

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 599 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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年深圳市中小企业集合债券跟踪评级报告

本期债券信用

跟踪评级结果	AAA
上次评级结果	AAA

本期债券要素

债券简称	07 深中小债
发行额度	10 亿元
发行时间	2007 年 11 月 14 日
期限	5 年

主体长期信用

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

跟踪评级时间：2009 年 12 月 22 日

评级观点

跟踪期内，全球主要经济体经济增长显著放缓，受此影响，中国对外出口贸易整体呈现疲软态势，并成为制约中国经济平稳增长的主要不利因素。深圳市以出口为导向的经济增长模式，在本轮经济危机中受到了一定程度冲击。中央和地方及时出台了一系列政策措施，加大财税、信贷等扶持力度，为改善中小企业经营环境起到了积极作用。从本期集合债券的20家发债企业看，作为深圳市中小企业的优秀代表，大部分发债企业在不利的经济环境下，表现出了较强的抗风险能力，生产经营状况良好。但是，由于发债企业之间业务发展的不平衡，也有部分发行人受宏观经济和行业波动所累，经营和财务状况有所弱化，信用风险上升。本期跟踪中对其主体信用等级或评级展望进行了相应的调整。

本期债券由国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)公开评级，国开行主体长期信用等级为 AAApi，担保实力强，其担保对本期债券的信用等级提升作用大。

综合看，本期债券不能按期还本付息的风险小，联合资信维持 2007 年深圳市中小企业集合债券信用等级为 AAA。

优势

1. 中央和地方政府高度重视中小企业及民营经济发展，跟踪期内相继出台了一系列支持中小企业发展的举措和政策，对帮助中小企业度过经济危机，实现平稳发展具有积极意义。

2. 本期集合债券发债企业为深圳市中小企业的优秀代表，个体经营实力相对较强，在宏观经济波动中，大部分企业表现出了较好的抗风险能力。

3. 国开行的担保对本期债券信用级别提升作用大。

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

关注

1. 本期债券为20家企业集合发行，发债企业之间存在业务发展不平衡的情况，其中某一发行人的兑付能力有可能发生变化。

2. 本期债券的发行人全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。跟踪期内，部分发行人经营和财务状况有所弱化。

分析师

李志博 刘雅南 黄滨 吕明远 张华 王健
张志强 赵明 王楚云

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号
中环世贸中心D座7层（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

一、本期债券基本情况

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

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

表 1 本期债券发行人及发债额度

单位: 万元

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

本期债券还本付息方式为: 每年付息一次, 分次还本, 分别于 2010 年 11 月 14 日偿还本金 4 亿元, 2011 年 11 月 14 日偿还本金 3 亿元, 2012 年 11 月 14 日偿还本金 3 亿元, 最后三年的付息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息首日起不另计利息, 本金自兑付首日起

不另计利息。

本期债券的第二个付息日为 2009 年 11 月 14 日, 已按期足额付息。

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

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

二、经营环境

1. 深圳市经济社会发展概况

跟踪期内, 国内外宏观经济形势有所波动, 美国、欧盟以及日本等全球主要经济体经济增长显著放缓, 石油、粮食、矿产品等全球性初级产品价格大幅波动, 国际经济发展的不确定因素增多。作为新兴经济体代表, 中国经济的出口导向型特点鲜明, 以往经济增长主要依赖出口拉动, 本轮经济危机导致的外需不足成为制约中国经济平稳发展的主要不利因素。为平抑经济的周期性波动, 自 2008 年第四季度以来, 中国政府推行了一系列宏观经济刺激政策, 加大了政府投资力度和对国内消费的引导, 总体上保证了国民经济的平稳发展, 2008 年和 2009 年 1~9 月, 中国 GDP 增幅分别为 9.0% 和 7.7%, 整体运行情况平稳。

从区域经济发展情况看, 深圳市的民营经济较为发达, 以出口为导向的经济增长模式突出。本轮经济危机中, 深圳市对外出口贸易受到一定程度冲击, 特别是 2008 年底至 2009 年

1 季度，许多加工贸易企业出口订单大幅减少，企业外迁、减员、停产、倒闭现象增加，整体地区经济形势较为严峻。

2008年深圳市经济数据

2008 年，深圳市经济继续保持较快增长，但增幅已有所回落。根据深圳市统计局公布数据，2008 年，深圳市实现生产总值 7806.54 亿元，比 2007 年增长 12.1%，增幅回落 2.6 个百分点。其中，第一次产业增加值 6.66 亿元，下降 13.4%；第二次产业增加值 3815.78 亿元，增长 11.9%；第三次产业增加值 3984.10 亿元，增长 12.5%。第二、三次产业增幅分别同比下降 1.1 个百分点和 2.5 个百分点。2008 年，三次产业结构由 2007 年的 0.1: 50.1: 49.8 发展为 0.1: 48.9: 51.0，第三次产业所占比重提高了 1.2 个百分点。

工业生产方面，2008 年，深圳市全年实现工业增加值 3618.32 亿元，比上年增长 12.4%，增幅回落 2.6 个百分点。其中，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 3527.77 亿元，比上年增长 12.5%。其中，通信设备、计算机及其他电子设备制造业增加值 1607.14 亿元，比上年增长 18.4%，占规模以上工业增加值比重 45.6%，比上年提高 3.0 个百分点，主要工业产品产量见表 2。

表 2 深圳市主要工业产品产量

产品	单位	数量	同比 (%)
微型电子计算机	万台	966.28	9.4
彩色电视机	万台	2003.47	-1.3
彩色显像管	万只	958.70	12.9
液晶显示器件	万片	92348.66	-8.4
激光视盘机	万台	1564.16	-16.0
电话单机	万部	6283.11	-10.0
移动电话机	万部	5104.43	3.5
电子计算器	万台	1843.95	-10.7
半导体器件	亿只	86.69	-35.4
集成电路	万块	828381.24	48.6
平板玻璃	万重量箱	1008.90	2.8
半导体器件	亿只	86.69	-35.4

资料来源：深圳市统计局

对外贸易方面，2008 年，深圳市外贸出口有所放缓，全年实现出口总额 1797.20 亿美元，增长 6.6%，增幅回落 17.2 个百分点。其中，一般贸易出口 479.05 亿美元，比上年增长 4.5%，占出口总额比重由上年的 27.2% 下降到 26.7%；进料加工贸易出口 924.94 亿美元，增长 2.3%，占比 51.5%，下降 2.2 个百分点；其他贸易出口 220.56 亿美元，增长 39.2%，占比 12.3%，提高 2.9 个百分点；三来一补贸易出口 172.65 亿美元，增长 5.2%，占比 9.6%，下降 0.1 个百分点。

2009年1~9月深圳市经济数据

2009 年年初，深圳市经济受国际金融危机影响十分显著，前 2 个月经济增幅首次出现负增长。随着中央保增长方针的落实，从 3 月份开始，经济企稳回暖迹象逐步显现。根据深圳市统计局初步核算，前三季度全市生产总值 5865.11 亿元，比上年同期增长 9.6%。经济增速从一季度的 6.5%，提高到上半年的 8.5%，再提高至前三季度的 9.6%。从三次产业看，1~9 月第一次产业增加值 4.81 亿元，下降 16.9%；第二次产业增加值 2662.02 亿元，增长 6.6%；第三次产业增加值 3198.28 亿元，增长 12.9%。三次产业占 GDP 比重分别为 0.1%、45.4% 和 54.5%。其中第三次产业所占比重上升了 3.6 个百分点。

工业生产方面，深圳工业运行的底部在 2009 年 2 月份，1~2 月工业增加值下降 7.4%，之后逐月回升。1~9 月全市规模以上工业增加值 2389.71 亿元，同比增长 6.3%，比 1~8 月加快了 0.5 个百分点，累计增速比年初（2 月份）提高了 13.7 个百分点。工业生产的主要特点是：首先，大中型企业走稳。前三季度大中型工业增加值 1782.61 亿元，增长 7.7%，比小型企业高 4.2 个百分点，高出全市平均水平 1.4 个百分点，显示了较强的抵御风险能力。其次，股份制企业增长较快，其中具有自主知识产权的高新技术企业表现良好。前三季度股份制企业增加值 957.06 亿元，占工业增加值 41.0%，增长

16.7%，比全市工业增速高 10.4 个百分点。

对外贸易方面，根据深圳海关统计快报，2009 年 1~9 月，深圳市外贸出口仍然下降，同期实现进出口总额为 1859.97 亿美元，下降 16.2%。其中出口总额 1116.56 亿美元，下降 14.7%；进口总额 743.41 亿美元，下降 18.4%。进口、出口总额降幅分别比 1~8 月份收窄 1.7 和 0.3 个百分点。

2. 深圳市中小企业及民营经济发展环境

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

为避免国际金融危机对国内经济造成过大冲击，中国政府于 2008 年第四季度开始实施总规模达四万亿元的经济刺激计划，并及时地进行了财政及货币政策的调整。大规模的政府投资和适度宽松的货币政策能够在一定程度上缓解中小企业的生产和资金压力，存贷款利率的下调也有助于降低中小企业的融资成本。但受金融危机影响，美、欧、港、日等中国产品的主要出口市场仍然呈现疲软态势，经济复苏缓慢。尽管 2009 年第二、三季度，中国进口负增长幅度有所收窄，但出口颓势仍然未改，其能否在大规模经济刺激计划退出之际形成对投资拉动的替代作用仍存在较大不确定性。

中小企业扶持政策方面，近两年，国家密集出台了一系列支持中小企业发展举措和政策。其中针对中小企业融资困难方面，国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126 号）中明确提出：要落实对中小企业融资担保、贴息等扶持政策，鼓励地方人民政府通过资本注入、风险补偿等多种方式增加对信用担保公司的支持；设立包括中央、地方财政出资和企业联合组建在内的多层次中小企业贷款担保基

金和担保机构，提高金融机构中小企业贷款比重；对符合条件的中小企业信用担保机构免征营业税等；2009 年 9 月，国务院进一步下发了《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36 号），其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导，对帮助中小企业克服困难，转变发展方式，实现又好又快发展具有积极意义。

地方中小企业扶持政策方面，广东省政府和深圳市政府历来高度重视中小企业及民营经济发展，并不断优化政策、营商和创业环境。2008 年底，广东省政府出台了《关于促进中小企业平稳健康发展的意见》，深圳市政府也在近年相继出台了《深圳市重点民营企业贷款风险补偿暂行办法》、《深圳市重点民营企业互保金管理办法》和《深圳市民营及中小企业发展专项资金管理暂行办法》等扶持措施，从资金支持、创业扶持、创新与发展推动、融资与担保、创业教育和培训、服务和引导以及权益保护等方面，完善中小企业创业发展环境。总体看，地方政府高度重视中小企业及民营经济发展，深圳市中小及民营企业经营环境良好。

三、发行人主体长期信用

表 3 本期债券发行人主体长期信用

债券发行人		上次评级结果	跟踪评级结果
1	深圳市卓识教育管理顾问有限公司	A+/稳定	A+/稳定
2	中航三鑫股份有限公司	A+/稳定	A+/稳定
3	深圳市高新奇科技股份有限公司	BBB/负面	BBB+/稳定
4	深圳市好易通科技有限公司	A+/稳定	A+/稳定
5	深圳邦凯新能源股份有限公司	A-/负面	BBB+/稳定
6	深圳市一体医疗科技有限公司	BBB/稳定	BBB+/稳定
7	深圳市金立通讯设备有限公司	A/稳定	A/稳定
8	深圳市远望谷信息技术股份有限公司	A+/稳定	A+/稳定
9	深圳市中航信息科技产业有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
10	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	A+/稳定	A+/稳定
11	深圳市雄韬电源科技有限公司	A-/负面	A-/负面
12	深圳市嘉达高科产业发展有限公司	BBB-/负面	BBB-/负面

13	深圳市驰源实业有限公司	BBB/负面	BBB/稳定
14	深圳宝德科技集团股份有限公司	A/稳定	A/稳定
15	深圳市好家庭实业有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
16	深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	A/稳定	A/稳定
17	深圳市豪威真空光电子股份有限公司	BBB+/稳定	BBB+/稳定
18	深圳市金洲精工科技股份有限公司	A/稳定	A/负面
19	深圳市新天下集团有限公司	BBB/稳定	BBB+/稳定
20	蛇口晶石电子有限公司	BB+/稳定	BB+/稳定

跟踪期内，宏观经济形势波动剧烈，深圳市以加工贸易为主导的外向型经济，在本轮经济危机中受到一定程度冲击。由于本期债券的发行人全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济发展和产业政策调整的影响。尽管中央和地方及时出台相关政策措施，加大财税、信贷等扶持力度，改善中小企业经营环境，中小企业生产经营也出现了积极变化，但发展形势依然严峻。联合资信对本期债券的20家发行人的主体长期信用进行了跟踪分析（见附件2~21）。整体看，作为深圳市中小企业的优秀代表，本期集合债券大部分发债企业在不利经济环境下，表现出了较好的抗风险能力，生产经营状况良好。但是，也有部分发行人受宏观经济和行业波动所累，经营和财务状况有所恶化，信用风险加大。

在本期跟踪中，主体长期信用等级和评级展望均未发生调整的企业共计13家，另有7家企业的主体长期信用等级或评级展望存在一定程度调整。其中，下调主体长期信用等级的企业4家（见表5）；评级展望调为负面的企业1家（见表5）；上调主体长期信用等级的企业1家；评级展望调为稳定的企业1家（见表4）。

表4 跟踪期内信用等级调整情况

	债券发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
等级下调	深圳宝德科技集团股份有限公司	A/稳定	A/稳定
	深圳市高新奇科技股份有限公司	BBB/负面	BBB/稳定
	深圳市一体医疗科技有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
	深圳邦凯新能源股份有限公司	A/负面	BBB+/稳定
展望调为负面	深圳市金洲精工科技股份有限公司	A/稳定	A/负面
等级上调	深圳市新天下集团有限公司	BBB/稳定	BBB+/稳定
展望调为稳定	深圳市驰源实业有限公司	BBB/负面	BBB/稳定

表5 信用等级或评级展望调整原因概要

发行人	主要调整原因
深圳宝德科技集团股份有限公司	服务器行业价格竞争加剧，公司收入规模下降，应收账款规模较大，债务负担加重，偿债指标有所弱化。
深圳市高新奇科技股份有限公司	受宏观经济影响，传统固定电话机销量萎缩，库存规模加大，收入和利润规模下降，盈利能力下滑。
深圳市一体医疗科技有限公司	跟踪期内，公司对经营和财务核算基础进行了规范调整，并对以前年度简单合并及重计错计的账务处理进行了清理，纠正了以前年度财务审计的错误，财务数据前后存在重大差异。
深圳市金洲精工科技股份有限公司	2008年下半年以来，宏观经济增长的减缓及PCB市场景气度的低迷对公司生产经营产生不利影响，导致利润水平下降显著，且公司债务负担持续加重。
深圳邦凯新能源股份有限公司	近年来，公司盈利规模显著收缩，同时大规模的对外投资也导致其债务负担持续加重，公司整体偿债能力有所弱化。

四、担保能力分析

1. 担保条款

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

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

担保方式：连带责任担保。

2. 担保人担保能力分析

国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）成立于1994年，是由国务院批准设立的国有政策性金融机构，初始注册资本500亿元，由财政部拨付。2007年，国开行获得中央汇金投资有限责任公司（汇金公司）200亿美元的注资，注册资本增至人民币1960.92亿元。2008年12月11日，国开行整体改制为“国家开发银行股份有限公司”，并实施了转增资本计划。转增后，国开行的股本增至人民币3000亿元，两大股东财政部和汇金公司分别持有国开

行 51.30%和 48.79%的股权。

国开行主要通过发行金融债券筹集资金，以信贷方式为国民经济重大中长期发展战略服务，支持国内基础设施、基础产业和支柱产业，高新技术产业及中央政府审批的重点项目，并向政府构建和谐社会所需要解决的社会瓶颈问题领域提供融资便利，涉及城镇化、中小企业发展、农业、教育、医疗和环保等项目。针对国开行改制后信用风险问题，银监会正式发布了《中国银监会关于国家开发银行债信有关问题的批复》，确定国开行在 2010 年底前发行的人民币金融债券的风险权重为 0%，直至债券到期。银监会对国开行发行债券的风险权重的规定，有助于国开行在过渡期内维持低债券发行成本。过渡期后，国开行的债券发行的市场化程度更高，债券的成本将上升。这也要求国开行采取新的经营管理模式，参与市场竞争。

截至 2008 年末，国开行下设 34 个分行及 3 个代表处。资产总额 38212.18 亿元，其中贷款余额 28985.55 亿元；负债总额 34726.90 亿元，其中发行金融债券余额 27837.49 亿元；股东权益 3485.28 亿元；不良贷款率 0.96%，资本充足率 11.31%。2008 年，国开行实现营业收入 846.46 亿元，净利润 207.55 亿元。

总体看，国开行在国内银行业系统内和债券市场上具有显著的影响力，能够获得政府的大力支持。国开行顺利完成了商业化改制，资本实力得到明显增强，各项业务保持良好的发展势头。联合资信维持国开行 AA^{Api} 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

本期债券占国开行 2008 年底资产总额的 0.026%、贷款余额的 0.034%，所占比例很低；占 2008 年营业收入的 1.18%，占 2008 年净利润的 4.81%，立即偿还此笔担保债务对国开行影响很小。

综合来看，跟踪期内，全球主要经济体经济增长显著放缓，深圳市以出口为导向的经济模式受到一定程度冲击。由于本期债券的发行人全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济

发展和产业政策调整的影响。本期集合债券的大部分发债企业在不利经济环境下，表现出了较强的抗风险能力，生产经营状况良好。但是，由于各个企业存在业务发展不平衡的情况，也有部分发行人受宏观经济和行业波动所累，经营和财务状况有所弱化，信用风险加大。考虑到国开行的担保对本期债券信用级别提升作用大，联合资信维持“07 深中小债” AAA 的信用级别。

附件 1 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

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

附件 2 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，中长期债券信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。

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

跟踪评级公告

联合[2009] 579 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市卓识教育管理顾问有限公司主体长期信用等级为A⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日
评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲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跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009 年 12 月 22 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
现金类资产(万元)	2163.85	492.74	3948.53
资产总额(万元)	33707.12	34822.40	38517.56
所有者权益(万元)	21612.42	23072.99	27390.14
短期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	7000.00	7000.00	7000.00
营业收入(万元)	9862.61	10776.22	10312.39
利润总额(万元)	2254.95	1460.57	4317.14
EBITDA(万元)	3412.47	2748.55	--
经营性净现金流(万元)	462.44	-1189.31	3858.26
营业利润率(%)	34.75	23.48	45.60
净资产收益率(%)	10.43	6.33	--
资产负债率(%)	35.88	33.74	28.89
全部债务资本化比率(%)	24.46	23.28	20.35
流动比率(%)	143.99	194.74	321.08
全部债务/EBITDA(倍)	2.05	2.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.87	6.89	--
经营现金流流动负债比(%)	9.08	-25.04	--

注: 公司 2009 年前 3 季度报表未经审计。

分析师

刘雅南

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 深圳市卓识教育管理顾问有限公司(以下简称“公司”)受宏观经济影响相对较小, 公司投资的粤东地区四所全日制学校招生规模平稳增长, 经营情况良好, 收入规模有所增长; 债务规模维持在原有水平, 债务负担适宜。

公司所处教育行业具有良好的发展前景, 同时考虑公司良好的社会声誉, 以及学校软件、硬件设施不断完善, 公司招生规模有望稳步扩大, 预计公司未来有望保持良性发展。

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

优势

1. 普宁新世界学校高考成绩处于当地前列, 社会声誉较好; 2009 年被教育局授予教学质量优异单位称号。
2. 公司招生规模及收入规模稳定增长。
3. 公司有息债务负担较轻。

关注

1. 汕尾新世界学校招生规模较小。
2. 公司与大股东之间的往来款规模较大。
3. 公司经营活动产生的净现金流规模波动较大。

一、公司概况

深圳市卓识教育管理顾问有限公司（以下简称“卓识教育”或“公司”）系经深圳市工商行政管理局核准，于1994年12月13日成立的有限责任公司。截至2009年6月底，公司注册资本人民币1000.00万元，股东为汕尾新世界教育管理有限公司（以下简称“新世界公司”，持股50%）以及陈予川(持股40%)、牛利(持股10%)两名自然人，其中新世界公司股东也是陈予川及牛利两人。

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

截至2008年底，公司合并资产总额34822.40万元，所有者权益23072.99万元；2008年实现营业收入10776.22万元，利润总额1460.57万元。

截至2009年9月底，公司合并资产总额38517.56万元，所有者权益27390.14万元；2009年1~9月实现营业收入10312.39万元，利润总额4317.14万元。

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

二、经营概况

1. 经营分析

公司自成立以来一直专注于民办基础教育投资，是立足于中小学教育投资与管理的专业公司。自2002年实施“打高端、树品牌”战略以来，公司不断追求教育、教学质量的提高，生源规模持续增长，市场占有率和影响度逐步扩大。2008年，公司实现营业收入10776.22万元（全部为学费收入），较上年增长9.26%。

目前，公司已在粤东地区投资了普宁新世界学校、潮阳新世界学校、汕尾新世界学校和中海怡翠学校四所全日制中小学。跟踪期内，公司总体师资规模稳定扩大，截至2009年9月底，在校生总数10927名（见表1），较上年同期增加257人；教师员工1207名，较上年同期增加20人。

招生规模方面，截至2009年9月底，普宁新世界学校在校学生5042人，较上年同期增加192人；潮阳新世界学校把握学校扩建带来的发展机遇，在确保主体生源质量不降低的前提下，广辟招生渠道，新增招生类别，多渠道进行招生，在校学生4304人，较上年同期增加26人；汕尾新世界学校招生规模基本维持在300-400人，招生规模与建设规模不尽匹配，主要系汕尾地区经济相对落后，且私立学校学费相对较高（均在1万元以上）所致；中海怡翠新世界学校招生规模较上年同期增加29人。

表1 截至2009年9月底公司所投资学校概况

项目	普宁新世界学校	潮阳新世界学校	汕尾新世界学校	中海怡翠学校
占地面积（平方米）	126000	167000	80000	12000
建筑面积（平方米）	41100	71800	11900	7200
在校生总人数（人）	5042	4304	340	1241
其中：幼儿园在校生人数（人）	353	123	5	129
小学在校生人数（人）	1810	1233	136	848
初中在校生人数（人）	1982	1912	128	140
高中在校生人数（人）	897	1036	71	124
招生范围	当地私营及个体工商业者子女			中海怡翠小区及附近小区业主子女
教职工人数（人）	529	539	70	69

2008年高考重点本科入围率(%)	20	26	34	无高中
2008年本科入围率(%)	51	78	73	无高中
2009年高考重点本科入围率(%)	30	21	17	无高中
2009年本科入围率(%)	60	72	64	无高中

资料来源：公司提供

教育质量方面，公司所属学校致力于采取各种策略追求高端质量。高考方面，从2009年高考重点本科入围率指标看，普宁新世界学校成绩突出，达30%，其中660分以上10人，4名学生分别被清华、北大录取；潮阳新世界学校和汕尾新世界学校在优质生源较少的情况下，分别采取符合本校实际情况的备考策略和方法，基本保持了所在地区高考成绩中的前列地位。中考方面，普宁新世界学校中考在参考率、优秀率以及平均分均高居全市第一，并被深圳市教育局授予教学质量优异单位称号；潮阳新世界学校在达到地区核心重点中学金山中学及潮阳一中的上线率上，分别高出全区平均值的3.00至3.70倍；汕尾学校中考也进一步有所突破。

收费方面，学校运作相比较其他类型企业而言相对简单，每年春秋两个学期的学费收入就是全年收费总和。公司2007~2009年9月的在校生人数及收费情况见表2。2009年1~9月，公司实现营业收入10312.39万元，较上年同期增长3.55%。

表2 2007~2009年9月公司在册生人数及收费情况

年份	在校生人数(人)	人均收费(元)	营业收入(万元)	利润总额(万元)
2007	10393	9450	9863	2133
2008	10554	10400	10776	1583
增长率(%)	1.55%	10.05%	9.26%	-25.79%
09年1~9月	10927	9437	10312	4317

资料来源：公司提供

成本控制方面，公司总务部通过优化供应商选择和评估，加强市场调研，准确把握学校需求物品市场行情，密切关注和监控包括大米、猪肉、冻品及主要农副产品在内的大宗物资采

购情况等办法，与学校总务处通力合作，在一定程度上消化了物价上涨给企业带来的经营压力。公司所属各学校还通过采取降低师生比、取消或调整校服、书包、校帽的发放数量等办法，科学降低成本支出。

总体看，公司运营状况良好，招生规模稳步扩大，收入规模平稳增长。

2. 项目情况

本期债券募集资金7000.00万元，一部分用于替换国家开发银行6000.00万元5年期长期贷款，剩余部分投向潮阳新世界学校扩建工程，工程总投资1580.00万，建设期为2007年4月初到2007年8月底。依公司预计，潮阳新世界学校2008年、2009年可分别新增学生1000人和1500人。联合资信关注到，截至2009年9月底，潮阳新世界学校在校生人数仅比2007年底增加108人，没有达到预期增加目标，主要系师资力量、学校的食堂及其他一些配套设施还没有与预计的招生规模相匹配。目前公司正在积极解决上述问题。

三、财务分析

公司2008年财务报表经天健光华（北京）会计师事务所有限公司深圳分所审计，出具了带强调事项段无保留意见的审计报告。强调事项为：汕头市潮阳新世界中英文学校2007年度新增的房屋建筑物原值为1579.47万元，2007年9月已投入使用，工程竣工结算和验收手续正在办理之中，该强调事项对以下财务分析影响不大。2009年前3季度报表未经审计。

截至2008年底，公司合并资产总额34822.40万元，所有者权益23072.99万元；2008

年实现营业收入 10776.22 万元，利润总额 1460.57 万元。

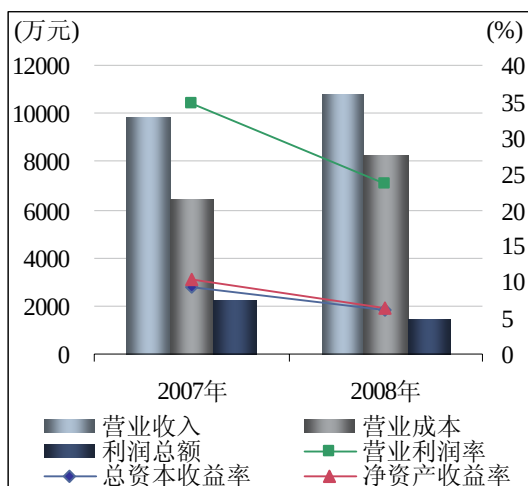
截至 2009 年 9 月底，公司合并资产总额 38517.56 万元，所有者权益 27390.14 万元；2009 年 1~9 月实现营业收入 10312.39 万元，利润总额 4317.14 万元。

1. 盈利能力

2008 年，公司总体运行状况继续保持稳中有升的态势，全年实现营业收入 10776.22 万元，较上年增长 9.26%；受市场物价持续上涨影响，公司营业成本大幅攀升，达 8245.90 万元，较上年增长 28.15%；2008 年公司营业利润率为 23.48%，较上年下降 11.27 个百分点。

2008 年，公司管理费用 579.18 万元，较上年增长 33.62%；财务费用控制较好，为 531.36 万元，较上年下降 20.12%，主要系 2007 年公司支付担保费及承销费 306.10 万元所致。2008 年公司实现营业外收入 50.00 万元，为政府补助；实现利润总额 1460.57 万元，较上年下降 35.23%。2008 年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 6.33% 和 6.18%，分别较上年下降 4.10 个和 3.05 个百分点。

图 1 2007~2008 年公司盈利情况



资料来源：公司提供

2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 10312.39 万元，较上年同期增长 3.55%；受物

价回落以及公司加大成本控制力度所致，公司营业成本较上年同期下降 4.73%；营业利润率上升至 45.60%；公司实现利润总额为 4317.14 万元，较上年同期增长 15.34%。

总体看，公司经营状况良好，营业收入稳步增长；受成本上升影响，2008 年公司盈利能力有所下降，2009 年随着物价水平回落以及公司一系列控制成本措施推行，公司主营业务盈利能力增强。

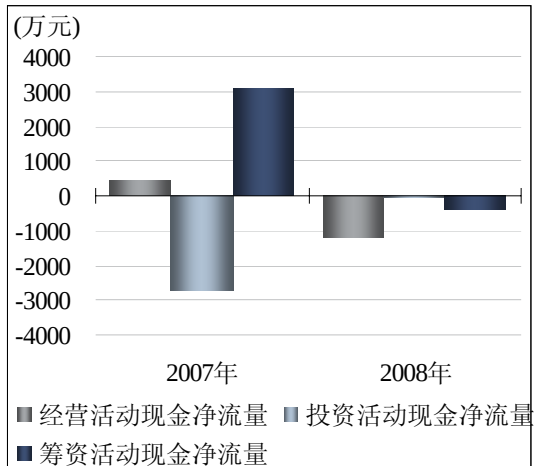
2. 现金流及保障

经营活动方面，2008 年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 10077.89 万元，较 2007 年增长 10.91%；公司现金收入比为 93.52%，现金收入质量一般，主要系依广东省人民政府及广东省教育厅关于民办学校教育储备金转制问题的通知精神，公司 2003 年起实施转制，将储备金（储备金属于预收学费款性质）逐年转为学杂费，每年 700 万元左右，该部分储备金由预收账款科目直接转入营业收入科目；经营活动产生的现金流入 12813.19 万元，较上年增长 16.20%；经营活动产生的现金流出 14002.51 万元，较上年增长 32.54%，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅增长所致，2008 年为 6379.44 万元（2007 年为 3985.98 万元），主要为与关联公司的往来款增加所致，其中支付给公司第一大股东新世界公司的往来款为 5561.12 万元，金额较大；经营活动产生的现金流量净额为 -1189.31 万元。

投资活动方面，2008 年公司无投资活动产生的现金流入；投资活动产生的现金流出量亦很小，为 82.80 万元。

筹资活动方面，2008 年公司无筹资活动产生的现金流入；公司筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出，为 399.00 万元，全部为分配股利、利润或偿付利息。

图2 2007~2008年公司现金流情况



资料来源：公司提供

2009年1~9月，公司实现销售商品、提供劳务收到的现金9613.67万元，现金收入比为93.22%；公司经营活动产生的现金流量净额为3858.26万元，经营活动现金流状况较2008年好转。投资活动产生的现金流表现为净流出，为350.75万元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。筹资活动产生的现金流量净额-51.72万元。

总体看，2008年公司经营活动产生的现金流入量规模稳步提升，现金收入质量一般，但由于成本上升以及与关联公司往来支付款增加等因素，公司经营活动产生的现金流量净额大幅下降。2009年以来，公司控制成本措施效果较好，经营活动产生的现金流状况好转。

3. 资本及债务结构

(1) 资产

截至2008年底，公司合并资产总额34822.40万元，较上年增长3.31%。其中，流动资产占26.56%，非流动资产73.44%。

截至2008年底，公司流动资产9248.86万元，较上年增长26.07%，主要系其他应收款增加所致。其中，货币资金492.74万元，较上年下降77.23%；其他应收款余额8269.06万元，主要为与股东之间的往来款，其中与新世界公

司往来款余额为6928.26万元，占83.79%；从账龄结构看，1年以内的占71.41%，1~2年的占23.41%，2年及以上的占5.18%；其他应收款净额8096.48万元。

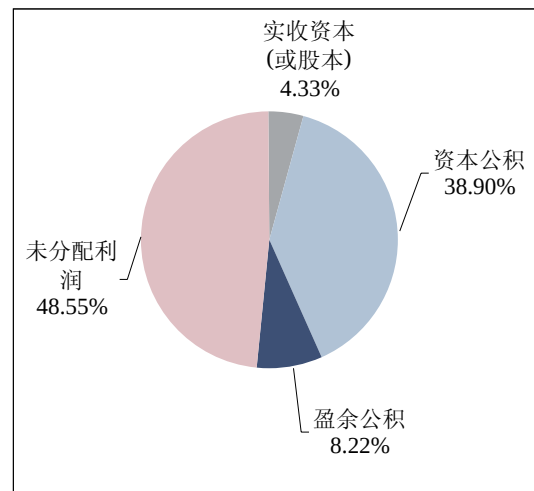
截至2008年底，公司非流动资产25573.54万元，较上年略有减少。其中，固定资产原值31898.92万元，其中房屋及建筑物占88.32%，教学设备占4.12%，变现能力较差；固定资产净额23591.83万元。

截至2009年9月底，公司合并资产总额38517.56万元，较2008年末增长10.61%，主要系公司秋季入学学费基本收齐，货币资金大幅增加所致。资产构成仍以非流动资产为主。

(2) 所有者权益

截至2008年底，公司所有者权益23072.99万元，较上年增长6.76%，主要系未分配利润增加所致；其构成如图3所示，公司所有者权益稳定性一般。截至2009年9月底，公司所有者权益为27390.14万元，较2008年底增长18.71%，主要系未分配利润增加所致；其构成变化不大。

图3 2008年底公司所有者权益构成



资料来源：公司提供

(3) 负债

截至2008年底，公司负债合计11749.41万元，比2007年略有下降。截至2008年底，公司流动负债4749.41万元，其中预收账款

3172.54 万元，均为公司 2003 年以前预收学费余额（依广东省人民政府及广东省教育厅关于民办学校教育储备金转制问题的通知精神，公司 2003 年起实施转制，将储备金逐年转为学杂费，每年 700 万元左右）。由于负债下降的同时所有者权益增加，公司资产负债率下降至 33.74%；公司全部债务维持不变，为 7000.00 万元（全部为应付债券），全部债务资本化比率 23.28%。

2009 年 9 月底，公司资产负债率 28.89%，全部债务资本化比率为 20.35%，债务负担适宜，具备较好的财务弹性。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2008 年底，公司流动比率和速动比率分别为 194.74% 和 191.74%，均较 2007 年底有较大幅度上升。2009 年 9 月底，货币资金增加使得流动资产规模增长，公司流动比率和速动比率分别上升至 321.08% 和 316.76%，指标值较高，但综合考虑公司流动资产中其他应收款占比较大（2009 年 9 月底占比为 65.71%）以及公司经营活动产生的净现金流量规模波动较大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2008 年公司 EBITDA 为 2748.55 万元，同比下降 19.46%；利息支出 399.00 万元，小幅增长 3.72%，EBITDA 利息倍数由 2007 年的 8.87 倍下降至 6.89 倍，全部债务/EBITDA 为 2.55 倍。

2008 年，公司 EBITDA 对 7000.00 万元本期债券本金的覆盖倍数为 0.39 倍。截至 2009 年 9 月底，公司现金类资产 3948.53 万元，现金偿债倍数为 0.56 倍，保护能力较弱。

截至 2009 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2009 年 9 月底，公司在国家开发银行深圳分行获得授信额度 10000.00 万元，已使用额度 7000.00 万元，尚未使用信用额度 3000.00 万元，公司间接融资渠道较为畅通。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 2007~2009 年 9 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动资产：				
货币资金	2163.85	492.74	-77.23	3948.53
交易性金融资产	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	0.00		0.00
应收账款	0.00	0.00		0.00
预付款项	388.20	394.31	1.57	399.49
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	4369.30	8096.48	85.30	8708.55
存货	149.75	142.45	-4.88	178.20
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	265.00	122.88	-53.63	17.55
流动资产合计	7336.11	9248.86	26.07	13252.32
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	0.00		0.00
投资性房地产	0.00	0.00		0.00
固定资产	24305.75	23591.83	-2.94	23315.34
在建工程	0.00	0.00		0.00
工程物资	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00		0.00
无形资产	2065.26	1981.71	-4.05	1949.89
开发支出	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00		0.00
合并价差	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	0.00	0.00		0.00
递延所得税资产	0.00	0.00		0.00
其他非流动资产	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	26371.01	25573.54	-3.02	25265.23
资产总计	33707.12	34822.40	3.31	38517.56

附件 1-2 2007~2009 年 9 月底资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动负债：				
短期借款	0.00	0.00		0.00
交易性金融负债	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	0.00		0.00
应付账款	537.63	900.75	67.54	750.35
预收账款	3937.32	3172.54	-19.42	2971.11
应付职工薪酬	102.28	88.35	-13.62	0.00
应交税费	4.87	10.72	120.14	5.88
应付利息	52.09	52.09	0.00	0.00
应付股利	0.00	0.00		0.00
其他应付款	327.06	346.96	6.08	223.41
预计负债	0.00	0.00		
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	133.45	178.00	33.38	176.66
流动负债合计	5094.70	4749.41	-6.78	4127.42
非流动负债：				
长期借款				
应付债券	7000.00	7000.00	0.00	7000.00
长期应付款	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	0.00		0.00
其他非流动负债	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	7000.00	7000.00	0.00	7000.00
负债合计	12094.70	11749.41	-2.85	11127.42
所有者权益：				
实收资本（或股本）	1000.00	1000.00	0.00	1000.00
资本公积	8974.45	8974.45	0.00	8974.45
减：库存股	0.00	0.00		0.00
盈余公积	1897.23	1897.23	0.00	1897.23
未分配利润	9740.74	11201.31	14.99	15518.46
外币报表折算差额	0.00	0.00		
归属于母公司所有者权益合计	21612.42	23072.99	6.76	27390.14
少数股东权益	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	21612.42	23072.99	6.76	27390.14
负债和所有者权益总计	33707.12	34822.40	3.31	38517.56

附件 2 2007~2009 年 1-9 月利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~9 月
一、营业收入	9862.61	10776.22	9.26	10312.39
减: 营业成本	6434.51	8245.90	28.15	5610.30
营业税金及附加	0.68	0.00	-100.00	
销售费用	0.00	0.00		
管理费用	433.47	579.18	33.62	333.23
财务费用	665.21	531.36	-20.12	51.72
资产减值损失	1.17	9.21	685.25	0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00		0.00
投资收益	0.00	0.00		0.00
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	2327.57	1410.57	-39.40	4317.14
加: 营业外收入	0.00	50.00		0.00
减: 营业外支出	72.62	0.00	-100.00	0.00
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	2254.95	1460.57	-35.23	4317.14
减: 所得税费用	0.00	0.00		
四、净利润	2254.95	1460.57	-35.23	4317.14

附件 3-1 2007~2009 年 1~9 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 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	9086.20	10077.89	10.91	9613.67
收到的税费返还	0.00	0.00		
收到其他与经营活动有关的现金	1940.68	2735.30	40.95	
经营活动现金流入小计	11026.88	12813.19	16.20	9613.67
购买商品、接受劳务支付的现金	4262.07	4791.23	12.42	3567.46
支付给职工以及为职工支付的现金	2315.61	2782.48	20.16	1893.90
支付的各项税费	0.77	49.36	6274.97	55.73
支付其他与经营活动有关的现金	3985.98	6379.44	60.05	238.32
经营活动现金流出小计	10564.44	14002.51	32.54	5755.41
经营活动产生的现金流量净额	462.44	-1189.31	-357.18	3858.26
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	0.00		
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00		
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00		
投资活动现金流入小计	0.00	0.00		
购建固定资产、无形资产等支付的现金	2712.93	82.80	-96.95	350.75
投资支付的现金	0.00	0.00		
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00		
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00		
投资活动现金流出小计	2712.93	82.80	-96.95	350.75
投资活动产生的现金流量净额	-2712.93	-82.80	-96.95	-350.75
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	6611.40	0.00	-100.00	
取得借款收到的现金	6000.00	0.00	-100.00	
发行债券收到的现金	0.00	0.00		
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00		
筹资活动现金流入小计	12611.40	0.00	-100.00	
偿还债务支付的现金	8400.00			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	437.39	399.00	-8.78	51.72
支付其他与筹资活动有关的现金	688.60			
筹资活动现金流出小计	9525.99	399.00	-95.81	51.72
筹资活动产生的现金流量净额	3085.41	-399.00	-112.93	-51.72
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00		
五、现金及现金等价物净增加额	834.92	-1671.12	-300.15	3455.79

附件 3-2 2007~2008 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	2254.95	1460.57	-35.23
加: 资产减值准备	1.17	9.21	685.25
固定资产折旧及其他	729.47	805.43	10.41
无形资产摊销	43.37	83.55	92.63
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产等损失	0.00	0.00	
固定资产报废损失	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	
财务费用	813.28	399.00	-50.94
投资损失	0.00	0.00	
递延所得税资产减少	0.00	0.00	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	
待摊费用减少	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	
存货的减少	51.41	7.38	-85.65
经营性应收项目的减少	-2412.61	-3742.49	55.12
经营性应付项目的增加	-1158.65	-389.84	-66.35
其他	140.04	177.89	27.02
经营活动产生的现金流量净额	462.44	-1189.31	-357.18
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	2163.85	492.74	-77.23
减: 现金的期初余额	1328.94	0.00	-100.00
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	1328.94	2163.85	62.83
现金及现金等价物净增加额	834.92	-1671.12	-300.15

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	85.93	56.44	--
总资产周转次数(次)	0.59	0.31	--
现金收入比(%)	92.13	93.52	--
盈利能力			
营业利润率 (%)	34.75	23.48	45.60
总资本收益率(%)	9.23	6.18	--
净资产收益率(%)	10.43	6.33	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	24.46	23.28	20.35
全部债务资本化比率(%)	24.46	23.28	20.35
资产负债率(%)	35.88	33.74	28.89
偿债能力			
流动比率(%)	143.99	194.74	321.09
速动比率(%)	141.06	191.74	316.76
经营现金流动负债比(%)	9.08	-25.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.87	6.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.05	2.55	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.32	-0.18	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-5.85	-3.19	--

跟踪评级公告

联合[2009] 580 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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>

中航三鑫股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009 年 12 月 22 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
现金类资产(亿元)	3.28	2.86	2.15
资产总额(亿元)	10.57	14.34	18.33
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	5.24	6.44	6.48
短期债务(亿元)	2.54	3.61	7.16
全部债务(亿元)	3.15	4.26	7.93
营业收入(亿元)	10.50	13.97	6.87
利润总额(亿元)	0.54	0.53	0.30
EBITDA(亿元)	0.73	0.90	--
经营性净现金流(亿元)	0.24	0.35	-0.32
营业利润率(%)	14.17	13.13	12.85
净资产收益率(%)	9.12	6.87	--
资产负债率(%)	50.47	55.12	64.65
全部债务资本化比率(%)	37.53	39.84	55.02
流动比率(%)	176.35	136.33	122.80
全部债务/EBITDA(倍)	4.30	4.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.77	5.70	--
经营现金流动负债比(%)	5.12	5.04	--

注: 2007 年数据系采用 2008 年期初数; 2009 年上半年数据未经审计。

分析师

张志强

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 中航三鑫股份有限公司(以下简称“公司”)资产、收入规模持续增长, 在保持国内高端幕墙领先地位同时, 积极拓展特种玻璃制品和特种玻璃材料业务, 延伸产业链, 整体竞争实力得以增强。但是受国内外经济波动和出口退税政策调整影响, 公司玻璃制品业务的收入和利润出现下滑; 公司项目投资建设需求增加, 债务规模呈增长态势, 债务负担加重, 但投资项目陆续达产后将有助于公司收入水平和规模经济效益的进一步提升。

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

优势

1. 公司幕墙工程业务居行业前列, 具有较强的技术优势和综合实力。
2. 公司积极拓展特种玻璃制品和特种玻璃材料业务, 延伸产业链, 整体竞争实力增强。
3. 公司为中国航空工业集团公司下属材料板块的重点上市公司。

关注

1. 国内房地产开发投资增速放缓, 玻璃制品出口需求减少, 以及玻璃产品出口退税政策调整等因素对公司经营业绩带来不利影响。
2. 公司应收账款相对较大且回收周期较长。
3. 受到当期采购支出相对增加, 工程款回收大多集中于下半年等因素的影响, 2009 年上半年公司经营活动现金流为净流出。
4. 目前公司债务负担较重, 未来投资支出较多, 对外融资需求增加。

一、公司概况

中航三鑫股份有限公司(以下简称“公司”)前身为深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司,成立于2000年12月,注册资本3320万元。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2007]207号文核准,公司于2007年8月9日首次向社会公众发行人民币普通股3400万股,并于2007年8月23日在深圳证券交易所挂牌上市交易(股票简称:三鑫股份,股票代码:002163)。

截至2009年6月底,公司股本20400万股,持有公司5%以上股份的股东有自然人韩平元(持股28.46%),深圳贵航实业有限公司(简称“深圳贵航”)(持股20.51%),中国贵州航空工业(集团)有限责任公司(简称“贵航集团”)(持股8.49%),其余42.54%股份为5%以下的法人、自然人和社会公众股东持有。其中贵航集团持有深圳贵航91%的股权,其合计持有公司29%的股权,为公司控股股东。同时贵航集团是中国航空工业集团公司(简称“中航工业”)的全资子公司。因此,公司实际控制人为中航工业。2008年12月29日,公司股票名称变更为“中航三鑫”,股票代码不变。

2009年8月,中航工业以所持包括贵航集团100%股权在内的与中航通用飞机有限责任公司(为中航工业所属控股子公司,简称“通飞公司”)有关的资产对通飞公司进行增资,通飞公司成为公司的间接控股股东,公司直接控股股东和实际控制人保持不变。

公司经营范围:玻璃深加工产品技术开发;生产销售建筑安全节能玻璃、光学玻璃、光控玻璃、电子平板玻璃和建筑幕墙、建筑门窗、钢结构、玻璃深加工机械设备;承担建筑幕墙工程设计、施工;进出口业务等。截至2009年6月底,公司拥有7家全资、控股子公司(附件1)。

截至2008年底,公司合并资产总额14.34

亿元,所有者权益6.44亿元;2008年实现营业收入13.97亿元,利润总额0.53亿元。

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

二、经营管理分析

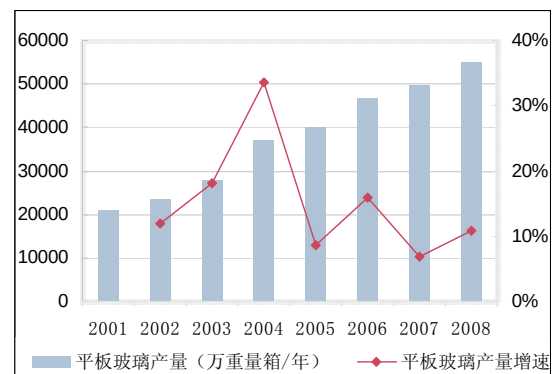
1. 行业状况

公司目前重点拓展特种玻璃制品和特种玻璃材料业务。

玻璃行业是中国传统的支柱产业,改革开放以来,中国玻璃工业经过四轮高速发展,已经形成了比较完善的工业体系,在生产规模,技术结构、产品结构等方面均有了较大的改善。玻璃产品用途广泛,涉及的细分子行业较多,相互间存在一定的技术壁垒,其中平板玻璃作为广泛使用的建筑材料和玻璃深加工产品基材,在玻璃行业中占有相对加大的份额,现阶段国内平板玻璃生产以浮法玻璃工艺为主导。

近年来,受下游需求带动,中国平板玻璃产业持续较快增长,目前中国平板玻璃企业数量、浮法玻璃生产线数量、平板玻璃年产量三项指标均居世界第一,平板玻璃年产量占全球份额超过40%。2008年国内平板玻璃产量达到了5.52亿重量箱(图1)。

图1 近年中国平板玻璃产量及增速情况



资料来源:wind 资讯

从需求结构看,建筑房地产、汽车、电子

信息是目前国内玻璃制品市场主要的下游需求行业，建筑房地产，汽车和其他相关产业对玻璃产的需求量占比约为 64%、21%和 15%。2007 年国内的房地产、汽车、IT 等产业均保持了良好的发展势头，其中房地产开发投资总规模达到了 25280 亿元，同比增长了 30.20%，增速创近三年新高。在主要下游行业高速增长的带动下，2007 年平板玻璃行业保持了较高的景气程度，尽管产量增速仅为 6.81%，但由于行业内供求关系的改善，行业产能利用率和产品价格都保持在相对较高水平，业内企业盈利状况显著改善，根据国家统计局数据，2007 年 1~11 月，国内平板玻璃行业实现销售收入 411.85 亿元，同比增长 31.12%，实现利润总额 37.13 亿元，同比增长 338.02%。

2008 年玻璃行业主要的原材料重油、纯碱价格出现较大幅度上涨，同时受房地产市场大幅调整，国内宏观经济增速放缓的影响，下游产业对玻璃需求回落，行业内出现一定程度的产能过剩，玻璃产品价格逐步回落，2008 年 12 月全国重点玻璃企业主要种类(3mm、5mm、8mm 和 12mm)浮法玻璃价格较 2007 年底回落幅度均超过了 20%。在成本上涨和价格回落的双重压力下，平板玻璃企业的盈利状况受到了显著影响，2008 年 1~11 月，国内平板玻璃行业实现销售收入 462.80 亿元，同比增长 16.13%，实现利润总额 1.48 亿元，同比减少了 94.29%。

从产品结构看，国内玻璃产品中，普通浮法玻璃产能过剩，而一些电子玻璃、汽车玻璃、高档建筑玻璃等还需要进口，优质浮法玻璃比率和玻璃深加工率均低于 30%，与世界平均水平 55%存在较大差距。特殊品种的优质浮法玻璃和深加工玻璃(Low-E 中空玻璃、钢化玻璃、夹层玻璃等)是国家产业结构调整中明确规定的产业发展方向，也是行业未来发展的重点。

目前国内平板玻璃产业准入门槛低，竞争程度高，行业运行具有较为明显的周期性。从

近几年的情况看，玻璃行业景气波动周期在缩短，造成这种现象的主要原因是中国经济近年的加速增长，加快了新增产能的消化速度。未来，随着宏观经济刺激政策效应的显现，下游行业对玻璃制品需求将有所恢复，但行业整体景气程度的全面回升将取决于宏观经济的全面复苏和外围市场的回暖。

2. 经营管理分析

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

2008 年以来，在管理上，公司根据经营战略和生产经营规模的扩大，逐步由幕墙工程事业部和玻璃制品生产事业部调整为全资子公司和控股子公司的经营模式，形成幕墙工程、幕墙门窗、特种玻璃制品(包括工程、电子玻璃制品)、特种玻璃材料等业务板块格局，较好的提高了公司专业化管理能力和优化内部资源；在业务上，公司重点发展高端幕墙工程和特种玻璃业务，保持了国内幕墙行业领先地位；同时，公司积极推进企业债募集资金和上市募集资金投资项目，幕墙板块及门窗加工生产线、ITO 平板显示器镀膜玻璃生产线、140 万平方米离线 Low-E 镀膜生产线先后于 2008 年 3 月、2008 年 9 月和 2009 年 6 月建成投产，实现公司幕墙门窗制品和特种玻璃材料收入的拓展，延伸产业链，增强了公司综合竞争实力。

表 1 公司主要业务领域与经营主体

经营主体	业务分类
海南中航特玻材料有限公司	特种玻璃材料
中航三鑫太阳能光电玻璃有限公司	特种玻璃材料
广东中航特种玻璃技术有限公司	特种玻璃制品、特种玻璃材料
深圳市三鑫精美特玻璃有限公司	特种玻璃制品
三鑫(惠州)幕墙产品有限公司	幕墙门窗
深圳市三鑫幕墙工程有限公司	幕墙工程

资料来源：公司年报

2008 年，公司实现主营业务收入 13.94 亿元，同比增长 32.96%，主营业务毛利率 15.35%，与 2007 年相比下降 1.11 个百分点，主要原因

是国家将玻璃产品的出口退税由 13%调整到 5%（从 2007 年 7 月 1 日起）、行业竞争加剧所致。其中幕墙工程业务受益于公司新增幕墙门窗收入和加大市场开发力度，收入规模保持较快增长，毛利率水平较为稳定，是公司主要的收入和利润来源；工程玻璃制品收入略有增长，毛利率水平变化较小；电子玻璃制品受出口规模增加影响，收入较快增长，但毛利率水平下降。

2009 年 1~6 月，公司实现营业收入 6.87 亿元、利润总额 0.30 亿元，分别同比增长 3.86%

和 20.40%，其中幕墙工程业务收入平稳增长，而电子玻璃制品和工程玻璃制品收入均出现下滑，主要是受国内外经济波动影响，房地产开发投资增速放缓，玻璃制品出口需求减少，国内市场竞争激烈，以及公司电子玻璃制品和工程玻璃制品海外订单延迟履约 3 亿元，但另一方面国家将玻璃产品的出口退税由 5%调整为 11%（从 2008 年 11 月 1 日起），以及公司重点承接 3000 万元以上的大型、特大型技术含量高的政府工程和节能项目，幕墙工程施工业务受房地产市场波动的影响较小。

表 2 公司主营业务收入构成*

业务分类	收入占比（%）			收入增长率（%）			毛利率（%）		
	2007	2008	2009.6	2007	2008	2009.6	2007	2008	2009.6
工程玻璃制品	22.47	17.08	21.41	43.64	1.06	-2.86	21.29	21.31	13.63
电子玻璃制品	6.14	6.32	5.08	146.15	36.94	-21.39	25.08	18.71	12.03
幕墙工程	73.68	76.60	73.51	24.68	38.24	8.46	13.81	13.74	15.33
内部抵消	2.28	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	100.00	100.00	100.00	30.76	32.96	3.86	16.46	15.35	14.80

资料来源：公司年报。*主营业务收入为营业收入减去其他业务收入；2008 年起幕墙工程收入包括幕墙门窗制品收入。

从订单情况看，2008 年公司完成订单总量 19.3 亿元，比 2007 年多接单 5.8 亿元，增长 43%。2009 年 1~6 月，公司已签订单 12.5 亿元，同比增长 42%。2008 年下半年以来，公司先后承接了深圳证券交易所大厦幕墙工程项目（合同额 3.04 亿元）、昆明机场幕墙工程（合同额近 1 亿元）、阿联酋公园塔酒店幕墙工程（合同额 2.67 亿元）等特大型高档幕墙项目。

从未来发展看，由于国内的建筑能耗超过 5 亿吨标准煤，超过全社会能源消耗总量的 27%，单位建筑面积采暖能耗是气候相近的发达国家的 3 倍。而在建筑能耗中，通过玻璃门窗造成的能耗占建筑总能耗的 40%。未来随着国家对建筑节能环保的要求逐步加强，安全节能的幕墙施工技术和玻璃产品的发展潜力巨大。同时，公司目前特种玻璃制品生产所需的原材料——浮法玻璃原片、低辐射 Low-E 镀膜玻璃材料、钢构件大多对外采购，通过发展幕

墙门窗制品和节能特种玻璃材料，可以降低公司生产成本，形成纵向一体化竞争优势。因此，公司确定了未来发展战略是：作为中航工业旗下材料板块的重点上市公司，按照中航工业“两融、三新、五化、万亿”发展战略体系，定位于特玻材料和幕墙工程，实施资本化运作和产业化发展，实施技术领先和品质领先战略，坚定以节能环保为核心的产品战略，坚持产业链发展战略，重点发展节能特玻材料，并继续巩固在高端幕墙方面的领先地位，成为国内领先的节能特种玻璃和高端幕墙供应商。

从投资项目看，①2008 年 8 月，公司与蚌埠玻璃工业设计研究院合资成立中航三鑫太阳能光电玻璃有限公司（以下简称“三鑫光玻”），建设“日熔量 250 吨全氧燃烧超白太阳能玻璃生产线项目”，项目总投资 2.77 亿元，截至 2009 年 6 月底，该项目已完成土建工作，预计年内投产。②2009 年 4 月，公司子公司海南中航特

玻材料有限公司（成立于2008年12月26日，以下简称“海南特玻”）与福耀海南浮法玻璃有限公司（以下简称“福耀海南”）签署《资产转让协议》，收购福耀海南厂的两条浮法玻璃生产线及相关配套的641亩地的生产基地资产（总价4.5亿元，2009年8月底转让价款已全部支付）。并在其基础上引进美国PPG INDUSTRIES INC.（以下简称“PPG公司”）技术改造和新建高端玻璃生产线，制造节能环保玻璃材料、电子玻璃材料，实现以在线Low-E玻璃、电子级玻璃、离线Low-E玻璃基片为主要产品的规模化生产，计划再投资8.44亿元，建设期不超过20个月，预计投产后年均税后利润1.56亿元，资金来源为2009年非公开发行股票融资（已获临时股东大会批准），募集资金到位之前，公司根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入。联合资信认为，幕墙板块及门窗加工生产线、ITO平板显示器镀膜玻璃生产线、140万平方米离线Low-E镀膜生产线的建成投产，以及全氧燃烧超白太阳能玻璃生产线、海南特玻高端玻璃生产线的建设，有助于公司收入水平和规模经济效益的较大提升；公司未来投资支出较多，在不考虑非公开发行股票募集资金情况下，存在较大的对外融资需求，债务负担趋于加重。

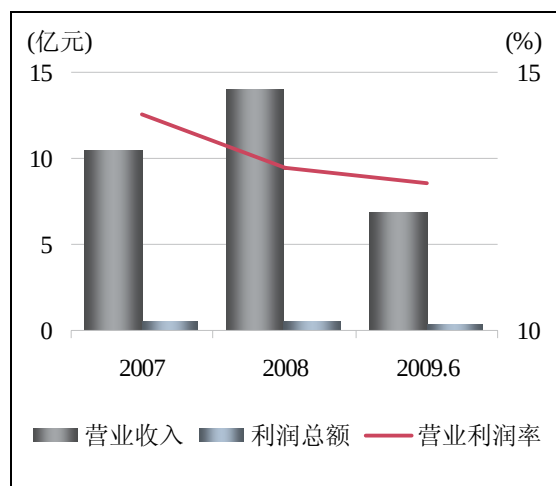
三、财务分析

公司提供的2008年合并财务报表已经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司合并范围较2007年底新增4家，分别为三鑫光玻、海南特玻、深圳市三鑫幕墙工程有限公司和三鑫（香港）有限公司。2009年1~6月合并财务报表未经审计，作为补充。以下分析中2007年数据系采用2008年期初数。

1. 盈利能力

受益于公司市场开发力度的加大和部分投资项目投产，2008年，公司实现营业收入13.94亿元，同比增长32.96%，保持较快增长。公司营业利润率略有下降，为13.13%，主要是玻璃产品出口退税下调、行业竞争加剧所致。公司期间费用占收入比重同比上升0.40个百分点，为9.06%，原因是经营规模扩大，营销费用和新设公司管理费用增加。公司营业利润同比下降8.83%，为0.48亿元。同期，公司取得政府补助等营业外收入0.05亿元，利润总额和净利润分别为0.53亿元和0.44亿元，相应总资本收益率和净资产收益率分别为5.61%和6.87%。公司整体盈利能力偏弱。

图2 公司收入与利润变动



资料来源：公司年报。

2009年1~6月，公司实现营业收入6.87亿元、利润总额0.30亿元，分别同比增长3.86%和20.40%，主要是玻璃产品出口退税上调，以及公司重点承接大型、特大型技术含量高的政府工程和节能项目，幕墙工程业务发展较为稳定，其毛利率水平有所提高；而公司电子玻璃制品和工程玻璃制品业务则受国内外经济波动、房地产开发投资增速放缓、玻璃制品出口需求减少、国内市场竞争激烈所影响，收入和利润水平均出现下滑，但上述业务占收入比重不大。整体上，公司盈利能力有所改善。

2. 现金流

2008年，公司现金收入比为94.18%，与上年相比变化不大，收入实现能力一般。公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长32.31%，略低于营业收入增速，同期公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增加36.13%，但受除税收返还外的政府补助增加影响，公司收到其他与经营活动有关的现金增加较多，使经营活动现金流量净额同比增长44.47%，为0.35亿元。2008年，公司投资活动产生的现金流入规模仍较小，同时，公司项目投资建设需求增加，投资活动现金流出同比增长了73.60%，使公司投资活动现金净流出规模增加，为2.47亿元。2008年，由于经营活动产生的现金流量净额不能满足投资需要，公司仍存在较大的对外融资需求，筹资活动现金净流量为1.59亿元。

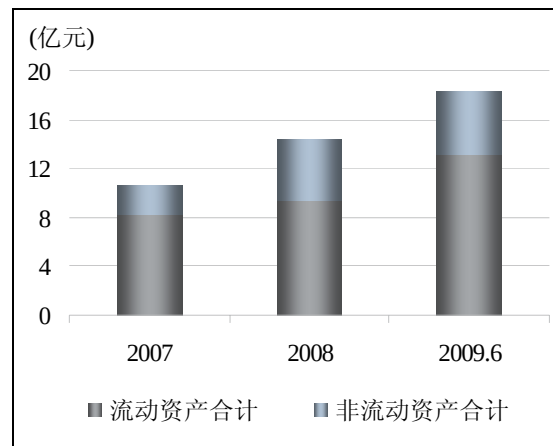
2009年1~6月，由于公司当期采购支出相对增加，工程款回收大多集中于下半年，经营活动现金流量净额由正转负，为-0.32亿元；同期，投资活动产生的现金流量净额和筹资活动前现金流量净额分别为-3.42亿元和-3.74亿元，筹资活动产生的现金流量净额为3.48亿元。

3. 资本及债务结构

截至2008年底，公司资产总额为14.34亿元，同比增长35.67%。其中流动资产合计9.33亿元，同比增长13.44%，主要来自应收账款和存货增长，原因是经营规模扩大、已完工未结算项目增多。公司流动资产占资产总额的65.09%，同比有所下降，主要是非流动资产中固定资产和在建工程增加较多所致。

截至2009年6月底，公司资产总额为18.33亿元，同比增长27.85%。其中流动资产合计13.13亿元，同比增长40.62%，主要来自预付款项和应收账款增长，原因是公司下属子公司海南特玻预付资产转让款和三鑫光玻支付预付设备款。公司流动资产占资产总额的71.59%，同比有所上升。

图3 公司总资产规模与结构变动



资料来源：公司年报。

截至2008年底，公司负债总额7.90亿元，同比增长48.20%。公司流动负债占比略有下降，为86.61%，其中短期借款和应付账款增加较多。公司非流动负债同比增长58.36%，主要来自长期应付款增长，为公司从中航租赁公司融资租入相关生产线的融资租赁款。

截至2009年6月底，公司负债总额11.85亿元，同比增长49.93%。其中流动负债占比有所上升，主要是短期借款增加较多。

截至2008年底，公司所有者权益合计6.44亿元，同比增长22.91%，主要源于股本（为资本公积转增股本）和少数股东权益的增长。

截至2009年6月底，公司所有者权益合计6.48亿元。

截至2008年底，公司短期债务规模增长，而长期债务规模变化不大，短期债务比例较高，债务结构不合理。公司长期债务资本化比率同比略有下降，为9.22%，资产负债率和全部债务资本化比率有所上升，分别为55.12%和39.84%，债务负担加重。

