

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 065 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持四川九洲电器集团有限责任公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,维持“11九洲MTN1”与“11九洲MTN2” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一三年一月七日

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

四川九洲电器集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 九洲 MTN1	5 亿元	2011/7/18-2014/7/18	AA	AA
11 九洲 MTN2	5 亿元	2011/12/05-2014/12/05	AA	AA

跟踪评级时间: 2013 年 1 月 7 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
现金类资产(亿元)	18.57	24.89	24.55	21.40
资产总额(亿元)	86.71	108.17	122.17	138.82
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	23.57	28.85	35.78	43.05
短期债务(亿元)	18.28	25.06	20.15	26.85
全部债务(亿元)	19.38	28.76	37.58	44.59
营业收入(亿元)	73.01	102.79	125.29	100.09
利润总额(亿元)	3.57	4.82	5.84	3.93
EBITDA(亿元)	5.68	7.26	8.53	--
经营性净现金流(亿元)	7.00	6.25	-2.35	-10.91
营业利润率(%)	16.14	15.19	14.31	13.03
净资产收益率(%)	14.57	15.50	13.38	--
资产负债率(%)	72.81	73.33	70.71	68.99
全部债务资本化比率(%)	45.08	49.92	51.22	50.88
流动比率(%)	107.25	112.34	143.87	141.39
全部债务/EBITDA(倍)	3.40	3.96	4.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.14	6.51	6.22	--
经营现金流流动负债比(%)	12.34	8.78	-3.79	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

赵 杰

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 四川九洲电器集团有限责任公司(以下简称“公司”)作为大型电子军工骨干企业, 已形成军工和民品联合发展的良好格局, 整体经营情况良好, 公司收入与利润规模均保持增长, 盈利能力有所下滑但仍保持在合理水平; 同时联合资信也注意到公司多个板块处于微利和亏损状态、应收项目增长导致收入实现质量下滑、营业利润率下降等因素对公司可能产生一定负面影响。

考虑到公司军工和数字音视频等主要板块经营稳定, 随着在建项目的陆续完工, 公司收入有望继续保持增长, 未来发展前景良好。

综合分析, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“11 九洲 MTN1”与“11 九洲 MTN2”AA 的信用等级。

优势

1. 公司作为大型市属电子军工骨干企业受政府扶持力度较大。
2. 公司形成多元化发展格局, 军品和民品联合发展, 综合抗风险能力强。
3. 公司军工板块竞争力强, 毛利率水平高。
4. 公司建立了多元化的产学研体系, 科研投入保持较高水平, 技术水平较强。
5. 跟踪期内, 公司业务发展良好, 收入与利润规模保持增长。
6. 公司现金类资产较为充足、经营活动产生的现金流入量规模较大, 对存续期内债券的覆盖程度较高。

关注

1. 公司军品用户单一, 对军品客户的依赖程度较高。
2. 公司板块较为分散, 且多个板块处于微利或

亏损之中。

3. 公司应收账款和存货上升较快，规模较大，加大了公司资金管理难度。
4. 跟踪期内，公司经营性净现金流下降较快。
5. 公司营业利润率下滑。
6. 因军工业务涉密，跟踪期内，公司财务报表均被出具了有保留意见的审计结论。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与四川九洲电器集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与四川九洲电器集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、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，未因四川九洲电器集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由四川九洲电器集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效，根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于四川九洲电器集团有限责任公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

四川九洲电器集团有限责任公司(以下简称“公司”)前身国营涪江机器厂,是国家“一五”期间156项重点工程之一,始建于1958年,1995年改制为有限责任公司,经多次注资,截至2012年9月底,公司注册资本为41841.18万元,公司为绵阳市国资委授权成立的国有独资公司。

公司的经营范围:主要从事二次雷达系统及设备科研、生产,通信设备、应用电子系统、安全防范系统、建筑电子工程、计算机信息网络系统及相关设备器材的设计、制造、安装、销售,电子产品、电缆光缆、电子电源、家电、普通机械、工模具、包装箱、橡胶塑料制品制造、销售,五金交电化工、纸制品、汽车配件销售,汽车运输及修理,饮食,出口自产机电产品,进口批准的所需原辅材料、设备、仪器及零配件,承包境外电子行业工程及境内国际招标工程,境外工程所需的设备、材料出口,对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员。

截至2011年底,公司总部设公司办公室、经济管理部、财务部、人事劳资部、生产管理部、物资供应部、审计法务部、质量管理部等15个职能部门。截至2011年底,纳入公司合并范围的一级子公司共26家,其中公司子公司四川九洲电器股份有限公司(原四川湖山电子股份有限公司,简称“四川九洲”;代码“000801”)为A股上市公司,截至2011年底公司持股64.07%。

截至2011年底,公司(合并)资产总额为

122.17亿元,所有者权益合计为35.78亿元(其中少数股东权益8.81亿元);2011年公司实现营业收入125.29亿元,利润总额5.84亿元。

截至2012年9月底,公司合并资产总额为138.82亿元,所有者权益合计为43.05亿元(其中少数股东权益11.96亿元)。2012年1~9月,公司实现营业收入100.09亿元,利润总额3.93亿元。

