需求十分强劲，需求量每年以20%的速度增长，预计到2010年，整个市场对ITO镀膜超薄玻璃需求量将高达1600万平方米以上。

中国是全球ITO导电玻璃的主要生产地之一，1989年深圳南亚第一家从国外引进ITO导电玻璃生产线，后来的深圳莱宝、南玻伟光等公司也先后引进国外先进的立式连续镀膜生产线，到2000年前后国内形成十几家主要生产企业并存的竞争格局。但与此同时，ITO所需的更上游玻璃基板和ITO靶材却需要大量进口，国内相应产业还不完善。目前ITO导电玻璃产业格局也在不断调整，业内不少企业都计划扩大生产规模，原材料企业的供应能力也在增强。总的来说，ITO导电玻璃市场需求旺盛，国内产业链渐趋成熟。

镀膜设备制造方面，中国在薄膜晶体管液晶显示器（TFT-LCD，TFT）和等离子显示器（PDP）领域发展正逐步加快。随着国际制造业快速向中国大陆转移，一大批TFT-LCD下游整机组装厂和主要配件组装厂在中国内地相继建成，但核心部件面板的供给仍然主要依赖进口。由于玻璃基板等原材料及其设备制造在技术、工艺上的要求非常高，生产线投资额巨大，导致目前这类上游企业还是完全被国外企业所控制。随着中国平板显示产业的快速发展，成本竞争将日益加剧，设备及主要材料的国产化

问题已经是当务之急，但由于缺乏相应的高级技术人才，国内企业生产的光电子真空镀膜设备大都以仿制为主，没有自己的核心技术。虽然价格较为低廉，但是大多数的综合性能较差。镀膜设备制造行业进入的技术壁垒和资金壁垒较高，减少了潜在进入者所带来的竞争压力，但由于技术要求高、资金需求大，产品的研发周期过长，投资高世代生产线仍面临较大的投资风险和技术风险。

三、企业素质

1、公司规模与竞争力

公司是我国ITO透明导电镀膜玻璃三大生产供应商之一，也是我国真空光电镀膜设备制造行业唯一具备产业化和规模化生产能力的企业。目前，公司拥有由5条完整的大型连续镀膜生产线组成的光电子薄膜生产基地，具备月产14英寸X16英寸导电玻璃110万片的生产能力，可提供TN型、STN型及高低电阻的多种光电信息材料，是全国三大光电信息材料生产基地之一，也是国内唯一能够大规模产业化制造大型真空光电子镀膜设备的企业。

2、技术优势

经过近十多年的技术积累，公司已拥有围绕精密镀膜技术的三十多项专利技术，其中核心技术有高真空系统集成技术、精密镀膜工艺技术、多层膜沉积工艺技术等，在国内同业中已基本处于主导者地位。公司在大型光电子真空镀膜设备研制方面的经验以及其拥有的核心技术为其研制高端显示材料的光电子真空镀膜设备打下了坚实的基础。

公司曾先后承接国家火炬项目、863项目、国家光电薄膜设备产业化示范工程等项目。在清华大学、东北大学设有研究中心，企业内设有深圳市真空工程研究中心，并被国家人事部授予企业博士后工作站。公司所进行的技术攻关项目是深圳市2003、2004和2006年的重大建

设项目，曾获得深圳市及北京市科技成果二等奖。总体看，与国内同行业企业比较，公司具备较强的技术优势。

3、人力资源

公司董事长兼首席执行官许生先生，真空物理专业硕士学位，在FPD行业有25年经验。目前，许生先生还兼任中国科大教授、清华大学研究生导师，深圳市平板显示行业协会秘书长，中国液晶行业协会副秘书长等职。

公司现有员工400人，其中，工程技术人员58人，管理人员36人，80%的技术人员具有硕士以上学位，65%具有中级以上技术职称，核心业务团队专业知识涵盖了真空技术、材料学、光学、电子、自动化、机电一体化、MBA等。公司技术人员及管理人员素质高，技术团队及管理团队相对稳定。

综合来看，公司高层管理人员具备较好的专业素养和中小型企业管理经验。但是，作为技术型中小型民营企业，公司对少数主要技术骨干的依赖性较大。

四、经营管理

1、管理分析

法人治理结构

公司于1994年11月8日创立，2001年5月改制为股份制公司。截至2006年底，公司总股本6000万元，股东由8位企业法人和2位自然人组成，公司大股东维尔京豪威持有公司44.08%的股权，公司创始人和实际控制人许生先生持有公司20.88%的股权，深圳市创新科技投资有限公司持股14%，东莞市福东置业发展有限公司持股8.33%，其余6位股东持股均在5%以下，共持有公司12.7%的股份。

股东大会是公司的最高权力机构。公司严格按照《公司法》、《公司章程》和《股东大会议事规则》的规定运行，并审议通过了《董事会议事规则》、《监事会议事规则》和《总经理

工作细则》等；董事会对股东大会负责，严格按照《公司章程》和《董事会议事规则》的规定行使其权利。目前董事会成员7名，设董事长1人、独立董事2人；监事会由3名监事组成，设主席1人、职工代表1人。总体看，公司已建立与现代企业相适应的决策监督机制，法人治理结构具有民营企业特点。

内部管理体制

公司经营管理实行董事会下的总裁负责制，总裁下设1名副总裁。截至2006年底，公司下设总裁办、人力资源部、企划部、财务部、光学镀膜事业部、卷绕镀事业部和研制中心等10个职能部门。公司按照业务发展和业务规划的需要设置内部机构，各部门职能清晰，能较好地满足业务发展的实际需要。

公司内控机制相对完善，主要有《员工手册》、《财务管理制度》、《内部审计制度》、《薪酬管理制度》、《质量保证制度》、《安全操作规程》等内控制度，制度内容基本涵盖了研发、生产、销售、经营管理、人事、后勤保障等各个环节，有效保障了公司的正常运行。

公司建立了规范的质量保证体系。公司成立了以总裁为首的质量管理委员会，对质量管理中的重大问题进行协调和决策，并负责对质量体系进行监督；公司在产品生产和服务上制定了严格的《质量手册》，明确操作方法和质量要求；在各事业部中，设立了专门的品质管理部。

公司于1999年通过了ISO9002国际质量体系认证；2002年通过ISO9001-2000版认证，保证产品从采购、生产、质检、销售、服务各环节和过程均处于质量控制状态。

总体看，公司的内部管理机制基本符合公司业务发展的要求，实际执行较好。

2、经营分析

业务现状

受市场环境的影响，近三年公司对主营业务的构成做出了一定调整。2004年公司主营业

务以ITO透明导电玻璃的生产和销售为主，由于近几年国内ITO透明导电玻璃产能的急剧扩张，ITO透明导电玻璃产品的毛利率已经从最初的42%大幅下降到目前的21%。2005年，公司开始对产品结构进行调整，扩大光电镀膜材料等高端产品的生产和设备制造。截至2006年底，公司镀膜设备制造的销售收入占全部收入的65%。目前，国内共有ITO导电玻璃生产线约17条，公司制造的生产线就占了其中6条，约占的市场份额31.30%（见表1）。

表1 ITO导电玻璃镀膜设备主要厂商

厂商名称	设备产量 (万片/月)	销售价格 (万元)	销售数量 (套)
德国莱宝	30	8000~ 10000	5 套
美国 AFC	30	8000~ 9000	2 套
日 本 板硝子	25	8000~ 9000	1 套
公 司	30~40	4000~ 5000	5 套
沈阳真空	15	--	2
深圳东亚	15	--	2

销售方面，公司现已建立起北方以北京办事处及石家庄公司为销售中心，向东北及华北、西北市场辐射，南方以深圳公司及上海办事处为销售中心，向华南、西南及东南市场辐射，采取直接面向客户的销售方式，能够对市场作出灵活快速的反应。

经营效率

2004~2006年，公司运营效率呈下降趋势。三年总资产周转率分别为0.69次、0.55次和0.53次；存货周转次数分别为17.01次、10.26次和6.92次。由于公司处于扩张期，存货的增加以及固定资产投资的增加，导致总资产和存货周转速

度下降。近三年，公司销售债权周转次数呈波动下降趋势，分别为5.99次、3.38次和3.85次，销售债权周转次数的下降在一定程度上反映了镀膜材料生产及其设备制造业在产业链中的地位趋于弱势，公司面临的市场竞争压力增大。

3、未来发展

拟建项目情况

公司计划未来5年内加大对TFT镀膜设备的研制投入，拟分二期对TFT镀膜设备进行的研制，计划建设周期为5年，总投资9.2亿元，其中通过发行本次企业债券募集资金3000万人民币，所募资金将全部用于TFT设备的研发与制造。主要用于购置卷绕镀膜设备、双面环形多功能镀膜生产线、光学镀膜机等。

整个项目将建成一个TFT设备基地，该项目主要包括以下四个中心：

(1) 工业演示中心

通过引进美国Intevac公司的三台设备，吸收、消化并研制出一条第五代TFT设备作为演示。

(2) 设计中心

负责吸收、消化从美国Intevac公司引进的D-Star设备（相当于第三代设备TFT设备），设计出第五代以及第七代TFT设备。

(3) 制造中心

负责元部件加工、检验、清洗、安装、调试以及配件的储放。

(4) 产品测试中心

负责产品的测试、客户培训以及售后服务。

整个项目工期5年，计划分二期进行。一期工程以研制第五代到第七代为重点，总投资约1.2亿元，预期达到年产TFT设备10台、年产值5亿元人民币的建设目标。二期工程的建设重点是第六代至第八代线TFT设备的规模生产，预期达到年产30台TFT镀膜设备、年产值将达到30亿元人民币。项目建成后公司将成为国内最大规模的专业生产TFT设备的制造公司。

未来经营情况预测

公司未提供完整的未来五年经营预测。根据公司提供的经营预测（见表2），未来三年，公司主营业务收入和利润总额将保持较快的增长速度。以2006年财务数据推算，公司预测较为乐观，虽然整个行业具有很好的发展空间，且本次企业债建设项目的投产对公司未来经营业绩亦具有较大的提升作用，但我们认为投资项目的实施面临资金能否及时足额到位等一些不确定的因素，公司未来3年主营业务收入和净利润的预实现在一定难度和较大的不确定性。

债务负担方面，公司未提供未来几年债务的预测数据。根据公司计划投资项目和盈利能力来分析，未来几年，公司投资规模较大，公司自身盈利能力远不能满足项目资金投入的需要，未来几年，公司对外部资金的依赖度会加大，公司未来债务负担会显著加重。

表2 公司未来几年经营预测表（单位：万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
主营业务收入	31892	63203	120688
减：主营业务成本	22324	38238	66378
主营业务税金及附加	25	43	92
主营业务利润	9543	24922	54218
减：营业费用	797	1580	3017
管理费用	1435	2844	5431
财务费用	1080	1280	2040
利润总额	6231	19218	43730
减：所得税(15%)	935	2883	6560
净利润	5296	16335	37170

数据来源：公司提供

五、财务分析

公司提供的2004年~2006年财务报表已经深圳大华天诚会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。报告期内公司报表合并范围及会计政策未发生大的变化，年度间财务数据可比性强。

截至2006年底，公司（合并）资产总额36489.56万元，所有者权益17859.20万元，少数股东权益2321.00万元；2006年实现主营业务收

入18954.82万元，利润总额2636.20万元；经营活动产生的现金流量净额6912.12万元，现金及现金等价物净增加额22.16万元。

1、资产质量

近三年，公司资产总额稳步增长，年均增长16.01%。截止2006年底，公司资产总额36489.56万元，主要是流动资产和固定资产，分别占比41.31%和57.37%。

近三年，公司流动资产年均增长8.81%，截至2006年底，公司流动资产15075.20万元，主要是应收账款（占比32.43%）、其他应收款（占比23.56%）、预付账款（占比19.74%）和存货（占比17.42%）。

截至2006年底，公司应收账款4889.42万元，其中账龄1年以内、1~2年、2~3年、3年以上的分别占59.24%、23.14%、4.53%和13.09%，账龄3年以上的应收账款占比较大。截至2006年公司共计提坏账准备472.85万元，平均计提比例为9.67%。公司与主要欠款客户的合作时间都在3年以上，合作关系较为稳定，客户资质较好，公司应收账款不能收回的风险较小。

截至2006年底，公司其他应收款3551.73万元，账龄半年以内的占89.90%，主要是应收关联公司的款项。公司其他应收款中不含持有公司5%以上（含5%）表决权股份的股东单位欠款。

截至2006年底，公司预付账款2976.42万元，主要是预付货款和预付工程款。

截至2006年底，公司存货2625.65万元，主要是原材料和在产品，分别占53.57%、32.56%，公司未对存货提取跌价准备。

公司固定资产最主要的是机器设备，占固定资产总额的90%。房屋建筑物按20年折旧，机器设备按10年折旧，其他设备按5年折旧。整体而言，固定资产的成新较高。固定资产中有在建工程9326.59万元，其中W7生产线1075.00万元；精密光学镀膜设备2712.99万元；卷绕镀膜项目722.22万元；抛光车间1791.83万元；W7B

线3024.55万元。公司在建工程预计今年内可基本竣工投产。

总体而言，公司资产规模一般，资产质量较好。

2、负债及所有者权益

截至2006年底，公司负债总额为16309.36万元，其中流动负债占67.20%；长期负债占32.80%。

截至2006年底，公司流动负债10959.36万元，主要为短期借款（占49.73%）、应付账款（占25.83%）和预收账款（占12.03%）。

截至2006年底，公司长期负债5350万元，其中向华夏银行深圳深东支行借款2500万元，由深圳市美嘉投资有限公司、石家庄豪威光电薄膜技术有限公司和许生个人提供保证；向深圳市商业银行高新技术区支行2850万元，以公司自有物业抵押取得。

截至2006年底，公司所有者权益17859.20万元，其中，股本占33.60%、未分配利润占54.33%、资本公积占3.85%和盈余公积占8.22%，未分配利润占比较大，所有者权益稳定性较差。

截至2006年底，公司资产负债率为44.70%，比2005年的47.67%下降2.97个百分点，处于行业较低的水平；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为34.86%和20.96%。总体看公司债务水平适中。

3、盈利能力

2004~2006年公司主营业务收入分别为15424.63万元、17103.21万元和18954.82万元，分别增长了54.06%、10.89%和10.83%，呈稳定增长趋势。2004~2006年公司主营业务利润率分别为23.58%、19.89%和28.63%，2005年因为ITO透明导电玻璃产品的市场竞争激烈，导致毛利率下降较多，2006年压缩ITO透明导电玻璃，调整产品结构，以致毛利率有较大幅度的提升。

2004~2006年公司总资产收益率分别为13.20%、7.20%和8.28%，净资产收益率分别为

21.97%、12.61%和12.41%，处于行业较高的水平，公司盈利能力较强。

近年来公司利润的增长率远高于同期主营业务收入的增长率，成本控制能力逐步加强，盈利能力逐步提高。

4、现金流量

近三年，公司经营活动现金流入和流出分别年均增长30.05%和13.08%，三年经营性现金流量净额分别为811.03万元、2196.83万元和6912.12万元，呈大幅增加的趋势。

近三年，公司投资活动较多，资本性支出规模较大，2004~2006年投资活动产生的现金流量净额分别为-5186.44万元、-1517.41万元和-6897.60万元。

近三年，公司筹资活动现金流入主要为借款收到的现金，流出主要用于偿还借款和支付利息，2004~2006年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-4700.00万元、-741.66万元和7.63万元。

总体看，近三年，公司经营性现金流状况较为理想。但公司未来新建TFT设备生产基地投资规模较大，公司经营活动产生的现金流无法满足这一巨额的资本支出，公司对外部融资的依赖将进一步加强。

5、偿债能力

近三年，公司流动比率和速动比率均有所波动，截至2006年底，两项指标分别为137.56%和113.60%。公司短期偿债能力正常。

近三年，公司EBITDA利息倍数和债务保护倍数均逐年增加，2006年分别为13.05倍和0.34倍。整体看，公司对债务整体偿还能力正常。

经查人民银行贷款征信系统，未发现贷款本息逾期等不良信用记录。公司无对外担保和诉讼事项。

6、本期债券偿还能力

2007年公司拟发行5年期企业债券3000万

元，占公司2006年底总债务的27.78%，对公司债务影响较大。

公司未提供完整的未来五年经营预测。以2006年底财务数据为基础，不考虑其他因素进行测算，本期企业债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至48.89%和40.61%，债务负担趋重。

综合上述以及公司近三年的盈利增长速度和获现能力，公司对本期债券的整体偿还能力正常。

六、综合评价

国家产业政策的鼓励和扶持以及新型显示器件产业迅猛发展，给真空光电镀膜材料及其设备制造业带来很大的市场机遇和发展前景。

公司主要从事ITO透明导电玻璃等真空镀膜光电信息材料和成套光电镀膜设备的开发、生产和销售。公司是我国真空光电镀膜设备制造业唯一具备产业化和规模化生产能力的企业，在国内同业内具有较为明显的技术优势，近几年经营状况良好。

目前，公司资产质量较好，债务水平适中，盈利能力较强，经营性现金流状况较好，但公司计划投资规模较大，对外部融资依赖较大。公司整体信用风险较低。

附表 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
货币资金	996.32	934.08	956.24	-2.03
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	5152.58	4965.23	4889.43	-2.59
减：坏账准备				
应收账款净额	5152.58	4965.23	4889.43	-2.59
其他应收款	506.65	4012.93	3551.73	164.77
减：坏账准备				
其他应收款净额	506.65	4012.93	3551.73	164.77
预付账款	4684.25	3032.52	2976.43	-20.29
应收补贴款				
存货	1385.08	1284.88	2625.65	37.68
减：存货跌价准备				
存货净额	1385.08	1284.88	2625.65	37.68
待摊费用	2.82	329.51	75.72	418.18
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产	6.03			-100.00
流动资产合计	12733.73	14559.15	15075.20	8.81
长期股权投资	150.00			-100.00
长期债权投资	35.62	35.62	35.62	0.00
减：长期投资减值准备				
长期投资合计	185.62	35.62	35.62	-56.19
其中：合并差价				
固定资产原价	14402.50	16069.91	17258.62	9.47
减：累计折旧	4177.44	4500.88	5650.53	16.30
固定资产净值	10225.06	11569.03	11608.09	6.55
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	10225.06	11569.03	11608.09	6.55
工程物资				
在建工程	3639.68	8279.91	9326.59	60.08
固定资产合计	13864.74	19848.94	20934.68	22.88
无形资产	255.15	558.02	444.06	31.92
递延资产				
长期待摊费用	75.01	17.99		-100.00
无形资产及递延资产合计	330.16	576.01	444.06	15.97
资产总计	27114.25	35019.72	36489.56	16.01

附表 1-2 合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
短期借款	5046.64	4792.56	5450.00	3.92
应付票据	0.00	77.00	0.00	
应付账款	2295.82	2345.31	2831.22	11.05
应付工资	64.06	57.70	62.36	-1.34
应付福利费	59.25	100.38	81.52	17.30
预收账款	33.44	1568.12	1318.73	527.98
应交税金	163.24	224.65	135.95	-8.74
应付股利				
其他应付款	784.51	1858.67	845.68	3.83
其他应交款	12.90		1.33	-67.89
预提费用	216.36	319.78	232.57	3.68
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	8676.22	11344.17	10959.36	12.39
长期借款	5500.00	5350.00	5350.00	-1.37
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	29.56			-100.00
其他长期负债				
长期负债合计	5529.56	5350.00	5350.00	-1.64
负债合计	14205.78	16694.17	16309.36	7.15
少数股东权益	2222.37	2164.91	2321.00	2.19
实收资本（或股本）	6000.00	6000.00	6000.00	0.00
减：已归还投资				
实收资本（或股本）净额	6000.00	6000.00	6000.00	0.00
资本公积	549.83	1378.62	687.04	11.78
盈余公积	1056.60	1056.60	1470.06	17.95
其中：法定公益金	264.91	264.91		-100.00
未分配利润	3079.67	7725.42	9702.10	77.49
股东权益合计	10686.10	16160.64	17859.20	29.28
负债与股东权益合计	27114.25	35019.72	36489.56	16.01

附表 2 合并利润及利润分配表
 （单位：万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	15424.63	17103.21	18954.82	10.85
减：主营业务成本	11786.76	13701.43	13527.40	7.13
主营业务税金及附	14.06	25.51	18.85	15.79
加				
二、主营业务利润	3623.81	3376.27	5408.57	22.17
加：其他业务利润	8.56	207.29	198.66	381.75
减：销售费用	351.06	599.95	1020.36	70.48
管理费用	1270.25	985.74	1398.51	4.93
财务费用	514.77	429.58	652.16	12.56
三、营业利润	1496.29	1568.29	2536.20	30.19
加：投资收益	-			
补贴收入	164.50	420.00	100.00	-22.03
营业外收入	12.24			-100.00
减：营业外支出	8.24			-100.00
四、利润总额	1664.79	1988.29	2636.20	25.84
减：所得税	246.56	0.00	89.96	-39.60
少数股东收益		19.06	156.10	
五、净利润	1418.23	1969.23	2390.14	29.82
加：年初未分配利润	2435.36	5756.19	7725.42	78.11
盈余公积转入数	-609.03			-100.00
六、可供分配的利润	3244.56	7725.42	10115.56	76.57
减：提取法定公积金	109.93		413.46	93.94
提取法定公益金	54.96			-100.00
职工奖励基金				
七、可供股东分配的利润	3079.67	7725.42	9702.10	77.49
减：已分配优先股股利				
提取任意公积金				
已分配普通股股利				
应付普通股股利				
八、未分配利润	3079.67	7725.42	9702.10	77.49