截至2009年6月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为64.65%、10.59%和55.02%，债务负担明显上升。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2008年底，

公司流动比率和速动比率分别为 136.33%和 92.57%，均低于 2007 年底的 176.35%和 123.49%，同期经营活动现金负债比率指标偏低，对公司流动负债保障低，但考虑到公司经营活动现金流入量流动负债比为 194.44%，对流动负债的覆盖程度高，总体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2008 年公司 EBITDA 有所增长，而利息支出增幅较大，导致 EBITDA 利息倍数较 2007 年降低 2.07 个百分点，为 5.70 倍，EBITDA 对利息保护能力尚可；全部债务/EBITDA 反向变化，2008 年为 4.74 倍，高于 2007 年的 4.30 倍，对总债务保障能力有所下降，但仍处于合理水平。

2007 年 11 月，公司发行了期限 5 年的企业债券 0.5 亿元（为 2007 年深圳市中小企业集合债券 20 家发行人之一，以下简称“本期债券”）。公司发债募集资金项目——ITO 平板显示器镀膜玻璃生产线、140 万平方米离线 Low-E 镀膜生产线已分别于 2008 年 9 月和 2009 年 6 月建成投产。

截至 2009 年 6 月底，公司现金类资产为 2.15 亿元，是本期债券额度的 4.31 倍，但由于公司对福耀海南的收购金额相对较大，需在 2009 年 8 月底前全部支付，公司现金类资产对本期债券实际保障程度一般。

2008 年，公司经营活动现金流入量为 13.30 亿元，为本期债券发行额度的 26.60 倍，对本期债券覆盖程度高；经营活动产生的现金流量净额 0.35 亿元，为本期债券发行额度的 0.70 倍，对本期债券覆盖程度一般。公司 EBITDA 为 0.90 亿元，是本期债券额度的 1.80 倍，EBITDA 对本期债券覆盖程度高。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2009 年 6 月底公司全资、控股子公司

子公司	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	是否纳入合并报 表范围
广东中航特种玻璃技术有限公司	15000	100	100	是
深圳市三鑫精美特玻璃有限公司	6000	70	70	是
三鑫（惠州）幕墙产品有限公司	1000	70	70	是
深圳市三鑫幕墙工程有限公司	10000	100	100	是
中航三鑫太阳能光电玻璃有限公司	10500	70	70	是
三鑫（香港）有限公司	50000 美元	100	100	是
海南中航特玻材料有限公司*	30000	16.67	16.67	是

注：*根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》应用指南相关条款，公司通过协议具有获取海南特玻大部分利益的权力，并承担了海南特玻的大部分风险，将其纳入合并范围。

附件 2-1 2007~2009 年 6 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 6 月
流动资产：				
货币资金	32795.00	28309.24	-13.68	21494.95
交易性金融资产				
应收票据	33.27	336.50	911.46	45.90
应收账款	12934.19	26299.30	103.33	32456.73
预付款项	9814.78	5489.34	-44.07	42104.00
应收利息				
应收股利				
其他应收款	2037.60	2914.97	43.06	3290.90
存货	24665.53	29958.80	21.46	31864.96
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产		32.77		
流动资产合计	82280.37	93340.91	13.44	131257.45
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产		283.03		
固定资产	14299.30	27719.10	93.85	26946.93
在建工程	6014.30	15314.05	154.63	18444.45
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	2649.71	5858.45	121.10	5802.99
开发支出				
合并价差				
长期待摊费用	148.22	31.38	-78.83	172.72
递延所得税资产	304.53	854.36	180.55	718.13
其他非流动资产	0.48			
非流动资产合计	23416.55	50060.37	113.78	52085.22
资产总计	105696.92	143401.27	35.67	183342.68

附件 2-2 2007~2009 年 6 月合并资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 6 月
流动负债：				
短期借款	13188.03	22400.00	69.85	58500.00
交易性金融负债	124.23			
应付票据	12235.27	12224.54	-0.09	10922.29
应付账款	16781.65	26735.06	59.31	28406.65
预收款项	1142.65	1015.63	-11.12	2480.61
应付职工薪酬	220.28	119.28	-45.85	122.17
应交税费	1430.00	2507.03	75.32	2400.76
应付利息		34.20		
应付股利				
其他应付款	1534.71	1968.17	28.24	1870.88
一年内到期的非流动负债		1462.16		2185.19
其他流动负债				
流动负债合计	46656.83	68466.07	46.74	106888.54
非流动负债：				
长期借款	1000.00	1500.00	50.00	2500.00
应付债券	5036.70	5036.70	0.00	5179.20
长期应付款	646.79	3547.06	448.41	3448.58
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				6.82
其他非流动负债		500.00		500.00
非流动负债合计	6683.49	10583.76	58.36	11634.60
负债合计	53340.32	79049.83	48.20	118523.14
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	13600.00	20400.00	50.00	20400.00
资本公积	25245.27	18445.27	-26.94	18445.27
减：库存股				
盈余公积	2918.49	3441.88	17.93	3441.88
未分配利润	9788.41	12289.71	25.55	12693.91
外币报表折算差额		6.04		11.20
归属于母公司所有者权益合计	51552.16	54582.89	5.88	54992.26
少数股东权益	804.44	9768.56	1114.33	9827.28
所有者权益（或股东权益）合计	52356.60	64351.44	22.91	64819.54
负债和所有者权益（或股东权益）总计	105696.92	143401.27	35.67	183342.68

附件 3 2007~2009 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 6 月
一、营业收入	105000.80	139668.49	33.02	68684.43
减: 营业成本	87611.10	118122.68	34.83	58519.13
营业税金及附加	2508.02	3211.14	28.03	1336.99
销售费用	3938.96	4942.93	25.49	2264.05
管理费用	4116.52	6287.63	52.74	3461.18
财务费用	1033.22	1422.38	37.66	765.72
资产减值损失	547.17	899.34		-570.38
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)	5245.80	4782.40	-8.83	2907.74
加: 营业外收入	213.84	537.57	151.39	92.28
减: 营业外支出	56.59	60.03	6.09	1.72
其中: 非流动资产处置损失	43.87	0.24	-99.45	
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	5403.06	5259.94	-2.65	2998.29
减: 所得税费用	628.04	836.11	33.13	554.72
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	4775.02	4423.83	-7.35	2443.57
其中: 归属于母公司所有者的净利润	4457.84	4384.69	-1.64	2444.20
少数股东损益	317.18	39.14	-87.66	-0.63

附件 4-1 2007~2009 年 6 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	99419.66	131537.32	32.31	61895.04
收到的税费返还	558.15	278.30	-50.14	168.40
收到其他与经营活动有关的现金	211.04	1211.24	473.94	796.48
经营活动现金流入小计	100188.85	133026.86	32.78	62859.93
购买商品、接受劳务支付的现金	81586.39	111062.42	36.13	54530.28
支付给职工以及为职工支付的现金	6459.27	8239.23	27.56	4058.43
支付的各项税费	3929.90	4398.88	11.93	2368.66
支付其他与经营活动有关的现金	5823.58	5873.95	0.87	5139.86
经营活动现金流出小计	97799.15	129574.48	32.49	66097.23
经营活动产生的现金流量净额	2389.70	3452.38	44.47	-3237.30
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	40.26	2.54	-93.69	139.21
处置子公司及其他经营单位收回的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	40.26	2.54	-93.69	139.21
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14212.86	24674.14	73.60	34288.30
投资支付的现金				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	14212.86	24674.14	73.60	34288.30
投资活动产生的现金流量净额	-14172.60	-24671.60	74.08	-34149.09
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	27769.37	6173.00	-77.77	59.35
取得借款收到的现金	19650.56	31700.00	61.32	61300.00
收到其他与筹资活动有关的现金	5000.00	3228.66	-35.43	1364.21
筹资活动现金流入小计	52419.94	41101.66	-21.59	62723.56
偿还债务支付的现金	16800.00	20919.93	24.52	24200.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3442.33	3675.74	6.78	2659.89
支付其他与筹资活动有关的现金	4355.52	582.30	-86.63	1081.77
筹资活动现金流出小计	24597.85	25177.98	2.36	27941.66
筹资活动产生的现金流量净额	27822.09	15923.69	-42.77	34781.91
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-196.05	36.41	-118.57	
五、现金及现金等价物净增加额	15843.14	-5259.13	-133.19	-2604.48
加: 期初现金及现金等价物余额	12352.63	28195.77	128.26	22936.64
六、期末现金及现金等价物余额	28195.77	22936.64	-18.65	20332.16

附件 4-2 2007~2008 年合并现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	4775.02	4423.83	-7.35
加: 计提的资产减值准备	547.17	899.34	64.36
固定资产折旧	854.20	2056.60	140.76
无形资产摊销	88.99	67.89	-23.70
长期待摊费用摊销	31.38	31.38	0.00
待摊费用减少(增加以“一”号填列)			
预提费用增加(减少以“一”号填列)			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-40.26	-2.30	-94.29
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)			
公允价值变动损失(减: 收益)			
财务费用	1033.22	1576.96	52.63
投资损失(减:收益)			
递延所得税资产减少(减: 增加)	186.54	-549.82	-394.75
存货的减少(减:增加)	-2019.64	-5349.63	164.88
经营性应收项目的减少(减:增加)	-13868.88	-11035.95	-20.43
经营性应付项目的增加(减:减少)	10801.96	11334.07	4.93
其他			
经营性活动产生的现金流量净额	2389.70	3452.38	44.47
二、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产	633.89	523.81	-17.37
三、现金及现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	28195.77	22936.64	-18.65
减: 现金的期初余额	12352.63	28195.77	128.26
现金及现金等价物净增加额	15843.14	-5259.13	-133.19

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	16.19	7.05	--
存货周转次数(次)	7.10	4.32	--
总资产周转次数(次)	1.99	1.12	--
现金收入比(%)	94.68	94.18	90.12
盈利能力			
营业利润率(%)	14.17	13.13	12.85
总资本收益率(%)	6.82	5.61	--
净资产收益率(%)	9.12	6.87	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	10.34	9.22	10.59
全部债务资本化比率(%)	37.53	39.84	55.02
资产负债率(%)	50.47	55.12	64.65
偿债能力			
流动比率(%)	176.35	136.33	122.80
速动比率(%)	123.49	92.57	92.99
经营现金流动负债比(%)	5.12	5.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.77	5.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.30	4.74	--

注：2007 年数据系采用 2008 年期初数；2009 年上半年数据未经审计。

跟踪评级公告

联合[2009] 581 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定深圳市高新奇科技股份有限公司主体长期信用等级由BBB调整为BBB⁻,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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>

深圳市高新科技股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009年12月22日

财务数据

项目	2007年	2008年	09年6月
现金类资产(万元)	3389.26	3081.19	1175.79
资产总额(万元)	55689.29	58160.30	57785.36
所有者权益(万元)	31960.97	33445.83	33803.36
短期债务(万元)	2500.00	0.00	1500.00
全部债务(万元)	19234.82	16857.17	16414.93
营业收入(万元)	45122.17	40148.28	24969.26
利润总额(万元)	4536.06	901.24	645.95
EBITDA(万元)	8339.36	5675.91	--
经营性净现金流(万元)	-1462.21	4032.65	809.81
营业利润率(%)	20.82	18.97	16.81
净资产收益率(%)	13.27	2.69	--
资产负债率(%)	42.61	42.49	41.50
全部债务资本化比率(%)	37.57	33.51	32.69
流动比率(%)	460.52	457.05	399.42
全部债务/EBITDA(倍)	2.31	2.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.73	4.41	--
经营现金流动负债比(%)	-20.91	51.32	--

注: 2009年6月数据未经审计。

分析师

王健

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 深圳市高新科技股份有限公司(以下称“公司”)受宏观经济影响, 传统固定电话机销量萎缩, 库存规模加大, 收入和利润规模下降, 盈利能力下滑。同期, 公司债务规模有所减少, 整体偿债能力基本维持稳定。

目前固定电话机等低端市场已接近饱和, 外需受宏观经济影响仍较大; 公司手机业务处于市场拓展期, 前期投入较大, 毛利率偏低, 手机市场的激烈竞争加大公司的经营风险, 产品结构优化转型尚存在不确定因素。

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

优势

1. 公司无绳电话机、手机业务发展较快, 产品结构有一定改善。
2. 公司债务规模有所减少, 经营获现能力有所改善。

关注

1. 传统电话机市场发展空间有限, 公司面临产品结构优化及转型的压力。
2. 受宏观经济影响, 公司电话机出口受阻, 导致销售收入和利润规模大幅下滑, 整体盈利能力下降。
3. 公司手机业务处于市场拓展期, 面临激烈的市场竞争, 前期投入较大, 存在一定经营风险。
4. 公司应收账款和存货规模仍然较大。

一、企业基本情况

深圳市高新奇科技股份有限公司（以下简称“公司”）是2002年9月28日成立的股份有限公司。截至2009年6月底，许晓东和许瑞强各持有公司25%的股份、许瑞杰和陈宝珊各持有10%的股份、许瑞洪和深圳市高新奇投资有限公司各持有15%的股份。

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

截至2009年6月底，公司设财务部、制造部、国内营销部、国际营销部、移动事业部、总务部、人力资源部等职能部门。

截至2008年底，公司资产总额58160.30万元，所有者权益33445.83万元；2008年实现营业收入40148.28万元，利润总额901.24万元。

截至2009年6月底，公司资产总额57785.36万元，所有者权益33803.36万元；2009年1-6月实现营业收入24969.26万元，利润总额645.95万元。

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

二、经营管理分析

1. 行业现状

2008年，全国电话用户新增6930万户，总数达到98203.4万户。移动电话用户共计64123万户，新增9392.4万户，而固定电话出现2483.2万户的负增长。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。

中国手机出口量占生产量60%以上，2008年移动电话受全球市场需求增长放缓的影响，生产增速呈放缓趋势。按月份看，三季度起开始出现负增长，10月下降2.6%，11月降幅高达38%，创下历年来的新低。手机出口增速也呈下降趋势。前三季度，平均每月增速超过10%，至10月份起开始出现下滑，11月当月下降11%，12月降幅高达22%。

2008年国内手机市场结构调整加快，3G手机成为新的增长点，随着4月份TD-SCDMA开始试商用，以及国际市场需求增加，3G手机产销快速发展，根据中商情报网统计数据，2008年全年共生产3G手机6579万部，同比增长87.5%，销售6637万部，同比增长90%；占行业比重为12.3%。百家重点手机生产企业中，GSM手机产量同比下降17.1%。同时，山寨机冲击日趋明显。目前，山寨机已形成完整的产业链，在国内手机市场及出口量中的比重均达10%以上，由于山寨机不经过入网认证，上市时间和成本优势明显，款式也比较新颖，因此在新增出口及农村市场上都对品牌企业带来极大冲击。为应对山寨机的挑战，国内外厂商渠道拓展力度不断加强，渠道竞争日趋激烈。

总体来看，低端通讯设备终端已经接近饱和，增长速度非常缓慢，移动通信已成行业发展的主流方向，从目前48.5部/百人的普及率来看，国内移动通信用户发展仍具备规模增长空间。

2. 公司经营

目前公司的主导产品为固定电话机和手机。2008年分别占公司主营业务收入的69.74%（包括电话机、无绳电话机）和19.76%，参见表1。

表1 2007~2009年1-6月公司主营业务情况（单位：万元；%）

项目	主营业务收入				主营业务毛利润				毛利率		
	2007年	2008年	增长率	09年1-6月	2007年	2008年	增长率	09年1-6月	2007年	2008年	09年1-6月
电话机	30399.00	14990.00	-50.69	7094.00	6398.00	3123.00	-51.19	1299.00	21.05	20.83	18.31

无绳电话机	2149.00	12737.00	492.69	6765.00	440.00	2712.00	516.36	1412.00	20.47	21.29	20.87
手机	10174.00	7857.00	-22.77	8830.00	2059.00	457.00	-77.80	971.00	20.24	5.82	11.00
其他	2296.00	4175.00	81.84	1436.00	467.00	1042.00	123.13	136.00	20.34	24.96	9.47
合计	45018.00	39759.00	-11.68	24125.00	9364.00	7334.00	-21.68	3818.00	20.80	18.45	15.83

资料来源：公司提供

2008年公司实现主营业务收入39759.00万元，较上年减少11.68%，主要原因是公司电话机销售收入大幅下滑，占主营业务收入的比重较2007年下降29.82个百分点，为37.70%。公司电话机出口量在金融危机前占其销量的60-70%，由于外需市场的萎缩导致电话机出口量锐减。同时，公司无绳电话机业务发展迅速，同比增长492.69%，一定程度缓解了电话机收入下滑造成的不利影响。

毛利率方面，由于汇率变动、国内手机行业竞争加剧以及制造环节人工成本的上升，单位售价与单位毛利空间受到严重挤压，导致公司毛利水平下降（其中：由于人民币升值，导致出口收入结汇损失700万元）。同时，市场推广难度加大和费用的大幅上升，也增加了公司盈利难度。

原材料采购及成本情况

原材料采购成本占公司总成本的60%以上。公司生产所需原材料主要在国内采购，公司与多家原材料供应商及第二供应商保持了稳定的长期合作关系，一定程度降低采购质量和价格风险。2008年公司主要供应商包括：深圳市怡亚通供应链股份有限公司、信利半导体有限公司和汕头市奇亨贸易有限公司等，前10大供应商占比42.89%。

2009年以来，由于手机行业竞争加剧，公司不得不加大市场方面的促销投入，薪资福利费用上升，且深圳当地劳动力存在一定缺口，造成公司人工成本上升。

产品生产及销售

（1）电话机

2008年公司无绳电话机产量81.28万部，普通电话机产量44.19万部，来电显示电话机产量272.55万部，电话机机壳产量336.60万部，详见

表2。由于市场需求下降，目前公司电话机产能利用率为70%左右，针对剩余产能公司进行了人工压缩和厂房出租。

2009年公司加大了电话机内销市场的开拓力度，出口所占比例相应缩减为50-55%。针对内销市场：①公司重新启动代理商制度；②成立“电信运营商产品事业部”与网通、电信等运营商合作，开拓国内无线通话市场；③成立“国内集团大客户产品事业部”，推动除运营商以外的其他大客户（通信产品）的产品定位、设计、开发与销售。出口方面，电话机主要销往中东、东南亚和东欧等国家和地区，包括印度、古巴、巴西、埃及、阿联酋、巴基斯坦、越南、俄罗斯等，在部分国家和地区具有较高的市场占有率。针对汇率波动情况，公司通过定价模型测算，如汇率变动超过一定界限，将考虑调价，以保持电话机毛利率。

2008年公司无绳电话机实现销售收入12737.00万元，电话机实现销售收入14990.00万元。2009年上半年，来电显示电话机产量增长迅速，约为2008年全年的74.61%，但相对而言销量未能同步增长，见表2。

（2）手机

2008年公司手机产量为21.06万部，较上年略有下降。公司GSM手机年产能可达300万台。目前公司手机全部在国内销售，由于面临国内外知名生产厂商及山寨产品的夹击，手机市场竞争激烈，公司手机销售处于市场拓展阶段，前期投入较大，利润实现程度尚具有不确定性。2008年公司库存增加（主要内容为手机原材料显示屏、摄像头、主板等）；截至2009年6月底，公司存货依然维持较大金额，手机毛利率较2007年大幅下降，一定程度反映公司面临库存压力，销售情况并未完全改观。

在市场开拓方面：①2009年7月公司与运营商合作作为东北三省采购平台之一，生产CDMA手机，并计划在2010年增加四川、广东、福建、湖北等省份；②对销售代理商进行选择 and 培训，并拟采用入股方式进行管理；③

加大终端推广和促销力度，进行电视购物宣传；④介入国外手机市场，在充分利用原来良好的国外电话机渠道的基础上，加大研发以及渠道推广费用的投入（包括参加国外各级知名的电子产品展会）。

表2 公司细分产品生产、销售情况（单位：万部；元/部）

产品	2008年			2009年1-6月		
	产量	销量	单价	产量	销量	单价
手机	21.06	20.55	382.39	27.52	25.63	344.47
无绳电话机	81.28	81.67	155.97	49.12	46.32	146.03
普通电话机	44.19	45.79	30.81	26.40	25.22	29.02
来电显示电话机	272.55	277.72	48.90	203.35	136.02	46.77
电话机机壳	336.60	334.14	10.11	132.70	141.28	10.17
传真机	0.02	0.02	476.42			
烤烟器	1.18	1.18	667.02			

资料来源：公司提供

2008年公司手机销量20.55万部，实现销售收入7857.00万元；2009年1-6月，公司手机产销量大幅增长，实现销售收入8830.00万元，超过上年全年水平，手机业务收入及利润占比增加，在电话机收入大幅下滑的情况下，手机业务的发展状况将对公司具有重要影响。

三、债券投资项目概况

公司发行企业债券募集的资金5000万元，全部投向“数字多功能电话机第一期生产线技术改造项目”和“GSM手机生产线项目”，上述项目总投资为20566万元。

（1）数字多功能电话机第一期生产线技术改造项目总投资8600万元，已于2008年10月竣工。目前年产100万台，主要用于出口。

（2）GSM手机生产线项目总投资11966万元，已于2008年12月竣工。目前生产线年产能300万台。

四、财务分析

公司提供的2008年财务报表已经深圳德

浩会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2009年1-6月的会计报表未经审计。

1. 盈利能力

2008年公司营业收入为40148.28万元，较2007年下降11.02%，主要是受外需下降影响，公司电话机销售收入大幅下滑。2009年1-6月，由于手机业务的快速发展，收入规模有所改善。

2008年，公司期间费用为7120.54万元，同比增长29.68%。其中，国内手机行业竞争加剧，公司加大市场促销费用的投入，导致销售费用同比增长58.32%；薪资福利费用上升等原因导致公司管理费用增加33.24%。期间费用的增加，影响公司利润的实现，2008年公司利润总额同比下降80.13%，为901.24万元，盈利能力下降。2009年1-6月公司利润总额为645.95万元，盈利规模仍偏小。

从盈利指标来看，2008年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为18.97%、4.35%和2.69%，受电话机收入大幅下滑及期间费用增加的影响，均较上年有明显下

降。2009年上半年公司营业利润率为16.81%，盈利能力继续下降。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2008年由于公司营业收入下降，销售商品、提供劳务收到的现金减少，但公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降，经营活动产生的现金流量净额增加，为4032.65万元，公司经营获现能力提高。

投资活动方面，2008年公司投资规模缩小，购建固定资产、无形资产等支付的现金减少，投资活动现金流量净流出较2007年有所下降。

2008年公司筹资活动前产生的现金流量净额显著增长，为3782.39万元，经营活动现金流量净额能够覆盖公司投资活动。

筹资活动方面，2008年公司未有新的筹资活动，筹资活动现金流入为零，同期偿还债务力度减弱，筹资活动产生的现金流量净流出为3836.23万元。

2009年1-6月，公司手机业务收入的快速增长，影响销售商品、提供劳务收到的现金增加，同时由于促销活动等投入的增加，公司购买商品、接受劳务支付的现金增多，经营活动产生的现金流量净额为809.81万元，仅占2008年全年的20.08%。投资活动方面，公司上半年投资规模依然较小，投资活动现金流量净流出为181.06万元。筹资活动方面，公司新取得长期借款12000.00万元，并偿还借款14000.00万元，筹资活动产生的现金流量净流出为2413.31万元。

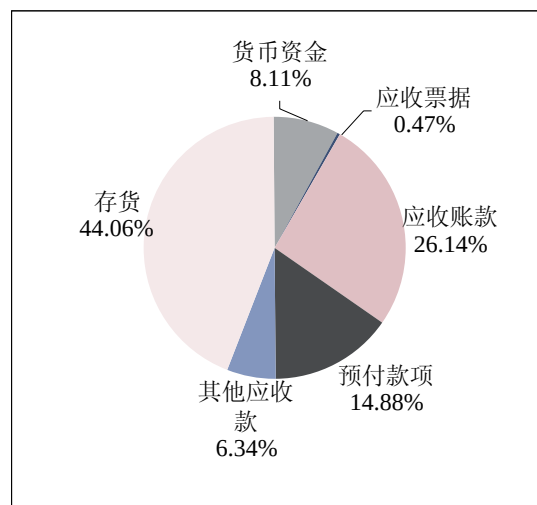
3. 资本及债务结构

截至2008年底，公司资产总额为58160.30万元，其中，流动资产占比61.75%，非流动资产占比38.25%，流动资产占比较上年略有增加。

流动资产

截至2008年底，公司流动资产以应收账款和存货为主，具体参见图1。

图1 截至2008年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至2008年底，公司应收账款为9387.52万元，较上年略有减少，账龄在1年以内的占比91.90%，计提坏账准备47.17万元。公司目前的信用政策基本为3个月，由于金融危机的影响，内外销应收账款的控制与管理风险加大，制约公司应收账款的信用期限，从而间接影响到产品销量。

截至2008年底，公司其他应收款为2276.74万元，较上年增长349.10%，主要欠款单位是深圳市宝安区新安城之嘉通讯经营部（占比71.76%），目前此笔欠款已收回。

截至2008年底，公司存货为15823.67万元，较上年增长25.14%，主要原因为用于生产手机的原材料库存快速增长，2008年主要原材料价格波动较大，但公司未计提跌价准备。截至2009年6月底，存货依然维持较大金额，公司库存压力较大。

非流动资产

截至2008年底，公司非流动资产以固定资产为主。公司固定资产主要是房屋建筑物，成新率为92.35%。公司长期待摊费用主要系新产品开发领料和新产品手机入网检测费。

截至2009年6月底，公司非流动资产未有重大变化。

所有者权益及负债

截至2008年底，公司所有者权益为33445.83万元，其中实收资本占比59.80%，资本公积占比1.43%，盈余公积占比4.30%，未分配利润占比34.47%，所有者权益稳定性一般。

截至2009年6月底，公司所有者权益及构成没有实质变化。

截至2008年底，公司负债总额为24714.47万元，流动负债占比31.79%，非流动负债占比68.21%。由于归还了2500万元的短期借款，公司短期借款为零。

截至2008年底，公司应付账款为3622.41万元，较上年增长25.30%，主要系应付东莞市旭日净化空调设备有限公司（饭堂空调设备）、深圳市双龙塑化有限公司等的欠款，账龄全部在1年以内。同期，公司预收账款为3557.91万元，较2007年底增长240.92%，主要内容为预收河南锦创实业、深圳市中兴移动技术等公司的保证金。

截至2008年底，公司长期借款为12000.00万元，主要系2007年为增加流动资金周转，公司取得的抵押借款，期限3年。截至2009年6月底，公司长期借款为10000.00万元。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2008年底，公司流动比率、速动比率分别为457.05%和255.66%，基本与上年持平；经营现金流动负债比率为51.32%，较上年有明显改善；截至2009年6月底，由于应付票据增加，流动比率、速动比率指标有所下降，分别为399.42%和224.47%。考虑到公司流动资产中应收账款、存货占比大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，由于2008年利润规模的快速下降，公司EBITDA减少；全部债务/EBITDA指标有所上涨，为2.97倍；EBITDA利息倍数下降，为4.41倍。整体看，EBITDA的下降速度超过债务规模的减少速度，公司长期偿债能力相应有所降低。

截至2009年6月底，公司无对外担保情

况。公司共获得银行授信额度1亿元，已全部使用，公司出于对其拥有的开发用地及互保金中财政配套资金的考虑，银行融资暂有所放缓。

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

附件 1 资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动资产:				
货币资金	2967.19	2913.35	-1.81	1128.79
应收票据	422.07	167.84	-60.23	47.00
应收账款	9611.51	9387.52	-2.33	9226.13
预付款项	6054.18	5342.33	-11.76	8675.81
其他应收款	506.96	2276.74	349.10	1275.05
存货	12644.80	15823.67	25.14	15862.72
流动资产合计	32206.71	35911.44	11.50	36215.50
非流动资产:				
长期股权投资	102.00	102.00	0.00	153.00
固定资产	17983.07	15109.57	-15.98	14660.05
在建工程	0.00	11.99		30.99
无形资产	1602.93	1568.59	-2.14	1551.41
长期待摊费用	3794.57	5456.70	43.80	5174.40
非流动资产合计	23482.57	22248.86	-5.25	21569.86
资产总计	55689.29	58160.30	4.44	57785.36
项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动负债:				
短期借款	2500.00	0.00	-100.00	0.00
应付票据				1500.00
应付账款	2890.91	3622.41	25.30	3184.39
预收账款	1043.63	3557.91	240.92	3505.21
应付职工薪酬	259.18	298.91	15.33	412.12
应交税费	164.75	-69.24	-142.03	-29.90
应付利息	31.67	47.50	50.00	190.00
其他应付款	103.36	399.81	286.82	305.25
流动负债合计	6993.49	7857.30	12.35	9067.07
非流动负债:				
长期借款	12000.00	12000.00	0.00	10000.00
应付债券	4734.82	4857.17	2.58	4914.93
非流动负债合计	16734.82	16857.17	0.73	14914.93
负债合计	23728.32	24714.47	4.16	23982.00
所有者权益:				
实收资本(或股本)	20000.00	20000.00	0.00	20000.00
资本公积	479.76	479.76	0.00	479.76
盈余公积	1346.56	1436.68	6.69	1420.45
未分配利润	10134.65	11529.38	13.76	11903.14
所有者权益合计	31960.97	33445.83	4.65	33803.36
负债和所有者权益总计	55689.29	58160.30	4.44	57785.36

附件 2 利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、营业收入	45122.17	40148.28	-11.02	24969.26
减：营业成本	35653.73	32480.76	-8.90	20749.40
营业税金及附加	72.47	51.87	-28.43	21.35
销售费用	823.70	1304.12	58.32	494.93
管理费用	3388.19	4514.54	33.24	2571.45
财务费用	1278.96	1301.88	1.79	615.60
资产减值损失	-13.27	0.00	-100.00	0.00
二、营业利润	3918.38	495.12	-87.36	516.52
加：营业外收入	629.04	422.31	-32.86	139.52
减：营业外支出	11.36	16.19	42.49	10.09
三、利润总额	4536.06	901.24	-80.13	645.95
减：所得税费用	295.57	0.00	-100.00	129.19
四、净利润	4240.49	901.24	-78.75	516.76

附件 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	51379.70	46216.02	-10.05	26640.75
收到的税费返还	1487.19	2483.38	66.98	231.53
收到其他与经营活动有关的现金	652.97	1337.69	104.86	2538.13
经营活动现金流入小计	53519.86	50037.09	-6.51	29410.40
购买商品、接受劳务支付的现金	48628.89	37688.15	-22.50	24192.83
支付给职工以及为职工支付的现金	2353.03	3274.37	39.16	1388.38
支付的各项税费	247.92	385.90	55.65	104.13
支付其他与经营活动有关的现金	3752.24	4656.03	24.09	2915.25
经营活动现金流出小计	54982.07	46004.44	-16.33	28600.59
经营活动产生的现金流量净额	-1462.21	4032.65	-375.79	809.81
二、投资活动产生的现金流量:				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	2.90	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流入小计	2.90	0.00	-100.00	0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	552.93	250.26	-54.74	181.06
投资支付的现金	102.00	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	654.93	250.26	-61.79	181.06
投资活动产生的现金流量净额	-652.03	-250.26	-61.62	-181.06
三、筹资活动产生的现金流量:				
取得借款收到的现金	23307.61	0.00	-100.00	12000.00
发行债券收到的现金	4722.40	0.00	-100.00	0.00
筹资活动现金流入小计	28030.01	0.00	-100.00	12000.00
偿还债务支付的现金	24093.61	2500.00	-89.62	14000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1239.55	1336.23	7.80	413.31
筹资活动现金流出小计	25333.16	3836.23	-84.86	14413.31
筹资活动产生的现金流量净额	2696.85	-3836.23	-242.25	-2413.31
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	582.61	-53.84	-109.24	-1784.56

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	4240.49	901.24	-78.75
加: 资产减值准备	-13.27	0.00	-100.00
固定资产折旧及其他	1790.47	1769.80	-1.15
无形资产摊销	34.35	34.35	0.00
长期待摊费用摊销	738.93	1682.30	127.67
处置固定资产、无形资产等损失	11.30	0.00	-100.00
固定资产报废损失	0.00	1336.23	
公允价值变动损失			
财务费用	1239.55	0.00	-100.00
投资损失			
递延所得税资产减少			
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-2062.62	-3178.88	54.12
经营性应收项目的减少	-3364.71	-644.84	-80.84
经营性应付项目的增加	-4076.70	2132.44	-152.31
经营活动产生的现金流量净额	-1462.21	4032.65	-375.79

附件 4 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	8.99	4.10	--
存货周转次数(次)	5.64	2.28	--
总资产周转次数(次)	1.62	0.71	--
现金收入比(%)	113.87	115.11	106.69
盈利能力			
营业利润率(%)	20.82	18.97	16.81
总资本收益率(%)	10.70	4.35	--
净资产收益率(%)	13.27	2.69	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	34.37	33.51	30.61
全部债务资本化比率(%)	37.57	33.51	32.69
资产负债率(%)	42.61	42.49	41.50
偿债能力			
流动比率(%)	460.52	457.05	399.42
速动比率(%)	279.72	255.66	224.47
经营现金流动负债比(%)	-20.91	51.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.73	4.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.31	2.97	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.11	0.22	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.71	2.94	--

注：2009 年 6 月数据未经审计。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 582 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市好易通科技有限公司主体长期信用等级为A⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A⁻ 评级展望：稳定
上次评级结果：A⁻ 评级展望：稳定

跟踪评级时间：2009年12月22日

财务数据

项 目	2007年	2008年	09年8月
现金类资产(万元)	6600.37	11619.60	6134.45
资产总额(万元)	42806.02	52453.71	69873.37
所有者权益(万元)	8499.68	13863.88	16535.72
长期债务(万元)	10557.53	7091.51	11203.94
全部债务(万元)	16895.51	16906.92	29185.77
营业收入(万元)	42493.77	56018.69	33924.03
利润总额(万元)	4032.32	6330.47	2568.00
EBITDA(万元)	6596.42	10153.55	--
经营性净现金流(万元)	2623.61	6913.29	--
营业利润率(%)	46.10	50.96	42.73
净资产收益率(%)	40.44	39.03	--
资产负债率(%)	80.14	73.57	76.33
全部债务资本化比率(%)	66.53	54.94	63.83
流动比率(%)	135.99	137.04	121.81
全部债务/EBITDA(倍)	2.56	1.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.20	4.43	--
经营现金流动负债比(%)	11.74	24.16	--

注：公司从2008年开始执行《企业会计准则（2006）》，并对期初数（上年数）进行了追溯调整，为保证财务数据的可比性，上表中2007年数为追溯调整后的期初数（上年数）；公司目前正在进行上市审计，2008年的财务数据审计工作尚未完成，上表中相关数据均未经审计。

分析师

吕明远
lianhe@lianheratings.com.cn

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号
中环世贸中心D座7层（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内，深圳市好易通科技有限公司（以下简称“公司”）技术研发能力持续提升，产品结构有所优化，在行业内的竞争实力进一步增强，整体的资产规模和收入水平也实现了快速增长；同期公司债务规模上升较快，目前整体的债务负担较重。

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

综合分析，联合资信维持公司A⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内专用无线通讯领域的龙头企业，具有较强的技术优势和较高市场占有率，整体竞争实力强。
2. 公司产品结构有所优化，营销和售后服务体系进一步完善。
3. 公司资产规模和收入水平稳步增长，盈利能力有所改善。
4. 公司经营活动获取现金能力较强。

关注

1. 公司存货和应收款项规模较大。
2. 跟踪期内，公司期间费用增长较快。
3. 公司债务规模上升较快，整体负债水平较高，债务负担较重。

一、企业概况

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 2008 年底，公司注册资本为 2000 万元，其中陈清州持股比例为 98%，翁丽敏持股比例为 2%，二人系夫妻关系，陈清州为公司实际控制人。

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。

截至 2008 年底，公司资产总额为 52453.71 万元，所有者权益 13863.88 万元；2008 年公司实现营业收入 56018.69 万元，实现利润总额 6330.47 万元。

截至 2009 年 8 月底，公司资产总额为 69873.37 万元，所有者权益 16535.72 万元；2009 年 1~8 月，公司实现营业收入 33924.03 万元，实现利润总额 2568.00 万元。

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

二、生产经营

1. 经营状况

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

专用无线通信系统主要应用于指挥调度、语音服务、数据传输、GPS 定位等方面，是提高生产效益和工作效率，保证公共安全、生产的重要手段。近年来，随着国民经济的不断发展，专用无线通讯技术在国内经济的渗透率不断提高，尤其是广泛的应用于政府机关以及军队、公安、交通、铁路、水利、电力、石油、医疗卫生、建筑、民航等数十个国民经济的重要部门，下游市场保持了较快发展。另一方面，从近年开始，高端专用无线通信市场逐步向数字化方向过渡，与传统的模拟系统相比，数字

专用移动通信系统具有抗干扰能力强、差错易控制、信号易加密、保密性强等特点。在应用领域不断拓展和高端市场数字化升级需求的带动下，国内无线通讯市场保持了较快发展，即使在 2008 年宏观经济增速放缓的背景下，包括 Motorola、Kenwood 和好易通在内的主要无线通讯厂商在国内市场销售额增速均超过 15%。

目前，公司是世界专业无线通讯领域前五强企业之一，是中国国内最大的无线对讲终端设备供应商，公司连续十年保持国产对讲机品牌产销量第一，在国内警用专业通信和集群系统市场占有率超过 65%。2008 年公司主营业务保持了良好的发展势头，全年共销售对讲机 65 万台，较上年基本持平；共销售集群系统 780 台，较上年增加了 484 台；实现营业收入 56018.69 万元，同比增长 31.83%（见表 1）。随着产品结构的优化，跟踪期内，公司产品的平均售价逐步提升，对讲机的售价由 2007 年的 626 元/台，提高到 2008 年的 780 元/台，2009 年上半年进一步提高到 800 元/台（见表 1），得益于此，公司整体的营业利润率也从 2007 年的 46.10%，提高到 2008 年 50.96%。

表 1 2007~2009 年 6 月公司产品产销量情况

指标名称		2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
对 讲 机	产能（万台）	150	160	80
	产量（万台）	63.2	68	28
	销量（万台）	64.6	65	24
	销售均价（元/台）	626	780	800
集 群 系 统	产能（信道）	2000	2000	1000
	产量（信道）	296	780	500
	销量（信道）	296	780	400
	销售均价（元/信道）	60000	60000	60000

资料来源：公司提供

2008 年，公司在技术研发方面继续大力投入，研发中心技术能力得到显著提升，全年公司共申请专利 21 项，其中发明专利 10 项，多

项关键技术取得突破，并成功推出了 TC-510、TC-320、TC-780、TC-980 及新配件等多种高新技术产品，进一步改善了产品结构，提高了公司产品在中高端市场的竞争能力，并逐步开始了由设备提供商向系统解决方案提供商的转型，目前公司能够提供公安集群同播等综合解决方案、无线接入和调度综合解决方案，以及适用很多行业的音视频、定位解决方案。2009 年公司的数字产品 Tetra、DMR 等研发取得重大成果，数字技术无线通讯产品开始正式上市销售，成为国内唯一拥有数字产品自主研发能力，并能规模化生产、销售的企业。2009 年公司通过了通信信息网络系统集成乙级资质认证；并获得“国家级高新技术企业”资格和“国家软件企业”认定。

此外，公司还积极的完善营销和售后保障体系的建设，通过一系列渠道改革的相关措施进一步完善了营销网络的建设和渠道渗透能力；在售后保障方面建立了国内功能完整、服务网点最多、反应迅速、能随时提供贴身服务的客服体系，建立了同行业领先的呼叫中心和客户培训中心，2008 年售后服务共覆盖 20 个省、230 家 VIP 客户，树立了良好的服务品牌形象。营销体系和售后服务体系的完善，为公司未来全面进入高端市场提供了有力的保障。

跟踪期内，得益于产品技术性能的提升，以及日趋完善的营销和售后服务体系，公司在市场中的综合竞争实力得到进一步提升，在中标国内多家警用系统建设大单的同时，还获得了土耳其警察、孟加拉快速反应部队、斯里兰卡空军等多个无线通讯项目的中标资格，2008 年公司为北京奥运火炬传递提供全程无线通讯服务，并为多个奥运协办城市安保服务提供无线通讯系统集成方案。

公司产品主要原材料包括电池、配件、PCB 板、电子料、塑胶五金结构料等，目前公司拥有合格供应商近 300 家，建立了稳定的原料供应体系，主要供应商包括比亚迪锂电池、明基科技、捷升、雅利电子等。近年来，公司原材

料采购价格相对保持平稳，2008 年总体采购价格有所下调，年均降价率为 4.94%。

目前，公司产品销售中，政府机关或事业单位采购占比较高，由于政府采购一般为上半年编制预算，下半年开始相关的招标工作，因此公司的收入呈现出较为明显的季节性特征，2009 年上半年，公司销售对讲机 24 万台，销售集群系统 400 台，共实现营业收入 19670.49 万元，利润总额 82.35 万元，从 7、8 月开始公司逐步进入销售旺季，1~8 月公司共实现营业收入 33924.03 万元，利润总额 2568.00 万元。

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

2. 募投项目

公司于 2007 年发行 7300 万元企业债券，所募资金全部用于“数字集群系统及终端项目改进”建设项目。项目的主要内容包括进行数字集群通信关键技术攻关，研制具有自主知识产权的数字化专用移动通信系统产品及终端产品，保持专用移动通信系统的优势功能并研究开发新功能，以及建立具有国际先进水平的专用移动通信系统分析、测试和实验基地等。项目的研发周期为 2006 年 1 月到 2010 年 12 月，总投资 45000 万元，截至 2009 年 6 月底已完成全部投资的 53.83%。

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

三、财务分析

公司目前处于上市筹备期，正在进行上市

审计工作，2008 年财务报告的审计工作尚未完成，以下分析基于公司提供的未经审计的 2008 年财务数据。公司从 2008 年起执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的企业会计准则，并对期初数进行了追溯调整，为保证财务数据的可比性，以下分析中采用经调整的 2008 年期初数或上年数作为比较基数。公司 2009 年 1~8 月财务数据未经审计。

2008 年初，公司正式启动上市程序，为了更符合上市公司的相关要求，公司对部分业务和资产进行了剥离和清理，并调整了部分会计政策，导致公司提供的 2008 年期初财务数据与 2007 年经审计的期末财务数据存在一定差异（见表 2）。其中，总资产的增加主要来自合并范围变化导致的其他应收款的增长；所有者权益出现较大幅度的下降，主要是由于公司在收入确认、固定资产折旧、存货和应收款项计量方面采用了更为谨慎的会计政策，缩短了折旧年限，对存货和应收款项计提了跌价准备和坏账损失；在收入确认时点方面的变化也使得收入规模小幅增长。

表2 公司2007年期末与2008年期初财务数据比较

	2007 年期末	2008 年期初
总资产（万元）	38206.01	42806.02
所有者权益（万元）	14713.98	8499.68
主营业务收入（万元）	41523.51	42493.77
利润总额（万元）	4922.33	3437.03

资料来源：公司财务报表

截至 2008 年底，公司资产总额为 52453.71 万元，所有者权益 13863.88 万元；2008 年公司实现营业收入 56018.69 万元，实现利润总额 6330.47 万元。

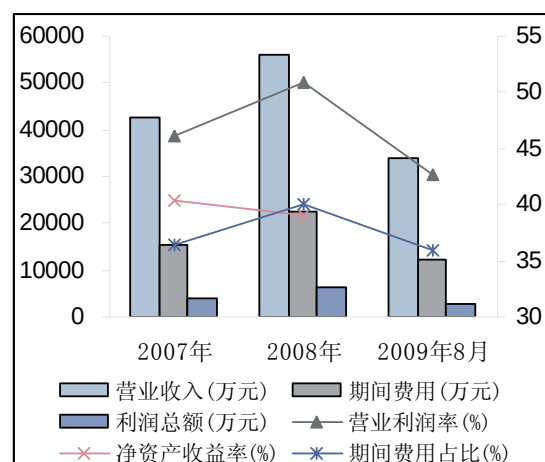
截至 2009 年 8 月底，公司资产总额为 69873.37 万元，所有者权益 16535.72 万元；2009 年 1~8 月，公司实现营业收入 33924.03 万元，实现利润总额 2568.00 万元。

1. 盈利能力

目前，在专业无线通讯设备市场中，政府采购占有较大比重（含国外市场），因此 2008 年宏观经济波动对公司产品销售情况影响相对较小，同时得益于产品结构改善带来的平均售价的提高，以及集群系统产品销量的大幅提升，公司收入规模保持较快增长，全年实现营业收入 56018.69 万元，同比增长 31.83%。

随着产品结构的改善，以及高附件值的集群系统产品在收入中占比的提高，2008 年公司整体的毛利率水平得到提升，营业利润率由上年的 46.10% 上升到 50.96%，主营业务的盈利能力有所增强。跟踪期内，公司进一步加大了在技术研发和渠道建设方面的投入力度，使得期间费用增长较快，2008 年公司共发生期间费用 22384.85 万元，同比增长 44.75%，占营业收入的比重也由上年的 36.39% 提高到 39.96%。

图1 公司盈利能力相关指标



资料来源：公司财务报表

2008 年，公司分别实现利润总额和净利润 6330.47 万元和 5411.72 万元，同比增幅分别 56.99% 和 57.45%，盈利指标较上年也有所改善，2008 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 25.03% 和 39.03%。

目前，公司营业收入中，政府类采购占比较高，由于政府采购一般为上半年编制预算，下半年开始相关的招标工作，因此公司的收入呈现出较为明显的季节性特征，2009 年 1~6

月，公司实现营业收入 19670.49 万元，从 7、8 月份开始，公司逐步进入销售旺季，销售收入开始快速增长，2009 年 1~8 月，公司实现 33924.03 万元，实现利润总额 2568.00 万元，营业利润率为 42.73%。2009 年 1~8 月，公司主营产品的盈利能力基本保持稳定，营业利润率的下降主要是由于期内代工业务模式由原来的来料加工变化为代理采购原材料兼加工模式，导致毛利率较低的代工业务在收入构成中占比大幅提高。

总体看，跟踪期内受益于产品结构的优化、系统化方案解决能力的提升，以及渠道营销能力的改善，公司在行业内整体的竞争能力进一步增强，获得了多份大额订单，整体的收入规模都实现了较快增长，但目前公司研发和营销方面投入较大，期间费用增长较快。未来，随着公司数字化无线通讯产品产销量的逐步增长，公司收入和盈利状况有望进一步改善。

2. 现金流及保障

2008 年公司销售商品和提供劳务收到的现金为 57617.64 万元，较上年增长 49.14%，高于收入规模的增速，现金收入比率提高至 102.85%，目前公司整体的收入实现质量一般，主要是由于集群系统订单多采用分期付款方式，且政府采购订单结算周期较长。2008 年，受益于盈利能力的增强，公司经营活动获取现金能力显著提升，全年经营活动产生的现金流入和净流入分别为 59688.58 万元和 6913.29 万元，同比分别增长 51.60%和 163.50%。

目前，公司投资活动产生的现金流入规模较小，2008 年为 66.48 万元，主要为取得投资收益收到现金。2008 年公司投资活动产生的现金流出和净流出分别为 2154.94 万元和 2088.46 万元，较上年大幅增长。

公司筹资活动产生的现金流入主要来自银行借款，2008 年合计 15132.78 万元，较上年基本持平。公司筹资活动产生现金流出主要用于偿还债务和股利分配，2008 年合计 15123.89 万

元，同比增长 14.57%。2008 年公司整体的筹资压力不大，债务规模较上年基本保持稳定，筹资活动产生的现金流净流入为 8.90 万元，较上年的 2112.51 万元大幅减少。

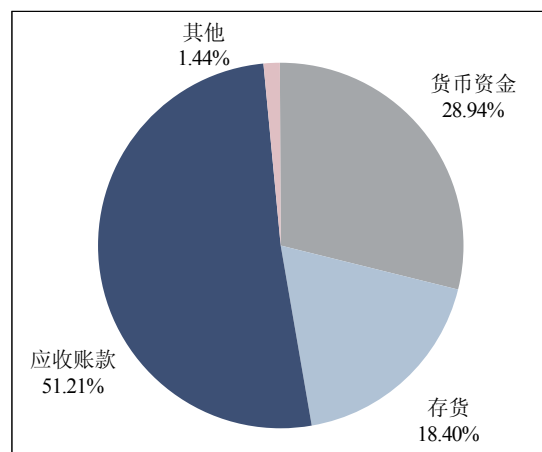
总体看，2008 年公司经营活动获现能力有所改善，整体的现金流状况正常。

3. 资本及债务结构

截至 2008 年底，公司资产合计 52453.71 万元，较上年末增长 22.54%，资产构成中流动资产占比由上年的 70.99%提高到 74.75%。

截至 2008 年底，公司流动资产合计 39211.44 万元，同比增长 29.03%，主要由货币资金和应收账款增长所致。公司流动资产构成主要以货币资金、应收账款和存货为主（见图 2）。目前，公司流动资产中应收账款规模较大，截至 2008 年底为 20081.48 万元，主要是由于公司大额集群系统订单多为分期付款，且政府类采购结算周期较长所致，但目前公司主要的欠款客户为政府事业单位，及大型厂矿企业，整体应收账款风险较低。

图 2 截至 2008 年底公司流动资产构成

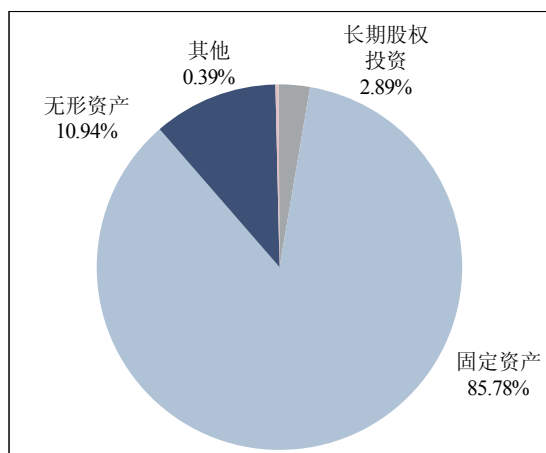


资料来源：公司财务报表

截至 2008 年，公司非流动资产合计 13242.27 万元，较上年末增长 6.66%，非流动资产构成保持相对稳定，增长主要来自长期股权投资和固定资产。截至 2008 年末，公司非流动资产主要以固定资产、无形资产和长期股权

投资为主（见图3）。

图3 截至2008年底公司非流动资产构成



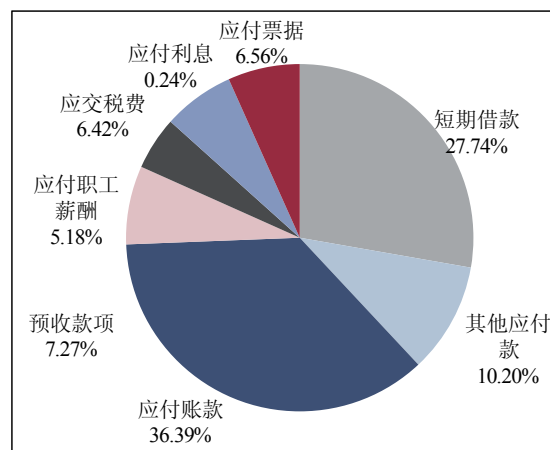
资料来源：公司财务报表

截至2008年底，公司所有者权益合计13863.88万元，较上年末增长66.11%，全部来自未分配利润的增长。截至2008年底，公司所有者权益构成中，实收资本占14.43%，资本公积占5.76%，盈余公积占1.62%，未分配利润占78.28%，目前公司所有者权益稳定性一般。

2008年，由于短期借款和应付账款的增加，公司负债规模较上年末增长12.49%，截至2008年底合计38589.82万元，其中流动负债占74.15%，非流动负债占25.85%，流动负债占比比较上年有所提高。截至2008年底公司流动负债合计328613.24万元，同比增长28.04%，主要为短期借款和应付的原料采购款的增长。截至2008年底，公司流动负债构成主要以中短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款为主（见图4）。

2008年，由于长期借款的减少，公司非流动负债规模较年初下降了16.58%，为9976.58万元，其中应付债券占71.08%，预计负债占28.38%。

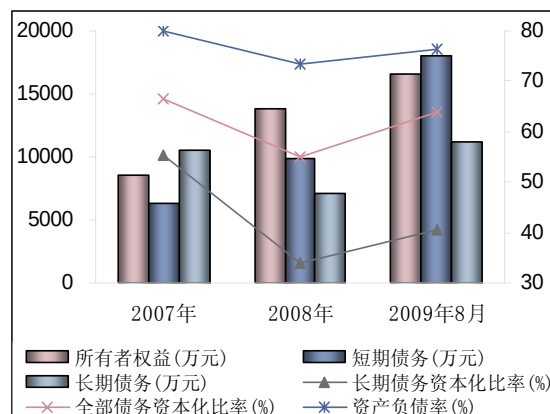
图4 截至2008年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报表

截至2008年底，公司全部债务合计16906.92万元，较上年基本保持稳定，债务结构有所变化，短期债务占比提高至58.06%。2008年由于所有者权益的较快增长公司整体的负债水平和债务负担均有所下降，全部债务资本化比率和资产负债率分别由上年的66.53%和80.14%下降为54.94%和73.57%。

图5 公司负债水平及债务负担情况



资料来源：公司财务报表

截至2009年8月底，公司资产合计69873.37万元，较上年末增长33.21%，资产构成中流动资产占比有所下降。截至2009年8月公司流动资产合计48169.49万元，较上年末增长22.85%，流动资产构成变化较大，其中货币资金较年初减少45.94%；存货较年初增长了29.78%，主要是代工业务库存商品增长所致；

预付款项较年初增长 106.00%，主要为预付的研发设备采购款；其他应付款较年初也大幅增长，共计 2747.01 万元，主要是由于会计政策有所调整，核算科目有所变化。截至 2008 年底公司非流动资产合计 21703.88 万元，同比增长 63.90%，主要为收购股权事项所致的长期股权投资的投资增加。受应付款项、预收款项和长短期借款增加的影响，截至 2009 年 8 月底，公司整体的负债规模和债务规模较年初均有所增长，全部债务资本化比率和资产负债率分别上升为 63.83% 和 76.33%。

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

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内公司流动比率和速动比率均保持相对稳定，截至 2008 年底分别为 137.04% 和 111.82%。2008 年得益于经营活动获现能力的增强，公司经营现金流负债提升至 24.16%，经营性净现金流对流动负债的保障能力较强。由于流动负债的小幅增长，截至 2009 年 8 月底，公司流动比率和速动比率分别下降为 121.81% 和 98.13%。目前公司流动资产中应收账款占比较高，实际的短期支付能力弱于相关指标所反映。总体看，目前公司短期偿债能力一般。

2008 年，得益于盈利状况的改善，公司 EBITDA 同比大幅增长 53.93%，合计 10153.55 万元，但年内受利率水平上升所导致的利息支出增长的影响，公司 EBITDA 利息保护倍数由上年的 5.20 倍小幅下降为 4.43 倍。2008 年公司债务规模保持稳定，EBITDA 对全部债务的保障能力有所增强，全部债务/EBITDA 倍数由上年的 2.56 倍减小为 1.67 倍。总体看，目前公司长期偿债能力较强。

2008 年公司经营性现金流量净额和 EBITDA 与本期债券发行额度的比值分别为 0.95 倍和 1.33 倍，经营性现金流量净额和

EBITDA 对本期债券的保障能力较强。

截至 2009 年 8 月底，公司合并口径下不存在对外担保事项；截至 2009 年 8 月底公司获得多家商业银行授信额度合计 34800 万元，其中未使用额度为 22681 万元，公司具备间接融资渠道。

综合考虑，联合资信维持公司 A⁻ 的主体长期信用级别，评级展望为稳定。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 8 月
流动资产：				
货币资金	6600.37	11348.30	71.93	6134.45
交易性金融资产				
应收票据		271.30		
应收账款	16814.43	20081.48	19.43	25918.53
预付账款	1299.30	1950.34	50.11	4017.85
应收利息				
应收股利				
其他应收款	-453.06	-1656.16	265.55	2747.91
存货	6129.07	7216.17	17.74	9365.35
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				-14.61
流动资产合计：	30390.12	39211.44	29.03	48169.49
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	45.00	382.22	749.37	8721.13
投资性房地产				
固定资产	10965.21	11359.79	3.60	11533.71
工程物资				
在建工程		5.67		8.70
固定资产清理				
无形资产	1409.78	1448.32	2.73	1392.31
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	1.28	57.84	4412.99	48.04
递延所得税资产				
其他非流动资产	-5.37	-11.57	115.42	
非流动资产合计：	12415.90	13242.27	6.66	21703.88
资产总计：	42806.02	52453.71	22.54	69873.37

附件 1-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：万元）

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 8 月
流动负债：				
短期借款	3430.46	7938.03	131.40	14334.85
交易性金融负债				
应付票据	2907.51	1877.39	-35.43	3646.98
应付账款	7472.30	10413.06	39.36	15939.08
预收账款	773.81	2079.05	168.68	2570.35
应付职工薪酬	625.16	1482.41	137.13	744.47
应交税费	1821.18	1836.12	0.82	667.45
应付利息	34.68	69.35	100.00	346.75
应付股利				
其他应付款	5282.23	2917.83	-44.76	1241.45
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				54.00
流动负债合计：	22347.33	28613.24	28.04	39545.39
非流动负债：				
长期借款	3600.00		-100.00	4000.00
应付债券	6957.53	7091.51	1.93	7203.94
长期应付款				57.10
专项应付款				
预计负债	1401.48	2831.08	102.01	2531.22
递延所得税负债				
递延收益		54.00		
非流动负债合计：	11959.01	9976.58	-16.58	13792.25
负债合计：	34306.34	38589.82	12.49	53337.64
股东权益：				
少数股东权益				
股本	2000.00	2000.00		2000.00
资本公积	786.10	786.10		1286.10
盈余公积	225.27	225.27		225.27
未分配利润	5488.31	10852.51	97.74	13024.35
股东权益合计：	8499.68	13863.88	63.11	16535.72
负债与股东权益合计：	42806.02	52453.71	22.54	69873.37

附件 2 合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)	09 年 1~8 月
一、营业收入	42493.77	56018.69	31.83	33924.03
减: 营业成本	22851.19	27287.59	19.41	19265.77
营业税金及附加	53.89	183.66	240.84	162.65
销售费用	4875.84	8393.34	72.14	4220.58
管理费用	9319.31	11700.42	25.55	7214.16
财务费用	1269.39	2291.09	80.49	773.87
资产减值损失	451.58	318.81	-29.40	402.74
加: 公允价值变动损益				
投资收益		22.06		
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
二、营业利润	3672.57	5865.84	59.72	1884.26
加: 营业外收入	371.55	767.09	106.46	689.76
减: 营业外支出	11.80	302.45	2462.51	6.02
其中: 非流动资产处置损失				1.95
三、利润总额	4032.32	6330.47	56.99	2568.00
减: 所得税费用	595.29	918.76	54.34	2.31
四、净利润	3437.03	5411.71	57.45	2565.69

附件 3-1 2008 年合并现金流量表
 (单位: 万元)

	2007 年	2008 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	38634.13	57617.64	49.14
收到的税费返还	239.54	1869.68	
收到其他与经营活动有关的现金	499.66	201.26	-59.72
经营活动现金流入小计	39373.32	59688.58	51.60
购买商品、接受劳务支付的现金	22061.39	27146.46	23.05
支付给职工以及为职工支付的现金	8519.20	10096.56	18.52
支付的各项税费	1767.94	6332.66	258.19
支付其他与经营活动有关的现金	4401.18	9199.61	109.03
经营活动现金流出小计	36749.71	52775.29	43.61
经营活动产生的现金流量净额	2623.61	6913.29	163.50
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金		20.08	
取得投资收益收到的现金		46.02	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		0.39	
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		66.48	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	611.80	1772.93	189.79
投资支付的现金		182.01	
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	0.48	200.00	
投资活动现金流出小计	612.28	2154.94	251.95
投资活动产生的现金流量净额	-612.28	-2088.46	241.09
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金			
取得借款收到的现金	15313.08	15132.79	-1.18
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	15313.08	15132.79	-1.18
偿还债务支付的现金	11255.00	13926.25	23.73
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	718.19	1152.64	60.49
支付其他与筹资活动有关的现金	1227.38	45.00	-96.33
筹资活动现金流出小计	13200.57	15123.89	14.57
筹资活动产生的现金流量净额	2112.51	8.90	-99.58
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-50.44	-85.80	70.11
五、现金及现金等价物净增加额	4073.40	4747.93	16.56

附件 3-2 2008 年合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

	2007 年	2008 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	3437.03	5411.71	-15.21
加: 计提的资产减值准备	46.33	95.22	105.55
固定资产折旧	1245.96	1402.46	12.56
无形资产摊销	22.75	126.56	456.19
长期待摊费用摊销	26.00	2.98	-88.55
待摊费用减少(减: 增加)		-59.54	
预提费用增加(减: 减少)	-1425.55	1429.60	-200.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减: 收益)	6.09	10.09	65.64
固定资产报废损失			
财务费用	1305.16	2291.09	75.54
投资损失(减: 收益)		-22.06	
递延税款贷项(减: 借项)			
存货的减少	1741.64	-1087.10	-162.42
经营性应收项目的减少	-6371.20	-3445.13	-45.93
经营性应付项目的增加	-1945.11	2998.02	-254.13
其他	1588.93	-2240.61	-241.01
经营活动产生的现金流量净额	2623.61	6913.29	163.50
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
其他			
3、现金及现金等价物增加情况			
现金的期末余额	6947.20	11348.30	63.35
减: 现金的期初余额	2873.80	6600.37	129.67
现金及现金等价物净增加额	4073.40	4747.93	16.56