公司注册地址:四川省绵阳市九华路6号;
法定代表人:张正贵。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来,受欧债危机扩散影响,外需总体出现走弱态势,同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求,在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言,2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》,2011年国内生产总值471564亿元,比上年增长9.2%。其中,第一产业增加值47712亿元,增长4.5%;第二产业增加值220592亿元,增长10.6%;第三产业增加值203260亿元,增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%,第二产业增加值比重为46.8%,第三产业增加值比重为43.1%。

2011年,中国全社会固定资产投资311022亿元,比上年增长23.6%,扣除价格因素,实际增长15.9%。其中,固定资产投资(不含农户)301933亿元,增长23.8%;农户投资9089亿元,增长15.3%。东部地区投资130319亿元,比上年增长20.1%;中部地区投资70783亿元,增长27.5%;西部地区投资71849亿元,增长28.7%;东北地区投资32687亿元,增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据,2012年1-9月GDP实现353480亿元,同比增长7.7%。2012年1-9月份,固定资产投资(不含农户)256933亿元,同比增长20.5%,比1-8月份提高0.3个百分

点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为

8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量(M2)94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量(M1)28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业分析

中国现已成为全球最大的电子信息产品制造基地，面对国际环境新变化和国内经济运行新形势，2011年全行业产业发展呈现出生产较快增长、投资高位运行、外贸出口逐步趋稳、结构调整稳步推进的局面，总体运行平稳。

2011年，规模以上电子信息制造业增加值、投资增速分别高于工业平均水平2.0和近20个

百分点。行业收入、利润占中国工业比重分别达到8.9%和6.1%，电子制造业在整体工业中的领先和支柱作用日益凸显。

2011年，中国电子信息产业实现销售收入9.3万亿元，增幅超过20%；规模以上电子信息制造业实现销售产值75445亿元，同比增长21.1%；规模以上电子信息制造业实现主营业务收入74909亿元，同比增长17.1%；行业实现利润总额3300亿元，同比增长16.8%，行业销售利润率为4.4%，与2010年基本持平。行业主营业务成本占主营业务收入的比重达到88.7%，比2010年提高0.6个百分点。行业中亏损企业2497个，同比增长36.7%，企业亏损面达16.6%；亏损企业亏损额同比增长52.9%。2011年，电子信息产品进出口增速呈前高后低态势，全年进出口总额达到11292.3亿美元，同比增长11.5%，占全国外贸总额的31.0%。2011年1-11月，电子信息产业500万元以上项目完成固定资产投资8183亿元，同比增长56%，高于工业投资29.2个百分点；同期，电子信息产业新开工项目6523个，同比增长59.1%，扭转去年同期下滑局面。

2012年1~9月，受国际经济表现欠佳，国内宏观政策趋紧等因素综合影响，中国电子信息制造业出现较大回落。前三季度，全国规模以上电子信息制造业实现主营业务收入60429.17亿元，同比增长8.8%，但利润总额同比降低6.5%，为1952.45亿元。规模以上电子制造业增加值同比增长11.3%，较1-8月下降0.2个百分点；实现销售产值61233亿元，同比增长10.4%，较1-8月提高0.5个百分点。2012年1-9月，中国电子信息产品实现进出口总额8492亿美元，同比增长2.6%，其中出口4968亿美元，同比增长3.4%，进口35246亿美元，同比增长1.4%。出口增速回升，进口增速趋稳。

在发展过程中，中国电子信息产业结构不断优化，软硬件比例趋于合理，软件和元器件等基础行业继续成为产业增长的主要力量，高端产品保持快速增长；内销市场稳步增长，产

业对外依存度下降，2011年，规模以上电子信息制造业实现内销产值34165亿元，同比增长31.0%，比行业销售产值增速和出口交货值增速高9.9和17.1个百分点。电子制造业对外依存度(54.7%)比上年下降3.5个百分点。

总体看，2011年，中国电子信息产业行业景气度恢复较快，但由于国际形势仍未缓解，国内经济趋缓、要素制约等因素的影响，预计2012年产业发展增速将与2011年基本持平。未来，随着中国经济发展和信息化水平的提高，以及在产业政策、振兴规划的支持和鼓励下，中国电子信息产业仍具有较好的发展前景。

五、基础素质分析

公司是绵阳市国资委全资企业，是从事二次雷达系统及设备科研、生产的大型骨干军工企业，是从事有线电视宽带网络系统、数字电视系统设备、LED、RFID、光电线缆、应用电子系统、电子政务和电子商务软件等的开发、制造、经营和服务的大型高科技企业集团，建有年产1500万台数字机顶盒的数字电视设备研制基地和西部半导体器件、半导体照明产品的大型应用推广基地。2011年公司位列中国电子信息百强企业第27位、中国制造业企业500强第367位、通讯设备及其他电子设备与元器件制造业第10强，是中国企业集团竞争力500强、四川工业企业最大规模30强、最佳效益50强，通讯设备及电子设备制造业最大规模10强、最佳效益10强。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，中国电子信息行业较为平稳，