附表 3-1 合并现金流量表

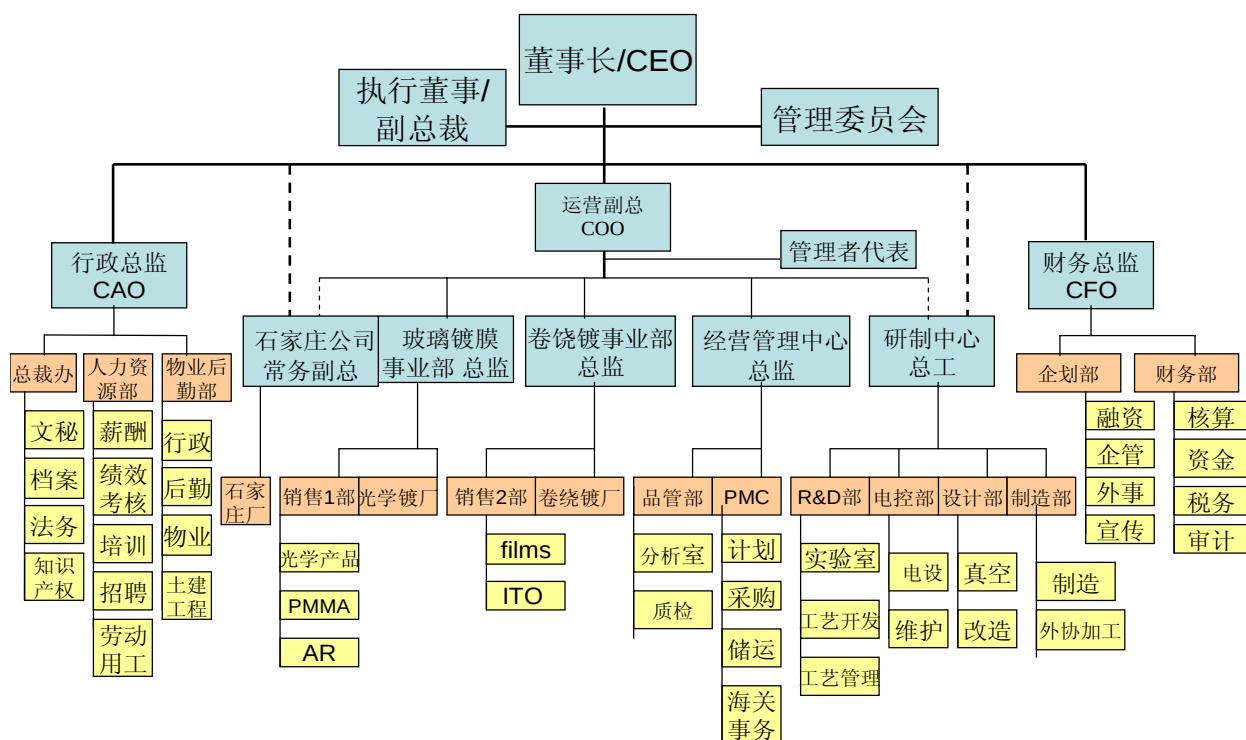
(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	14209.01	20198.10	21280.03	22.38
收到税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	31.34	2816.13	2802.98	845.72
现金流入小计	14240.35	23014.23	24083.01	30.05
购买商品、接受劳务支付的现金	10464.94	15863.94	14382.27	17.23
支付给职工以及为职工支付的现金	353.64	382.66	466.17	14.81
支付的各项税费	566.01	228.39	650.07	7.17
支付的其他与经营活动有关的现金	2044.73	4342.41	1672.38	-9.56
现金流出小计	13429.32	20817.40	17170.89	13.08
经营活动产生的现金流量净额	811.03	2196.83	6912.13	191.94
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金		150.00		
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	0.00	150.00	0.00	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	5186.44	1667.41	6897.60	15.32
投资所支付的现金				
支付的其他与投资有关的现金				
现金流出小计	5186.44	1667.41	6897.60	15.32
投资活动产生的现金流量净额	-5186.44	-1517.41	-6897.60	15.32
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金				
借款所收到的现金	5500.00	4792.56	5450.00	-0.46
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	5500.00	4792.56	5450.00	-0.46
偿还债务所支付的现金	800.00	5196.64	4792.56	144.76
分配优先股利润或偿付利息所支付的现金		337.58	649.81	
支付其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	800.00	5534.22	5442.37	160.82
筹资活动产生的现金流量净额	4700.00	-741.66	7.63	-95.97
四、汇率变动对现金的影响额				
五、现金和现金等价物净增加额	324.59	-62.24	22.16	-73.88

附表 3-2 合并现金流量表（续）
 （单位：万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现				
1、净利润	1418.23	1969.23	2390.14	29.82
少数股东收益		19.06	156.10	
计提的资产减值准备				
固定资产折旧	1014.87	323.44	1149.64	6.43
无形资产摊销	41.07		113.96	66.58
长期待摊费用摊销	-55.36		-17.99	-42.99
待摊费用的减少	-2.82	-326.69	253.79	
预提费用的增加	-407.98	103.42		-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长				
固定资产报废损失				
财务费用	514.77	429.58	652.16	12.56
投资损失				
递延税款贷项				
存货的减少	-861.18	100.20	-1340.78	24.78
经营性应收项目的减少	-1112.05	502.83	2095.44	
经营性应付项目的增加	261.48	2818.58	1423.69	133.34
其他		-3742.82		
经营活动产生的现金流量净额	811.03	2196.83	6912.13	191.94
2、现金与现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	996.32	934.08	956.24	-2.03
现金的期初余额	671.73	996.32	934.08	17.92
现金等价物的期末余额				
现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	324.59	-62.24	22.16	-73.87

附件4 公司组织架构图



附表 5 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出+少数股东损益) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

附表6 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 552 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市金洲精工科技股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市金洲精工科技股份有限公司
企业主体长期信用等级为

A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日

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

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市金洲精工科技股份有限公司

主体长期信用评级分析报告

评级结果: A⁻

评级展望: 稳定

评级时间:

2007 年 9 月 12 日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	24716.66	24149.44	30422.42
股东权益(万元)	9327.74	10529.42	11453.81
主营业务收入(万元)	15080.65	20274.36	23451.65
利润总额(万元)	2448.18	2736.46	3964.54
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
资产负债比率(%)	62.26	56.40	62.35
全部债务资本化比率(%)	54.69	51.12	54.72
净资产收益率(%)	21.75	21.86	29.41
流动比率(%)	103.75	86.63	93.82
EBITDA 利息倍数(倍)	16.03	9.97	11.25
债务保护倍数(倍)	0.44	0.54	0.50

分析员

孙 炜

电话 010-85679696-8870

邮箱 sunwei@lianheratings.com.cn

张志强

电话 010-85679696-8809

邮箱 mzhang@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

印刷电路板(以下简称“PCB”)行业处于快速发展阶段,产业链向中国转移的趋势也会持续很长时间,面对庞大的 PCB 行业市场需求,PCB 用微钻产品的未来市场前景广阔。

深圳市金洲精工科技股份有限公司(以下简称“公司”)是目前中国大陆最大的设计和生产硬质合金钻头、铣刀以及特殊精密刀具和精密五金模具的高科技企业,近年来公司处于快速发展阶段,总体经营态势良好,在 PCB 用微钻行业中处于领先地位,产品竞争力较强。

目前,公司资产质量较好,盈利能力强,偿债能力较强,债务负担重。

综合来看,公司的整体信用风险较低。

优势

1. PCB 用微钻产品下游需求增长较快,未来市场前景广阔。
2. 公司在大陆微钻市场占有率排名第一;
3. 公司科技研发和生产工艺水平高,在国内同行业中处于领先地位。

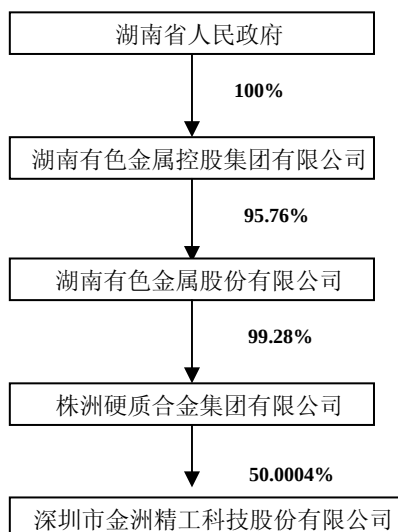
关注

1. 新型 PCB 板的出现要求公司不断调整产品结构,机械钻孔将面临激光等新型工艺的挑战;
2. 公司的债务负担重,债务结构不够合理,短期偿债能力偏弱。

一、主体概况

深圳市金洲精工科技股份有限公司（以下简称“公司”或“金洲精工”），其前身是深圳市金洲硬质合金有限公司，成立于1986年6月10日，系经深圳市人民政府批准的合资经营（港资）企业，2004年4月6日深圳市人民政府以深府股[2004]10号文批复，同意深圳市金洲硬质合金有限公司以整体变更方式改组设立为金洲精工，注册资本为人民币2,975.75万元。经多次股权变更，公司现有的股东及持股比例主要为：株洲硬质合金集团有限公司（50.0004%）、深圳市中金岭南有色金属股份有限公司（25.0002%），详见附表5。据图1，公司的最终实际控制人是湖南有色金属控股集团有限公司（以下简称“湖南有色”）。

图1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司主要生产经营印制电路板（以下简称“PCB”）用精密微型钻头、铣刀及与IT行业相关的刀具、各类精密模具。2000年4月14日经深圳市科学技术局“深科[2000]16号”文认定为高新技术企业。

公司下设综合管理部、人力资源部、财务部、技术中心、市场营销部、贸易部、质量保

证部、生产部、市场项目部、审计部等10个职能部门和1家分公司，无全资子公司和控股子公司。

截至2006年底，公司资产总额30,422.42万元，负债总额18,968.62万元，所有者权益11,453.81万元；2006年实现主营业务收入23,451.65万元，利润总额3,964.54万元。

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

二、行业分析

公司主要从事PCB用微钻、圆片切刀、模具的生产和销售。

行业市场空间广阔

PCB用微钻是PCB生产中主要耗材之一，作为PCB的配套行业，微钻制造行业的发展与PCB行业密切相关。随着全球PCB行业向亚洲地区转移，PCB用微钻市场格局也发生较大的变化，日本、中国大陆和韩国分别占全球PCB用微钻市场的24.6%、23.7%和10.7%（参见表1）。随着全球知名PCB企业纷纷在中国落户和中国本土的PCB企业发展，中国已逐步成为世界PCB最大的制造中心和技术中心之一。

表1 2005年PCB产值全球范围区域分布

排 序	地 区	金额（百万美元）	占有率（%）
1	日本	10450	24.6
2	中国大陆	10060	23.7
3	台湾	5980	14.1
4	韩国	4533	10.7
5	美国	4360	10.3
6	德国	1220	2.9
7	泰国	967	2.3
8	新加坡	545	1.3
9	马来西亚	455	1.1
10	菲律宾	386	0.9
前十名产出总值		38956	91.9

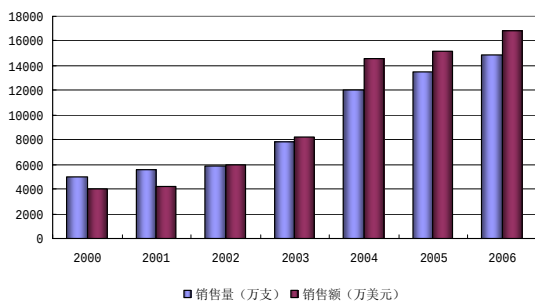
资料来源：摘自PCB专业资讯公司Prismark

根据Prismark 2006年初预测，PCB产业作为信息产业的上游，在未来几年将保持高速增

长。2010年全球的PCB总产值将由2005年的400亿美元上升到537亿美元，比2005年增加34.04%，其中，欧美的产值基本不变，增长的动力主要来自亚洲。中国大陆PCB总产值将从2005年的93.96亿美元上升到2010年的179亿美元，年增长速度超过两位数。

中国大陆PCB行业的持续增长带动了PCB用微钻行业的迅速发展，根据中国印制电路行业协会（CPCA）的统计，我国全国微钻销售量及销售总额都呈现快速增长态势，近三年年均增长分别为11.27%和7.27%（参见图2）。中国华南、华东地区是PCB产业的集聚地，相应的两地区PCB用微钻产业也非常发达。

图2 中国PCB用微钻行业统计



资料来源：中国印制电路行业协会 CPCA

国内外市场竞争激烈

国际市场方面，全球PCB用微钻厂商以日本、台湾、德国厂商为主，2004年排名见表2。其中，金洲精工凭借德国引进的全套PCB用微钻的先进技术和生产设备，生产、设计、检测等能力提升至国际水平，2004年金洲精工在国际PCB用微钻市场占有率约为3.01%，2006年占国际PCB用微钻产能的5%，排名全球第五，目前的主要竞争对手主要是日本和台湾地区的众多生产商。

国内市场方面，生产PCB用微钻的主要厂家有金洲精工、上海上工国际精密工具有限公司、西安渭河精密工具有限公司、浙江瑞亨精密工具有限公司、陕西品鼎硬质合金工业发展有限公司等，2006年，金洲精工在中国大陆微钻市场上市场占有率排名第一（12%），但仍面

临激烈竞争压力。

表2 2004年全球PCB用微钻行业重要企业

序号	厂家	所属国家/地区	年销量(万支)	全球市场占有率
1	UNIONTOOL	日本	17300	26.62%
2	TCT	台湾	12000	18.46%
3	TUNGALOY	日本	4000	6.15%
4	TOP	台湾	3000	4.62%
5	HP TEC	德国	3000	4.62%
6	KYOCERA TYCOM	日本	2500	3.85%
7	金洲精工	中国	1957	3.01%
8	KEMMER RAZISION	德国	1900	2.92%
9	SIMITOMO	日本	1900	2.92%
10	HAM	德国	1800	2.77%

资料来源：中国印制电路行业协会 CPCA

未来发展前景庞大

PCB用微钻是PCB加工过程中的主要耗材，其需求与PCB行业息息相关，中国PCB行业的飞速发展将给PCB用微钻行业带来巨大的发展空间。

PCB是当代电子元件业中最活跃的产业，其行业增长速度一般都高于电子元件产业3个百分点左右，需求升级与产业转移是推动行业发展的基本动力。我国2003年~2005年PCB产值分别为501亿元、661亿元、869亿元，年度产值同比增长分别为33%、32%、31%，从区域发展趋势看，PCB产业重心正向由原先的美国、日本和欧洲向亚洲大规模转移，我国已跨进世界PCB大国之列。截至2006年底，我国内地PCB生产企业目前分布如下：东北3%，华北12%，西北3%，西南9%，华东27%，华南42%，中南4%；PCB材料企业分布情况则是：东北8%，华北18%，西北3%，西南7%，华东33%，华南25%，中南6%。我国未来PCB的发展在扩大产量的同时，将更要注重于提高性能和质量，印制电路专用设备工业不再是低水平的仿造，而是向生产自动化、精密度、多功能、现代化设备发展，生产技术会采用液态感光成像、直接电镀、脉冲电镀、积层多层板等新工艺，行业的高成长性以及产品结构的调整将给PCB产业链中相关公司带来了发展机遇和挑战。

总的来看,面对庞大的下游行业市场需求,PCB用微钻产品未来的发展空间很大,在未来几年内的行业风险较小。

三、企业基础素质

1. 企业规模

公司的制造工厂位于深圳市龙岗区高新技术产业园,厂址距深圳市区35公里,距深圳机场50公里,交通便利。公司拥有先进的生产设施和占地27000平方米生产和研发基地。

公司具备了从选材、设计和生产相配套的自主研发能力,2006年公司研发费用投入达到销售收入的4%以上,与国内多所著名大学开展产学研项目,主要的技术攻关方向为材料、工艺、设计、使用四个方向,目前已拥有5项专利,近三年5项产品通过市级新产品鉴定。

2006年,公司在中国微钻市场上市场占有率排名第一,全球微钻市场排名上升到第五位。

2. 人员素质

公司现有经营层高级管理人员5人。

公司董事长周菊秋先生,出生于1943年,中南大学冶金专业毕业,教授级高级工程师,中国钨协会会长、中国有色金属工业协会副会长。公司总经理黄巍先生,出生于1960年,中央党校经济专业毕业,工程师,2001年~2002年进修完中国人民大学研究生院MBA全部课程,历任株洲硬质合金厂总调度室计划调度员、副主任、主任和生产处副处长,1996年8月调任深圳金洲硬质合金有限公司任副总经理,1997年3月至今任公司总经理兼党支部书记。

截至2006年底,公司职工总数为490人。按学历构成划分,大专以上学历占29.39%,高中及大专学历占69.59%,初中以下学历占1.02%;按年龄构成划分,50岁及以上占1.22%,30~50岁占24.69%,30岁以下占74.09%;按职称划分,初级占6.53%,中级占5.71%,高级占1.43%。

总体看,目前其他公司高层管理人员均具

备较高的专业素养和丰富的中小型企业管理经验,管理团队稳定;公司员工的文化程度一般,年龄结构合理,人员整体素质较好。

3. 外部支持

股东支持

株洲硬质合金集团有限公司(以下简称“株硬集团”)作为金洲精工的控股股东,持有公司50.0004%的股份。株硬集团是国内最大的硬质合金及钨、钼、钽、铌产品研发与生产基地,拥有国家级技术中心、分析测试中心和博士后科研工作站,曾先后被授予全国500家最佳经济效益工业企业、企业技术进步奖、国家质量管理奖、全国质量效益型先进企业特别奖单位、中国100家最大自营进出口企业等40多项国家级荣誉称号,先后被国家经贸委确定为扶优扶强300家企业、520家国家重点企业之一,并被湖南省认定为“十大标志性工程”企业。

2006年10月,株硬集团的母公司湖南有色发行短期融资券10亿元,分配给金洲精工3,000万元,期限一年,较好地缓解了金洲精工资金上的压力。株硬集团和湖南有色,作为控股方可为公司融资提供担保等便利。

政府支持

PCB用微钻是PCB板材钻孔及板边成型的专用加工刀具,属于《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》(2000年修订)中第十三类信息产业第38项“电子专用设备、仪器、工模具制造”,享受国家财政、税收等方面的鼓励和扶持。此外,生产微钻的硬质合金材料工业属于《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》(2000年修订)中第十五类有色金属第18项“高性能、高精度硬质合金、锡化合物、铋化合物及陶瓷材料制造”,也被国家列为重点扶持的产业。国家对PCB用微钻及其上下游产业的扶持政策为PCB行业的发展创造了良好的政策环境。

深圳市政府为高新技术企业提供了一系列政策支持,公司正享受的政府优惠政策包含:

新产品退税、研发费用补助及技术改造项目。

近三年公司取得的政策扶持金额总计188.56万元，其中技术进步贷款贴息33.2万元，创新型企业科研资金补贴100万元，增值税返还17.56万元，所得税返还23.25万元，广东省名牌产品奖励10万元及出口收入补贴456.05万元。

四、经营管理

1. 法人治理和公司管理

公司已按《公司法》要求，并根据《公司章程》，建立了较为完善的法人治理结构。公司设有股东会、董事会和监事会。股东会为公司最高决策机构，公司实行董事会领导下的总经理负责制，董事长是企业的法定代表人。公司对授权经营管理范围内的国有资产及其产权直接行使资产收益、重大决策、选择管理者等出资者权力，正不断完善股东大会、董事会、监事会和经营管理层之间相互制衡的管理体制。公司董事会成员11人（其中独立董事4人），监事会5人。

公司董事会下设提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会、战略与决策委员会，协助董事会行使其职能。

公司采用总经理负责制下的分职能部门的管理体制，总理由公司董事会聘任，根据业务需要，设置了十个职能部门和一个分公司。

在管理体系方面，公司的质量管理体系、环境保护体系通过英国BSI认证。

在管理制度方面，公司先后制定了包括组织管理、营销管理、生产管理、技术管理、行政管理、财务管理、质量管理等管理制度，以及《公司治理纲要》、《财务内控制度》、《会计核算办法》、《公司投资管理制度》、《公司对外担保管理规定》等一系列管理制度。以上制度在股东大会、董事会和监事会等机构的监督下有效执行。同时根据财务会计制度的要求，公司建立了完备的财务内部控制制度，如内部会计控制制度、资金内控制度、固定资产内控制

度、筹集资金内控制度、成本费用内控制度、财务内部稽核制度等，加强了公司内部的财务控制管理。

总体来看，公司在所有重大方面已建立了较为健全、合理的内部控制制度，并得到有效执行，从而保证了公司经营管理的正常进行。

2. 经营分析

公司围绕“精壮主业，发展两翼”的战略目标，市场主要分布在华南、华东和华中等地区，已成为年销售收入2.35亿元的高新技术企业。

公司微型钻头的销售收入占整个销售收入的82%以上，主营业务突出。近三年，公司的销售收入年平均增长率高于30%，保持了良好的发展势头，微钻连续三年的产销率都高于93%，平均为94.73%（参见表3），2006年销售毛利率为36.51%，较上年同期的32.03%高出4.5个百分点，主要得益于产品销售结构的调整、销售规模的扩大及加工成本的降低。

表3 2004~2006年产品产量和分部销售情况表

产销量（万支）	2004年	2005年	2006年
微钻产量	2171	2776	3582
微钻销量	2039	2700	3332
产销率	93.92%	97.26%	93.02%
其中：			
本部内销	1597	1866	2314
上海分公司	187	372	526
海外市场	255	397	402
贸易部代销	--	65	90

数据来源：公司提供

主营业务收入构成

公司主营业务突出，主要经营收入主要来自微钻的销售，2004年~2006年微钻业务收入占主营业务收入的比重均在89.14%以上，门市贸易是一些代理产品销售，2006年其它收入占7.6%（主要为模具、圆片及合金、立体刀具）（参见表4）。

公司主营业务收入按地域分类，2006年底，华南、华东和出口（国外）分别占主营业务收入的68.59%、16.32%和12.94%（参见图3），市

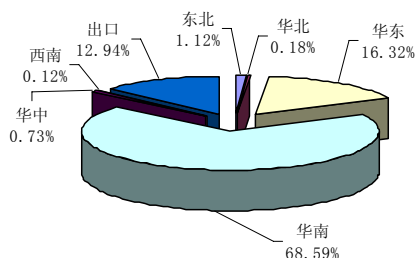
场主要分布在华南、华东地区，其中华南地区的业务收入达到16,084.77万元。

表 4 2004~2006 年主营业务收入构成 单位：万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
微钻	12902.79	17942.09	20905.34	27.29%
门市贸易	1017.85	1096.76	763.87	-13.37%
其他	1160.61	1235.50	1782.45	23.93%
总计	15080.65	20274.36	23451.65	24.70%

资料来源：2004、2005、2006 年度公司财务报表

图3 2006年主营业务收入区域构成



资料来源：2006 年度公司财务年报

2006年，公司主营业务收入中前五名客户销售收入占26.25%，其中占比超过5%以上的有东莞黄江瑞升科技电子厂（8.04%）和汕头超声印制板（二厂）有限公司（5.60%），公司对主要客户的依赖程度一般。

生产及研发设备

截至2007年7月底，公司现拥有主要生产设备461台（套），其中数控设备205台，同时拥有从瑞士ROLLMATIC公司引进的CNC4000XD、CNC2000XD、CNCNP4、CNC100P2、CNC148P4、CNC24F3、CNC100D、RPG等120多台高精度、高自动化程度、高生产效率的生产设备。

公司同时拥有配备完善的技术研发中心及装备先进的测试中心，研发中心有世界一流的微钻加工设备（CNC4000等）、顶级的测试设备（Hitachi 35万转钻机等）以及材料分析仪器，配备45名研究人员，博士和高工所占的比例为11%，硕士和工程师占44%，本科占38%。

凭借先进生产与研发优势，公司微钻产品

品种、规格齐全，微型钻头范围在 $\phi 0.02 \sim \phi 6.5\text{mm}$ 之间，铣刀范围在 $\phi 0.4\text{mm} \sim \phi 3.175\text{mm}$ 之间，每间隔0.05mm便有一种规格的产品，品种多达数百种，2004~2006年公司PCB用微钻产量年均增长28.45%，2006年底产量达到3582万支（参见表3）。

销售策略及网络建设

近三年来，公司的销售收入增长率高于30%，产品的产销率均高于93%（参见表3）。

在合理的定价策略基础上，公司制定了规范的微钻报价管理制度，规定了较为详细的报价管理权限，由营销部门按照规定的权限报批后对外报价。

在目标市场选择上，国内主要是中国大陆排名靠前的PCB制造厂家：欣兴、精英、至卓、伟创利、惠亚、CMK、捷裴电、名幸等大型的台资、港资、美资、日资等大中型PCB厂，此外，优质的中小PCB厂也已经纳入公司的目标范围；海外的目标市场包括日本、韩国、欧美等PCB制造高水平地区，也包括南亚、东南亚等线路板前景广阔的地区。

公司销售方式上，主要包括直销和代理两种。内销基本上以厂到厂的直销方式为主，与一些知名的PCB生产厂商有着多年合作关系，建立了稳固的直销客户关系，此外，公司在距离公司较远电路板生产企业非常集中的地方设立分公司，如在上海设立上海分公司；在电路板生产企业分布很少但相对集中的地方通过培育代理商进行销售，如成都侨台；针对广东省内零售客户，公司利用公司贸易部现有的平台进行销售。

公司海外市场的拓展形式主要以发展优良的代理商为主，兼顾直销。公司海外销售网络遍及亚、欧、美等大洲，在日本、韩国、台湾地区、香港、泰国、印度尼西亚、新加坡、意大利、西班牙、德国、英国、瑞士、巴西、墨西哥、美国、加拿大等国设立了地区经销商，主要有日本的SNALLOY、北美的MATRIX、韩国的N S KOREA、泰国的