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	2.53	3.01	--
存货周转次数(次)	3.73	4.09	--
总资产周转次数(次)	0.99	1.18	--
现金收入比(%)	90.92	102.85	--
盈利能力			
营业利润率(主营业务利润率)(%)	46.10	50.96	42.73
总资本收益率(%)	18.53	25.03	--
净资产收益率(%)	40.44	39.03	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	55.40	33.84	40.39
全部债务资本化比率(%)	66.53	54.94	63.83
资产负债率(%)	80.14	73.57	76.33
偿债能力			
流动比率(%)	135.99	137.04	121.81
速动比率(%)	108.56	111.82	98.13
EBITDA 利息倍数(倍)	5.20	4.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.56	1.67	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.58	2.11	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.12	0.29	--
经营现金流动负债比(%)	11.74	24.16	
本期债务偿债能力			
现金偿债倍数(倍)	0.90	1.59	0.84
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.39	8.18	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.36	0.95	--
EBITDA/本期债券发行额度 (倍)	0.90	1.39	--

注：公司目前正在上市审计，2008年的财务数据审计工作尚未完成，上表中相关数据均未经审计；公司从2008年期执行《企业会计准则（2006）》，并对期初数和上年数进行追溯调整。

跟踪评级公告

联合[2009] 583 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持深圳邦凯新能源股份有限公司主体长期信用等级由A⁻调整为BBB⁺,评级展望由负面调整为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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>

深圳邦凯新能源股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009年12月22日

财务数据

项目	2006年	2007年	2008年	09年6月
现金类资产(万元)	5044.97	5380.93	4041.44	7328.05
资产总额(万元)	27086.23	35824.71	37819.44	40208.85
所有者权益(万元)	16317.74	7600.46	12081.59	13592.63
短期债务(万元)	3394.91	7012.51	10821.24	13169.94
全部债务(万元)	4394.91	11041.86	14850.60	17313.30
主营业务收入(营业收入)(万元)	32311.62	30029.61	39677.70	16616.00
利润总额(万元)	6744.77	3180.82	3621.21	1888.80
EBITDA(万元)	7443.04	4576.30	5111.81	--
经营性净现金流(万元)	2050.45	-3131.81	1476.14	3514.83
主营业务利润率(营业利润率)(%)	26.05	20.54	21.06	22.55
净资产收益率(%)	38.25	38.80	25.50	--
资产负债率(%)	39.76	78.78	68.05	66.19
全部债务资本化比率(%)	21.22	59.23	55.14	56.02
流动比率(%)	230.10	123.01	134.87	139.50
全部债务/EBITDA(倍)	0.59	2.41	2.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	38.94	14.81	7.67	--
经营现金流/全部债务(%)	20.99	-12.94	6.80	--

注: 公司从2008年开始执行《企业会计准则(2006)》, 2007年数据为2008年年初数, 公司2009年6月会计报表未经审计。

分析师

王健

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳邦凯新能源股份有限公司(以下简称“公司”)是中国锂电池的重要制造商之一。跟踪期内, 公司成功引入外部战略投资者, 治理结构和资本实力得到改善和增强, 也有助于缓解目前发展中所面临的资金瓶颈问题。近三年, 受宏观经济波动、市场竞争加剧等方面的影响, 公司盈利规模显著收缩, 同时伴随大规模的对外投资, 公司债务负担也呈现持续加重的趋势, 整体财务状况和偿债能力有所弱化。

锂电池行业属于国家产业政策鼓励发展的行业, 公司锂电产品下游需求潜力仍然较旺盛。未来随着上市计划的推进和实施, 公司整体管理和经营实力有望得到进一步规范和增强。

综合考虑公司近年来的经营及财务状况与未来发展前景, 联合资信将公司的主体长期信用等级由A⁻调整为BBB⁺, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司收入规模增加, 经营获现能力有所改善。
2. 通过引入战略投资者, 公司所有者权益增长, 股权结构得到优化。

关注

1. 近年来, 公司利润规模整体有所收缩, 盈利指标下滑。
2. 公司应收账款和存货规模仍较大, 周转效率一般。
3. 公司规划项目投资额较大, 债务规模快速增长, 债务负担仍然偏重。
4. 公司债务结构不尽合理, 面临一定短期支付压力。

一、企业基本情况

深圳邦凯新能源股份有限公司（以下简称“公司”）始建于1999年11月，前身为深圳市邦凯电子有限公司。公司于2008年4月引进四家战略合作者，分别以股权转让和增资扩股方式取得各公司5%的股权。为配合上市，公司根据章程及有关协议，于2009年7月完成股份制改造，由有限责任公司整体变更为股份有限公司，并更改为现名，申请登记注册资本人民币6000万元。截至2009年6月底，公司股东为6家企业法人和2名自然人（见附件1），实际控制人为自然人付启元和高萍。

公司主要经营业务是锂电池产品的研发、生产和销售。

截至2008年底，公司资产总额37819.44万元，所有者权益12081.59万元；2008年，实现营业收入39677.70万元，利润总额3621.21万元。

截至2009年6月底，公司资产总额40208.85万元，所有者权益13592.63万元；2009年1-6月实现营业收入16616.00万元，利润总额1888.80万元。

公司注册地址：深圳市宝安区龙华镇赤岭头村委侧；法定代表人：付启元。

二、经营管理分析

1. 行业现状

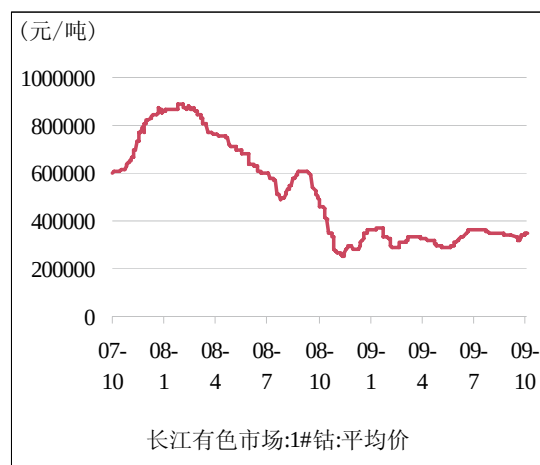
二次电池主要有四种：镍镉电池、镍氢电池、铅酸蓄电池和锂离子电池。由于锂离子电池具有能量密度高、无记忆效应、循环寿命长、自放电小、环保性好等优点，形成了对其他各类电池的替代趋势。中国是全球最大的锂电池生产制造基地之一，已经形成较为完整的锂电产业链。国内锂离子电池的生产厂家集中在广东、天津、山东、江苏、浙江等地，广东地区的锂电生产量占行业的75%，而深圳市总量就占全国的70%左右。

锂电池材料

锂离子电池主要由正极材料、负极材料、电解质溶液和隔膜构成。其中，正负极材料、隔膜、电解质各占其生产成本的25-30%。正极材料质量与性能是影响电池品质的主要因素。目前，国内厂商对小型二次电池用钴酸锂材料以及动力电池用锰酸锂、磷酸铁锂等正极材料均可以实现国产，但与国外同类产品相比仍有差距。锂电池的负极材料主要为石墨。隔膜是保证锂电池安全稳定工作的核心材料，国内厂商基本依赖从日本、美国、韩国等国进口。电解质基本实现国产化，但最为关键的电解质成分六氟磷酸锂仍需从日本等国进口。

从价格上来看，由于2007年金属钴价格的上涨以及终端消费品需求增长迅速，导致钴酸锂价格一度暴涨，最高上攀至60万/吨。2008年受金融危机影响钴酸锂价格最低回落到20万/吨，目前略有回升。由于终端消费品需求具有刚性，因此钴酸锂市场前景依然较为乐观。

图1 近年国内金属钴价格走势



资料来源：wind 资讯

从锂电池材料生产企业来看，中信国安、杉杉股份、中国宝安、余姚金和、江苏国泰等厂商在正极材料、负极材料、电解质市场具备较强的竞争力。

锂电池制造

国内锂电池生产企业规模小、技术含量低、产品相对单一，能够生产锂电池系列产品的综合型企业少，市场竞争主要集中于中低端市场。

高端产品之间的竞争主要集中在国内仅有的几家企业与国外产品之间。目前，国内主要锂电池制造企业包括比亚迪、比克、天津力神、深圳邦凯、福建飞毛腿等大中型厂商，其在全球锂电池市场已占据较大的市场份额。

从产量上看，据国家统计局数字，2008 年锂离子电池产量 10.33 亿只，累计同比下降 9.37%；2009 年 1-6 月，锂离子电池产量 7.58 亿只，累计同比下降 3.68%。截至 2009 年 10 月底，由于国内消费市场的逐渐回暖，锂电池产量出现 1.06% 的增幅。

市场需求

锂电池被广泛应用于低端的手持、笔记本电脑、数码相机、电动工具、矿灯市场，中端的风电和太阳能储能市场，以及高端的电动交通工具市场等，市场空间广阔。其中笔记本电脑占 23%，手机占 50%，为最大的应用领域。

(1) 手机

移动电话市场为锂电池的第一大市场。据中商情报网的统计，2008 年全国移动电话用户共计 64123 万户，新增 9392.4 万户，每百人移动电话拥有量达到 47.3 部，比 2007 年增加 6.2 部。2009 年 1-7 月份，移动电话用户累计净增加 6140.6 万户，达到 70265.1 万户，移动电话普及率达到 52.5%。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。

中国手机出口量占生产量 60% 以上，2008 年移动电话受全球市场需求增长放缓的影响，生产增速呈放缓趋势。三季度起开始出现负增长，10 月下降 2.6%，11 月降幅高达 38%，创下历年来的新低。同期，手机出口增速也呈下降趋势，10 月份起开始出现下滑，11 月下降 11%，12 月降幅达 22%。2009 年上半年我国手机出口 2.3 亿部，同比下降 7.22%，延续同比下滑的趋势。如果全球经济呈现目前这种逐步回暖的趋势，预期下半年我国手机出口将逐步企稳，全年出口量和出口额将与去年持平。

同时国内巨大的手机市场将会带动手机电池市场的进一步成长。随着 2008 年 4 月份

TD-SCDMA 开始试商用，3G 手机出现爆发式增长，根据中商情报网统计数据，2008 年全年共生产 3G 手机 6579 万部，同比增长 87.5%，销售 6637 万部，同比增长 90%；占行业比重由 2007 年的 7.0% 迅速增至 12.3%。现阶段，3G 手机配备的电池以锂离子电池为主，加上手机消费者平均 1.5 年的更换周期，未来手机锂电池市场空间广阔。

(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。根据赛迪顾问的调查结果，2006 年中国的笔记本电脑市场继续保持高速增长趋势，其销量和销售额同比增长 18% 和 28.8%。2007 年笔记本电脑产量同比增长 46.7%。

但国内计算机出口依赖度非常高，随着市场竞争日益激烈以及金融危机导致外需的急剧下滑，导致笔记本电脑的产销量增速下降。据统计，2008 年，中国共生产笔记本电脑 10858.7 万部，同比增长 25.2%，比上年增速下降 21.5 个百分点；笔记本的产销率为 94.8%，同比下降 4.1 个百分点。

从发展趋势来看，笔记本电脑价格的下跌及上网本的出现将进一步加大对台式机的替代。据 IDC 预测，2009 年上网本出货量将增长到 500 万台，2012 年出货量达到 920 万台。预计随着国内经济的逐渐回暖，未来在“家电下乡”、“以旧换新”、“两化融合”、“新一代互联网”、“上网本”以及“4C 融合”等政策和新需求的促动下，笔记本电脑产业将出现新的转机，从而拉动笔记本电脑锂电池消费市场的持续增长。

(3) 其他电子产品

混合动力汽车（HEV）是未来新能源汽车的主流。国家汽车产业振兴计划中明确，2009 年开始国家提供财政补贴支持在大中城市开展新能源汽车的示范推广，锂电池作为行业内公认的 HEV 最佳电池类型，远期将受益于 HEV 的高速增长。同时锂电池取代电动工具和电动自行车中的铅酸电池和镍氢电池，存在替换市

场。另外，随着数码相机、手持对讲机、MP3等各类无绳化、便携式电子电器产品推陈出新，锂电池作为提供电源的关键部件，需求也将随之不断扩大。

未来发展

根据《汽车产业调整和振兴规划》，国家将重点发展新能源汽车及其关键技术。2009年6月份，国家工业和信息化部公布的《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》，将以锂离子动力电池为动力的汽车列入发展期。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，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，取得产业化

突破。

总体上，受金融危机影响，短期内锂电池消费出现下滑，但长期看，锂电池的市场需求将不断增长，锂电池生产企业具备广阔的发展空间。

2. 经营分析

公司成立时将产品研发的重点放在了锂离子高能电池上，目前，公司综合实力位于中国锂电池行业前列，是锂电池的重要制造商之一。主导产品包括：液态锂电、聚合物锂电、锂铁磷酸盐动力电池，2008年实现营业收入39677.70万元，详见表1。

表1 2007~2009年1-6月公司营业收入情况

项目	营业收入（万元）			毛利润（万元）			毛利率		
	2007年	2008年	09年1~6月	2007年	2008年	09年1~6月	2007年	2008年	09年1~6月
液态锂电池	22508	27517	11149	4283	5250	2253	19.03%	19.08%	20.21%
聚合物锂电池	6656	10046	4335	1566	2420	1084	23.53%	24.09%	25.01%
动力电池	866	2115	1122	330	711	411	38.10%	33.61%	36.63%
合计	30030	39678	16606	6179	8381	3748			

资料来源：公司提供

原材料采购

公司生产所需的主要原材料有钴酸锂、电解液、隔膜纸、铜箔、铝塑箔等。

2008年以来，正极材料钴酸锂的价格处在相对高位，对公司产品销售利润有很大影响，进入第四季度，受金融危机影响，原材料价格回落，生产成本下降。2009年初，全球金属价格处于历史低位，公司大量进口金属钴，在国内的加工厂将金属钴加工成钴酸锂，使公司整体钴酸锂的价格比市场价格低，一定程度控制了公司采购成本，降低了金融危机对公司利润的影响程度。

公司原材料供应商主要有中信国安、贝特瑞等国内具有较强实力的大中型企业，产品质量稳定，合作关系良好。

产品生产

目前公司各类产品所形成的日产能分别为：液态锂电池25万支；聚合物锂电池8万支；动力电池3万支，产能进一步提升，但与行业龙头相比仍有一定差距。

公司现有设备的产能利用率90%左右，产销量基本平衡。

产品销售

锂电池属于快速电子消费产品，公司产品出口比例自2007年以来一直维持在20%左右。

表2 公司生产、销售情况

产品	产能（万只/日）		销量（万只/年）		平均售价（含税，元/只）	
	2008年	1H09	2008年	1H09	2008年	1H09
液态锂电池	25	25	5680	2000	6.5	6.5
聚合物锂电池	8	8	750	300	18	18
动力电池	3	3	95	50	60	60

资料来源：公司提供

从产品销量来看，公司主导产品液态锂电池和聚合物锂电池随着产能的提高，销量总体保持增长，2008年销量分别为5680万只和750万只，2009年上半年由于宏观经济和销售周期的影响（海外客户为了适应本国圣诞节假期并避开中国厂商交货不稳定的春节期间，往往在圣诞节前2-3个月加大采购量，这之后的2-3个月采购量较小），销量有所下降。公司动力电池事业部成立于2009年，产品分别以锰酸锂和磷酸亚铁锂为正极材料，目前主要应用于电动自行车、电动摩托车、UPS电源、除草机、高尔夫球车等领域，2008年销量95万只。动力电池具有能量密度高、工作电压高、体积小等优点，其逐步推广将丰富公司的产品结构。

公司液态锂电池、聚合物锂电池的销售毛利率随着产能的增长和原材料价格的回落，较2007年有所改善。

公司国内销售区域主要集中在珠三角，国外主要销往欧美、印度、台湾、韩国等国家和地区。公司主要客户包括三洋、三星、东芝、海尔、爱国者、纽曼等，2008年新增加了青岛海信、正崴集团、鸿友国际、中兴通讯、七喜控股、富士康等客户，销售渠道有所拓宽。

3. 管理分析

目前公司正积极推进上市计划，修订了公司章程，进一步完善股东大会、董事会、监事会和高管的责任义务，通过引入战略合作伙伴和股份制改造，使内部管理制度及治理结构得到进一步完善。

4. 重大事项

截至2008年底，公司所有者权益为12081.59万元，较上年增长58.96%。主要原因是公司新增注册资本150万元，股东实际出资4800万元，溢价部分4650万元作为资本公积，导致资本公积同比大幅增长。公司所有者权益中实收资本占比12.42%，资本公积占比38.59%，盈余公积占比10.27%，未分配利润占比38.73%。

其中，未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

深圳市红岭创业投资企业于2009年5月12日与深圳市众易实业有限公司签订股权转让协议书，将其持有公司5%的股权转让给深圳市众易实业有限公司，并已于2009年5月31日办理完工商变更登记手续。

根据有关协议、章程的规定，由深圳市三蓝投资发展有限公司、付启元、高萍、深圳市汇浪和投资有限公司、深圳市众易实业有限公司、深圳南方华银投资有限公司、立信基金管理有限公司、深圳市深港产学研创业投资有限公司作为发起人设立股份有限公司——深圳邦凯新能源股份有限公司。出资各方以持有原公司（深圳市邦凯电子有限公司）截至2008年12月31日的净资产出资，将原公司整体变更为深圳邦凯新能源股份有限公司，申请登记注册资本为人民币6000万元。根据深圳南方民和会计师事务所出具的验资报告（深南验字【2009】第017号），截至2009年6月18日，公司已收到全体股东投入的注册资本合计人民币6000万元，各出资方占比见表3。

表3 股东出资情况

股东名称	实缴注册资本	
	金额（万元）	比例
深圳市三蓝投资发展有限公司	1400.40	23.34%
付启元	1399.80	23.33%
高萍	1399.80	23.33%
深圳市汇浪和投资有限公司	600.00	10.00%
深圳市众易实业有限公司	300.00	5.00%
深圳南方华银投资有限公司	300.00	5.00%
立信基金管理有限公司	300.00	5.00%
深圳市深港产学研创业投资有限公司	300.00	5.00%
合计	6000.00	100.00%

资料来源：公司提供

三、募集资金用途

公司发行企业债券募集的资金4000万元，全部用于公司锂离子动力电池技术改造及异地扩建工程，项目总投资25000万元。

该项目拟在深圳市高新技术产业带建立锂离子电池及相关配套原材料的高科技电能基地，主要用于锂离子方形、圆柱形、ALB 塑料软包装电池的规模化生产和组合动力电池、锂离子电池的研发生产。

由于2008年资本市场低迷，公司暂缓了上市进程，锂离子动力电池技术改造及异地扩建工程项目未能按公司原计划启动。项目的土建部分计划于2009年底开工，目前公司已完成部分设备的改造，替换了原有旧的、老的、过时的设备，并根据工艺流程的需要自主研发了涂布机的自动化部分、极耳铆结部分以及卷绕机等，设备更新共使用发债资金约4000万元，自有资金用于工业园开工前期的准备，包括支付地价款、建设围墙、变压器购买和安装、前期报建手续等费用。此项目一期预计将于2010年10月完工，公司尚需投入基建、设备款约3.35亿元，资金来源大部分由银行贷款解决。

四、财务分析

公司提供的 2008 年财务报表已经深圳南方民和会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2009 年 1-6 月的会计报表未经审计。

1. 盈利能力

2008 年，公司营业收入为 39677.70 万元，较 2007 年增长 32.13%，主要产品销售收入均有所增长。2009 年 1-6 月，受销售周期影响，公司营业收入仅占上年全年的 41.85%。

2008 年，公司期间费用为 4683.11 万元，同比增长 27.33%。其中，销售规模增加导致销售费用同比增长 34.55%；借款增加及债券发行等原因导致财务费用增长 82.84%。2009 年 1-6 月，公司期间费用为 1910.93 万元，为 2008 年的 40.80%。

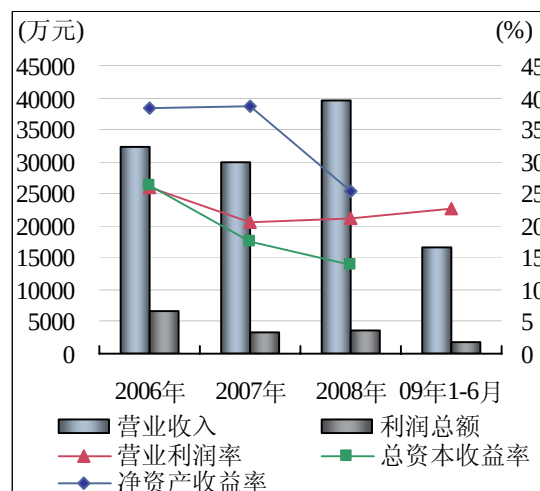
2008 年，公司利润总额为 3621.21 万元，基本维持上年水平；2009 年 1-6 月公司利润总

额为 1888.80 万元，占上年全年的 52.16%。

从盈利指标来看，2008 年公司营业利润率为 21.06%，维持上年水平；总资本收益率、净资产收益率分别为 13.91%和 25.50%，由于同期公司所有者权益相对快速增长，上述指标均较上年有明显下降。2009 年 1-6 月公司营业利润率为 22.55%。

整体看，公司收入规模持续扩大，但从近三年来看，公司盈利规模显著收缩，营业利润率（主营业务利润率）、总资本收益率和净资产收益率等盈利指标下滑，盈利能力未见明显改善。

图2 公司盈利情况



注：1.资料来源：公司提供

2.2006年营业收入为主营业务收入，营业利润率为主营业务利润率

2. 现金流及保障

经营活动方面，2008年由于公司收入规模扩大，销售商品、提供劳务收到的现金增加，导致经营活动产生的现金流量净额增加，为1476.14万元，公司经营获现能力改善。

投资活动方面，2008年公司投资规模有所扩大，购建固定资产、无形资产等支付的现金增加，投资活动现金流量净流出较2007年有所增长。

2008年公司经营活动现金流量净额不能覆盖公司投资活动，公司规划项目投资大，面临较大筹资压力。

筹资活动方面，2008年公司通过发债和借款扩大筹资规模，但同期加大了债务偿还力度，导致筹资活动产生的现金流量净额较上年大幅下降，为-998.62万元。

2009年1-6月，公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长（核算方法造成，年底报表将有调整），同时公司购买商品、接受劳务支付的现金减少，影响公司经营活动产生的现金流量净额快速增加，为3514.83万元。投资活动方面，公司上半年投资规模下降，投资活动现金流量净额为112.61万元。筹资活动方面，公司新取得借款5700.00万元，并偿还债务5796.06万元，筹资活动产生的现金流量净流出为243.11万元。

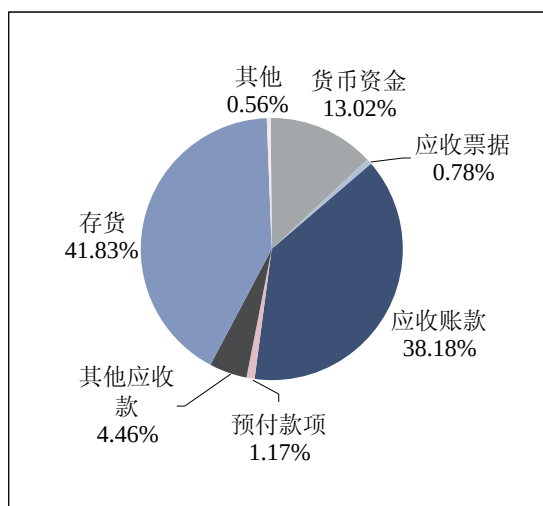
3. 资本及债务结构

截至2008年底，公司资产总额为37819.44万元，其中，流动资产占比77.42%，非流动资产占比22.58%，非流动资产占比较上年有所增加。

流动资产

截至2008年底，公司流动资产以应收账款和存货为主，具体参见图3。

图3 截至2008年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至2008年底，公司应收账款为11178.66万元，较上年增长12.05%，账龄在1年以内的

占比95.46%，公司计提坏账准备383.65万元。公司根据客户不同情况，一般给予3个月的信用期，因此应收账款将保持一定规模。

截至2008年底，公司存货为12248.45万元，较上年略有下降，但规模仍然偏大。公司存货大部分为原材料和产成品，2008年原材料价格波动大，为公司库存管理带来较大挑战，公司共计提跌价准备482.54万元。

截至2008年底，公司应收账款占营业收入的28.17%，存货占营业成本的39.14%，应收账款周转率、存货周转率分别为3.75次和2.52次，周转效率一般。截至2009年6月底，公司应收账款有所下降，由于公司实行大客户战略，结算周期一般在90-120天，因此应收账款将维持一定规模。同期，公司存货依然维持较大金额，主要由于受金属钴价格波动及电池销售周期影响，公司存在钴、钴酸锂等原材料生产储备。

非流动资产

截至2008年底，公司非流动资产以固定资产和无形资产为主。公司固定资产主要是机器设备，成新率为55.39%。公司无形资产主要系土地使用权和专有技术。

截至2009年6月底，公司非流动资产未有重大变化。

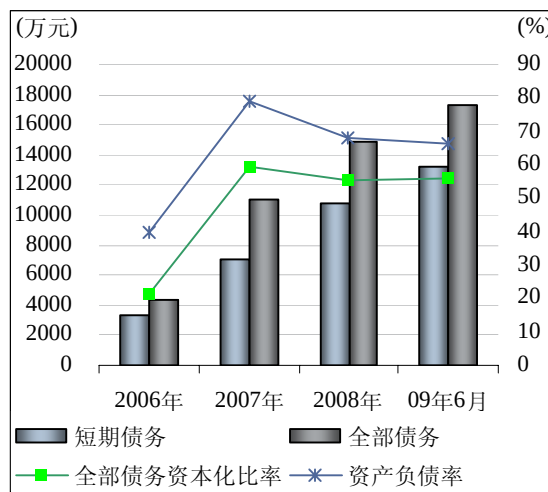
所有者权益及负债

截至2009年6月底，公司所有者权益13592.63万元，其中实收资本占比44.14%，资本公积占比35.61%，盈余公积占比9.13%，未分配利润占比11.12%，公司通过私募将注册资本增加至6000万元，未分配利润占比下降，所有者权益得到优化。

截至2008年底，公司负债总额为25737.85万元，较上年减少8.81%。负债总额中流动负债占比84.34%，非流动负债占比15.66%。

截至2008年底，公司短期借款同比增长31.55%。公司无长期借款，应付债券4029.36万元，系公司发行本期债券应付的本金和利息。同期，公司应付账款和其他应付款明显减少。

图4 公司债务情况



资料来源：公司提供

截至 2009 年 6 月底，公司继续加大举债力度，短期借款较上年底有所增加，公司非流动负债未有重大变化。

整体看，公司债务规模继续加大，有息债务偏重于短期，债务结构不够合理。近三年一期，公司全部债务资本化比率和资产负债率指标显著上升，债务负担未见明显改善。预计随着公司大规模的对外投资，债务负担将呈现持续加重的趋势。

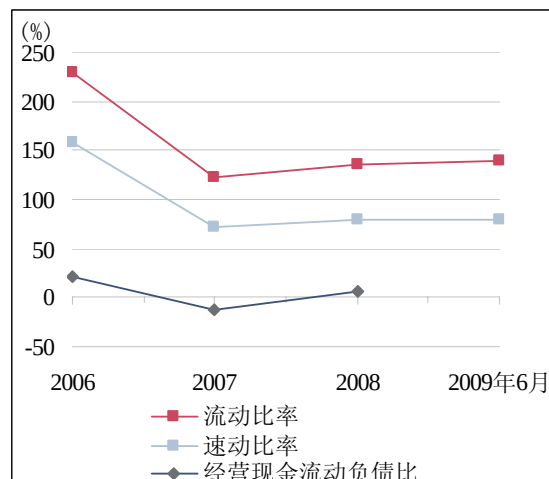
4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2008 年底，公司流动比率、速动比率分别为 134.87%、78.45%，基本维持上年水平；2008 年，公司经营现金流动负债比为 6.80%。从近三年来看，公司流动比率、速动比率和经营现金流动负债比呈快速下降趋势，上述指标跟踪期内均未有明显好转。截至 2009 年 6 月底，公司流动比率、速动比率分别为 139.50%和 80.13%。考虑到流动资产中应收账款、存货占比大，周转率不高，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2008 年公司 EBITDA 为 5111.81 万元；全部债务/EBITDA 指标上升至 2.91 倍；EBITDA 利息倍数下降至 7.67 倍。从近三年来看，由于利润规模的缩减，公司 EBITDA 显著下降，同时随着债务规模的持续

扩大，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数均持续弱化。整体看，公司偿债能力有所减弱。

图5 公司偿债指标

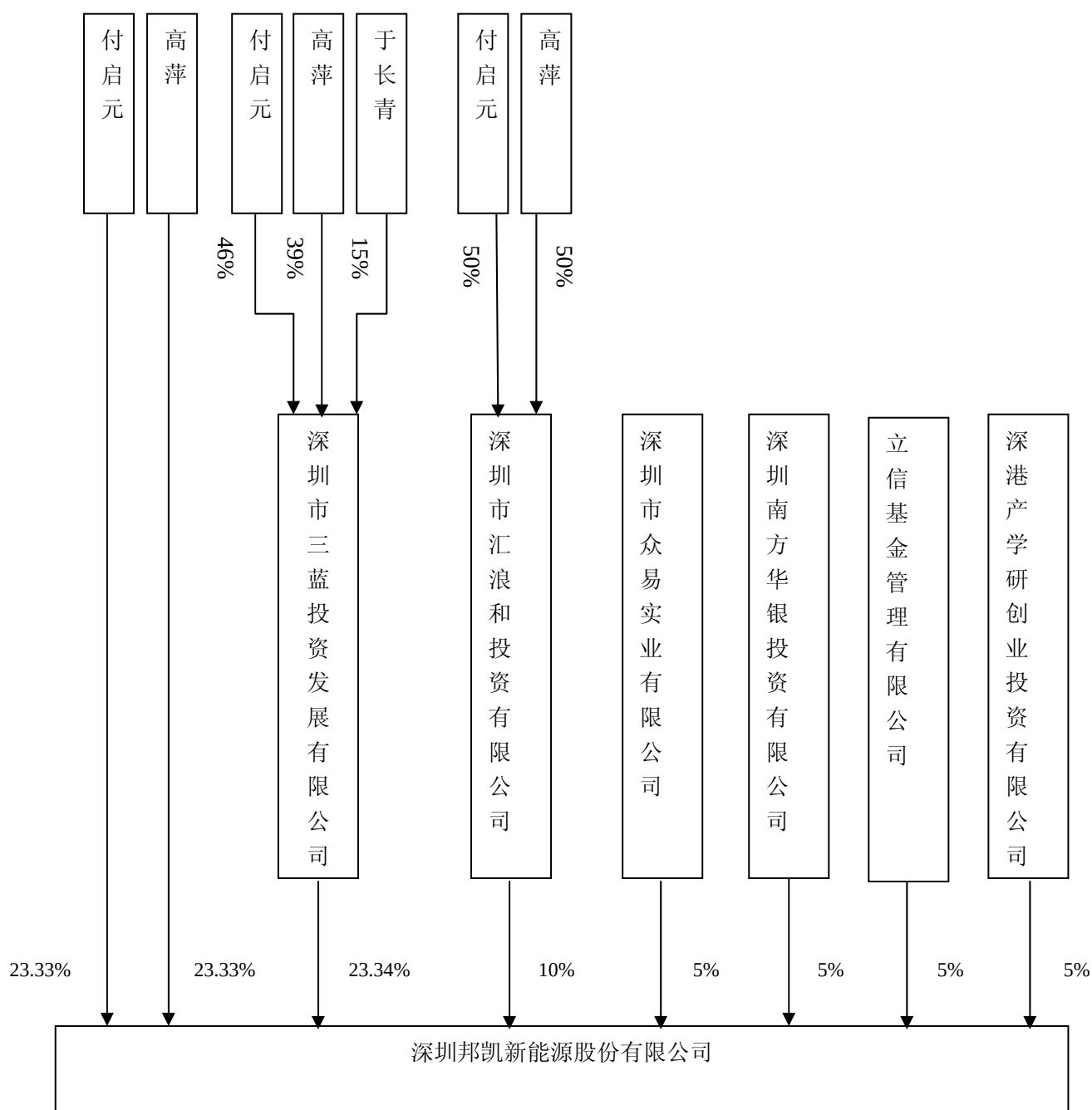


资料来源：公司提供

截至 2009 年 6 月底，公司共获得银行授信额度 18000 万元，已使用数额 13000 万元，未使用额度 5000 万元，公司具备间接融资渠道。公司目前无对外担保情况。

综合考虑，联合资信将深圳邦凯新能源股份有限公司的主体长期信用等级由 A⁻调整为 BBB⁺，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图



附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年
流动资产	
货币资金	1712.59
应收票据	3332.38
应收账款	5287.07
其他应收款	5067.91
减：坏账准备	
应收账款净额	10354.99
存货	7068.66
待摊费用	8.68
流动资产合计	22477.29
长期投资净额	
固定资产	
固定资产原值	3442.24
减：累计折旧	1736.12
固定资产净值	1706.12
固定资产净值减值准备	
固定资产净额	1706.12
在建工程	852.45
固定资产合计	2558.57
无形资产及其他资产	
无形资产	1915.62
长期待摊费用	134.75
无形资产及其他资产合计	2050.37
递延税项	
资产总计	27086.23

附件 2-2 资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年
流动负债	
短期借款	2720.54
应付票据	674.37
应付账款	4454.67
预收账款	
应付工资	195.00
应交税金	5.50
其他未交款	-1.36
其他应付款	1652.36
预提费用	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	9768.49
长期负债	
长期借款	1000.00
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	1000.00
递延税项	
递延税项贷款	
负债合计	10768.49
少数股东权益	
所有者权益	
实收资本	1350.00
资本公积	63.40
盈余公积	1490.43
未分配利润	13413.91
所有者权益合计	16317.74
负债及所有者权益合计	27086.23

附件 3 利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年
一、主营业务收入	32311.62
减: 主营业务成本	23881.24
主营业务税金及附加	11.83
加: 代购代销收入	
二、主营业务利润	8418.54
加: 其他业务利润	148.87
减: 营业费用	824.67
管理费用	929.68
财务费用	248.47
其他	
三、营业利润	6564.59
加: 投资收益	0.00
补贴收入	51.13
营业外收入	171.17
其他	
减: 营业外支出	42.12
其他支出	
加: 以前年度调整	
四、利润总额	6744.77
减: 所得税	503.40
减: 少数股东损益	
加: 未确认的投资损失	
五、净利润	6241.37
加: 年初未分配利润	7,796.68
盈余公积补亏	
其他调整因素	
六、可供分配的利润	14,038.05
减: 提取法定盈余公积	624.14
七、可供投资者分配的利润	13413.91
八、未分配利润	13413.91

附件4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年
一、经营活动产生的现金流量	
销售商品、提供劳务收到的现金	31036.08
收到的税费返还	351.65
收到的其他与经营活动有关的现金	1150.27
现金流入小计	32538.01
购买商品、接受劳务支付的现金	25501.48
支付给职工以及为职工支付的现金	3283.31
支付的各项税费	478.47
支付的其他与经营活动有关的现金	1224.30
现金流出小计	30487.56
经营活动产生的现金流量净额	2050.45
二、投资活动产生的现金流量	
收回投资所收到的现金	0.00
取得投资收益所收到的现金	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	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	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	0.00
投资活动产生的现金流量净额	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	2220.54
收到的其他与筹资活动有关的现金	
现金流入小计	2220.54
偿还债务所支付的现金	0.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	248.47
支付的其他与筹资活动有关的现金	2756.84
现金流出小计	3005.31
筹资活动产生的现金流量净额	-784.77
四、汇率变动对现金的影响	
五、现金及现金等价物净增加额	1265.68

附件4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年
将净利润调节为经营活动的现金流量	
净利润	6241.37
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
固定资产折旧	425.43
无形资产摊销	31.82
长期待摊费用摊销	49.89
待摊费用减少 (减: 增加)	-7.59
预提费用增加 (减: 减少)	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)	0.00
固定资产报废损失	
财务费用	248.47
投资损失 (减: 收益)	0.00
递延税款贷项 (减: 借项)	
存货的减少 (减: 增加)	-2171.02
经营性应收项目的减少 (减: 增加)	-1452.03
经营性应付项目的增加 (减: 减少)	-1383.91
其他	0.00
经营性活动产生的现金流量净额	2050.45
现金及现金等价物净增加情况	
现金的期末余额	1712.59
减: 现金的期初余额	446.91
现金等价物的期末余额	
减: 现金等价物的期初余额	
	1265.68
现金及现金等价物净增加额	1712.59

附件 5 资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动资产:				
货币资金	5330.18	3812.56	-28.47	7328.05
应收票据	50.75	228.88	351.02	0.00
应收账款	9976.53	11178.66	12.05	9248.11
预付款项	335.25	342.51	2.16	55.25
应收利息				7.53
其他应收款	1205.38	1304.84	8.25	777.30
存货	12543.34	12248.45	-2.35	13342.40
其他流动资产	321.19	162.82	-49.31	590.25
流动资产合计	29762.62	29278.72	-1.63	31348.91
非流动资产:				
固定资产	3176.98	3943.82	24.14	3779.61
在建工程	625.51	1297.44	107.42	1323.63
无形资产	1564.24	2678.84	71.26	2624.15
开发支出	446.17	407.58	-8.65	943.98
长期待摊费用	102.65	27.26	-73.44	2.80
递延所得税资产	146.54	185.77	26.77	185.77
非流动资产合计	6062.09	8540.72	40.89	8859.94
资产总计	35824.71	37819.44	5.57	40208.85
流动负债:				
短期借款	5809.14	7642.00	31.55	9467.96
应付票据	1203.37	3179.24	164.19	3701.98
应付账款	8966.67	6946.57	-22.53	6640.36
预收账款	421.88	421.94	0.01	0.00
应付职工薪酬	1043.28	662.98	-36.45	945.95
应交税费	209.49	661.48	215.76	503.21
应付利息				37.80
其他应付款	6417.67	2098.43	-67.30	1134.13
其他流动负债	123.39	95.86	-22.32	41.47
流动负债合计	24194.89	21708.49	-10.28	22472.86
非流动负债:				
应付债券	4029.36	4029.36	0.00	4143.36
非流动负债合计	4029.36	4029.36	0.00	4143.36
负债合计	28224.25	25737.85	-8.81	26616.22
所有者权益:				
实收资本(或股本)	1350.00	1500.00	11.11	6000.00
资本公积	12.02	4662.02	38689.39	4840.83
盈余公积	1240.76	1240.76	0.00	1240.76
未分配利润	4997.68	4678.81	-6.38	1511.04
所有者权益合计	7600.46	12081.59	58.96	13592.63
负债和所有者权益总计	35824.71	37819.44	5.57	40208.85

附件 6 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、营业收入	30029.61	39677.70	32.13	16616.00
减: 营业成本	23851.05	31297.31	31.22	12858.56
营业税金及附加	9.92	24.89	150.85	10.49
销售费用	1008.01	1356.26	34.55	645.48
管理费用	2066.36	2223.50	7.60	1172.72
财务费用	603.45	1103.35	82.84	92.73
资产减值损失	65.62	114.74	74.87	0.00
加: 公允价值变动收益				
投资收益				
补贴收入				3.00
二、营业利润	2425.21	3557.65	46.69	1839.02
加: 营业外收入	913.95	178.56	-80.46	52.55
减: 营业外支出	158.33	114.99	-27.37	2.77
三、利润总额	3180.82	3621.21	13.85	1888.80
减: 所得税费用	231.73	540.08	133.07	377.76
四、净利润	2949.09	3081.13	4.48	1511.04

附件 7-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	23425.26	31412.91	34.10	15844.47
收到的税费返还	322.68	175.93	-45.48	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	926.68	291.11	-68.59	7579.77
经营活动现金流入小计	24674.62	31879.96	29.20	23424.24
购买商品、接受劳务支付的现金	18671.61	20155.18	7.95	6795.54
支付给职工以及为职工支付的现金	5353.27	7277.75	35.95	3180.70
支付的各项税费	488.54	845.29	73.02	821.05
支付其他与经营活动有关的现金	3293.01	2125.60	-35.45	9112.12
经营活动现金流出小计	27806.43	30403.82	9.34	19909.41
经营活动产生的现金流量净额	-3131.81	1476.14	-147.13	3514.83
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				350.00
取得投资收益收到的现金				77.21
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	18.50		-100.00	1.10
投资活动现金流入小计	18.50	0.00	-100.00	428.31
购建固定资产、无形资产等支付的现金	1061.08	2302.94	117.04	315.70
投资活动现金流出小计	1061.08	2302.94	117.04	315.70
投资活动产生的现金流量净额	-1042.58	-2302.94	120.89	112.61
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		4800.00		
取得借款收到的现金	13840.12	14837.46	7.21	5700.00
筹资活动现金流入小计	13840.12	19637.46	41.89	5700.00
偿还债务支付的现金	5081.64	16042.90	215.70	5796.06
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	215.38	3993.19	1754.02	142.90
支付其他与筹资活动有关的现金		600.00		4.15
筹资活动现金流出小计	5297.01	20636.09	289.58	5943.11
筹资活动产生的现金流量净额	8543.10	-998.62	-111.69	-243.11
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-39.68	-389.94	882.73	136.11
五、现金及现金等价物净增加额	4329.03	-2215.36	-151.17	3520.45

附件 7-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	2949.09	3081.13	4.48
加: 资产减值准备	65.62	114.74	74.87
固定资产折旧及其他	988.16	712.24	-27.92
无形资产摊销	32.79	32.79	0.00
长期待摊费用摊销	76.42	79.47	3.99
处置固定资产、无形资产等损失	5.43	0.00	-100.00
固定资产报废损失			
公允价值变动损失			
财务费用	585.35	1139.00	94.59
投资损失			
递延所得税资产减少	-6.83	-39.23	474.21
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-4474.09	258.95	-105.79
经营性应收项目的减少	1544.26	-1558.52	-200.92
经营性应付项目的增加	-4898.01	-2344.44	-52.13
其他			
经营活动产生的现金流量净额	-3131.81	1476.14	-147.13

附件 8 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.04	5.99	3.70	--
存货周转次数(次)	3.99	3.80	2.52	--
总资产周转次数(次)	1.37	1.68	1.08	--
现金收入比(%)	96.05	78.01	79.17	95.36
盈利能力				
主营业务利润率(营业利润率)(%)	26.05	20.54	21.06	22.55
总资本收益率(%)	31.06	17.48	13.91	--
净资产收益率(%)	38.25	38.80	25.50	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	5.77	34.65	25.01	23.36
全部债务资本化比率(%)	21.55	59.23	55.14	56.02
资产负债率(%)	39.76	78.78	68.05	66.19
偿债能力				
流动比率(%)	230.10	123.01	134.87	139.50
速动比率(%)	157.74	71.17	78.45	80.13
经营现金流动负债比(%)	20.94	-12.94	6.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	38.94	14.81	7.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.59	2.41	2.91	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.47	-0.38	-0.06	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	8.25	-13.51	-1.24	--

注：公司执行《企业会计准则（2006）》。2007 年数据为 2008 年年初数，2009 年 6 月数据未经审计。

跟踪评级公告

联合[2009] 584 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定深圳市一体医疗科技有限公司主体长期信用等级由BBB调整为BBB⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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>

深圳市一体医疗科技有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁻ 评级展望: 稳定

上次评级结果: BBB 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2009 年 12 月 22 日

财务数据

项 目	2007 年*	2007 年	2008 年	09 年 11 月
现金类资产(万元)	6557.04	6540.14	526.65	3026.91
资产总额(万元)	38016.42	27458.02	29712.51	32170.35
所有者权益(万元)	21200.22	11318.63	12544.52	15510.25
短期债务(万元)	6675.00	6675.00	7450.00	2000.00
全部债务(万元)	10675.00	10468.19	11335.72	15963.78
营业收入(万元)	14854.77	7048.78	7250.37	10598.40
利润总额(万元)	3632.78	951.89	2901.76	4565.61
EBITDA(万元)	4393.45	1949.14	4973.00	--
经营性净现金流(万元)	2233.18	-1065.99	659.22	--
营业利润率(%)	41.48	47.89	71.25	68.15
净资产收益率(%)	16.96	9.92	18.98	--
资产负债率(%)	36.90	58.78	57.78	51.79
全部债务资本化比率(%)	31.90	48.05	47.47	50.72
流动比率(%)	315.78	186.60	144.58	437.81
全部债务/EBITDA(倍)	2.43	5.37	2.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.71	6.39	6.25	--
经营现金流流动负债比(%)	22.42	-8.77	6.08	--

注: 2007 年*数据来自深圳市大华天诚会计师事务所出具的审计报告。2007 年数据和 2008 年数据经深圳南方民和会计师事务所审计。2009 年 1~11 月报表未经审计。

分析师

刘雅南

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市一体医疗科技有限公司(以下简称“公司”)2009 年成功引进战略投资者, 主要医疗器械产品升级以及新增医疗器械租赁业务, 公司收入及利润规模稳定增长; 主营业务盈利能力大幅提高, 但债务负担在波动中呈加重趋势。考虑到国家未来几年将加大对基础医疗器械领域的投资, 以及公司租赁业务规模的进一步扩大, 公司收入和利润规模有望在现有水平基础上保持增长。

为规避同一控制人所属企业间同业竞争的问题, 跟踪期内, 公司对经营和财务核算基础进行了规范调整, 加强内部财务管理力度, 依照会计准则处理关联企业之间的账务, 对以前年度简单合并及重计错计的账务处理进行了清理, 纠正了以前年度财务审计的错误, 并相应进行了追溯调整。

综合考虑公司由于前后财务审计问题出现的 2007 年度经营和财务数据的重大差异, 及其经营财务现状与未来发展前景, 联合资信评估有限公司将公司的主体长期信用等级调整为 BBB⁻, 评级展望为稳定。

优势

1. 为加强基层医疗卫生服务体系建设, 国家安排 48 亿元专项投资, 有助于促进医疗器械行业发展。

2. 公司研发能力较强, 2008 年公司获深圳市“知识产权优势企业”称号。

3. 公司产品租赁业务规模逐步扩大, 主营业务盈利能力增强。

关注

1. 公司债务负担波动中有所加重。

2. 公司债券募投项目延后启动, 募集资金主要投向公司生产营运资金。

3. 公司财务管理有待进一步规范。

一、公司概况

深圳市一体医疗科技有限公司（以下简称“深圳一体”或“公司”）前身为成立于 1999 年 7 月 21 日的深圳市一体智能技术有限公司，后经多次增资扩股及股权转让，截至 2009 年 11 月底，公司注册资本 8496.00 万元人民币，股权结构如表 1 所示；公司实际控制人为刘丹宁。目前，公司正处于上市的前期准备阶段，随着投资者的引进，股权结构将进一步变化。

表 1 截至 2009 年 11 月底公司股权结构

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

资料来源：公司提供

公司经营范围为：数字自动控制设备、数字影像、计算机软件的技术开发；自动化设备、电子产品、机电产品、三类医疗器械（包括：医用 X 射线设备、医用核素设备）的批发（医疗器械经营企业许可证有效期至 2010 年 10 月 12 日）、佣金代理（不含拍卖）、进出口及相关配套业务（不涉及国营贸易管理商品，涉及配额、许可证管理及其它专项规定管理的商品，按国家有关规定办理申请）；生产经营三类医疗器械（包括：医用高能射线设备、医用核素设备、软件、物理治疗及康复设备）（医疗器械生产许可证有效期至 2010 年 10 月 10 日）、二类医疗器械（包括：医用电子仪器设备、医

用 X 射线附属设备及部件）（医疗器械生产许可证有效期至 2010 年 10 月 10 日）；自动化设备、医疗设备的租赁，及租赁设备的残值处理、上门维修；货物、技术进出口（不含进口分销）；经济信息咨询（不含限制项目）。

截至 2008 年底，纳入公司合并范围的子公司 3 家，均为全资子公司，分别为西安一体医疗科技股份有限公司（以下简称“西安一体”）、北京一体智健医疗科技有限公司和深圳市一体设备租赁有限公司（以下简称“一体租赁公司”，2008 年 7 月成立）。其中，2008 年 9 月，公司以 1410 万元收购孟庆文持有的西安一体 10.44% 的股权；2008 年 12 月西安一体其余 3 位股东以其持有的 22.89% 的股权作为出资增资入股公司，由此公司对西安一体的持股比例由 2007 年的 66.67% 提高至 100%；一体租赁公司为公司 2008 年新设立公司。

截至 2008 年底，公司合并资产总额 29712.51 万元，所有者权益 12544.52 万元；2008 年实现营业收入 7250.37 万元，利润总额 2901.76 万元。

截至 2009 年 11 月底，公司合并资产总额 32170.35 万元，所有者权益 15510.25 万元；2009 年 1~11 月实现营业收入 10598.40 万元，利润总额 4565.61 万元。

公司注册地址：深圳市科技园北区朗山二路洁净阳光园；法定代表人：刘丹宁。

二、重大事项

2009 年，公司引入战略投资者，并进一步加强财务管理和财务核算工作力度，依照会计准则处理关联企业之间的账务，对简单合并及重计错计的账务进行了清理。由于公司与深圳市金槿投资发展有限公司（以下简称“金槿公司”）和深圳市海斯泰投资有限公司（以下简称“海斯泰公司”）均属同一控制人下的企业，3 家公司经营业务关联程度较高。为规避同一控

制人所属企业间同业竞争的问题，2008 年公司对金樟公司和海斯泰公司进行了资产重组，并对经营和财务核算基础进行了规范调整。

公司原 2007 年度财务报表由深圳市大华天诚会计师事务所审计。2008 年，公司按新核算口径提供了 2007 年、2008 年的经营和财务数据，并经深圳南方民和会计师事务所审计，并对 2007 年数据进行了同口径追溯调整。联合资信注意到，由于核算口径差异等原因，公司 2007 年度财务报表前后审计结果出现了重大差异。以下分析以调整后的 2007 年、2008 年和 2009 年 1~11 月数据为基础。

三、经营概况

1. 经营分析

行业概况

公司属于医疗器械行业。据工业和信息化部统计数据，2009 年 1~6 月，医药行业累计完成工业总产值 4766.60 亿元，同比增长 17.80%，其中医疗仪器设备及器械完成 425.70 亿元，同比增长 19.60%；医药工业实现销售产值 4519.90 亿元，同比增长 17.7%，其中医疗仪器设备及器械完成 413.90 亿元，同比增长 20.30%。

2008 年 11 月 24 日，加强基层医疗卫生服务体系建作为民生工程被列为国家新增投资的重要领域，国家安排专项投资 48.00 亿元，其中新增农村医械投资 15.00 亿，时间点主要集中在 2008~2010 年，这将直接推动医疗器械行业加速发展。

经营概况

2008 年起，在保持原有主导产品产销的同时，公司将生产的部分医疗器械用于租赁，随着租赁业务规模的扩大，租赁收入逐渐成为公司营业收入的重要来源。

2008 年，公司实现营业收入 7250.37 万元，较 2007 年增长 2.86%。从营业收入构成看（参见表 2），全身热疗系统、红光治疗系统和伽玛

刀等医疗器械销售收入合计占营业收入的 75.23%，仍是公司主要收入来源；医疗器械租赁收入 1527.06 万元，占营业收入的 21.06%，成为公司新收入来源。

2009 年 1~11 月，公司实现营业收入 10598.40 万元。其中，医疗器械销售收入 4140.57 万元，占 39.07%；医疗器械租赁收入 6452.96 万元，占 60.89%，占比进一步提高。

毛利率方面，2008 年公司整体毛利率为 73.47%，较 2007 年大幅提高 24.67 个百分点，一方面由于公司主导产品全身热疗系统和伽玛刀局部升级，平均单位售价大幅提高，同时公司加强成本控制，医疗器械销售板块毛利率大幅提高至 72.55%（2007 年为 48.77%）；另一方面由于公司新业务医疗器械租赁业务毛利率较高，为 72.13%。2009 年 1~11 月，公司毛利率为 71.76%，其中，由于产品售价回落，医疗器械销售板块毛利率降至 54.63%；医疗器械租赁业务毛利率进一步上升，为 82.74%。

表 2 2007~2009 年 11 月公司营业收入构成

单位：万元/%

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 1~11 月	
			收入	毛利率
医疗器械销售	7045.14	5454.44	4140.57	54.63
医疗器械租赁	--	1527.06	6452.96	82.74
其他业务	3.65	268.87	4.87	80.70
总计	7048.78	7250.37	10598.40	71.76

资料来源：公司提供

医疗器械销售及租赁

自 2008 年起，公司产品一部分用于外销，一部分用于对外租赁，2008 年及 2009 年 1~11 月产品产销量及对内投入情况如表 3 所示。由于伽玛刀单价高，租赁收入相对较高，公司对伽玛刀的租赁设备也逐步增长，2008 年租赁 4 台，2009 年 1~11 月租赁 6 台。

表 3 2008~2009 年 11 月公司主要产品产销量

单位：台

产品	2008 年				2009 年 1~11 月			
	产能	产量	外销	租赁	产能	产量	外销	租赁
全身热疗系统	12	9	8	3	12	6	4	3
全身红光系统	20	17	18	--	20	7	6	--
伽玛刀	8	5	3	4	8	9	3	6

资料来源：公司提供

产销价格方面（见表 4），2008 年全身热疗系统和伽玛刀原材料成本有所下降的同时，销售价格大幅提高，分别为每台 327 万元和 893 万元，较上年分别上升 48.64%和 36.34%；2009 年 1~11 月，全身热疗系统平均销售价格进一步提升，伽玛刀售价有所回落。

表 4 2008~2009 年 11 月主要产品成本及销售价格

单位：万元

	2008 年		2009 年 1~11 月	
	原材料成本价	销售价格（含税）	原材料成本价	销售价格（含税）
全身热疗系统	18	327	35	365
全身红光系统	4	44	11	57
伽玛刀	246	893	230	713

资料来源：公司提供

产品结构方面，在国家加大对基层医疗卫生服务体系投入的政策背景下，在优势产品稳定发展的基础上，2009 年起公司将加大对基础医疗设备的研究投入，致力于研制低成本、多功能、集成、组合产品，届时公司的产品将更为多元化。

产品租赁方面，公司用于租赁的医疗器械一方面来自于自产，主要是伽玛刀等公司主导产品，另一方面来自外购，主要包括直线加速器等；租赁对象主要为综合性医院或专科医院。截至 2009 年 11 月底，公司租出设备的网点达 13 个，运行设备近 30 台，公司肿瘤设备租赁网络已初具规模。但联合资信同时也关注到，伽玛刀配置许可证难度的加大，将为公司伽玛刀的签单与装机及伽玛刀租赁数量的扩大带来一定压力。

表 5 截至 2009 年 11 月底公司出租设备网点情况

项目名称	租赁设备	数量
中国人民解放军第一七一医院	伽玛刀	1 台
	直线加速器	1 台
	光子刀	1 台
	IPTS-2000 型立体放射治疗系统	1 台
	全身热疗系统	1 台
中国人民解放军第一零五医院	高剂量率 Y 射线遥控后装治疗机	1 台
	伽玛刀	1 台
	全身热疗系统	1 台
	PET-CT 检测设备	1 台
中国人民解放军第三医院	直线加速器	1 台
	伽玛刀	1 台
浙江金华广福医院	伽玛刀	1 台
	全身热疗系统	1 台
张家口市建国医院	伽玛刀	1 台
中国人民解放军第九十一医院	伽玛刀	1 台
	伽玛刀	1 台
	磁共振成像设备	1 台
	数字影像工作站系统	1 台
中国人民解放军第二零九医院	柯达 5800 相机	1 台
	伽玛刀	1 台
	直线加速器	1 台
中国人民解放军第三零七医院	全身热疗系统	1 台
	伽玛刀	1 台
中国人民武装警察部队湖南省总队医院	伽玛刀	1 台
	全身热疗系统	1 台
	直线加速器	1 台
武汉市第五医院	伽玛刀	1 台
	全身热疗系统	1 台
中国人民解放军第八十九医院	直线加速器	1 台
	全身热疗系统	1 台
湖北省荆门市第二人民医院	伽玛刀	1 台
	直线加速器	1 台
中国人民解放军第一五零医院	放射治疗模拟机	1 台
	高剂量率 Y 射线遥控后装治疗机	1 台

资料来源：公司提供

研发情况

公司采取“自主研发”与“联合研发”相结合的研发模式，在注重研发投入的基础上，充分发挥外部资源优势，与中科院深圳先进技术研究院、华中科技大学等结成研发密切合作伙伴。

2008 年公司研发投入金额 929.89 万元，占营业收入 12.83%（见表 6）；2009 年 1~11 月公司研发投入金额为 638.78 万元，占营业收入 6.03%。

表 6 2007~2009 年 11 月科研投入明细表

年份	项目	研发投入 (万元)	占营业收入 比例 (%)
2008 年	公司本部	633.92	8.74
	西安一体	295.97	4.08
	合计	929.89	12.83
2009 年 1~11 月	公司本部	461.60	4.90
	西安一体	177.18	4.79
	合计	638.78	6.03

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新申请专利 15 项，其中外观专利 3 项，实用新型专利 8 项，发明专利 4 项。2008 年公司获深圳市“知识产权优势企业”称号。

总体看，跟踪期内公司业务结构调整，产品租赁板块规模逐步扩大，营业收入稳定增长；同时公司推进核心技术研发投入，研发实力不断增强。

2. 资产收购

2008年4月1日，公司与深圳市金樟投资发展有限公司（以下简称“金樟公司”）签订资产与权益转让协议，按协议约定的方式和条件受让金樟公司的部分医疗设备及其与该等资产相关的权利和义务和相关业务。

转让标的

转让标的包括金樟公司拥有的医疗设备，主要包括全身热疗系统、伽玛刀以及直线加速器等；以及部分医疗设备投入租赁形成的合同收益权。

转让价格

依据北京国友大正资产评估有限公司出具的资产评估报告国友大正评报字[2008]第 220 号，对金樟公司部分医疗设备和医疗设备相关的合同收益权评估结果为 9862.20 万元人民币，其中固定资产 6652.20 万元，无形资产 3210.00 万元。双方以转让资产的账面资产价值为参考，以评估价值为协商依据，确定本次转让医疗设备资产的资产转让价格为 6317.40 万元，合同收益权价格为 3210.00 万元，合计 9527.40 万元。

支付方式

双方约定上述转让价款首先抵减金樟公司欠公司的款项，其余在转让协议签署之日一年内全部支付给金樟公司。

3. 未来发展

公司未来将从单纯的医疗设备生产商发展成为肿瘤诊疗设备整体解决方案提供商。

未来三年，公司将加大产品租赁方面的投入，做大做强医疗设备租赁模块，建立四十家以上租赁网点。公司业务结构的转型将有利于公司保持收入及利润的稳定增长。

四、募集资金使用情况

本期债券募集资金 4000.00 万元原计划用于“一体产业园”建设，由于原拟定的园区地点离市区较远，出于公司人员稳定的考虑，公司已放弃龙岗大工业区的土地，并在市内交通条件较好的区域寻找新的建园土地。目前，本期债券募集资金主要投向公司生产经营所需营运资金。

五、财务分析

公司 2008 年财务报表经深圳南方民和会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2009 年 1~11 月报表未经审计。

公司 2008 年纳入报表合并范围的子公司

共 3 家，较 2007 年增加 1 家（一体租赁公司）。

公司自 2008 年 1 月日起实行新会计准则，按可比性原则，以下数据分析以 2008 年期初数和期末数为依据。

截至 2008 年底，公司合并资产总额 29712.51 万元，所有者权益 12544.52 万元；2008 年实现营业收入 7250.37 万元，利润总额 2901.76 万元。

截至 2009 年 11 月底，公司合并资产总额 32170.35 万元，所有者权益 15510.25 万元；2009 年 1~11 月实现营业收入 10598.40 万元，利润总额 4565.61 万元。

1. 盈利能力

2008 年，公司主营板块经营状况较好，全年实现营业收入 7250.37 万元，较上年增长 2.86%；由于公司产品租赁业务的营业成本仅体现设备折旧，公司营业成本降幅较上年下降 46.00%，由此公司 2008 年营业利润率上升至 71.25%，较上年提高 23.36 个百分点，公司主营业务盈利能力增强。

2008 年，公司期间费用合计占营业收入的 34.68%，占比较上年略有下降，但仍处于较高水平；公司实现营业利润 2353.90 万元，较上年增长 498.33%；实现利润总额 2901.76 万元，较上年上升 204.84%；净资产收益率和总资本收益率分别上升至 18.98% 和 13.30%。

2009 年 1~11 月，公司实现营业收入 10598.40 万元，营业利润 3846.93 万元，利润总额 4565.61 万元；营业利润率为 68.15%。

总体看，公司经营状况良好，随着公司产品升级以及租赁板块经营规模的扩大，公司主营业务盈利能力提升。受益于良好的行业前景及公司自身的综合实力，未来公司收入及利润规模有望稳定增长。

2. 现金流及保障

公司 2007 年调整后经营性净现金流较调整前下降 143.73%。

经营活动方面，2008 年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 6905.73 万元，较 2007 年增长 23.56%；公司现金收入比上升至 95.25%，较上年增加 15.96 个百分点，现金收入质量有所提高，主要系医疗设备租赁业务现金收入质量较好；收到其他与经营活动有关的现金 6258.03 万元，较上年增长 82.30%，主要系收到关联及其他企业往来款增加所致；经营活动产生的现金流入 13606.35 万元，较上年增长 42.43%；经营活动产生的现金流出 12947.12 万元，较上年增长 21.92%，其中支付其他与经营活动有关的现金 8244.84 万元，主要为支付管理费用、营业费用等费用以及支付关联公司及其他企业的往来款，其中公司收购金樟公司部分资产及合同权益冲销的往来款 3675.20 万元；经营活动产生的现金流量净额为 659.22 万元，较 2007 年上增加 1725.21 万元。

投资活动方面，2008 年公司无投资活动产生的现金流入；投资活动产生的现金流出量 6595.09 万元，其中购建固定资产、无形资产等支付现金 6572.09 万元，主要系公司收购金樟公司部分资产及其相关合同权益支付的现金。

筹资活动方面，2008 年公司筹资活动产生的现金流入为 9550.03 万元，主要系公司为满足经营规模扩大需求增加借款所致；公司筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出，为 77.63 万元，较 2007 年大幅下降，主要系 2008 年公司偿还债务支付现金 6925.00 万元。