作为从事二次雷达系统生产的大型军工企业，公司已形成军品和民品的良好发展格局，主要产品产业链完整，市场占有率高，技术水平较为先进，整体抗风险能力强。但公司板块较为分散，多个板块处于微利或亏损状态，同时公司营业成本上升幅度较快，营业利润率有所下滑。

受益于公司军工板块的强劲增长，2011年，公司收入规模继续增长，实现营业收入125.29

亿元，同比增长21.90%；实现利润总额5.84亿元，同比增长21.05%，毛利率水平保持在14.82%；整体看，公司收入规模保持增长，盈利能力有所下滑但仍保持较好水平。

2012年1-9月，公司军工通信板块毛利率有所下滑，主要是军品通信板块扩大生产规模，增加生产偏民品的产品（如人防车等），此部分民品利润率较低，导致整体毛利率下降。EMS与线缆板块毛利率持续下滑。

表1 公司营业收入与毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	主营业务收入				毛利率			
	2009年	2010年	2011年	2012年1-9月	2009年	2010年	2011年	2012年1-9月
军工通信	12.92	14.73	28.19	20.48	52.02	49.09	31.95	29.28
民品	60.09	88.05	97.10	79.61	9.01	10.06	9.85	9.43
数字音视频	19.05	24.55	23.92	18.91	13.94	12.99	16.23	19.13
EMS	10.37	17.47	17.06	11.54	5.35	4.21	1.73	0.99
LED	1.83	2.43	3.90	2.04	24.87	25.69	20.36	20.31
线缆	9.22	18.50	21.15	14.13	4.74	3.21	2.76	5.87
电子商务	4.61	6.04	10.72	10.25	4.13	4.18	3.54	3.47
RFID	0.94	2.08	2.63	1.43	24.91	18.77	24.42	37.16
房地产	3.28	5.56	5.12	3.92	14.00	25.72	38.40	30.82
其他	10.79	11.43	12.61	17.41	4.00	14.37	8.11	2.51
合计	73.01	102.79	125.29	100.09	16.62	15.65	14.82	13.49

资料来源：公司提供

从收入构成来看，军工通信、数字音视频、EMS加工制造与线缆占比较高。近年来，公司军工板块不断壮大，航空机载、空管产品收入大幅增加，2011年实现28.19亿元，同比上年增长91.38%，占比由2010年的14.33%提升到22.50%，成为公司最主要的收入来源，受原材料成本、人工成本上涨影响，其毛利率水平有所下滑，但目前仍处在较高水平；数字音视频板块为公司第二大收入来源，收入占比有所下滑，2011年所占比重为19.09%，但盈利能力有所提升，呈现上升趋势；线缆板块与EMS加工制造板块收入有所增长，占营业收入总额的比重相对较为稳定，但两项业务毛利率较薄，且近年来有所下滑；另外，房地产与物业管理板块、LED以及RFID业务板块收入所占营业收入

的比重较小，但几大板块的盈利水平均保持在较高水平，较上年的盈利水平有较大的提升。

整体而言，公司军工通信、LED、RFID、房地产和数字音视频板块毛利水平较高，军工、数字音视频业务收入构成公司收入与利润的主要来源，对利润总额的贡献度较高。

从公司几个主要收入板块来看：

军工通信板块

2010~2011年，公司军工板块发展迅速，收入大幅增长91.38%，2011年实现收入28.19亿元，占公司营业收入的22.50%；2011年实现利润总额3.67亿元，占公司利润总额的62.92%。军工通信板块是公司主要的利润来源。2012年1~9月，公司军工通信板块实现收入20.48亿元，占2011年全年的72.65%；实现利润总额2.34

亿元，占2011年全年的63.76%。

数字音视频板块

2010~2011年，公司数字音视频板块收入有所下降，2011年实现23.92亿元，同比下滑14.30%，占收入的比重也有所降低，但毛利率水平有所上升，2011年为16.23%；2012年1~9月数字音视频板块实现收入18.91亿元，实现利润总额0.65亿元，毛利率水平进一步上升为19.13%。

光电线缆

跟踪期内，公司线缆板块收入保持增长，2011年实现21.15亿元，同比增长14.32%，收入占比略有下降；由于原材料成本大幅上升，同期该板块毛利率水平出现下滑，2011年为2.76%；2012年1~9月，公司线缆板块实现收入14.13亿元，实现利润700.00万元。

EMS（电子制造服务）

公司EMS板块毛利率较低，且电子制造服

务业竞争激烈，公司EMS毛利率水平不断下滑。2010~2011年，公司EMS板块收入增长，2011年为17.06亿元，同比去年有所增长12.91%，但毛利率水平大幅下滑至1.73%；2012年1~9月，公司EMS收入为11.54亿元。