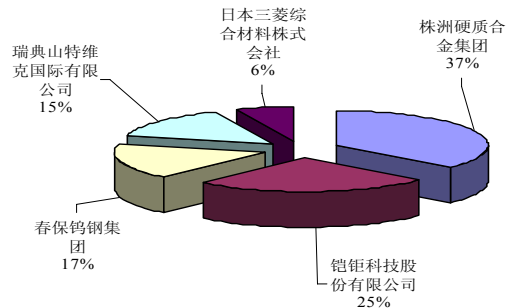
BESTRADE、法国的 DEGLARGE 等，在节约开发成本的前提下，充分利用当地原有的资源和渠道，开发国际市场的用户，凭借良好的品质，与这些企业建立起稳固而良好的合作关系。

成本及原材料

公司直接材料主要是钨钴合金棒材。

2006年度公司前五大原材料供应商的合计采购钨钴合金棒材金额所占比例如图4。

图 4 2006 年公司向前五大原材料供应商采购比例



资料来源：公司提供

公司主要原材料钨钴合金棒材的采购渠道包括：株洲硬质合金集团、日本三菱综合材料株式会社、瑞典山特维克国际有限公司、春保钨钢集团、钨钼科技股份有限公司。公司已经与主要的供应商建立了稳定的供应关系，货源充足，质量可靠，采购渠道保障性较好，钨钴合金棒材价格预计没有大的变动，采购大部分为 60 天付款。

3、未来发展

公司目前重大在建项目为“PCB 用微钻扩产技术改造项目”，项目总投资为 18,714.1 万元，其中新增固定资产投资为 14,600 万元（含外汇 1,535 万美元），全部来源于募集资金；新增流动资金投资 4,114.1 万元，部分来源于募集资金，截至 2006 年底已投入资金 1,3000 万元，2007 年资金需求为 5000 万元，完成部分建设。

“微钻技改项目”为“PCB 用微钻扩产技术改造项目”分步实施的一部分，总投资 6,600 万元，本期债券 4,000 万元将全部用于微钻技改项目，其他资金自筹，2007 年底该项目能提升产能达到 5,000 万支（见表 5）。

未来几年公司还将继续通过扩建项目来提升微钻产能，项目情况尚具有一定的不确定性，如果项目建成投产，新增产能释放将较为迅速，2011 年预计达到 10000 万支（见表 6）。

表 6 未来五年技改投资规划 单位：万支

年度	2007	2008	2009	2010	2011
累计产能计划	5000	5500	6800	8300	10000
新增产能	1200	500	1300	1500	1700

数据来源：公司提供

表 5 公司主要在建项目

项目名称	项目概况	总投资 (万元)	资金筹措方案	
			发债	自筹
PCB 用微钻扩产技术改造项目	第一部分：本项目将利用车间现有生产面积，改进生产工艺，提高生产效率，补充部分关键设备；第二部分：利用车间预留的车间（生产厂房二楼），组建新产品生产线；第三部分：清洗、检验、包装等辅助工序，利用现有面积，补充部分设备，将公司微钻产能从目前的 3800 万支提升至 5500 万支。	18714.1	--	--
其中： 微钻技改项目	2007 年底微钻 5000 万支生产能力。	6600	4000	2600

备注：微钻技改项目为 PCB 用微钻扩产技术改造项目分步实施的一部分。
数据来源：公司提供

根据公司提供的未来五年经营预测，产品销量将会保持较高的增长速度，预计到 2011 年实现销售收入 60,000 万元（其中：微钻 4.5 亿元、模具 6,000 万元、微型刀具 5,000 万元、其它 4,000 万元）；税后净利润 5,666 万元（参见表 7）。

表 7 未来五年经营预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
主营业务收入	27000	34000	42000	51000	60000
利润总额	3952	4632	5152	5804	6786
净利润	3300	3868	4302	4846	5666
负债	22094	23981	26447	28978	30965
所有者权益	12062	13529	15563	18032	21045
经营活动产生的现金流入	27000	34000	42000	51000	60000
经营活动产生现金流入净额	6500	7500	8500	9500	10160
计算指标	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
资产负债率	64.69%	63.93%	62.95%	61.64%	59.54%

数据来源：公司提供

公司考虑到微钻销售价格可能因竞争因素出现下浮，五年盈利预测较为谨慎，产能释放同时凭借公司的先进设备及健全的销售网络，公司的发展前景较好，随着公司微钻技改项目建设周期的完成和逐步投产，公司未来五年目标实现的可能性较大。债务负担方面，根据公司近年的经营现金流状况预测，公司当前的债务预测基本能满足公司项目的资金缺口，负债增长预测合理，但未来几年内，公司债务负担仍然偏重。

五、财务分析

公司提供的2004~2006年财务报表经深圳鹏城会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见。

公司近三年报告期无发生重大会计政策、会计估计变更事项，公司合并范围的变化不大。近三年公司的财务数据可比性较强。

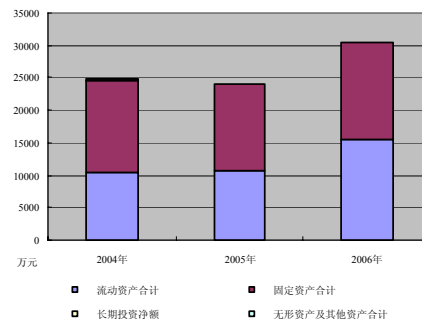
截至2006年底，公司资产总额30,422.42万元，所有者权益11,453.81万元；2006年实现主

营业务收入23,451.65万元，利润总额3,964.54万元。

1. 资产质量

2004年~2006年，公司资产总额年平均增长率为10.94%，波动较大（参见附表1-1）。截至2006年底，公司资产总额30,422.42万元，其中流动资产占50.97%，固定资产合计占48.86%，无形资产和其他资产占0.17%，公司资产以固定资产和流动资产为主（参见图5），资产布局基本符合产业要求。

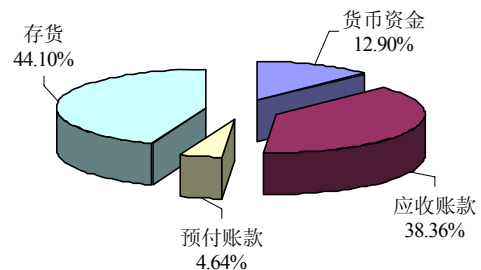
图 5 资产构成情况



数据来源：2004、2005、2006 年度公司财务年报

近三年公司流动资产年均增长31.87%，截至2006年底，公司流动资产为15,506.40万元。从流动资产构成来看（参见图6），占比在5%以上的为货币资金、应收账款、其他应收款和存货。

图 6 2006 年流动资产构成情况



数据来源：2006 年度公司财务年报

近三年公司货币资金规模保持稳定增长，年均增长率26.21%，截至2006年底，公司货币资金余额为1,992.17万元，占流动资产的13%。

近三年公司存货增长速度基本和收入增长程度吻合，存货年均增长22.79%。截至2006年底，公司存货余额为6,812.66万元，占流动资产的44%，公司计提119.04万元减值准备，其中库存商品占55.50%，原材料占28.41%，增长幅度较大，比期初增加70.8%，主要是公司产销规模扩大，生产能力增加后相应增加的原材料库存，另外，剩下的16.09%为包装物、低值易耗品、自制半产品和在产品。

近三年公司应收账款增长速度略高于收入增长幅度，年均增长30.43%，截至2006年底，公司应收账款余额为5,926.44万元，占流动资产的38%，从账龄分布看，一年以内的占97.02%，1-2年的占2.75%，2-3年的占0.16%，3年以上的占0.07%，账龄结构较合理。从债务人分布看，前五名单位累计欠款占应收账款的27.65%，集中度较分散，账龄基本为一年以内，回收风险较低，公司未计提坏账准备。

从流动资产的运营效率指标看（参见附表4），近三年公司销售债权周转次数呈小幅波动下降趋势，2006年为4.71次，应收账款的回款周期较短；近三年公司存货周转次数略有下降，2006年为2.55次，存货的变现速度一般。

从非流动性资产来看，2006年底，公司已无长期股权投资和无形资产，固定资产原值30,792.75万元，累计折旧16,002.19万元，主要原因在于公司采用五年快速折旧政策，增强公司承担风险的能力。固定资产净额14,790.56万元，主要为机器设备（占固定资产的82.65%）和房屋及建筑物（占14.47%）。截至2006年底，公司在建工程和工程物资合计73.21万元。

综上，流动资产在公司总资产中比重适中且各项目安全性较高，应收账款和存货周转速度虽略有下降但仍保持正常，公司资产整体流动性较好。

2. 负债与所有者权益

近三年公司所有者权益年均增长率为10.81%，（参见附表1-2），主要来自于盈余公积

和未分配利润的增加，2006年每股分配现金股利0.40元。

截至2006年底，公司所有者权益中，实收资本占53.35%，资本公积占2.51%，盈余公积占34.40%，稳定性一般。

近三年公司负债总额年均增长11.02%。截至2006年底，公司负债总额18,968.62万元，其中流动负债占87.14%，长期负债占12.86%，负债结构不合理。

近三年公司流动负债年均增长28.83%。截至2006年底，公司流动负债16,528.62万元，以短期借款（65.46%）和应付账款（24.67%）为主，公司流动负债2006较2005年同期相比增加4,108.59万元，其中银行借款增加1,108.29万元（2005年一年内到期的长期负债3,250.00万元），应付账款增加2,391.45万元。

近三年公司净资产增长速度与负债的增长速度相当，资产负债率比较稳定，2006年底为62.35%，资产负债率偏高。

从最近三年公司的债务规模看，长期债务波动幅度大，导致长期债务资本化比率也有较大的波动；债务总额相对稳定，公司近三年的全部债务资本化比率比较稳定，2006年底为54.72%，债务负担重。

本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将在2007年上升幅度较大，债务负担将进一步加重。

3. 盈利能力

近三年公司主营业务收入年均增长24.70%，主要是公司主业产品（微钻）和两翼产品（模具和立体刀具）产销量大幅增长；同时，由于主营业务成本和期间费用得到有效控制，公司主营业务利润和利润总额也有较大幅度的增长，年均增长率分别为21.56%和27.26%，总体经营态势良好。

从盈利指标看，近三年公司主营业务利润率虽有波动，但始终维持在30%~40%的较高水平，2006年为36.22%；公司总资产收益率、净

资产收益率持续增长，2006年这两项指标分别为16.22%和29.41%，整体盈利水平较高。

4. 现金流量

近三年公司经营活动产生的现金流入量逐年增长（参见附表3-1），年均增长幅度为49.50%。2006年公司的经营性现金流量净额6,164.66万元，同比增长32.99%，经营性现金流状况较好。

从收入实现质量看，2004~2006年公司现金收入比率分别为91.16%、89.05%和94.03%，资金回笼情况较差。

近三年公司的投资活动现金流入规模不大，2006年底现金流入为收回投资所收到的现金200万元；从投资活动现金流出看，主要为购建技改项目设备所支付的资本性支出。

2004~2006年公司筹资活动现金流量净额分别为5,401.39万元、-1,695.97万元和-547.68万元，近三年筹资活动现金流入渠道主要以银行短期借款为主。

总体看，近三年公司经营性现金流状况较好，为投资活动资金的主要来源，随着微钻技改项目的建设，未来几年公司资金需求的压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率和速动比率有所波动。2006年两项指标分别为93.82%和52.60%，流动比率、速动比率两项指标较2005年同期均有改善，短期偿债能力虽有所加强，但总体仍偏弱。

近三年公司筹资活动前现金流量净额分别为-4,441.35万元、1,113.35万元和1,699.68万元。筹资活动前现金流量净额利息保护倍数和筹资活动前现金流量净额债务保护倍数与筹资活动前现金流量净额均呈同向变化趋势，2006年两项指标分别为2.32倍和0.41倍，筹资活动前现金流量净额对当期需偿还有息债务与利息能力基本正常。

从长期偿债能力指标看，近三年公司利润总额和利息支出的同幅度增长，EBITDA利息保护倍数较为稳定，2006年底为11.25倍，EBITDA对利息的偿付能力较强；近三年公司利润总额的增长幅度略高于债务的增长幅度，债务保护倍数呈现波动上升趋势，2006年底为0.50倍，公司对整体债务的保护能力较强。

截至2006年底，公司无重大担保、诉讼事项。

6. 本期债券偿还能力

公司本次拟发行5年期债券额度为4000万元，截至2006年底，公司现金类资产1996.10万元，为本次短期融资券发行额度的0.50倍，现金类资产对本期短期融资券保障能力较弱。

以公司预测的未来五年的财务数据计算（参见表7），公司经营活动产生的现金流入分别为27,000万元、34,000万元、42,000万元、51,000万元和60,000万元，分别为本期债券发行额度的6.75倍、8.5倍、10.5倍、12.75倍和15倍；公司未来五年经营活动现金流量净额分别为6,500万元、7,500万元、8,500万元、9,500万元和10,160万元，分别为本期债券发行额度的1.63倍、1.88倍、2.13倍、2.28倍和2.54倍。总体看，未来公司经营活动产生的现金流对本期债券覆盖程度稳步提高。

截至2007年6月底，公司从中国银行东门支行等多家银行和深圳市有色金属财务有限公司共获得授信额度16090万元，其中尚未使用的授信额度1368万元。公司间接融资渠道较畅通。

六、综合评价

PCB行业处于快速发展阶段，市场前景广阔，面对庞大的PCB行业市场需求，PCB用微钻产品未来的发展空间很大。

公司是中国大陆最大的设计和生产硬质合金钻头、铣刀以及特殊精密刀具和精密五金模具的高科技企业；在规模、技术、市场等方面

拥有一定的优势，近两年公司发展稳健，整体经营状况良好。

目前，公司资产质量好，盈利能力强，现金流状况稳定增长；公司整体偿债能力较强，债务负担重，债务结构不够合理，短期偿债能力偏弱。

综合来看，公司的整体信用风险较低。

附表 1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	1250.76	833.57	1992.17	26.21
短期投资	33.90	200.00	--	--
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额	33.90	200.00	--	--
应收票据	217.00	69.92	3.93	-86.55
应收股利				
应收利息				
应收账款	3483.46	3963.03	5926.44	30.43
其他应收款	164.33	138.42	54.36	-42.49
减：坏账准备				
应收账款净额	3647.80	4101.46	5980.80	28.05
预付账款	655.94	675.47	716.85	4.54
应收补贴款				
存货	4518.75	4879.41	6812.66	22.79
减：存货跌价准备				
存货净额	4518.75	4879.41	6812.66	22.79
待摊费用	8.53	--	--	--
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	10332.67	10759.83	15506.40	22.50
长期投资				
长期股权投资	125.39	125.39	--	--
长期债权投资				
长期投资合计	125.39	125.39	--	--
减：长期投资减值准备				
长期投资净额	125.39	125.39	--	--
其中：合并价差				
固定资产				
固定资产原值	24576.89	26770.72	30792.75	11.93
减：累计折旧	10328.43	13514.33	16002.19	24.47
固定资产净值	14248.45	13256.39	14790.56	1.88
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	14248.45	13256.39	14790.56	1.88
工程物资				
在建工程	--	7.84	73.21	--
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	14248.45	13264.23	14863.76	2.14
无形资产及其他资产				
无形资产				
开办费				
长期待摊费用	10.14	--	52.26	126.96
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	10.14	--	52.26	126.96
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	24716.66	24149.44	30422.42	10.94

附表 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	5727.98	6461.71	10820.00	37.44
应付票据	100.00	100.00	580.00	140.83
应付帐款	1748.73	1685.51	4076.96	52.69
预收帐款	335.38	335.35	487.34	20.55
代销商品款				
应付工资	174.00	75.95	--	--
应付福利费	23.91	0.99	31.84	15.40
应付股利				
应交税金	460.18	9.45	348.03	-13.04
其他应交款	2.08	1.28	7.25	86.65
其他应付款	1386.66	499.21	145.45	-67.61
预提费用	--	0.58	31.76	--
一年内到期的长期负债	--	3250.00	--	--
其他流动负债				
流动负债合计	9958.92	12420.02	16528.62	28.83
长期负债				
长期借款	5430.00	1200.00	2440.00	-32.97
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	5430.00	1200.00	2440.00	-32.97
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	15388.92	13620.02	18968.62	11.02
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	6110.90	6110.90	6110.90	0.00
资本公积	288.00	288.00	288.00	0.00
盈余公积	432.81	778.05	1114.93	60.50
减：未确认投资损失				
未分配利润	2496.04	3352.47	3939.98	25.64
外币报表折算差额				
所有者权益合计	9327.74	10529.42	11453.81	10.81
负债及所有者权益合计	24716.66	24149.44	30422.42	10.94

附表 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	15080.65	20274.36	23451.65	24.70
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	15080.65	20274.36	23451.65	24.70
减: 主营业务成本	9301.36	13781.16	14888.79	26.52
主营业务税金及附加	31.16	74.37	69.30	49.12
二、主营业务利润	5748.13	6418.83	8493.56	21.56
加: 其他业务利润	20.26	62.79	121.44	144.85
减: 存货跌价损失				
营业费用	907.09	1119.71	1281.46	18.86
管理费用	2032.53	2166.79	2725.48	15.80
财务费用	477.60	632.03	796.37	29.13
三、营业利润	2351.16	2563.10	3811.70	27.33
加: 投资收益	-1.22	6.12	24.60	--
补贴收入	99.09	168.36	188.61	37.97
营业外收入	--	0.17	3.85	--
减: 营业外支出	0.85	1.29	64.21	766.98
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	2448.18	2736.46	3964.54	27.26
减: 所得税	419.61	434.82	595.79	19.16
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	2028.57	2301.64	3368.75	28.87
加: 年初未分配利润	1530.43	2496.04	3352.47	48.00
盈余公积转入数				
六、可供分配的利润	3559.00	4797.67	6721.21	37.42
减: 提取法定盈余公积	202.86	230.16	336.87	28.87
提取法定公益金	101.43	115.08	--	--
七、可供股东分配的利润	3254.71	4452.43	6384.34	40.06
减: 应付优先股股利	--	1099.96	--	--
提取任意盈余公积				
应付普通股股利	--	--	2444.36	--
转作股本的普通股股利	758.68	--	--	--
其他				
八、未分配利润	2496.04	3352.47	3939.98	25.64

附表 3-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	13747.54	18055.07	22051.34	26.65
收到的租金				
收到的税费返还	--	0.63	100.35	--
收到的其他与经营活动有关的现金	394.44	869.17	783.92	40.98
现金流入小计	14141. 98	18924. 87	22935. 62	27.35
购买商品、接受劳务支付的现金	6561.14	6752.58	9488.94	20.26
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	1255.35	1559.88	1929.52	23.98
支付的各项税费	2073.59	2971.64	3215.72	24.53
支付的其他与经营活动有关的现金	1493.76	3004.60	2136.77	19.60
现金流出小计	11383. 85	14288. 68	16770. 95	21.38
经营活动产生的现金流量净额	2758. 13	4636. 18	6164. 66	49.50
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	--	33.76	200.00	--
取得投资收益所收到的现金	--	6.12	11.98	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	1.00	--	--	--
收到的其他与投资活动有关的现金	--	--	8.23	--
现金流入小计	1. 00	39. 88	220. 21	1383. 96
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	7102.61	3362.71	4685.20	-18. 78
投资所支付的现金	97.87	200.00	--	--
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	7200. 48	3562. 71	4685. 20	-19. 34
投资活动产生的现金流量净额	-7199. 48	-3522. 83	-4464. 98	-21. 25
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	--	8719.00	--	--
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	10035.71	91.90	15477.78	24.19
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	10035. 71	8810. 90	15477. 78	24.19
偿还债务所支付的现金	3212.86	9344.79	13036.09	101.43
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利或利润所支付的现金	1329.55	1101.48	2926.85	48.37
偿付利息所支付的现金				
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金	91.92	60.60	62.52	-17.53
现金流出小计	4634. 33	10506. 87	16025. 46	85.96
筹资活动产生的现金流量净额	5401.39	-1695.97	-547.68	--
四、汇率变动对现金的影响	38.05	165.44	6.60	-58. 36
五、现金及现金等价物净增加额	998. 09	-417. 18	1158. 59	7. 74

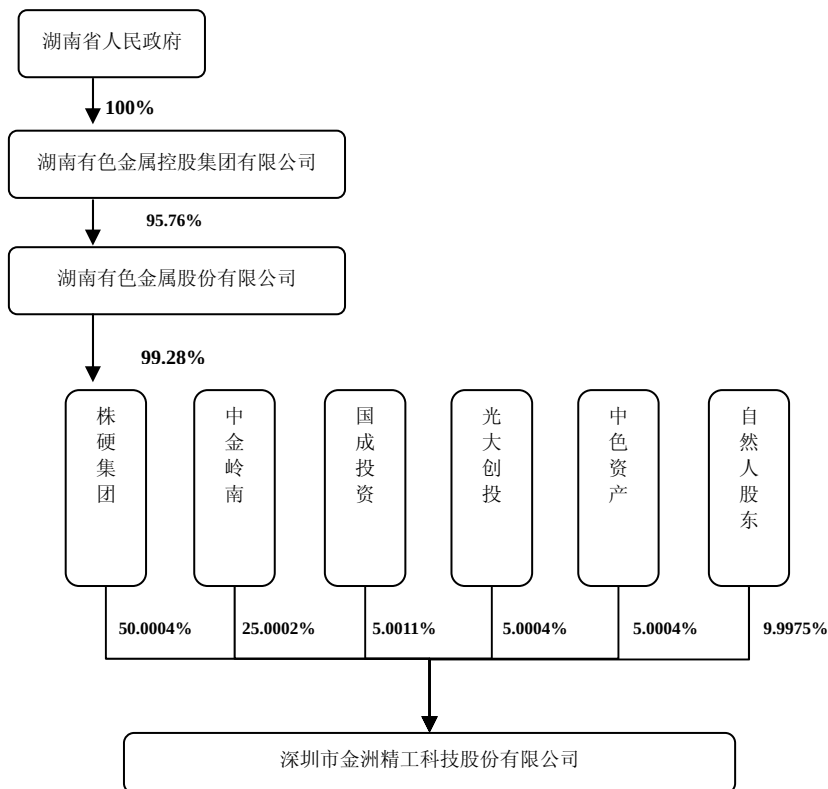
附表 3-2 现金流量表补充资料
 (单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	2028.57	2301.64	3368.75	28.87
加: 少数股东损益				
减: 本期未确认投资损失				
计提的资产减值准备	6.49	63.63	205.22	462.50
固定资产折旧	2891.90	3639.01	3537.29	10.60
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销	--	10.14	11.39	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	0.60	--	64.21	934.26
待摊费用减少(减:增加)	--	8.53	--	--
预提费用增加(减:减少)	-54.62	0.58	31.17	--
固定资产报废损失				
财务费用	477.60	632.03	796.37	29.13
投资损失(减:收益)	1.22	-6.12	-24.60	--
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-1833.67	-360.65	-2137.61	7.97
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1260.62	-306.58	-2022.27	26.66
经营性应付项目的增加(减:减少)	228.21	-950.70	3708.93	303.14
其他	272.47	-395.32	-1374.19	--
经营活动产生的现金流量净额	2758.13	4636.18	6164.66	49.50
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1250.76	833.57	1992.17	26.21
减: 货币资金的期初余额	252.67	1250.76	833.57	81.63
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	998.09	-417.18	1158.59	7.74