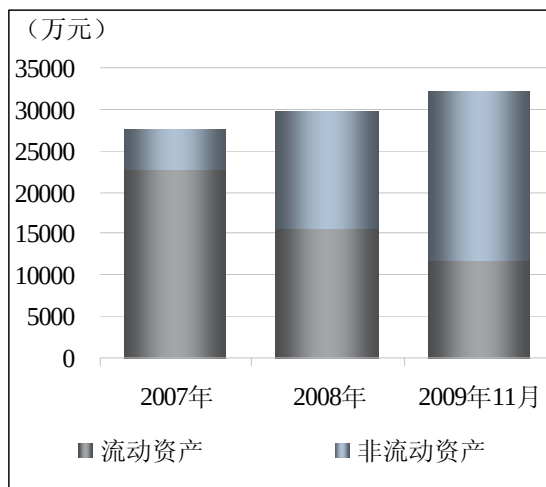
总体看，公司经营活动产生的现金流入量规模有所提升，现金收入质量提高，经营活动产生的现金流量净额稳定上升，但规模仍较小；由于 2008 年公司实施收购，投资活动产生的现金流出规模较大，且偿还债务支付的现金金额大，2008 年公司现金及现金等价物净增加额体现为 -6013.50 万元。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2008 年底，公司合并资产总额 29712.51 万元，基本与期初持平。其中，流动资产占 52.73%，非流动资产 47.27%。截至 2009 年 11 月底，公司合并资产总额 32170.35 万元，较 2008 年末增长 8.27%。其中，流动资产占 36.69%，非流动资产 63.31%。

图 1 2007~2009 年 11 月公司资产构成



资料来源：公司提供

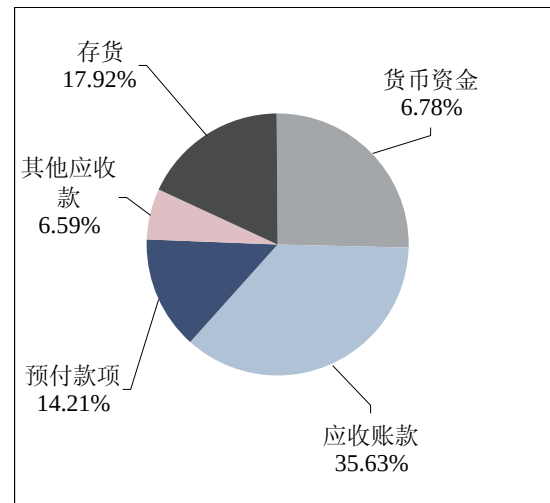
由图 1 可见，公司资产规模小幅增长；资产构成中，2008 年流动资产占比明显下降，主要系 2008 年公司收购金槿公司部分资产，货币资金下降、固定资产和无形资产上升所致。2009 年 11 月底，公司流动资产占比进一步下降，一方面系公司投入租赁的设备逐步由存货转入固定资产，固定资产规模进一步扩大（由于租赁设备投入使用后，需经安装调试方可达到预定可使用状态，周期在半年左右，在此之前反映在存货科目，之后转入固定资产）；另一方面，公司加大与关联公司往来款的清理力度，其他应收款大幅减少。

截至 2008 年底，公司流动资产 15668.30 万元，较期初下降 30.93%，主要系货币资金和其他应收款减少所致。其中，货币资金 526.65 万元，较期初下降 91.95%；应收账款 4393.44 万元，较期初下降 3.05%，其中 1 年以内的占

72.15%，占比较期初下降 24.49 个百分点，欠款金额前五名合计占 56.52%，集中度较期初下降 42.43 个百分点；预付款项 3491.30 万元，较期初大幅上升，主要系公司参与设立的肿瘤项目增多，除投入自产设备外，对外采购设备增多，产生的预付款增加；存货 4690.04 万元，较期初增长 27.10%；其他应收款 2566.88 万元，较期初下降 66.28%，主要系公司 2008 年收购子公司西安一体股权及收购金槿公司部分资产应支付的款项，与其他应收款中相应关联方进行债权债务转让。

截至 2009 年 11 月底，公司流动资产 11804.73 万元，其构成如图 2 所示。其中，货币资金 3026.91 万元，较 2008 年末增加 2500.26 万元；应收账款 4206.34 万元；预付款项 1677.60 万元，较 2008 年末减少 1813.70 万元；其他应收款 778.29 万元，较 2008 年末减少 1788.59 万元；存货 2115.59 万元，较 2008 年末减少 2574.45 万元。

图 2 2009 年 11 月底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2008 年底，公司非流动资产 14044.20 万元，较期初增长 194.28%，主要系公司收购金槿公司部分资产所致。截至 2008 年底，公司固定资产 8517.89 万元，较期初增长 351.99%；无形资产 3359.76 万元，较期初增长 614.84%。

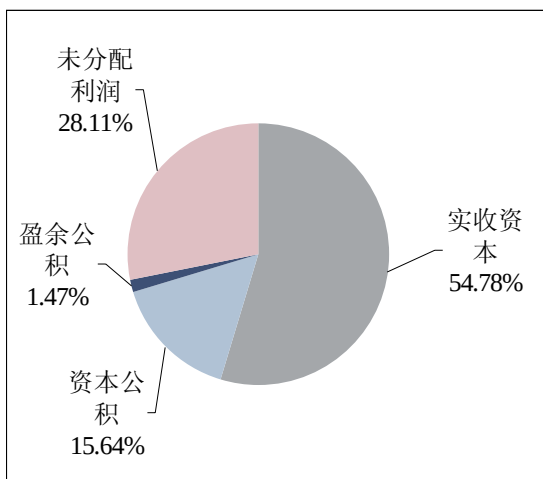
截至 2009 年 11 月底，公司非流动资产 20365.62 万元，固定资产和无形资产分别占 76.52%和 14.76%。截至 2009 年 11 月底，公司固定资产 15584.48 万元，较 2008 年末增加 7066.59 万元，主要系公司投入租赁的设备增多所致。

所有者权益

截至 2008 年底，公司所有者权益 12544.52 万元，其中，实收资本 8496.00 万元，较期初增加 1496.00 万元，主要系公司于 2008 年增资所致（已经深圳华百迪会计师事务所深迪报字[2008]B-011 号验资报告验证）；资本公积 2425.42 万元；未分配利润 1394.61 万元，较期初增加 2267.94 万元。

截至 2009 年 11 月底，公司所有者权益为 15510.25 万元，较 2008 年末增加 2965.73 万元，全部系未分配利润增加所致。公司所有者权益构成如图 3 所示。其中，未分配利润占 28.11%。整体看，公司所有者权益稳定性一般。

图 3 2009 年 11 月底公司所有者权益构成



资料来源：公司提供

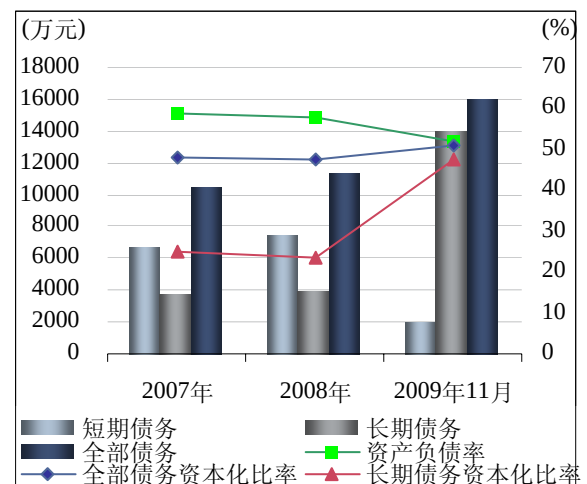
负债

截至 2008 年底，公司负债合计 17167.99 万元，比 2007 年略有增加，同时公司所有者权益增加，公司资产负债率略有下降，为 57.78%；全部债务合计 11335.72 万元，较上年增长 8.29%，公司全部债务资本化比率为 47.47%，

基本与上年持平。

截至 2009 年 11 月底，公司全部债务上升至 15963.78 万元，其中长期债务 13963.78 万元，主要系公司新增 10000.00 万元长期借款所致，该项借款将主要用于对外采购设备及肿瘤诊疗项目租赁网络建设；短期债务 2000.00 万元，较 2008 年末减少 5450.00 万元。公司资产负债率下降至 51.79%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别上升为 47.38%和 50.72%。总体看，公司债务结构有所优化，但债务负担加重。

图 4 公司有息债务情况



资料来源：公司提供

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2008 年底，公司流动比率和速动比率分别为 144.58%和 101.30%，均较 2007 年底有较大幅度下降，但仍处于较高水平；2008 年公司经营现金流动负债比为 6.08%，较上年提高 14.85 个百分点。2009 年 11 月底，公司流动比率和速动比率分别为 437.81%和 359.35%。但联合资信同时关注到公司销售债权周转次数及存货周转次数较低，2008 年分别为 1.62 次和 0.47 次。综合考虑，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看，2008 年公司 EBITDA 为 4973.00 万元，同比增长 155.14%；但由于利息支出（795.19 万元，均为费用化利

息支出)增长 160.65%，高于 EBITDA 增速，EBITDA 利息倍数下降至 6.25 倍，全部债务/EBITDA 为 2.28 倍。总体看，公司长期偿债能力适宜。

截至 2009 年 11 月底，公司现金类资产 3026.91 万元，现金偿债倍数为 0.76 倍，对本期债券的保护能力一般。2008 年，公司 EBITDA 对本期债券覆盖倍数为 1.24 倍，保护能力一般。

截至2009年11月底，公司对关联公司深圳市画仓投资发展有限公司提供担保金额合计 3000.00 万元，担保额度占公司净资产的 19.34%。公司对外担保比例较高，存在一定的或有负债风险。

截至2009年11月底，公司在多家银行共获得银行授信额度18000.00万元，已使用额度12000.00万元，尚未使用信用额度6000.00万元，公司间接融资渠道较为畅通。

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级调整为BBB⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 2007~2009 年 11 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 11 月
流动资产：				
货币资金	6540.14	526.65	-91.95	3026.91
交易性金融资产	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	0.00		0.00
应收账款	4531.75	4393.44	-3.05	4206.34
预付款项	311.02	3491.30	1022.53	1677.60
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	7612.79	2566.88	-66.28	778.29
存货	3690.00	4690.04	27.10	2115.59
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	22685.70	15668.30	-30.93	11804.73
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00		
持有至到期投资	0.00	0.00		
长期应收款	0.00	0.00		
长期股权投资	0.00	0.00		
投资性房地产	0.00	0.00		
固定资产	1884.51	8517.89	351.99	15584.48
在建工程	770.81	0.00	-100.00	39.60
工程物资	0.00	0.00		
固定资产清理	0.00	0.00		
生产性生物资产	0.00	0.00		
油气资产	0.00	0.00		
无形资产	470.00	3359.76	614.84	3005.03
开发支出	319.23	832.91	160.91	225.36
商誉	765.99	765.99	0.00	765.99
合并价差	0.00	0.00		694.74
长期待摊费用	283.18	236.49	-16.49	50.43
递延所得税资产	278.60	331.15	18.86	
其他非流动资产	0.00	0.00		
非流动资产合计	4772.32	14044.20	194.28	20365.62
资产总计	27458.02	29712.51	8.21	32170.35

附件 1-2 2007~2009 年 11 月底资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 11 月
流动负债：				
短期借款	5675.00	6450.00	13.66	2000.00
交易性金融负债	0.00	0.00		0.00
应付票据	1000.00	1000.00	0.00	0.00
应付账款	712.13	660.15	-7.30	208.40
预收账款	1339.56	812.12	-39.37	36.51
应付职工薪酬	93.92	59.25	-36.91	60.94
应交税费	194.46	1016.31	422.62	345.15
应付利息	38.00	38.00	0.00	19.00
应付股利	0.00	0.00		0.00
其他应付款	3104.24	801.45	-74.18	26.33
预计负债	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	12157.31	10837.27	-10.86	2696.32
非流动负债：				
长期借款	0.00	0.00		10000.00
应付债券	3793.19	3885.72	2.44	3963.78
长期应付款	0.00	2445.00		
专项应付款	0.00	0.00		
预计负债	188.88	0.00	-100.00	
递延收益	0.00	0.00		
递延所得税负债	0.00	0.00		
其他非流动负债	0.00	0.00		
非流动负债合计	3982.08	6330.72	58.98	13963.78
负债合计	16139.39	17167.99	6.37	16660.10
所有者权益：				
实收资本（或股本）	7000.00	8496.00	21.37	8496.00
资本公积	2425.42	2425.42	0.00	2425.42
减：库存股	0.00	0.00		
盈余公积	228.48	228.48	0.00	228.48
未分配利润	-873.33	1394.61	-259.69	4360.35
外币报表折算差额	0.00	0.00		
归属于母公司所有者权益合计	8780.57	12544.52	42.87	15510.25
少数股东权益	2538.06	0.00	-100.00	0.00
所有者权益合计	11318.63	12544.52	10.83	15510.25
负债和所有者权益总计	27458.02	29712.51	8.21	32170.35

附件 2 2007~2009 年 1~11 月利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~11 月
一、营业收入	7048.78	7250.37	2.86	10598.40
减: 营业成本	3609.25	1949.11	-46.00	2992.44
营业税金及附加	63.92	135.61	112.14	383.52
销售费用	291.83	306.41	5.00	622.49
管理费用	1901.41	1407.97	-25.95	2031.32
财务费用	384.59	800.40	108.12	1038.43
资产减值损失	404.36	296.97	-26.56	-316.73
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00		
投资收益	0.00	0.00		
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00		
汇兑收益	0.00	0.00		
二、营业利润	393.41	2353.90	498.33	3846.93
加: 营业外收入	764.59	555.47	-27.35	739.02
减: 营业外支出	206.11	7.61	-96.31	20.34
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00		
三、利润总额	951.89	2901.76	204.84	4565.61
减: 所得税费用	-171.41	520.88	-403.89	926.95
四、净利润	1123.30	2380.88	111.96	3638.66
其中: 归属于母公司的净利润	783.83	2344.50	199.11	3638.66
少数股东损益	339.46	36.39	-89.28	

附件 3-1 2007~2008 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 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	5588.94	6905.73	23.56
收到的税费返还	531.39	442.59	-16.71
收到其他与经营活动有关的现金	3432.74	6258.03	82.30
经营活动现金流入小计	9553.07	13606.35	42.43
购买商品、接受劳务支付的现金	2195.82	3445.73	56.92
支付给职工以及为职工支付的现金	494.46	587.14	18.74
支付的各项税费	897.95	669.41	-25.45
支付其他与经营活动有关的现金	7030.84	8244.84	17.27
经营活动现金流出小计	10619.06	12947.12	21.92
经营活动产生的现金流量净额	-1065.99	659.22	--
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	0.00	0.00	
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.33	0.00	-100.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	
投资活动现金流入小计	0.33	0.00	-100.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	1359.04	6572.09	383.58
投资支付的现金	0.00	23.00	
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	1359.04	6595.09	385.28
投资活动产生的现金流量净额	-1358.71	-6595.09	385.40
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	2295.00	300.00	-86.93
借款及发行债券收到的现金	10302.90	7300.00	-29.15
收到其他与筹资活动有关的现金	20.00	1950.03	9650.17
筹资活动现金流入小计	12617.90	9550.03	-24.31
偿还债务支付的现金	4923.00	6925.00	40.67
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	433.48	702.66	62.10
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	2000.00	
筹资活动现金流出小计	5356.48	9627.66	79.74
筹资活动产生的现金流量净额	7261.42	-77.63	-101.07
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	4836.73	-6013.50	-224.33
加: 期初现金及现金等价物余额	1703.41	6540.14	283.94
六、期末现金及现金等价物余额	6540.14	526.65	-91.95

附件 3-2 2007~2008 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	1123.30	2380.88	111.96
加: 资产减值准备	404.36	296.97	-26.56
固定资产折旧及其他	495.25	816.92	64.95
无形资产摊销	120.00	320.24	166.86
长期待摊费用摊销	76.92	138.88	80.55
处置固定资产、无形资产等损失	0.32	4.54	1309.40
固定资产报废损失	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	
财务费用	305.08	795.19	160.65
投资损失	0.00	0.00	
递延所得税资产减少	-177.44	-52.55	-70.38
递延所得税负债增加	0.00	0.00	
待摊费用减少	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	
存货的减少	669.80	-1000.05	-249.30
经营性应收项目的减少	-5328.43	4887.60	-191.73
经营性应付项目的增加	1244.84	-2844.50	-328.50
其他	0.00	-5084.90	
经营活动产生的现金流量净额	-1065.99	659.22	-161.84
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	6540.14	526.65	-91.95
减: 现金的期初余额	1703.41	6540.14	283.94
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	4836.73	-6013.50	-224.33

附件 4 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年 11 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	1.56	1.62	--
存货周转次数(次)	0.98	0.47	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.25	--
现金收入比(%)	79.29	95.25	--
盈利能力			
营业利润率(%)	47.89	71.25	68.15
总资本收益率(%)	6.56	13.30	--
净资产收益率(%)	9.92	18.98	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	25.10	23.65	47.38
全部债务资本化比率(%)	48.05	47.47	50.72
资产负债率(%)	58.78	57.78	51.79
偿债能力			
流动比率(%)	186.60	144.58	437.81
速动比率(%)	156.25	101.30	359.35
经营现金流负债比(%)	-8.77	6.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.39	6.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.37	2.28	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.23	-0.52	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-7.95	-7.46	--
现金偿债倍数(倍)	1.64	0.13	0.76
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.39	3.40	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.27	0.16	--

跟踪评级公告

联合[2009] 585 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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>

深圳市金立通讯设备有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A 评级展望: 稳定
上次评级结果: A 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2009年12月22日

财务数据

项 目	2007年	2008年	09年6月
现金类资产(万元)	41721.74	17152.20	18414.87
资产总额(万元)	167935.69	138341.53	117674.70
所有者权益(万元)	61746.85	68550.73	75607.13
短期债务(万元)	40421.61	21718.14	23700.00
全部债务(万元)	50421.61	31718.14	33700.00
营业收入(万元)	259527.95	239651.15	88738.72
利润总额(万元)	23470.01	15720.01	6842.16
EBITDA(万元)	25080.39	19513.27	--
经营性净现金流(万元)	14314.27	323.86	--
营业利润率(%)	19.90	25.62	23.50
净资产收益率(%)	32.30	18.47	--
资产负债率(%)	63.23	50.45	35.75
全部债务资本化比率(%)	44.95	31.63	23.87
流动比率(%)	167.05	200.62	295.35
全部债务/EBITDA(倍)	2.01	1.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	27.08	14.99	--
经营现金流/负债比(%)	14.88	0.54	--

注: 公司 2009 年 6 月数据未经审计。

分析师

黄 滨

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市金立通讯设备有限公司(以下简称“公司”)是专业从事手机研发、生产和销售的高新技术企业。跟踪期内,公司手机产品更新换代迅速,各机型均保持了较高的产销率;全国市场布局已逐步完善;公司是中国三大运营商的战略合作伙伴之一,并于2009年9月新推出3款3G产品。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到受国际金融危机蔓延影响,中国手机产业增速放缓,市场竞争日趋激烈,公司经济效益也出现下滑,盈利能力下降,经营活动净现金流规模减少。

随着公司研发实力的增强,新产品成熟度的不断提高,以及与运营商合作的日益紧密,公司有望继续保持较强的竞争力。公司的财务弹性良好,债务负担有所减轻。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为A,评级展望为稳定。

优势

1. 公司自主研发能力较强,全国市场布局已逐步完善,整体竞争力在国内手机行业中位居前列。
2. 公司手机产品更新换代迅速,各机型均保持了较高的产销率。
3. 公司债务负担呈下降趋势。
4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较高。

关注

1. 在本地“山寨”手机和外资品牌竞争的双重挤压下,国内正规手机厂商面临的市场环境进一步恶化。
2. 公司应收账款、其他应收款和存货规模较大。
3. 公司盈利能力下降,期间费用大幅上涨。
4. 公司经营活动净现金流规模波动较大。

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

主要由企业提供,联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

一、公司概况

深圳市金立通讯设备有限公司（以下简称“公司”）成立于2002年8月，由多个自然人出资共同组建。截至2008年底，公司注册资本20000万元，其中刘立荣持股41.4%、卢光辉持股20.5%，李金荣持股14.7%，李明员持股12.3%，其他自然人持股合计11.1%。公司实际控制人为刘立荣。

公司目前的主营业务为通讯设备的生产、技术开发及销售，内外销同步。截至2008年底，公司共有控股、参股公司12家，2008年纳入合并报表范围的仅有一家控股子公司东莞市金铭电子有限公司（公司直接持股92%，杨建成持股8%）。

截至2008年底，公司合并资产总额138341.53万元，所有者权益68550.73万元；2008年实现营业收入239651.15万元，利润总额15720.01万元。

截至2009年6月底，公司合并资产总额117674.70万元，所有者权益75607.13万元；2009年实现营业收入88738.72万元，利润总额6842.16万元。

公司注册地址：深圳市深南大道6007号创展中心8楼；法定代表人：刘立荣。

二、经营分析

1. 行业分析

（1）行业现状

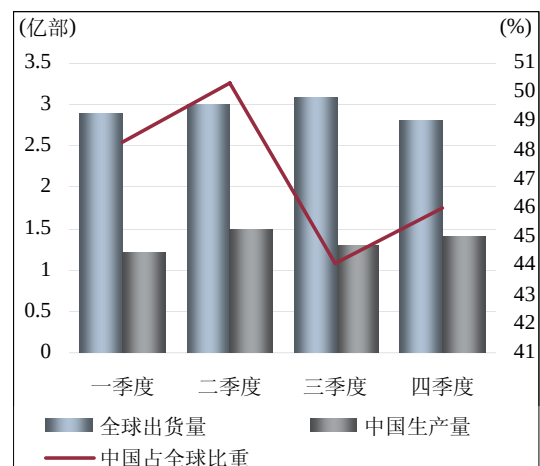
2008年，受国际金融危机蔓延影响，全球手机市场增长减缓，结构调整形势更加严峻。面对不利的形势，中国手机行业运行总体保持平稳发展，外贸出口稳中有降，产品更新换代加快，在支撑全国信息化发展中发挥了积极作用。

产业规模继续扩大

2008年，中国移动电话用户新增9392.4万户，用户总数为6.41亿户，每百人移动电话拥

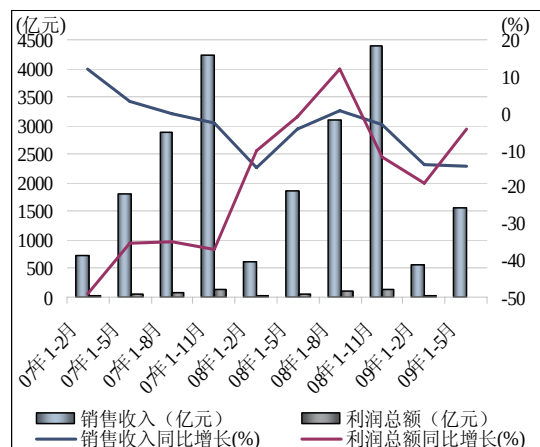
有量达到47.3部，比2007年增加6.2部。全行业手机产量5.6亿部，同比增长2%。据IDC发布的报告，2008年全球手机出货量达11.8亿部，同比增长3.5%；中国境内生产手机占47.5%，与2007年基本持平。2009年上半年，中国新增移动电话用户5395.4万户，总数达到6.95亿户，其中6月份净增825万户，移动电话普及率达到每百人52.5部，中国用手机上网的用户达到1.55亿，占全国网民总数的46%。

图1 2008年中国手机生产与全球出货量比较



资料来源：中商情报网

图2 中国移动通信及终端设备行业盈利情况



资料来源：WIND资讯

经济效益出现下滑

随着国际金融危机影响逐步显现，手机产业增速放缓，多数企业效益甚至出现负增长。2008年1~11月，中国移动通信及终端设备行业

实现销售收入4385.58亿元，利润总额128.47亿元（见图2）。其中2008年9~11月行业利润总额降幅超过50%。2009年以来，行业收入和利润与2008年同期相比仍呈下降趋势，但下降幅度已趋缓。

出口增长稳中有降

据海关统计，2008年中国手机出口5.33亿部，同比增长10.4%，出口金额为385.4亿美元，同比增长8.27%，同期手机进口1771.9万部，同比增长5.3%，进口金额为17.21亿美元，同比下降3.85%。分月份看，手机出口增速呈下降趋势。2008年前三季度，平均每月增速超过10%，至10月份起开始出现下滑，11月当月下降11%，12月降幅高达22%。2009年上半年，中国手机出口2.3亿部，出口额为160.82亿美元，同比分别下降7.22%和7.69%，延续同比下滑的趋势。但是6月份出口出现同比小幅增长的拐点迹象，如果全球经济呈现逐步回暖的趋势，预计下半年中国手机出口将逐步企稳。

中国手机产品出口仍然主要依靠外商投资企业。2008年外商投资企业出口占整个手机出口的83%，其中诺基亚、摩托罗拉、索爱、三星等跨国公司占全部出口量的71.5%；国内品牌企业手机出口6400万部，占出口的17%。

市场结构调整加快

2008年，中国工业和信息化部监测的百家重点手机生产企业中，GSM手机产量同比下降17.1%，销售同比下降15.4%，产销占全行业比重分别为74.7%、75.4%，比2007年底分别下降了6.7、6.5个百分点。运营商的重组对CDMA手机产销产生一定的影响，CDMA手机产量同比增长15.4%，销量同比增长15.2%，产销比重分别为13.5%、13.4%，比2007年底均提高了1个百分点。3G手机产销快速增长，随着2008年4月份TD-SCDMA开始试商用，以及国际市场需求增加，拉动3G手机产销快速发展，全年共生产3G手机6579万部，同比增长87.5%，销售6637万部，同比增长90%；产销占行业比重分别为

11.8%和11.2%，比2007年分别增长了5.7和5.5个百分点。

（2）行业关注

山寨机冲击日趋明显

目前，山寨机已形成完整的产业链，并日益成为行业发展中不可忽视的力量。由于山寨机不经过入网认证，上市时间和成本优势明显，款式也比较新颖，因此在新增出口及农村市场上都对品牌企业带来极大冲击。部分山寨机与品牌企业新款产品存在高度模仿特征，从一定程度上侵犯了后者的知识产权。此外，由于山寨机企业良莠不齐，很多产品缺乏严格检测直接上市，也缺乏后续维修保障，相关的质量和服务问题日趋突出。

渠道竞争日趋激烈

一方面，在低迷的宏观环境下，为应对山寨机的挑战，国内外厂商渠道拓展力度不断加强。国外企业如诺基亚加快拓展农村销售渠道，摩托罗拉的复兴战略为渠道商提供每款手机巨额利润空间；国内企业纷纷选择实行多品牌策略，部分企业在渠道模式上进行改革，把原分公司改为区域营销中心，分公司直供改为区域代理模式以期进一步降低销售成本。这些都标志着新一轮的渠道整合正在启动。另一方面，随着3G时代到来，移动运营商为了推广新业务，加强自身在产业链中的地位，将更多介入手机销售领域，规模采购和捆绑销售将成为又一重要的手机销售渠道。

2. 经营分析

公司是专业从事手机研发、生产和销售的民营高新技术企业，生产规模较大，自主研发能力较强，整体竞争力在国内手机行业中位居前列。据市场调研机构赛诺数据显示，2007年金立产品的销量约为730万台，市场占有率为5%，位居全行业第六，国产品牌第二；2008年7月，金立的市场占有率已超过天语，跃居国产第一，进入行业前五；同类产品的单机价格和

利润率更是一直位居国产手机品牌前列。

产销方面，截至2009年6月底，公司已拥有3个组装车间，共配备了2条测试下载线和11条组装包装线，产能突破100万台/月。2008年公司分别生产和销售348.16万台、359.85万台手机，产销率为103.36%。2008年以来，公司手机型号更新换代加速，其中产销量较高的机型为L6、A10和V36，产销量均在20万台以上，这三款机型占总产量比重分别为7.09%、6.96%和5.78%，占总销量的比重分别为7.63%、6.99%和6.15%，是公司2008年的主打产品。2009年上半年，主打商务功能的金立L600机型产销量大增，分别占公司总产量的22.75%、总销量的18.65%。据赛诺数据显示，L600机型在2009年4月初上市的两周内市场份额已达到0.3%。从主要客户分布来看，公司主要专注于国内市场，目前客户已从广东本省逐步拓展到全国。

表1 2008~2009年6月公司分产品产量

2008年			2009年1-6月		
主要产品名称	产量(台)	占总产量比例(%)	主要产品名称	产量(台)	占总产量比例(%)
L6	246982	7.09	L600	312309	22.75
A10	242489	6.96	A539	94843	6.91
V36	201114	5.78	A66	91116	6.64
L7	176938	5.08	Q8	77160	5.62
D16	170013	4.88	V300	73963	5.39
V33	160604	4.61	I9	68470	4.99
A68	159630	4.58	H66	52412	3.82
L5	105402	3.03	M906	51955	3.78
H66	103693	2.98	M10	50014	3.64
A536	100326	2.88	M903	48255	3.52
前10名合计	1667191	47.89	前10名合计	920497	67.05
总产量	3481649	100.00	总产量	1372799	100.00

资料来源：公司提供

表2 2008-2009年6月公司分产品销量

2008年			2009年1-6月		
主要产品名称	销量(台)	占总销量比例(%)	主要产品名称	销量(台)	占总销量比例(%)
L6	274515	7.63	L600	310964	18.65
A10	251688	6.99	M906	95711	5.74
V36	221364	6.15	M7	88942	5.33
L7	197041	5.48	A66	84938	5.09
D16	172768	4.80	A539	82419	4.94
V33	172237	4.79	Q8	81762	4.90
A68	153761	4.27	H66	81512	4.89
L5	137227	3.81	V300	70064	4.20
H66	96866	2.69	A16	69627	4.18
H88	92580	2.57	A68	61600	3.69
前10名合计	1770047	49.19	前10名合计	1027539	61.62
总销量	3598460	100.00	总销量	1667623	100.00

资料来源：公司提供

表3 2008-2009年6月公司分地域销量

2008年			2009年1-6月		
主要客户与地域名称	销售金额(亿元)	占总销售额比例(%)	主要客户与地域名称	销售金额(亿元)	占总销售额比例(%)
四川	1.40	5.61%	黑龙江	0.78	8.22%
黑龙江	1.35	5.41%	四川	0.53	5.56%
河北	0.94	3.76%	昆明金品	0.40	4.21%
昆明金品	0.91	3.65%	河北	0.38	3.97%
江西	0.89	3.59%	广州永信	0.33	3.50%
广州永信	0.87	3.49%	深圳	0.32	3.41%
前5名合计	6.36	25.51%	前5名合计	2.74	28.87%
总销售额	24.88	100%	总销售额	9.47	100%

资料来源：公司提供

研发方面，公司专门建立了以杭州德科通信技术有限公司为代表的研发子公司进行3G研究，实现了与TD技术的全面同步，并拥有“3G终端应用软件”等自主知识产权。2008年公司共完成33多款机型的研发，其中公司自主研发30款，ODM¹机型3款。目前，公司已成为中国三大运营商的战略合作伙伴和终端供应商之一。2009年9月2日，公司在北京举办了全面提速3G的战略发布会，会上展出了TD86、TD108、CE708等系列3G产品，覆盖TD和EVDO两种制

¹ ODM (Original Design Manufacturer)原始设计制造商，包括部分设计的代工

式。

3. 发展规划

2009年，公司规划如下：研发方面，计划完成30款新机型，平均每月保持有1—4款新机型上市；重点加强MTK和PHILIPS的平台建设，以减少产品同质化。生产方面，将加大成本控制力度，推动“产品标准化”的执行，保证库存合理性。销售方面，将有步骤的理顺双代理制度，加强终端销售建设；2009年目标是在全国建立600个旗舰店、5000个核心店。

总体看，跟踪期内，公司手机产品更新换代快，产销率高，全国市场布局正逐步完善。

4. 项目情况

本期债券募集资金10000万元，主要用于移动通信终端生产项目和第三代移动通信终端设备的技术改造项目。上述项目总投资37505万元，本期债券发行额占项目总投资额的26.66%。公司目前新增手机生产线项目的设备投入已基本完成，3G项目研发和生产线建设已正式启动。

三、财务分析

公司 2008 年度合并财务报表经深圳中勤万信会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2009 年 6 月数据未经审计。

1. 盈利能力

随着国际金融危机影响逐步显现，手机产业增速放缓，许多手机生产企业效益甚至出现负增长。受此影响，2008 年公司实现营业收入 239651.15 万元，利润总额 15720.01 万元，净利润 12663.76 万元，与上年相比分别大幅下降 7.66%、33.02%和 36.51%。

随着公司经营规模的扩大和全国布局的延伸，公司 2008 年期间费用大幅增长，其中销售费用为 30728.08 万元，管理费用为 14429.83 万

元，较上年分别增长 47.30%和 54.19%。

2008 年公司产品更新换代加快、全国布局取得成效，营业利润率为 25.62%，较上年上升 5.71 个百分点。因净利润大幅下降，公司 2008 年净资产收益率和总资本收益率分别为 13.93%和 18.47%，较 2007 年分别大幅下降 13.83 个百分点和 4.68 个百分点，公司盈利能力大幅下降。

2009 年上半年，手机产品更新换代迅速，生产企业竞争日趋激烈；互联网消费调研中心（ZDC）统计数据显示，手机市场总体均价呈下滑状态。受行业不景气影响，2009 年 1~6 月公司实现营业收入 88738.72 万元，利润总额 6842.16 万元，净利润 6822.29 万元，较上年同期分别大幅下降 62.97%、56.47%和 127.19%。其中投资收益为 3446.96 万元，较 2008 年大幅增长，主要是成本法核算的被投资公司分配的利润，未来收益还要根据被投资企业的分配政策和分配时机，存在波动性。

目前公司已推出三款 3G 产品，并不断推出新机型以适应市场需要，随着公司战略布局的逐步实现以及与中国三大运营商的合作日益密切，公司有望继续保持国内手机生产龙头厂商的地位。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2008 年公司经营活动产生的现金流入量为 286503.56 万元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金，公司现金收入比为 119.36%，较上年上升 22.29 个百分点，主要是公司对资金往来加强了管理控制，加大了资金回收力度，另外在年底销售旺季时公司提前收取了一部分铺货资金所致，公司收入实现质量较好；2008 年公司支付其他与经营活动有关的现金 48062.45 万元，较上年大幅增长，主要为各类往来款增长所致；因现金流出增长速度快于现金流入增长速度，经营活动产生的现金流量净额为 323.86 万元，同比大幅下降

97.74%。

从投资活动看,2008年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金以及投资支付的现金大幅增加,导致投资活动现金流出大幅增长了317.73%,2008年公司没有投资性现金流入,相应投资活动现金流量净额为-13744.99万元,筹资活动前现金流量净额为-13421.13万元,经营活动产生的现金流量净额未能覆盖投资活动产生的现金净流出。

从筹资活动看,公司2008年筹资活动现金流入2967.46万元,较上年大幅下降84.91%,主要是公司2007年发行了10000万元债券。公司相应筹资活动产生的现金流量净额为-11599.89万元。

2009年1~6月现金流情况公司未提供。

总体看,公司收入实现质量提高,筹资压力减缓。

3. 资本及债务结构

截至2008年底,公司合并资产总额138341.53万元,较上年下降17.63%。其中流动资产占86.71%,非流动资产占13.29%。公司流动资产以货币资金(占13.87%)、应收账款(占40.15%)、其他应收款(占20.72%)和存货(占17.24%)为主。公司应收款项占比高,但应收账款100%全部为1年以内,其他应收款99.71%为1年以内,实际回收风险较小。公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和无形资产构成,分别占比42.15%、16.77%和40.49%。其中无形资产为2008年新增的土地使用权,合计7445.46万元。

截至2009年6月底,公司资产总额为117674.70万元,其中流动资产占80.49%,非流动资产占19.51%。公司资产构成以流动资产为主,与2008年底相比变化不大。其中应收账款和其他应收款下降较快,分别较2008年底下降21105.73万元和7748.81万元。

总体看,公司资产结构合理,资产构成以

流动资产为主。

截至2008年底,公司所有者权益68550.73万元,公司仅合并了东莞市金铭电子有限公司1家全资子公司,其余控股公司均未纳入合并范围。公司所有者权益主要由股本和未分配利润构成,分别占29.18%和61.98%。2009年6月底,公司所有者权益合计75607.13万元,其构成与2008年底基本一致。总体看,公司所有者权益中未分配利润占比高,稳定性较弱。

截至2008年底,公司负债合计69790.80万元,同比大幅下降34.28%,主要是占比较高的应付票据和应付账款较上年大幅下降所致。公司负债以流动负债为主(占85.67%),负债结构有待改善。公司2008年底资产负债率为50.45%,全部债务资本化比率为31.63%,较2007年底分别下降12.78个百分点和13.32个百分点。公司债务负担有所减轻。

截至2009年6月底,公司负债合计42067.57万元,全部债务合计33700.00万元。公司资产负债率为35.75%,全部债务资本化比率为30.83%,均较2008年底有所下降。公司债务负担较轻。

总体看,公司债务规模总量大幅下降,债务负担较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2008年因公司流动负债大幅下降,公司流动比率为200.62%,速动比率为166.03%,均较上年大幅上升。2008年,公司经营现金流动负债比率为0.54%,与2007年的14.88%相比大幅下降了14.34个百分点,主要是因为2008年公司经营活动产生的现金流量净额下降幅度较大,对流动负债保障能力大幅下降。2009年6月底,公司流动比率和速动比率分别为295.35%和201.83%。总体看,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看,2008年公司实现EBITDA 19513.27万元,较上年下降22.20%,

主要是利润总额大幅下降33.02%所致；全部债务/EBITDA由2007年的2.01倍下降至1.63倍；EBITDA利息倍数由27.08倍下降至14.99倍。总体看，公司EBITDA对利息的保障能力大幅下降，但仍在合理范围内。

截至 2009 年 6 月底，公司现金类资产 18414.87 万元，是本期债券额度的 1.84 倍，公司现金类资产对本期债券的保障能力较强。

2008 年，公司经营活动产生的现金流入量为 286503.56 万元，为本期债券额度的 28.65 倍；2008 年公司实现 EBITDA 19513.27 万元，为本期债券额度的 1.95 倍，总体看，公司经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对本期债券额度的覆盖程度较高。

截至 2009 年 6 月底，公司无对外担保。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 A，评级展望为稳定。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	变动率 (%)	09 年 6 月底
流动资产：				
货币资金	40411.03	16638.03	-58.83	15684.99
交易性金融资产				
应收票据	1310.71	514.17	-60.77	2729.89
应收账款	49424.50	48163.19	-2.55	27057.46
预付款项	10655.83	8671.45	-18.62	131.42
应收利息				
应收股利				
内部往来				2009.25
其他应收款	15499.35	24848.31	60.32	17099.49
存货	43367.01	20685.10	-52.30	29987.96
待摊费用				10.54
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	10.54	432.77	4007.46	
流动资产合计	160678.97	119953.01	-25.35	94711.00
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	3491.38	7751.38	122.01	8777.38
投资性房地产				
固定资产	3678.68	3084.64	-16.15	3346.40
在建工程	7.48	54.26	625.46	3354.26
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产		7445.46		7445.21
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	79.17	52.78	-33.33	40.44
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	7256.72	18388.53	153.40	22963.70
资 产 总 计	167935.69	138341.53	-17.62	117674.70

附件 1-2 合并资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债和股东权益	2007 年	2008 年	变动率 (%)	09 年 6 月底
流动负债：				
短期借款	9878.16	2918.14	-70.46	7300.00
交易性金融负债				
应付票据	30543.45	18800.00	-38.45	16400.00
应付账款	42166.39	25292.12	-40.02	4133.11
预收账款	3193.78	2572.79	-19.44	2633.10
应付职工薪酬	766.51	411.14	-46.36	323.71
应交税费	8820.56	9133.84	3.55	-78.58
应付利息				260.61
应付股利	228.80	0.00	-100.00	0.00
其他应付款	591.19	662.77	12.11	347.93
预提费用				747.69
一年内到期非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	96188.84	59790.80	-37.84	32067.57
非流动负债：				
长期借款				
应付债券	10000.00	10000.00		10000.00
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	10000.00	10000.00	0.00	10000.00
负债合计	106188.84	69790.80	-34.28	42067.57
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	20000.00	20000.00	0.00	20000.00
资本公积	6.18	6.18	0.00	6.18
减：库存股				
盈余公积	6058.90	6058.90	0.00	6751.39
未分配利润	35681.78	42485.65	19.07	48849.55
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	61746.85	68550.73	11.02	75607.13
少数股东权益				
所有者权益(或股东权益)合计	61746.85	68550.73	11.02	75607.13
负债和股东权益总计	167935.69	138341.53	-17.62	117674.70

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率(%)	09 年 1-6 月
一、营业收入	259527.95	239651.15	-7.66	88738.72
减: 营业成本	207642.68	178012.84	-14.27	67785.71
营业税金及附加	227.18	246.17	8.36	97.22
销售费用	20860.83	30728.08	47.30	12646.86
管理费用	9358.29	14429.83	54.19	2730.27
财务费用	1295.04	15.14	-98.83	629.71
研发费用				1439.71
资产减值损失				
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)				
投资收益(损失以“-”号填列)	3314.44	600.00	-81.90	3446.96
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	23458.38	16819.10	-28.30	6856.21
加: 营业外收入	62.23	377.48	506.55	16.36
减: 营业外支出	50.60	1476.57	2818.24	30.41
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额(亏损以“-”号填列)	23470.01	15720.01	-33.02	6842.16
减: 所得税费用	3525.29	3056.25	-13.31	19.87
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	19944.72	12663.76	-36.51	6822.29
归属于母公司所有者的净利润				
少数股东损益				
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 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	251931.78	286058.40	13.55
收到的税费返还	52.59	67.68	28.70
收到的其他与经营活动有关的现金	13095.10	377.48	-97.12
经营活动现金流入小计	265079.47	286503.56	8.08
购买商品、接受劳务支付的现金	222331.37	225025.08	1.21
支付给职工以及为职工支付的现金	5782.08	8458.03	46.28
支付的各项税费	1794.15	4634.14	158.29
支付的其他与经营活动有关的现金	20857.60	48062.45	130.43
经营活动现金流出小计	250765.20	286179.70	14.12
经营活动产生的现金流量净额	14314.27	323.86	-97.74
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	170.00	0.00	-100.00
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所收回的现金			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			
收到的其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计	170.00	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	2790.37	7804.99	179.71
投资所支付的现金	500.00	5940.00	1088.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计	3290.37	13744.99	317.73
投资活动产生的现金流量净额	-3120.37	-13744.99	340.49
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金			
取得借款所收到的现金	9378.16	2967.46	-68.36
收到的其他与筹资活动有关的现金	10292.09	0.00	-100.00
筹资活动现金流入小计	19670.25	2967.46	-84.91
偿还债务所支付的现金	3050.00	9927.48	225.49
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	3466.67	4639.87	33.84
支付的其他与筹资活动有关的现金	1481.16	0.00	-100.00
筹资活动现金流出小计	7997.83	14567.36	82.14
筹资活动产生的现金流量净额	11672.43	-11599.89	-199.38
四、汇率变动对现金的影响		451.48	
五、现金及现金等价物净增加额	22866.33	-24569.54	-207.45

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)
1、将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	19944.72	12663.76	-36.51
加: 资产减值准备			
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	657.70	840.46	27.79
无形资产摊销	0.23	63.25	28010.04
长期待摊费用摊销	26.39	1587.39	5914.96
处理固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”填列)	0.00	1.80	
待摊费用减少(减:增加)	18.88		
预提费用增加(减:减少)	-21.57		
固定资产报废损失(收益以“-”填列)		49.87	
公允价值变动损失(收益以“-”填列)			
财务费用(收益以“-”填列)	661.07	15.14	-97.71
投资损失(收益以“-”填列)		-600.00	
递延所得税资产减少(增加以“-”填列)			
递延所得税负债增加(减少以“-”填列)			
存货的减少(增加以“-”填列)	-25219.31	22681.91	-189.94
经营性应收项目的减少(增加以“-”填列)	-15582.32	-6103.25	-60.83
经营性应付项目的增加(减少以“-”填列)	32078.40	-30876.46	-196.25
其他	1750.07		
经营活动产生的现金流量净额	14314.27	323.86	-97.74
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动:			
债务转为股本			
一年内到期的可转换债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净增加情况:			
现金的期末余额	40411.03	16638.03	-58.83
减: 现金的期初余额	18413.61	40411.03	119.46
加: 现金等价物的期末余额	1310.71	514.17	-60.77
减: 现金等价物的期初余额	441.81	1310.71	196.67
现金及现金等价物净增加额	22866.33	-24569.54	-207.45

附件 4 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数（次）	5.48	4.10	--
存货周转次数（次）	6.70	5.56	--
总资产周转次数（次）	1.92	1.56	--
现金收入比率（%）	97.96	119.36	--
盈利能力			
营业利润率（%）	19.90	25.62	23.50
总资本收益率（%）	18.61	13.93	--
净资产收益率（%）	32.30	18.47	--
财务构成			
长期债务资本化比率（%）	13.94	12.73	11.68
全部债务资本化比率（%）	44.95	31.63	23.87
资产负债率（%）	63.23	50.45	35.75
偿债能力			
流动比率（%）	167.05	200.62	295.35
速动比率（%）	121.96	166.03	201.83
EBITDA 利息倍数（倍）	27.08	14.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.01	1.63	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.22	-0.42	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力（倍）	12.09	-10.31	--
经营现金流动负债比(%)	14.88	0.54	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 586 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009 年 12 月 22 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	09 年 6 月
现金类资产(万元)	27179.59	22385.32	16089.31
资产总额(万元)	47911.06	57567.28	60752.79
所有者权益(万元)	39074.05	43364.85	44907.14
短期债务(万元)	0.00	5500.00	6000.00
全部债务(万元)	4258.54	9852.37	10406.91
营业收入(万元)	15151.07	18781.35	8959.52
利润总额(万元)	5834.79	6786.84	3233.81
EBITDA(万元)	5993.10	7430.84	--
经营性净现金流(万元)	3572.40	1131.12	-5254.20
营业利润率(%)	60.55	60.91	60.14
净资产收益率(%)	13.90	13.76	--
资产负债率(%)	18.44	24.67	26.08
全部债务资本化比率(%)	9.83	18.51	18.81
流动比率(%)	1070.18	448.38	384.00
全部债务/EBITDA(倍)	0.66	1.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	37.86	81.80	--
经营现金流流动负债比(%)	90.13	11.91	--

注: 2009 年 1~6 月财务数据未经审计。

分析师

王楚云

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市远望谷信息技术股份有限公司(以下称“公司”)在跟踪期内资产规模持续扩张,经营业绩稳定增长,市场领域继续拓宽,研发实力进一步巩固;目前公司盈利能力强,债务负担轻,偿债能力强。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时也关注到下游行业需求波动、公司应收账款规模较大,经营活动获现能力下降等因素给公司带来的不利影响。

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

综合考虑,联合资信维持公司的主体长期信用等级为 A⁺, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司在微波射频识别技术(RFID)铁路市场继续保持竞争优势,技术实力和品牌影响力较强。

2. 公司经营业绩稳定增长,主营业务盈利水平高。

3. 公司债务负担轻,整体偿债能力强。

关注

1. 2008 年以来,工业生产回落和出口萎缩对 RFID 应用行业需求增长形成负面影响。

2. 公司应收账款规模较大,经营活动获现能力有所下降。2009 年上半年经营性净现金流量为负。

一、企业概况

深圳市远望谷信息技术股份有限公司（以下简称“公司”）前身为深圳市远望谷信息技术有限公司，2003年11月整体变更为股份有限公司，2007年8月向社会公开发行人民币普通股股票1610万股，并在深圳证券交易所挂牌交易（远望谷，002161，SZ）。2008年4月，公司以资本公积转增资本人民币6420万元。截至2009年6月底，公司注册资本25680万元，公司实际控制人为董事长徐玉锁先生及其配偶陈光珠女士，持股比例分别为39.80%和5.22%。

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

截至 2008 年底，公司资产总额 57567.28 万元，所有者权益 43364.85 万元；2008 年实现营业收入 18781.35 万元，利润总额 6786.84 万元。

截至 2009 年 6 月底，公司资产总额 60752.79 万元，所有者权益 44907.14 万元；2009 年 1~6 月实现营业收入 8959.52 万元，利润总额 3233.81 万元。

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

二、生产经营

射频识别技术作为新一代的自动识别技术，相较于传统的条码技术具有无需光学可视、无需人工干预、双向传输等多种优势，已被国家信息产业部列为“十一五”期间信息技术应用的六大专项工程之一。2008年国际经济形势严峻，尤其是四季度全球实体经济陷入普遍性低迷。中国2008年GDP增速放缓，工业生产回落和出口萎缩对于RFID主要应用行业（如物流、生产制造、库存管理、交通）的影响较为明显，许多企业推迟RFID相关应用或降低采购

数量。目前RFID最大的推动力依然来自于政府，政府继续加大RFID的投资与支持力度。根据IDTechEx分析，全球RFID市场从2007年的49.3亿美元上升至52.9亿美元，根据易观国际分析，2008年中国RFID呈现平稳增长态势，增速放缓但规模增长，应用更加广阔。随着国外RFID企业进入中国市场，行业竞争将加剧。2009年上半年，全球RFID市场总体延续近两年平稳增长态势；受国际环境影响，中国RFID市场增长速度放缓，总体来说，RFID在中国市场得到了广泛认可，大部分应用领域保持了正面增长态势。

公司主营超高频RFID系统产品的开发及生产、销售。跟踪期内，公司面对国内外经济形势的变化，积极采取应对措施，深入挖掘行业客户，扩充营销渠道、加大市场拓展、保持研发及生产投入的增加，实现经营业绩的稳步增长。2008年公司实现营业收入18781.35万元，较2007年增长23.96%；2009年上半年实现营业收入8959.52万元，同比增长80.46%（见表1）。

公司作为铁道部ATIS（铁路车号自动识别系统）项目仅有的两家设备供应商之一，近年来铁路市场销售金额为公司销售收入的主要来源，未来在国家重点加大铁路建设的背景下公司铁路超高频产品销售收入仍将保持快速增长。2008年，公司进一步加强与政府部门的项目合作，在资产管理、车辆管理、图书馆应用等非铁路应用领域均实现新的突破，在畜牧管理市场取得较大进展，非铁路市场销售占比提高至37.47%，2009年上半年提高至48.47%。2008年以来，公司综合毛利率保持稳定（见表1）。

表1 公司主要产品收入及毛利率统计

产 品 类 型	主营业务收入（万元）			毛利率（%）		
	2007 年	2008 年	2009 年上半年	2007 年	2008 年	2009 年上半年
读写装置	11338.37	15122.59	5933.59	58.57	62.77	59.18
电子标签	2035.72	2570.12	604.91	57.49	45.56	60.78
软件	699.15	576.96	1313.49	98.30	92.20	85.74
备品备件等	734.22	226.11	988.85	56.30	36.12	31.70
合计	14807.46	18495.78	8840.84	60.18	60.97	60.16

数据来源：公司提供

产品研发和管理方面,公司引入CMMI(软件能力成熟度模型)管理体系提高对研发过程的管理控制水平,同时完善研发激励管理政策,探索和研究技术发展战略。2008年公司共形成核心技术18项,新增专利22项,研发费用支出1968.34万元,占主营业务收入的10.64%,公司被认定为深圳市第一批国家级高新技术企业。2009年上半年公司自主产品研发取得明显成效,新增专利7项,计算机软件著作权3项。

跟踪期内,公司利用资本市场,在RFID产业链开展投资收购工作,参股深圳市丰泰瑞达实业有限公司(30%),控股广州德鸿电子科技有限公司(51%),前者自主研发的“电力机车自动过分相系统”和参与联合设计的“机车司机警醒装置”是目前已被铁道部认可并面临广泛应用的两项技术,后者业务领域主要定位为RFID证件防伪标签、智能卡等,收购有利于公司扩大业务覆盖领域,提高核心竞争力。

公司作为2007年深圳市中小企业集合债券发行人之一,于2007年11月14日募集资金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以及铁路车号识别RFID产品产业化及拓展应用项目。截止2009年6月底,4500万元募集资金已全部使用。

三、财务分析

公司提供的2008年财务报表已经深圳鹏城会计师事务所有限公司审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2009年1~6月份的会计报表未经审计。

2008年,公司增加对新设立的广州市远望谷信息技术有限公司、深圳市远望谷创业投资有限公司、天津远望谷电子科技有限公司的合并;公司于2009年4月出资取得广州德鸿电子科技有限公司51%的股权,于4月30日将其纳入合并财务报表范围。

截至2008年底,公司资产总额57567.28

万元,所有者权益43364.85万元;2008年实现营业收入18781.35万元,利润总额6786.64万元。

截至2009年6月底,公司资产总额60752.79万元,所有者权益44907.14万元;2009年1~6月实现营业收入8959.52万元,利润总额3233.81万元。

盈利能力

2008至2009年上半年,公司销售规模持续增加,经营业绩稳定增长。2008年公司实现营业收入18781.35万元,同比增长23.96%,获得净利润5967.51万元,同比增长9.88%;利润增长幅度低于收入增长幅度,主要是公司期间费用随业务规模扩大而增加所致。2009年上半年,公司实现营业收入8959.52万元,同比增长80.46%,获得净利润2826.25万元,同比增长94.29%。凭借技术实力及市场竞争优势,公司整体盈利能力维持在较高水平,2008及2009年上半年,公司主营业务利润率分别为60.97%和60.16%;2008年公司净资产收益率为13.76%。

现金流及保障

2008年,公司经营活动现金流入量为17916.30万元,较上年增长6.30%,经营活动产生的现金流量净额1131.12万元,较上年降低68.34%,主要原因是公司支付的各项税费较上年同期相比增加;以及公司经营规模扩大,生产备料付款、销售推广、接受劳务及研发投入等现金支出较上年增加。公司投资活动现金净流量-7953.92万元,筹资活动现金净流量2015.77万元,现金及现金等价物净增加额为-4827.27万元。2009年上半年公司经营活动现金净流量-5254.20万元,现金及现金等价物净增加额-6249.60万元。

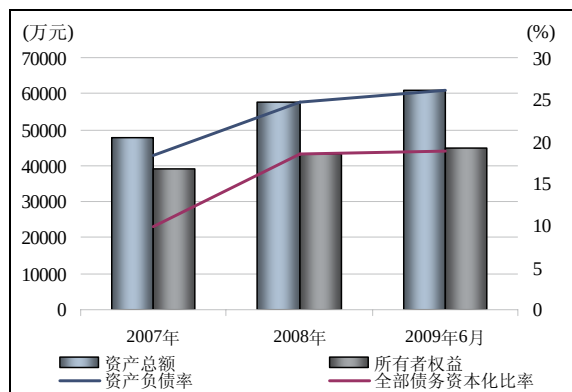
资本及债务结构

2008年至2009年6月,公司资产规模保持较快增长,较2007年底提高26.80%;资产结构中非流动资产的占比进一步提高,截至2009年6月底为28.46%。截至2008年底,公司应收账款

11485.56万元，较上年增长60.53%，2009年6月底进一步提高，原因为公司不断加大销售力度，销售合同较同期增加，同时公司为了拓展市场，对部分市场采取了相对宽松的信用管理措施。2008年至2009年上半年，公司在建工程大幅增长，主要为募集资金项目建设所致。2008年至2009年上半年，公司存货大幅增长，主要是销售规模增长、生产备货相应增加所致。

2008年4月，公司以资本公积向全体股东每10股转增10股共计6420万元；2009年6月，公司以每10股送4股转增注册资本5136万元，以资本公积金转增注册资本7704万元。截至2009年6月底，公司注册资本25680万元。2008年至2009年上半年，公司负债总额增长79.31%，主要是公司短期借款及应付账款增加所致。截至2009年6月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为26.08%和18.81%，均保持在较低水平。

图1 公司资本及债务结构



资料来源：公司财务报表

偿债能力

由于公司流动资产占比较高且现金类资产规模较大，公司短期偿债能力指标保持在较高水平，截至2009年6月底公司流动比率和速度比率分别为384.00%和302.88%。截至2008年底，公司EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为81.08倍和1.33倍，公司整体债务负担轻，偿债能力强。

2008年公司经营性现金流量净额和现金类资产与本期债券发行额度的比值分别为0.25倍和4.97倍，经营性现金流量净额和现金类资

产对本期债券的保障程度较好。

截至2009年6月底，公司无对外担保。

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

附件 1 合并资产负债表

(单位: 万元)

	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 6 月
流动资产:				
货币资金	27119.59	22292.32	-17.80	16042.72
应收票据	60.00	93.00	55.00	46.59
应收账款	7154.79	11485.56	60.53	16335.12
预付款项	3562.24	2594.52	-27.17	928.61
其他应收款	147.68	408.30	176.48	927.53
存货	4372.09	5721.60	30.87	9182.00
应收利息		1.26		1.26
流动资产合计	42416.39	42596.55	0.42	43463.82
非流动资产:				
持有至到期投资				
长期股权投资		1022.73		1026.63
固定资产	5042.01	5042.01	813683.00	9095.64
在建工程	29.76	29.76	119489.00	2765.37
无形资产	71.16	223.23	213.69	198.06
开发支出	232.63	697.30	199.75	944.38
商誉	5.00	2981.07	59521.45	2981.07
长期待摊费用				
递延所得税资产	114.11	208.81	82.99	272.18
非流动资产合计	5494.67	14970.73	172.46	17288.97
资产总计	47911.06	57567.28	20.15	60752.79
流动负债:				
短期借款		5500.00		6000.00
应付账款	2526.15	2272.96	-10.02	3619.26
预收款项	153.77	223.59	45.41	430.90
应付职工薪酬	16.97	24.26	42.90	4.11
应交税费	1105.88	973.72	-11.95	975.36
应付利息	21.38	27.76	29.88	156.01
其他应付款	139.32	477.79	242.94	133.11
流动负债合计	3963.47	9500.07	139.69	11318.75
非流动负债:				
长期借款				
应付债券	4258.54	4352.37	2.20	4406.91
其他非流动负债	615.00	350.00	-43.09	120.00
非流动负债合计	4873.54	4702.37	-3.51	4526.91
负债合计	8837.01	14202.44	60.72	15845.66
所有者权益 (或股东权益):				
实收资本 (或股本)	6420.00	12840.00	100.00	25680.00
资本公积	19273.70	12848.86	-33.33	5144.86
盈余公积	1434.27	1932.84	34.76	1932.84
未分配利润	11809.52	13684.14	15.87	10106.62
归属于母公司所有者权益合计	38937.49	41305.84	6.08	42864.33
少数股东权益	136.56	2059.00	1407.81	2042.81
所有者权益 (或股东权益) 合计	39074.05	43364.85	10.98	44907.14
负债和所有者权益 (或股东权益) 总计	47911.06	57567.28	20.15	60752.79

附件 2 合并利润表

(单位: 万元)

	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 6 月
一、营业收入	15151.07	18781.35	23.96	8959.52
减: 营业成本	5896.23	7233.43	22.68	3541.15
营业税金及附加	81.19	107.64	32.59	29.95
销售费用	923.87	1584.75	71.54	842.01
管理费用	2701.41	3699.86	36.96	1890.40
财务费用	21.42	-168.13	-884.98	-9.73
资产减值损失	85.49	498.87	483.55	279.69
加: 公允价值变动收益				
投资收益	19.38	60.66	212.96	7.33
其中: 对联营/合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	5460.85	5885.58	7.78	2393.39
加: 营业外收入	374.60	901.37	140.62	847.01
减: 营业外支出	0.66	0.11	-83.15	6.59
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	5834.79	6786.84	16.32	3233.81
减: 所得税费用	403.79	819.32	102.91	407.56
四、净利润	5431.00	5967.51	9.88	2826.28
其中: 归属于母公司所有者的净利润	5450.93	5509.27	1.07	2842.48
少数股东损益	-19.92	458.25	-2400.29	-16.21
五、每股收益 (元):				
(一) 基本每股收益	1.02	0.43	57.84	0.11
(二) 稀释每股收益	1.02	0.43	57.84	0.11

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 万元)

	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 6 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	16624.37	16980.00	2.14	5644.39
收到的税费返还	84.47	63.01	-25.41	270.62
收到其他与经营活动有关的现金	145.79	873.29	499.00	429.53
经营活动现金流入小计	16854.63	17916.30	6.30	6344.54
购买商品、接受劳务支付的现金	8424.06	9032.10	7.22	6689.19
支付给职工以及为职工支付的现金	1789.34	2196.58	22.76	1100.93
支付的各项税费	1482.66	2841.01	91.62	1602.40
支付其他与经营活动有关的现金	1586.18	2715.50	71.20	2206.21
经营活动现金流出小计	13282.23	16785.18	26.37	11598.74
经营活动产生的现金流量净额	3572.40	1131.12	-68.34	-5254.20
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		1300.00		0.00
取得投资收益收到的现金	19.38	36.67	89.22	3.43
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	13.44	2.72	-79.77	0.00
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		0.00		500.00
投资活动现金流入小计	32.83	1339.39	3980.31	503.43
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5041.74	4925.09	-2.31	1227.64
投资支付的现金		2800.00		0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	5.00	1568.23	31264.65	0.00
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	5046.74	9293.32	84.14	1227.64
投资活动产生的现金流量净额	-5013.91	-7953.92	58.64	-724.21
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	20404.97		-100.00	
取得借款收到的现金	1500.00	10000.00	566.67	6000.00
发行债券收到的现金	4500.00		-100.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	347.89		-100.00	
筹资活动现金流入小计	26752.86	10000.00	-62.62	6000.00
偿还债务支付的现金	3000.00	4500.00	50.00	5500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1659.03	3475.23	109.47	770.30
支付其他与筹资活动有关的现金	627.67	9.00	-98.57	0.00
筹资活动现金流出小计	5286.70	7984.23	51.02	6270.30
筹资活动产生的现金流量净额	21466.16	2015.77	-90.61	-270.30
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	3.55	-20.24	-670.70	-0.89
五、现金及现金等价物净增加额	20021.10	-4827.27	-124.10	-6249.60

附件 3-2 合并现金流量表

(单位: 万元)

	2007 年	2008 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	5431.00	5967.51	9.88
加: 资产减值准备	85.49	498.87	483.55
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	393.21	506.32	28.77
无形资产摊销	16.60	45.93	176.74
长期待摊费用摊销	0.96	0.10	-89.67
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)		-2.40	
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)		0.02	
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)			
财务费用(收益以“-”号填列)	154.76	111.88	-27.71
投资损失(收益以“-”号填列)	-19.38	-60.66	212.96
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-15.82	-86.98	449.74
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)			
待摊费用减少(增加以“-”号填列)			
预提费用增加(减少以“-”号填列)			
存货的减少(增加以“-”号填列)	-1036.01	-1504.61	2.19
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-1799.97	-3736.91	107.61
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	644.44	-607.95	-156.25
其他	-282.89		-100.00
经营活动产生的现金流量净额	3572.40	1131.12	-68.34
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	27119.59	22292.32	-17.80
减: 现金的期初余额	7091.40	27119.59	282.43
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	20028.19	-4827.27	-124.10