房地产业务

受房地产调控影响，2010~2011年公司房地产板块收入有所下降，2011年为5.12亿元；同期毛利率水平有所上升，2011年为38.40%；2012年1~9月房地产板块实现收入3.92亿元，占营业收入的3.92%；实现利润总额0.71亿元，占利润总额的17.94%，毛利率水平下滑，但仍保持在较高水平。

跟踪期内，公司房地产开发业务主要在建项目有千城梨香水韵、九洲上尚城、跃进路1958一期等项目，建筑面积共计42.74万平米（见表2）。

表2 公司房地产在建项目情况

项目	总投资	自有资金	建筑面积 (平方米)	开工时间	竣工时间	销售时间	截至2012年9月 末已售面积(平方米)	截至2012年9月 末已预售收入	预计剩余部分 预售收入
千城梨香水韵三期二组团	26541	26541	107427	2012.03	2013.11	2012.09	10845	736	37599
上尚城	36000	36000	120000	2010.07	2012.12	2011.04	70992	36000	1500
跃进路1958	80000	80000	200000	2010.10	2013.05	2011.07	44172	20529	15000
合计	142541	142541	427427				126009	57265	54099

资料来源：公司提供

从公司房地产储备情况看，截至2012年9月底，公司拥有11.05万平方米土地储备，均为2006年和2007年获得，升值空间良好。

表3 截至2012年9月底公司土地储备情况（万元/平米）

地块名称	面积（㎡）	获得价格	目前价格	权益占比
凤梧金沙二期	33333	8412	12000	75%
跃进路1958二、三期	77203	20800	57500	100%
千城梨香水韵三期二组团二批次	35000	1749	7950	100%
合计	110536	29212	69500	

资料来源：公司提供

未来投资与发展

未来公司将以军品为根基，谋求民品发展；公司未来将拓展民品领域，将数字音视频、EMS、LED发展成为公司的民品支柱产业，同时将RFID做为重点产业。

未来三年公司投资项目主要为三网融合核心光器件研发及产业化项目，该项目总投资约1.63亿元，建设期18个月，预计全部使用自有资金，目前该项目已完成初步设计和报审，正在推进后续建设相关工作。整体看，公司投资规模不大，对外融资需求度不高。

总体看，伴随国家十二五规划的出台，新

型产业将受到政策扶持，以及未来新能源、物联网等产业将面临良好的发展机遇，公司未来发展前景良好。

八、募集资金使用情况

公司存续期内债券所募集的资金已用于补充营运资金及偿还银行贷款。

九、财务分析

公司提供的2010~2011年度财务报表已经信永中和会计师事务所审计，均出具了有保留意见的审计结论，导致会计事务所出具保留意见的原因主要是公司军工业务涉及军事机密，会计师事务所未实施完整的审计程序。公司2012年三季度月的财务报表未经审计。

截至2011年底，公司合并一级子公司减少一家，新增三家，九洲千城置业有限责任公司合并吸收绵阳九洲房地产开发有限责任公司，新设三家子公司分别为：四川九洲畅通科技有限责任公司、绵阳乐百度投资有限责任公司以及四川九洲通信科技有限责任公司。整体看，公司合并范围变化不大，具有可比性。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模保持增长，2011年为125.29亿元，同比增长21.90%；同期公司营业成本亦快速增长，同比增长23.10%，高于营业收入的增长速度，2011年为106.72亿元；受此影响，公司营业利润率有所下降，2011年为14.31%。

2011年，公司期间费用12.68亿元，同比增长14.41%，但占营业收入的比重有所下降，为10.12%；同期，公司投资收益快速增长，2011年为0.12亿元，较上年增长119.71%；跟踪期内，公司营业利润维持平稳增长，2011年为5.19亿元。

2011年，公司营业外收入稳定，为0.90亿元，其中公司收到政府补助0.62亿元；2010~

2011年，营业外净收入对公司的利润贡献分别为0.69亿元和0.65亿元，贡献度较大。

跟踪期内，公司利润总额和净利润维持稳定增长，2011年分别为5.84亿元和4.79亿元。受公司净资产增长较快影响，净资产收益率有所下滑，2011年为13.38%；总资本收益率略有下降，为8.39%。

2012年1~9月，公司实现营业收入100.09亿元，同期营业成本为86.59亿元，较上年同期相比分别提高31.71%与32.82%，占2011年全年水平的79.89%与81.14%；公司营业利润率较2011年有所下降，为13.03%。2012年1~9月，公司实现利润总额和净利润分别为3.93亿元和3.23亿元，较上年同期上升35.54%与38.63%。