附表 4 主要财务指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.96	5.24	4.71	4.92
存货周转次数(次)	2.61	2.93	2.55	2.67
总资产周转次数(次)	0.73	0.83	0.86	0.83
盈利能力				
主营业务利润率(%)	38.12	31.66	36.22	35.23
总资本收益率(%)	11.58	13.99	16.22	14.62
净资产收益率(%)	21.75	21.86	29.41	25.61
现金收入比率(%)	91.16	89.05	94.03	91.96
现金利润比率(%)				
财务构成				
资产负债率(%)	62.26	56.40	62.35	60.55
全部债务资本化比率(%)	54.69	51.12	54.72	53.63
长期债务资本化比率(%)	36.79	10.23	17.56	19.21
偿债能力				
流动比率(%)	103.75	86.63	93.82	93.65
速动比率(%)	58.38	47.35	52.60	52.18
经营现金流动负债比率(%)	27.70	37.33	37.30	35.39
EBITDA 利息倍数(倍)	16.03	9.97	11.25	11.82
债务保护倍数(倍)	0.44	0.54	0.50	0.50
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.39	0.10	0.12	0.01
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-12.50	1.56	2.32	-0.87
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力(倍)	-2.93	0.57	0.68	-0.08

附表 5 深圳市金洲精工科技股份有限公司股权关系图表



股东名称	出资金额 (万元)	股东性质	股权比例 (%)
株洲硬质合金集团有限公司	3055.4737	国有控股公司	50.0004
深圳市中金岭南有色金属股份有限公司	1527.737	国有控股公司	25.0002
深圳市国成科技投资有限公司	305.6122	国有控股公司	5.0011
光大控股创业投资（深圳）有限公司	305.5694	中外合资公司	5.0004
中色资产管理有限公司	305.5694	国有控股公司	5.0004
黄巍等 36 个自然人	609.0122	自然人股东	9.9975
总股本	6110.8992		100

附表 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

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

附件7 主体信用等级定义

长期债信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 553 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市新天下集团有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

深圳市新天下集团有限公司
企业主体长期信用等级为
BBB

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十二日



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

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

深圳市新天下集团有限公司

2007年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：BBB

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	88464.28	129440.82	140157.23
所有者权益(万元)	26166.99	36598.24	40531.10
主营业务收入(万元)	115217.63	193451.02	190902.27
利润总额(万元)	5810.76	12115.85	4896.17
资产负债率(%)	66.78	69.24	67.28
全部债务资本化比率(%)	56.12	57.01	51.61
净资产收益率(%)	19.83	28.50	9.16
流动比率(%)	78.03	85.10	83.63
EBITDA 利息倍数(倍)	16.49	9.58	3.27
债务保护倍数(倍)	0.17	0.22	0.12

分析员

夏 阳

电话 010-85679696-8802

邮箱 xiayang@lianheratings.com.cn

林 静

电话 010-85679696-8810

邮箱 linjing@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

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

评估观点

我国PCs市场销售量增长较快，市场日渐成熟，但由于产品价格的下降，行业利润水平持续下滑。预计未来5年内，我国PCs市场需求仍将呈现稳定增长趋势，产品价格下降、产品结构升级和竞争的加剧仍将是未来PC行业的主要特征。

深圳市新天下集团有限公司(以下简称“新天下集团”或“公司”)专门从事笔记本电脑、台式电脑、电脑主板、显卡的研发、生产和销售。公司主导产品“神舟”电脑、“奔驰”、“磐英”主板和“小影霸”显卡等在国内市场已具有一定的知名度，已经形成了较大的经营规模，具备一定的竞争实力。公司所有权与经营权尚未分开，法人治理结构有待完善。

目前，公司资产结构中存货占比较大，整体资产质量一般；近年来盈利能力有所下降；现金流易受应收应付项目的影响，波动性较大；近年来投资规模较大，债务负担较重。综合看，公司整体信用风险一般。

优势

1、公司的“神舟”电脑近年来产销量增长较快，在国内市场的占有率不断上升。

2、公司拥有主板、显卡的自主研发能力，“奔驰”、“磐英”主板和“小影霸”显卡的占有率在国内DIY市场处于领先地位。

3、公司属于采购导向，注重控制采购成本。

关注

1、国内电脑整机及配件市场竞争激烈，产品价格不断下降，公司近年来盈利能力有所下降。

2、公司所有权与经营权尚未分开，法人治

理结构有待完善。

3、公司资产结构中存货占比较大，整体资产质量一般。

4、公司近年来投资规模较大，债务负担较重。

一、主体概况

深圳市新天下集团有限公司（以下简称“新天下集团”或“公司”）系经深圳市工商行政管理局核准，于1995年1月3日成立的有限责任公司。截至2006年底，公司注册资本为12000万元人民币，股东为吴吉玲和吴海军两名自然人（两人系母子关系），出资比例分别为11.46%和88.54%。

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

公司专门从事笔记本电脑、台式电脑、电脑主板、显卡的研发、生产和销售。公司设商用机事业部、消费产品事业部、海外事业部、科技事业部、直销事业部、OEM事业部等6个事业部，品质控制中心、计划供应中心、研发中心、生产中心、财务中心等10个行政部门，组织结构图见附件5。

截至2006年底，公司拥有控股子公司12家（其中合并口径内的5家，见附件6），其中主要业务分布在深圳市神舟电脑有限公司（以下简称“神舟电脑”）和深圳市新天下科技有限公司（以下简称“新天下科技”），见表1。2006年，公司台式机、笔记本和液晶一体电脑的产量分别达21.56万台、23.04万台和3.57万台；主板和显卡的产量分别达26.92万块和42.61万块。

表1 公司主要控股子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例		投资额 (万元)	主营业务
		直接 %	间接 %		
神舟电脑	9800	85.27	5.1	8356.05	电脑系统的开发、生产、销售
新天下科技	6000	5	95	6000	电脑板卡的开发、生产、销售

资料来源：2006年公司审计报告。公司对新天下科技的控股是直接投资和通过神舟电脑间接投资控股。

截至2006年底，公司（合并）资产总额140157.23万元，所有者权益40531.10万元。2006

年，公司实现主营业务收入190902.27万元，利润总额4896.17万元。

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

二、行业分析

1、全球 PCs 市场概况

PC 是 Personal Computer 的首字母缩写，即个人电脑。PC 产业是电子信息制造业的重要组成部分。受更新换代采购和全球经济发展带来的新增需求拉动，近年来，全球 PCs 市场（包括台式 PC、笔记本电脑和 PC 服务器）呈平稳增长态势。根据 Gartner 统计，2004 年~2006 年全球 PC 销量分别为 1.895 亿台、2.185 亿台和 2.394 亿台，年均增长率为 12.40%。Gartner 和 IDC 统计的 2006 年全球 PC 出货量见表 2。可以看到，2006 年度戴尔和惠普出货量非常接近，各自拥有约 16~17% 的市场占有率；第三名是联想（Lenovo），自 2005 年 5 月购并 IBM 的个人计算机部后，市场占有率攀升至 7% 左右；宏碁和东芝（Toshiba）出货量增幅较大，市场占有率分别为 6% 和 4% 左右，位居第四、第五名。

表 2 2006 年全球 PC 出货量统计

单位：万台

厂商	全年出货量		年增长率		市场占有率	
	Gartner	IDC	Gartner	IDC	Gartner	IDC
惠普	3803.3	3884.2	19.2	19.2	15.9	17.0
戴尔	3805.4	3909.8	3.5	3.6	15.9	17.1
联想	1664.6	1661.9	10.9	28.0	7.0	7.3
宏碁	1386.4	1358.1	37.1	37.9	5.8	5.9
东芝	918.4	917.7	27.3	26.9	3.8	4.0
其他	12364.2	11126.7	5.1	3.6	51.6	48.7
总计	23942.4	22858.3	9.5	10.0	100	100

资料来源：全球知名市场研究公司 Gartner、IDC，联合资信整理

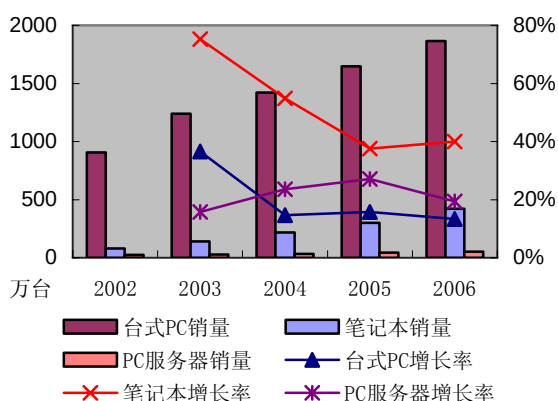
2、中国 PCs 市场概况

近年来，中国 PCs 市场呈快速增长态势。

根据专业市场研究公司赛迪顾问统计，2004年~2006年我国PC销量分别为1673.8万台、1989.7万台和2337.3万台，年均增长率为18.17%。受价格快速下降的影响，2006年我国PC销售额为1304.4亿元，同比仅增长7.7%，小于销量增长幅度（17.47%）。目前，中国是继美国之后的全球第二大PC市场。

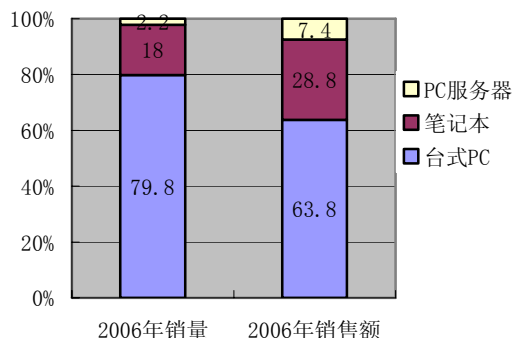
从产品结构来看，2006年，中国台式PC市场销量达到1865.2万台，同比增长13.30%，增长趋于平稳；笔记本电脑市场销量达到421.1万台，同比增长40.04%，增长速度大大高于台式PC机，是PC市场中最有潜力的部分；PC服务器则主要受政府与教育信息化采购的驱动，全年市场表现良好，销量达到51.0万台，同比增长19.44%（见图1）。2006年，台式PC销量占比为79.8%，销售额占比63.8%，仍为PC市场的主要产品（见图2）。

图1 2002~2006年中国PC销量及增长率



资料来源：赛迪顾问，联合资信整理

图2 2002~2006年中国PC销量及销售额增长率



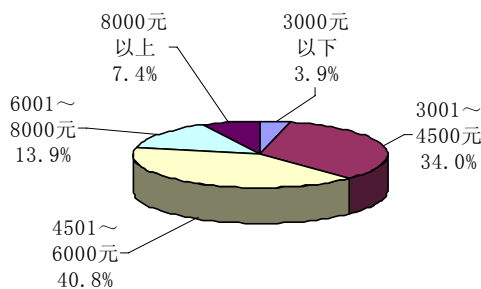
资料来源：赛迪顾问，联合资信整理

3、中国PCs市场主流厂商及其市场份额

台式PC、笔记本电脑和PC服务器三大细分市场的增长幅度各异，市场主流厂商不尽相同。

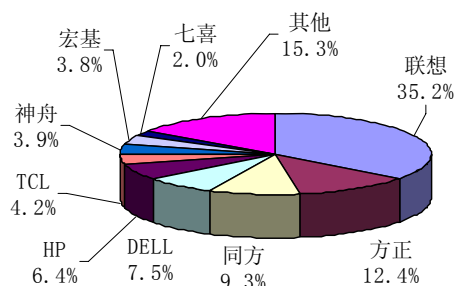
据专业IT咨询公司易观国际统计，2006年第四季度台式机整体市场出货量为394.1万台，其中，主流产品的价位为4501-6000元，其出货比例为40.8%（见图3）。该季度排名出货量的前三位厂商均由国内品牌占据，分别为联想、方正和同方，其市场份额分别为35.2%、12.4%和9.3%（见图4）。随着竞争的加剧，台式PC市场的品牌集中度将进一步提高。

图3 2006年第四季度台式机不同价格段市场份额



资料来源：易观国际，联合资信整理

图4 2006年第四季度台式机品牌市场出货量厂商份额

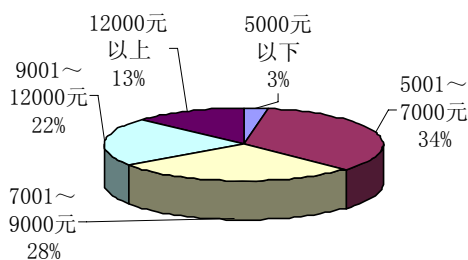


资料来源：易观国际，联合资信整理

笔记本电脑市场是三大PC细分市场中增长最快的部分。2004年联想收购IBM的PC业务后，出货量跃居首位。据专业IT咨询公司易观国际统计，2007年第一季度笔记本整体市场出货量为121.4万台，其中，主流产品的价位为5001-7000元。该季度排名出货量的前三位厂商分别为联想、惠普和戴尔，其市场份额分

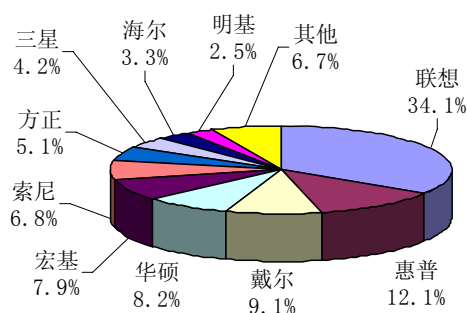
别为 34.1%、12.1%和 9.1%（见图 6）。

图 5 2006 年第四季度笔记本不同价格段市场份额



资料来源：易观国际，联合资信整理

图 6 2007 年第一季度笔记本电脑市场出货量厂商份额



资料来源：易观国际，联合资信整理

4、中国 PCs 市场发展特点

总体来看，目前，中国 PCs 市场呈现出如下特点：

（1）产品结构升级加快

2006 年，中国 PCs 市场产品更新速度明显加快，产品结构优化升级。以处理器应用来看，双核产品步入主流，四核处理器面市，PC 产品快速进入多核时代；在显示器应用上，采用液晶显示器的台式 PC 市场份额超过 53%，成为名副其实的主流，19 英寸及更大尺寸液晶显示器的普及带来了产品结构上的优化升级。

（2）消费类市场成为推动增长的主要动力

2006 年，消费类市场表现活跃，有力地拉动了整体市场的增长。一方面，随着市场向四~六级拓展，价格持续走低，家庭用户需求得以有效释放；另一方面，中小企业采购模式多属零散型，通过消费类市场渠道终端进行购买，从而日益成为消费类市场的重要板块。

（3）台式机市场竞争重心下移至四~六级市场

目前，一、二级市场市场台式 PC 增长乏力，而三级及以下市场，特别是四至六级市场，对台式 PC 的需求明显，显示出极强的市场活力。联想展开“奥运联想千县行”活动，方正和同方在四至六级市场的渠道覆盖也超过了 60%。此外，一些中小品牌也积极拓展，如 TCL 推出的堡垒计划，长城启动千店千县活动，紫光推出千城计划等等，目的都是要加强对四至六级市场的争夺。

（4）笔记本市场全线价格下降拉动需求释放

2006 年，笔记本电脑市场价格战空前激烈，厂商和渠道的利润空间不断缩小。许多品牌陆续推出了 5000 元以下的产品，消费类市场主流产品的价格都集中在 6000~8000 元。产品价格的降低明显带动了需求增长，很多消费者的采购意愿已经由购买台式机转为笔记本，特别在一、二级市场、校园市场、低应用人群中，笔记本对台式机的替代作用尤为明显。

5、中国 PCs 市场发展预测

随着中国经济的持续增长、IT 产品技术的不断发展和 IT 应用建设的不断深入，我们预计未来 5 年中国 PCs 市场销量仍将保持增长态势，但是增长速度将进一步减缓。赛迪顾问预测 2007 年中国 PCs 整体出货量将达到 2.57 亿台，同比增长 10.7%，其中，笔记本出货量达到 9239 万台，同比增长 24.9%，台式机出货量 1.56 亿台，仅增长 4.8%；2007~2011 年，中国 PCs 市场销量的年均复合增长水平将达到 13.7%，销售额的年均复合增长率将达到 11.1%，2011 年中国 PCs 市场容量有望突破 2200 亿元人民币。

6、综合评价

总体来看，近年来，我国 PCs 市场销售量增长较快，市场日渐成熟，竞争格局相对稳定，部分企业已开始参与全球化竞争；但由于产品

价格的下降，销售额增长速度始终低于销售量增长速度，行业利润水平持续下滑。预计未来 5 年内，我国 PCs 市场仍将呈现稳定增长趋势。规模化基础上的价格优势，以及面对细分市场通过创新提升用户价值成为竞争的主要特色，大品牌的市场份额将进一步提高。

三、企业素质

1、规模与竞争力

公司专门从事笔记本电脑、台式电脑、电脑主板、显卡的研发、生产和销售。公司拥有占地面积达 18 万平方米的工业园，已建成一期厂房、二期厂房和综合楼 15 万平方米，员工宿舍 8 万平方米。2006 年，公司台式机、笔记本和液晶一体电脑（一体机）的产量分别达 21.56 万台、23.04 万台和 3.57 万台；主板和显卡的产量分别达 26.92 万块和 42.61 万块。公司拥有主板、显卡的自主研发能力，“奔驰”、“磐英”主板和“小影霸”显卡的占有率在国内 DIY 市场处于领先地位。公司的“神舟电脑”针对高、中、低端用户的不同需求，量身打造学习、办公等多种应用平台，近年来销量不断上升。公司产品均通过“国家强制性产品认证”，并被中国质量检验协会授予“全国产品质量售后服务双达标先进企业”。

在技术研发方面，公司一贯重视产品的研发和创新，不断增加研发资金和设备的投入，以保持公司产品的竞争优势。2006 年，公司研究开发投入额为 6257.41 万元，约占企业年销售收入比例的 3.36%。

目前，公司在台式机、笔记本电脑的结构设计、散热技术、BIOS 设计、造型设计等领域先后获得多项科研成果。公司承担了深圳科技局的高性能电脑系统、高性能板卡的开发设计项目，并于 2004 年被深圳市人民政府批准筹建深圳市笔记本电脑工程技术研究开发中心。

总体来看，公司专注于电脑整机及配件的研发、生产和销售，目前已经具有较大的经营

规模，并拥有一定的自主研发能力和竞争优势。

2、人员素质

公司现有董事长和总裁、副总裁、财务总监等高级管理人员 6 人，均具有学士以上学历。

公司董事长兼总裁吴海军先生，现年 41 岁，硕士学历，1995 年创立本公司，2001 年创立深圳市神舟电脑有限公司。

图8 公司在职工教育程度情况

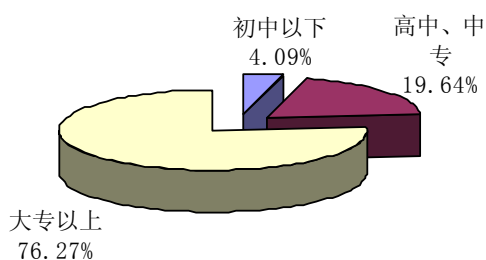
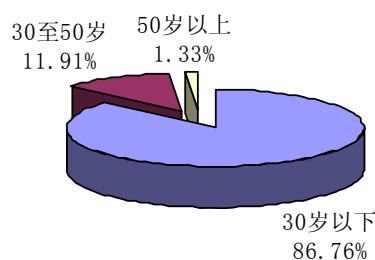


图9 公司在职工年龄分布情况



截至 2006 年底，公司共有职工 1125 人，从教育程度看，以大专及以上学历为主，占比 76.27%，见图 8；从年龄分布来看，以 30 岁以下为主，占比 86.76%，见图 9；公司目前拥有初级职称的有 110 人，拥有中级职称的有 40 人，拥有高级职称的有 10 人。

总体看，公司高层领导具有丰富的 IT 制造行业从业经验。公司职工队伍比较年轻，教育程度较高，符合 IT 制造业企业的特点。

3、外部支持

根据深圳市地方税务局第二检查分局深地税二函[2002]160号《关于深圳市新天下科技有限公司企业所得税减免问题的复函》，公司的子

公司新天下科技从开始获利年度起，第一年和第二年免缴企业所得税，第三年至第五年减半缴纳企业所得税。新天下科技2002年和2003年免缴企业所得税，2004年~2006年减半征收企业所得税，目前减免期限已满。

根据深圳市地方税务局第二检查分局深地税二函[2001]156号《关于深圳市神舟电脑有限公司企业所得税减免问题的复函》，公司的子公司神舟电脑从开始获利年度起，第一年和第二年免缴企业所得税，第三年至第五年减半缴纳企业所得税。根据深圳市地方税务局第六稽查局深地税六函[2006]71号《关于同意深圳市神舟电脑有限公司减免企业所得税问题的函》，神舟电脑有限公司自2006年起延长三年减半征收企业所得税。

此外，公司被深圳市科技局评为民营领军骨干企业，每年可获得200-300万元的科研经费补贴。

四、经营管理

1、公司管理

公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。公司增加或者减少注册资本、变更组织形式及分立、合并、解散、须经代表三分之二以上表决权的股东同意。公司修改章程，必须经过全体股东人数半数（含半数）以上，且代表三分之二以上表决权的股东同意。公司发生重大问题，经代表四分之一以上表决权的股东、三分之一以上董事或监事提议，可召开临时会议。

公司设董事会，共由三名董事会成员组成，其中董事长一名，为公司法定代表人。董事由股东根据出资比例提名候选人，经股东会选举产生。董事任期三年，董事任期届满，可以连选连任。董事长在任期届满前，股东会不得无故解除其职务。

公司设监事会，监事成员三名，监事会应在其组成人员中推选一名召集人。监事由股东

会委任，任期三年。董事、经理及财务负责人不得兼任监事。

公司经理由董事会聘任或解聘，任期一年。经理对董事会负责。

公司实行部门首长负责制度，各部门的负责人对本部门的事务负责。公司各事业部自行收集信息，制定战略，经汇总讨论形成整体战略。公司制订了较健全的人力资源、内部审计考核、财务管理、资金控制、现金管理、投融资管理、对外担保等方面主要制度。

在财务管理方面，公司遵循钱帐分开的原则。出纳人员专职负责货币资金收支业务，不得兼管总帐，不得负责除现金和银行存款日记帐以外的与货币资金有关的明细核算，不得汇总记帐凭证，不得收受和核对银行对帐单，不得负责保管各种凭证和帐簿，亦不得经管采购、销售和实物收发等业务。公司的一切货币资金收入由财务部门登记入帐。财务部门定期或不定期地组织对现金的检查和盘点，银行存款及时对帐，月底应及时编制银行存款余额调节表。

审计部运用财务、管理等手段对公司的内部经营管理进行检查、监督和控制，避免出现决策失误和管理失职等现象。

在人力资源管理方面，公司制订了包括绩效考核、员工升职计划、领导干部职业化、个人职业计划在内的人力资源管理体系。

截至2006年底，公司的实际控制人为吴吉玲和吴海军两名自然人，两人系母子关系。吴海军先生同时兼任公司董事长、总裁。总体看，公司所有权与经营权尚未分开，法人治理结构有待完善。

2、经营分析

经营现状

目前，公司的主要业务分布在神舟电脑和新天下科技两家子公司，见表3。新天下科技主要生产主板和显卡，是公司的传统产品；神舟电脑成立于2001年，目前主要产品为台式机、笔记本和一体机。从表3可以看出，神舟电脑的

主营业务收入近三年增长较快，年增长率达32.12%，而新天下科技主营业务收入有所下降，年增长率达-33.73%。2006年，神舟电脑和新天下科技的主营业务收入分别为174224.40万元和36211.35万元。