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	2.27	1.97	--
存货周转次数(次)	1.62	1.43	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.35	--
盈利能力			
营业利润率(%)	60.55	60.91	60.14
总资本收益率(%)	12.90	11.39	--
净资产收益率(%)	13.90	13.76	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	9.83	9.12	8.94
全部债务资本化比率(%)	9.83	18.51	18.81
资产负债率(%)	18.44	24.67	26.08
偿债能力			
流动比率(%)	1070.18	448.38	384.00
速动比率(%)	959.87	388.15	302.88
经营现金流动负债比(%)	90.13	11.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	37.86	81.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.66	1.33	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.34	-0.69	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-9.11	-74.45	--
现金偿债倍数(倍)	--	--	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	--	--	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	--	--	--

注：2009年6月财务数据未经审计。

跟踪评级公告

联合[2009] 587 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009 年 12 月 22 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 6 月
现金类资产(万元)	2709.13	5657.91	8093.44	3888.45
资产总额(万元)	14782.35	16841.88	20805.24	19840.59
所有者权益(万元)	1912.95	8799.40	12619.02	10792.21
短期债务(万元)	6967.77	2773.00	1900.00	1950.00
全部债务(万元)	6967.77	3273.00	4821.52	4902.99
营业收入(万元)	12458.49	16891.02	20084.80	6985.03
利润总额(万元)	1584.12	2943.66	3463.76	277.76
EBITDA(万元)	2699.06	3742.43	3999.37	--
经营性净现金流(万元)	735.32	2355.05	3169.60	--
营业利润率(%)	40.53	38.08	34.89	24.70
净资产收益率(%)	83.40	33.67	27.89	--
资产负债率(%)	87.06	47.75	39.35	45.61
全部债务资本化比率(%)	78.46	27.11	27.65	31.24
流动比率(%)	107.74	209.51	362.63	296.24
全部债务/EBITDA(倍)	2.58	0.87	1.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.56	5.28	9.83	--
经营现金流动负债比(%)	5.71	31.22	60.20	--

注: 公司从 2008 年开始执行新会计准则, 2006~2007 年数据为追溯调整数; 2009 年 6 月数据未经审计。

分析师

黄 滨
lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市中航信息科技产业股份有限公司(以下简称“公司”)是国内存折票据打印机重要制造厂商之一, 具有一定品牌优势, 跟踪期内, 公司生产规模稳步扩大, 海外市场开拓取得成效, 在专业打印机行业继续保持领先地位。公司债务结构有所改善, 债务负担较轻, 现金和经营性净现金流对本期债券保障能力较强。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到受原材料价格和人力成本上涨较快的影响, 公司盈利水平有所下滑; 公司正在筹划上市, 其进程存在一定不确定性。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 BBB, 评级展望为稳定。

优势

1. 在存折票据打印机等专业打印机领域, 公司拥有产品研发、客户资源等竞争优势。
2. 公司新拓展了 RFID 系统、IT 系统集成、软件开发项目总包和转包管理等新业务, 业务结构有所优化。
3. 公司债务结构有所改善, 债务负担较轻。
4. 公司现金类资产充足, 经营性现金流状况良好, 对本期债券保障能力较强。

关注

1. 公司销售市场对金融行业依赖程度仍较高。
2. 受 2008 年以来原材料价格和人力成本上涨较快的影响, 公司盈利水平下滑。
3. 公司存货、应收账款规模较大。
4. 公司正在筹划上市, 其进程存在一定不确定性。

一、企业概况

深圳市中航信息科技产业股份有限公司（以下简称“公司”）前身为深圳市中航信息科技产业有限公司，成立于2001年12月，注册资本人民币600万元。经多次股权转让与变更，注册资本增至人民币3000万元。2008年4月，公司整体改制为股份有限公司，注册资本人民币8700万元。截至2008年底，公司由常远（持股27.75%）、张健全（持股27.75%）等10位自然人和浙江天堂硅谷创业集团有限公司（持股23.33%）、深圳市国成科技投资有限公司（持股6.60%）和深圳市世纪大吉网络通讯有限公司（持股1.66%）分别持股。公司实际控制人是常远和张健全。

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

截至2008年底，公司（合并）资产总额20805.24万元，所有者权益12619.02万元（其中包含少数股东权益265.89万元）；2008年，公司实现营业收入20084.80万元，利润总额3463.76万元。

截至2009年6月底，公司合并资产总额17352.65万元，所有者权益10792.21万元（其中包含少数股东权益300万元）；2009年1~6月，公司实现营业收入6985.03万元，利润总额277.76万元。

公司注册地址：深圳市高新区中区软件园1号楼3层；法定代表人：张健全。

二、生产经营

1. 经营概况

公司主导产品是各类存折票据打印机、激光打印机、行式打印机等专业打印机，产品已

广泛应用于金融、制造、烟草、公共事业、物流等行业。跟踪期内，公司生产规模稳步扩大，海外市场开拓取得成效，在专业打印机行业继续保持领先地位。

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

从产品分类看，2008年，公司存折打印机产销量和耗材服务业务稳步增长。2008年，公司实现主营业务收入19667.44万元，较2007年增长16.61%，其中存折票据打印机占公司主营业务收入的75%左右（扣除内部相互抵消¹），且毛利率是公司各业务板块中最高的业务。但受原材料价格上涨和人力成本上升影响，公司毛利率逐年下降，尤其是2008年，公司存折打印机、行式打印机、激光打印机和耗材服务的毛利率较2007年分别下降8.83个百分点、7.21个百分点、25.76个百分点和14.88个百分点。

从区域分类看，国内方面，公司先后建立了华北、华东、华南、东北等7个大区和北京、上海、沈阳、广州等33个分支机构，建成了全国性的销售服务网络。2008年，公司甘肃烟草项目实施成功，辐射了十几个地市。国际方面，公司海外业务拓展也取得一定成效。公司海外销售的产品线涵盖了PB2存折打印机、点阵打印机、行式打印机、镭射打印机、RFID²和自助终端等产品。2008年，公司实现海外业务收入1128.50万元，综合毛利率达到36.00%。截至2008年底，公司海外事业部已经将业务范围拓展至十余个国家和地区，市场包括印度、菲律宾、韩国、印尼、斯里兰卡、巴基斯坦、泰国、

¹内部抵消主要是公司下属深圳市中航软件技术有限公司对母公司的关联方销售，内部抵消过大的部分主要是打印机主板及打印机专用软件的抵消。

²RFID是Radio Frequency Identification的缩写，即射频识别，俗称电子标签。RFID是一种非接触式的自动识别技术，通过射频信号自动识别目标对象并获取相关数据，识别工作无须人工干预，可工作于各种恶劣环境。

马来西亚、埃及、黎巴嫩、台湾、香港、越南、新加坡、萨尔瓦多、蒙古、迪拜等地。虽然存折打印机在印度市场恶性竞争严重，销售受到一定影响，但新增的伊朗、斯里兰卡、印尼和

韩国市场都发展较好，其中韩国经销商于2008年底新下了近5000台的订单。总体看，新市场的开拓弥补了旧市场所受到的冲击。

表1 2006~2008年公司主营业务收入和毛利率情况

项目	2006年			2007年			2008年		
	主营业务收入 入(万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	主营业务收入 入(万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	主营业务收入 入(万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
存折打印机	9560.23	76.95	43.63	12693.98	75.27	42.42	21100.93	107.29	33.59
行式打印机	2263.52	18.22	26.72	2930.34	17.37	23.19	2596.05	13.20	15.98
激光打印机	298.94	2.41	32.92	977.71	5.80	32.65	729.7	3.71	6.88
耗材服务类	301.89	2.43	51.11	263.5	1.56	25.51	1257.67	6.39	10.63
内部相互抵销	--	--	--	--	--	--	-6016.92	-30.59	--
合计	12424.58	100.00	40.47	16865.53	100.00	38.25	19667.44	100.00	35.93

资料来源：公司财务报告

2009年上半年，公司实现营业收入6985.03万元，利润总额277.76万元，同比分别增长11.87%和108.61%，但仅相当于2008年的营业收入的34.78%和利润总额的8.02%。主要是因为公司业务季节性变化很大，随金融机构采购周期的变化而变化，而金融机构采购主要在下半年进行。从公司第四季度销售情况来看（见表2），公司2007年和2008年第四季度分别完成销售收入7311.10万元和8822.60万元，分别占2007年和2008年营业收入的43.35%和44.86%。综合看，第四季度是金融机构采购的付款高峰期，如果2009年金融机构采购能够保持以往的水平，预计2009年下半年公司业务量能继续稳步增长。

表2 2007~2008年公司第四季度销售金额

	2007年	2008年
10月	1416.71	2367.59
11月	2293.41	2294.71
12月	3600.98	4160.29
第四季度销售收入总计(万元)	7311.10	8822.60
占全年营业收入比重(%)	43.35	44.86

资料来源：公司提供

子公司方面，中航软件确立了以打印机之外的新产品、新技术、新项目、新业务为发展

方向，以RFID系统和相关产品、银行外围软件、自助服务终端产品、IT系统集成、软件开发项目总包和转包管理、IT项目总包和项目管理等为重点业务；以引进、消化、吸收、转化的方式，逐步形成自己的核心竞争力。2008年中航软件有效利用高校、研究所资源，建立了与郑州信息工程学院、长沙国防科技大学、兰州大学、深圳高职院、西安交通大学、广州第五研究所的合作关系。其中与兰州大学签定863 RFID合作项目，正在申报国家立项。

荣誉方面，2008年12月，公司的金融打印设备产品荣获计算机世界传媒集团《新金融世界》杂志社“2008中国优秀金融IT产品及解决方案年度推荐”称号；2009年7月，公司在“第四届全国售后服务评价活动”中获“全国售后服务行业十佳单位”称号。另外，公司PR-b平推票据打印机、H系列行式打印机、intermecF8和PrintronixT4M条码打印机等多款产品入围“中央国家机关2009年信息类产品政府集中采购协议供货”项目，其中H系列行式打印机是首次入围中央政府采购。

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

2. 项目情况

本期债券募集资金3000万元，用于公司自主研制和生产的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%。

该项目原计划位于深圳市龙岗区，但后因土地批复问题，改在广东省惠州市进行，其土地使用权面积为34247.90平方米，使用年限为50年，该土地使用权证已办理完毕，2008年开始计入无形资产，目前工地已开始前期施工。项目由公司控股子公司惠州中航科技工业有限公司负责实施。截至2009年6月底，公司已使用了300万元左右募集资金进行研发投入，目前公司已成功研发出PR-C（带身份识别的存折票据打印机）和PR-T（带磁条读卡功能的存折票据打印机），并已进入试生产阶段；其余多款产品尚在研发过程中。

3. 公司上市进展情况

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

三、财务分析

公司 2006~2008 年三年连审合并财务报表经中磊会计师事务所有限责任公司审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2009 年 6 月数据未经审计。

1. 盈利能力

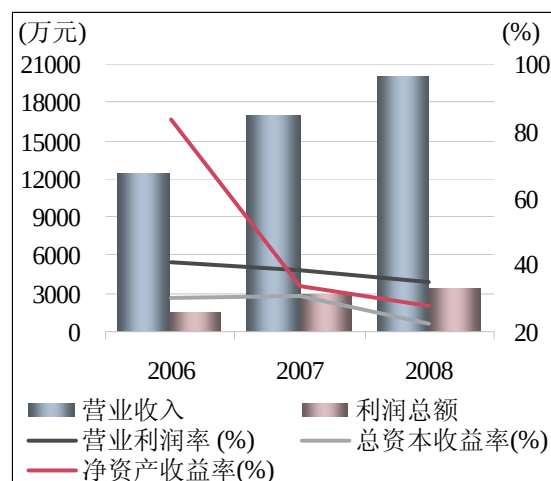
2008 年，公司实现营业收入 20084.80 万元，利润总额 3463.76 万元，净利润 3519.62 万元，与上年相比分别增长 18.91%、17.67%和 18.81%，主要是由于公司打破传统单一渠道的销售局面，国内市场进一步完善了大区建设，国际市场新开发了伊朗、斯里兰卡、印尼和韩国等地，订单和销售额都有所提升。

随着公司国内外市场的拓宽，公司 2008 年期间费用大幅增长，主要是管理费用增加至 1895.87 万元，较上年大幅增长 116.02 %。

从盈利指标看，受 2008 年以来原材料价格和人力成本上涨较快的影响，公司盈利水平有所下滑。2008 年公司营业利润率、净资产收益率和总资本收益率分别为 34.89%、22.51%和 27.89%，较 2007 年分别下降 3.19 个百分点、7.90 个百分点和 5.78 个百分点（见图 1）。

打印机行业销售特点是客户在年末集中采购，受产品订货周期的季节性影响，2009 年上半年公司实现营业收入 6985.03 万元，利润总额 277.76 万元，净利润 277.76 万元，同比分别增长 11.87%和 108.61%。

图 1 公司盈利能力情况



资料来源：联合资信整理

2. 现金流及保障

从经营活动看（见图 2），2008 年公司经营活动产生的现金流入量为 25305.94 万元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金，公司现金收入比为 114.26%，较上年上升 8.39 个百分点，公司收入实现质量较好；相应经营活动产生的现金流量净额逐年增加，2008 年为 3169.60 万元，同比大幅增长 34.59%。

从投资活动看，2006~2007 年公司投资规模均较小，2008 年因购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金以及支付其他与

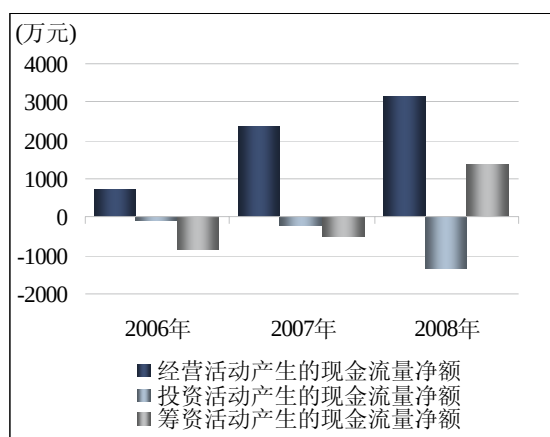
投资活动有关的现金大幅增加，导致投资活动现金流出增长至 1328.15 万元，公司近三年没有投资性现金流入，投资活动产生的现金均表现为净流出。2008 年，公司筹资活动前现金流量净额为 1841.45 万元，经营活动产生的现金流量净额能够覆盖投资活动产生的现金净流出。

从筹资活动看，公司 2008 年筹资活动现金流入 5300.00 万元，较上年大幅下降 55.25%，主要是公司银行贷款规模大幅缩小以及所有者权益提高所致。公司相应筹资活动产生的现金流量净额为 1371.99 万元。

2009 年 1~6 月现金流情况公司未提供。

总体看，公司收入实现质量较好，经营性现金流状况正常，能满足投资活动资金的需要；公司外部筹资压力小。

图 2 公司现金流情况



资料来源：联合资信整理

3. 资本及债务结构

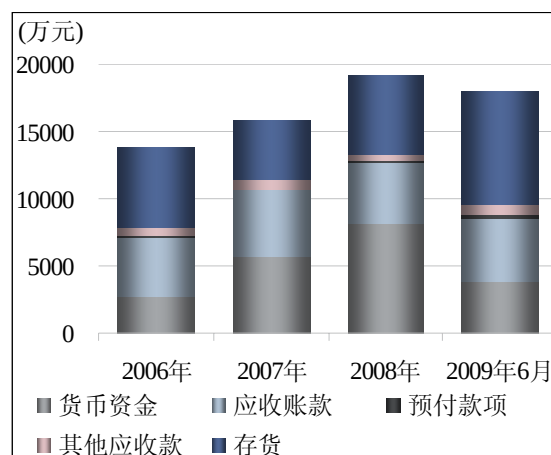
截至 2008 年底，公司合并资产总额 20805.24 万元，较上年增长 23.53%。其中流动资产占 91.76%，非流动资产占 8.24%。公司流动资产以货币资金（占 42.39%）、应收账款（占 23.90%）和存货（占 30.06%）为主。应收账款方面，1 年以内的占 85.95%，1-2 年的占 12.49%，其他占 1.56%，坏账准备计提比例为 6.12%，应收账款账龄一年内的占比高，累计坏账计提较充分；欠款金额前 5 名共计占应收账款账面余

额的 28.05%，集中度一般，账龄均系 1 年以内，欠款单位均为银行等公司长期稳定客户，坏账风险小。存货方面，公司存货主要以原材料和库存商品为主，2008 年公司存货同比增长 29.64%，主要因为打印机市场需求增大，公司扩大生产规模、加大原材料的采购所致。公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成，分别占比 52.58%和 40.43%。其中无形资产为 2008 年新增，全部是土地使用权。

截至 2009 年 6 月底，公司资产总额为 19840.59 万元，其中流动资产占 91.01%，非流动资产占 8.99%。公司资产构成以流动资产为主，与 2008 年底相比变化不大。流动资产科目的变化主要是以货币资金购买了大量原材料，以备 2009 年下半年生产经营所需。

总体看，公司资产结构合理，资产构成以流动资产为主。

图 3 公司流动资产情况



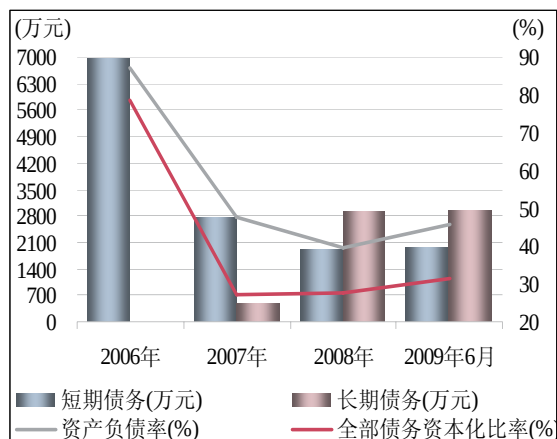
资料来源：联合资信整理

公司 2001 年成立时注册资本为人民币 600 万元；2002 年 11 月注册资本变更为 2000 万元；2007 年 9 月，浙江天堂硅谷创业集团有限公司增资人民币 3000 万元，其中注册资本为人民币 700 万元，其余 2300 万元计入资本公积；2007 年 12 月，自然人张健全和常远分别增资 385 万元，深圳市世纪大吉网络通讯有限公司增资人民币 154 万元，注册资本变更为 3000 万元；根据 2008 年 3 月 28 日股东会决议和修改后的公

公司章程,同意以 2007 年 12 月 31 日为基准日经审计的净资产人民币 8756.94 万元,将其中的 8700 万元按 1:1 比例折为股本,其余 56.94 万元转为资本公积。截至 2008 年底,公司所有者权益 12619.02 万元,其中少数股东权益为 265.89 万元。2008 年底,公司所有者权益主要由股本和未分配利润构成,分别占 68.94%和 28.10%。2009 年 6 月底,公司所有者权益合计 10792.21 万元,其构成与 2008 年底基本一致。总体看,公司所有者权益稳定性较好。

截至 2008 年底,公司负债合计 8186.22 万元,其中流动负债占 64.31%,非流动负债占 35.69%。2007 年 11 月发行的中小集合债公司募集资金 3000 万元,于 2008 年 1 月到账,2008 年负债结构较 2007 年有所改善。公司 2008 年底资产负债率为 39.35%,全部债务资本化比率为 27.65%。截至 2009 年 6 月底,公司负债合计 9048.39 万元,全部债务合计 4902.99 万元。公司资产负债率为 45.61%,全部债务资本化比率为 31.24%,均较 2008 年底略有上升,债务负担仍然较轻(见图 4)。

图 4 公司债务情况



资料来源：联合资信整理

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2008 年公司流动比率为 362.63%,速动比率为 253.62%,均较上年大幅上升。2008 年,公司经营现金流动负债比为 60.20%,与 2007 年的 31.22%相比大幅上升了

28.98 个百分点,经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力上升。2009 年 6 月底,公司流动比率和速动比率分别为 296.24%和 157.59%。总体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2008 年公司实现 EBITDA 3999.37 万元,较上年略有上升;相应全部债务/EBITDA 由 2007 年的 0.87 倍上升至 1.21 倍;EBITDA 利息倍数由 5.28 倍上升至 9.83 倍。总体看,公司 EBITDA 对利息及全部债务的保障能力较强。

截至 2009 年 6 月底,公司现金类资产 3888.45 万元,是本期债券额度的 1.30 倍,公司现金类资产对短期融资券的保障能力较强。2008 年,公司经营活动产生的现金流入量为 25305.94 万元,为本期债券额度的 8.44 倍;经营活动产生的现金流量净额为 3169.60 万元,为本期债券额度的 1.06 倍;2008 年公司实现 EBITDA 3999.37 万元,为本期债券额度的 1.33 倍。总体看,公司经营活动产生的现金流量和 EBITDA 对本期债券额度的覆盖程度较高。

截至 2009 年 6 月底,公司无对外担保。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 BBB,评级展望为稳定。

附件 1-1 2006~2009 年 6 月底合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	09 年 6 月底
流动资产：					
货币资金	2709.13	5657.91	8093.44	72.84	3888.45
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	4495.40	5005.96	4563.81	0.76	4714.80
预付款项	41.31	33.25	150.68	90.98	231.21
应收利息					
应收股利					
其他应收款	624.93	678.05	544.45	-6.66	771.09
存货	5995.30	4426.99	5739.23	-2.16	8451.24
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	13866.07	15802.15	19091.61	17.34	18056.79
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	892.61	997.27	901.06	0.47	1085.14
在建工程					752.37
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产			692.84		698.66
开发支出					
商誉					
长期待摊费用					
递延所得税资产	23.67	42.46	119.74	124.93	
其他非流动资产					
非流动资产合计	916.28	1039.73	1713.63	36.76	1783.80
资产总计	14782.35	16841.88	20805.24	18.64	19840.59

附件 1-2 2006～2009 年 6 月底合并资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

负债和股东权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	09 年 6 月底
流动负债：					
短期借款	6967.77	2773.00	1400.00	-55.18	1950.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	1317.19	1011.57	2293.13	31.94	4048.31
预收款项	3450.80	2325.22	306.19	-70.21	247.79
应付职工薪酬	61.63	5.07	9.41	-60.92	40.01
应交税费	439.78	1135.25	584.75	15.31	-260.13
应付利息			28.50		99.75
应付股利					0.00
其他应付款	632.22	292.37	142.72	-52.49	-30.34
一年内到期的非流动负债			500.00		
其他流动负债					
流动负债小计	12869.40	7542.48	5264.70	-36.04	6095.39
非流动负债：					
长期借款		500.00			
应付债券			2921.52		2952.99
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					
非流动负债小计		500.00	2921.52		2952.99
负债合计	12869.40	8042.48	8186.22	-20.24	9048.39
股东权益：					
股本	2000.00	3000.00	8700.00	108.57	8700.00
资本公积	170.00	3094.00	56.94	-42.12	67.20
减：库存股					
盈余公积	0.00	270.50	50.10		56.94
未分配利润	-257.05	2434.90	3546.09		1730.32
外币报表折算差额					
归属于母公司股东权益小计	1912.95	8799.40	12353.13	154.12	10492.21
少数股东权益			265.89		300.00
股东权益合计	1912.95	8799.40	12619.02	156.84	10792.21
负债和股东权益总计	14782.35	16841.88	20805.24	18.64	19840.59

附件 2 2006~2009 年 1-6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	09 年 1-6 月
一、营业收入	12458.49	16891.02	20084.80	26.97	6985.03
减: 营业成本	7401.17	10419.70	13016.53	32.62	5258.22
营业税金及附加	8.26	39.76	61.30	172.49	1.43
销售费用	1435.68	1692.53	1799.24	11.95	784.74
管理费用	824.79	877.62	1895.87	51.61	560.88
财务费用	1051.95	694.93	398.03	-38.49	127.18
资产减值损失	149.98	240.09	-221.77		
加: 公允价值变动收益					
投资收益					
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
二、营业利润	1586.67	2926.39	3135.61	40.58	252.56
加: 营业外收入	0.05	20.50	352.00	8290.51	25.20
减: 营业外支出	2.60	3.23	23.85	202.88	
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	1584.12	2943.66	3463.76	47.87	277.76
减: 所得税费用	-11.20	-18.79	-55.86	123.38	
四、净利润	1595.31	2962.45	3519.62	48.53	277.76
其中: 归属于母公司股东的净利润	1595.31	2962.45	3553.73	49.25	
同一控制下企业合并合并日前净利润					
少数股东损益			-34.11		
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.80	1.36	0.41	-28.44	
(二) 稀释每股收益	0.80	1.36	0.41	-28.44	

附件 3-1 2006~2008 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 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	13167.66	17883.35	22949.62	32.02
收到的税费返还	0.00	0.00	288.31	
收到其他与经营活动有关的现金	1204.05	716.42	2068.01	31.06
经营活动现金流入小计	14371.71	18599.78	25305.94	32.70
购买商品、接受劳务支付的现金	10293.11	11007.50	15967.42	24.55
支付给职工以及为职工支付的现金	798.24	960.24	929.63	7.92
支付的各项税费	178.49	357.33	1999.37	234.69
支付其他与经营活动有关的现金	2366.55	3919.66	3239.92	17.01
经营活动现金流出小计	13636.39	16244.72	22136.34	27.41
经营活动产生的现金流量净额	735.32	2355.05	3169.60	107.62
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				
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				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	80.25	200.39	728.15	201.23
投资支付的现金				
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	600.00	
投资活动现金流出小计	80.25	200.39	1328.15	306.83
投资活动产生的现金流量净额	-80.25	-200.39	-1328.15	306.83
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	3924.00	300.00	
取得借款收到的现金	10215.72	7920.00	5000.00	-30.04
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	10215.72	11844.00	5300.00	-27.97
偿还债务支付的现金	10009.62	11614.77	3373.00	-41.95
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1055.25	709.04	378.40	-40.12
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	176.61	
筹资活动现金流出小计	11064.87	12323.80	3928.01	-40.42
筹资活动产生的现金流量净额	-849.15	-479.80	1371.99	
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-3.13	-18.15	-19.70	150.75
五、现金及现金等价物净增加额	-197.21	1656.71	3193.74	
加: 期初现金及现金等价物余额	735.32	2355.05	3169.60	-40.42
六、期末现金及现金等价物余额	735.32	2355.05	3169.60	-40.42

附件 3-2 2006~2008 年合并现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	1595.31	2962.45	3519.62	48.53
加: 计提的资产减值准备	149.98	240.09	-221.77	
固定资产折旧	59.69	89.74	128.71	46.84
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (减: 收益)				
固定资产报废损失				
财务费用	1055.25	709.04	406.90	-37.90
投资损失 (减: 收益)				
递延所得税资产的减少 (减: 增加)	-11.20	-18.79	-77.28	162.74
递延所得税负债的增加 (减: 减少)				
存货的减少 (减: 增加)	-2300.58	1568.31	-1312.25	-24.48
经营性应收项目的减少 (减: 增加)	-3137.38	-555.61	458.32	
经营性应付项目的增加 (减: 减少)	3324.24	-2640.17	267.35	-71.64
合 计	735.32	2355.05	3169.60	107.62

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	2.77	3.56	4.20	--
存货周转次数(次)	1.23	2.00	2.56	--
总资产周转次数(次)	0.84	1.07	1.07	--
现金收入比(%)	105.69	105.87	114.26	--
盈利能力				
营业利润率(%)	40.53	38.08	34.89	24.70
总资本收益率(%)	29.85	30.41	22.51	--
净资产收益率(%)	83.40	33.67	27.89	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	5.38	18.80	21.48
全部债务资本化比率(%)	78.46	27.11	27.65	31.24
资产负债率(%)	87.06	47.75	39.35	45.61
偿债能力				
流动比率(%)	107.74	209.51	362.63	296.24
速动比率(%)	61.16	150.81	253.62	157.59
EBITDA 利息倍数(倍)	2.56	5.28	9.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.58	0.87	1.21	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.09	0.66	0.38	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.62	3.04	4.53	--
经营现金流动负债比(%)	5.71	31.22	60.20	

跟踪评级公告

联合[2009] 588 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A⁻ 评级展望：稳定上次评级结果：A⁻ 评级展望：稳定

跟踪评级时间：2009年12月22日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	09 年 6 月
现金类资产(万元)	8195.04	30021.23	77857.65
资产总额(万元)	52736.04	114654.09	172089.76
所有者权益(万元)	15781.34	43320.98	44032.49
短期债务(万元)	18178.71	41596.39	102551.09
全部债务(万元)	29392.10	50744.23	111315.16
营业收入(万元)	59046.32	234893.04	79255.73
利润总额(万元)	5108.57	4356.09	2593.84
EBITDA(万元)	8187.15	9346.18	--
经营性净现金流(万元)	-9344.45	-3157.66	2080.54
营业利润率(%)	13.53	4.89	8.12
净资产收益率(%)	27.34	8.09	--
资产负债率(%)	70.07	62.22	74.41
全部债务资本化比率(%)	65.07	53.95	71.66
流动比率(%)	138.78	158.61	131.06
全部债务/EBITDA(倍)	3.59	5.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.92	3.56	--
经营现金流负债比(%)	-36.30	-5.08	--

注：公司 2009 年 6 月数据未经审计。

分析师

黄 滨

lianhe@lianheratings.com.cn

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内，深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“公司”）2008 年综合物流业务和物流园经营业务收入有所下滑，但仍是公司主要的利润来源；贸易执行业务快速发展，成为公司未来主要业务发展方向；公司与中石油、飞利浦等多家国内、国际知名公司保持和建立了良好的合作关系，品牌优势突出、业务发展稳定。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担显著增加；近三年随着贸易执行和出口供应链服务在公司营业收入中所比重的不断上升，公司综合毛利率呈下降趋势；公司对中石油单一客户依赖程度相对较高；贸易执行业务和出口供应链服务业务占用资金较高，对公司的风险控制能力提出了挑战。

2009 年上半年公司综合物流服务收入较上年同期有所增长，综合毛利率有所上升，现金类资产充裕，经营性现金流入量规模大。2009 年下半年，国内 IT、化工产品的市场销售已呈现回暖态势；中石油等客户的采购额也主要集中在下半年，预计公司 2009 年下半年的收入及利润情况将有所提升。未来随着原材料及人工成本上涨的多重压力增大，将促使企业更多的选择物流及供应链外包业务，公司发展前景良好。

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

优势

1. 公司拥有的黄江塑胶物流园规模优势和区位优势均较为突出，为公司带来了稳定的现金流和客户群，同时也具有较强的扩张能力，

在此基础上促进了综合物流和贸易执行业务的发展。

2. 公司已与中石油、飞利浦等多家国内、国际知名公司建立了良好的合作关系，为公司开拓行业内的潜在客户奠定了良好基础，扩大和强化了公司的品牌优势。

3. 2008 年以来公司贸易执行和出口供应链服务发展迅速，未来发展潜力大。

4. 公司资产流动性较好，现金类资产充裕，对本期债券额度的保障能力强。

关注

1. 受金融危机影响，公司 2008 年综合物流业务和物流园经营业务有所下滑；2009 年上半年出口供应链业务有所下滑。

2. 公司综合物流总包服务的主要客户是中石油，存在客户集中度相对较高的风险。

3. 贸易执行业务和出口供应链服务业务占用资金较高，毛利率较低。

4. 公司债务负担进一步加重。

5. 公司飞马华南塑胶物流园技术改造项目已暂缓，后续进展值得持续关注。

一、公司概况

深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“公司”）前身是成立于1998年7月的深圳市飞马运输有限公司，2003年1月更名为深圳市飞马国际物流有限公司，2006年12月整体改制为股份有限公司，注册资本人民币9600万元；2007年4月公司增加股本500万股，以每股1.25元的价格定向增发，注册资本变更为10100万元；2008年1月，公司以每股7.79元的价格向社会公众公开发行人民币普通股（A股）3500万股，股本变更为13600万元。公司实际共募集资金人民币27265.00万元，扣除与发行有关的费用，实际募集资金净额为人民币25387.15万元，截至2008年底，剩余募集资金及利息15797.91万元。2009年6月8日，公司实施了资本公积金转增股本方案，以公司股本总数13600万股为基数，每10股转增5股。截至2009年9月底，公司注册资本为20400万元；相关工商变更登记手续已办理完成。公司实际控制人为黄壮勉先生。截至2009年6月底，黄壮勉持有广州市飞马运输有限公司84%的股份，广州市飞马运输有限公司持有公司63.53%的股份。

公司主营业务为供应链管理服务，主要服务包括国际采购执行、国际订单执行、精益物流（VMI·DC）、贸易执行（采购执行·销售执行）、塑化交易与综合供应链服务、标案执行、进出口通关服务、保税物流、大型及特种设备国际供应链管理服务等。

截至2008年底，公司合并资产总额114654.09万元，所有者权益43320.98万元（其中少数股东权益396.01万元）；2008年实现营业收入234893.04万元，利润总额4356.09万元。

截至2009年6月底，公司合并资产总额172089.76万元，所有者权益44032.49万元（其中少数股东权益402.00万元）；2009年1~6月实现营业收入79255.73万元，利润总额2593.84

万元。

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

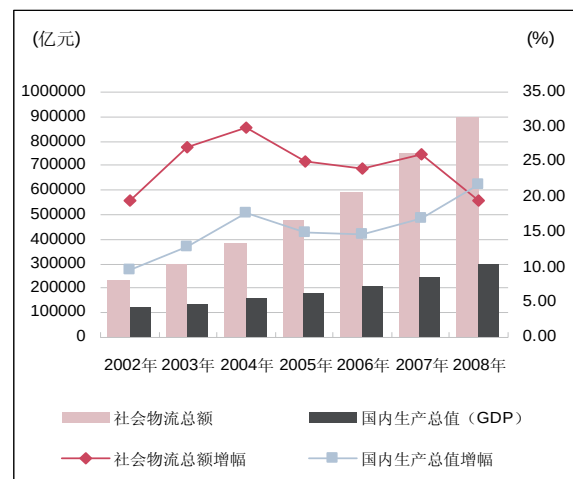
二、经营概况

1. 行业概况

行业运行

2002年以来，随着中国对现代物流业发展的重视程度逐渐增强，中国物流业进入快速发展阶段。2002~2008年，中国社会物流总额持续增长，年均复合增长率为25.27%，高于同期中国GDP年均复合增长率（16.49%）。2008年9月份以后，受全球性金融危机影响，物流行业受到的冲击相对较大，增幅出现明显下滑。2008年，中国实现社会物流总额898953亿元，增幅为19.5%（采用现价计算），增幅回落了6.7个百分点，增幅自2003年以来首次降到20%以下（见图1）。2008年全国物流业增加值为19965亿元，同比增长15.4%，增幅比2007年回落4.5个百分点。

图1 2002~2008年中国社会物流总额与GDP情况



资料来源：中国统计局及中国物流与采购联合会；

注：国内生产总值增幅及社会物流总额增幅均按照现价而非可比价格计算。

行业关注

受国际金融危机冲击和经济放缓影响，中

国物流业形势较为严峻，主要表现为：一是实物量增速回落。据交通运输部综合规划司数据显示，2008 年 11 月，中国规模以上港口货物吞吐量增幅同比回落 2.1 个百分点，集装箱吞吐量同比下降 8.3 个百分点；全国公路运输完成货运量和货物周转量，增速同比回落 7.3 和 7.2 个百分点。二是市场价格波动明显。虽然运输成本还在上升，但由于货量减少，运力相对过剩，运价只能维持在较低的水平上。2008 年 12 月 3 日，上海航运交易所发布的沿海散货运价指数同比下降了 50%。三是经营困难进一步加剧。物流企业普遍遇到了市场萎缩、业务减少、成本升高、利润下降和资金短缺的问题。

行业政策

国务院于 2009 年 3 月正式出台《物流业调整和振兴规划》（以下简称“物流振兴规划”），这是十大调整和振兴规划中唯一的服务业规划。规划提出了近期和三年两个阶段的目标，即在 2009 年，要力争改善物流企业经营困难的状况，保持产业的稳定发展；到 2011 年，培育一批具有国际竞争力的大型综合物流企业集团，物流业增加值年均递增 10%以上；物流整体运行效率显著提高，全社会物流总费用与 GDP 的比率比目前的水平有所下降。总体看，规划为促进中国物流业平稳较快发展，为行业的发展创造了良好的发展契机。

行业发展

2009 年上半年，随着国家一系列扩内需、促增长措施的实施，中国物流业出现了运行稳中趋升的积极变化，2009 年上半年，全国社会物流总额接近 43 万亿元，增幅为 6%，物流行业增加值约 9000 亿元，同比增长 21%。据国家商务部预计，2009 年下半年，中国物流业将呈现平稳加快增长态势，而且增长速度将有所加快，整体形势将好于上半年。

2. 经营分析

公司主营业务为供应链管理服务，目前采

取以综合物流服务为基础，以塑胶物流园区服务为支撑，以贸易执行和保税物流服务为拓展方向，以互相协同的业务结构为保障的业务发展模式，主要依托华北、华东、华南和西部四大营运中心以及完善的全国网络布局为客户提供全方位、多功能、跨区域的供应链一体化运作（见表 1 和图 2）。

表 1 公司业务分类、内容和平台概括

分类	业务模式	运营平台
综合物流服务 其中:国际物流	中石油设备国际采购; 保税物流	北京飞马
国内物流	黄江塑胶物流园增值服务、其他国内物流	深圳飞马
贸易执行	黄江塑胶物流园增值服务、IT 企业增值服务、进口供应链服务	深圳飞马、上海合冠
物流园经营	仓库、商铺出租、园区管理	东莞飞马
出口供应链服务	出口贸易执行等业务	深圳飞马

资料来源：公司招股说明书，联合资信整理

注：公司子公司和分公司情况见附件 1。

图 2 飞马全国营运网络



资料来源：公司网站

2008 年，公司实现营业收入 234893.04 万元，较上年同期增长 297.81%，主要是出口供应链服务业务大幅增长所致（由于出口供应链服务收入中包括了货值，因此放大了公司营业收入和增长速度）；实现利润总额 4356.09 万元，

较上年同期下降 14.73%。2009 年上半年以来，随着国内宏观经济的率先回暖，公司综合物流服务收入同比大幅增长；但由于世界经济依然表现疲软，公司出口供应链服务收入比上年同期下降了 27.94%，由于其在营业收入中所占比

例较大，其收入的下降对公司整体营收的影响较大。2009 年上半年，公司实现营业收入 79255.73 万元，利润总额 2593.84 万元，分别较上年同期下降 12.39%和 26.16%（见表 3）。

表 2 2007 年~2008 年公司营业收入、毛利率及占比分行业情况

分产品	2007 年					2008 年				
	营业收入 (万元)	营业收入 占比(%)	营业收入 同比增长 (%)	毛利率 (%)	毛利率 同比增 减(%)	营业收入 (万元)	营业收入 占比 (%)	营业收入 同比增长 (%)	毛利率 (%)	毛利率 同比增 减(%)
综合物流服务收入	24496.00	41.49	25.34	24.38	49.06	19787.86	8.42	-19.22	32.38	8.00
贸易执行收入	30839.37	52.23	476.94	1.77	52.60	44717.23	19.04	133.2	5.9	3.68
物流园经营收入	3710.95	6.28	10.86	54.14	-13.03	3265.05	1.39	-12.02	35.13	-19.01
出口供应链服务收入	--	--	--	--	--	167122.89	71.15	--	1.22	--
合计	59046.32	100	98.16	14.44	24.97	234893.04	100	297.82	5.21	-9.23

资料来源：公司年报

表 3 2008 年上半年和 2009 年上半年公司营业收入、毛利率及占比分行业情况

分产品	2008 年上半年					2009 年上半年				
	营业收入 (万元)	营业收入 占比(%)	营业收入 同比增长 (%)	毛利率 (%)	毛利率 同比增 减(%)	营业收入 (万元)	营业收入 占比 (%)	营业收入 同比增长 (%)	毛利率 (%)	毛利率 同比增 减(%)
综合物流服务收入	10515.29	11.62	--	34.32	--	14907.30	18.81	42.18	31.50	-2.82
贸易执行收入	19655.22	21.73	--	2.85	--	21036.19	26.54	6.86	4.49	1.64
物流园经营收入	2010.98	2.22	--	48.49	--	1359.94	1.72	-32.37	51.96	3.47
出口供应链服务收入	58216.22	64.35	--	1.16	--	41952.30	52.93	-27.94	0.92	-0.24
合计	90465.05	100.00	306.06	6.42	-10.71	79255.73	100	-12.39	8.49	2.07

资料来源：公司半年报

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

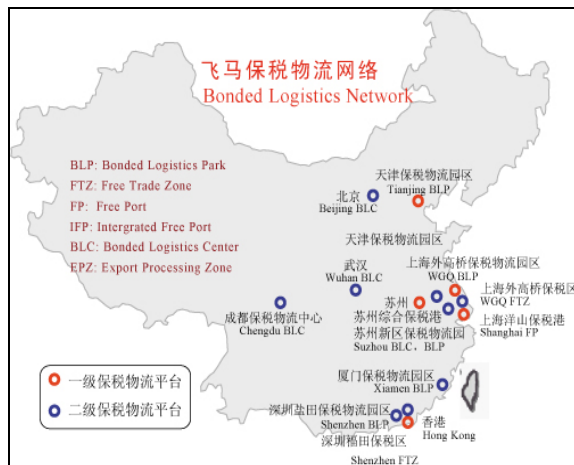
国际物流方面，公司自 2001 年与中石油开始合作，承揽了中石油国际设备以 FOB 定价采购的物流总包业务，目前已与中石油形成了稳定的合作关系，业务量逐年递增。截至 2009 年上半年，公司已成为中石油的设备国际采购物流细分市场的龙头服务商，所占市场份额达 70%以上。由于中石油目前正在进行“西气东输”二线管道工程建设，预计在 2011 年前完工，随着工程规模的加速，公司承接的相关设

备物流量也将快速上升。如果考虑到与其它公司、新客户签订的长期合作框架协议以及中石油其它一些工程，如新建油气田、大型设备维修更替等的设备运输需求，公司业务量还将有所增长，公司的目标是未来几年将份额增加到 80%。总体看，中石油是国家三大石油公司之一，其生产经营具有较高的稳定性，业务波动性相对较小，公司与中石油长期稳定的合作关系使公司的综合物流服务收入保持了良好的稳定性和持续性；虽然随着公司从石化向 IT、煤炭等行业进军，公司与中石油的业务收入占公司总收入的比例在逐年下降，目前仍占 15%左右，单一客户集中度依然较高。

另外，公司也为加工贸易型企业提供一体

化的保税区物流和供应链管理服务，涉及的行业包括 IT、汽车零配件、机电机械、航材、消费品等。据海关方面的数据，从 2000 年 4 月至今，国务院先后批准设立 59 个出口加工区；2003 年 12 月以后批准设立了 8 个保税物流园区；2004 年 5 月以后海关总署批准设立了 5 个保税物流中心（A 类 1 个，B 类 4 个）；2005 年 6 月以后国务院批准设立了 4 个保税港区。2007 年，公司被国家海关总署确定为建设全国保税物流园区的重要合作伙伴，负责保税物流的操作推广。目前公司已经与具有资源优势的区域物流服务供应商展开了全面的战略合作，全国物流业务网络和平台的构建正在逐步完善（见图 3）。目前中国已成为全球制造业的主要投资生产基地，产品主要以外销为主，同时兼营中国国内市场，这些企业采用的加工形式多数为保税形式的加工。目前加工贸易企业的进出口额已经超过中国总进出口额的一半，公司加工贸易保税物流发展前景广阔。

图 3 公司保税物流网络



资料来源：公司网站

国内物流方面，公司主要依托黄江塑胶物流园为相关企业进行综合物流增值服务。中国的塑胶工业主要集中在珠江三角洲地区和长江三角洲地区，东莞现已成为中国最大的塑胶集散地，拥有塑胶加工企业 4000 多家，年消耗塑胶原料 400 多万吨，因此公司在东莞黄江兴建

塑胶物流园，具有得天独厚的区位优势。黄江塑胶物流园占地面积 16.7 万平方米，拥有商铺 1290 间，规模优势较为突出。公司以物流园驱动商铺仓库出租+综合物流服务+贸易执行的经营模式，吸引了包括中石油、中石化、台塑、LG、三星、陶氏、奇美等品牌的 648 家商家进驻。这种经营模式为公司带来了稳定的现金流和客户群，同时也具有较强的扩张能力。

物流园经营方面，虽然公司该项收入一直较稳定，但 2008 年以来受金融风暴的影响，珠三角地区部分相关企业经营情况紧张，对黄江塑胶物流园的出租率和物流业务量也造成一定的负面影响，其 2008 年经营收入比 2007 年同期有所下降，但对公司实际经营影响不大。

2008 年以来，公司贸易执行服务和出口供应链服务高速增长，已成为公司新的业务拓展方向。为有效控制风险，这两种业务均为形式买断，公司按照一定的费率收取客户的综合服务费，对货物的价格、质量、数量等不承担风险，因此汇率的波动对公司该项业务及经营业绩没有影响。但货物的价值也包含在收入和成本中，放大了毛利率的计算基数，导致业务的毛利率偏低，随着贸易执行和出口供应链服务在公司总营业收入中所占比重的不断上升，其对公司综合毛利率的影响也将越来越大。

公司除在黄江塑胶物流园开展塑胶贸易执行业务外，还开拓了大型供货商和中小型经销商间 IT、3C¹产品“采购、仓储、物流”的执行，即供货商和经销商签订购买合同后，经销商支付给公司保证金（一般为所签购买合同金额的 20%~30%），再由公司垫付剩余款项从供货商处购买合同标的货物并进行相应的仓储物流，最后由经销商在一定时间内（一般为 30~45 天）从公司处分次、分量“购买”标的货物。这种服务模式为生产厂家或供应商、经销商解决了资金压力和库存压力，公司通过严格的客户选择制度、保证金制度、控货权和支付提货

¹ 3C 是计算机（Computer）、通讯（Communication）和消费电子产品（Consumer Electronic）三类电子产品的简称。

等制度来控制风险。目前该项业务公司收取的综合服务费不低于 0.07 元 RMB/USD。同时，公司在结汇的汇率上，可获得银行的优惠利率，通常优惠在 80-120 个点，但支付给客户是按银行的正常利率结汇额，这也成为公司的收益来源之一。由于公司仅充当了“贸易执行者”的角色而非实际的贸易参与方，标的货物多为知名企业（飞利浦、海尔、联想等）产品，市场需求较为坚挺，所以公司所需承担的经营风险并不大。目前，公司正在上海和苏州等地区拓展贸易执行和出口供应链服务业务，并努力压缩培育期，争取 2 年内实现为 10 家以上的世界 500 强企业服务，贸易执行和出口供应链服务业务量达到 100 亿元。随着新的跨国公司客户的加入，公司贸易执行和出口供应链服务业务的发展具备持续高速增长的前景。但由于这两项业务涉及“形式买断”供应商产品，因此对资金的要求较高。公司 2008 年曾获得 10 亿元银行授信额度，并积极采用商业票据交易，短期内促进了公司贸易执行和出口供应链服务业务的飞速发展。中长期来看，贸易执行和出口供应链服务业务的发展将取决于企业资金的积累以及挤压竞争对手（如已经进入相关行业的传统增值经销商、怡亚通（002183）等现代供应链管理企业）的市场份额。总体看，贸易执行和出口供应链服务业务发展潜力很大，预计今后几年收入比重会逐步提升。

从区域分类看，2008 年公司进出口服务业务依然依托国内客户开展，但把出口业务的下游和进口业务的上游拓展到了海外，在中国物流行业形势严峻的情况下，较好的开拓了市场，控制了风险。另外，公司加快了进出口业务客户群的拓展步伐，国际物流等业务比例也迅速增长。2008 年，公司海外业务实现营业收入 165445.89 万元，占公司营业收入的 70.43%。2009 年上半年，公司对亚洲（除中国以外）、非洲的营业收入依然保持了较高的增长率（见表 4）。

表 4 2008 年~2009 年 6 月公司营业收入分地区情况

地区	2008 年营业收入(万元)	比上年同期增减	09 年 1-6 月营业收入(万元)	比上年同期增减
华南地区	9226.93	-70.27%	7220.64	150.32%
华北地区	17338.97	109.18%	9392.27	-1.04%
东北地区	3129.31	-67.43%	288.75	-90.46%
华东地区	37026.55	266.16%	18363.92	15.01%
西南地区	2725.39	--	524.73	-40.30%
亚洲（除中国以外）	119709.52	--	14318.88	76.20%
美洲	36557.02	--	12452.98	-66.32%
非洲	9139.25	--	5611.40	95.32%
欧洲	40.10	--	11082.15	8.16%
合计	234893.04	297.82%	79255.73	-12.39%

资料来源：公司年报

总体看，公司综合物流服务和物流园经营收入虽受金融危机影响略有下滑，但毛利率相对较高，仍是公司利润的主要贡献力量；贸易执行和出口供应链服务的收入占比因放大效应而较高，未来潜力较大，但毛利率较低，且对公司风险控制能力提出新要求。

3. 项目情况

本期债券募集资金 4000 万元计划用于飞马华南塑胶物流园技术改造项目，总投资 20976 万元，本期债券发行额占项目总投资额的 19.07%。另外，公司上市后，通过首次公开发行股票募集的资金也对项目有所支持。由于国际、国内市场环境的变化使项目建设的背景、条件都有了很大的改变。基于稳健的原则，该项目现已暂缓，除前期投入用于综合物流业物开展的流动资金外，公司暂不计划继续投入资金。在市场因素明确后并根据新的市场环境进行可行性研究后，再确定新的投资计划。联合资信将对该项目后续进展保持持续关注。

4. 未来发展

2008 年下半年以来，金融危机给全球经济带来了巨大影响，对公司业务的影响亦不可避

免。2008年8月份，公司确立了“防守与稳健发展”的策略，相对有效地控制业务风险的扩大。

公司在经营管理方面确立了稳健发展、突破思维（如开发价值型供应链业务等）、确定发展行业（IT、塑化、通讯、奢侈品等）、以营销为主导、强化功能体系建设、重视核心团队建设、统一思想、重塑信心和谋求发展的指导方针；确立了建立桩基型供应链和精益型供应链的框架（如华东区的塑化供应链业务平台，以及华南香港的通讯VMI平台等）；确立了发展价值型供应链的方向，也就是从纯粹的被动服务模式向主动关注客户需求的商业模式延伸发展。

综合看，随着原材料及人工成本上涨的多重压力增大，将促使企业更多的选择物流及供应链外包业务，公司作为现代供应链物流的优质企业发展前景良好。但是随着公司业务由塑化向IT、通讯、快速消费品等领域拓展，以及贸易执行和出口供应链业务比重的增大，公司作为客户——供应链企业——供应商三方一体的中转平台，宏观经济波动、信贷或融资政策变动、市场需求变化等对公司项目的选择甄别、资金管理和风险控制提出了更高的要求。

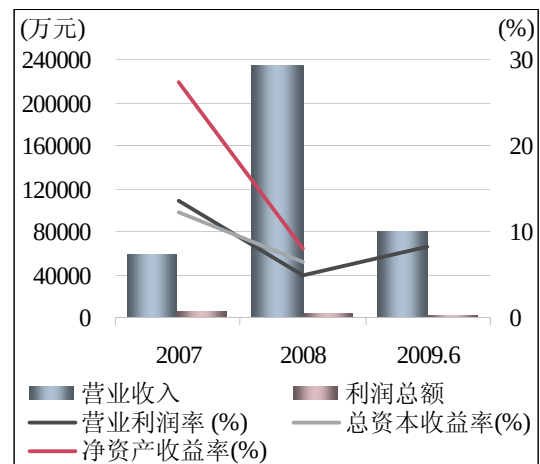
三、财务分析

公司 2008 年度财务报告经广东大华德律会计师事务所（原“深圳大华天诚会计师事务所”）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。2009 年上半年数据未经审计。

从盈利能力来看（见图 4），2008 年公司实现营业收入 234893.04 万元，同比增长 297.81%，主要是出口服务和贸易执行收入大幅增长所致（因以货值计算收入，增长速度被放大）。但由于营业成本的增长幅度（340.74%）快于收入增长幅度，以及公司实施综合物流供应链的网点布局致使期间费用大幅上升，导致公司利润总额为 4356.09 万元，同比下降

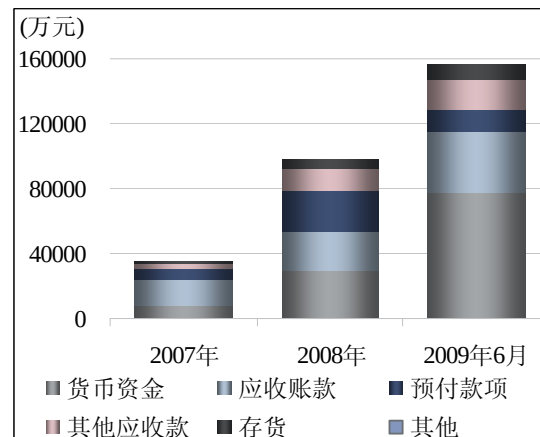
14.73%。2009 年 1~6 月，公司实现营业收入 79255.73 万元，利润总额 2593.84 万元，分别占 2008 年的 33.74%及 59.55%。2007~2009 年 6 月，公司营业利润率分别为 13.53%、4.89%和 8.12%，呈下降趋势，主要由于业务特性原因，营业利润率偏低的出口服务和贸易执行服务在营业收入总额中所占的比重不断上升，营业利润率下滑。

图 4 公司盈利能力情况



资料来源：联合资信整理

图 5 公司流动资产情况

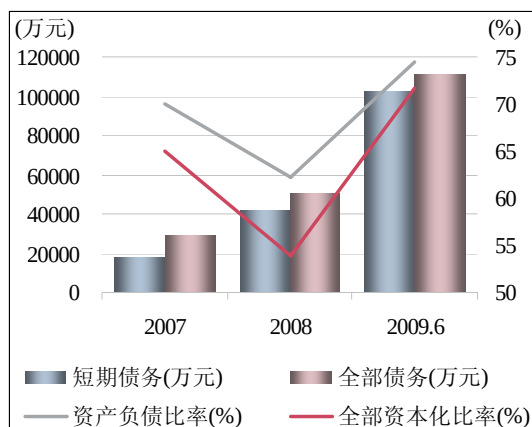


资料来源：联合资信整理

从资产结构来看，2008 年以来，公司资产规模迅速扩张，尤其是流动资产上升很快。截至 2008 年底，公司资产总额 114654.09 万元，流动资产占 86.01%，非流动资产占 13.99%。其中变动较大的主要是货币资金、预付款项和其

他应收款（见图 5）。货币资金的增加主要是公司发行新股募集资金到位和销售规模扩大所致的销售回款增加及流动资金借款增加；预付款项的增加主要系出口销售、贸易执行、国际订单执行业务增长所致，其他应收款的增加主要系 2008 年子公司东莞市飞马物流有限公司和 华南塑胶城与塑胶商家开展合作经营业务而增加了合作经营资金，并提供经营资金、仓储管理、物流配送等方面的服务所致。截至 2009 年 6 月底，公司资产总额 172089.76 万元，流动资产占 90.85%，非流动资产占 9.15%，资产结构基本保持稳定。其中货币资金较去年底大幅增加 47619.87 万元，主要原因系公司用于质押借款的保证金存款大幅增长所致。

图 6 公司债务情况

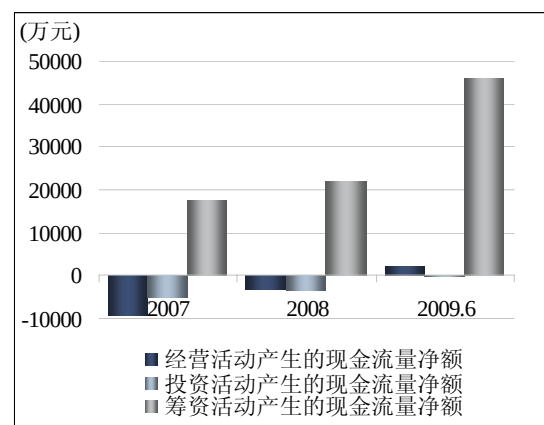


资料来源：联合资信整理

从负债及所有者权益方面看，截至 2008 年底，公司所有者权益合计（含少数股东权益）43320.98 万元，较上年增长 174.51%，主要是由于公司于 2008 年 1 月 30 日在深圳证券交易所公开发行上市募集资金所致。截至 2009 年 6 月底，公司所有者权益合计 44032.49 万元，因公司实施了资本公积金转增股本方案，股本变更为 20400 万元。2008 年公司负债总额 71333.11 万元，较 2007 年增长 93.03%；同期公司债务规模迅速扩大，2008 年公司全部债务为 50744.23 万元，同比增长 72.65%（见图 6）。公司资产负债率为 62.22%，全部债务资本化比

率为 53.95%，分别较上年下降 7.86 个百分点和 11.12 个百分点，公司债务负担有所减轻。2009 年 6 月底，公司短期债务规模大幅上升，主要因为公司经营规模扩大，所需周转资金增加所致的短期借款增加，以及公司运用存入人民币保证金质押取得美元贷款增加所致（剔除 4.62 亿元质押借款，短期借款较去年底实际增长 58.74%）。相应公司资产负债率上升至 74.41%，全部债务资本化比率上升至 71.66%，公司债务负担加重。

图 7 公司现金流情况



资料来源：联合资信整理

从现金流状况来看（见图 7），随着公司不断优化结算方式（如汇付、托收、信用证、保理和银行保函等结算方式的综合运用以及对收付款周期的控制管理），经营活动产生的现金流情况比上年有了较大改善。公司 2008 年经营活动产生的净现金流为-3157.66 万元，经营活动产生的现金净流出较上年有所收窄。跟踪期内，由于公司全国物流平台建设仍在进行中，投资活动产生的现金流出量较大，但没有投资活动现金流入，导致投资活动的现金流量净额为-3383.54 万元，投资活动产生的现金净流出较上年有所收窄。募集资金的到位，加上公司因业务需要银行借款的增加，导致筹资活动产生的现金流量净额增长。2009 年 1~6 月，因经营往来款流入流出规模较大，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金相应大幅增长。因

公司更多采用支付保证金控制入货风险，公司购买商品、接受劳务支付的现金增长速度低于销售商品、提供劳务收到的现金的增长速度，公司经营活动现金流量表现为净流入，为 2080.54 万元。受国际、国内市场环境的变化，公司投资较为谨慎，投资活动现金净流出为 461.30 万元。2009 年 1~6 月，公司取得借款收到的现金已超过上年全年水平，相应筹资活动现金流量净额大幅上升，为 45996.23 万元。

从偿债能力看，2008 年底公司流动比率和速动比率分别为 158.61%和 148.83%，与 2007 年相比均有所上升。2009 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 131.06%和 124.30%，较上年底有所下降，主要是短期借款大增所致的流动负债增加所致。但考虑到 2009 年 6 月底公司现金类资产为 77857.65 万元，其中货币资金 77584.52 万元，经营性净现金流大幅增长，公司短期偿债能力仍较强。

2008 年公司 EBITDA 利息倍数为 3.56 倍，较 2007 年的 6.92 倍有所下降；2008 年公司全部债务/EBITDA 为 5.43 倍，较 2007 年的 3.59 倍有所上升，表明公司长期偿债能力有所下降。2009 年 6 月底，公司债务负担重，EBITDA 对全部债务保障能力显著下降，公司新的经营模式对公司风险控制能力提出了新的要求，也对公司偿债能力提出了挑战。

从对本期债券的保障来看，2008 年公司经营活动现金流入量为 284602.78 万元，EBITDA 为 9346.18 万元，分别是本期债券额度的 71.15 倍和 2.34 倍。截至 2009 年 6 月底，公司现金类资产为 77857.65 万元，是本期债券额度的 19.48 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力强。

在或有负债方面，截至 2008 年底，公司无对外担保、无诉讼事项。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 A⁻，评级展望为稳定。

附件 1 2009 年 6 月底计入公司合并范围的子公司

分公司	负责人	主营业务				
深圳市飞马国际供应链股份有限公司北京分公司*	黄壮勉	信息咨询(不含中介服务)				
子公司	注册地	业务性质	注册资本(万元)	期末实际投资额(万元)	持股比例	表决权比例
东莞市飞马物流有限公司(“东莞飞马”)*1	东莞	普通货运(有效期至 2007 年 12 月 30 日)、货物仓储(不含危险化学品)、国内商业等	5,000	4,800	96%	96%
东莞市华南塑胶城投资有限公司(“华南塑胶城”)*2	东莞	投资、开发、租赁、经营塑胶城, 销售塑胶原料等	3,000	2,900	96.67%	96.67%
上海合冠供应链有限公司(“上海合冠”)*3	上海	从事货物和技术的进出口业务, 计算机及配件、机电产品、仪器仪表、通信设备及相关产品、电子元器件、钢材、五金工具、化工原料(除危险品)、百货、橡塑制品、医疗器械(限一类)的销售, 仓储(除危险品), 物流服务及以上相关业务的咨询服务(涉及许可经营的凭许可证经营)	5,000	5,000	100%	100%
苏州合冠国际供应链有限公司(“苏州合冠”)*4	苏州	国内贸易、保税物流园内进出口贸易及转口贸易(以上涉及国家专项规定的, 取得专项许可手续后经营); 国际货物运输代理业务, 物流技术和软件信息技术服务, 以及相关的信息咨询。	800	800	100%	100%
上海合冠仓储有限公司(“合冠仓储”)*5	上海	保税区内仓储、货物搬运、装卸服务、从事货物与技术的进出口业务、转口贸易(涉及许可经营的凭许可证经营)。	50	50	100%	100%
北京飞马国际供应链管理有限公司(“北京飞马”)*6	--	企业管理; 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、报验、运输咨询业务); 销售计算机及配件、机电产品、仪器仪表、通信设备及产品、电子元器件、钢材、矿产品、有色金属、汽车零部件、五金工具、化工原料及产品(不含危险化学品及一类易制毒化学品)、百货、橡塑制品、纺织原料及产品、鞋帽、工艺品、家用电器、家具及其他木制品、珠宝首饰; 货物进出口。	3,000	3,000	100%	100%
深圳合冠供应链有限公司(“深圳合冠”)*7	--	在保税区内从事仓储、国际贸易, 区内贸易; 从事货物、技术的进出口业务(不含分销, 国家专营专控商品)、贸易咨询, 国际货运代理, 货物配送。	500	500	100%	100%