总体看，跟踪期内，由于营业成本增幅较大，公司营业利润率呈现下滑趋势。公司营业收入稳步增长，政府补贴等非经营性收益仍为公司利润总额的重要组成部分。

2. 现金流

经营活动方面，2011年，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所降低，2011年为107.69亿元，受此影响，现金收入比也下滑至85.95%；在收到其他与经营活动有关的现金流入增加的影响下，公司经营活动现金流入保持平稳，2011年为128.08亿元；同期，公司经营活动现金流出增长，较上年增长11.89%，2011年为130.43亿元，其中主要是购买商品、接受劳务所支付的现金；受此影响，公司经营活动产生的现金净额为负，2011年为-2.35亿元。总体看，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，公司投资活动现金流入量增长342.82%，主要是收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金大幅增长所致；同期，公司投资支付的现金以及支付其他与投资活动有关的现金大幅增长，导致2011年公司投资活动现金流出较上年增长319.91%，主要是对九洲软件园等项目的投资；随着投资活动的

增加, 2011年公司投资活动产生的现金流净额下滑, 2011年为-9.93亿元。

2011年公司筹资活动前产生现金流量净额表现为负值, 经营活动产生的现金流不能满足投资活动的需要, 导致公司筹资活动产生的现金流净额的大幅增加, 2011年公司筹资活动现金流量净额为12.49亿元, 同比增长528.08%。

2012年1~9月, 公司销售商品、提供劳务收到的现金为89.02亿元, 经营活动现金流量净额为-10.91亿元; 投资活动产生的现金流量净额为-6.88亿元, 其中, 由于公司理财导致收回投资收到的现金与投资支付的现金保持在较大规模; 筹资活动产生的现金流量净额14.24亿元, 其中0.14亿元为公司旗下四川九洲线缆有限责任公司发行债券所获, 收到其他与筹资活动有关的现金增加的主要为融资保证金的转回; 现金及现金等价物净增加额为19.05亿元。

总体看, 跟踪期内, 公司经营活动现金流入规模较大, 经营活动产生的现金流量净额下滑; 现金收入质量有所下降; 外部融资需求增大, 经营活动现金流净额不能覆盖投资活动产生的资金缺口, 主要依靠筹资活动弥补资金缺口。

3. 资本及债务结构

截至2011年底, 公司资产总额为122.17亿元, 同比增长12.94%, 其中, 流动资产占73.04%, 非流动资产占26.96%。流动资产在资产总额中占比较大, 跟踪期内, 资产结构变化不大。

公司资产总额增长主要来自于在应收账款、预付款项、其他应收款、存货以及在建工程的增长。截至2011年底, 伴随公司营业收入规模的扩大, 应收账款也随之增长; 预付款项较上年增加1.27亿元, 增幅19.06%, 主要是生产经营规模扩大, 公司采购增加; 2011年底, 其他应收款7.37亿元, 同比增长49.09%; 由于科研试制成本增加, 公司年底存货账面净值增加4.04亿元, 增幅13.73%; 同期, 公司在建工程投资项目不断推进, 主要针对九洲软件园、

九洲房屋及生产线、灾后恢复重建等项目的投资。

截至 2012 年 9 月底, 公司资产总额为 138.82 亿元, 较 2011 年底增长 13.63%, 主要为应收账款与固定资产中的房地产开发成本增加所致; 其中流动资产占 71.17%, 非流动资产占 28.83%。资产构成基本稳定。

随着经营规模扩大及项目建设资金需求增长, 公司有息债务规模不断增长。截至 2011 年底, 公司发行了两期中期票据共 10 亿元, 债务总额达到 37.58 亿元, 同比大幅增长 30.66%, 其中长期债务占比较大, 为 53.63%, 短期债务占 46.37%; 截至 2012 年 9 月底, 公司有息债务总额为 44.59 亿元, 其中短期债务占 60.22%, 长期债务占 39.78%。

从债务指标看, 2011年底公司整体资产负债率有所降低, 为70.71%, 长期债务资本化比率与全部债务资本化比率均大幅上升至32.75%与51.22%。截至2012年9月底, 以上指标分别为68.99%、29.19%和50.88%, 债务负担有所减轻。

总体看, 跟踪期内, 公司资产构成稳定, 存货占比高, 规模持续增长, 资产流动性一般; 有息债务增长较快, 但公司整体债务负担有所减轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2011年公司流动比率和速动比率分别为143.87%和89.91%, 与上年相比, 两项指标均有所上升; 截至2012年9月底, 以上两项指标分别为141.39%和88.03%。2011年, 经营现金流动负债比为-3.79%, 经营现金流入量/流动负债为2.06倍。考虑到货币资金较为充足, 经营活动现金流入量规模较大, 对流动负债的保障倍数较高, 能够满足公司资金周转的需要, 公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看, 2011年EBITDA为8.82亿元; 受利息支出增长影响, 公司EBITDA利息倍数有所下降, 2011年为6.44倍; 全部债务/EBITDA有所上升, 2011年为4.26倍,

公司EBITDA对全部债务的保障能力有所下降。总体看，公司长期偿债能力正常。

截至2012年9月底，公司无对外担保。

截至2012年9月底，公司获得银行授信人民币84.00亿元、美元3800.00万元，尚未使用额度为人民币47.70亿元、美元3237.97万元，公司间接融资渠道畅通；公司下属子公司四川九洲电器股份有限公司为A股上市公司，公司直接融资渠道畅通，总体看，公司直接间接融资渠道畅通。