表3 公司主要控股子公司主要财务指标

项目(万元)		2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
神舟 电脑	主营业务收入	99813.71	164829.6	174224.4	32.12
	利润总额	3275.23	7770.73	5059.32	24.29
	资产总额	53652.92	81916.63	105788.3	40.42
新天下 科技	主营业务收入	82453.16	71737.67	36211.35	-33.73
	利润总额	1732.19	3848.25	1569.98	-4.80
	资产总额	21177.84	39586.47	35213.19	28.95

资料来源：公司提供

在采购方面，公司有别于其他电脑厂商，属于采购导向而非客户导向。由于对行业领域了解的通透性，公司采购部门对材料的价格变化非常敏感，并采取有力措施控制采购成本，就随时了解到的原材料市场行情作为企业采购

导向，强调的是“我做什么，市场就卖什么”而不是“市场卖什么，我就做什么”，充分运用了电脑部件瞬息万变的市场价格，从而使得公司的采购成本低于行业标准。目前，主板、显卡和显示器等部件，公司主要依靠自有能力加工生产；键盘、电源、背光板、PCB等部件在技术上已经比较成熟，公司在深圳周边地区拥有合作良好的厂家；CPU、内存条、硬盘等部件主要依靠国外进口，公司已与相关厂商形成良好的合作关系。

在生产方面，2006年，公司台式机、笔记本和液晶一体电脑（一体机）的产量分别达21.56万台、23.04万台和3.57万台；主板和显卡的产量分别达26.92万块和42.61万块。公司近三年各类主要产品的产量见表4，台式机、笔记本、主板和显卡近三年的年均增长率分别为16.97%、111.06%、-1.07%和-7.62%，其中笔记本是产量增长最快的产品，一体机则是2006年公司推出的新产品，成为公司目前新的增长点。

表4 公司主要产品产量

产 品	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
台式机	157591	195648	215632	2200000	230000	240000	250000	260000
笔记本	51713	159617	230364	250000	300000	320000	360000	400000
一体机	0	0	35669	40000	50000	60000	80000	100000
主板	内部销售	80266	18362	39843	40000	41000	42000	44000
	对外销售	194759	280855	229307	300000	310000	320000	340000
显卡	内部销售	138155	10922	9892	40000	41000	42000	43000
	对外销售	361206	600978	416257	400000	410000	420000	430000

资料来源：公司提供。其中，2004~2006年为实际数，2007~2011年为公司预测数。

在销售方面，公司在各地设立特约加盟店，采取“特约加盟，连锁经营”的销售方式，采用低价格策略迅速扩大市场份额。公司通过全国38家分公司全权管控下属直销店，一方面降低了渠道建设费用，另一方面精简了管理层级，缩减了企业的管理和运营成本。此外，公司计划大力开拓海外市场。

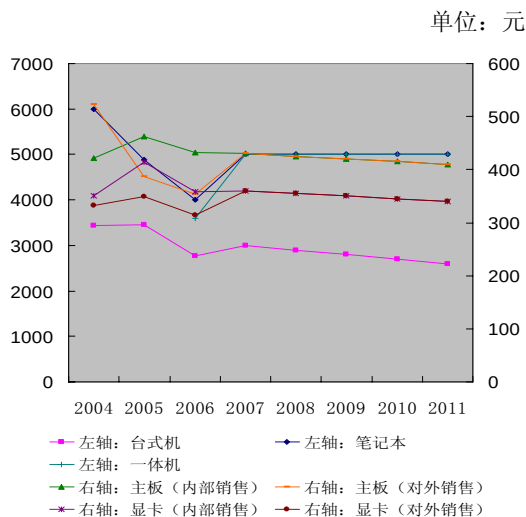
由于国内电脑整机及配件市场竞争激烈，

技术更新速度较快，公司近三年各类主要产品的价格均呈下降趋势，见图10，其中台式机、笔记本、主板（外销）和显卡（外销）近三年价格的年均下降率分别为10.27%、18.20%、17.79%和2.67%。

综合来看，国内电脑整机及配件市场竞争激烈，产品价格不断下降。公司主要定位于中低端市场，目前已形成了较大的经营规模，具

备一定的竞争实力。在未来的几年内，公司开始向高端市场进军，从而达到覆盖电脑市场各个消费层次的目标。

图10 公司主要产品价格走势



经营效率

公司近三年资产总额增长较快，年均增长率分别为25.95%；主营业务收入和利润总额2005年均增长较快，2006年受主要产品价格下降影响有所下降；其中利润总额下降幅度较大。总体看，公司经营情况正常。

从经营效率看，公司销售债权周转次数2006年下降较快，为37.12次，仍处于较高水平；近三年公司存货规模较大，且2006年增长较快，存货周转次数总体处于较低水平，2006年进一步下降，为3.88次；总资产周转次数先增后减，2006年为1.43次。总体看，公司目前经营效率正常。

3、未来发展

公司计划未来5年内成为中国一流的电脑公司，未来10年内成为世界一流的电脑公司。为适应信息产业发展的规律，提高笔记本电脑的研发能力，扩大产能并提高产品质量，满足市场需求，公司计划投资笔记本电脑研发生产技术改造项目。该项目已获得深圳市贸易工业

局的批准（批文号为深贸工技备[2006]281号），项目内容包括新建笔记本电脑研发实验室、更新研发设备、改建现有厂房8万平方米、迁移现有笔记本电脑生产线5条并维修和更新相关零部件、新建最新技术水平的高性能笔记本电脑生产线6条。项目总投资5亿元人民币，其中固定资产投资26000万元；铺底流动资金24000万元。项目预期投资收益率23.55%，经济效益良好。项目资金来源：自有资金4亿元，债券筹资1亿元。该项目于2005年底开工建设，预计2008年完成。自开工建设至2007年5月底，除笔记本研发基地外，其他建设已经基本完成。

公司未提供未来5年财务指标预测。公司预测的2007~2011年主要产品的产量和价格见表4和图10。可以看到，未来5年公司的笔记本和一体机产量增长较快。我们认为，公司实现产量预测的可能性较大，预计公司营业收入将有所增长。考虑到国内电脑整机及配件市场竞争激烈，公司的产品价格预测具有一定的不确定性，公司的盈利水平有待进一步观察。

五、财务分析

1、财务概况

公司提供了2004年~2006年的财务报告，已经深圳天健信德会计师事务所审计并出具了无保留意见审计结论。

公司执行财政部颁布的企业会计准则和《企业会计制度》及其有关规定。

近三年，公司合并范围无变化，财务报告可比性强。

截至2006年底，公司（合并）资产总额140157.23万元，所有者权益40531.10万元。2006年，公司实现主营业务收入190902.27万元，利润总额4896.17万元。

截至2006年底，公司本部资产总额74353.01万元，所有者权益39359.38万元。2006年，公司本部实现主营业务收入525.94万元，

投资收益4231.25万元，利润总额3772.12万元。

根据公司提供的未经审计的财务报表，截至2007年6月底，公司（合并）资产总额162956.31万元，所有者权益48295.58万元。2007年1~6月，公司实现主营业务收入95687.00万元，利润总额6837.80万元。

以下的分析主要基于2004年~2006年的合并报表。

2、资产构成及资产质量

近三年，公司资产规模年均增幅为25.87%。截至2006年底，公司资产总额140157.23万元，其中流动资产占56.19%，固定资产合计占34.07%，长期投资净额占9.32%。公司资产以流动资产和固定资产为主，近三年资产结构较为稳定（见图11）。

图 11 近三年资产结构及增长趋势

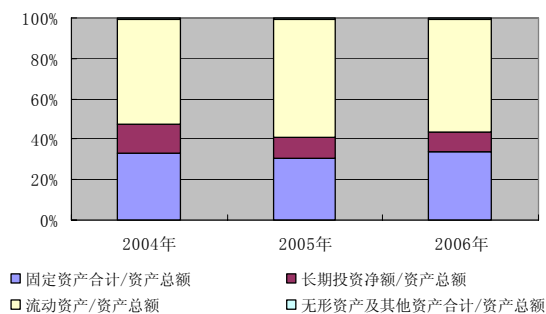
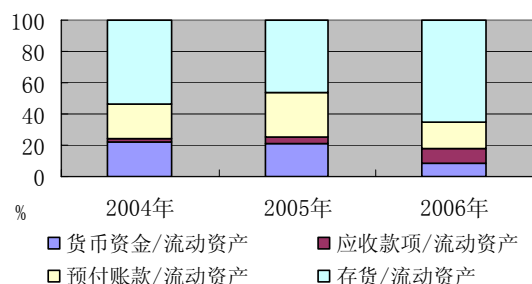


图 12 近三年公司流动资产构成变化



截至2006年底，公司流动资产中所占比重较大的主要是存货、预付账款、应收款项和货币资金，分别占流动资产的64.69%、16.88%、10.19%和8.11%（见图12）。近三年流动资产结构变化较大，主要是货币资金和预付帐款占比

有所下降，存货和应收款项占比有所上升（见图12）。

近三年，公司存货增长较快，年增长率达43.85%，远超过销售收入增长速度。截至2006年底，公司存货合计50948.60万元，其中原材料、产成品和库存商品分别占63.23%、16.05%和20.72%。公司对所有存货按10%的比例计提跌价准备。

近三年，公司应收账款增长较快，年增长率达355.12%，远超过销售收入增长速度。截至2006年底，公司应收账款合计8187.25万元，其中帐龄在1年以内的占93.96%。前五名客户占应收账款总额的比例为74.81%，比较集中。公司已计提坏帐准备583.90万元，占比7.13%，计提较为充分。

近三年，公司其他应收款有所下降，年均下降4.32%。截至2006年底，公司其他应收款合计为1373.18万元，其中帐龄在1年以内的占14.49%，1~2年的占14.58%，2~3年的占4.54%，3年以上的占66.39%。前五名为华讯网、贝龙热力、利嘉（上海）股份有限公司、文锦渡海关和龙岗区财政局综合财务科墙改基金的往来款，占应收账款总额的比例为72.78%，比较集中。公司已计提坏帐准备954.04万元，占比69.48%，计提较为充分。

近三年，公司预付账款先增后减，2006年底为13291.84万元，主要是预付东芝（TOSHIBA ELECTRONICS）、香港联强（SYNNEX PACIFIC LIMITE）和伦飞电脑（TWINHEAD INTERNTIONAL）等单位的货款。

近三年，公司长期投资有小幅增长，年均增长率为2.36%。截至2006年底，公司长期投资13067.52万元，被投资公司共计11家，其中投资额较大的是南京新舟电脑科技有限公司（该公司正在申请注销）和香港华赛电子，投资额分别为10000万元和1000.11万元，其余公司的投资额均低于1000万元。11家公司中，有7家公司的投资额占其注册资本比例超过50%。上述7家公司中，有2家尚未正式营业，1家正在申请

注销，4家处于停业状态，故均未纳入合并会计报表范围。

近三年，公司固定资产合计增长较快，年均增长率达27.81%。截至2006年底，公司固定资产原值18079.17万元，其中房屋建筑物和机器设备分别占比48.93%和42.79%，净值13700.18万元。2006年底，公司固定资产原值比年初增加了8684.39万元，主要是由在建工程转入。

近三年，公司在建工程规模较大，主要为新天下工业城。2006年，公司在建工程新增额9780.96万元，减少了8567.95万元，净增加1213.00万元。截至2006年底，公司在建工程合计34165.23万元，其中新天下工业城33469.30万元，占比97.96%。公司对新天下工业城已提取117.55万元的在建工程减值准备。

公司无形资产及其他资产合计主要是专有技术和神舟电视商标，2006年底为580.67万元，在总资产中占比较小。

总体上看，公司资产结构中存货占比较大，坏账计提准备较充分，整体资产质量一般。

3、负债构成及负债水平

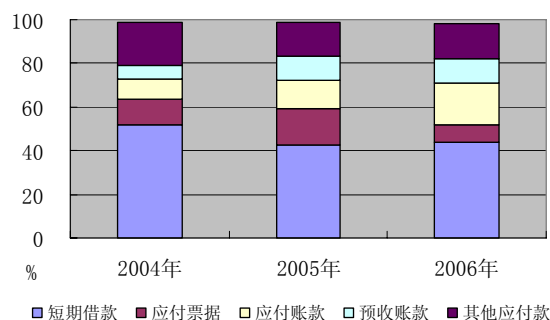
近三年，公司负债合计增长较快，年均增长率达26.35%，2006年底为94299.67万元，其中流动负债和长期负债分别占99.87%和0.13%，流动负债占比较大，公司债务结构不合理，主要原因是受融资渠道的限制。

近三年，公司流动负债增长较快，年均增长率达26.32%，2006年底为94177.24万元，其中短期借款、应付票据、应付账款、预收账款和其他应付款分别占44.08%、7.85%、18.83%、11.32%和16.23%（见图13）。近三年，公司流动负债结构基本稳定。2006年，公司应付账款主要为香港华赛电子（HASEE ELECTRONICS）、志合电脑（苏州工业园区）、TWINHEAD INTERNATIONAL CORP、MITAC TECHNOLOGY CORP（神达）和深圳康冠电脑技术等单位的货款；其他应付款主要为西安神

舟电脑科技有限公司的往来款和展示中心的押金。

近三年，公司长期负债全部为专项应付款，2006年底为122.43万元，主要为深圳市龙岗区财政局科技三项经费、深圳市财政局240号技术中心资金和深圳市财政局笔记本工程技术拨款。

图 13 近三年公司流动负债构成变化



近三年，公司少数股东权益增长较快，年均增长率达28.52%，主要是2005年增长较大，其原因是控股子公司深圳市新天下科技有限公司增加注册资本所致。截至2006年底，公司少数股东权益为5326.46万元。

近三年，公司所有者权益略有增长，年均增长率达24.46%。截至2006年底，公司所有者权益为40531.10万元，其中实收资本、盈余公积和未分配利润占所有者权益合计的比重分别为29.61%、22.17%和48.10%，公司所有者权益结构稳定性较差。

由于近年来公司投资规模较大，债务负担重。截至2006年底，公司的全部债务资本化比率和资产负债比率分别为51.61%和67.28%，公司目前债务负担较重。

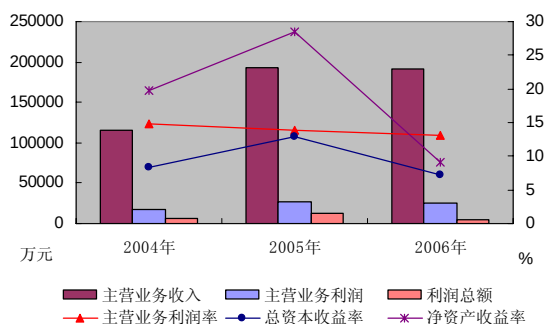
4、盈利能力

由于经营规模扩张较快，2005年，公司主营业务收入、主营业务利润、利润总额均有较大幅度增长；2006年，由于PC行业竞争激烈，电脑价格不断下降，公司主营业务收入、主营

业务利润均略有下降，同时由于研发投入增加和广告宣传方面支出的增加，管理费用和财务费用增长较快，公司利润总额出现较大幅度下降，见图14。2006年底，公司主营业务利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为13.09%、7.17%和9.16%，总体看盈利能力较强。

2007年1~6月，公司实现主营业务收入95687.00万元，占2006年公司全年主营业务收入的50.12%；实现利润总额6837.80万元，是2006年公司全年利润总额的1.40倍。公司盈利能力有所增强。

图 14 盈利能力



5、现金流

近三年，公司经营活动现金流入量和流出量均先增后减，其中2005年增长较快，与主营业务收入和主营业务成本的变化趋势基本一致。近三年，公司现金收入比率分别为138.10%、118.88%和113.13%，公司收入的实现质量处于正常水平。

近三年，公司投资活动现金流入均为0，现金流出以购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为主，近三年分别为17976.96万元、12129.62万元和10172.72万元。

近三年，公司筹资活动前现金流量净额均为负，经营活动产生的现金流净额不能覆盖投资活动需求。

近三年，公司筹资活动的现金流入全部为借款所收到的现金，年均增长率达47.67%；现金流出以偿还债务所支付的现金和分配股利或利润所支付的现金为主，其年均增长率分别为

98.80%和159.12%。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为22884.05万元、5916.50万元和-4273.06万元。

整体看，公司经营活动现金流情况易受应收应付项目的影响，波动性较大，但由于近年来公司投资规模较大，经营活动现金流净额不能覆盖投资活动需求，公司对外部筹资规模有所加大。

6、偿债能力

近三年，公司流动比率和速动比率均先增后减，2006年分别为83.63%和29.53%，处于较低水平，主要是由于公司流动负债增长较快，负债结构不合理以及存货规模较大所致。公司短期偿债能力较差。

近三年，公司EBITDA先增后减，而总债务呈上升趋势，年增长率达14.06%，使得EBITDA利息倍数和债务保护倍数2006年均有所下降，2006年分别为3.27倍和0.12倍，对全部债务的保护能力偏弱。

截至2006年底，公司未对外提供担保。

7、本期债券偿还能力

公司计划发行10000万元长期债券，占2006年底公司总债务的20.45%。以2006年底财务数据为基础，预计发行成功后，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债比率分别为17.90%、56.23%和69.46%，债务负担进一步加重，但长期债务增加，公司债务结构有一定改善。公司未提供未来5年财务指标预测。我们认为，公司的笔记本电脑研发生产技术改造项目如能顺利建成投产，预计公司营业收入将有所增长。考虑到国内电脑整机及配件市场竞争激烈，公司的盈利水平具有一定的不确定性。公司目前对全部债务的保护能力偏弱，对本期债券的偿还能力有待进一步观察。

截至2006年底，公司本部未取得商业银行授信。

公司的控股子公司神舟电脑正在进行股份制改造，计划于2008年上半年上市，目前已选定主承销商，相关准备工作正在进行中。

六、综合评价

我国PCs市场销售量增长较快，市场日渐成熟，但由于产品价格的下降，行业利润水平持续下滑。预计未来5年内，我国PCs市场需求仍将呈现稳定增长趋势，产品价格下降、产品结构升级和竞争的加剧仍将是未来PC行业的主要特征。

公司专门从事笔记本电脑、台式电脑、电脑主板、显卡的研发、生产和销售。公司主导产品“神舟”电脑、“奔驰”、“磐英”主板和“小影霸”显卡等在国内市场已具有一定的知名度，已经形成了较大的经营规模，具备一定的竞争实力；公司所有权与经营权尚未分开，法人治理结构有待完善。

目前，公司资产结构中存货占比较大，整体资产质量一般；近年来盈利能力有所下降；公司现金流易受应收应付项目的影响，波动性较大；近年来公司投资规模较大，债务负担较重。综合看，公司整体信用风险一般。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	10249.67	16225.81	6388.46	-21.05
短期投资	0.00	0.00	0.00	
减：短期投资跌价准备	0.00	0.00	0.00	
短期投资净额	0.00	0.00	0.00	
应收票据	88.90	115.44	75.85	-7.63
应收股利	0.00	0.00	0.00	
应收利息	0.00	0.00	0.00	
应收账款	367.07	2259.89	7603.35	355.12
其他应收款	457.84	591.65	419.14	-4.32
减：坏账准备	0.00	0.00	0.00	
应收账款净额	824.91	2851.54	8022.49	211.85
预付账款	10267.91	21766.88	13291.84	13.78
应收补贴款	0.00	0.00	0.00	
存货	24621.56	34978.20	50948.60	43.85
减：存货跌价准备	0.00	0.00	0.00	
存货净额	24621.56	34978.20	50948.60	43.85
待摊费用	0.00	0.00	33.95	
待处理流动资产净损失	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的长期债权投资	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	
流动资产合计	46052.95	75937.88	78761.19	30.78
长期投资				
长期股权投资	12472.95	13060.61	13067.52	2.36
长期债权投资	0.00	0.00	0.00	
长期投资合计	12472.95	13060.61	13067.52	2.36
减：长期投资减值准备	0.00	0.00	0.00	
长期投资净额	12472.95	13060.61	13067.52	2.36
合并价差	0.00	0.00	0.00	
固定资产				
固定资产原值	8907.68	9394.78	18079.17	42.46
减：累计折旧	1508.58	2392.12	4378.99	70.37
固定资产净值	7399.10	7002.66	13700.18	36.07
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00	
固定资产净额	7399.10	7002.66	13700.18	36.07
工程物资	0.00	0.00	0.00	
在建工程	21829.28	32834.68	34047.68	24.89

固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
待处理固定资产净损失	0.00	0.00	0.00	
固定资产合计	29228.38	39837.34	47747.86	27.81
无形资产及其他资产				
无形资产	710.00	605.00	580.67	-9.57
开办费	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产及其他资产合计	710.00	605.00	580.67	-9.57
递延税项				
递延税项借项	0.00	0.00	0.00	
资产总计	88464.28	129440.82	140157.23	25.87

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	30442.06	37880.57	41515.33	16.78
应付票据	7148.21	14917.45	7391.30	1.69
应付帐款	5236.86	11586.60	17737.66	84.04
预收帐款	3855.53	10010.58	10663.30	66.30
代销商品款	0.00	0.00	0.00	
应付工资	0.00	0.00	0.00	
应付福利费	242.70	269.97	273.22	6.10
应付股利	0.00	0.00	0.00	
应交税金	-188.05	185.58	290.71	
其他应交款	5.15	4.93	8.46	28.24
其他应付款	11685.80	13479.43	15288.52	14.38
预提费用	594.48	900.85	1008.72	30.26
一年内到期的长期负债	0.00	0.00	0.00	
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	59022.73	89235.95	94177.24	26.32
长期负债				
长期借款	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	
专项应付款	50.00	394.07	122.43	56.48
住房周转金	0.00	0.00	0.00	
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	
长期负债合计	50.00	394.07	122.43	56.48
递延税项				
递延税项贷款	0.00	0.00	0.00	
负债合计	59072.73	89630.02	94299.67	26.35
少数股东权益	3224.56	3212.56	5326.46	28.52
所有者权益				
实收资本	12000.00	12000.00	12000.00	0.00
资本公积	0.00	0.00	46.23	
盈余公积	4828.23	7553.22	8987.76	36.44
其中：公益金	0.00	0.00	0.00	
未分配利润	9338.77	17045.02	19497.12	44.49
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
所有者权益合计	26166.99	36598.24	40531.10	24.46
负债及所有者权益合计	88464.28	129440.82	140157.23	25.87

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	115217.63	193451.02	190902.27	28.72
减: 折扣与折让	0.00	0.00	0.00	
主营业务收入净额	115217.63	193451.02	190902.27	28.72
减: 主营业务成本	98112.27	166528.67	165829.82	30.01
主营业务税金及附加	111.09	136.30	82.42	-13.86
二、主营业务利润	16994.27	26786.06	24990.04	21.26
加: 其他业务利润	214.36	495.91	1114.41	128.01
减: 存货跌价损失	0.00	0.00	0.00	
营业费用	5588.13	6892.08	10014.42	33.87
管理费用	5529.18	8584.23	10016.71	34.60
财务费用	608.90	448.99	1324.05	47.46
三、营业利润	5482.43	11356.66	4749.28	-6.93
加: 投资收益	0.00	13.46	3.73	
期货收益	0.00	0.00	0.00	
补贴收入	425.84	749.17	155.89	-39.49
营业外收入	22.31	20.09	17.15	-12.32
减: 营业外支出	119.82	23.53	29.89	-50.05
其他支出	0.00	0.00	0.00	
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	
四、利润总额	5810.76	12115.85	4896.17	-8.21
减: 所得税	324.21	1071.55	357.37	4.99
减: 少数股东损益	298.87	613.05	826.18	66.26
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	
五、净利润	5187.68	10431.25	3712.61	-15.40
加: 年初未分配利润	5584.72	9338.77	17045.02	74.70
盈余公积转入数	0.00	0.00	0.00	
减: 合资企业提取奖福基金	0.00	0.00	0.00	
其他调整因素	0.00	0.00	0.00	
六、可供分配的利润	10772.41	19770.02	20757.64	38.81
减: 提取法定盈余公积	955.76	1816.66	1260.52	14.84
提取法定公益金	477.88	908.33	0.00	-100.00
七、可供股东分配的利润	9338.77	17045.02	19497.12	44.49
减: 应付优先股股利	0.00	0.00	0.00	
提取任意盈余公积	0.00	0.00	0.00	
应付普通股股利	0.00	0.00	0.00	
转作股本的普通股股	0.00	0.00	0.00	
其他	0.00	0.00	0.00	
八、未分配利润	9338.77	17045.02	19497.12	44.49