上海飞马合冠国际物流有限公司（“飞马合冠”）*8	--	从事货物和技术的进出口业务，货运代理，仓储服务，装卸服务，寄递服务（信件和其他具有信件性质的物品除外），海上、陆上、航空国际货物运输代理服务，从事代理报关服务。（企业经营涉及行政许可的，凭许可证经营）	500	500	100%	100%
合冠贸易（香港）公司（“合冠贸易”）*9	--	--	HKD100	341.725	100%	100%
合冠国际（香港）公司（“合冠国际”）*10	--	--	HKD10	8.976	100%	100%

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

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

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

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

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

*6 北京飞马经北京市工商行政管理局批准于 2008 年 10 月 23 日成立。

*7 深圳合冠经深圳市工商行政管理局批准于 2008 年 1 月 11 日成立。

*8 飞马合冠经上海工商行政管理局批准于 2009 年 3 月 30 日成立。

*9 合冠贸易经香港公司注册处、香港商业登记署批准于 2008 年 6 月 11 日成立。

*10 合冠国际系苏州合冠的全资子公司，经香港公司注册处、香港商业登记署批准于 2007 年 10 月成立，合冠国际 2009 年开始正式营业，自 2008 年 1 月 1 日起纳入合并范围。

上述子公司均已纳入合并范围，在编制合并报表时先根据持股比例按权益法对投资金额进行调整后再合并。

附件 2-1 2007~2009 年 6 月底合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2007 年底	2008 年底	变动率 (%)	2009 年 6 月底
流动资产：				
货币资金	8195.04	29964.65	265.64	77584.52
交易性金融资产		56.58		273.13
应收票据				
应收账款	15321.36	24179.42	57.82	37476.33
预付款项	7361.12	24464.57	232.35	14363.43
应收利息		112.73		9.96
其他应收款	3337.69	13752.42	312.03	18571.52
存货	1509.42	6080.90	302.86	8065.48
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	35724.64	98611.27	176.03	156344.37
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	16394.96	14345.70	-12.50	13707.90
固定资产	485.58	1306.78	169.12	1500.61
在建工程	13.00	61.81	375.49	157.11
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
无形资产	4.72	26.40	459.82	29.36
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	48.40	63.03	30.22	55.69
递延所得税资产	64.74	239.09	269.29	294.71
其他非流动资产				
非流动资产合计	17011.40	16042.82	-5.69	15745.39
资产总计	52736.04	114654.09	117.41	172089.76

附件 2-2 2007~2009 年 6 月底合并资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

负债和股东权益	2007 年底	2008 年底	变动率 (%)	2009 年 6 月底
流动负债：				
短期借款	17006.66	30994.30	82.25	95371.69
交易性金融负债		21.23		
应付票据	1172.05	10602.09	804.58	7179.40
应付账款	1775.64	3092.39	74.16	6122.06
预收款项	3957.19	19127.10	383.35	9733.12
应付职工薪酬	82.32	177.11	115.14	174.44
应交税费	-192.65	-3226.46	1574.77	-1034.89
应付利息	29.77	108.99	266.14	169.32
应付股利		364.00		864.00
其他应付款	1910.33	910.38	-52.34	714.05
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	25741.31	62171.13	141.52	119293.19
非流动负债：				
长期借款	7420.00	5260.00	-29.11	4825.00
应付债券	3793.39	3887.84	2.49	3939.08
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债		14.15		
其他非流动负债				
非流动负债合计	11213.39	9161.99	-18.29	8764.08
负债合计	36954.70	71333.11	93.03	128057.27
股东权益：				
股本	10100.00	13600.00	34.65	20400.00
资本公积	182.01	22069.16	12025.25	15269.16
减：库存股				
盈余公积	494.02	932.16	88.69	932.16
未分配利润	4608.17	6316.81	37.08	7023.76
外币报表折算差额		6.84		
归属于母公司股东权益	15384.20	42924.96	179.02	43630.49
少数股东权益	397.14	396.01	-0.28	402.00
股东权益合计	15781.34	43320.98	174.51	44032.49
负债和股东权益总计	52736.04	114654.09	117.41	172089.76

附件 3 2007~2009 年 1-6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年底	2008 年底	变动率 (%)	2009 年 1-6 月
一、营业总收入	59046.32	234893.04	297.81	79255.73
其中: 营业收入	59046.32	234893.04	297.81	79255.73
二、营业总成本	54046.62	231317.20	328.00	77054.86
其中: 营业成本	50520.58	222662.76	340.74	72523.97
营业税金及附加	539.46	743.14	37.76	297.76
销售费用	445.01	1798.74	304.20	1133.32
管理费用	1526.08	3904.38	155.84	1809.83
财务费用	1043.73	1967.03	88.46	1113.46
资产减值损失	-28.25	241.15	-953.67	176.52
加: 公允价值变动收益		35.36		
投资收益		-21.40		100.61
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	4999.70	3589.79	-28.20	2301.48
加: 营业外收入	110.06	789.60	617.41	292.36
减: 营业外支出	1.19	23.30	1854.92	23.59
其中: 非流动资产处置损失	1.19	0.00	-100.00	
四、利润总额	5108.57	4356.09	-14.73	2593.84
减: 所得税费用	793.90	850.43	7.12	520.90
五、净利润	4314.67	3505.66	-18.75	2072.94
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	4263.12	3506.78	-17.74	2066.95
少数股东损益	51.55	-1.12	-102.18	5.99
六、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.43	0.27	-37.21	0.1013
(二) 稀释每股收益	0.43	0.27	-37.21	0.1013

附件 4-1 2006~2008 年 1-9 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年底	2008 年底	变动率 (%)	2009 年 1-6 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	54973.18	253992.46	362.03	70858.90
收到的税费返还		21300.54		7560.22
收到其他与经营活动有关的现金	1438.13	9309.78	547.35	86908.13
经营活动现金流入小计	56411.31	284602.78	404.51	165327.25
购买商品、接受劳务支付的现金	58756.61	259627.28	341.87	54293.65
支付给职工以及为职工支付的现金	907.68	1842.12	102.95	1245.07
支付的各项税费	2439.06	1660.20	-31.93	7143.57
支付其他与经营活动有关的现金	3652.39	24630.85	574.38	100564.42
经营活动现金流出小计	65755.75	287760.45	337.62	163246.71
经营活动产生的现金流量净额	-9344.45	-3157.66	-66.21	2080.54
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资所收到的现金	10.00			
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	728.98			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	738.98			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5863.55	3362.13	-42.66	461.30
投资支付的现金	10.00	21.40	114.05	
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	5873.55	3383.54	-42.39	461.30
投资活动产生的现金流量净额	-5134.57	-3383.54	-34.10	-461.30
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	625.00	26184.77	4089.56	
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金				
取得借款收到的现金	26127.55	62611.26	139.64	75759.94
发行债券收到的现金	3777.90			
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	544.00		
筹资活动现金流入小计	30530.45	89340.03	192.63	75759.94
偿还债务支付的现金	11240.89	57211.38	408.96	27868.45
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1169.66	3417.65	192.19	1895.26
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	482.00	6499.97	1248.54	
筹资活动现金流出小计	12892.55	67129.01	420.68	29763.72
筹资活动产生的现金流量净额	17637.90	22211.02	25.93	45996.23
四、汇率变动对现金的影响	128.50	323.30	151.60	3.99
五、现金及现金等价物净增加额	3287.38	15993.12	386.50	47619.45
加: 年初现金及现金等价物余额	4907.67	8195.04	66.98	29964.65
年末现金及现金等价物余额	8195.04	24188.17	195.16	77584.10

附件 4-2 2007~2009 年 1-6 月合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2007 年底	2008 年底	变动率 (%)	2009 年 1-6 月
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	4314.67	3505.66	-18.75	2072.95
加: 资产减值准备	-28.25	241.15	-953.67	176.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	161.38	206.93	28.22	159.57
投资性房地产摊销	1694.99	2098.20	23.79	637.80
无形资产摊销	1.18	3.29	178.69	2.60
长期待摊费用摊销	38.72	56.49	45.89	7.34
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	1.19			
固定资产报废损失				
公允价值变动损失		-35.36		
财务费用	1033.02	2109.32	104.19	1113.46
投资损失		21.40		-100.61
递延所得税资产减少	-38.26	-174.35	355.64	-55.62
递延所得税负债增加		14.15		-14.15
存货的减少	-576.48	-4571.48	693.00	-1984.58
经营性应收项目的减少	-17532.89	-29878.16	70.41	-8185.23
经营性应付项目的增加	1586.27	23305.10	1369.18	8250.48
其他		-60.00		
经营活动现金流量净额	-9344.45	-3157.66	-66.21	2080.54
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的年末数	8195.04	24188.17	195.16	77584.52
减: 现金的年初数	4907.67	8195.04	66.98	29964.65
加: 现金等价物的年末数				
减: 现金等价物的年初数				
现金及现金等价物净增加额	3287.38	15993.12	386.50	47619.45

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.45	11.89	--
存货周转次数(次)	28.56	58.67	--
总资产周转次数(次)	1.47	2.81	--
现金收入比(%)	93.10	108.13	--
盈利能力			
营业利润率(%)	13.53	4.89	8.12
总资本收益率(%)	12.17	6.52	--
净资产收益率(%)	27.34	8.09	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	41.54	17.43	16.60
全部债务资本化比率(%)	65.07	53.95	71.66
资产负债率(%)	70.07	62.22	74.41
偿债能力			
流动比率(%)	138.78	158.61	131.06
速动比率(%)	132.92	148.83	124.30
EBITDA 利息倍数(倍)	6.92	3.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.59	5.43	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.49	-0.13	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-12.25	-2.49	--
经营现金流动负债比(%)	-36.30	-5.08	--

跟踪评级公告

联合[2009] 589 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市雄韬电源科技有限公司主体长期信用等级为A⁻，评级展望维持负面。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009 年 12 月 22 日

财务数据

项目	2007 年	2008 年	09 年 9 月
现金类资产(亿元)	0.73	1.50	1.64
资产总额(亿元)	7.27	7.15	7.04
所有者权益(亿元)	2.35	3.03	3.34
短期债务(亿元)	1.18	1.16	0.97
全部债务(亿元)	1.56	1.60	1.42
营业收入(亿元)	11.36	12.04	5.65
利润总额(亿元)	0.69	0.61	0.23
EBITDA(亿元)	0.83	0.98	--
经营性净现金流(亿元)	0.03	1.08	--
营业利润率(%)	11.69	14.09	13.12
净资产收益率(%)	25.60	17.16	--
资产负债率(%)	67.75	57.60	52.56
全部债务资本化比率(%)	40.00	34.48	29.79
流动比率(%)	126.95	148.23	163.44
全部债务/EBITDA(倍)	1.89	1.62	--
EBITDA 利息倍数*(倍)	16.76	5.57	--
经营现金流流动负债比(%)	0.72	30.15	--

注: 利息支出未包含资本化利息支出(下同); 2009 年 3 季度数据未经审计。

分析师

张华

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

受国际金融危机影响, 2008 年蓄电池行业呈现出先扬后抑的发展态势; 2009 年在国家刺激经济政策及政府投资带动下, 行业逐步企稳回升。深圳市雄韬电源科技有限公司(以下简称“公司”)业务主要集中在铅酸蓄电池的生产和销售, 跟踪期内, 公司加强管理, 逐步完善内部控制机制, 公司债务结构有所改善, 债务负担明显减轻。公司 2008 年经营情况整体较好, 营业收入有所增长; 受市场需求减缓影响, 2009 年前 5 个月公司业务有所萎缩, 虽然下游需求有所回升, 但公司 2009 年前三季度收入和利润同比下降明显。

综合考虑, 联合资信维持公司的主体长期信用等级为 A⁻; 评级展望为负面。

优势

1. 公司优化了预算控制流程, 建立了审计委员会的工作流程, 内部控制机制逐步完善。
2. 跟踪期内, 公司债务结构有所改善, 债务负担明显减轻。
3. 公司现金类资产充裕, 对本期债券保障程度较高。

关注

1. 跟踪期内, 蓄电池行业波动较大, 行业经营压力较大。2009 年前三季度, 公司营业收入下滑显著。
2. 公司产品单一, 主要集中在铅酸蓄电池行业, 经营风险较为集中。
3. 公司产品出口比例较高, 易受外部需求和汇率波动影响。

一、企业基本情况

深圳市雄韬电源科技有限公司（以下简称“公司”或“雄韬电源”）成立于1994年11月3日。跟踪期内，公司经过多次股权变更及增资扩股后，截至2008年底，公司注册资本为2462.02万元人民币，公司股权结构如表1所示，其中深圳市三瑞科技有限公司由张华农夫妇100%持股，公司实际控制人为张华农夫妇。

表1 公司股权结构情况（2008年底）

股东	出资金额(万元)	比例(%)
深圳市三瑞科技有限公司	1433.44	58.22
京山宏硕投资有限公司	353.02	14.34
张华农	334.38	13.58
深圳市雄才投资有限公司	160.00	6.50
深圳市星睿电源有限公司	126.56	5.14
张华军	24.62	1.00
张霖	20.00	0.81
徐可蓉	10.00	0.41
合计	2462.02	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：研制、开发、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；生产阀控式密封铅酸蓄电池；普通货运；经营进出口业务。公司主要产品是铅酸蓄电池和锂电池。

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14个职能部门。截至2008年底，公司拥有全资及控股子公司8家（详见附件5）。

截至2008年底，公司合并资产总额为7.15亿元，所有者权益合计3.03亿元。2008年，公司实现营业收入12.04亿元，利润总额0.61亿元。

截至2009年9月底，公司合并资产总额为7.04亿元，所有者权益合计为3.34亿元。2009年1~9月，公司实现营业收入5.65亿元，利润总额0.23亿元。

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、经营管理分析

1. 行业分析

中国是铅酸电池的生产和消费大国。近年来铅酸蓄电池产量平均以每年高达20%的速度增长，截至2008年底，中国已成为世界上最大的铅酸蓄电池生产国，铅酸蓄电池产量约占世界产量的1/3；消费方面，铅酸蓄电池广泛应用于汽车、电动自行车、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方面。其中汽车用蓄电池是铅酸蓄电池最主要用途，约占铅酸蓄电池需求量的37%。汽车用铅酸蓄电池年产量的2/3用于更新替换，1/3用于配套汽车生产。基于全球汽车市场庞大的保有量，用于更换替代用的铅酸电池的需求保持稳定。另外，由于便捷、低成本等优点，近几年中国电动自行车市场一直保持跨越式增长。电动自行车用铅酸蓄电池易磨损，使用时间更短，每隔12~14个月需更换，由此产生对铅酸蓄电池的需求一直较为强劲。

受国际金融危机影响，2008年铅酸蓄电池行业呈先扬后抑的发展态势。2008年1~11月，行业累计完成工业总产值2243亿元，同比增长43.9%，利润总额125亿元，同比增长73.9%，累计出口总额84.9亿美元，同比增长17.6%。2008年11~12月，行业所有指标全面下降，但行业收入及利润全年累计仍出现小幅增长，指标的增长仅反映规模以上企业的情况，对于小企业来讲，受国际金融危机冲击较大，企业出口量骤减，存货大量积压，资金回笼压力和经营风险加大。

为应对国际金融危机给国内经济产生的负面影响，国家在2008年底及2009年初出台了一系列刺激经济政策。在政策刺激及政府投资带动下，国内经济出现了积极的复苏迹象，尤其是汽车及通讯行业。受此影响，铅酸蓄电池行业不利局势有所改善。据国家统计局统计数据，2009年1~6月行业累计完成工业总产值

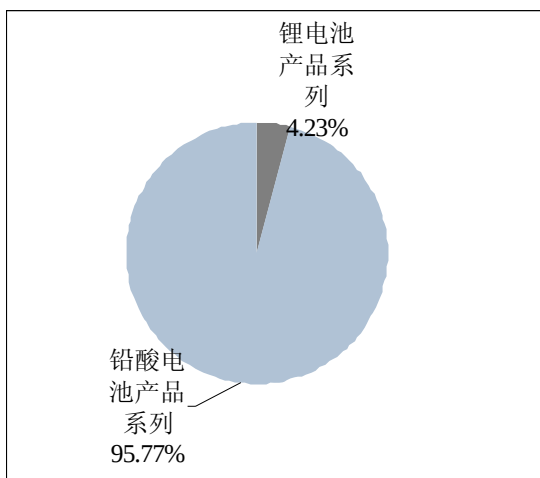
1363.4亿元，同比增长7.9%；累计完成工业销售产值1304.5亿元，同比增长0.9%；完成出口交货值434.1亿元，同比下降11.3%。

总体来看，在国家刺激经济政策及政府投资带动下，经济出现复苏迹象，蓄电池行业国内市场也逐步复苏，但国际市场需求依旧疲软；行业工业总产值和销售产值维持了不同程度增长，但这反映的主要是规模以上企业的情况，对于行业内较小企业，仍面临亏损进一步扩大和经营压力继续增大的不利环境。

2. 经营分析

公司业务涵盖了铅酸蓄电池和锂电池的生产和销售，主要产品为铅酸蓄电池和锂电池。从2008年公司营业收入构成来看，铅酸蓄电池产品是公司的主导产品，占据营业收入的九成以上。

图1 公司2008年营业收入构成图



资料来源：公司年报

从表2可以看出，2007~2008年公司营业收入有所增长，2008年公司实现营业收入12.04亿元。其中，锂电池产品收入较上年大幅增加，增长76.31%，其毛利率水平也由2007年7.10%上升至8.20%。锂电池产品收入在营业收入中占比有所上升，但占比仍然较小，2008年仅4.23%，因此对营业收入的贡献有限；铅酸蓄电池产品收入较上年小幅增长，增长4.13%，其毛利率也

有所改善，由2007年11.92%上升至14.44%。铅酸电池产品是公司收入和利润的主要来源，2008年受益于其收入及毛利率的提升，公司整体毛利率由11.80%上升至14.18%。

表2 公司业务构成情况

项目	营业收入 (万元)		增长率 (%)	毛利率 (%)	
	2007	2008		2007	2008
锂电池系列	2888.03	5091.77	76.31	7.10	8.20
铅酸电池系列	110761.88	115341.08	4.13	11.92	14.44
合计	113649.91	120432.84	5.97	11.80	14.18

资料来源：公司年报

原材料采购情况

从采购金额方面来看，2008年，公司原材料采购的主材是极板和壳，两者合计占公司2008年前5大主材采购总额的91.84%，其中极板占81.68%，是公司2008年主材采购的主体部分。极板主要原材料为铅锌。2008年底铅、锌金属价格分别同比下降50%以上，而2009年1~9月，铅锌价格出现持续反弹。截至2009年9月底，伦敦金属交易所“伦锌3”已涨至1892美元，“伦铅3”涨至2260美元。

表3 2008年前5大主材采购情况

名称	金额 (万元)	占比 (%)
极板	65592.69	81.68
壳	8157.27	10.16
铅	3279.44	4.08
隔板	2482.61	3.09
硫酸	792.32	0.99
合计	80304.33	100.00

资料来源：公司提供

生产与销售情况

截至2009年9月底，公司已形成10万平方米生产基地，是一个具有相当规模的电池生产厂家。目前，公司已开发并生产出“SENRY”、“VISION”等国际知名品牌，CP、FM、CL、CG四大系列160多个品种，产品标称电压为2V、4V、6V、8V、12V；额定容量为0.3AH~3000AH

的小密¹和中大密电池。

公司每月按照市场订单情况组织生产，其生产和销售基本保持一致。2008年前三季度，公司业务开展顺利，合计销售各类型电池604.19万只；第四季度受市场需求减缓影响，公司电池销售量有所下降，合计为154.24万只。

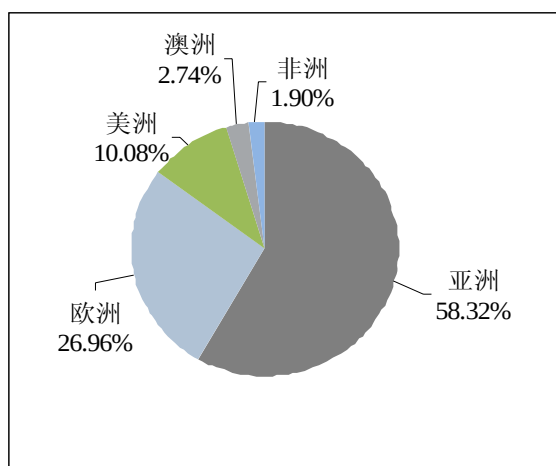
表4 公司2008年各季度产销量情况（单位：万只）

项目	小密	中大密	其它	小计
第一季度	189.56	21.82	6.23	217.61
第二季度	131.84	38.81	10.63	181.28
第三季度	148.59	33.32	23.39	205.30
第四季度	122.17	18.48	13.59	154.24
合计	592.16	112.42	53.84	758.43

资料来源：公司提供

2008年公司整体销售情况较好，除了因受出口需求减缓，导致11、12月份有一定幅度下滑外，全年其他各月份销售均较为平稳。从电池品种来看，小密电池的产销情况较中大密好，其产销量占总产销量的78.08%；从销售区域来看，公司国内销售规模不大，其销售额占总销售额的22.37%，公司产品主要用于出口。其中主要集中在亚洲，亚洲地区的销售额占总销售额的58.32%（含国内），基本与上年保持一致。

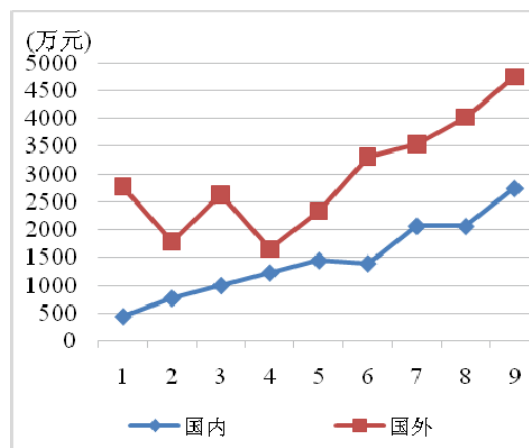
图2 2008年公司销售额区域分布情况



资料来源：公司提供

¹铅酸电池根据容量分为小密和中大密两型号，其中：小密是容量24安时以下，中大密是容量为24安时以上的产品（含24AH）。

图3 公司2009年前三季度销售情况



资料来源：公司提供

2009年前5个月，公司出口业务有所萎缩，国内增长也显乏力。但受国外经济逐步企稳及国内经济率先复苏作用，公司最近几个月国内外销量均稳步上涨，呈现出较好的增长态势。

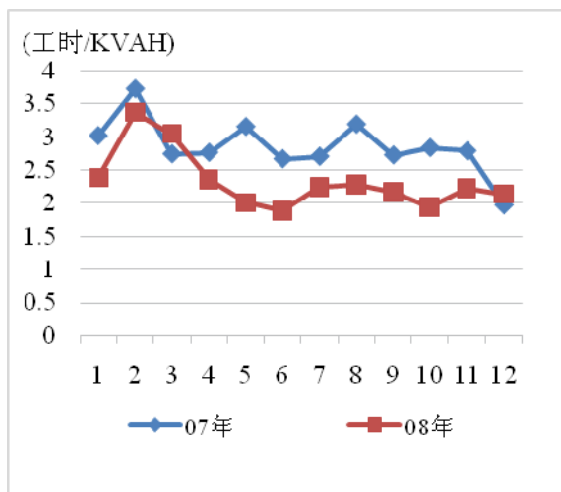
2008年公司生产效率整体较上年有较大幅度提高，2008年每KVAH²耗时2.34小时，较2007年减少了0.52小时；而销售效率方面，2008年公司销售每KVAH给公司带来销售收入较2007年提高1.35元，为16.97元。

产能方面，公司利用2008年第四季度产销淡季进行了适当的技术改造。通过配备必要先进设备和对生产过程进行优化改造后，公司实际年生产能力现已达到200WKVAH，日产电池5万只。

总体来看，2008年前三季度，公司经营情况较好，保持了较高的产销量；第四季度受需求减缓影响，业绩有所下滑。2009年以来，经营情况有所改观。

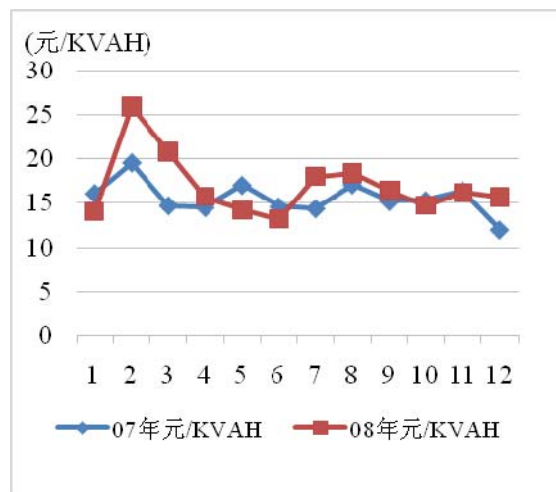
² KVAH：缩写词 kilovolt-ampere-hour 千伏安小时

图4 公司2007、2008年工时效率对比情况



资料来源：公司提供

图5 公司2007、2008年销售KVAH对比



2. 管理分析

跟踪期内，公司优化了预算控制流程，实施每季度对滚动预算进行细化和考核；建立了审计委员会的工作流程，加强对财务、法律和工业安全进行实时审计。

总体来看，公司预算控制流程的实施有利于控制成本，提供工作效率；审计委员会的实时审计工作将对控制项目决策和实施风险起到一定作用。公司内部控制机制逐步完善。

3. 项目情况

2007年11月，公司发行了期限5年的企业债券4000万元（为2007年深圳市中小企业集合债券20家发行人之一，以下简称“本期债券”）。截至2009年9月底，债券募集资金已全部投入纳米胶体电池生产线技术改造投资项目，主要用于新建生产车间33082平方米、研发用房3620平方米、仓库用房1430平方米，以及新建纳米二氧化硅胶体蓄电池装配生产线13条。该项目于2008年10月完成全部建设并投入使用。

三、财务分析

公司提供的2007、2008年财务报表已经开元信德会计师事务所有限公司审计，并均出具

了标准无保留意见的审计结论。2009年1~9月财务报表未经审计，仅作为补充。

1. 盈利能力

2008年，公司营业收入和营业成本分别为12.04亿元和10.34亿元，较2007年分别增长5.97%和3.11%，主要是前三季度公司产品需求较好，产销有所增长所致。受公司营业收入增幅大于营业成本增幅影响，公司2008年营业利润率较上年提高2.40个百分点，为14.09%。

2008年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）合计为0.92亿元，较2007年增长58.03%。其中，销售费用因业务规模增大较上年增长24.51%，但增速远大于营业收入增速（5.97%），公司期间费用控制较差；管理费用较上年增长93.17%，主要是公司对上游产业链的整合导致相关费用增加所致；财务费用较上年增长65.07%，主要是因电池出口收入汇兑损失大幅增加所致。

受此影响，公司营业利润、利润总额和净利润均较上年出现不同程度的下滑。2008年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为0.62亿元、0.61亿元和0.52亿元，较2007年分别下降6.09%、11.95%和13.37%。2008年总资产收益率和净资产收益率较上年分别下降1.57和8.44个百分点，分别为15.05%和17.16%。

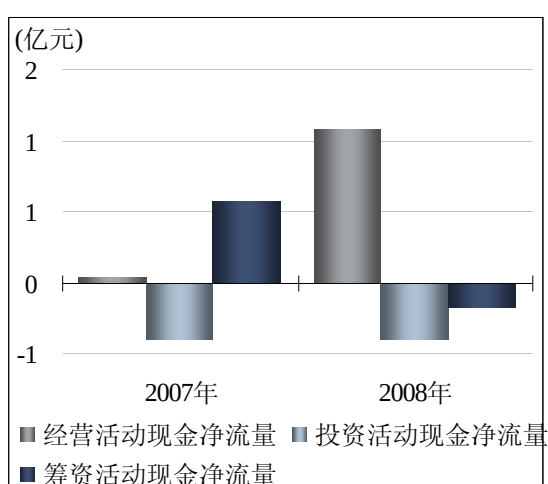
2009年1~9月，公司实现营业收入5.65亿元、利润总额0.23亿元，均较上年同期出现较大幅度下滑，这主要是由于受2009年前5个月国内外电池需求减缓，销售不畅所致。2009年1~9月，公司营业利润率为13.12%，较2008年下降0.97个百分点。

总体来看，2008年公司营业收入保持了增长，营业利润率有所提高，但受期间费用大幅增长影响，利润总额及净利润较上年均出现不同程度下滑，总资本收益率和净资产收益率也有所下降。2009年前5个月整体仍延续上年底的疲软态势，下半年以来，经营情况有所恢复。

2. 现金流及保障

2008年，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长24.85%，远高于营业收入增速，从而使得公司现金收入比较上年大幅提高了20.05个百分点，为132.59%，收入实现质量明显改善。同期，因原材料价格大幅回落，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比仅增加15.39%。受此影响，公司经营活动现金流量净额同比增长3232.84%，为1.08亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要是业务往来单位的往来款。

图6 公司2007~2008年现金流情况



资料来源：公司年报

2008年，公司投资活动产生的现金流入规模仍较小，同时，公司对项目投资建设也有所

控制，从而使得投资活动现金流出同比减少了16.07%，受此影响，公司投资活动现金净流出规模较上年减少2.37%，为-0.40亿元。2008年，由于经营活动产生的现金流量净额较大，可较好满足投资及到期债务偿还需要，筹资活动现金净流量为-0.18亿元。公司支付其他与筹资活动有关的现金主要为偿还股东（京山宏硕投资有限公司，以下简称“京山宏硕”）的借款。

3. 资本及债务结构

截至2008年底，公司资产总额为7.15亿元（其中流动资产占74.21%，非流动资产占25.79%），较2007年底减少1.69%。其中，公司流动资产为5.31亿元，较2007年底减少6.45%，主要是公司加强了应收款管理，从而导致应收账款和其他应收款减少所致；公司非流动资产为1.84亿元，较2007年底增长15.17%，主要是受在建工程快速增长所致。截至2008年底，公司在建工程合计0.25亿元，主要是综合大楼建设项目。

截至2009年9月底，公司资产总额为7.04亿元，其中流动资产占73.04%，非流动资产占26.96%，资产结构基本与2008年底一致。截至2009年9月底，公司流动资产合计5.14亿元，较2008年底减少3.15%，主要是公司加强应收款回收力度，导致应收账款的减少所致；公司非流动资产较2008年底增长2.87%，主要是在建项目的继续投入所致。截至2009年9月底，公司在建工程合计0.40亿元，主要是综合大楼建设项目，该项目已基本完成投资。

截至2008年底，公司负债总额为4.12亿元，较2007年底减少16.41%，其中流动负债占86.91%，非流动负债占13.09%。2008年底公司流动负债为3.58亿元，较2007年底减少19.88%，主要是应付账款和其他应付款较大幅度减少所致，其他应付款为应付京山宏硕的借款。2008年公司收到磷酸铁锂锂离子电池产业化项目资金（150万元）、产业发展专项资金（22.50万元）、科技研发资金贷款贴息资助经费（30.00

万元)和市民营及中小企业发展专项资金资助经费(50.00万元),受此影响,公司2008年专项应付款较2007年增长50.50%,从而导致非流动负债合计较上年增长17.34%。

截至2009年9月底,公司负债总额3.70亿元,较2008年底减少10.21%,主要是因偿还短期借款及偿还京山宏硕的借款所致。

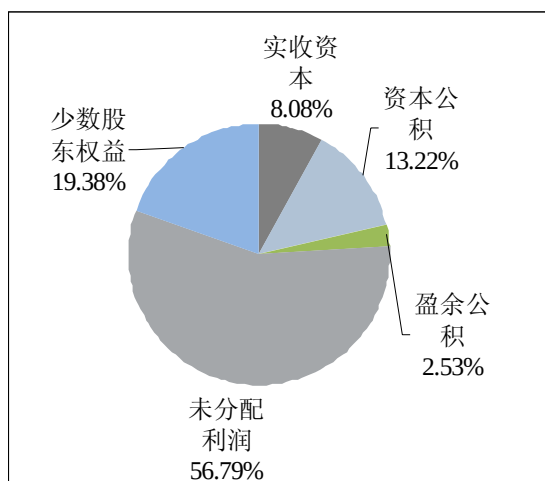
截至2008年底,公司全部债务为1.60亿元,较2007年底增长2.02%。其中短期债务占比72.68%,长期债务占比27.32%,短期债务占比有所下降,但占比仍较高,债务结构不尽合理。

截至2008年底,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为12.57%、34.48%和57.60%,均较2007年底有所下降,分别下降1.42个百分点、5.52个百分点和10.15个百分点,公司债务负担有所减轻。

截至2009年9月底,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为11.70%、29.79%和52.56%,公司债务负担进一步减轻。

2008年4月,公司进行了增资,注册资本由0.20亿元增至0.25亿元。截至2008年底,公司所有者权益为3.03亿元,较2007年底增长29.24%,其中未分配利润占56.79%,公司所有者权益稳定性差。

图7 2008年底公司所有者权益构成情况



资料来源:公司年报

截至2009年9月底,公司所有者权益合计3.34亿元,较2008年底增长10.10%,主要是未分配利润及少数股东权益的增加所致。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看,截至2008年底,公司流动比率和速动比率分别为148.23%和113.61%,分别较2007年底上升21.28和15.03个百分点,公司流动比率增幅较大,主要是货币资金的增加,以及应收款项的减少较应付款项减少慢所致;2009年9月底,公司流动比率和速动比率分别为163.44%和120.37%,短期偿债能力进一步改善。2008年,公司经营现金流动负债比为30.15%,与2007年的0.72%相比大幅上升了29.43个百分点,主要是因为2008年公司经营活动产生的现金流量净额上升幅度较大,对流动负债保障能力大幅提高所致。总体来看,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看,2008年,公司EBIDTA为0.98亿元,较2007年增长18.07%;2008年,公司EBIDTA利息倍数为5.57倍,较2007年的16.76倍减少幅度较大,主要是受债务规模增加,以及支付京山宏硕的利息支出增加所致。京山宏硕将湖北雄韬电源科技有限公司出让后,对湖北雄韬电源科技有限公司占用的资金按银行同期利率征收利息,从而导致公司利息支出大幅增长;2008年,公司全部债务/EBIDTA为1.62倍,较2007年的1.89倍有所下降。整体看,公司EBIDTA对总债务保障能力有所上升,长期偿债压力获得一定程度缓解。

截至2009年9月底,公司现金类资产1.64亿元,是本期债券额度的4.10倍,公司现金类资产对本期债券的保障能力强。

2008年,公司经营活动现金流入量及现金流量净额分别为16.00亿元和1.08亿元,分别为本期债券发行额度的40.00和2.70倍,对本期债券覆盖程度高。公司EBITDA为0.98亿元,是本期债券额度的2.45倍,EBITDA对本期债券覆盖程度较高。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级A⁻；评级展望为负面。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动资产：				
货币资金	7164.65	13748.97	91.90	14034.70
交易性金融资产				
应收票据	177.05	1279.59	622.72	2379.87
应收账款	28910.24	21057.18	-27.16	18599.61
预付款项	3159.27	2596.93	-17.80	2283.73
应收利息				19.78
应收股利				
其他应收款	4638.30	1824.27	-60.67	523.93
存货	12675.43	12394.32	-2.22	13542.28
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产		166.72		11.21
流动资产合计	56724.95	53067.98	-6.45	51395.11
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	11683.97	11375.98	-2.64	10577.49
在建工程	318.87	2528.32	692.90	4016.31
工程物资	190.42	279.76	46.92	304.74
固定资产清理				41.81
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	3463.51	3579.95	3.36	3361.23
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用				277.60
递延所得税资产	355.84	678.44	90.66	333.95
其他非流动资产				59.51
非流动资产合计	16012.61	18442.44	15.17	18972.64
资产总计	72737.56	71510.42	-1.69	70367.75

附件 1-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动负债：				
短期借款	6398.13	10104.34	57.93	6052.58
交易性金融负债	252.74			
应付票据	5426.40	1492.30	-72.50	3686.47
应付账款	13209.18	8807.37	-33.32	14045.15
预收账款	762.23	1463.92	92.06	173.94
应付职工薪酬	968.70	645.79	-33.33	871.95
应交税费	899.27	251.93	-71.99	73.52
应付利息	210.77	6.90	-96.72	270.21
应付股利				
其他应付款	16004.84	12451.20	-22.20	6272.31
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	551.68	576.55	4.51	0.00
流动负债合计	44683.95	35800.29	-19.88	31446.14
非流动负债：				
长期借款		500.00		500.00
应付债券	3814.44	3858.86	1.16	3921.14
长期应付款				
专项应付款	500.00	752.50	50.50	1121.25
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债	280.72	280.72		
非流动负债合计	4595.16	5392.08	17.34	5542.39
负债合计	49279.11	41192.37	-16.41	36988.53
所有者权益：				
实收资本（或股本）	2000.00	2462.02	23.10	2462.02
资本公积	73.83	4025.76	5352.58	4070.39
减：库存股				
盈余公积	668.72	769.15	15.02	1315.17
未分配利润	12945.19	17296.68	33.61	19352.65
外币报表折算差额	-69.30	-139.00	100.56	53.61
归属于母公司所有者权益合计	15618.43	24414.60	56.32	27253.85
少数股东权益	7840.02	5903.45	-24.70	6125.37
所有者权益合计	23458.45	30318.05	29.24	33379.22
负债和所有者权益总计	72737.56	71510.42	-1.69	70367.75

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~9 月
一、营业收入	113649.91	120432.84	5.97	56474.38
减: 营业成本	100238.17	103358.70	3.11	49009.07
营业税金及附加	124.11	99.37	-19.93	58.52
销售费用	2310.72	2877.16	24.51	1861.57
管理费用	1869.24	3610.89	93.17	2245.30
财务费用	1671.50	2759.12	65.07	1169.69
资产减值损失	1394.94	2054.42	47.28	
加: 公允价值变动收益	-252.74			
投资收益	835.13	547.29	-34.47	-54.21
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	6623.61	6220.48	-6.09	2076.02
加: 营业外收入	331.29	77.61	-76.57	268.83
减: 营业外支出	75.54	240.90	218.92	43.82
其中: 非流动资产处置损失	42.26	170.17	302.70	
三、利润总额	6879.37	6057.18	-11.95	2301.02
减: 所得税费用	873.49	854.48	-2.18	145.05
四、净利润	6005.88	5202.70	-13.37	2155.97
其中: 归属于母公司的净利润	4849.56	4269.12	-11.97	221.92
少数股东损益	1156.32	933.58	-19.26	1934.05

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 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	127897.40	159677.48	24.85
收到的税费返还	670.50	42.22	-93.70
收到其他与经营活动有关的现金	238.95	272.84	14.18
经营活动现金流入小计	128806.85	159992.54	24.21
购买商品、接受劳务支付的现金	113938.38	131474.56	15.39
支付给职工以及为职工支付的现金	5407.65	8082.98	49.47
支付的各项税费	4548.39	5103.82	12.21
支付其他与经营活动有关的现金	4588.63	4538.96	-1.08
经营活动现金流出小计	128483.04	149200.32	16.12
经营活动产生的现金流量净额	323.81	10792.22	3232.84
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	835.13	294.55	-64.73
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	208.06	22.13	-89.36
处置子公司及其他单位收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计	1043.19	316.68	-69.64
购建固定资产、无形资产等支付的现金	1081.35	4300.76	297.72
投资支付的现金			
取得子公司等支付的现金净额	4042.85		
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计	5124.20	4300.76	-16.07
投资活动产生的现金流量净额	-4081.00	-3984.08	-2.37
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	3372.60	1041.34	-69.12
取得借款收到的现金	13672.31	15783.06	15.44
发行债券收到的现金	3777.90		
收到其他与筹资活动有关的现金	2259.54	752.50	-66.70
筹资活动现金流入小计	23082.35	17576.90	-23.85
偿还债务支付的现金	16870.27	12076.85	-28.41
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	473.58	1921.74	305.79
支付其他与筹资活动有关的现金		5391.42	
筹资活动现金流出小计	17343.85	19390.00	11.80
筹资活动产生的现金流量净额	5738.50	-1813.10	-131.60
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-1154.59	-1114.78	-3.45
五、现金及现金等价物净增加额	826.72	3880.26	369.35
加: 期初现金及现金等价物余额	3969.49	4796.21	20.83
六、期末现金及现金等价物余额	4796.21	8676.47	80.90

附件 3-2 合并现金流量表（续）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：			
净利润	6005.88	5202.70	-13.37
加：资产减值准备	1394.94	2054.42	47.28
固定资产折旧及其他	854.19	1815.64	112.56
无形资产摊销	47.00	185.60	294.86
长期待摊费用摊销			
处置固定资产、无形资产等损失	42.26	170.17	302.70
固定资产报废损失			
公允价值变动损失	252.74	0.00	-100.00
财务费用	1578.86	2807.38	77.81
投资损失	-835.13	-547.29	-34.47
递延所得税资产减少	-153.52	-322.60	110.13
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-4906.48	-774.54	-84.21
经营性应收项目的减少	-10071.47	12334.01	-222.46
经营性应付项目的增加	6114.55	-12133.26	-298.43
其他			
经营活动产生的现金流量净额	323.81	10792.22	3232.84
2、无现金收支的重大投资筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	4796.21	8676.47	80.90
减：现金的期初余额	3969.49	4796.21	20.83
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	826.72	3880.26	369.35

附件 4 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	7.81	4.68	--
存货周转次数(次)	15.82	8.25	--
总资产周转次数(次)	3.12	1.67	--
现金收入比(%)	112.54	132.59	--
盈利能力			
营业利润率(%)	11.69	14.09	13.12
总资本收益率(%)	16.62	15.05	--
净资产收益率(%)	25.60	17.16	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	13.99	12.57	11.70
全部债务资本化比率(%)	40.00	34.48	29.79
资产负债率(%)	67.75	57.60	52.56
偿债能力			
流动比率(%)	126.95	148.23	163.44
速动比率(%)	98.58	113.61	120.37
经营现金流动负债比(%)	0.72	30.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	16.76	5.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.89	1.62	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.24	0.43	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-7.61	3.86	--

注：2009 年 3 季度数据未经审计。

附件 5 公司子公司情况（截至 2008 年底）

名称	注册地	万元	持股比例	业务	是否并表
圣瑞电源有限公司	香港	HKD 2	100.00%	一般贸易	是
深圳圣瑞电源有限公司	深圳	RMB 150	75.00%	蓄电池产销	是
深圳市雄韬锂电有限公司	深圳	RMB 1000	100.00%	锂电池产销	是
深圳雄韬实业有限公司	深圳	USD 200	57.00%	蓄电池产销	是
湖北雄韬电源科技有限公司	湖北	USD 723	100.00%	蓄电池产销	是
雄韬电源科技（越南）有限公司	越南	USD 40	100.00%	蓄电池产销	是
香港雄韬电源有限公司	香港	USD 5	100.00%	蓄电池产销	是
深圳市雄瑞贸易有限公司	深圳	RMB 100	100.00%	一般贸易	是

注：深圳市雄瑞贸易有限公司为 2008 年新并表子公司。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 590 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市嘉达高科产业发展有限公司主体长期信用等级为BBB⁻，评级展望为负面。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁻ 评级展望: 负面

上次评级结果: BBB⁻ 评级展望: 负面

跟踪评级时间: 2009 年 12 月 22 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	09 年 6 月
现金类资产(万元)	5099.63	3013.96	749.05
资产总额(万元)	19970.52	19652.41	17107.65
所有者权益(万元)	10596.04	10956.07	11122.01
短期债务(万元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	6528.50	6288.50	4054.00
营业收入(万元)	11666.13	6697.25	2937.68
利润总额(万元)	3187.86	436.71	179.40
EBITDA(万元)	3269.94	572.26	--
经营性净现金流(万元)	6618.66	437.91	--
营业利润率(%)	37.57	25.49	30.78
净资产收益率(%)	27.64	3.29	--
资产负债率(%)	46.94	44.25	34.99
全部债务资本化比率(%)	38.12	36.47	26.71
流动比率(%)	472.41	518.50	502.85
全部债务/EBITDA(倍)	1.90	7.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.17	2.47	--
经营现金流流动负债比(%)	232.56	20.68	--

注: 公司 2008 年起执行新会计准则, 2009 年 1~6 月报表未经审计。

分析师

刘雅南
lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 受房地产市场疲软、原材料价格上涨等不利因素影响, 深圳市嘉达高科产业发展有限公司(以下简称“公司”)收入及利润规模均大幅缩减, 整体盈利能力下降; 公司现金流规模下降, 但现金收入质量有所提高。

尽管房地产市场已有所回暖, 但新开工率仍不足, 且公司主营业务回暖滞后于开工率的恢复, 短期内扭转下跌局势仍具有不确定性。此外, 公司融资渠道较为单一, 未来自产涂料等产品经营规模的扩大、偿还本期债券本金等将给公司带来一定程度的融资压力。

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

优势

1. 公司研发实力进一步增强, 2009年5月获“国家级高新技术企业”称号。
2. 公司自研的高速铁路无渣轨道铁路枕木新材料市场前景向好。
3. 公司债务负担有所减轻。

关注

1. 受房地产市场疲软影响, 公司收入、利润及经营活动净现金流规模明显下降。
2. 公司发债项目暂停。
3. 公司融资渠道较为单一, 面临一定程度的融资压力。

一、公司概况

深圳市嘉达高科产业发展有限公司（以下简称“公司”）的前身是深圳市嘉达化工有限公司，成立于1993年4月，后经多次增资扩股及股权转让，截至2009年6月底，公司注册资本1250.00万元，股权结构如表1所示。

表1 截至2009年9月底公司股权结构

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

资料来源：公司提供

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

截至2008年底，公司合并资产总额19652.41万元，所有者权益10956.07万元；2008年实现营业收入6697.25万元，利润总额436.71万元。

截至2009年6月底，公司合并资产总额17107.65万元，所有者权益11122.01万元；2009年1~6月实现营业收入2937.68万元，利润总额179.40亿元。

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

二、经营概况

1. 经营分析

行业概况

公司主业为建筑装饰工程施工以及建筑幕墙等新型建筑材料的销售，均和房地产行业景气度密切相关。

2008年，受需求市场低迷影响，房地产开发投资意愿下降。2008年全国房地产开发企业完成土地购置面积3.70亿平方米，同比下降8.60%；完成土地开发面积2.60亿平方米，同比下降5.60%；房屋新开工面积9.80亿平方米，同比增长2.30%；房屋竣工面积5.90亿平方米，同比下降3.50%，其中住宅竣工面积4.80亿平方米，同比下降4.20%。

2009年1~7月，全国房地产开发企业完成土地购置面积1.63亿平方米，同比下降25.80%；全国房屋新开工面积5.50亿平方米，同比下降9.10%，降幅比1~6月缩小1.30个百分点。总体看，土地市场出现回暖信号，开发企业拿地信心逐步恢复，但房屋新开工率仍不足。而建筑装饰工程施工属于房屋竣工后的施工环节，因此公司主营业务的转暖将滞后于房屋开工率的回暖。

经营概况

跟踪期内，公司营业收入规模明显下降，一方面受房地产行业不景气影响，公司工程承包业务进度放缓（根据工程形象进度统计数据确认每个月的工程收入）；另一方面由于公司业务结构的调整，公司2007年度在工程施工过程中代理销售深圳市嘉良保温材料有限公司保温板（挤塑板）等产品，2008年该项业务额减少，2009年起取消该项业务。

2008年，公司实现营业收入6697.25万元，较上年下降42.59%。从营业收入构成看，工程施工收入占58.27%；商品销售收入占27.79%；产品销售收入占13.85%；技术转让及其他方面，2007年实现291.64万元，主要系公司收取

对南京博亮装饰工程有限公司的技术转让费，2008 年主要为课题经费和服务费，金额较小。

2009 年 1~6 月，公司实现营业收入 2937.68 万元。从营业收入构成看，尽管 2009 年房地产市场有所回暖，但新开工率仍不足，公司实现工程施工收入 2011.73 万元，未有明显好转，占比为 68.48%；公司加大自产涂料产品的市场开拓力度，实现产品销售收入 670.67 万元，占比提高至 22.83%；技术转让及其他方面，2009 年上半年实现 255.28 万元，占 8.69%，主要系嘉达研发大楼租金收入和停车场收入。

毛利率方面，2008 年公司主要板块工程施

工毛利率 22.39%，较上年下降 17.01 个百分点，主要系 2008 年各种原材料价格大幅度上涨所致；商品销售板块毛利率亦下降，为 22.76%，主要系产品需求下降和竞争激烈导致价格下降所致；产品销售板块毛利率提高，为 44.51%，主要系 2008 年公司有新型保温涂料产品（毛利率达 50%以上，2009 年销售价格下降，毛利率回落）销售所致。2008 年，公司毛利率 25.62%，较上年下降 13.13 个百分点。2009 年上半年，随着毛利率较高的产品销售业务占比提高，公司整体毛利率略有上升。

表 2 2007~2009 年 6 月年主营业务经营情况

单位：万元/%

项目	营业收入				毛利润				毛利率		
	2007 年	2008 年	增长率	09 年 1~6 月	2007 年	2008 年	增长率	09 年 1~6 月	2007 年	2008 年	09 年 1~6 月
工程施工	7217.21	3902.67	-45.93	2011.73	2843.77	873.68	-69.28	524.73	39.40	22.39	26.08
商品销售	2567.84	1860.97	-27.50	-	849.75	423.49	-50.23	-	33.09	22.76	-
产品销售	1567.27	927.48	-40.84	670.67	538.66	412.84	-23.36	221.85	34.37	44.51	33.08
技术转让及其他	291.64	6.14	-97.90	255.28	288.21	5.82	-97.98	160.48	98.83	94.80	62.86
合计	11666.13	6697.25	-42.59	2937.68	4520.39	1715.83	-62.04	907.06	38.75	25.62	30.63

资料来源：公司提供

工程施工业务

工程施工业务方面，2008 年公司承揽工程项目的数量明显下降（见表 3），但由于单个项目金额较大，承揽工程总金额 8044.39 万元，较上年上升 11.46%；2009 年上半年承揽工程金额为 3058.00 万元。2008 年公司在建工程金额 440.70 万元，较上年提高，2009 年为 664.18 万元，主要系公司 2006 及 2007 年签订的合同金额较大，但工期主要集中在 2008~2009 年。

表 3 2007~2009 年 6 月公司承揽及在建工程情况

项目	2007 年	2008 年	2009 年 1~6 月
承揽工程数量（个）	68	38	19
承揽工程面积（万平米）	153.70	131.36	78.14
承揽工程金额（万元）	7217.00	8044.39	3058.00
在建工程数量（个）	3	11	10
在建工程金额（万元）	160.00	440.70	664.18

资料来源：公司提供

产品销售业务

产品销售方面，公司逐步扩大自产产品的销售规模。未来公司拟通过两种模式扩大经营规模：一是建立专门的产品营销队伍，通过业务员拉单和发展代理商渠道拓展业务，二是通过与大型房地产商（如万科企业股份有限公司等）、工程建设商、装饰工程公司等建立战略合作关系，采取“集团采购”和“系统集成服务”业务模式，长期为其提供外墙涂料和集成体产品，增强产品销售的稳定性。

此外，公司积极研发新产品—高速铁路无渣轨道铁路枕木新材料（喷涂（纯）聚脲防水涂料及脂肪族聚氨酯面层涂料），目前该项产品技术已在德国进行技术测试，技术指标优良，并在北京至天津的高速铁路中进行 1 公里的试验段测试。此外，该项目通过科技部审批已列入国

家“十一五科技攻关计划”，并与德国铁路轨道建设监控集团达成长期合作协议，未来择机在中国成立合资公司联合推动该项技术的应用。2009年9月10日，公司参与了京沪高速铁路股份有限公司新建京沪高速铁路工程建管物资桥面防水材料采购JTJSZ(09)-86号招标文件第JN05包件投标。该标段为济南至滕州区间，总投标金额为1.30亿元，主要投标物为喷涂（纯）聚脲防水涂料和脂肪族聚氨酯面层涂料。资金保障方面，若公司中标，中国工商银行深圳分行将依据中标通知书、合同及订单等资料，分批滚动提供总额不超过30000.00万元的专项融资安排。联合资信将对此次投标结果及后续进展保持关注。

根据2008年颁布的《中长期铁路网规划》，未来中国将建成“四纵四横”及三个城际网高达12000多公里的客运专线，这将为无渣轨道铁路枕木新材料提供广阔的市场空间。未来，公司将加大相关投入，为规模化生产做准备。运作模式主要为：投标获得订单，与银行建立合作关系，由其提供项目封闭式流动资金贷款，从而保障生产资金来源。

技术转让及其他

公司投资5000.00万元建设的“嘉达研发大楼”2006年9月开始由深圳市第一建筑工程公司承建，2008年6月竣工，2009年6月办理结算。公司已于2009年1月正式迁入。

研发大楼总面积15000平方米，A座12层，B座6层。其中，公司自用3000平方米，12000平方米用于出租（42元/平方米/月），月均租金收入40~50万元。嘉达研发大楼的租金收入规模较小，但构成公司稳定的收入来源。

研发情况

研发方面，2008年公司加大研发投入，研发实力增强，全年共获得3项全国建设行业科技成果推广项目（发证单位：建设部科技发展促进中心），1项湖南省建设科技成果推广项目（发证单位：湖南省建设厅），6项深圳市建设

新技术、新材料、新工艺、新设备推广证（发证单位：深圳市建筑新技术推广中心），1项发明专利证书。2009年5月，公司获“国家级高新技术企业”称号。

2. 管理分析

跟踪期内，原公司财务经理赵世雄先生因个人原因离职，由胡海青先生接任。

胡海青，现年40岁，研究生学历，曾任长城科技股份有限公司财务主管，深圳清华同方股份有限公司财务中心经理，深圳市东方宇之光电子科技有限公司财务总监，从业经验丰富。

总体看，跟踪期内，受房地产市场疲软影响，公司收入及利润规模均下降。尽管房地产市场已有所回暖，但新开工率仍不足，考虑2009年下半年公司进一步加大自产涂料产品的销售比例以及稳定的租金收入，整体经营状况可能有所好转，但仍具有不确定性。

三、项目情况

公司投资项目为复合改性合成树脂功能新材料产业化示范基地建设，总投资2.00亿元人民币。公司募集资金3000.00万主要投向项目前期的土地购置（已完成）。公司原计划通过发行上市募集资金进行项目建设，受外围经济环境影响，该计划暂缓，所以项目目前存在大约1.60亿资金缺口，融资压力很大，工程将延后动工（具体动工时间不确定）。

公司现已将购置土地和募投项目剥离至下属独资子公司深圳市嘉达合成树脂功能新材料有限公司（以下简称“嘉达新材料公司”）。该子公司于2008年12月29日申请设立，注册资本50.00万元，2009年2月16日公司注资3200.00万元（土地使用权），由于资金投入比例不符合要求，工商变更未完成，注册资本未调整，现正处于引进现金投资者阶段。嘉达工业园项目后续也将由嘉达新材料公司负责运营。

四、财务分析

公司 2008 年度财务报表经中磊会计师事务所审计,出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2009 年上半年报表未经审计。

公司自 2008 年 1 月 1 日起执行新会计准则,按可比性原则,以下数据分析以 2008 年期初数和期末数为依据。

截至 2008 年底,公司合并资产总额 19652.41 万元,所有者权益 10956.07 万元;2008 年实现营业收入 6697.25 万元,利润总额 436.71 万元。

截至 2009 年 6 月底,公司合并资产总额 17107.65 万元,所有者权益 11122.01 万元;2009 年 1~6 月实现营业收入 2937.68 万元,利润总额 179.40 万元。

1. 盈利能力

2008 年,公司工程施工业务和商品销售板块业务均下滑,收入和利润规模均下降。2008 年,公司实现营业收入 6697.25 万元,较上年下降 42.59%。2008 年公司营业利润率大幅下降,由 2007 年的 37.57%下降至 25.49%。

由于公司加大营销力度,销售费用和管理费用均有不同幅度的上升;公司将用于嘉达研发大楼建设的利息支出资本化,2008 年财务费用为-50.94 万元。2008 年,公司实现利润总额 436.71 万元,较上年下降 86.30%;实现净利润 360.04 万元,较上年下降 87.71%。公司净资产收益率和总资产收益率分别大幅下降至 2.09%和 3.29%。

2009 年 1~6 月,公司实现营业收入 2937.68 万元,营业利润率进一步下降,为 24.19%;实现利润总额 179.40 万元。

总体看,公司主营板块受金融危机下房地产市场低迷影响较为严重,整体盈利能力明显下降。尽管目前行业有所回暖,但工程施工板块收入以及涂料销售收入滞后于房地产开工,

短期内仍难以扭转低迷态势。

2. 现金流及保障

经营活动方面,2008 年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 8588.12 万元,较 2007 年下降 30.53%,小于营业收入下降幅度,由此,公司现金收入比上升至 128.23%,较上年增加 22.26 个百分点,现金收入质量提高;经营活动产生的现金流入 8936.47 万元,较上年下降 28.44%;经营活动产生的现金流出 8498.56 万元,较上年增长 44.79%,其中购买商品、接受劳务支付的现金 6311.34 万元,较上年增长 27.01%,主要系原材料价格上涨所致;经营活动产生的现金流量净额为 437.91 万元,较 2007 年大幅下降。

投资活动方面,2008 年公司无投资活动产生的现金流入;投资活动产生的现金流出量为 1781.81 万元,全部系购建固定资产、无形资产等支付的现金,较 2007 年下降 74.13%,主要系嘉达研发大楼工程建设主要于 2007 年投入所致。

筹资活动方面,2008 年公司无筹资活动产生的现金流入;公司筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出,为 691.78 万元。

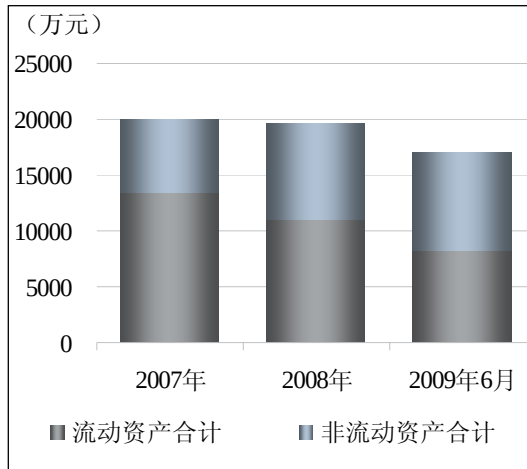
总体看,公司经营活动产生的现金流入规模大幅下降,但获现能力有所提高;公司经营活动产生的现金流量净额下降明显。整体看,公司面临一定程度的融资压力。

3. 资本及债务结构

(1) 资产

截至 2008 年底,公司合并资产总额 19652.41 万元,基本与期初持平。其中,流动资产占 55.87%,非流动资产 44.13%。截至 2009 年 6 月底,公司合并资产总额 17107.65 万元,较 2008 年末下降 12.95%。其中,流动资产占 48.55%,非流动资产 51.45%。由图 1 可见,公司资产规模小幅下降,主要系流动资产规模下降所致。

图1 2007~2009年6月公司资产构成



资料来源：公司提供

截至2008年底，公司流动资产10979.04万元，较期初下降18.34%，主要系货币资金和应收账款减少所致。其中，货币资金3013.96万元，较期初下降40.90%，主要系嘉达研发大楼建设资金的投入以及银行贷款偿还；公司应收账款4700.30万元，较期初下降17.60%，其中账龄在1年以内的占51.03%（2007年为84.83%），1年以上的占48.97%；前五名债务人如表4所示，合计占25.86%；公司其他应收款1678.71万元，主要为保证金以及和关联公司的往来款。

表4 公司2008年底应收账款主要债务人分布

单位：万元

主要债务人名称	2008年底余额	账龄	款项性质
成都天府二期（工程中心）	425.56	1-2年	工程款
武汉世贸二期	255.85	1年以内	工程款
临沂观天下二期-工程中心	189.00	1年以内和1-2年	工程款
上海玫瑰苑	173.21	1年以内和1-2年	工程款
广州翡翠假日（工程中心）	172.00	1年以内和1-2年	工程款
合计	1215.63	-	工程款

资料来源：公司审计报告

截至2009年6月底，公司流动资产8305.72

万元，较2008年末下降24.35%，主要系货币资金（749.05万元）大幅下降所致。

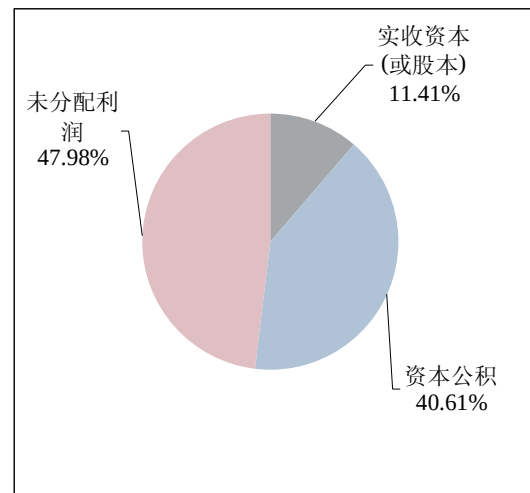
截至2008年底，公司非流动资产8673.38万元，较期初增长32.91%，主要系固定资产增加所致。截至2008年底，公司固定资产4654.85万元，较期初增长115.16%，主要系在建工程转入（嘉达研发大楼）所致。

截至2009年6月底，公司非流动资产8801.93万元，其中长期股权投资3250.00万元，主要系公司对嘉达新材料公司的增资（尚未纳入合并报表，目前反映在长期股权投资科目），固定资产为4637.73万元，无形资产相应减少312.56万元。

（2）所有者权益

截至2008年底，公司所有者权益10956.07万元，全部为归属于母公司的所有者权益，其构成如图2所示。截至2009年6月底，公司所有者权益11122.01万元，构成变化不大。总体看，公司实收资本占比小，未分配利润占比大，所有者权益稳定性一般。