5. 存续期内债券偿还能力

截至2012年9月底，公司现金类资产21.40亿元，为两期中期票据发行额度的2.14倍。公司现金类资产对存续期内票据保护程度尚可。

2011年，公司经营活动产生的现金流入量为128.08亿元，为两期中期票据的12.81倍。公司经营活动现金流入对两期中期票据覆盖程度较高。

总体看，公司现金类资产与经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较好。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201212917126），截至2012年12月31日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

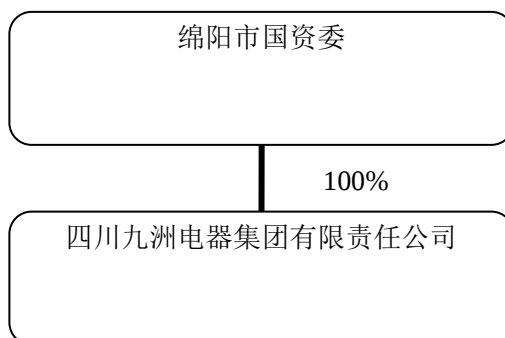
公司作为大型电子军工骨干企业，已形成军工和民品联合发展、业务多元化发展的良好格局；公司主要产品技术水平先进，市场占有率高，军工通信板块盈利水平高，收入与利润规模持续增长。