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	159114.60	229977.35	215959.54	16.50
收到的租金	0.00	0.00	0.00	
收到的税费返还	425.84	643.20	0.00	-100.00
收到的其他与经营活动有关的现金	22.31	476.13	3631.31	1175.78
现金流入小计	159562.75	231096.67	219590.85	17.31
购买商品、接受劳务支付的现金	148421.09	200639.41	198969.45	15.78
经营租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
支付给职工以及为职工支付的现金	2703.76	3557.53	4572.05	30.04
支付的各项税费	2991.68	3873.07	2592.28	-6.91
支付的其他与经营活动有关的现金	3483.45	10837.40	10677.11	75.07
现金流出小计	157599.98	218907.41	216810.89	17.29
经营活动产生的现金流量净额	1962.77	12189.26	2779.96	19.01
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
取得投资收益所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.00	0.00	0.00	
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
现金流入小计	0.00	0.00	0.00	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	14036.96	11068.00	10041.72	-15.42
投资所支付的现金	3940.00	1061.62	131.00	-81.77
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
现金流出小计	17976.96	12129.62	10172.72	-24.78
投资活动产生的现金流量净额	-17976.96	-12129.62	-10172.72	-24.78
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
借款所收到的现金	52743.13	112027.87	115007.22	47.67
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
现金流入小计	52743.13	112027.87	115007.22	47.67
偿还债务所支付的现金	29400.25	104589.35	116199.40	98.80
发生筹资费用所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
分配股利或利润所支付的现金	458.84	0.00	3080.88	159.12

偿付利息所支付的现金	0.00	1522.02	0.00	
融资租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
减少注册资本所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
现金流出小计	29859.09	106111.37	119280.28	99.87
筹资活动产生的现金流量净额	22884.05	5916.50	-4273.06	
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	1828.47	
五、现金及现金等价物净增加额	6869.85	5976.14	-9837.35	

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

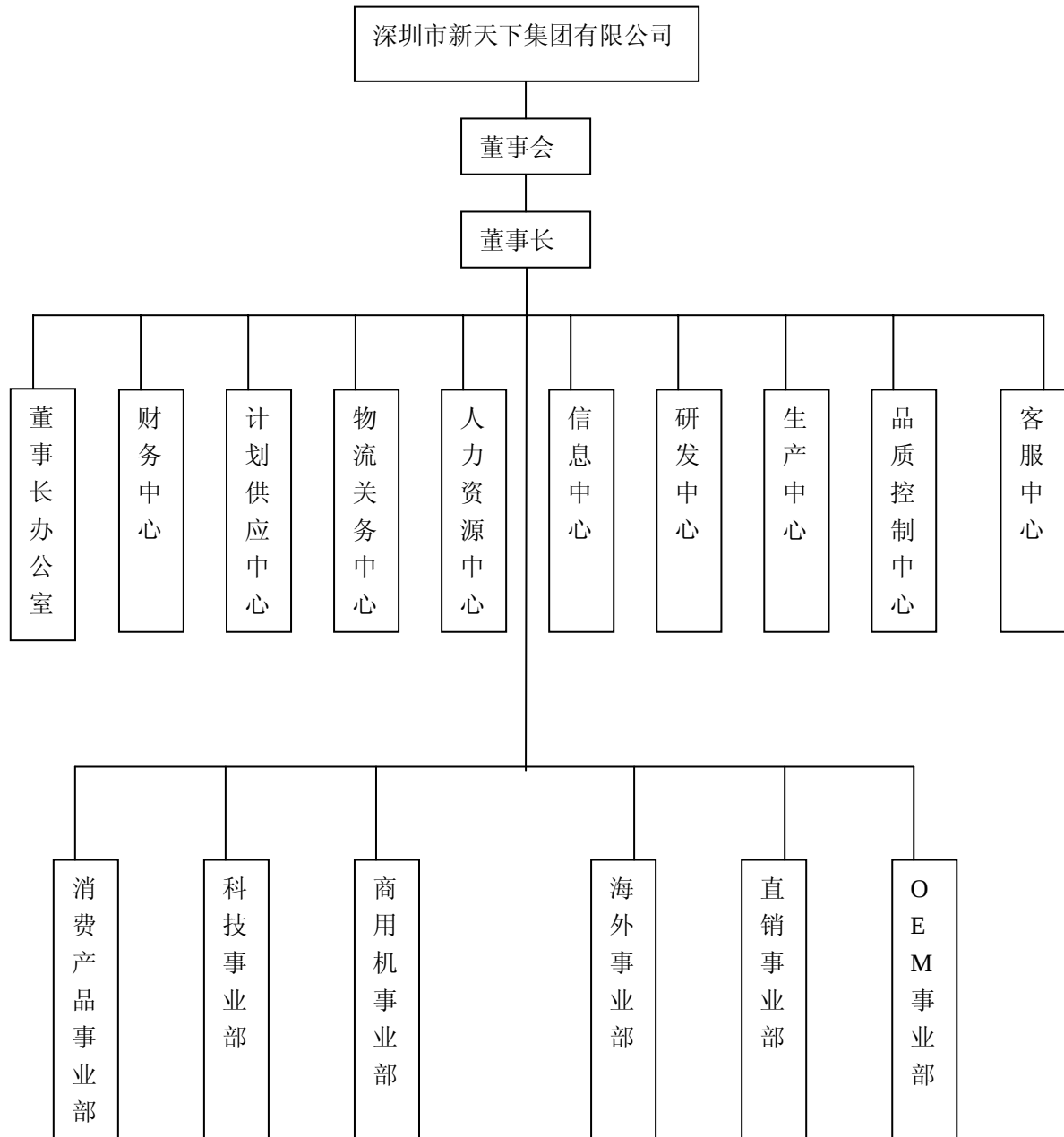
(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务	0.00	0.00	0.00	
以投资偿还债务	0.00	0.00	0.00	
以固定资产进行长期投资	0.00	0.00	0.00	
以存货偿还债务	0.00	0.00	0.00	
融资租赁固定资产	0.00	0.00	0.00	
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	5187.68	10431.25	3712.61	-15.40
加: 少数股东损益	298.87	613.05	0.00	-100.00
计提的坏帐准备或转销的坏帐	770.55	811.72	2061.79	63.58
固定资产折旧	1191.06	836.93	1999.04	29.55
无形资产摊销	105.00	105.00	112.33	3.43
长期待摊费用摊销	0.50	0.00	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	33.45	0.00	0.00	-100.00
待摊费用减少(减:增加)	0.00	0.00	-33.95	
预提费用增加(减:减少)	78.98	306.37	107.87	16.87
固定资产报废损失	22.54	0.00	0.00	-100.00
财务费用	608.90	1522.02	1252.41	43.42
投资损失(减:收益)	-69.42	0.00	-3.73	-76.81
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	
存货的减少(减:增加)	-4188.36	-11606.28	-15970.40	95.27
经营性应收项目的减少(减:增加)	3978.54	-9204.78	8343.32	44.81
经营性应付项目的增加(减:减少)	-6055.51	18373.98	1198.66	
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	1962.77	12189.26	2779.96	19.01
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	10249.67	16225.81	6388.46	-21.05
减: 货币资金的期初余额	3379.82	10249.67	16225.81	119.11
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	6869.85	5976.14	-9837.35	

附件 4 公司合并财务报表主要计算指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	252.69	136.65	37.97	110.52
存货周转次数(次)	3.98	5.59	3.86	4.40
总资产周转次数(次)	1.30	1.78	1.42	1.50
盈利能力				
主营业务利润率(%)	14.75	13.85	13.09	13.65
总资本收益率(%)	8.43	12.91	7.17	9.14
净资产收益率(%)	19.83	28.50	9.16	17.10
财务构成				
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部资本化比率(%)	56.12	57.01	51.61	54.13
资产负债比率(%)	66.78	69.24	67.28	67.77
偿债能力				
流动比率(%)	78.03	85.10	83.63	82.95
速动比率(%)	36.31	45.90	29.53	35.80
EBITDA 利息倍数(倍)	16.49	9.58	3.27	7.81
债务保护倍数(倍)	0.17	0.22	0.12	0.16
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.43	0.00	-0.15	-0.16
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-34.90	0.04	-2.40	-8.17
现金流				
现金收入比(%)	138.10	118.88	113.13	119.85
现金利润比率(%)	33.78	100.61	56.78	65.33
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	-16014.19	59.64	-7392.76	-32.06

附件 5 公司组织结构图



附件 6 公司合并范围（2006 年）

公司名称	注册地	注册资 本 (万元)	拥有股权		投资额 (万元)	主营业务	是否 合并
			直接%	间接%			
深圳市神舟电脑有限公司	深圳	9800	85.27	5.1	8356.05	电脑系统的开发、生产、销售	是
深圳市新天下科技有限公司	深圳	6000	5	95	6000	电脑板卡的开发、生产、销售	是
深圳市神舟创新科技有限公司	深圳	2000	5	95	3000	计算机软硬件的开发和销售	是
深圳市新天下销售有限公司	深圳	200	5	55	120	电脑系统的开发、销售	是
深圳市至美佳域广告有限公司	深圳	1000	90		900	企业形象设计、国内外广告	是
深圳市华赛集成电路有限公司 *	深圳	1000	65		500	集成电路设计及开发	否
深圳市新舟科技有限公司 *	深圳	1000	94		940	计算机软硬件的开发和销售	否
南京新舟电脑科技有限公司 **	南京	10000	60	40	10000	电脑系统的开发、生产、销售	否
沈阳新浩都科技有限公司 ***	沈阳	100	80		80	计算机软硬件的开发和销售	否
武汉新天下电脑有限公司 ***	武汉	100	90		90	计算机软硬件及辅助设备	否
陕西新天下电脑有限公司 ***	陕西	60	50	50	60	电脑整机、电脑内部配件	否
上海鑫神电脑电器有限公司 ***	上海	50	90		45	计算机软硬件及辅助设备	否

* 该等公司尚未正式营业，故未纳入合并会计报表范围。

** 该公司正在申请注销，故未纳入合并会计报表范围。

*** 该等公司在本会计期间处于停业状态，故未纳入合并会计报表范围。

附件 7 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额 / (平均应收账款 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额 / 平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 少数股东损益 + 利息支出) / (股东权益 + 少数股东权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 股东权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额 / 利润总额 × 100%
债务结构指标	
资产负债比率	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 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
担保比率	担保余额 / (股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
债务保护倍数	(净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (当年利息支出 + 当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

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

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

信用等级公告

联合[2007] 554 号

联合资信评估有限公司通过对蛇口晶石电子有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

蛇口晶石电子有限公司
企业主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零零七年九月十二日

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

蛇口晶石电子有限公司主体长期信用评级分析报告

评级结果：BBB⁻

评级展望：稳定

评级时间：

2007年9月12日

主要数据：

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	53165.91	58819.54	48662.88
所有者权益(万元)	13410.24	14368.74	16307.14
主营业务收入(万元)	47588.37	56924.72	52284.81
利润总额(万元)	1222.20	1747.15	3319.85
资产负债率(%)	73.17	73.62	63.07
全部债务资本化比率(%)	45.60	49.21	43.42
净资产收益率(%)	7.52	6.67	17.90
流动比率(%)	108.77	112.93	122.77
EBITDA 利息倍数(倍)	3.59	2.22	2.47
债务保护倍数(倍)	0.16	0.14	0.28

分析员

黄 静

电话：010-85679696-8875

邮箱：huangjing@lianheratings.com.cn

夏 阳

电话：010-85679696-8802

邮箱：xiayang@lianheratings.com.cn

传真

8610-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲6号

中环世贸中心D座7层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: <http://www.lianheratings.com.cn>

评估观点

蛇口晶石电子有限公司（以下简称“蛇口晶石”或“公司”）是全球最大的一体化回扫变压器（简称：FBT）专业生产企业，在中国电子元器件行业中知名度较高。目前公司主导产品为FBT，该产品为整机类产品的关键部件之一，应用于CRT类显示器及彩电产品中，但受到CRT产品市场缩减的影响，公司正处于产品调整转型的初期阶段，因此经营上存在较大的风险。

公司资产质量不高，应收款项较大，关联方借款较多；盈利能力正常；公司债务负担较重；经营性现金流状况正常。综合来看，公司的整体信用风险一般。

优势

1、公司为深圳中小高新技术企业，是国家近几年大力发展扶持的对象，发展政策环境良好；

2、公司是FBT生产的龙头企业，行业知名度较高，主导产品（FBT）的市场竞争力强，销量位居行业第一。

关注

1、CRT行业发展下滑，FBT产品市场萎缩；

2、公司产品贸易结构偏重出口，存在一定的汇率风险；

3、公司应收账款占比较大，关联方借款较多，回款存在风险；

4、公司目前正处产品转型初期阶段，经营风险较大。

一、企业主体概况

蛇口晶石电子有限公司成立于 1990 年 7 月，注册号为企合粤深总字第 101755 号，原注册资本为 208 万元。经历次增资及股权转让变更后（见表 1），截至 2006 年底，公司注册资本为 2068 万元，股权结构为，江苏晶石科技集团有限公司（简称：晶石集团；原名：无锡晶石科技有限公司）占 75%；集成（香港）建筑工程师事务所（简称：集成建筑）占 25%。根据图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系来看，冯建湘和冯建昌掌握公司的实际控制权，二人为堂兄关系。

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系

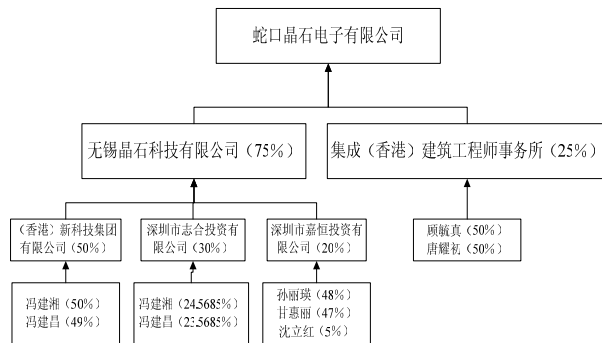


表 1 公司股权结构及注册资本变化

股东简称	1990 年	1992 年	1994 年	1995 年	1999 年	2000 年	2004 年
股权占比(%)							
华侨事业	30	7.7					
江苏第四厂	45	67.3	75	75			
集成建筑	25	25	25	25	25	45.3	25
宁波双林					75	54.7	
晶石集团							75
公司注册资本 (万元)	208	808	808	1508	1508	2068	2068

注：公司所涉及股东全称依次为、蛇口华侨实业发展公司、江苏省无锡县第四磁性材料厂、集成（香港）建筑工程师事务所、宁波双

林集团股份有限公司、江苏晶石科技集团有限公司。

公司是中国电子元器件行业中享有盛名的企业之一，经过十七年的发展，现已成为全球最大的 FBT 生产企业，目前市场占有率居全球第一，约占全球市场的 30%。公司主导产品为

FBT，该产品应用于 CRT 类显示器及彩电，为其关键部件之一。但受到 CRT 产品市场缩减的影响，公司目前正处于产品调整转型的初期阶段，因此经营上存在一定的风险。

公司内设销售部、财务部、行政人事部、开发部、品质管理部、制造部、计划采购部 7 个部门。截至目前，公司下设 2 家子公司（见表 2）。其中，无锡斯贝尔磁性材料有限公司（简称“无锡斯贝尔”）主要生产经营磁性材料。截至 2006 年底，无锡斯贝尔资产总额为 18159.40 万元，所有者权益总额 7116.43 万元；广西容县晶石科技有限公司（简称：广西容石）为蛇口晶石全资子公司，成立于 2007 年 3 月，注册资本 1500 万元，主要负责 FBT 生产及销售，于 2007 年 5 月开始投产。

表 2 公司的控股子公司情况

公司简称	成立时间 (年/月)	注册资本	经营范围	持股比例
无锡斯贝尔	2002/07	540 万元美元	生产磁性材料	75%
广西容石	2007/03	1500 万元人民币	FBT 产销	100%

截至 2006 年底，公司资产总额 48662.88 万元，所有者权益 16307.14 万元；2006 年实现主营业务收入 52284.81 万元，净利润 2918.40 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；公司法定代表人：冯建湘。

二、行业背景

电子元器件制造业是电子信息产业的基础支撑产业，其技术水平和生产能力直接影响整个电子信息产业的发展。电子元器件属于电子信息产业的中间产品，介于电子整机行业和原材料行业之间，其特点是所生产的产品与最终产品之间无直接的对应关系，参与多个价值链的形成。电子元器件制造业发展的快慢、所达到的技术水平和生产规模，不仅直接影响着整个电子信息产业的发展，而且对发展信息技术，

改造传统产业，提高现代化装备水平，促进科技进步都具有重要意义。

中国电子元器件行业近年来发展稳定，产品产量约占全球总产量的 30% 左右，位居世界前列。根据 2006-2007 年中国电子元器件行业分析及投资咨询报告中提供的数据显示，2006 年 1-6 月份，中国电子元器件产品累计工业总产值达到了 439.60 亿元，其中，电子元件产品占 59.05%，比 2005 年同期增长 42.02%；电子元器件产品累计工业总产值为 180.01 亿元，比 2005 年同期增长 30.51%。

预计到 2010 年，全球电子信息制造业市场将达到 19055 亿美元，其中，电子元器件市场将达到 2800 亿美元，占 14.7%。在国内市场上，中国 IT 市场保持快速增长，汽车电子、PDA、互联网应用产品、机顶盒等产品的迅速启动及飞速发展，将极大地带动中国电子元器件市场的发展。

整体看，公司所属大行业发展环境良好，但电子元器件受终端产品的制约发展较大。

三、企业素质

1. 企业规模

公司作为 FBT 生产的龙头企业，截至 2006 年底，公司资产总额为 48662.88 万元，所有者权益 16307.14 万元，在职员工 865 人，厂房面积 15000 平方米，拥有十余个系列 FBT 产品，全年 FBT 产能为 3500 多万只，是目前全球最大的一体化回扫变压器专业企业。

2. 公司竞争优势

① 优质的客户资源

公司营销策略主要采用大客户直接销售模式，同时配合优质的客户服务和良好的信誉保障，已与国内外众多一类客户形成了长期的、战略性的合作关系，截至目前，公司已与东芝、松下、夏普、三洋、船井、飞利浦、汤姆逊、欧立皇、TCL、创维、康佳等国内外一类 CRT

生产厂商建立了长期战略性的合作关系，并多次被评为优秀分供方、杰出供应商企业。

② 低价、稳定的原材料供应

公司主要原材料供应采用低成本发展战略，通过招标引进开发新的主要原材料供应商。2006 年公司主要原材料供应商的开发数量达到 11 家，并与其建立战略发展合作关系，同时，支持、配合供应商开发低成本的新材料。另外，公司作为晶石集团的下属企业，晶石集团为公司开拓及稳定供应渠道起到了积极的促进作用。

③ 完善的质量管理体系

公司拥有完善的质量管理体系，先后通过了 ISO9000、ISO2000 质量体系认证、ISO14000 环境管理体系认证、CQC 认证、美国的 UL 认证、德国 CE 认证、TUV 认证、加拿大的 CSA 认证等，为我国首批符合 ROHS 指令的企业之一。

（注：ROHS 全称为《电气、电子设备中限制使用某些有害物质指令》）

④ 品牌优势

公司创立的“晶石”自主品牌为行业内第一销量品牌，销量约占全球市场的 30%。虽然“晶石”品牌归属公司控股股东晶石集团所有，但目前公司已从晶石集团获权，长期免费使用“晶石”商标。

⑤ 较强的产品研发能力

公司自成立以来一直注重产品的研发，不断壮大研发队伍。截至目前，公司拥有各类研发工程师 70 多人；近三年公司所投入的研发资金占到销售收入的 3% 以上。随着 CRT 市场的萎缩，公司加大了新产品的研发力量，如办公设备用高压发生器（HVT）和动力型锂离子电池，为公司产品结构调整及转型作好了铺垫。

⑥ 良好的行业政策

由于公司为中小企业，属高新技术行业，是国家近几年大力发展扶持的对象。近几年，公司申请的补贴资金主要为财政贴息，获得的金额逐年递增，近三年分别为 28.05 万元、164.87 万元和 287.11 万元。

3. 公司人员素质

目前公司高级管理人员 7 人，1 人具有本科学历，其余 6 人全为专科学历，全部具有多年的行业与本企业的管理经验，平均年龄在 40 岁左右。其中，冯建湘、冯建昌、冯建国分别任公司董事长、总经理及常务副总经理，其三人为堂兄弟关系。

公司现有员工 865 人。其中，本科以上学历 71 人，高中或中专学历 320 人，初中以下学历 474 人；从年龄结构看，30 岁以下 652 人，30-50 岁 211 人，50 岁以上 2 人。公司员工队伍年轻化，整体文化素质偏低。

总体看，作为 FBT 行业里的龙头企业，公司的竞争实力较强，但由于 FBT 市场缩减，公司处于产品调整及转型阶段，因此公司的整体竞争力将面临着未来新业务发展的挑战。

四、企业管理

公司法人治理结构涵盖董事会及管理层。董事会由 5 人构成，由投资控股方根据公司章程及合同产生，是公司战略确定及重要人事任免的最高权力机构，负责制订公司的重要政策及发展方向。管理层的人员由董事会任命，是公司经营决策与执行机构。由于公司董事会成员多为家族人员，加之公司未设立监事会，故公司法人治理结构建设尚不完善。

公司采用职能式的组织架构，设有销售部、开发部、制造部、计划采购部、品质管理部、财务部及行政人事部七个部门，各部门职责划分清晰，能较好满足公司业务实际运营的需要。公司内部管理体系完善，目前已引入 ERP 管理系统，建立了 K/3 流程体系。同时，

公司不断完善包括质量管理、资金管理、人力资源管理等在内的内部控制制度，公司的管理水平不断提高，管理流程不断优化。

五、企业经营

1. 公司主营业务分析

公司为电子元器件的生产供应商，近三年，公司主营业务收入构成中包括：FBT、BCk 变压器、HVT 和磁性材料，其中 FBT 为公司核心业务，截至 2006 年底 FBT 实现收入 37566.13 万元，占主营业务收入的 71.85%。2006 年该业务实现的收入以及收入占比均较 2004 年、2005 年有所缩小，主要是由于该业务市场萎缩所致；磁性材料为公司下属无锡斯贝尔子公司主营业务，是公司近几年主营业务收入的第二大来源，收入占比逐年放大，截至 2006 年底，该业务收入占公司主营业务收入的 27.27%；BCk 变压器为公司代销原下属子公司深圳晶辰电子科技有限公司（简称“深圳晶辰”）的产品，由于 2005 年公司转让持有该子公司全部股权，因此 2006 年公司已停止了对 BCk 变压器的销售；高压发生器（简称：HVT）为公司新开发的产品，于 2006 年开始进入小批量生产及销售的测试阶段，虽然 2006 年实现销售收入占比微乎其微，但该产品未来发展前景较好。（见表 3）