图2 2008年底公司所有者权益构成



资料来源：公司提供

（3）负债

截至2008年底，公司负债合计8696.34万元，比2007年略有下降，同时公司所有者权益略有增加，公司资产负债率有所下降，为

44.25%；全部债务合计 6288.50 万元，全部为长期债务（长期借款+应付债券），全部债务资本化比率为 36.47%，较上年下降 1.65 个百分点。

2009 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别降至 34.99%和 26.71%，公司债务负担有所减轻，但面临一定的融资压力。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2008 年底，公司流动比率和速动比率分别为 518.50%和 484.07%，均较 2007 年底有较大幅度上升；2008 年公司经营活动现金流入量比流动负债为 4.06 倍，周转能力尚可。2009 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 502.85%和 464.26%。综合考虑，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看，2008 年公司 EBITDA 由 2007 年的 3269.94 万元降至 572.26 万元，同时利息支出增加（2008 年为 232.04 万元，均为资本化利息支出；2007 年利息支出 179.97 万元，其中资本化利息支出 169.21 万元，费用化利息支出 10.76 万元），EBITDA 利息倍数由 18.17 倍大幅下降至 2.47 倍；全部债务/EBITDA 由 2.00 倍上升至 10.99 倍。公司长期偿债能力明显下降。

2008 年，公司 EBITDA 对 3000 万元本期债券本金的覆盖倍数为 0.19 倍。截至 2009 年 6 月底，公司现金类资产 749.05 万元，呈下降趋势，对本期债券的保护能力弱。

截至2009年6月底，公司无对外担保。

截至2009年9月底，公司获得平安银行房产抵押贷款授信额度6000.00万元。其中，项目贷款（嘉达研发大楼建设项目，专款专用）3000.00万元，期限5年，已使用1100.00万元；保函额度2000.00万元，向深圳高新技术投资担保有限公司开具保函，用于本期债券发行担保的反担保业务；流动资金贷款1000.00万元，期限2年，尚未使用。总体看，公司融资渠道较为单一，

面临一定的融资压力。

综合考虑，联合资信维持公司 BBB⁻的长期信用等级，评级展望为负面。

附件 1-1 2007~2009 年 6 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

	2007 年	2008 年	变化率 (%)	2009 年 6 月
流动资产：				
货币资金	5099.63	3013.96	-40.90	749.05
交易性金融资产	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	0.00		0.00
应收账款	5704.19	4700.30	-17.60	4579.64
预付款项	51.68	850.60	1545.90	804.54
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	1881.29	1678.71	-10.77	1528.90
存货	684.06	729.13	6.59	637.25
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	23.79	6.34	-73.37	6.34
流动资产合计	13444.64	10979.04	-18.34	8305.72
非流动资产：	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	50.00		3250.00
投资性房地产	0.00	0.00		0.00
固定资产	2163.40	4654.85	115.16	4637.73
在建工程	937.81	411.81	-56.09	601.64
工程物资	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00		0.00
无形资产	3424.67	3556.72	3.86	312.56
开发支出	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00		0.00
合并价差	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	0.00	0.00		0.00
递延所得税资产	0.00	0.00		0.00
其他非流动资产	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	6525.88	8673.38	32.91	8801.93
资产总计	19970.52	19652.41	-1.59	17107.65

附件 1-2 2007~2009 年 6 月底资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

	2007 年	2008 年	变化率（%）	2009 年 6 月
流动负债：				
短期借款	0.00	0.00		0.00
交易性金融负债	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	0.00		0.00
应付账款	1638.44	1248.49	-23.80	1236.21
预收款项	2.00	317.15	15757.70	14.96
应付职工薪酬	51.71	91.71	77.33	79.57
应交税费	415.59	151.55	-63.54	125.92
应付利息	0.00	0.00		0.00
应付股利	0.00	0.00		0.00
其他应付款	338.23	299.18	-11.55	195.07
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	400.00	9.39	-97.65	0.00
流动负债合计	2845.98	2117.46	-25.60	1651.75
非流动负债：				
长期借款	3500.00	3260.00	-6.86	940.00
应付债券	3028.50	3028.50	0.00	3114.00
长期应付款	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	290.38		279.89
递延所得税负债	0.00	0.00		0.00
其他非流动负债	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	6528.50	6578.88	0.77	4333.89
负债合计	9374.48	8696.34	-7.23	5985.64
所有者权益：				
实收资本(或股本)	1250.00	1250.00	0.00	1250.00
资本公积	4448.95	4448.95	0.00	4448.95
减：库存股	0.00	0.00		0.00
盈余公积	0.00	0.00		0.00
未分配利润	4897.08	5257.12	7.35	5423.06
外币报表折算差额	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	10596.04	10956.07	3.40	11122.01
少数股东权益	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	10596.04	10956.07	3.40	11122.01
负债和所有者权益总计	19970.52	19652.41	-1.59	17107.65

附件 2 2007~2009 年 1-6 月利润表

(单位: 人民币万元)

	2007 年	2008 年	变化率 (%)	2009 年 6 月
一、营业收入	11666.13	6697.25	-42.59	2937.68
减: 营业成本	7145.74	4981.42	-30.29	2030.62
营业税金及附加	137.59	8.89	-93.54	2.84
销售费用	462.49	502.92	8.74	143.02
管理费用	911.03	1147.26	25.93	473.24
财务费用	-5.18	-50.94	883.06	82.65
资产减值损失	0.00	0.00		0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00		
投资收益	0.00	0.00		0.00
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	3014.46	107.70	-96.43	205.31
加: 营业外收入	177.13	348.05	96.49	10.59
减: 营业外支出	3.73	19.04	410.25	36.50
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	3187.86	436.71	-86.30	179.40
减: 所得税费用	259.30	76.67	-70.43	13.45
四、净利润	2928.56	360.04	-87.71	165.94
其中: 归属于母公司的净利润	2928.56	360.04	-87.71	165.94

附件 3-1 2007~2008 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

	2007 年	2008 年	变化率 (%)
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	12362.67	8588.12	-30.53
收到的税费返还	0.00	0.00	
收到其他与经营活动有关的现金	125.66	348.36	177.22
经营活动现金流入小计	12488.33	8936.47	-28.44
购买商品、接受劳务支付的现金	4969.01	6311.34	27.01
支付给职工以及为职工支付的现金	522.42	271.33	-48.06
支付的各项税费	349.71	655.21	87.36
支付其他与经营活动有关的现金	28.53	1260.67	4318.76
经营活动现金流出小计	5869.67	8498.56	44.79
经营活动产生的现金流量净额	6618.66	437.91	-93.38
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	0.00	0.00	
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	6887.17	1781.81	-74.13
投资支付的现金	0.00	50.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	6887.17	1831.81	-73.40
投资活动产生的现金流量净额	-6887.17	-1831.81	-73.40
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	4600.00	0.00	-100.00
取得借款收到的现金	6528.50	0.00	-100.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	
筹资活动现金流入小计	11128.50	0.00	-100.00
偿还债务支付的现金	300.00	240.00	-20.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5708.98	451.78	-92.09
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	
筹资活动现金流出小计	6008.98	691.78	-88.49
筹资活动产生的现金流量净额	5119.52	-691.78	-113.51
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	4851.01	-2085.68	-142.99

附件 3-2 2007~2008 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

	2008 年
1、将净利润调为经营活动现金流量:	
净利润	360.04
其中: 归属于母公司的净利润	0.00
少数股东损益	0.00
加: 资产减值准备	138.03
固定资产折旧及其他	40.93
无形资产摊销	94.63
长期待摊费用摊销	
处置固定资产、无形资产等损失	17.45
固定资产报废损失	0.00
公允价值变动损失	0.00
财务费用	-50.94
投资损失	0.00
递延所得税资产减少	0.00
递延所得税负债增加	0.00
待摊费用减少	0.00
预提费用增加	9.39
存货的减少	-45.07
经营性应收项目的减少	1335.32
经营性应付项目的增加	-1185.99
其他	-275.88
经营活动产生的现金流量净额	437.91
2、无现金收支的重大投资筹资活动:	0.00
债务转为资本	0.00
一年内到期的可转换公司债券	0.00
融资租入固定资产	0.00
3、现金及现金等价物净变动情况:	0.00
现金的期末余额	3013.96

附件 4 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	4.09	1.29	--
存货周转次数(次)	20.89	7.05	--
总资产周转次数(次)	1.17	0.34	--
现金收入比(%)	105.97	128.23	--
盈利能力			
营业利润率(%)	37.57	25.49	30.78
总资本收益率(%)	17.13	2.09	--
净资产收益率(%)	27.64	3.29	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	38.12	36.47	26.71
全部债务资本化比率(%)	38.12	36.47	26.71
资产负债率(%)	46.94	44.25	34.99
偿债能力			
流动比率(%)	472.41	518.50	502.85
速动比率(%)	448.37	484.07	464.26
经营现金流动负债比(%)	232.56	20.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.17	2.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.00	10.99	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.04	-0.22	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-62.44	-6.01	--
现金偿债倍数(倍)	1.70	1.00	0.25
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.16	2.98	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	2.21	0.15	--

跟踪评级公告

联合[2009] 591 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市驰源实业有限公司主体长期信用等级为BBB⁻，评级展望由负面调整为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009 年 12 月 22 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年
现金类资产(万元)	12594.75	10829.11
资产总额(万元)	69409.42	62610.22
所有者权益(万元)	19399.83	22086.47
长期债务(万元)	4500.00	4542.75
全部债务(万元)	8955.53	7279.23
营业收入(万元)	98366.92	103580.32
利润总额(万元)	4127.06	2935.62
EBITDA(万元)	6615.32	6957.24
经营性净现金流(万元)	2463.81	8960.75
营业利润率(%)	6.60	5.06
净资产收益率(%)	19.59	12.16
资产负债率(%)	72.05	64.72
全部债务资本化比率(%)	31.58	24.79
流动比率(%)	113.51	117.98
全部债务/EBITDA(倍)	1.35	1.05
EBITDA 利息倍数(倍)	34.91	11.37
经营现金流负债比率(%)	5.41	24.90

注: 公司从 2008 年开始执行《企业会计准则(2006)》, 并对期初数(上年数)进行了追溯调整, 为保证财务数据的可比性, 上表中 2007 年数为追溯调整后的期初数(上年数)。

分析师

吕明远
lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

2008 年, 深圳市驰源实业有限公司(以下简称“公司”)收入规模保持增长, 主导产品的市场占有率进一步提升, 但受行业整体经营环境波动的影响, 公司盈利状况有所下滑。目前, 公司有息债务负担较轻, 现金类资产较为充足, 整体的偿债能力保持在适宜水平。

公司作为中国内地最大的 PC 电源生产企业, 具有较高的市场占有率和品牌知名度, 在行业中拥有较强的竞争力, 未来伴随 PC 市场的逐步回暖以及新增 OEM 客户带来的收入, 公司经营状况有望改善。

综上, 联合资信维持公司 BBB⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望由负面调整为稳定。

优势

1. 公司作为中国内地最大的 PC 电源生产企业, 具有较高的市场占有率和品牌知名度, 在行业中拥有较强的竞争力。
2. 跟踪期内公司负债水平和债务负担有所下降, 目前债务负担较轻。
3. 公司现金类资产充足。

关注

1. 2008 年四季度以来行业整体经营环境的波动对公司盈利状况产生了不利影响。
2. 公司经营存在大量关联交易, 为关联方企业代销代购占公司收入的 55% 左右, 经营及盈利受关联交易影响大。
3. 公司未提供 2009 年 1~6 月完整的财务报表。

一、企业概况

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

公司经营范围：生产计算机、仪器仪表及其相关电子元器件；计算机软件的技术开发、销售。目前公司的主营业务主要为电源供应器和电源系统的开发、设计、制造和销售。

公司本部下设运营管理部、综合管理部、行政部、人力资源部、物业管理部、资材中心等6个职能部门，截至2008年底，公司拥有直接投资控股子公司4家。

截至2008年底，公司（合并）资产总额为62610.22万元，所有者权益22086.47万元，其中少数股东权益为5273.41万元；2008年，公司实现营业收入103580.32万元，实现利润总额2935.62万元。

公司注册地址：深圳市龙岗区坂田道雪象村中浩工业城内航嘉工业园1号厂房2楼；法定代表人：罗文华。

二、生产经营

1. 经营状况

公司主要从事电源供应器和电源系统的开发、设计、制造及销售，公司的主要产品为PC电源及其他设备电源系统等。

近年来，全球PC市场（包括台式PC、笔记本电脑和PC服务器）整体呈现平稳增长态势，但从2008年四季度开始，随着金融危机影响逐步扩散至实体经济，全球范围内个人和商业用户PC需求出现缩减，根据IDC数据，2008年全球个人电脑出货量同比增长10.7%，其中第四季度出货量为7710万台，同比减少0.4%，为近6年来PC业季度出货量的首次负增长。

2009年上半年，全球PC市场仍呈现持续下滑的态势，根据Gartner数据2009年1~6月全球PC出货量同比减少4.4%，但从三季度开始，随着美国市场的回暖，以及在包括中国在内的新兴经济体市场销量增长的带动下，全球的PC市场出现企稳回升迹象，第三季度全球PC出货量同比增长2.3%，达7810万台。根据Gartner10月发布的预测数据，随全球经济的逐步企稳，以及在新发行的windows7操作系统的带动下，2009年全年PC出货量将达到2.85亿台，同比降幅约为2%左右，明显好于其在6月做出的降幅为6%的预测。2009年，中国国内的PC市场整体表现好于全球市场，2009年二季度中国市场PC出货量同比增长13%，出货量在亚太市场的份额已超过50%。在行业毛利率方面，随着计算机整机产品成熟的不断提升，产品同质化日益严重，业内价格战日趋激烈，行业整体毛利率呈持续下滑局面，2009年1~8月，国内计算机整机制造业毛利率为3.98%，较上年同期减少0.6个百分点，行业整体的经营压力加大。

2008年公司实现营业收入103580.32万元，同比增长5.30%，目前电子元器件和PC电源及机箱配件业务是公司主要的收入来源，2008年的占比分别为55%和40%左右。目前，在产品销售方面，公司存在大量关联交易，2008年关联交易占营业收入比例为56.41%，绝大多数来自电子元器件业务，主要是公司作为关联单位的购销平台，为关联企业代购代销的电子元器件。由于关联交易的销售价格采用协议定价方式确定，因此公司电子元器件业务的毛利率较低（见表1）。公司关联交易采购业务主要是从深圳航嘉源科技有限公司采购，2008年发生金额2302.09万元，占公司当年同类交易的3.52%。关联交易的销售业务主要是对深圳航嘉源科技有限公司和深圳市航嘉创源科技有限公司销售货物，2008年共发生金额58432.74万元。

表1 2007~2008年公司收入构成及毛利率情况

	2007年	2008年
主营业务收入(万元)		
电子元器件	54412.08	58432.74
PC电源/机箱配件	39457.20	42034.26
委托加工及其他	4497.64	3113.37
毛利率(%)		
电子元器件	2.44	1.71
PC电源/机箱配件	11.30	9.46
委托加工及其他	17.51	12.07

资料来源：公司提供

目前，PC电源/机箱配件业务是公司主要的利润来源，2008年公司PC电源/机箱配件业务共实现营业收入42034.26万元，同比增长6.53%，其中60%为PC类电源（台式机电源和笔记本电源各占50%），20%为适配器和充电器，12%为PC机箱。2008年，外围市场需求下滑，公司出口业务受到一定影响，销售额同比降幅接近20%，但目前公司出口业务占比相对较小，约为15%左右。2008年，国内市场出货量的增加成为公司电源业务收入增长的主要动力。2008年在PC行业整体经营压力加大的背景下，公司PC电源/机箱配件业务的毛利率也由上年的11.30%下滑至9.46%。

目前，公司是中国大陆最大的PC电源生产企业，2008年产销量的增长使公司的市场地位得到进一步巩固，根据IEMS的相关数据，公司在全球PC电源市场占有率由第7位提高到第5位，国际市场占有率达到4.6%；在国内市场方面，根据《电脑报》相关数据，2008年公司的PC电源产品以31.18%的市场占有率继续排名首位。公司的自有品牌“HUNTKEY航嘉”于2008年2月被授予“广东省著名商标”，并于2009年5月被国家公司总局认定为“中国驰名商标”。此外，在国内OEM电源市场中，公司也拥有很高的市场占有率，主要的合作客户包括方正、同方、中国移动、UT斯达康、华为、中兴、康佳和TCL等国内多家大型PC和通信设备企业。从2009年开始，公司顺利通过考察期，成为联想国际的OEM合格供货商，并开始批量交货，目前的月交货量已超过30万台，另外公司预计

有望在2009年底前通过DELL的考察，开始批量供货。成为联想、DELL等全球PC巨头的供应商，在进一步提升公司收入规模的同时，也有助于改善公司经营稳定性。

2009年上半年，在新增OEM业务的带动下，公司共销售PC电源630万台，但由于下游PC整机制造企业经营压力加大，进一步压低产品售价，以及新《劳动法》实施带来的人力成本的上升，公司盈利状况进一步下滑，2009年1~6月公司共完成营业收入54858.55万元，利润总额749.25万元。公司未提供2009年1~6月完整的财务报表和较为全面的经营数据，联合资信的判断分析是基于目前获得的不完整数据。

2. 募投项目

公司于2007年发行4500万元企业债券，所募资金全部投向新型节能开关电源生产技术改造项目，建设改造年产280万台的新型开关电源生产线，截至2008年底该项目已完工投产。

总体来看，2008年公司收入规模保持增长，但受行业整体经营压力加大的影响，公司盈利状况有所下滑。公司作为中国内地最大的PC电源生产企业，具有较高的市场占有率和品牌知名度，在行业中拥有较强的竞争力，未来受益于PC市场的逐步回暖以及新增的OEM客户带来的稳定收入，公司有望保持较为平稳的经营状况。

三、财务分析

公司提供的2008年财务报表已由深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司从2008年起执行财政部2006年2月15日颁布的企业会计准则，并对期初数进行了追溯调整，为保证财务数据的可比性，以下分析中采用经调整的2008年期初数或上年数作为比较基数。公司未提供2009年1~6月合并财务数据。

截至2008年底，公司（合并）资产总额为

62610.22 万元，所有者权益 22086.47 万元，其中少数股东权益为 5273.41 万元；2008 年，公司实现营业收入 103580.32 万元，利润总额 2935.62 万元。

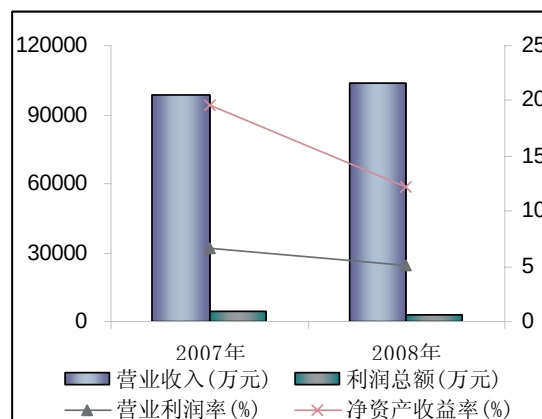
1. 盈利能力

2008 年，在金融危机和全球主要经济体经济增速放缓的背景下，公司出口业务受到一定影响，全年出口收入同比降幅接近 20%，但由于出口收入占比较小，对公司收入规模影响较小；在国内市场，公司新增多家 OEM 客户，出货量保持了较快增长，得益于此，全年公司实现营业收入 103580.32 万元，同比增长 5.30%，其中 PC 电源/机箱配件业务的收入增速为 6.53%。

目前，公司的收入构成中为关联企业代购电子元件占比较大，2007 和 2008 年占比均在 55%左右，公司目前的关联交易均采用协议定价，该项业务近三年的平均毛利率在 2%，受此影响公司近年整体的毛利率保持在较低水平。2008 年，受宏观经济和行业整体经营环境波动的影响，公司毛利率空间受到进一步挤压，营业利润率由上年的 6.60%下滑至 5.06%，其中 PC 电源/机箱配件的毛利率由上年的 11.30%下降为 9.46%，电子元器件业务毛利率由上年的 2.44%变化为 1.71%。

2008 年公司实现营业利润 2547.08 万元，同比减少了 39.06%，经营性业务盈利状况有所下滑。2008 年公司收到营业外收入 440.76 万元，主要为深圳市地方政府对高新技术企业的补贴资金。2008 年，公司分别实现利润总额和净利润 2935.62 万元和 2986.65 万元，同比分别减少 28.87%和 29.29%，盈利指标较上年也有所下滑，2008 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 11.23%和 12.16%。

图 1 公司相关盈利指标



资料来源：公司审计报告

总体看，2008 年在国内市场销量增长的带动下，公司收入规模保持增长，但受行业整体经营压力加大影响，公司盈利状况有所下滑。未来受益于 PC 市场的逐步回暖以及新增 OEM 客户带来的稳定收入，公司整体的收入规模有望继续增长。

2. 现金流及保障

2008 年公司销售商品和提高劳务收到的现金为 126838.94 万元，较上年增长 12.98%，明显高于收入规模的增长，主要是由于公司加大应收账款的清收力度。受此影响，2008 年公司现金收入比率由上年的 114.13% 提高至 122.45%，整体的收入实现质量保持在较好水平。2008 年公司经营活动产生的现金流入合计 150047.19 万元，同比增长 30.97%，其中 23208.25 万元为由内部往来所致的收到其他与经营活动有关的现金。2008 年公司经营性现金净流入量同比增长 263.69%，共计 8960.75 万元。

2008 年，公司投资活动产生的净流入较上年大幅增加，合计 15031.99 万元，其中 15000.00 万元为与其他关联企业间的内部往来。2008 年公司投资活动产生的现金净流出合计 4046.48 万元，较上年小幅增长了 4.71%。

公司筹资活动的现金流入主要来自银行借款，投资活动的现金流出主要用于偿还债务和

股利分配。2008 年公司整体的筹资压力不大，债务规模有所下降，筹资活动产生的现金流净额表现为净流出，合计 2344.15 万元。

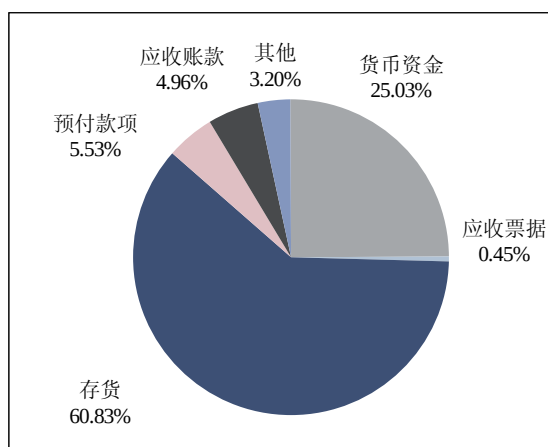
总体看，由于收入实现质量的提高，2008 年公司经营活动获现能力有所改善，经营活动产生的净现金流能够覆盖投资支出。

3. 资本及债务结构

截至 2008 年底，公司资产合计 62610.22 万元，较上年末减少 9.89%，主要是受应收账款规模减少的影响，资产构成中流动资产占比由上年的 74.42%下降为 67.80%。

截至 2008 年，公司流动资产合计 42451.48 万元，同比减少 17.82%，主要以货币资金、应收账款、预付款项和存货为主（见图 2）。2008 年应收账款的大幅减少是公司流动资产规模下降的主要原因，截至 2008 年底公司应收账款合计 2105.19 万元，同比减少 84.09%，一方面是由于公司加大应收账款清收力度，另一方面是由于公司经营体制变化，原部分代销企业纳入公司合并范围，相关科目抵消。2008 年公司存货规模同比增长 26.61%，截至 2008 年底合计 25824.47 万元，存货规模较大，公司未对存货计提跌价准备。

图 2 截至 2008 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2008 年底，公司非流动资产合计 20158.74 万元，较上年末增长 13.55%。2008

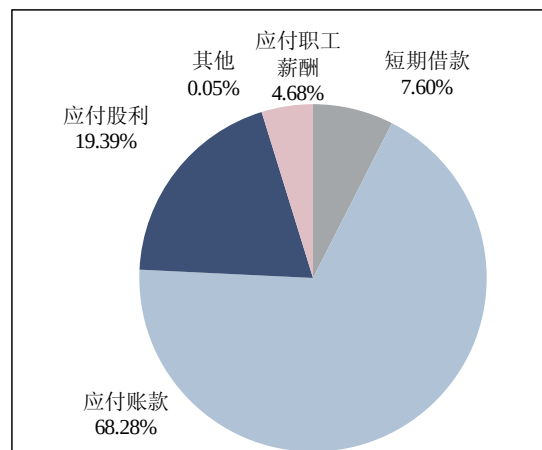
年，公司固定资产保持较快增长，增速为 28.20%，其他科目保持相对稳定，截至 2008 年末公司非流动资产主要以固定资产（94.58%）和无形资产（占 3.96%）为主。

截至 2008 年底，公司所有者权益合计 22086.47 万元，较上年末增长 13.85%，主要来自未分配利润和少数股东权益增长；所有者权益构成中，实收资本占 45.28%，资本公积占 0.20%，盈余公积占 5.62%，未分配利润占 25.03%，少数股东权益占 23.88%，所有者权益稳定性适中。

2008 年，由于短期借款和应付账款的减少，公司负债规模较上年回落 18.97%，截至 2008 年底合计 40523.74 万元，其中流动负债占 88.79%，非流动负债占 11.21%，流动负债占比较上年小幅下降。2008 年公司流动负债减少 20.94%，截至 2008 年底为 35980.99 万元，构成主要以中短期借款、应付账款、应付股利和应付职工薪酬为主（见图 3）。目前公司流动负债中应付账款规模较大，截至 2008 年底合计 24592.12 万元，较上年减少 23.70%，主要为应付的采购货款，其中 1 年以内的应付款占比为 99.26%；应付账款中对关联方的应付款项占比为 2.15%。

公司非流动负债全部为应付债券，截至 2008 年底为 4542.75 万元，较上年基本保持稳定。

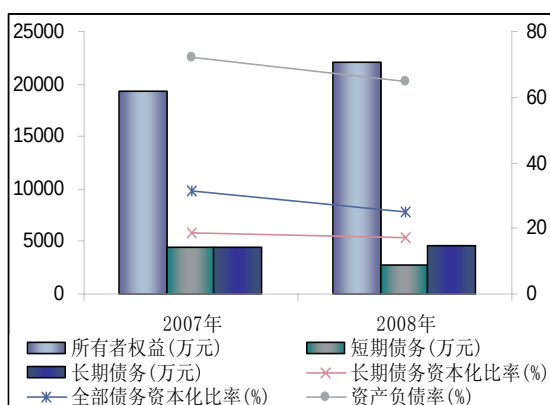
图 3 截至 2008 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

目前公司负债中有息负债占比较低,截至2008年公司债务总额合计7279.33万元,受短期借款减少影响,较上年末回落18.72%。2008年由于所有者权益的较快增长和债务规模的回落,公司整体的负债水平和债务负担均有所下降,2008年末公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为24.79%和64.72%。

图4 公司负债及债务负担相关指标



资料来源：公司审计报告

总体看,公司整体的负债水平偏高,但其中应付账款占比较低,整体的债务负担保持在较低水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2008年公司流动比率小幅上升,但流动资产中存货占比升高,公司速动比率较上年有所回落,截至2008年底公司流动比率和速动比率分别为117.98%和42.16%。2008年受经营活动净流量增加和流动负债规模下降的影响,公司经营现金流动负债比提升至24.90%。目前公司流动资产中存货占比较高,一定程度上影响了公司资产整体的流动性,但截至2008年底公司现金类资产合计10829.11万元,对公司短期有息负债具有较强的保障能力。总体看,公司短期偿债能力适宜。

2008年,公司盈利规模有所下滑,得益当年折旧规模的增加,公司EBITDA较上年小幅增长5.17%,合计6957.24万元。2008年,受新发行企业债券和年内利率水平上升的影响,

公司利息支出增长较快,EBITDA利息保护倍数下降为11.37倍。2008年公司得益于债务规模的下降,公司全部债务/EBITDA倍数由上年的1.35倍变化为1.05倍,EBITDA对全部债务的保障程度进一步提升。总体看,目前公司长期偿债能力保持在适宜水平。

2008年公司经营性现金流量净额和EBITDA与本期债券发行额度的比值分别为1.99倍和1.55倍,经营性现金流量净额和EBITDA对本期债券的保障程度较强。

截至2009年6月底,公司合并口径下不存在对外担保事项;截至2009年6月底公司获得中国银行深圳分行授信额度12000万元,尚未使用,公司具有一定的间接融资能力。

综合考虑,联合资信维持公司BBB的主体长期信用级别,评级展望由负面调整为稳定。

附件 1-1 2008 年合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

项 目	2008 年初	2008 年末	变动率 (%)
流动资产：			
货币资金	12552.03	10625.06	-15.35
交易性金融资产	42.72	14.03	-67.15
应收票据		190.02	
应收账款	13232.01	2105.19	-84.09
预付款项	1725.51	2348.96	36.13
应收利息			
应收股利	249.92	249.92	
其他应收款	3456.84	934.49	-72.97
存货	20397.36	25824.47	26.61
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产		159.33	
流动资产合计	51656.39	42451.48	-17.82
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	100.00	100.00	
投资性房地产			
固定资产	14872.02	19065.40	28.20
在建工程	1739.64		
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	813.23	797.50	-1.93
开发支出			
商誉			
长期待摊费用			
递延所得税资产	228.14	188.90	-17.20
其他非流动资产		6.94	
非流动资产合计	17753.03	20158.74	13.55
资产总计	69409.42	62610.22	-9.80

附件 1-2 2008 年合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：万元）

项 目	2008 年初	2008 年末	变动率 (%)
流动负债：			
短期借款	4455.53	2736.48	-38.58
交易性金融负债			
应付票据			
应付账款	32232.74	24592.12	-23.70
预收款项	9.10	125.68	1280.97
应付职工薪酬	2103.59	1685.19	-19.89
应交税费	304.46	-256.61	-184.28
应付利息			
应付股利	6250.46	6983.72	11.73
其他应付款			
一年内到期的非流动负债			
其他流动负债	153.72	114.41	-25.57
流动负债合计	45509.59	35980.99	-20.94
非流动负债：			
长期借款			
应付债券	4500.00	4542.75	0.95
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	4500.00	4542.75	0.95
负债合计	50009.59	40523.74	-18.97
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	10000.00	10000.00	
资本公积	44.65	44.65	
减：库存股			
盈余公积	1143.21	1240.22	8.49
未分配利润	3897.62	5528.19	41.84
外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计	15085.48	16813.06	11.45
少数股东权益	4314.35	5273.41	22.23
所有者权益（或股东权益）合计	19399.83	22086.47	13.85
负债和所有者权益（或股东权益）总计	69409.42	62610.22	-9.80

附件 2 2008 年合并利润表

(单位: 万元)

	上年度	2008 年度	变动率(%)
一、营业收入	98366.92	103580.32	5.30
减: 营业成本	91794.63	98230.54	7.01
营业税金及附加	80.58	107.86	33.85
销售费用	723.91	1017.11	40.50
管理费用	2314.61	2794.95	20.75
财务费用	-641.69	-1087.57	69.49
资产减值损失	-6.73	1.79	-126.61
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)		-0.54	
投资收益(损失以“—”号填列)	78.14	31.99	-59.06
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)	4179.74	2547.08	-39.06
加: 营业外收入	2.91	440.76	15023.46
减: 营业外支出	55.60	52.23	-6.06
其中: 非流动资产处置损失			
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	4127.06	2935.62	-28.87
减: 所得税费用	327.54	248.97	-23.99
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	3799.52	2686.65	-29.29
其中: 归属于母公司所有者的净利润	2505.69	1727.58	-31.05
少数股东损益	1293.83	959.07	-25.87

附件 3-1 2008 年合并现金流量表

(单位: 万元)

	上年度	2008 年度	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	112263.00	126838.94	12.98
收到的税费返还			
收到其他与经营活动有关的现金	2300.49	23208.25	908.84
经营活动现金流入小计	114563.49	150047.19	30.97
购买商品、接受劳务支付的现金	81591.71	111962.77	37.22
支付给职工以及为职工支付的现金	7218.53	8989.02	24.53
支付的各项税费	2559.23	4129.76	61.37
支付其他与经营活动有关的现金	20730.21	16004.89	-22.79
经营活动现金流出小计	112099.68	141086.45	25.86
经营活动产生的现金流量净额	2463.81	8960.75	263.69
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		31.99	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净	0.64		-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		15000.00	
投资活动现金流入小计	0.64	15031.99	2348648.98
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3788.32	4000.95	5.61
投资支付的现金	76.70	77.53	1.07
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		15000.00	
投资活动现金流出小计	3865.03	19078.48	393.62
投资活动产生的现金流量净额	-3864.39	-4046.48	4.71
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	2610.00		-100.00
取得借款收到的现金	16955.53	5089.27	-69.98
收到其他与筹资活动有关的现金	5.73		-100.00
筹资活动现金流入小计	19571.25	5089.27	-74.00
偿还债务支付的现金	12000.00	6808.32	-43.26
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	189.51	569.15	200.32
支付其他与筹资活动有关的现金	77.35	55.96	-27.65
筹资活动现金流出小计	12266.86	7433.43	-39.40
筹资活动产生的现金流量净额	7304.39	-2344.15	-132.09
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	931.65		-100.00
五、现金及现金等价物净增加额	4972.16	2570.11	-48.31
加: 期初现金及现金等价物余额	1219.48	8054.95	560.52
六、期末现金及现金等价物余额	6191.64	10625.06	71.60

附件 3-2 2008 年合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

	上年度	2008 年度	变动率(%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
以固定资产偿还债务			
以投资偿还债务			
以固定资产进行长期投资			
以存货偿还债务			
融资租赁固定资产			
二、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	3799.52	2686.65	-29.29
加: 资产减值准备	2.31	1.79	-22.27
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2262.50	3277.38	44.86
无形资产摊销	18.28	18.30	0.12
长期待摊费用摊销	17.98	114.05	534.44
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)	0.21		
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)		0.54	
财务费用(收益以“—”号填列)	-631.02	667.86	-205.84
投资损失(收益以“—”号填列)	-78.14	-31.99	-59.06
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)			
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)			
存货的减少(增加以“—”号填列)	-13651.49	-5427.11	-60.25
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	5198.78	20932.82	302.65
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	9883.14	-13279.53	-234.37
其他	-4358.25		
经营活动产生的现金流量净额	2463.81	8960.75	263.69
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	8054.95	10625.06	31.91
减: 现金的期初余额	1219.48	8054.95	560.52
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	6835.47	2570.11	-62.40

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	7.43	13.34
存货周转次数(次)	4.50	4.25
总资产周转次数(次)	1.42	1.57
现金收入比(%)	114.13	122.45
盈利能力		
营业利润率(主营业务利润率)(%)	6.60	5.06
总资本收益率(%)	14.07	11.23
净资产收益率(%)	19.59	12.16
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	18.83	17.06
全部债务资本化比率(%)	31.58	24.79
资产负债率(%)	72.05	64.72
偿债能力		
流动比率(%)	113.51	117.98
速动比率(%)	68.69	46.21
EBITDA 利息倍数(倍)	34.91	11.37
全部债务/EBITDA(倍)	1.35	1.05
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-7.39	8.03
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.16	0.68
经营现金流动负债比(%)	5.41	24.90
现金偿债倍数(倍)	2.80	2.41
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.47	1.55
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	25.46	33.34
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.55	1.99

注：公司从 2008 年开始执行《企业会计准则（2006）》，并对期初数（上年数）进行了追溯调整，为保证财务数据的可比性，上表中 2007 年数为追溯调整后的期初数（上年数）。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 592 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定深圳宝德科技集团股份有限公司主体长期信用等级由A调整为A⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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>

深圳宝德科技集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A⁻ 评级展望：稳定
上次评级结果：A 评级展望：稳定

跟踪评级时间：2009年12月22日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	09 年 6 月
现金类资产(亿元)	1.62	1.89	1.41
资产总额(亿元)	6.75	7.60	8.31
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	3.22	3.73	3.92
短期债务(亿元)	0.86	1.18	1.89
全部债务(亿元)	1.53	2.45	3.19
营业收入(亿元)	11.39	8.11	2.60
利润总额(亿元)	0.62	0.40	0.19
EBITDA(亿元)	0.73	0.71	--
经营性净现金流(亿元)	0.50	0.10	--
营业利润率(%)	9.05	10.85	15.40
净资产收益率(%)	17.90	9.82	--
资产负债率(%)	52.26	50.95	52.80
全部债务资本化比率(%)	32.16	39.64	44.87
流动比率(%)	195.55	211.99	198.06
全部债务/EBITDA(倍)	2.10	3.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.80	4.04	--
经营现金流流动负债比(%)	17.58	3.89	--

注：公司从 2008 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2007 年数据为追溯调整数，2009 年数据未经审计。

分析师

赵 明

lianhe@lianheratings.com.cn

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳宝德科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）在跟踪期内资产规模保持增长，得益于软件配套及解决方案能力的提高，在服务器行业价格竞争加剧，产品总体销售收入大幅下降的背景下，仍保持了较好毛利率水平。公司加强了对客户的信用管理，收入实现质量有所改善。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到公司收入规模下降，应收账款规模较大，债务负担加重，偿债指标有所弱化等因素对公司造成的不利影响。

金融危机对服务器市场需求的影响有所减弱，其行业需求有望恢复性增长；作为国内服务器三强企业，公司研发能力较强，分销业务稳定，市场前景广阔。

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级由A调整为A⁻，评级展望为稳定。

优势

1. 公司软件配套及解决方案的能力增强，相应分销业务毛利率有所提高。
2. 公司继续保持国内品牌第三的位置，与合作伙伴关系良好，研发能力较强。

关注

1. 服务器市场竞争日趋激烈，整体市场产品毛利率下滑。
2. 受金融危机影响导致服务器行业需求较少，公司收入规模及利润水平大幅下降。
3. 公司债务负担加重，偿债指标有所弱化。

一、企业基本情况

深圳宝德科技集团股份有限公司（以下称“公司”）前身为成立于 1997 年的深圳市乐和基业电脑网络有限公司。2001 年公司整体改组为股份有限公司，更名为深圳市宝德科技股份有限公司并于 2002 年 12 月在香港联合交易所创业板上市（股票代码为 8236）。2008 年 8 月公司更名为深圳宝德科技集团股份有限公司。公司实际控制人为李瑞杰、张云霞夫妇。截至 2009 年 6 月底，公司注册资本 22575.00 万元。

公司主营计算机服务器的生产、销售，IT 产品分销和服务器租赁业务。

截至 2009 年 6 月底，公司资产总额 83094.22 万元，所有者权益 39216.79 万元；2009 年 1~6 月实现营业收入 26001.49 万元，利润总额 2096.60 万元。

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

二、经营管理分析

1. 经营分析

跟踪期内，中国服务器总体市场仍维持高速增长，2008 年市场规模高达 69.84 万台，与 2007 年相比增长了 10.6%。同时服务器行业也面临更加激烈的市场竞争环境。受 2008 年初冰雪灾害，汶川地震，以及全球金融危机影响，中国各行业，特别是金融、电信等行业集体采购项目出现一定程度停滞，其他相关行业也大幅削减 IT 支出，国内服务器市场需求增速放缓。相应众多国际厂商在中国实行更灵活的市场策略，推行低价策略，使得国内中低端服务器市场竞争进一步加剧。

进入 2009 年二季度以来，金融危机对市场的影响有所减小，但是市场竞争依然激烈。长期来看，服务器作为 IT 产业核心基础设施，随着互联网渗透率的不断提高，其行业需求仍有望持续增长。

公司主营业务包括服务器生产销售、IT 产品的代理分销以及服务器租赁，公司 2008 年实现营业收入 81127.08 万元，与上年的 113854.09 万元相比下降了 28.74%。目前分销业务和服务器销售仍是公司最主要经营业务，但是受金融危机影响，分销业务均有所下滑。

同时由于服务器市场竞争加剧，公司服务器销售毛利率有所下滑。但公司对产品研发投入增加，使公司在价格竞争的基础上提升其附加值，包括节能降耗等，并成立了软件公司用于提升产品软件配套及解决方案的能力，相应服务器软件总体销售收入基本稳定。

表 1 公司 2008 年主营业务收入构成

项 目	主营业务收入(万元)		毛利率(%)	
	2008 年	2007 年	2008 年	2007 年
服务器、软件销售	25088.85	25864.42	21.20	25.70
服务器租赁	253.82	856.46	30.40	17.70
平台及配件分销	55745.61	87058.64	6.10	3.40
合计	81088.28	113779.53	10.80	9.60

资料来源：公司审计报告

针对激烈的市场竞争，公司依托传统的 IPDC、HPC、OEM 及合作伙伴四大行业，充分发挥亚直销和定制的优势，根据用户需求定制产品，在亚细分市场中重点推介差异化多节点和高密度产品，得到 HPC，IPDC，数字电视，视频监控用户的广泛认可。通用及高端产品在社保，公安，教育等政府行业持续获得订单，取得了较好业绩。

在研发以及市场推广方面，公司 2009 年上半年与 Novell 公司在 Linux 服务器操作系统领域达成了全面合作协议。随 Intel 在 2009 年 3 月底发布创新 XEON 5500 平台后，公司研发团队与 Intel 紧密合作，完成了基于该平台的 20 多款产品的研发，在 2009 年 4 月初发布了基于 XEON 5500 平台的全系列产品，扩大了市场影响力。

2009 年上半年，受金融危机持续、市场竞

争激烈影响,以及公司对客户信用的收紧,2009年上半年公司服务器业务销售额同比有一定程度的下降。2009年1~6月,公司实现营业收入26001.49万元,利润总额2096.60万元,受金融危机影响较上年同期相比下降了49%,主要是分销业务经营额大幅下降56%所致。

目前宝德服务器在中国国内服务器市场中全品牌排名第六,国产品牌排名第三,市场占有率约为7.2%,是国产高端数据存储产品和国产品牌服务器供应商三强之一,排名仅次于浪潮、联想。

三、募集资金使用情况

2007年公司发行企业债7000万元(以下简称“本期债券”),其中2500万元用于宝德科技工业园建设,3200万元用于存储以及网络产品生产基地项目,1300万用于和Intel合作建设的服务器研发中心。目前宝德科技工业园和研发中心均已建成投入使用,存储及网络产品生产基地尚未完成。

四、财务分析

公司提供的2008年财务报表已经深圳鹏城会计师事务所有限公司审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2009年1~6月的会计报表未经审计。公司2008年度执行新会计准则,并对2007年数据就行了追溯调整。

截至2008年底,公司资产总额76013.54万元,所有者权益37286.31万元;2008年实现营业收入81127.08万元,利润总额4000.34万元。

截至2009年6月底,公司资产总额83094.22万元,所有者权益39216.79万元;2009年1~6月实现营业收入26001.49万元,利润总额2096.60万元。

1. 盈利能力

公司2008年实现营业收入81127.08万元,

与上年的113854.09万元相比下降了28.74%。得益于分销业务中高毛利率的软件解决方案业务增长,分销业务毛利率有所提高,相应公司2008年总体毛利率基本稳定。总体看,由于收入下滑,公司2008年净利润为3663.23万元,与2007年的5764.87万元相比下降了36.46%,下降幅度较大。2009年1~6月,公司实现主营业务收入26001.49万元,与去年同期相比下降48.73%,获得补贴收入712.28万元,相应实现净利润1916.47万元,与上年同期相比下降50.94%。

2. 现金流及保障

2008年,受行业影响,公司销售收入有所下降,但是得益于公司对客户信用管理的加强,收入现金实现质量较2007年有所改善,2008年现金收入比为117.55%,比上年的108.60%略有提高。受收入下滑影响,公司经营活动现金流状况有所弱化,2008年公司实现经营活动现金流入100398.58万元,经营活动产生现金净额1006.81万元,规模均有所下降。

公司由于加大了对天津宝德科技广场北方(总部)销售中心等项目的投入,投资活动现金流出6448.91万元,表现为较大的净流出。公司债务规模略有增长,相应筹资活动现金流入也相应增大。

总体看,受经营规模影响,公司经营活动现金流状况变化较大。

3. 资本及债务结构

公司资产规模略有增长,2009年6月底为83094.22万元,其中流动资产占比72.95%,非流动资产占比27.05%,资产结构保持稳定。从资产内部构成看,应收账款仍是公司流动资产的最主要构成部分,2009年6月底,公司应收账款为22502.00万元,占流动资产的37.12%。由IT产品的特性,公司应收账款规模较大,主要为合作伙伴经销商的货款,但是账龄均较短,其中50%左右在3个月以内,不能回收的可能性较小。公司2009年6月底存货为10769.22

万元，规模也略有增长，其中原材料和产成品各种 50%左右。2009 年 6 月底，公司长期投资为 3585.75 万元，增长幅度较大，主要是对深圳市中青宝网网络科技股份有限公司的增资和新增对深圳市深越联合投资股份有限公司的投资。

跟踪期内，公司固定资产大幅增长，2009 年 6 月底为 9200.26 万元，主要是房屋增加了 7473.34 万元，为宝德科技工业园建成结转固定资产形成。公司无形资产为 6435.20 万元，增加幅度大，主要是天津宝德科技广场北方（总部）销售中心的土地使用权。

由于公司继续保持盈利，相应所有者权益稳定增长，2009 年 6 月底为 39216.79 万元，公司所有者权益以实收资本和未分配利润为主，稳定性一般。

从负债规模看，由于银行借款增加，2009 年 6 月底公司负债合计增长为 43877.43 万元，其中短期债务 18913.52 万元（全部为短期借款），长期债务 13000 万元（企业债和长期借款），相应公司资产负债率和全部债务资本化比率为 52.80%和 44.87%，公司有息债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司 2009 年 6 月底流动比率和速动比率分别为 198.06%和 162.87%，，公司流动资产以存货和应收账款为主，并且变现能力强，相应短期偿债能力仍然处于较好水平。由于从长期偿债指标看，2008 年公司 EBITDA 为 7050.89 万元，与上年的 7270.39 万元基本稳定，相应 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.04 倍和 2.10 倍，由于债务规模增长，相应偿债指标下降。总体看，公司对全部债务能力保护能力一般。

从对本期债券的保障来看，2008 年公司实现经营活动现金流入 100398.58 万元，EBITDA 为 7050.89 万元，分别是本期债券额度的 14.34 倍和 1.01 倍。截至 2009 年 6 月底，公司现金

类资产为 14091.14 万元，是本期债券额度的 2.01 倍。综合看，公司对本期债券额度的保障能力较强。

综合考虑，联合资信评估有限公司将公司主体长期信用等级由 A 调整为 A⁻，评级展望为稳定。

附件 1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动资产：				
货币资金	16,155.51	18,770.66	16.19	14,075.54
交易性金融资产				
短期投资				
应收票据	32.41	119.42	268.48	15.61
应收账款	25,684.95	23,243.96	-9.50	22,502.00
预付款项	3,403.08	581.38	-82.92	8,579.06
应收利息				
应收股利				
其他应收款	3,514.71	3,352.34	-4.62	4,494.57
存货	6,915.91	8,803.49	27.29	10,769.22
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	29.25	30.06	2.77	181.50
流动资产合计	55,735.82	54,901.32	-1.50	60,617.49
非流动资产：				
可供出售金融资产				
长期股权投资				
长期应收款				
长期股权投资	878.50	3,365.06	283.04	3,585.75
股权分置流通权				
投资性房地产				
固定资产	1,664.35	9,266.72	456.78	9,200.26
在建工程	6,588.36	2,328.14	-64.66	3,098.38
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	2,444.74	5,993.36	145.15	6,435.20
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	162.56	158.94	-2.22	157.14
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	11,738.51	21,112.22	79.85	22,476.73
资产总计	67,474.33	76,013.54	12.66	83,094.22

附件 2 2007~2009 年 6 月底合并资产负债表（负债和所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动负债：				
短期借款	8,552.94	11,766.81	37.58	18,874.23
交易性金融负债				
应付票据	96.40	23.25	-75.88	39.29
应付账款	9,652.86	7,561.70	-21.66	6,235.10
预收款项	863.09	849.48	-1.58	918.70
应付职工薪酬	140.18	19.88	-85.82	50.47
应交税费	2,533.53	3,791.02	49.63	3,369.00
应付利息				
应付股利	806.54	819.69	1.63	751.69
其他应付款	5,651.01	631.04	-88.83	290.19
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	204.94	435.61	112.56	77.48
流动负债合计	28,501.49	25,898.49	-9.13	30,606.16
非流动负债：				
长期借款		6,000.00		13,000.00
应付债券	6,620.44	6,698.84	1.18	
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债	141.93	129.90	-8.47	271.27
递延税款贷项				
其他非流动负债				
非流动负债合计	6,762.36	12,828.74	89.71	13,271.27
负债合计	35,263.85	38,727.23	9.82	43,877.43
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	22,575.00	22,575.00		22,575.00
资本公积		1,601.28		1,601.28
减：库存股				
盈余公积	2,995.61	3,488.71	16.46	3,488.71
为确认投资损失				
未分配利润	5,555.74	8,402.00	51.23	10,217.51
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	31,126.35	36,066.99	15.87	37,882.50
少数股东权益	1,084.12	1,219.33	12.47	1,334.29
所有者权益（或股东权益）合计	32,210.48	37,286.31	15.76	39,216.79
负债和所有者权益（或股东权益）总计	67,474.33	76,013.54	12.66	83,094.22

附件 3 2007~2009 年上半年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
一、营业收入	113,854.09	81,127.08	-28.74	26,001.49
减: 营业成本	103,504.83	72,305.92	-30.14	21,990.39
营业税金及附加	41.74	20.84	-50.06	6.64
销售费用	2,232.44	2,575.48	15.37	1,017.69
管理费用	3,188.22	3,012.03	-5.53	1,622.44
财务费用	59.52	99.83	67.72	453.71
资产减值损失				
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)				5.94
投资收益 (损失以“—”号填列)	971.21	385.28	-60.33	389.29
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)				712.28
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	5,798.56	3,498.25	-39.67	2,018.13
加: 营业外收入	384.43	682.71	77.59	84.40
减: 营业外支出	0.79	180.63	22,902.13	5.93
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	6,182.21	4,000.34	-35.29	2,096.60
减: 所得税费用	417.33	337.11	-19.22	180.13
加: 未确认的投资损失				
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	5,764.87	3,663.23	-36.46	1,916.47
其中: 归属于母公司所有者的净利润	5,295.07	3,339.36	-36.93	1,815.51
少数股东损益	469.80	323.88	-31.06	100.96

附件 4 2007~2008 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 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	123,648.46	95,361.05	-22.88
收到的税费返还	29.00	365.11	1,159.00
收到其他与经营活动有关的现金	9,826.84	4,672.42	-52.45
经营活动现金流入小计	133,504.30	100,398.58	-24.80
购买商品、接受劳务支付的现金	120,577.29	90,777.57	-24.71
支付给职工以及为职工支付的现金	1,744.02	1,567.54	-10.12
支付的各项税费	443.51	414.81	-6.47
支付其他与经营活动有关的现金	5,729.97	6,631.85	15.74
经营活动现金流出小计	128,494.79	99,391.77	-22.65
经营活动产生的现金流量净额	5,009.51	1,006.81	-79.90
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	1,718.10		
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	1,718.10	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	384.38	6,448.91	1,577.76
投资支付的现金	49.50	500.00	910.10
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	42.40	0.00	-100.00
投资活动现金流出小计	476.27	6,948.91	1,359.01
投资活动产生的现金流量净额	1,241.83	-6,948.91	-659.57
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	50.00	0.00	-100.00
取得借款收到的现金	30,597.83	38,074.89	24.44
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	30,647.83	38,074.89	24.23
偿还债务支付的现金	29,895.22	28,481.46	-4.73
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	629.06	1,036.18	64.72
支付其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	30,524.28	29,517.64	-3.30
筹资活动产生的现金流量净额	123.55	8,557.25	6,826.02
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	6,374.89	2,615.15	-58.98
加: 期初现金及现金等价物余额	9,780.62	16,155.51	65.18
六、期末现金及现金等价物余额	16,155.51	18,770.66	16.19

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	4.42	3.30	--
存货周转次数(次)	14.97	9.20	--
总资产周转次数(次)	1.69	1.13	--
现金收入比(%)	108.60	117.55	
盈利能力			
主营业务利润率(营业利润率)(%)	9.05	10.85	15.40
总资本收益率(%)	13.56	8.76	--
净资产收益率(%)	17.90	9.82	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	17.05	25.41	24.90
全部债务资本化比率(%)	32.16	39.64	44.87
资产负债率(%)	52.26	50.95	52.80
偿债能力			
流动比率(%)	195.55	211.99	198.06
速动比率(%)	171.29	177.99	162.87
经营现金流动负债比(%)	17.58	3.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.80	4.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.10	3.47	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.41	-0.24	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	9.28	-3.40	--
现金偿债倍数(倍)	2.31	2.70	2.01
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	19.07	14.34	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.72	0.14	--

跟踪评级公告

联合[2009] 593 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日

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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB 评级展望: 稳定

上次评级结果: BBB 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2009年12月22日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	09 年 6 月
现金类资产(万元)	1874.49	6904.84	1187.35
资产总额(万元)	25509.2	33707.23	34685.83
所有者权益(万元)	11430.49	13282.63	14323.02
短期债务(万元)	7225.99	4386.59	4780.25
全部债务(万元)	7225.99	12086.59	12620.85
营业收入(主营业务收入)(万元)	22660.18	24127.81	10056.96
利润总额(万元)	1408.76	3303.26	1166.09
EBITDA(万元)	--	4402.5	--
经营性净现金流(万元)	--	2228.53	--
营业利润率(主营业务利润率)(%)	37.56	41.73	38.90
净资产收益率(%)	10.31	20.60	--
资产负债率(%)	55.19	60.59	58.71
全部债务资本化比率(%)	38.73	47.64	46.84
流动比率(%)	134.47	213.82	226.15
全部债务/EBITDA(倍)	--	2.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	5.64	--
经营现金流动负债比(%)	--	17.51	--

注: 公司从 2008 年开始执行《企业会计准则(2006)》, 2007 年为追溯调整数。公司 2009 年 6 月财务数据未经审计, 且按旧准则格式编制。

分析师

李志博

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市好家庭实业有限公司(以下简称“公司”)是国内健身器材行业具有较强竞争力的龙头企业之一。跟踪期内, 公司成功引入外部战略资本, 在综合竞争力得到增强的同时, 也有助于缓解发展中所面临的营运资金需求压力。2008 年, 为谋求在境内资本市场的整体上市, 公司将健身器材零售业务重新并入合并范围。受此影响, 公司同期资产总额、营业收入和利润均有明显增长, 盈利能力也得到显著提升。但联合资信评估有限公司也关注到公司全民健身路径和健身器材零售业务对资金占用大, 周转效率一般, 伴随经营规模的增长, 相关业务产生应收账款和存货也呈大幅增加趋势, 并进而降低经营效率。另外, 公司通过增加有息债务用以满足营运资金需求的方式也导致整体债务负担的明显加重。

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

综上, 联合资信维持公司 BBB 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司所属行业为朝阳产业, 市场发展空间较大。
2. 公司是健身器材的龙头企业, 品牌知名度较高, 销量连续八年位居行业第一。
3. 战略资本的引入有助于缓解公司发展中的资金需求压力, 增强可持续发展能力。
4. 好家庭连锁的合并显著提升和增强了公司的业务收入规模和盈利能力, 并有助于减少内部关联交易, 增强财务的透明性和独立性。

关注

1. 公司一站式体育用品城的经销模式尚处于尝试阶段，经营存在一定的不确定性。
2. 公司的商业模式决定应收款项和存货规模较大，对资金形成较大占用，公司业务规模的扩张会导致营运资金需求的增长。
3. 为满足营运资金需求，公司债务规模有所增长，债务负担加重。
4. 公司财务处理存在一定瑕疵。

一、公司概况

深圳市好家庭实业有限公司（以下简称“公司”）成立于1994年，是中国健身器材行业的龙头企业之一。2008年8月15日，公司与深圳市达晨财富创业投资企业（下称“达晨创投”）签约，达晨创投等5家战略投资机构合计向公司注资5100.00万人民币，并换取公司20.00%股份（包含王玲所持股份，王玲为达晨创投该项目负责人）。此次投资是由达晨创投牵头，深圳广田投资控股有限公司、深圳市唐融投资有限公司等4家投资机构跟投。投资资金将一次性注入，主要用于公司渠道扩张、专柜建设、加盟店扩展等。截至2009年6月底，公司注册资本4243.75万元，其中由张佳华和张诗嘉共同全资设立的深圳市好家庭投资有限公司（张佳华持股90%、张诗嘉持股10%）和张诗嘉直接持股合计比例为65.98%，张佳华家族为公司实际控制人。另外，由员工持股的三家法人股东合计持有公司14.02%的股份、5创投公司加1名自然人合计持有公司20.00%的股份（见表1）。

表1 公司注册资本变更前后股东构成对比

股东属性	股东名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
变更前			
张佳华 兄 妹	张佳华	3150.00	90.00
	张诗嘉	350.00	10.00
	合计	3500.00	100
变更后			
张佳华 兄 妹	深圳市好家庭投资有限公司	2450.00	57.73
	张诗嘉	350.00	8.25
员工 持股	深圳市达健投资咨询有限公司	210.00	4.95
	深圳市君康投资咨询有限公司	210.00	4.95
	深圳市荣健投资咨询有限公司	175.00	4.12
战略 投资 机构	深圳广田投资控股有限公司	105.00	2.47
	深圳市达晨财富创业投资企业	408.33	9.62
	深圳市唐融投资有限公司	131.25	3.09
	深圳市圣华洋州投资管理有限公司	72.92	1.72
	深圳市红岭创业投资企业	102.08	2.41
	王玲	29.17	0.69
	合计	4243.75	100

资料来源：公司提供

2008年，公司将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”）纳入合并报表范围。2005年，为谋求海外上市，公司实际控制人张佳华先生曾在开曼群岛出资成立好家庭连锁，并陆续将公司旗下健身器材零售业务（含258家销售终端、21家销售控股子公司及8家销售分公司）陆续转让至新成立的好家庭连锁。由于海外上市不确定因素较多，公司欲重回归国内资本市场上市。2008年，在引入战略投资者的同时，公司开始整合旗下资产，并将好家庭连锁及其零售业务重新并入公司合并报表范围，并意欲在创投资本的扶持下，实现境内创业板的整体上市。

目前，公司主营业务包括健身器材、室外健身路径、体质检测器、球类体育用品四大系列，其中以健身器材和室外健身路径为核心。据国家统计局行业信息中心资料显示，好家庭体育健身器材产品的销售已连续八年（2001年~2008年）在全国行业内排名第一。

截至2008年底，公司资产总额33707.23万元，所有者权益13282.63万元；2008年，公司实现营业收入24127.81万元，利润总额3303.26万元。

截至2009年6月底，公司资产总额34685.83万元，所有者权益14323.02万元；2009年1~6月，公司实现主营业务收入10056.96万元，利润总额1166.09万元。

公司注册地址：深圳市罗湖区人民南路国贸大厦37层；法定代表人：张佳华。

二、经营概况

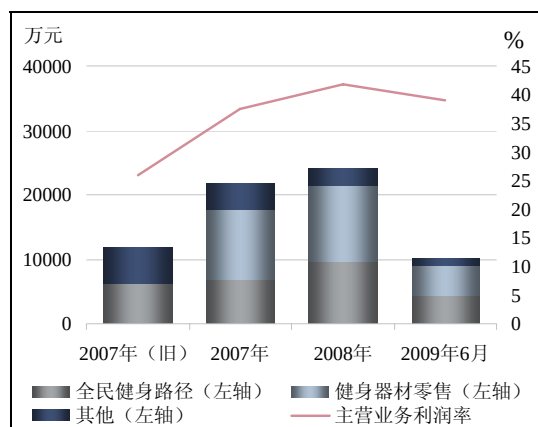
1. 经营分析

中国健身器材行业起步晚、空间大。近年来，中国经济的整体快速发展和居民人均可支配收入的提高，都为健身器材行业的发展提供了有利条件和发展机遇。跟踪期内，北京奥运会和全运会的成功举办，以及2010年广州亚运会的召开，都极大激发了群众参与全民健身活

动的热情，促进了相关体育产业市场需求的增长。另外，截至 2009 年 6 月底，国家计划投入的 4 万亿元政府投资中约有 15% 的资金投向了医疗、文体事业，相关政府工程的大规模投入也对行业起到了积极的拉动作用，有助于行业内企业抵御经济周期波动风险。据中国行业企业信息发布中心发布的 2008 年消费品市场——健身器材调查报告显示，2008 年，中国健身器材市场销售额同比增长 15%，显示出良好的发展潜力。从未来发展看，目前发达国家体育产业的产值已占 GDP 的 2%，而中国体育产业的比重不到 0.5%，巨大的市场发展空间为行业内企业的发展提供有力支撑。

2008 年，公司将好家庭连锁及其健身器材零售业务纳入合并报表范围，导致营业收入规模和构成发生较大程度变化（见图 1）。本期经追溯调整后的 2007 年营业收入为 22660.18 万元，较未经调整前的原 2007 年收入增长 77.68%，增长部分全部来自健身器材零售业务。2008 年，公司实现营业收入 24127.81 万元，较期初增长 6.48%，其中全民健身路径和健身器材零售业务收入分别占比 40.37% 和 48.56%，为公司两大核心业务板块。从业务盈利水平看，合并零售业务后，公司主营业务利润率有了较大幅度提高，2007 年和 2008 年分别为 37.56% 和 41.73%。2009 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 10056.96 万元，占 2008 年全年的 41.68%，主营业务利润率略有下滑，为 38.90%。

图 1 2007~2009 年 6 月公司营业收入



资料来源：公司提供

公司成立以来主要采用的是 OEM（代工制造）模式，即公司只做品牌推广、渠道建设、售后服务和自主研发，制造环节则 80% 通过委托加工外包和全球采购的模式，公司仅在坪山拥有自己的组装基地，负责核心机械的组装和整体设备的调试。跟踪期内，钢材价格波动幅度较大，但由于公司大多采取委托生产模式，原材料波动由生产制造商和公司共同承担，对公司生产成本影响相对较小。

公司全民健身路径业务主要由公司本部负责，另外公司本部业务还包括康体专业市场、体测业务等。其中全民健身路径工程主要是在市区内的广场、公园、居民小区等地建设安装体育设施，以政府采购为主。2008 年，在政府投资增加，拉动内需的带动下，公司全民健身路径业务获得了较好发展，全年政府采购项目中标额达到 1.5 亿元，同比增长 25% 以上。2009 年 1~9 月，公司完成中标额约 1.2 亿元，预计全年额度基本于 2008 年持平。