基于对公司资产与收入规模、自身运营管理和财务状况等方面的综合分析，公司整体抗风险能力较强。

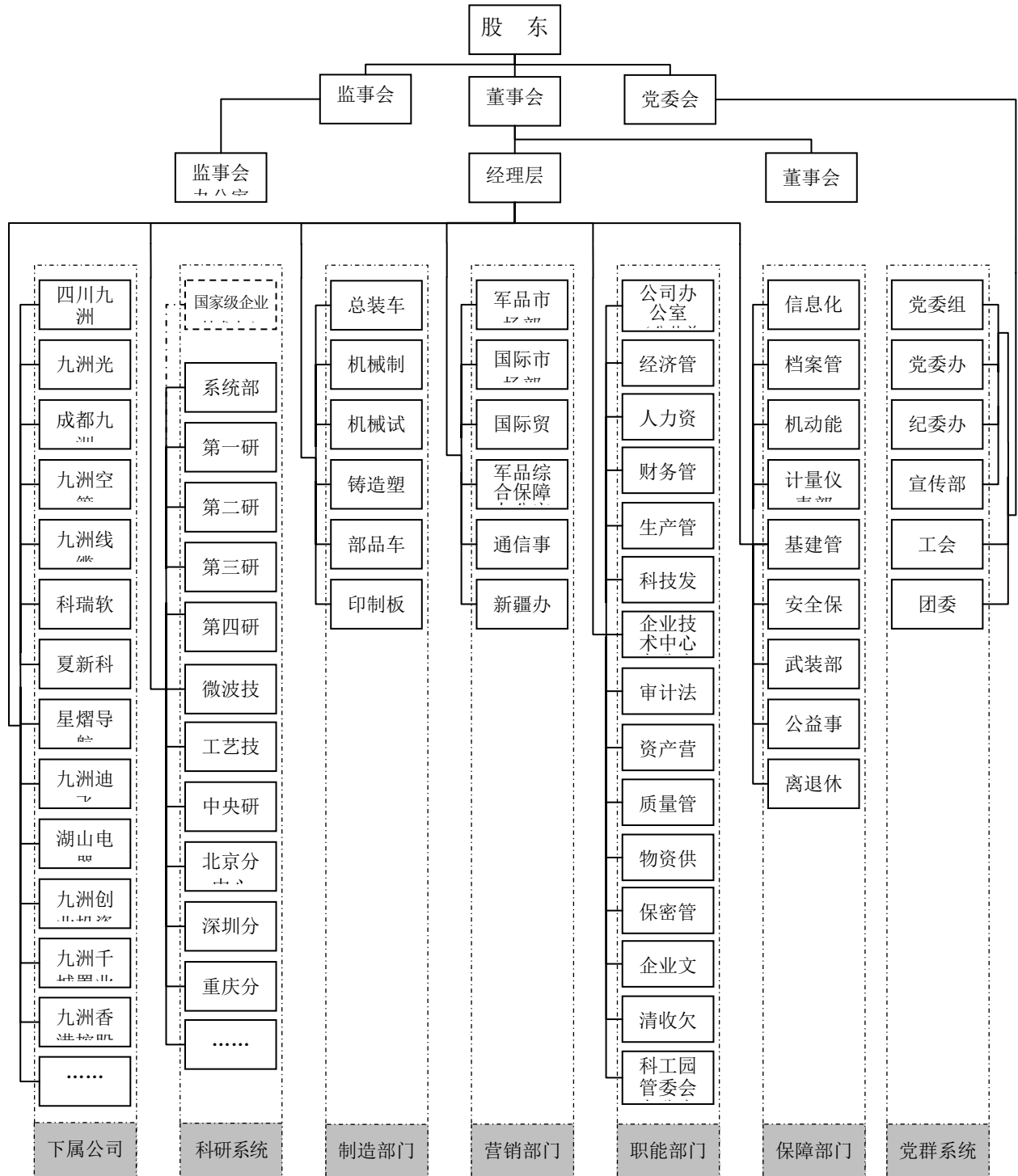
十、结论

综合以上，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）确定维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11九洲MTN1”与“11九洲MTN2”AA的信用等级。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	168646.38	224477.16	219406.25	14.06	189027.39
交易性金融资产		3160.91	6987.26		1761.35
应收票据	17089.80	21224.67	19152.31	5.86	23177.64
应收账款	141532.15	140109.04	158522.43	5.83	266415.45
预付款项	43447.76	66701.80	79416.18	35.20	101517.55
应收利息					30.50
应收股利					
其他应收款	39974.79	49417.56	73675.30	35.76	32507.55
存货	197772.24	294294.34	334696.25	30.09	372854.44
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	395.14	835.11	542.94	17.22	654.39
流动资产合计	608858.26	800220.58	892398.91	21.07	987946.25
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	5021.92	1521.92	1521.92	-44.95	1021.92
长期应收款					
长期股权投资	5904.29	7181.65	9026.32	23.64	10681.02
投资性房地产	36521.84	34650.73	42529.85	7.91	41626.69
固定资产	111708.29	118770.43	107031.14	-2.12	180067.27
在建工程	25657.28	24201.46	64913.59	59.06	57485.96
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	50656.67	70111.22	72310.52	19.48	69712.78
开发支出	151.60	175.27	239.48	25.68	309.17
商誉	16333.80	17679.93	17679.93	4.04	17679.93
合并价差					
长期待摊费用	3146.65	4060.02	10635.59	83.85	12357.50
递延所得税资产	1611.07	1612.02	1901.43	8.64	2081.66
其他非流动资产	1554.41	1554.41	1554.41	0.00	1554.41
非流动资产合计	258267.83	281519.06	329344.18	12.92	400274.15
资产总计	867126.09	1081739.64	1221743.08	18.70	1388220.40

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	151990.48	179786.39	165871.14	4.47	225665.67
交易性金融负债					13.89
应付票据	30482.47	67154.14	34691.86	6.68	42060.78
应付账款	179186.75	168863.26	191073.63	3.26	200732.90
预收账款	133947.39	219000.17	125985.83	-3.02	131675.07
应付职工薪酬	22954.40	24038.39	25202.32	4.78	21020.26
应交税费	-3076.96	-15782.98	-819.10	-48.40	-4410.60
应付利息	5.92	5.98	2197.93	1826.37	5411.49
应付股利					122.58
其他应付款	51840.67	65607.99	75148.64	20.40	75632.82
预计负债					
一年内到期的非流动负债		3001.37			
其他流动负债	364.97	651.87	950.32	61.36	795.63
流动负债合计	567696.09	712326.56	620302.57	4.53	698720.49
非流动负债：					
长期借款	11000.00	37000.00	74265.00	159.83	77415.00
应付债券			100000.00		100000.00
长期应付款	203.60	251.37	249.15	10.62	185.12
专项应付款	49560.10	41832.31	66419.61	15.77	77358.95
预计负债		21.97	132.44		307.10
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债	2930.17	1800.45	2536.88	-6.95	3760.64
非流动负债合计	63693.86	80906.10	243603.08	95.57	259026.81
负债合计	631389.94	793232.66	863905.65	16.97	957747.30
所有者权益：					
实收资本（或股本）	41841.18	41841.18	41841.18	0.00	41841.18
资本公积	13905.76	5108.11	7831.31	-24.96	7831.31
专项储备					
盈余公积	21251.38	21127.32	21127.32	-0.29	21158.04
未分配利润	125950.44	157020.82	199095.31	25.73	240193.20
外币报表折算差额	-0.77	-20.30	-207.40	1540.64	-185.17
归属于母公司所有者权益合计	202947.98	225077.12	269687.71	15.28	310838.56
少数股东权益	32788.17	63429.85	88149.73	63.97	119634.55
所有者权益合计	235736.15	288506.98	357837.43	23.21	430473.10
负债和所有者权益总计	867126.09	1081739.64	1221743.08	18.70	1388220.40