表 3 近三年公司主要业务收入及收入占比

业务收入(万元)	2004 年	2005 年	2006 年
FBT	39840.65	45030.86	37566.13
BCk 变压器	199.00	55.90	0.00
HVT	0.00	0.00	458.26
磁性材料	7548.71	11837.96	14260.43
业务收入占比(%)	2004 年	2005 年	2006 年
FBT	83.72	79.11	71.85
BCk 变压器	0.42	0.10	0.00
HVT	0.00	0.00	0.88
磁性材料	15.86	20.80	27.27

近三年，公司的主营业务利润主要来源于收入前两位的 FBT 和磁性材料业务。截至 2006 年底，该两项业务实现利润分别占公司主营业务利润的 64.16%、35.06%，磁性材料的利润占

比略高于其收入占比，主要是由于公司技改提高了原有磁性材料产品的附加价值，以及 FBT 受到市场的影响，业务毛利率逐年下降所致。此外，磁性材料业务受到产能上的限制（目前该业务已处于最大化的生产产能），加上氧化铁、氧化锰、氧化锌、氧化铁等主要原材料的上涨，未来该业务实现的利润与目前相比将不会有较大的增长，因此公司未来五年的经营主要取决于 FBT 和 HVT 两项业务的发展情况。（见表 4）

表 4 近三年公司主要业务利润及业务利润率

业务利润(万元)	2004 年	2005 年	2006 年
FBT	4436.70	5575.44	4611.79
BCK 变压器	24.17	4.11	0.00
HVT	0.00	0.00	56.14
磁性材料	810.50	1877.87	2520.17
业务毛利率%	2004 年	2005 年	2006 年
FBT	11.14	12.38	12.28
BCK 变压器	12.15	7.36	--
HVT	--	--	12.25
磁性材料	10.74	15.86	17.67

此外，从产品销售结构来看，公司主要以出口为主，近三年产品出口收入总额分别占到销售收入总额 57.97%、61.79%和 53.82%。随着人民币的升值，公司面临的汇率风险逐年增大。截至 2006 年底，公司汇兑损失为 366.42 万元，较 2005 年底增加了 199.61 万元。

公司核心业务 - FBT

(1) FBT 行业发展背景

FBT 主要应用于 CRT 电视机和彩色显示器上，为其关键部件之一，也是重要的安全器件，因此，CRT 行业的发展走势将直接影响到一体化回扫变压器的发展。

① CRT 电视行业发展走势

据 Displaysearch 公司的最新数据，2006 年全球电视机的市场需求高达 1.9 亿台，比 2005 年的 1.86 亿台增长 2.2%，销售额为 1018 亿美

元，较 2005 年增长 27%，连续 5 年呈现销售额增幅大于销售量增幅，表明高附加值的平板电视比重越来越大。2006 年 CRT 电视全球销量约为 1.34 亿台，比 2005 年的 1.55 亿台下降了 13.5%。据 Display-search 公司的最新预测，预计未来几年 CRT 电视的跌幅还将维持在 13%~15%之间，这表明 2006 年~2010 年间将是 CRT 电视机被替代的高峰期，预计到 2007 年，CRT 电视机市场份额将缩减到 58%左右。

另外，根据 Displaysearch 的最新统计，预计未来几年，全球电视市场的需求量将稳步增长，预计到 2008 年全球电视需求量将达到 2 亿台左右。就 CRT 与平板电视市场而言，虽然平板电视受到发达国家和地区(如北美、欧洲以及日本、韩国等)的热捧，但众多发展中国家和地区消费水平依然参差不齐，使得 CRT 电视在一段时期内仍具有较大的生存空间。所以未来一段时间内，如中国、印度、南非、土耳其、孟加拉等发展中国家和待发展国家对 CRT 电视的需求量仍然很大。

就中国电视市场来看，我国 CRT 电视的价格更具吸引力，CRT 电视在国内基数较大，技术体系完善。据相关统计显示，我国 CRT 电视 2006 年销量约为 3306 万台，与 2005 年的 3524 万台相比下降了 6%，预计 2007 年销量将减少到 2899 万台，降幅约为 12%；CRT 电视市场份额也由 2005 年的 93%，下降到 2006 年的 85%，预计 2007 年下降至 73%。总体来看，我国 CRT 电视被平板电视替代的速度明显慢于全球。

② CRT 显示器市场发展走势

由于全球液晶产业的逐步升温，加之面板企业等上游供应链对液晶显示设备的大力投入，导致产能过剩、价格持续走低，造成液晶显示器（简称 LCD）市场需求的持续上涨。

中国显示器整体市场发展迅猛。在价格、性能和屏幕尺寸等诸多因素的作用下，LCD 将逐步替代 CRT 市场，成为显示器市场的领导者。

根据 CBIResearch 数据表明, 2007 年第一季度我国显示器销量超过 400 万台, 同比增长 69.2%, 其中 LCD 显示器占整体显示器销量的 73.9%, CRT 销量仅占 26.1%。在一、二级城市中, 由于消费者对 CRT 的购买力大幅度销减, 加之三星、飞利浦、LG 等一线品牌下调 CRT 产品出货量, 导致部分一、二级城市单月 CRT 显示器出货量仅为千台左右。

③ 我国 FBT 行业发展趋势

我国 FBT 行业发展已非常成熟, 技术较为领先且价格优势突出, 是国内外厂商合作及加工的首选基地之一。但受到全球 CRT 电视市场缩减的影响, 未来我国 FBT 行业发展呈下降趋势, 销量将逐年减少。另外, 随着 CRT 重点市场的转移, 以及一类 CRT 生产企业相继退出, 转为平板产品的生产, 二、三类 CRT 生产企业将成为未来主要 FBT 产品的采购终端。尽管在一定时期内, FBT 行业在一些地区或国家还存在着较大的市场容量, 但 FBT 行业下滑势头持续, 预计未来几年将是我国 FBT 生产企业转型时期。

(2) 公司 FBT 产品生产与销售情况

FBT 生产情况

公司作为全球第一大 FBT 生产商, 生产规模较大, 且工艺技术位于业内领先水平。公司全年核定的技术产能为 3500 万只/年, 但由于 FBT 市场容量的缩减, 公司近两年逐步减少 FBT 产品的产量。2006 年公司 FBT 产品生产为 2805 万只, 设备利用率为 80.17%, 产品生产数量较 2005 年减少 246 万只, 减少幅度达到 8.77%, 预计到 2011 年该产品年生产将缩减至 1000 万只, 设备利用率仅为 28.57%。整体看, 公司 FBT 产品的年产值逐年减少, 设备利用率逐年下降。

FBT 销售情况

近几年, 公司所生产的 FBT 产品市场竞争

力较强, 销售情况一直保持良好的, 产销率接近 100%。但受到 FBT 行业整体发展的影响, 近三年, FBT 产品销售收入以年均 2.90% 的幅度下降, 其中 2005 年为三年销售收入最高点, 2006 年为其最低点, 这主要由于 2006 年 LCD 产品的快速发展, 加快 CRT 产品的更替速度所致。2006 年公司 FBT 实现销售收入 37566.13 万元, 分别较 2004 年、2005 年减少了 2274.52 万元和 7464.73 万元。另外, 随着 FBT 市场的萎缩, 公司对 FBT 产品逐年减产, 加上 FBT 产品价格一路走低, 根据公司的预测(表 5), 预计到 2011 年, 单只 FBT 产品的售价仅为 10.50 元左右, 按照产销率为 100%, 年产值 1000 万只计算, 公司 2011 年 FBT 产品实现销售收入约为 10500 万元左右, 不足 2006 年该产品销售收入的三分之一。

表 5 FBT 产品销售现状及未来预测

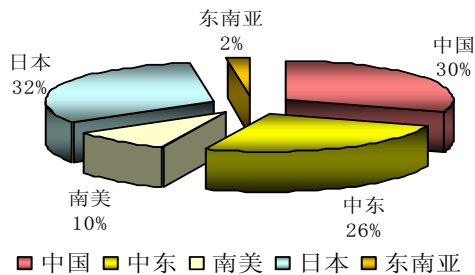
项目	年产量 (万元)	单只价格 (元)	销售收入 (万元)
2004 年	2707	14.72	39840.65
2005 年	3051	14.72	45030.86
2006 年	2805	13.53	37566.13
2007 年 预测	2275	12.43	28278.25
2008 年 预测	1800	11.50	20700.00
2009 年 预测	1600	11.00	17600.00
2010 年 预测	1300	10.80	14040.00
2011 年 预测	1000	10.50	10500.00

数据来源: 公司提供

① FBT 产品销售地区分布情况

近几年, 随着 FBT 需求市场的转移, 公司在稳固一类发达国家或地区市场的同时, 加大了二、三类发展中国家或地区的市场拓展。截至 2006 年底, 公司市场销售区域主要分布在日本、南美、东南亚、中东、中国等地区和国家。各销售区域收入占比见图 2 所示, 其中发展中国家和地区销售收入合计占比为 68%, 日本销售收入占 32%。另外, 随着一类 FBT 市场的迅速萎缩, 公司将继续加大二、三类及本国市场的拓展力度, 目前, 印度、非洲已纳入公司未来市场的拓展规划中, 因此, 未来二、三类市场的合计收入占比将进一步加大。

图2 公司销售地区收入占比



数据来源：公司提供

② FBT 销售客户情况

近几年，公司一直采用大客户直接销售模式，注重和全球及各地区的一类 CRT 大型生产厂商的合作，客户质量与稳定程度较高。2006 年公司国内外主要的合作客户如表 6 所示，其中销售前三名的客户分别为国内的 TCL、日本的船井以及土耳其的 VSTET 公司。三家销售收入合计占到 FBT 销售总额的 51.10%，占比较大，客户集中度较高，受其未来经营发展的影响较大。另外，随着全球一类生产厂商对 CRT 产品的减产，公司已逐步将客户开发聚焦在各地的二、三类中小型 CRT 生产企业中，如 2005 年公司新开发土耳其的 BOKO 公司以及巴西的 GRADIENTE 公司等。预计未来几年，国内外的二、三类厂商将成为 FBT 产品的主要采购终端，因此未来公司的客户质量将有所下降，从而加大了公司应收账款回款的风险。

表 6 2006 年公司主要销售客户

注：以下国外销售收入是按人民币对美元汇率 7.6 折算

客户名称	销售收入 (万元人民币)	收入占比	所属国家
TCL	8567	22.58%	国内
创维	1232	3.25%	
康佳	597	1.57%	
船井	5563.2	14.66%	日本
VSTET	5259.2	13.86%	土耳其
BOKO	3062.8	8.07%	土耳其
东芝	2599.2	6.85%	日本
飞利浦（巴西）	1626.4	4.29%	巴西
夏普	1307.2	3.44%	日本
JVC	942.4	2.48%	日本
GRADIENTE	927.2	2.44%	巴西
汤姆生（泰国）	684	1.80%	泰国
飞利浦（墨西哥）	630.8	1.66%	墨西哥

数据来源：公司提供

公司新业务 - HVT

(1) HVT 行业发展背景

HVT 为激光打印机、复印机等办公设备的必备主要元器件之一，应用极为广泛。目前全球激光打印机、复印机产品处于市场增长期，产销量增长较快，强有力地拉动了与之配套的高压发生器的发展，市场前景非常乐观。

目前，HVT 的生产主要集中在韩国和日本，国内基本上处于空白状态，该产品转入中国生产已成趋势，因此公司在此阶段进入该领域将保证公司在行业中处于领先地位。高压发生器项目无污染，符合国家的产业政策及技术政策导向。根据 IDC（国际数据调查公司）研究数据显示，截至到 2006 年底，全球激光打印机总需求量达到 2000 万台，复印机 350 万台；全球 HVT 市场容量在 5300—8300 万只左右。（见表 7）

表 7 激光打印机、复印机以及配套 HVT 的市场容量

项目	激光打印机	复印机
全球市场容量	2000 万台	350 万台
国内市场容量	194 万台	35 万台
每台需要 HVT 数量	2—4 只	4 只
全球 HVT 市场容量	4000—8000 万只	1400 万只
国内 HVT 市场容量	388—776 万只	140 万只

(2) HVT 产品分析

HVT 生产情况

HVT 作为公司未来核心产品，目前尚属于小规模试产阶段，根据项目可行性报告中项目建设计划安排（表 8），该项目预计到 2008 年产能正式达产（注：HVT 产品的核定技术产能为 220 万台/年）。

表 8 HVT 项目建设进度

时间	2006/2	2006/5	2006/10	2007/2	2008/1
项目内容	HVT 产品送样	小批量生产	第一条生产线完成	剩余线完成	达到设计产能

HVT 市场开拓情况

由于日本及韩国长期为 HVT 产品生产的加工基地，技术工艺发展水平较高，且口碑声誉较好，目前在行业市场占绝对垄断地位，因此给公司市场拓展造成了很大的阻碍，在有质量保证及价格优势的前提下，公司仍需要较长的市场培育期。

HVT 销售情况

截至 2006 年底，公司 HVT 产品实现销售收入 458.26 万元，仅占公司主营业务收入的 0.88%。根据公司未来五年 HVT 产品的经营预测所示（表 9），预计到 2011 年 HVT 产品年销量将达到 350 万只，销售收入为 28000 万元左右，全球市场占有率为 3.50%。但就目前公司实际 HVT 市场开拓情况来看，市场开拓进程缓慢，且受到日本及韩国竞争企业的阻力较大，市场前景尚未明朗。截至目前，公司仅获得日本 OKI 一家公司的定单，且定额较小，因此，我们认为以下的预测数据比较乐观，存在一定的市场不确定因素。

表 9 未来五年 HVT 产品的经营预测

项目	产量 (万只)	产销率 (%)	销售收入 (万元)	全球市场占有率 (%)
2007 年	50	100	4000	0.94
2008 年	220	68.18	12000	2.14
2009 年	250	88	17600	2.75
2010 年	300	100	24000	3.33
2011 年	350	100	28000	3.50

数据来源：公司提供

另外，由于 HVT 为电源板的组成部分，且公司未来发展方向为电源板的生产，因此公司现有的部分 FBT 客户将成为日后的竞争对手（部分 CRT 生产厂现有业务包含电源板的生产），对公司未来发展造成一定不利影响。

整体看，公司 FBT 产品在未来一段时间内仍存在一定的市场容量，但产品被市场淘汰的趋势不变，加上公司 HVT 新产品市场目前发展尚不明朗，因此公司存在一定的经营风险。

2. 公司经营效率

从资产运营效率指标看（表 10），2006 年销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 3.13 次、5.99 次和 0.97 次，该三项指标均低于近三年加权平均值，这主要是由于 FBT 市场缩小，产品销量减少所致。总体看，公司经营效率一般。

表 10 公司经营效率

指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权 平均值
销售债权周转次数	4.54	3.36	3.13	3.27
存货周转次数	6.26	6.68	5.99	6.25
总资产周转次数	1.38	1.02	0.97	1.07

3. 公司未来发展

投资方面，根据表 12 来看，公司未来五年

累计投资合计为 19000 万元，其中 HVT 和动力型锂离子电池（简称“动力锂电池”）两项目投资合计为 15000 万元，是本次发债募集投资的项目，也是公司未来主要建设投资的项目（见表 11）。根据两项目可行性报告预测，以上两项目年收益率均在 20% 以上，经济效益良好，但由于 HVT 及动力锂电池为公司新生业务，两项目未来发展存在一定的不确定因素。

表 11 公司未来主要投资项目

项目（万元）	总投资	债券	自筹	建设期
HVT 项目	6000	2000	4000	2005 年-2007 年底
动力锂电池	9000	1000	8000	2008 年-2011 年
合计	15000	3000	12000	

债务负担方面，根据公司未来投资来看，除本期发行的 3000 万元的企业债外，公司仍有 16000 万元的资金（年平均自筹资金为 3200 万元）需要通过自筹来解决。在公司正常经营情况下，以公司目前自有资金筹集能力看，截至 2006 年底，公司货币资金 7349.87 万元，经营活动产生现金净流量 1693.71 万元，基本能满足公司未来投资的需求，不需要进一步依靠外部融资，但考虑到公司未来经营中存在一定的风险，未来的盈利能力将出现下降，同时，预

计公司营运资金需求将会有所增加，自筹资金将有可能出现不足，导致对外融资的增多，因此表 12 预测的公司未来债务水平和债务负担存在一定的不确定性，公司实际债务水平可能会高过公司预测的情况。

经营方面，公司未来经营重点主要放在 FBT 和 HVT 两项业务的发展中，围绕“两条腿”市场战略和低成本产品战略，“两条腿”市场战略主要是指 HVT 新客户的开发和 FBT 二、三类市场客户的开发。低成本产品战略主要通过工艺的开发与改进，配合供应商开发低成本新材料，异地建厂生产线搬迁（注：2007 年 3 月，公司新建的广西容县晶石科技有限公司为未来主要一体化回扫变压器的生产基地，该子公司于 2007 年 5 月正式开始投产）以及加强公司费用控制等措施，降低 FBT 的生产成本。此外，公司在维持磁性材料现有的产能基础上，将磁性材料锁定在通讯设备等高端产品的应用中，并继续通过技改提高磁性材料产品的质量，用以增大该业务的附加价值。

表 12 公司未来五年经营预测

项目（万元）	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
计划投资	4600	3400	3600	4200	3200
营业收入	46378	60000	66450	82540	105450
利润总额	2765	4350	4950	5900	7150
净利润	2117.5	3338.5	3752	4095	5028.13
折旧	1060	1130	1200	1350	1380
摊销	20	20	20	20	20
利息支出	550	800	798	840	810
短期债务余	7600	7600	8100	10400	11400
长期债务余	3000	3000	3000	2100	1200
少数股东权	6125	7200	7750	8625	10250
所有者权益	24500	28800	31000	34500	41000
资产总额	63000	70000	73500	76000	88000
指标（%）	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
资产负债率	51.39	48.57	47.28	43.26	41.76
全部债务资本化比率	25.71	22.75	22.27	22.47	19.73
净资产收益	8.64	11.59	12.10	11.87	12.26
EBITDA 利息保护倍数	6.81	6.61	7.23	7.51	8.94

数据来源：公司提供

整体看，表 12 预测的数据比较乐观，原因

在于公司 FBT 产品被市场淘汰速度及 HVT 产品市场拓展进度直接成为了公司未来可否持续经营的关键因素，未来经营上存在的不可预测风险较大。

六、财务分析

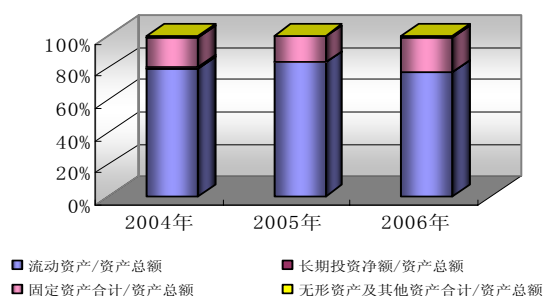
以下财务分析基于公司提供的 2004-2006 年的财务报表，近三年年度财务报表经南京永华会计师事务所审计并出具了无保留意见的审计结论。报告期内公司财务报表合并范围以及会计政策未发生大的变化，年度间财务数据可比性强。

1. 资产质量

2004-2006 年公司资产总额分别为 53165.91 万元、58819.54 万元和 48662.88 万元，年均下降幅度为 4.33%，其中 2006 年较 2005 年的下降幅度较大，下降幅度达到 17.27%，主要是由于 2006 年公司 FBT 业务经营规模下降所致。

近三年公司总资产构成相对稳定，以流动资产（77.43%）和固定资产（21.71%）为主（图 3），长期投资和无形资产及其他长期资产占比较小。

图 3 公司资产结构



近三年公司流动资产以年均 5.64% 的幅度下降，略高于同期的资产降低速度。主要来自应收账款及其他应收款的下降。截至 2006 年底，公司流动资产合计 37679.52 万元，其中，占比较大的科目为货币资金占 19.51%、应收账款占 36.04%、其他应收款占 18.39%、存货占

18.21%、应收票据占 6.19%。其中，应收款项占比较大，合计占比高达 54.42%。

2006 年底，公司货币资金账面余额 7349.87 万元，较 2005 年末下降了 19.57%，是由于 2006 年归还银行借款和支付股利的筹资活动减少了现金以及公司购入固定资产和在建工程的投资活动的现金流出增大所致。

2006 年底，公司存货净额 6860.99 万元，较 2005 年底下降了 16.38%，主要是由于公司 FBT 产品的减产以及公司加强资金的管理，控制库存量所致。公司存货主要包括原材料(27.61%)、库存商品(41.21%)、在产品(17.66%)，由于以上存货按成本与可变现净值孰低法计价，且不存在毁损、全部或部分陈旧过时、销售价格低于成本等，故公司未计提存货跌价准备。

由于 2006 年公司主营业务收入的减少，加上公司强调了资金回笼的安全性，减少了客户赊销额度，采用应收票据的付款方式，导致 2006 年底，公司应收账款净额大幅下降，应收票据大幅上涨。截至 2006 年底，公司应收账款净额 13578.01 万元，较 2005 年下降了 17.86%，应收票据余额为 2331.58 万元，较 2005 年增长了 143.42%。

截至 2006 年底，公司应收账款账面余额 14843.41 万元，从账龄分布看，一年以内的应收账款占 93.35%，五年以上的占 3.30%，账龄较短；从债务人分布看，前五名单位累计欠款占应收账款的 43.85%，集中度较高。2006 年公司计提的坏账准备金额为 1265.41 万元，占应收账款账面余额 0.85%，坏账计提不够充分。

2006 年底，公司其他应收账款余额为 12423.17 万元，较 2005 年下降了 36.99%，减少的部分主要包括公司受让了无锡斯贝尔对无锡新建电子材料厂(关联方，见附件 5) 4873.14 万元的欠款，并以此债权转为股权对下属无锡斯贝尔子公司增资，以及公司债权低应付股利 2080.00 万元。从账龄分布看，一年以内的占 21.52%，三年以上的占 46.71%，账龄较长，回款存在风险。从债务人分布看，欠款前五名单

位欠款合计为 11417.79 万元，占应收账款的 91.91%，欠款集中度较高。由于欠款前五名单位主要为公司的关联方企业，实际归还资金的可能性较小。2006 年公司计提的坏账准备金额为 5494.48 万元，占到公司其他应收账款的 44.23%，坏账计提基本合理。

近几年，公司应收款项占流动资产的比例较大，且主要为关联方的欠款，关联方主要为公司的原股东、目前直接或间接股东、公司原下属企业以及股东直接或间接参控股的企业。截至 2006 年底，公司应收账款及其他应收款中包含的关联方款项合计达到 14863.38 万元。2006 年公司关联方占用资金严重，接近公司净资产的一半，占比达到 49.02%（见附件 5）。

近三年公司固定资产年均增长幅度为 5.79%。2006 年底，公司固定资产合计 10562.67 万元，其中固定资产净额占 90.28%，在建工程占 9.72%。2006 年底，公司固定资产原值为 18078.83 万元，成新率为 58.43%，公司固定资产质量较差。

总体看，公司资产规模呈年均下降趋势，存货、应收款项占比较大，关联方借款较多，资产流动性较差，整体资产质量不高。

2、负债及所有者权益

从表 11 看，近三年公司负债总额年均下降幅度为 11.18%高于同期的资产下降幅度。2006 年底，公司负债总额 30691.28 万元，全部为流动负债，负债结构不合理。

2006 年底，公司流动负债以应付账款(39.06%)、应付票据(22.81%)、短期借款(22.12%)为主，其中短期借款全部为担保借款；应付票据余额为 7002.21 万元，全部为银行承兑汇票；应付账款余额 11988.00 万元，账龄集中在一年以内占 95.66%，公司短期支付压力较大。

近三年，公司所有者权益近三年年均增长 10.27%，全部来自未分配利润的增长。截至 2006 年底，公司所有者权益合计 16307.14 万元，

未分配利润占 69.89%，所有者权益稳定性差。

表 11 近三年资本结构

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
所有者权益	13410.24	14368.74	16307.14
少数股东权益	852.33	1148.38	1664.46
短期债务	11954.87	15034.23	13792.21
长期债务	0.00	0.00	0.00
负债总额	3,903.34	43302.42	30,691.28
资产总额	53165.91	58819.54	48662.88
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
长期债务资本化比率 (%)			
全部债务资本化比率 (%)	45.60	49.21	43.42
资产负债比率 (%)	73.17	73.62	63.07

近三年公司的资产负债率分别为 73.17%、73.63%和 63.07%，其中 2006 年较 2005 年大幅下降，主要是由于短期借款、应付票据、应付账款的减少所致；从债务规模看，近三年公司无长期债务，短期债务年均增长幅度 7.41%，其中 2005 年为三年最高点，近三年公司全部债务资本化比率加权平均值为 45.59%。整体看，公司债务水平较高，债务负担较重。

3、盈利能力

从表 12 看，近三年公司主营业务收入年均增幅为 4.82%，但 2006 年较 2005 年下降了 4639.91 万元，主要是由于 FBT 市场容量缩减所致。由于公司一直配合供应商开发低成本材料，以及磁性材料生产技术不断改进，导致公司主营业务成本的增长幅度减缓于主营业务收入的增长幅度，使得近三年公司主营业利润以年均 16.67%的速度快速上涨。此外，加上公司引入 ERP 管理系统，提高了管理效率，公司管理费用呈年均 22.60%的幅度下降，使得近三年公司营业利润年均增幅为 61.22%。另外，近三年公司补贴收入以年均 219.91%的幅度快速增长，截至 2006 年底，公司获得的补贴收入为 287.11 万元，较 2004 年、2005 年分别增长了 259.06 万元、122.24 万元，主要是财政贴息和财政补贴，使得近三年公司利润总额、净利润分别以年均 64.80%、70.10%快速增长。

从盈利指标看，由于公司有效的成本、费用控制，加上磁性材料附加价值的提升，使得 2006 年公司在主营业务收入较 2005 年减少的

形势下，盈利水平大幅提升，其中 2006 年公司主营业务利润率为 13.71%、净资产收益率为 18.49%，总资本收益率为 18.49%，均为近三年最高点。

表 12 近三年盈利情况

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务收入	47588.37	56924.72	52284.81
主营业务利润	5267.62	7434.55	7170.48
利润总额	1222.20	1747.15	3319.85
净利润	1008.70	958.50	2918.40
指 标 (%)	2004 年	2005 年	2006 年
主营业务利润率	11.07	13.06	13.71
总资产收益率	7.00	10.68	18.49
净资产收益率	7.52	6.67	17.90

整体看，尽管公司目前维持在较好的盈利水平上，但从 FBT 经营发展预测来看，未来五年公司 FBT 产品价格和产品销售收入将出现快速下滑，同时磁性材料产品原料的上涨，加上公司 HVT 新产品市场开拓的不确定性，因此公司未来盈利水平将可能有所下降。

4、现金流量

从表 13 看，近三年公司经营活动现金流入量以年均 9.90%比例增长；但公司近三年经营活动产生的现金流量净额却以年均 24.46%的幅度下降，考虑到经营现金净流量的下降主要是由于关联方借款的增多，导致公司支付其他与经营活动有关的现金大幅增长，因此近三年公司经营获现能力并无下降。另外，2006 年初公司调整了客户的付款方式（主要采用银行承兑汇票），减少了客户的赊款额度，加强了资金回笼的安全性，使得公司现金收入比率由 2005 年的 99.26%上升至 113.26%，公司收入实现质量有所提高。

表 13 近三年现金流量

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
经营活动现金流入	57618.47	61744.38	69596.94
经营活动现金流出	54650.17	60679.09	67903.22
经营活动产生现金流量净额	2968.31	1065.29	1693.71
投资活动现金流入	230.64		218.49
投资活动现金流出	3605.68	1236.34	2335.13
投资活动产生现金流量净额	-3375.04	-1236.34	-2116.64
筹资活动现金流入	8056.01	10810.00	9290.00
筹资活动现金流出	8023.75	8683.19	10289.25
筹资活动产生现金流量净额	32.27	2126.81	-999.25
现金及现金等价物增加额	-167.72	1788.98	-1788.54

近三年，公司投资活动的现金流出，主要为构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，公司近三年投资活动产生的现金流量净额均为负值，经营活动现金净流量不能覆盖，近三年公司筹资活动前的现金流量净额分别为-406.73万元、-171.05万元和-422.93万元，公司对外融资依赖程度较大。同时，根据公司 HVT 项目和动力锂电池项目的投资建设计划来看，两项目总投资为 15000 万元，预计公司未来投资活动的净流出规模将继续加大，从而将继续加大公司对外融资的依赖程度。

筹资活动方面，近三年，公司的外部融资活动以银行短期借款为主，近三年筹资活动产生的现金流入年均增幅 7.39%，筹资活动现金流出年均增长 13.24%，筹资活动的现金流入与流出年均增长差异，主要受到近几年公司 FBT 业务经营规模缩小，公司减缓对外融筹资的速度，但随着公司生产转型的迫切，新项目的开发筹建，公司的筹资活动的现金流入规模将逐步放大，用以满足投资上的需求。

总体看，近三年公司经营性现金流状况基本正常，但对外融资压力较大。

5、偿债能力

近三年公司流动比率和速动比率逐年提高（表 14），2006 年两项指标分别为 122.77%和 100.41%，公司短期支付能力较强。

表 14 近三年偿债能力

项 目（万元）	2004 年	2005 年	2006 年
利润总额	1222.20	1747.15	3319.85
EBITDA	2970.09	5124.07	7285.15
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
流动比率（%）	108.77	112.93	122.77
速动比率（%）	91.77	93.98	100.41
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	2.22	2.47
债务保护倍数（倍）	0.16	0.14	0.28

近三年公司利润总额的大幅增长导致 EBITDA 的大幅增长，同时受利息支出快速增长的影响，EBITDA 利息保护倍数有所波动，2006 年为 2.47 倍，公司具有对利息的偿付能力；近三年由于公司利润总额的增长，债务下降，

2006 年债务保护倍数为 0.28 倍，较 2005 年、2004 年有所回升。整体看，公司债务保护能力较强。

截至 2006 年底，公司为控股股东晶石集团合计 5000 万元银行信用额度提供担保；为晶石集团股东深圳市嘉恒投资有限公司 3000 万元的短期借款提供担保（其中公司以 1500 万元的房产做抵押担保）；为原公司的下属子公司深圳晶辰 600 万元的贷款和 924 万元的银行承兑汇票提供担保，以上对外担保累计为 9524 万元，被担保方全部为公司关联方成员，存在较大的或有债务风险。

截至 2006 年底，公司银行授信额度合计 9000 万元，已使用额度 6049.37 万元，可使用授信额度 2950.63 万元。

6、本期债券偿还能力

本期企业债发行金额 3000 万，占公司 2006 年底总债务的 21.75%，占比较大，对公司现有债务将有一定的影响。2006 年公司实现 EBITDA 为 7285.15 万元，为本期债券的 2.43 倍。本期债券期限为 5 年，本金及利息将从第三年（也就是 2010 年、2011 年、2012 年）按 3、3、4 的比例分 3 年偿还，按照公司目前盈利水平，公司具有对本期债券的偿付能力。

七、综合评价

公司是全球最大的一体化回扫变压器专业生产企业，在中国电子元器件行业中知名度较高。目前公司主导产品为 FBT，该产品为整机类产品的关键部件之一，应用于 CRT 类显示器及彩电产品中，但受到 CRT 产品市场缩减的影响，公司正处于产品调整转型的初期阶段，因此经营上存在较大的风险。

公司资产质量不高，应收款项较大，关联方借款较多；盈利能力正常；公司债务负担较重；经营性现金流状况正常。综合来看，公司的整体信用风险一般。

附件1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	7349.44	9138.41	7349.87	0.00
短期投资净额		40.00	50.00	
应收票据	1522.87	957.85	2331.58	23.74
应收股利				
应收利息				
应收账款	14900.77	16531.06	13578.01	-4.54
其他应收款	11214.51	13781.54	6928.69	-21.40
减：坏账准备				
应收账款净额	26115.28	30312.60	20506.70	-11.39
预付账款	677.02	224.62	513.23	-12.93
应收补贴款				
应收出口退税				
存货净额	6614.71	8205.29	6860.99	1.84
待摊费用	35.25	22.14	67.16	38.02
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	42314.57	48900.90	37679.53	-5.64
长期投资				
长期股权投资	325.00			
长期债权投资				
长期投资合计	325.00			
减：长期投资减值准备				
合并价差				
长期投资净额	325.00			
固定资产				
固定资产原值	15286.77	16470.26	18078.83	8.75
减：累计折旧	6766.47	7718.80	8542.86	12.36
固定资产净值	8520.30	8751.45	9535.97	5.79
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	8520.30	8751.45	9535.97	5.79
工程物资	30.08			-100.00
在建工程	1499.37	737.36	1026.71	-17.25
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	10049.74	9488.81	10562.67	2.52
无形资产及其他资产				
无形资产	438.97	429.82	420.68	-2.11
长期待摊费用	37.64			
长期应收款				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	476.60	429.82	420.68	-6.05
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	53165.91	58819.54	48662.88	-4.33

附件1-2 资产负债表（负债与权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	4848.00	7310.00	6790.00	18.35
应付票据	7106.87	7724.23	7002.21	-0.74
应付帐款	14374.13	14142.37	11988.00	-8.68
预收帐款	20.69	38.96	77.26	93.26
应付工资	531.24	705.17	694.42	14.33
应付福利费	141.94			
应付股利	1345.00	1345.00		
应交税金	-102.93	-571.47	-87.03	-8.05
其他应交款	7.01	2.36	3.84	-25.97
其他应付款	10499.05	12547.50	4177.61	-36.92
预提费用	132.33	58.30	44.96	-41.71
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	38903.34	43302.42	30691.28	-11.18
长期负债				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计				
递延税项				
递延税项贷款				
递延收益				
负债合计	38903.34	43302.42	30691.28	-11.18
少数股东权益	852.33	1148.38	1664.46	39.74
所有者权益				
实收资本	2068.00	2068.00	2068.00	0.00
资本公积	814.17	814.17	814.17	0.00
盈余公积	2027.88	2027.88	2027.88	0.00
未分配利润	8500.20	9458.69	11397.09	15.79
外币报表折算差额				
所有者权益合计	13410.24	14368.74	16307.14	10.27
负债及所有者权益合计	53165.91	58819.54	48662.88	-4.33

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	47588.37	56924.72	52284.81	4.82
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	47588.37	56924.72	52284.81	4.82
减: 主营业务成本	42317.00	49467.30	45096.71	3.23
主营业务税金及附加	3.75	22.87	17.62	116.72
二、主营业务利润	5267.62	7434.55	7170.48	16.67
加: 其他业务利润	11.45	101.77	23.52	43.29
减: 存货跌价损失				
营业费用	975.90	981.37	1249.58	13.16
管理费用	3046.74	4386.69	1825.34	-22.60
财务费用	10.86	408.84	881.61	800.80
其他				
三、营业利润	1245.57	1759.41	3237.47	61.22
加: 投资收益	5.93	-25.00	-325.88	
补贴收入	28.05	164.87	287.11	219.91
营业外收入	23.39	42.20	167.40	167.50
其他				
减: 营业外支出	80.75	194.33	46.25	-24.32
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	1222.20	1747.15	3319.85	64.81
减: 所得税	404.87	492.60	218.23	-26.58
减: 少数股东损益	-191.36	296.05	183.22	
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	1008.70	958.50	2918.40	70.10
加: 年初未分配利润	9191.50	8500.20	9458.69	1.44
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	10200.20	9458.69	12377.09	10.16
减: 提取法定盈余公积				
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	10200.20	9458.69	12377.09	10.16
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利	1700.00		980.00	-24.07
转作股本的普通股股				
其他				
八、未分配利润	8500.20	9458.69	11397.09	15.79

附件 3-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	47597.32	56503.74	59219.22	11.54
收到的租金				
收到的税费返还	4021.15	1985.93	3094.43	-12.28
收到的其他与经营活动有关的现金	6000.01	3254.71	7283.28	10.18
现金流入小计	57618.47	61744.38	69596.94	9.90
购买商品、接受劳务支付的现金	44899.87	50292.75	52698.17	8.34
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	2760.65	3320.97	3067.29	5.41
支付的各项税费	599.93	875.50	1060.48	32.95
支付的其他与经营活动有关的现金	6389.71	6189.87	11077.29	31.67
现金流出小计	54650.17	60679.09	67903.22	11.47
经营活动产生的现金流量净额	2968.31	1065.29	1693.71	-24.46
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	222.64	0.00	56.99	-49.41
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	8.00		161.50	
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	230.64		218.49	-2.67
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	3605.68	1196.34	2275.13	-20.57
投资所支付的现金		40.00	60.00	
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	3605.68	1236.34	2335.13	-19.52
投资活动产生的现金流量净额	-3375.04	-1236.34	-2116.64	-20.81
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金			9290.00	
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	8056.01	10810.00		
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	8056.01	10810.00	9290.00	7.39
偿还债务所支付的现金	7356.01	8348.00	9788.00	15.35
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	667.73	335.19		
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金			501.25	
现金流出小计	8023.75	8683.19	10289.25	13.24
筹资活动产生的现金流量净额	32.27	2126.81	-999.25	
四、汇率变动对现金的影响	206.74	-166.78	-366.36	
五、现金及现金等价物净增加额	-167.72	1788.98	-1788.54	226.56

附件 3-2 现金流量表补充表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	1008.70	958.50	2918.40	70.10
加: 少数股东损益	-191.36	296.05	183.22	
加: 资产减值准备	1158.39	2027.50	-564.81	
固定资产折旧	896.10	1024.61	1002.27	5.76
无形资产摊销	9.15	9.15	9.15	
长期待摊费用摊销	16.21	37.64	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期		2.08	-70.64	
待摊费用减少(减:增加)	-20.75	13.12	-45.03	47.29
预提费用增加(减:减少)	-19.12	-74.03	-13.34	-16.47
固定资产报废损失	4.86		-0.92	
财务费用	49.10	491.97	922.14	333.37
投资损失(减:收益)	-5.93	25.00	325.88	
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-1692.28	-1590.58	1340.50	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-9858.87	-7460.89	4906.75	
经营性应付项目的增加(减:减少)	11614.13	5305.17	-9219.85	
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	2968.31	1065.29	1693.71	-24.46
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	7349.44	9138.41	7349.87	
减: 货币资金的期初余额	7517.15	7349.44	9138.41	10.26
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	-167.72	1788.98	-1788.54	226.56

附件 4 有关计算指标

1. 经营效率				
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
管理费用率 (%)	6.57	7.95	3.72	5.56
成本率 (%)	97.38	96.91	93.81	95.45
销售债权周转次数(次)	2.30	3.36	3.13	3.03
存货周转次数 (次)	2.70	6.68	5.99	5.54
总资产周转次数 (次)	0.60	1.02	0.97	0.91
2. 盈利能力				
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
主营业务利润率 (%)	11.07	13.06	13.71	12.99
现金收入比 (%)	100.02	99.26	113.26	106.41
总资本收益率 (%)	7.00	10.68	18.49	13.85
净资产收益率 (%)	7.52	6.67	17.90	12.45
3. 财务构成				
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
长期资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部资本化比率 (%)	45.60	49.21	43.42	45.59
负债比率 (%)	73.17	73.62	63.07	68.26
4. 偿债能力				
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
流动比率 (%)	108.77	112.93	122.77	117.02
速动比率 (%)	91.77	93.98	100.41	96.75
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.59	2.22	2.47	2.62
债务保护倍数 (倍)	0.16	0.14	0.28	0.22
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	-0.03	-0.01	-0.03	-0.03
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	-0.49	-0.07	-0.14	-0.19

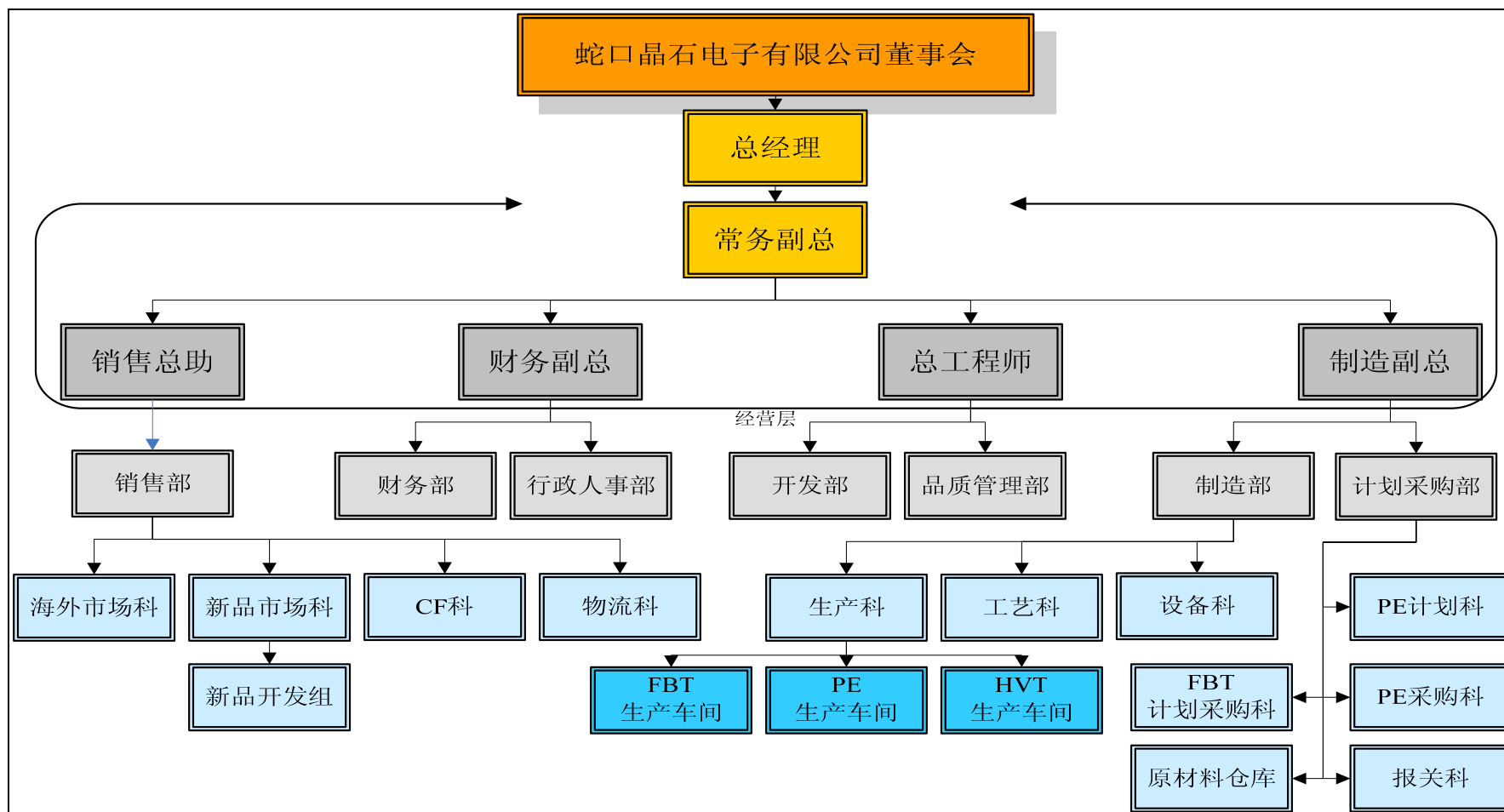
附件 5 公司关联方往来明细

(单位: 万元)

项目	关联方单位	所属关系	2004 年	2005 年	2006 年
应收票据	深圳晶辰电子科技有限公司	原公司下属企业		340.00	
应收账款	江苏晶石科技集团有限公司	公司控股股东	269.37	187.20	313.90
	创思(香港)有限公司	晶石集团下属公司	1399.57	966.05	752.23
	青岛晶石电子有限公司	晶石集团下属公司	77.74	192.28	305.64
	深圳晶辰电子科技有限公司	原公司下属企业	136.02	6.44	245.81
	无锡晶磊电子有限公司	公司实际控制人—冯建湘控股企业	66.53	45.14	69.06
	无锡晶达电子有限公司	公司实际控制人—冯建湘控股企业	24.11	0.09	0.09
	创思(香港)有限公司	晶石集团股东	1399.57	966.05	752.23
	(香港)新科技集团有限公司	晶石集团股东	404.24	451.17	718.33
其他应收账款	无锡晶石电子有限公司	晶石集团前身		250.00	530.00
	无锡市晶石磁性电子器件有限公司	公司实际控制人—冯建湘控股企业		324.14	338.98
	无锡晶石精密磨具制造有限公司	晶石集团的下属企业	107.38	106.79	106.79
	晶石磁性材料与器件工程技术研究有限公司	晶石集团的下属企业			76.53
	无锡晶磊电子有限公司	公司实际控制人—冯建湘控股企业	100.00	20.00	54.74
	深圳晶石汽车配件有限公司	晶石集团下属公司		0.60	0.60
	宁波双林集团股份有限公司	前任股东	4381.02	4381.02	
	江苏晶石科技集团有限公司	公司控股股东			49.65
	深圳市嘉恒投资有限公司	晶石集团股东	350.00	712.71	1667.71
	深圳市志合投资有限公司	晶石集团股东		5.00	505.00
	无锡新建电子材料厂	公司实际控制人—冯建湘控股企业	9907.23	13249.23	8376.09
	集成(香港)建筑师事务所	公司股东	27.11	37.11	
应收款项小计:			18649.89	22241.02	14863.38
应付账款	无锡晶石磁性电子器件有限公司	公司实际控制人—冯建湘控股企业	390.66	1601.55	1773.54
	无锡晶石精密磨具制造有限公司	晶石集团的下属企业	38.60	27.65	12.33
	深圳晶辰电子科技有限公司	原公司下属企业	29.01		
	无锡新建电子材料厂	晶石集团下属公司	203.62	349.35	349.35
	江苏晶石科技集团有限公司	公司控股股东	2043.24	1913.79	1402.72

其他应付款	无锡市新建电子材料厂	晶石集团下属公司	2038.37	3073.51	0.01
	无锡市晶石磁性电子器件有限公司	公司实际控制人—冯建湘控股企业	900.46	120.35	
	无锡晶石新型能源有限公司	晶石集团的下属企业			300.00
	无锡晶磊电子有限公司	公司实际控制人—冯建湘控股企业	22.20	33.31	44.41
	深圳晶辰电子科技有限公司	原公司下属企业	763.07		
	江苏晶石科技集团有限公司	公司控股股东	6253.50	8655.47	2966.78
	创思(香港)有限公司	晶石集团下属公司			19.80
应付股利	宁波双林集团股份有限公司	前任股东	1345.00	1345.00	
应付款项小计:			14027.73	17119.98	6868.94
实际被占用资金:			4622.16	5121.04	7994.44
被占资金与净资产比率(%):			34.47	35.64	49.02

附件 6 公司组织机构图



附件7 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

附件 8 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1 \times 100\%$
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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%
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
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务= (长期债务+短期债务)

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