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	730095.68	1027851.37	1252917.88	31.00	1000923.74
减: 营业成本	608731.78	866956.85	1067219.11	32.41	865915.19
营业税金及附加	3524.67	4791.27	6348.31	34.21	4556.22
销售费用	16482.70	23713.49	28502.44	31.50	24226.39
管理费用	63352.15	81482.37	91395.64	20.11	69065.42
财务费用	6630.55	5674.30	6945.04	2.34	6935.25
资产减值损失	2855.98	4458.22	1771.32	-21.25	1472.59
加: 公允价值变动收益		30.20	24.30		-25.53
投资收益	557.79	531.46	1167.69	44.69	6403.23
其中: 对联营/合营企业投资收 益		361.27	143.02		
汇兑收益					
二、营业利润	29075.63	41336.53	51928.01	33.64	35130.37
加: 营业外收入	8486.28	8242.14	8965.74	2.79	5079.42
减: 营业外支出	1876.51	1337.52	2496.67	15.35	905.51
其中: 非流动资产处置损失		78.88	1033.33		
三、利润总额	35685.40	48241.15	58397.08	27.92	39304.27
减: 所得税费用	1338.47	3514.35	10535.52	180.56	7037.18
四、净利润	34346.93	44726.80	47861.56	18.05	32267.09
其中: 归属于母公司所有者的净利 润	32082.51	40757.06	43820.53	16.87	28169.84
少数股东损益	2264.42	3969.74	4041.04	33.59	4097.25

附件 4 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	706070.09	1079398.65	1076876.47	23.50	890163.52
收到的税费返还	16043.94	11943.53	13709.83	-7.56	6556.26
收到其他与经营活动有关的现金	49338.44	136829.25	190180.79	96.33	120294.69
经营活动现金流入小计	771452.47	1228171.43	1280767.09	28.85	1017014.47
购买商品、接受劳务支付的现金	562715.57	910774.30	1012804.36	34.16	874527.90
支付给职工以及为职工支付的现金	62559.56	79568.76	93618.72	22.33	73658.13
支付的各项税费	22862.16	27552.07	28059.38	10.78	26593.74
支付其他与经营活动有关的现金	53287.59	147726.52	169789.32	78.50	151356.52
经营活动现金流出小计	701424.87	1165621.65	1304271.77	36.36	1126136.29
经营活动产生的现金流量净额	70027.59	62549.79	-23504.69		-109121.82
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	1853.55	1687.15	90285.04	597.92	66233.50
取得投资收益收到的现金	2182.24	1355.74	2602.70	9.21	7776.01
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	9217.98	298.15	238.17	-83.93	1927.36
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					5400.00
收到其他与投资活动有关的现金	35770.06	44650.74	119391.60	82.70	53704.00
投资活动现金流入小计	49023.84	47991.78	212517.50	108.21	135040.88
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	126558.45	57978.07	92845.32	-14.35	57842.79
投资支付的现金	4761.20	7222.11	89268.00	333.00	63961.86
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	637.50		0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	5904.69	9059.67	129712.12	368.70	82040.89
投资活动现金流出小计	137861.84	74259.86	311825.45	50.40	203845.54
投资活动产生的现金流量净额	-88838.00	-26268.07	-99307.95	5.73	-68804.66
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	33294.42	16724.28	25731.47	-12.09	74124.50
取得借款收到的现金	202517.51	258102.97	432221.39	46.09	282703.94
发行债券收到的现金					1441.75
收到其他与筹资活动有关的现金	18471.05	234.57	15930.81	-7.13	71425.15
筹资活动现金流入小计	254282.98	275061.82	473883.66	36.51	429695.34
偿还债务支付的现金	168788.00	241391.60	314494.19	36.50	212626.44
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8579.11	10873.92	21160.33	57.05	25868.02
支付其他与筹资活动有关的现金	14856.64	2908.86	13319.66	-5.31	48786.53
筹资活动现金流出小计	192223.75	255174.38	348974.18	34.74	287280.99
筹资活动产生的现金流量净额	62059.23	19887.43	124909.48	41.87	142414.35
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	155.23	-338.36	-966.78		265.29
五、现金及现金等价物净增加额	43404.05	55830.78	1130.07	-83.86	-35246.84
加: 期初现金及现金等价物余额	125242.32	168646.38	224486.19	33.88	225774.23
六、期末现金及现金等价物余额	168646.38	224477.16	225616.27	15.66	190527.39

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.60	6.42	7.39	--
存货周转次数(次)	3.37	3.52	3.39	--
总资产周转次数(次)	0.96	1.05	1.09	--
现金收入比(%)	96.71	105.02	85.95	88.93
盈利能力				
营业利润率(%)	16.14	15.19	14.31	13.03
总资本收益率(%)	9.85	9.70	8.39	--
净资产收益率(%)	14.57	15.50	13.38	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	4.46	11.37	32.75	29.19
全部债务资本化比率(%)	45.08	49.92	51.22	50.88
资产负债率(%)	72.81	73.33	70.71	68.99
偿债能力				
流动比率(%)	107.25	112.34	143.87	141.39
速动比率(%)	72.41	71.02	89.91	88.03
经营现金流动负债比(%)	12.34	8.78	-3.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.14	6.51	6.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.40	3.96	4.41	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.10	0.13	-0.33	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.36	3.26	-8.96	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级含义。