公司健身器材零售业务主要由好家庭连锁负责。截至 2009 年 6 月底，好家庭连锁公司共有 37 家直营专卖店和 111 家店中店，其中店中店平均销售额为 50 万元/店/年，而直营专卖店为 200 万元/店/年。上述两类店，好家庭连锁公司全部采取了直营的方式来控制经营风险，这也使得其成为国内直营门店数最多的健身器材连锁企业。另外，公司还在积极探索新的销售模式。2008 年底，公司在广州天河筹建了一个万余平米的旗舰店，与之前专卖店和店中店销售模式不同，此类大型商城式销售模式提供全体育类一站式服务，项目前期投资 1000 万元，预计 2009 年 11 月对外试营业。公司一站式体育用品城的经销模式尚处于尝试阶段，经营存在一定的不确定性。

2. 发债募集资金项目进展情况

公司本期集合债发债额度 3700 万元，计划用于建设好家庭体育产业科技园项目，总投资 25064 万元，其中自有资金 8990 万元，债券募集

资金3700万元，短期借款4800万元，私募基金7574万元，本期债券发行额占项目总投资额的14.76%。

项目已选定位于河北省河间市，并已引入新股东参与一起投资，新股东以现有厂房及现金进行投资，公司以现有设备及现金、技术、已有的销售渠道进行投资，并保持公司67%以上的控股权，该项目已于2009年5月全部竣工投产。

三、财务分析

公司 2008 年度财务报表经深圳金正会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。2009 年 1~6 月财务数据未经审计。

公司从 2008 年开始执行《企业会计准则（2006）》，并对 2007 年资产负债表和利润表进行了追溯调整；从合并报表范围来看，2008 年，公司新增合并好家庭连锁，对财务数据的连续性存在一定影响（见表 2），以下分析以 2008 年和经追溯调整后的 2007 年财务数据为基础。

表2 公司2007年合并调整前后财务数据对比

单位：万元

科目	合并调整前	合并调整后
流动资产	13082.56	18932.16
资产总额	19416.37	25509.20
负债合计	8377.49	14078.71
所有者权益	11038.88	11430.49
主营业务收入	12753.64	22660.18
利润总额	948.08	1408.76
主营业务利润率(%)	25.84	37.56
净资产收益率(%)	7.29	10.31
资产负债率(%)	43.15	55.19
全部债务资本化比率(%)	31.70	38.73
流动比率(%)	156.16	134.47

资料来源：公司年报

1. 盈利能力

由于健身器材零售业务的合并，公司 2007 年调整后收入规模和盈利能力较调整前有了较大幅度的增长和提高。2008 年，公司营业收入进一步增长，实现营业收入 24127.81 万元，同

比增长 6.48%。由于钢材等基础原材料价格下调等因素影响，公司营业利润率有所提高，为 41.73%，同比增长 4.17 个百分点。受益于收入规模的扩大和盈利水平的提高，2008 年公司分别实现营业利润和利润总额 3252.24 万元和 3303.26 万元，同比增长 132.10%和 134.48%。受此带动，2008 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别提高至 13.86%和 20.60%，同比增长 6.48 个百分点和 10.29 个百分点。

2009 年 1~6 月，公司实现主营业务收入和利润总额 10056.96 万元和 1166.09 万元，仅占 2008 年全年的 41.68%和 35.30%，主要是由于公司业务中政府工程比重较大，政府采购一般为上半年编制预算，下半年开始相关的招标工作，再加年末是企事业单位的采购旺季，公司的收入存在一定的季节性特征，预计 2009 年下半年环比会有所增长。2009 年 1~6 月，公司主营业务利润率略有下滑，为 38.90%。

2. 现金流及保障

2008 年，随着零售业务的并入，公司经营活动现金流中的销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金也均有大幅增加，分别为 26376.47 万元和 15569.90 万元。同期，公司现金收入比为 109.32%，收入的实现质量适宜；投资活动方面，2008 年公司投资活动流入量为 0，投资支出规模也较小，仅为 314.17 万元；筹资活动方面，2008 年，公司筹资活动现金流入为 12800.00 万元，其中吸收战略投资资金 5100.00 万元，新增长期借款和企业债券 7700.00 万元。同期，公司筹资活动产生的现金流出为 9684.01 万元，其中偿还债务所支付的现金和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金分别为 2922.61 万元和 6761.40 万元。

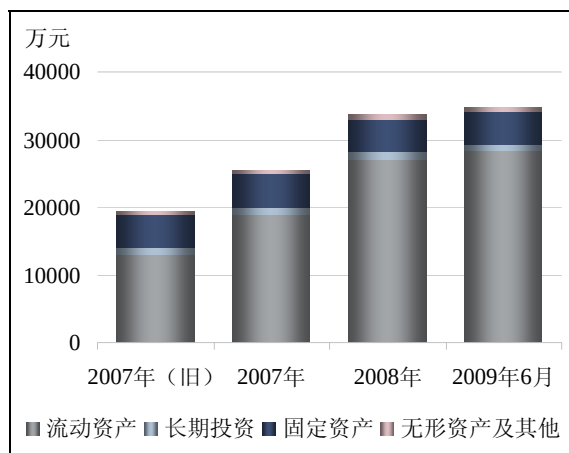
根据对资产负债表和损益表的相关科目分析，以及与公司的进一步确认，联合资信关注到公司筹资活动现金流出中分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 6761.40 万元，除 810.25

万元用于支付利息外，其余部分均用于经营性或投资性的支出，公司实际经营活动和投资活动现金流出规模应较现有审计报告值有所增加，相关财务处理存在一定瑕疵。

3. 资本及债务结构

好家庭连锁的合并导致公司调整后资产总额大幅增长，增长部分主要来自流动资产中的存货和货币资金（见图 2）。截至 2008 年底，公司资产总额 33707.23 万元，同比增长 32.14%，其中变动较大的主要是货币资金和应收账款。2008 年底，公司货币资金 6904.84 万元，同比增长 268.36 万元，增长主要是由于 5100.00 万元战略投资资金到位所致；2008 年底，公司应收账款 7640.66 万元，同比增长 59.00%，增长主要由于政府工程增加所致；2009 年 6 月底，公司资产总额 34685.83 万元，较 2008 年底略有增长。

图 2 2007~2009 年上半年公司资产构成



资料来源：公司提供

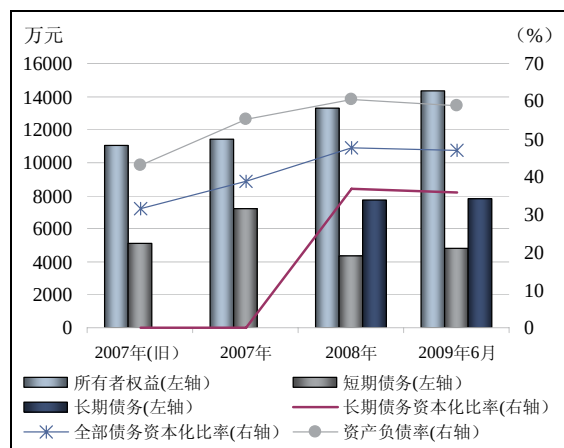
从经营效率指标看，跟踪期内，公司整体经营效率基本保持稳定，2008 年销售债权周转次数和存货周转次数分别为 3.16 次和 2.11 次，周转速度一般，主要是与公司经营业务模式有关。总体看，大规模的应收账款和存货对公司资金形成较大占用。

截至 2008 年底，公司所有者权益合计 13282.63 万元，较 2007 年底增长 16.20%，主

要是由于达晨创投等 5 家战略投资机构注资，导致公司注册资本和资本公积增长所致。另外，为筹备上市，公司将 6000.00 万元未分配利润调账至应付股利，以方便将来对不符合上市要求的实物资产进行账务剥离。截至 2008 年底，公司所有者权益构成中，实收资本占 31.95%，资本公积占 32.89%，盈余公积占 12.84%，未分配利润占 22.32%，公司所有者权益的稳定性得到改善。2009 年 6 月底，公司所有者权益合计 14323.02 万元，增加额全部来自未分配利润。

2008 年，公司负债合计 20424.60 万元，同比增长 45.07%，主要是为满足营运资金需求和改善负债结构，公司新增了建设银行长期借款 4000.00 万元和发行深圳中小企业集合债券 3700.00 万元所致。受此影响，公司负债构成中流动负债占比由 2007 年底的 100% 下降到 62.30%，负债结构有所改善。2009 年 6 月底，公司负债合计 20362.81 万元，基本保持稳定。截至 2008 年底，公司全部债务合计 12086.59 万元，同比增长 67.27%，全部是新增的长期债务，多元化的债务结构有助于减缓公司短期集中偿债压力。2009 年 6 月底，公司债务总额 12620.85 万元，债务规模基本保持稳定。

图 3 2007~2009 年 6 月公司债务构成



资料来源：公司提供

从债务指标分析，2008 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.59% 和 47.64%，均较 2007 年底有明显上升。2009 年底 6 月底，两项指标略有下降，分别为 58.71%

和 46.84%。总体看，公司两大核心业务资金周转效率不高，业务发展对资金依赖度较大，公司在引入权益性投资的同时也在扩大债务性融资规模，目前整体债务负担偏重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，由于权益性和长期债务性资本的增加，公司流动比率和速动比率大幅提高，2008 年底分别为 213.82% 和 161.61%。2009 年 6 月底，两项指标继续保持较高水平，分别为 226.15% 和 140.24%。总体看，公司短期偿债能力指标较高，但考虑到，公司流动资产中应收账款和存货规模较大，且变现能力较弱，公司实际短期支付能力尚可。

得益于收入和盈利规模的扩大，2008 年，公司 EBITDA 同比大幅增长，合计 4402.50 万元。2008 年，公司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 5.64 倍和 2.75 倍，总体看，公司对全部债务的保障能力较强。

2007 年，公司发行中小企业集合债券 3700 万元，发行期限 5 年，从第 3 年（2010 年）开始按 30%、30% 和 40% 归还本金。2008 年，公司 EBITDA 是本期债券发行额度的 1.19 倍，是 2010 年需偿还额度的 3.97 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保障能力较强。

截至 2009 年 6 月底，公司合并口径下不存在对外担保事项；截至 2009 年 6 月底，公司获得多家商业银行授信额度合计 14200.00 万元，其中未使用额度为 3500.00 万元，公司具备一定的间接融资能力。

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

附件 1-1 2007 年公司资产负债表

(单位: 人民币万元)

资产	2007 年	负债及所有者权益 (或股东权益)	2007 年
流动资产:		流动负债:	
货币资金	907.11	短期借款	1820.00
短期投资		应付票据	3303.90
应收票据		应付账款	2270.94
应收利息		应付信用证	
应收账款	4037.57	预收账款	
应收内部往来	3105.59	应付工资	
其他应收款	1780.51	应付福利费	
预付账款		应付股利	
应收补贴款		应交税金	368.66
内部往来		其他应交款	5.65
存 货	3216.01	其他应付款	608.36
待摊费用	35.78	预提费用	0.00
一年内到期的长期债权投		预计负债	
其他流动资产		一年内到期的长期负债	
流动资产合计	13082.56	其他流动负债	
长期投资:		流动负债合计	8377.49
长期股权投资	988.75	长期负债:	
长期债权投资		长期借款	
长期投资合计	988.75	应付债券	
固定资产:		应付利息	
固定资产原值	5249.94	长期应付款	
减: 累计折旧	364.58	专项应付款	
固定资产净值	4885.36	其他长期负债	
减: 固定资产减值准		长期负债合计	0.00
固定资产净额	4885.36	递延税项:	
工程物资		递延税款贷项	
在建工程		负债合计	8377.49
待处理固定资产净损失		少数所有者权益	
固定资产合计	4885.36	本企业所有者权益:	
无形资产及其他资产:		实收资本	3500.00
无形资产	454.71	减: 已归还投资	
开发支出		实收资本净额	3500.00
长期待摊费用	5.00	资本公积	13.05
其他长期资产		盈余公积	1393.72
无形资产及其他资产合计	459.70	其中: 法定公益金	464.57
递延税项		未分配利润	6132.10
递延税项借项		本企业所有者权益合计	11038.88
		所有者权益合计	11038.88
资产总计	19416.37	负债及所有者权益 (或股东权益)	19416.37

注: 以上财务数据为未合并好家庭连锁的 2007 年底审计数据。

附件 1-2 2007 年公司利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2007 年
一、主营业务收入	12753.64
减：销售折扣与转让	
主营业务收入净额	12753.64
减：主营业务成本	9444.35
主营业务税金及附加	13.18
二、主营业务利润	3296.11
加：其他业务利润	
减：营业费用	1330.58
管理费用	862.75
财务费用	165.33
汇兑损失	
三、营业利润	937.45
加：投资收益	
补贴收入	12.52
营业外收入	0.10
减：营业外支出	2.00
加：以前年度损益调整	0.00
四、利润总额	948.08
减：所得税	143.65
少数股东收益	
五、净利润	804.43
加：年初未分配利润	5448.34
其他转入	
六、可供分配的利润	6252.76
减：提取法定盈余公积	80.44
提取法定公益金	40.22
提取职工奖励及福利基金	
提取储备基金	
提取企业发展基金	
利润归还投资	
七、可供投资者分配的利润	6132.10
减：应付优先股股利	
提取任意盈余公积	
应付普通股股利	
转作资本（或股本）的普通股股利	
八、未分配利润	6132.10

注：以上财务数据为未合并好家庭连锁的 2007 年底审计数据。

附件 1-3 2007 年公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年
一、经营活动产生的现金流量	
销售商品、提供劳务收到的现金	10535.50
收到的税费返还	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	1906.05
现金流入小计	12441.55
购买商品、接受劳务支付的现金	5345.55
支付给职工以及为职工支付的现金	667.19
支付的各项税费	529.01
支付的其他与经营活动有关的现金	3115.51
现金流出小计	9657.27
经营活动产生的现金流量净额	2784.29
二、投资活动产生的现金流量:	
收回投资所收到的现金	495.45
取得投资收益所收到的现金	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收到的现金净额	
收到的其他与投资活动有关的现金	
现金流入小计	495.45
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	4266.84
投资所支付的现金	
处置子公司及其他单位支付的现金净额	
支付的其他与投资活动有关的现金	
现金流出小计	4266.84
投资活动产生的现金流量净额	-3771.40
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	2256.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	
现金流入小计	2256.00
偿还债务所支付的现金	1726.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	104.42
支付的其他与筹资活动有关的现金	
现金流出小计	1830.42
筹资活动产生的现金流量净额	425.58
四、汇率变动对现金的影响额	17.67
五、现金及现金等价物净增加额	-543.87

注: 以上财务数据为未合并好家庭连锁的 2007 年底审计数据。

附件 2-1 2008 年公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	期初	期末	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	1874.49	6904.84	268.36
短期投资			
应收票据			
应收账款	4805.57	7640.66	59.00
预付款项			
应收股利			
应收利息			
其他应收款	1918.56	2276.81	18.67
存货	6861.76	6644.06	-3.17
一年内到期的非流动资产			
待摊费用	366.20	745.94	103.70
其他流动资产	3105.59	2995.95	-3.53
流动资产合计	18932.16	27208.27	43.71
非流动资产			
可供出售金融资产			
持有至到期投资			
长期股权投资			
长期应收款			
长期股权投资	988.75	988.75	0.00
固定资产	5128.58	4883.25	-4.78
在建工程			
工程物资			
固定资产清理			
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产	454.71	461.80	1.56
开发支出	0.00	150.17	
长期待摊费用（递延资产）	5.00	15.00	200.30
其他非流动资产（其他长期资产）			
非流动资产合计	6577.04	6498.96	-1.19
资产总计	25509.20	33707.23	32.14

注：以上财务数据采用新会计准则编制，并同口径追溯调整了2007年数据。

附表 2-2 2008 年公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	期初	期末	变动率(%)
流动负债			
短期借款	1820.00	800.00	-56.04
应付票据	5405.99	3586.59	-33.66
应付账款	4509.10	1615.84	-64.16
预收款项	766.39	0.00	-100.00
应付职工薪酬	3.13	4.33	38.56
应交税费	506.64	657.65	
应付利息	0.00	35.15	
应付股利（应付利润）	0.00	6000.00	-100.00
其他应付款	847.18	25.04	-9.62
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	-33.66
其他流动负债	220.29	0.00	-64.16
流动负债合计	14078.71	12724.60	-100.00
非流动负债			
长期借款	0.00	4000.00	
应付债券	0.00	3700.00	
长期应付款			
专项应付款			
预计负债			
其他非流动负债			
非流动负债合计	0.00	7700.00	
负债合计	14078.71	20424.60	45.07
所有者权益（或股东权益）			
实收资本（股本）	3500.00	4243.75	21.25
资本公积	13.05	4369.30	33369.65
盈余公积	1432.28	1705.50	19.08
未分配利润	6485.15	2964.07	-54.29
所有者权益合计	11430.49	13282.63	16.20
负债和所有者权益总计	25509.20	33707.23	32.14

注：以上财务数据采用新会计准则编制，并同口径追溯调整了 2007 年数据。

附表 2-3 2008 年公司利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	上期	本期	变动率(%)
一、营业收入	22660.18	24127.81	6.48
其中: 主营业务收入	22660.18	24127.81	6.48
减: 营业成本	14113.31	14014.10	-0.70
其中: 主营业务成本	14113.31	14014.10	-0.70
营业税金及附加	35.04	44.16	26.03
销售费用	6050.11	5162.86	-14.67
管理费用	862.75	874.16	1.32
财务费用	197.76	780.30	294.58
投资收益 (净损失以“—”号填列)			
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	1401.22	3252.24	132.10
加: 营业外收入	17.90	79.88	346.26
减: 营业外支出	2.95	27.57	835.51
加: 以前年度损益调整	-7.41	-1.30	-82.49
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	1408.76	3303.26	134.48
减: 所得税费用	229.78	566.68	146.62
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	1178.98	2736.58	132.11

注: 以上财务数据采用新会计准则编制, 并同口径追溯调整了 2007 年数据。

附表 2-4 2008 年公司现金流量及其补充资料表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	项 目	2008 年
一、经营活动产生的现金流量:		1.将净利润调节为经营活动现金流量:	
销售商品、提供劳务收到的现金	26376.47	净利润	2736.58
收到的税费返还		减: 未确认投资损失	
收到的其他与经营活动有关的现金	74.01	加: 资产减值准备	
经营活动现金流入小计	26450.48	少数股东损益	
购买商品、接受劳务支付的现金	15569.90	固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	264.42
支付给职工以及为职工支付的现金	1507.24	无形资产摊销	49.52
支付的各项税费	1312.22	长期待摊费用摊销	5.00
支付的其他与经营活动有关的现金	5832.58	待摊费用减少(增加以“—”号填列)	
经营活动现金流出小计	24221.94	预提费用增加(减少以“—”号填列)	
经营活动产生的现金流量净额	2228.53	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)	
二、投资活动产生的现金流量:		固定资产报废损失(收益以“—”号填列)	
收回投资所收到的现金		公允价值变动损失(收益以“—”号填列)	
取得投资收益所收到的现金		财务费用(收益以“—”号填列)	810.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额		投资损失(收益以“—”号填列)	
收到的其他与投资活动有关的现金		递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	
投资活动现金流入小计		递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	169.25	存货的减少(增加以“—”号填列)	724.44
投资所支付的现金		经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-3559.58
支付的其他与投资活动有关的现金	144.92	经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	-617.95
投资活动现金流出小计	314.17	其他	1815.87
投资活动产生的现金流量净额	-314.17	经营活动产生的现金流量净额	2228.53
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资所收到的现金	5100.00	2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:	
取得借款收到的现金	7700.00	债务转为资本	
收到的其他与筹资活动有关的现金		一年内到期的可转换公司债券	
筹资活动现金流入小计	12800.00	融资租入固定资产	
偿还债务所支付的现金	2922.61		
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	6761.40	3.现金及现金等价物净变动情况:	
支付的其他与筹资活动有关的现金		现金的期末余额	6904.84
筹资活动现金流出小计	9684.01	减: 现金的期初余额	1874.49
筹资活动产生的现金流量净额	3115.99	加: 现金等价物的期末余额	
四、汇率变动对现金的影响额		减: 现金等价物的期初余额	
五、现金及现金等价物净增加额	5030.35	现金及现金等价物净增加额	5030.35

注: 以上财务数据采用新会计准则编制, 未同口径追溯调整 2007 年数据。

附件 3-1 2009 年 6 月公司资产负债表

(单位: 人民币万元)

资产	2009 年 6 月	负债及所有者权益 (或股东权益)	2009 年 6 月
流动资产:		流动负债:	
货币资金	1187.35	短期借款	0.00
短期投资		应付票据	4780.25
应收票据		应付账款	1527.98
应收利息		应付信用证	
应收账款	8492.54	预收账款	0.00
应收内部往来		应付工资	7.88
其他应收款	1999.70	应付福利费	1.68
预付账款	2036.89	应付股利	6000.00
应收补贴款		应交税金	136.94
内部往来		其他应付款	0.65
存 货	10758.29	其他应付款	66.83
待摊费用	419.07	预提费用	
一年内到期的长期债权投		预计负债	
其他流动资产	3425.34	一年内到期的长期负债	
流动资产合计	28319.18	其他流动负债	
长期投资:		流动负债合计	12522.21
长期股权投资	988.75	长期负债:	
长期债权投资	0.00	长期借款	4000.00
长期投资合计	988.75	应付债券	3700.00
固定资产:		应付利息	140.60
固定资产原值	5783.22	长期应付款	
减: 累计折旧	942.42	专项应付款	
固定资产净值	4840.80	其他长期负债	
减: 固定资产减值准	0.00	长期负债合计	7840.60
固定资产净额	0.00	递延税项:	
工程物资	0.00	递延税款贷项	
在建工程		负债合计	20362.81
待处理固定资产净损失		少数所有者权益	
固定资产合计	4840.80	本企业所有者权益:	
无形资产及其他资产:		实收资本	4243.75
无形资产	440.40	减: 已归还投资	
开发支出	150.17	实收资本净额	4243.75
长期待摊费用	-53.46	资本公积	4369.30
其他长期资产	0.00	盈余公积	1705.50
无形资产及其他资产合计	537.10	未分配利润	4004.46
	0.00	所有者权益合计	14323.02
资产总计	34685.83	负债及所有者权益 (或股东权益)	34685.83

注: 2009 年 6 月财务数据未经审计。

附件 3-2 2009 年 1~6 月公司利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2009 年 1~6 月
一、主营业务收入	10056.96
减：主营业务成本	6132.26
主营业务税金及附加	12.71
二、主营业务利润	3911.99
加：其他业务利润	9.71
减：营业费用	1610.62
管理费用	735.12
财务费用	401.59
汇兑损失	
三、营业利润	1174.37
加：投资收益	
补贴收入	3.41
营业外收入	0.58
减：营业外支出	8.91
加：以前年度损益调整	0.05
四、利润总额	1166.09
减：所得税	125.69
五、净利润	1040.39

注：2009 年 6 月财务数据未经审计。

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	4.72	3.16	--
存货周转次数(次)	2.06	2.11	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.72	--
现金收入比(%)	--	109.32	--
盈利能力			
营业利润率 (主营业务利润率) (%)	37.56	41.73	38.90
总资本收益率(%)	7.38	13.86	--
净资产收益率(%)	10.31	20.60	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	36.70	35.38
全部债务资本化比率(%)	38.73	47.64	46.84
资产负债率(%)	55.19	60.59	58.71
偿债能力			
流动比率(%)	134.47	213.82	226.15
速动比率(%)	85.74	161.61	140.24
经营现金流动负债比(%)	--	17.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	5.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	2.75	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	--	0.16	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	--	2.45	--
现金偿债倍数(倍)	--	--	1.07
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	--	--	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	--	--	--

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2009 年数据未经审计。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 594 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司主体长期信用等级为A，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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 跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A 评级展望: 稳定
上次评级结果: A 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2009 年 12 月 22 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	09 年 6 月
现金类资产(万元)	10723.22	8585.47	4159.45
资产总额(万元)	41830.44	58704.22	62252.29
所有者权益(万元)	18864.10	24964.14	28663.89
短期债务(万元)	8587.77	6285.39	9540.77
全部债务(万元)	12372.25	19604.10	22614.52
营业收入(万元)	38652.71	44220.46	22496.33
利润总额(万元)	6768.84	7730.89	4680.26
EBITDA(万元)	9820.51	11576.36	--
经营性净现金流(万元)	8352.60	11642.95	1082.53
营业利润率(%)	33.98	36.19	38.56
净资产收益率(%)	33.03	25.58	--
资产负债率(%)	54.90	57.47	53.96
全部债务资本化比率(%)	39.61	43.99	44.10
流动比率(%)	136.59	115.63	117.43
全部债务/EBITDA(倍)	1.26	1.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	38.96	9.77	--
经营现金流流动负债比(%)	44.47	58.15	--

注: 公司 2007 年起执行新会计准则, 2007 年、2008 年及 2009 年上半年报表均经审计。

分析师

刘雅南
lianhe@lianheratings.com.cn

电话 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 受国际金融危机影响, 中国印制电路板 (Printed Circuit Board, 以下简称“PCB”) 行业景气度下滑。深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司 (以下简称“公司”) 主要从事 PCB 行业中的样板及小批量板的生产和销售, 凭借产品种类多样、较为稳定优质的客户群等优势, 在行业景气低谷中体现出相对较强的抗风险能力。跟踪期内, 公司经营状况良好, 收入及利润规模稳步扩大, 主营业务盈利能力稳中有升。但联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到, 受产品外销比例下降等因素影响, 2009 年上半年公司现金收入质量有所下降, 经营活动净现金流呈现下滑趋势。

为解决产能不足问题, 公司正在积极推进广州兴森快捷电路科技有限公司 (以下简称“广州兴森科技公司”) 第一期工程建设, 大规模资本性支出导致公司现有债务规模增加。但长期看, 该项目的建成投产, 有助于公司生产规模进一步扩大, 增强公司经营实力, 由此带来的收入、利润以及现金流的增长也有助于提升公司的整体偿债能力。

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

优势

1. 国家出台电子信息产业振兴规划, 推进第三代移动通信网络、下一代互联网、数字电视网络建设, 上述政策有利于 PCB 行业发展。

2. 公司在国内 PCB 快件细分行业保持行业第一。

3. 2008 年公司增资, 部分解决了发展资金短缺问题。

4. 公司收入及利润规模呈增长趋势, 主营

业务盈利水平有所提高。

关注

1. 受金融危机影响，中国 PCB 行业景气度下滑。
2. 2009 年上半年，公司产品外销比例降低，现金收入质量下降，经营活动产生的现金流净额规模递减。
3. 公司投资规模大，整体债务规模增加较大。

一、公司概况

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司（以下简称“兴森快捷”或“公司”）的前身是1999年3月成立的深圳市兴森快捷电路技术有限公司，2005年8月经广东省深圳市人民政府股[2005]15号文批准整体变更为现公司，后经多次增资扩股及股权转让，截至2009年6月底，公司注册资本8377.00万元人民币，公司实际控制人为邱醒亚先生（股权结构如表1所示）。

表1 截至2009年6月底公司股权结构

股东名称/姓名	占注册资本的比例
邱醒亚	34.23%
金字星	11.00%
晋宁	6.89%
苏健	6.89%
叶汉斌	6.39%
严学锋	5.75%
上海力鼎投资管理有限公司	4.78%
刘愚	4.27%
柳敏	5.80%
王长坤	1.51%
江苏瑞华投资发展有限公司	1.19%
其他35人	11.30%
合 计	100.00%

资料来源：公司提供

公司经营范围：双面、多层印制线路板的设计、生产、购销；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；进出口业务（按深贸管登证字第2001-079号文办）。

截至2008年底，纳入公司合并范围的子公司4家（见附件1），均为全资子公司，分别为广州市兴森电子有限公司、兴森快捷（香港）有限公司（以下简称“兴森香港公司”）、宜兴硅谷电子科技有限公司和广州兴森快捷电路科技有限公司（以下简称“广州兴森科技公司”）。截至2008年底，公司拥有员工1077人。

截至2008年底，公司合并资产总额

58704.22万元，所有者权益24964.14万元；2008年实现营业收入44220.46万元，利润总额7730.89万元。

截至2009年6月底，公司合并资产总额62252.29万元，所有者权益28663.89万元；2009年1~6月实现营业收入22496.33万元，利润总额4680.26万元。

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

二、经营概况

1. 经营分析

行业概况

作为所有电子产品的电气和物理平台，印制电路板（Printed Circuit Board，以下简称PCB）是关键电子元器件，它与电子信息产业的发展息息相关。2008年下半年以来，受金融危机影响，国际市场需求急剧下降，中国PCB行业增速放缓。根据中国印制电路行业协会统计数据，2008年中国PCB行业总产值为1183.00亿元（2007年为1162.00亿元）。行业景气度下滑背景下，中国PCB企业出现相互压价等现象，竞争程度加剧。

PCB行业可分为样板生产和批量板生产（包括小批量板生产、中批量板生产和大批量板生产）。中国PCB行业以大、中批量生产企业居多，市场集中度低，毛利率水平偏低；样板、小批量板生产企业则凭借品种多、客户资源相对丰富以及能提供个性服务等优势，对宏观经济周期波动具有相对较好的防御能力。

2009年2月，国务院出台电子信息产业振兴规划，提出要加快电子元器件产品升级，提高新型印刷电路板等产品的研发生产能力，初步形成完整配套、相互支撑的电子元器件产业体系，进一步提高出口产品竞争力，保持国际市场份额等目标和举措。同时，政府许诺加大财政投入力度，加快出台和落实财税扶持政策，扩大国内需求，推进第三代移动通信网络、下

一代互联网、数字电视网络建设，形成 6000 亿元以上的投资规模等。上述政策将在一定程度上缓解金融危机对中国 PCB 行业的冲击，有助于引导行业长期良性发展。

总体看，虽然 PCB 行业景气度在短期内难以出现根本性扭转，但能够把握市场及政策机遇的企业有望保持增长。

经营概况

公司是中国最大的 PCB 样板和小批量板生产企业。依据中国印制电路板行业协会数据，公司为 PCB 快件（交期 10 天以内）细分行业第一（产值排名）。

跟踪期内，公司通过技术改造、生产工艺改进及新建生产线等方式增加产能，优化调整订单结构，主导产品 PCB 样板及小批量板产销状况良好，收入规模稳定增长。2008 年，公司实现营业收入 4.42 亿元，较上年增长 14.40%。

从产品结构看，公司产品仍以样板和小批量板为主，样板占 75.47%，较上年下降 5.25 个百分点，主要系公司本部负责样板生产，受场地限制存在产能增长瓶颈，目前公司正通过改造广州兴森科技公司生产线及新建生产线方式改善产能不足状况；小批量板占 22.62%，增幅较大。从销售区域看，内销占 60.18%；外销占 39.02%，占比较上年下降 2.58 个百分点。

2009 年 1~6 月，公司实现营业收入 2.25 亿元，其中样板占 71.11%，小批量板占 27.56%；内销占 65.33%，受海外订单持续减少影响，外销占比进一步下降至 34.67%。

2008 年公司整体毛利率为 36.43%，2009 年 1~6 月为 38.67%，毛利率上升一方面由于 2008 年 9 月开始，受石油价格和铜价快速回落影响，原材料采购价格有所下降；另一方面由于公司加强订单管理，提高毛利率较高的多层板、刚性板等高端板的占比。

表 2 公司产品结构情况

单位：亿元/%

项目	营业收入			毛利润			毛利率		
	2007 年	2008 年	09 年 1-6 月	2007 年	2008 年	09 年 1-6 月	2007 年	2008 年	09 年 1-6 月
样板	3.12	3.34	1.60	1.17	1.34	0.72	37.50	40.12	45.00
小批量板	0.74	1.00	0.62	0.14	0.24	0.15	18.92	24.00	24.41
其他	0.01	0.08	0.03	0.01	0.02	--	100.00	25.00	--
合计	3.87	4.42	2.25	1.32	1.60	0.87	34.11	36.43	38.67

资料来源：公司提供

表 3 公司产品内销、外销情况

单位：亿元/%

项目	营业收入			毛利润			毛利率		
	2007 年	2008 年	09 年 1-6 月	2007 年	2008 年	09 年 1-6 月	2007 年	2008 年	09 年 1-6 月
内销	2.26	2.66	1.47	0.67	0.94	0.55	29.65	35.34	37.41
外销	1.61	1.76	0.78	0.65	0.67	0.32	40.37	38.07	41.03
合计	3.87	4.42	2.25	1.32	1.60	0.87	34.11	36.43	38.67

资料来源：公司提供

公司主要产品有双面、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。2008 年，公司共接订单 4.35 亿元（见表 4），基本与上年持平。订单结构变化不大，但除十二层板销售

价格有较大提升外，2~10 层板价格均有不同程度的下降。2009 年上半年，公司共接订单 2.22 亿元，不同层数的 PCB 板价格均有不同程度下滑，行业竞争进一步加剧。

表 4 2008 年及 2009 年上半年公司订单结构分析

单位：平方米，万元，%，万元/平方米

2008 年						2009 年 1~6 月				
层数	面积	金额	占比	08 单价	07 单价	层数	面积	金额	占比	单价
两层板	25543.34	5666.37	13.04	0.22	0.23	两层板	12622.90	3096.26	13.93	0.25
四层板	30393.20	10128.06	23.30	0.33	0.40	四层板	15371.63	5313.51	23.91	0.35
六层板	17776.01	8619.45	19.83	0.48	0.56	六层板	10584.37	4703.96	21.17	0.44
八层板	8679.91	5707.77	13.13	0.66	0.81	八层板	5064.43	3258.68	14.66	0.64
十层板	4450.72	3877.53	8.92	0.87	0.97	十层板	2762.96	1907.31	8.58	0.69
十二层及以上	5800.48	9462.13	21.77	1.63	1.43	十二层及以上	3079.12	3945.33	17.75	1.28
合计	--	43461.31	100	--	--	合计	--	22225.05	100	--

资料来源：公司提供

公司的主要客户分布在通信、医疗电子、军工、航天电子及工业控制等诸多领域，包括华为、中兴、上海贝尔、迈瑞医疗、航天科技、航天科工、中国电子科技集团等下属诸多研究所，公司已经成为其主要的 PCB 供应商之一。截至 2009 年 6 月底，公司前五名销售客户较去年基本没有变化，销售收入共计 3387.12 万元，占全部营业收入的 15.06%，客户群较稳定（见表 5）。

表 5 2008 年及 2009 年上半年前五名销售客户

单位：万元/%

单位名称	2008 年	2009 年 1~6 月	占比
Aviv PCB & Technologies	1570.16	1303.05	5.79
深圳市中兴康讯电子有限公司	1655.66	736.86	3.28
深圳市华为技术软件有限公司	1795.91	510.70	2.27
深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司	801.06	418.89	1.86
EPEC, LLC	--	417.62	1.86
PCB Technology	629.13	--	-
合计	6451.92	3387.12	15.06

资料来源：公司提供

在建项目方面，公司为解决产能不足，在广州市高新技术开发区建设了广州兴森科技公司 HDI 板、刚挠板及高层样板快件一期项目，项目总投资 66101.52 万元，截至 2009 年 6 月底，已完成投资 30188.21 万元，其中自有资金

22188.21 万元，中国银行深圳分行的专项借款 8000.00 万元。该项目的高层样板及 HDI/BBH 板生产线已于 2009 年 2 月部分投产，中低层样板及小批量生产线已开工建设，上述 2 条生产线及刚挠板生产线将继续按公司计划在资金充分保障的前提下投资建设，依公司预计，2010 年底前三条生产线将全部建成投产，2012 年将全部达产。随着该项目的推进，公司产能规模将逐步扩大。

总体看，跟踪期内公司营业收入稳定增长，盈利水平小幅提升。随着在建工程的顺利推进，公司未来产能规模有望逐步扩大，收入及利润规模有望保持稳定增长。

三、项目情况

本期债券募集资金 4000.00 万元主要用于高密度互连积层样板高层快件、HDI 刚挠板快板技术改造建设项目。目前，资金已全部投入项目改造中，进展顺利，2007 年完成产值 1125.00 万元，2008 年完成产值达 2624.00 万元。

四、财务分析

公司 2008 年财务报表和 2009 年上半年报表经深圳市鹏城会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。

2008年纳入公司报表合并范围的子公司共4家,较2007年增加1家(广州兴森科技公司)。公司原持有广州兴森科技公司20%的股权(林钗钗占80%的股权),2007年11月10日公司与子公司兴森香港公司分别与林钗钗签订股权转让协议书,分别购买55%的股权和25%的股权。广州兴森科技公司于2008年3月27日完成工商变更登记手续,公司于2008年3月27日将其纳入财务报表合并范围。

截至2008年底,公司合并资产总额58704.22万元,所有者权益24964.14万元;2008年实现营业收入44220.46万元,利润总额7730.89万元。

截至2009年6月底,公司合并资产总额62252.29万元,所有者权益28663.89万元;2009年1~6月实现营业收入22496.33万元,利润总额4680.26万元。

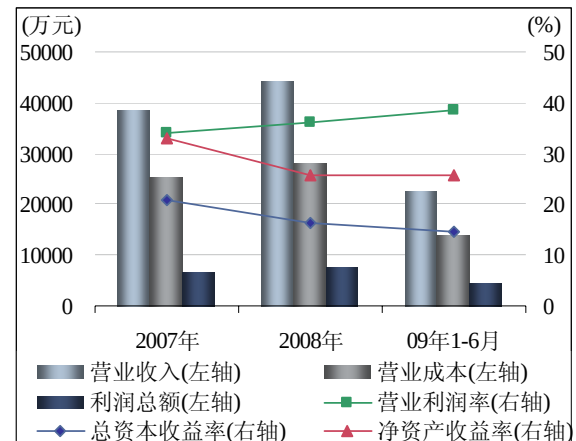
1. 盈利能力

2008年,公司主营板块经营状况较好,全年实现营业收入44220.46万元,较上年增长14.40%;同时公司营业成本控制较好,增速小于营业收入增速,公司2008年营业利润率36.19%,较上年提高2.21个百分点。

2008年,公司期间费用7791.39万元,较上年增长19.50%,主要系管理费用及财务费用增长所致;公司实现营业利润7727.65万元,较上年上升16.95%;实现利润总额7730.89万元,较上年上升14.21%。由于所有者权益增幅达32.34%,公司净资产收益率和总资本收益率下降,分别为25.58%和16.22%。

2009年1~6月,公司保产品销售持稳定增长态势,实现营业收入22496.33万元,同比增长13.59%;实现营业利润4557.33万元,利润总额4680.26万元;营业利润率进一步上升至38.56%。

图1 2007~2008年公司盈利情况



资料来源:公司提供

总体看,跟踪期内,公司经营状况良好,收入及利润规模均实现稳步上升,主营业务盈利能力有所提高。

2. 现金流及保障

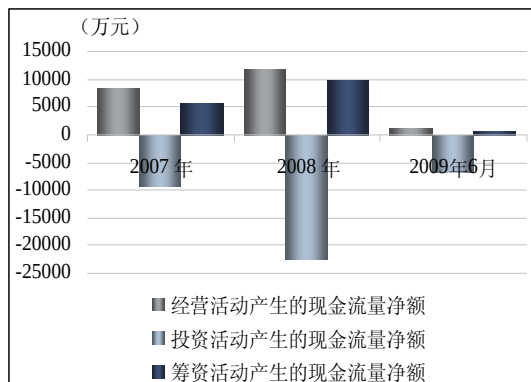
经营活动方面,2008年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金47363.84万元,较2007年增长14.13%,公司现金收入比为107.11%,现金收入质量适宜;经营活动产生的现金流入49574.22万元,较上年增长14.76%;经营活动产生的现金流出37931.27万元,较上年增长8.86%,其中购买商品、接受劳务支付的现金24063.01万元,支付其他与经营活动有关的现金4945.66万元,较上年下降32.52%,主要系广州兴森科技公司纳入公司合并范围,公司与其往来款抵销;经营活动产生的现金流量净额为11642.95万元,较2007年上升39.39%。

投资活动方面,2008年公司投资活动产生的现金流入3479.35万元,均为收到其他与投资活动有关的现金,主要系公司进行设备采购过程中,由于设备供应商生产技术水平不能达标以及设备选型变化原因,收回前期预付的设备款;投资活动产生的现金流出量为26054.23万元,其中购建固定资产、无形资产等支付的现金15825.09万元,较上年增长124.94%,主要系广州兴森科技公司第一期工程投资规模加

大所致，取得子公司等支付的现金净额 10167.52 万元，主要为增加对广州兴森科技公司的持股所致；投资活动产生的现金流量净流出 22574.88 万元，较上年增长 144.27%。

筹资活动方面，2008 年公司筹资活动产生的现金流入为 23215.21 万元，较 2007 年增长 127.87%，主要系公司投资需求加大增加借款所致；公司筹资活动产生的现金流量净额表现为净流入，为 13201.45 万元，较 2007 年增长 74.25%。

图 2 公司现金流量情况



资料来源：公司提供

2009 年上半年，公司实现销售商品、提供劳务收到的现金 19529.43 万元，现金收入比为 86.81%，收入质量明显下降，主要系受金融危机影响，回款期相对较短的出口销售收入下降，公司外销客户的回款周期平均为 30 天，远低于国内客户的平均回款周期（约 90 天），而 2009 年上半年外销收入占营业收入比重下降至 34.67%（2008 年为 39.02%）；公司经营活动产生的现金流出 18718.36 万元，规模较大，主要系广州兴森科技公司一期工程投产，公司加大原材料储备，存货规模增加；公司经营活动产生的现金流量净额为 1082.53 万元，现金流规模下降。投资活动产生的现金流表现为净流出，为 6840.50 万元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。为满足投资规模扩大、偿还债务以及分配股利、利润及偿付利息等的资金需求，公司加大对外融资，筹资活动产生的

现金流量净额 666.04 万元。

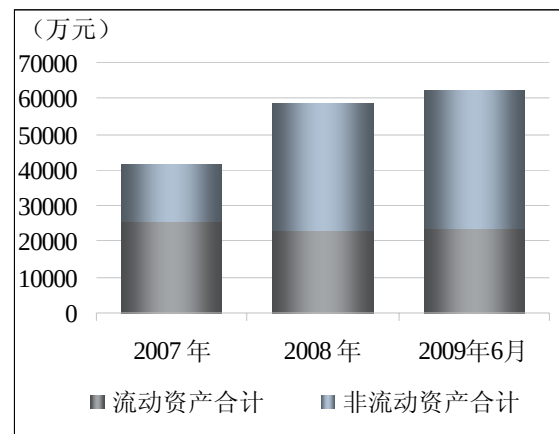
总体看，2008 年公司经营活动产生的现金流量净额稳定上升；由于 2008 年公司增加对子公司投资以及对广州兴森科技公司项目投资，投资活动产生的现金流出量大，公司加大对外融资力度。2009 年上半年，受公司产品外销比例下降以及广州兴森科技公司一期工程部分投产带来的原料采购增加影响，公司经营活动产生的净现金流规模缩减，投资支出依旧较大，公司存在持续的融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2008 年底，公司合并资产总额 58704.22 万元，较上年增长 40.34%。其中，流动资产占 39.44%；非流动资产 60.56%，占比大幅提高，主要系固定资产和无形资产增加所致。截至 2009 年 6 月底，公司合并资产总额 62252.29 万元，较 2008 年末增长 6.04%。其中，流动资产占 37.94%，非流动资产占 62.06%。

图 3 2007~2009 年 6 月公司资产构成

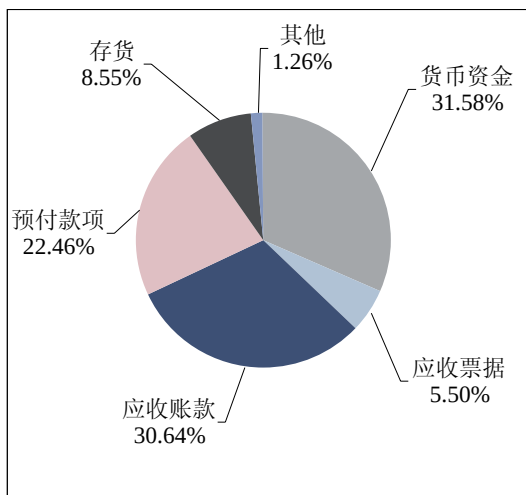


资料来源：公司提供

截至 2008 年底，公司流动资产 23150.16 万元，较上年下降 9.76%，其构成如图 4 所示。截至 2008 年底，公司货币资金 7311.88 万元，较上年下降 12.78%；公司应收账款余额 7506.29 万元，1 年以内的占 98.38%，账龄较短；公司预付款项 5200.25 万元，主要包括预付设备款

和预付工程款，较上年增长 129.84%，主要系广州兴森科技公司纳入公司合并范围所致；公司其他应收款 292.24 万元，较上年下降 92.11%，主要系 2007 年公司对广州兴森科技公司存在 3135.42 万元的其他应收款，2008 年广州兴森科技公司纳入公司合并范围后抵销；公司存货 1978.57 万元，较上年下降 11.13%。

图 4 2008 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2009 年 6 月底，公司流动资产 23621.54 万元。其中，公司货币资金大幅下降至 2214.11 万元；应收账款 8727.67 万元；预付款项 7328.69 万元。

截至 2008 年底，公司非流动资产 35554.06 万元，较上年增长 119.79%，主要系固定资产和无形资产增加所致。

截至 2008 年底，公司固定资产 23506.80 万元，较上年增长 105.46%，主要系合并范围发生变化增加和从在建工程转入所致；无形资产 2467.34 万元，较上年增长 1010.95%，主要系广州兴森科技公司拥有的土地使用权纳入公司所致。截至 2009 年 6 月底，公司非流动资产 38630.75 万元，其中固定资产和无形资产分别为 30251.99 万元和 2406.88 万元。

所有者权益

截至 2008 年底，公司所有者权益 24964.14 万元，其中，实收资本 8377.00 万元，较上年

增加 800.00 万元，主要系公司于 2008 年增资所致；资本公积 4227.08 万元，主要系根据公司 2008 年第二次临时股东大会决议，公司增资人民币 800.00 万元，由江苏瑞华投资发展有限公司、上海力鼎投资管理有限公司、柳敏和金宇星四方共出资 4400.00 万元，超过股本部分的 3600.00 万元计入资本公积；盈余公积 2246.25 万元，较上年底增长 41.47%；未分配利润 10071.68 万元。

截至 2009 年 6 月底，公司所有者权益为 28663.89 万元，构成变化不大，其中，未分配利润占 48.05%。整体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2008 年底，公司负债合计 33740.08 万元，比上年增长 46.91%；公司所有者权益增长幅度小于负债增长幅度，公司资产负债率上升，至 57.47%。截至 2008 年底，公司全部债务合计 19604.10 万元，较上年增长 58.45%，主要系长期借款增加所致；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 43.99%和 34.79%，分别较上年增加 4.38 个和 18.08 个百分点。

2009 年 6 月底，公司全部债务达 22614.52 万元，公司全部债务资本化比率进一步上升至 44.10%，公司债务负担加重，尚处于合理范围。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2008 年底，公司流动比率和速动比率分别为 115.63%和 105.74%，分别较 2007 年底下降 20.96 个百分点和 19.00 个百分点；2008 年公司经营现金流流动负债比为 58.15%，较上年提高 13.68 个百分点。2009 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 117.43%和 103.71%。综合考虑，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看，2008 年公司 EBITDA 为 11576.36 万元，同比增长 17.88%；但由于利息支出(费用化利息支出 843.59 万元，

资本化利息支出 341.28 万元，合计 1184.87 万元)增长 370.00%，高于 EBITDA 增速，EBITDA 利息倍数下降至 9.77 倍，全部债务/EBITDA 为 1.69 倍。总体看，公司对长期债务保护能力较强。

截至 2009 年 6 月底，公司现金类资产 4159.45 万元，呈下降趋势；现金偿债倍数为 1.04 倍，对本期债券的保护能力有所降低，但仍维持在适宜水平。2008 年，EBITDA 对本期债务保障倍数为 2.89 倍，保障能力较强。

截至2009年6月底，公司在多家银行共获得银行授信额度 20500.00 万元，已使用额度 16700.00 万元，尚未使用信用额度 3800.00 万元，公司间接融资渠道较为畅通。

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

附件 1 2009 年 6 月底纳入公司报表合并范围的子公司

公司名称	注册地	注册资本	拥有股权		投资额	主营业务	是否合并
			直接	间接			
广州市兴森电子有限公司	广州	1000 万元人民币	100%	-	1000 万元人民币	生产新型电子元器件、电力电子元器件。销售本公司产品	是
兴森快捷香港有限公司	香港	500.128 万美元	100%	-	500.128 万美元	线路板销售	是
宜兴硅谷电子科技有限公司	宜兴	450 万美元	-	100%	450 万美元	研发、生产片式元器件、柔性线路板。销售本公司产品	是
广州兴森快捷电路科技股份有限公司	广州	4000 万美元	75%	25%	4000 万美元	研究、开发、生产销售新型仪表元器件和材料（柔性线路板）及相关产品	是

附件 2-1 2007~2009 年 6 月底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

	2007 年	2008 年	变化率 (%)	2009 年 6 月
流动资产：				
货币资金	8383.08	7311.88	-12.78	2214.11
交易性金融资产	0.00	0.00		0.00
应收票据	2340.14	1273.60	-45.58	1945.34
应收账款	6739.33	7093.62	5.26	8727.67
预付款项	2262.55	5200.25	129.84	7328.69
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	3702.73	292.24	-92.11	645.20
存货	2226.27	1978.57	-11.13	2760.52
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	25654.09	23150.16	-9.76	23621.54
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	4163.58	0.00	-100.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00		0.00
固定资产	11440.80	23506.80	105.46	30251.99
在建工程	0.00	8609.09		5175.42
工程物资	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00		0.00
无形资产	222.09	2467.34	1010.95	2406.88
开发支出	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	258.30		258.30
合并价差	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	224.09	92.33	-58.80	0.00
递延所得税资产	125.78	620.21	393.09	538.16
其他非流动资产	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	16176.34	35554.06	119.79	38630.75
资产总计	41830.44	58704.22	40.34	62252.29

附件 2-2 2007~2009 年 6 月底资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

	2007 年	2008 年	变化率 (%)	2009 年 6 月
流动负债：				
短期借款	6410.00	6285.39	-1.94	9540.77
交易性金融负债	0.00	0.00		0.00
应付票据	2177.77	0.00	-100.00	0.00
应付账款	7074.26	8049.58	13.79	7463.11
预收款项	1211.00	478.85	-60.46	419.75
应付职工薪酬	793.59	1185.62	49.40	1031.03
应交税费	522.86	490.75	-6.14	493.12
应付利息	29.13	29.13	0.00	143.13
应付股利	0.00	2513.10		0.00
其他应付款	563.24	988.95	75.58	1023.73
预计负债	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	18781.84	20021.37	6.60	20114.64
非流动负债：				
长期借款	0.00	9482.17		9209.52
应付债券	3784.49	3836.54	1.38	3864.23
长期应付款	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	0.00		0.00
其他非流动负债	400.00	400.00	0.00	400.00
非流动负债合计	4184.49	13718.71	227.85	13473.75
负债合计	22966.33	33740.08	46.91	33588.40
所有者权益：				
实收资本(或股本)	7577.00	8377.00	10.56	8377.00
资本公积	627.08	4227.08	574.09	4227.08
减：库存股	0.00	0.00		0.00
盈余公积	1587.78	2246.25	41.47	2246.25
未分配利润	9131.58	10071.68	10.29	13773.07
外币报表折算差额	-59.34	42.14	-171.01	40.49
归属于母公司权益合计	18864.10	24964.14	32.34	28663.89
少数股东权益	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	18864.10	24964.14	32.34	28663.89
负债和所有者权益总计	41830.44	58704.22	40.34	62252.29

附件 3 2007~2009 年 1-6 月利润表

(单位: 人民币万元)

	2007 年	2008 年	变化率 (%)	2009 年 1-6 月
一、营业收入	38652.71	44220.46	14.40	22496.33
减: 营业成本	25447.09	28112.62	10.47	13781.10
营业税金及附加	70.02	102.41	46.25	40.84
销售费用	3596.06	3515.87	-2.23	1624.72
管理费用	2473.16	3159.32	27.74	1748.67
财务费用	451.14	1116.20	147.42	482.45
资产减值损失	60.68	431.77	611.50	261.22
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00		0.00
投资收益	52.89	-54.61	-203.24	0.00
其中: 对合营企业投资收益	-135.60	-54.61	-59.73	0.00
汇兑收益	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	6607.45	7727.65	16.95	4557.33
加: 营业外收入	207.49	173.62	-16.32	126.34
减: 营业外支出	46.10	170.39	269.64	3.42
其中: 非流动资产处置损失	8.25	3.25	-60.57	0.00
三、利润总额	6768.84	7730.89	14.21	4680.26
减: 所得税费用	538.34	1346.12	150.05	978.86
四、净利润	6230.51	6384.76	2.48	3701.40
其中: 归属于母公司的净利润	6230.51	6384.76	2.48	3701.40
少数股东损益	0.00	0.00		0.00
被合并方合并前的净利润	0.00	0.00		0.00

附件 4-1 2007~2009 年 1-6 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

	2007 年	2008 年	变化率 (%)	2009 年 1-6
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	41498.77	47363.84	14.13	19529.43
收到其他与经营活动有关的现金	1698.54	2210.38	30.13	271.46
经营活动现金流入小计	43197.30	49574.22	14.76	19800.89
购买商品、接受劳务支付的现金	21691.80	24063.01	10.93	11172.47
支付给职工以及为职工支付的现金	4532.40	5988.63	32.13	3876.21
支付的各项税费	1291.57	2933.98	127.16	1425.67
支付其他与经营活动有关的现金	7328.92	4945.66	-32.52	2244.01
经营活动现金流出小计	34844.70	37931.27	8.86	18718.36
经营活动产生的现金流量净额	8352.60	11642.95	39.39	1082.53
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	116.61	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	427.73	0.00	-100.00	0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	38.37	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	255.00	3479.35	1264.45	32.77
投资活动现金流入小计	837.70	3479.35	315.34	32.77
购建固定资产、无形资产等支付的现金	7035.36	15825.09	124.94	6863.27
投资支付的现金	3044.00	0.00	-100.00	0.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	10167.52		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	61.63		10.00
投资活动现金流出小计	10079.36	26054.23	158.49	6873.27
投资活动产生的现金流量净额	-9241.65	-22574.88	144.27	-6840.50
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	4400.00		0.00
取得借款收到的现金	10187.90	18815.21	84.68	6012.99
发行债券收到的现金	0.00	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00		0.00
筹资活动现金流入小计	10187.90	23215.21	127.87	6012.99
偿还债务支付的现金	2025.00	9566.16	372.40	1886.57
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2412.97	3291.89	36.42	3091.98
支付其他与筹资活动有关的现金	3.00	343.40	11346.61	368.40
筹资活动现金流出小计	4440.97	13201.45	197.27	5346.95
筹资活动产生的现金流量净额	5746.93	10013.76	74.25	666.04
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-436.58	-153.02	-64.95	-5.84
五、现金及现金等价物净增加额	4421.30	-1071.20	-124.23	-5097.76
加: 期初现金及现金等价物余额	3961.78	8383.08	111.60	7311.88
六、期末现金及现金等价物余额	8383.08	7311.88	-12.78	2214.11

附件 4-2 2007~2008 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

	2007 年	2008 年	变化率 (%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	6230.51	6384.76	2.48
其中: 归属于母公司的净利润	0.00	0.00	
少数股东损益	0.00	0.00	
加: 资产减值准备	60.68	431.77	611.50
固定资产折旧及其他	2633.23	2626.22	-0.27
无形资产摊销	133.55	175.90	31.72
长期待摊费用摊销	32.80	199.76	508.95
处置固定资产、无形资产等损失	-90.58		
固定资产报废损失		2.49	
公允价值变动损失			
财务费用	252.09	1125.22	346.36
投资损失	-52.89	54.61	-203.24
递延所得税资产减少	-57.26	-515.64	800.53
递延所得税负债增加			
待摊费用减少	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	
存货的减少	-34.39	345.65	-1105.17
经营性应收项目的减少	-4588.77	3170.86	-169.10
经营性应付项目的增加	3833.63	-2358.66	-161.53
其他	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	8352.60	11642.95	39.39
2、无现金收支的重大投资筹资活动:	0.00	0.00	
债务转为资本	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:	0.00	0.00	
现金的期末余额	8383.08	7311.88	-12.78
减: 现金的期初余额	3961.78	8383.08	111.60
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	4421.30	-1071.20	-124.23

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	8.51	5.07	--
存货周转次数(次)	22.86	13.37	--
总资产周转次数(次)	1.85	0.88	--
现金收入比(%)	107.36	107.11	86.81
盈利能力			
营业利润率(%)	33.98	36.19	38.56
总资本收益率(%)	20.75	16.22	--
净资产收益率(%)	33.03	25.58	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	16.71	34.79	31.32
全部债务资本化比率(%)	39.61	43.99	44.10
资产负债率(%)	54.90	57.47	53.96
偿债能力			
流动比率(%)	136.59	115.63	117.43
速动比率(%)	124.74	105.74	103.71
经营现金流动负债比(%)	44.47	58.15	10.76
EBITDA 利息倍数(倍)	38.96	9.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.26	1.69	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.07	-0.56	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.53	-12.96	--
现金偿债倍数(倍)	2.68	2.15	1.04
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.80	12.39	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	2.09	2.91	--

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2009 年数据未经审计。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 595 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市豪威真空光电股份有限公司主体长期信用等级为BBB⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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>

深圳市豪威真空光电股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009年12月22日

财务数据

项 目	2007年	2008年	09年6月
现金类资产(万元)	2029.64	912.92	1239.78
资产总额(万元)	39906.11	42523.86	45878.22
所有者权益(含少数股东权益)(万元)	21533.13	26207.97	27352.33
长期债务(万元)	3000.00	5402.64	13000.00
全部债务(万元)	14139.25	13425.67	15900.00
营业收入(主营业务收入)(万元)	17074.65	20883.83	10358.73
利润总额(万元)	2036.28	5117.83	1343.42
EBITDA(万元)	4623.07	7702.89	--
经营性净现金流(万元)	1227.55	4179.86	--
营业利润率(主营业务利润率)(%)	28.56	25.05	28.03
净资产收益率(%)	9.51	19.26	--
资产负债率(%)	46.04	38.37	40.38
全部债务资本化比率(%)	39.64	33.87	36.76
流动比率(%)	123.49	170.74	376.18
全部债务/EBITDA(倍)	3.06	1.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.13	6.88	--
经营现金流流动负债比(%)	7.99	38.30	--

注: 2008年公司采用原企业会计准则, 审计报告中财务数据采用新会计准则格式调整列示; 公司提供的2009年1-6月未经审计的财务数据仍采用原会计准则格式列示。

分析师

吕明远
lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 深圳市豪威真空光电股份有限公司(以下简称“公司”)新推出柔性镀膜产品, 原有单一的产品结构得到改善, 同时凭借新产品带来的收入增长和较高的毛利率水平, 在行业整体经营压力加大的背景下, 公司仍保持相对较好的经营状况。目前公司应收账款和存货规模较大, 债务负担较轻, 整体的偿债能力保持在适宜水平。

未来随着触摸屏在各类电子产品中渗透率不断提高, 柔性镀膜产品市场具有较好的发展前景, 公司柔性镀膜产品产销量有望持续增长; 触摸屏整厂设备项目的投产, 也有助于进一步提升公司整体的竞争实力和盈利状况。

综合考虑, 联合资信维持公司BBB⁺的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内真空光电镀膜设备制造行业具备产业化和规模化生产能力的企业之一, 2008年公司通过国家高新技术企业认定, 具有一定的技术优势。

2. 跟踪期内, 公司新推出了毛利率较高的柔性镀膜产品, 产品结构得到改善, 盈利能力有所增强。

3. 柔性镀膜产品竞争壁垒较高, 未来市场发展空间广阔。

4. 公司债务结构得到优化。

关注

1. 公司原主导产品ITO导电玻璃市场竞争日趋激烈, 行业整体经营压力上升。

2. 公司柔性镀膜产品生产所需基板被日本厂商垄断, 供给不稳定。

3. 公司柔性镀膜主要为中低端产品, 生产工艺和技术水平有待进一步提升。

4. 公司应收账款规模较大, 存货水平上升较快。

一、企业概况

深圳豪威真空光电子股份有限公司（以下简称“公司”）成立于1994年11月8日，是一家生产大型成套真空光电子镀膜设备及ITO透明导电玻璃的中外合资股份制高科技企业。截至2009年6月底，公司注册资本6000万元，股东由8位企业法人和2位自然人组成，英属维尔京（BVI）豪威科技国际控股有限公司（以下简称“维尔京豪威”）持股44.08%，公司创始人许生持股20.88%，为公司实际控制人。

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

截至2008年底，公司资产总额42523.86万元，归属母公司所有者权益23769.11万元，少数股东权益2438.86万元；2008年实现营业收入20883.83万元，利润总额5117.83万元。

截至2009年6月底，公司资产总额45878.22万元，归属母公司所有者权益24860.76万元，少数股东权益2491.57万元；2009年1~6月实现主营业务收入10358.73万元，利润总额1343.42万元。

公司注册地址：深圳市深南大道高新技术工业村WTA区；法定代表人：许生。

二、生产经营

目前，公司的主导产品包括ITO导电玻璃和柔性镀膜产品。

ITO导电玻璃是LCD液晶显示器、PDP、OLED等平板显示器的基础材料，在仪器仪表、航空航天以及家用电器等领域有诸多应用。近年来以平板显示为主流的数字显示技术得到了快速普及，ITO导电玻璃产品的市场需求也随之高速扩张。在需求旺盛的拉动下行业投资规模迅速增长，从2007年开始随着产能的集中释放，行业内出现供给过剩的倾向，行业整体利润水平出现下滑。2008年全球金融危机产生的影响

逐步传导至实体经济，全世界主要经济体经济增速均不同程度放缓，甚至衰退，在此背景下全球范围内的消费类电子产品市场也受到一定影响，根据DisplaySearch相关数据，2008年第三季度全球市场液晶显示器出货量同比增速仅为1%左右，第四季度则出现了该机构发布数据以来的首次负增长。受下游需求疲软的影响，2008年国内市场ITO导电玻璃产品价格逐步回落，生产企业经营压力增大。

公司以真空光电子镀膜设备制造起家，并逐步涉足ITO导电玻璃产品生产，2007年以来行业内供需压力加大，新增设备投资几乎停滞，公司设备销售业务显著萎缩，ITO导电玻璃以及相关产品代工业务成为公司近两年主要的收入来源。2008年受行业经营环境变化的影响，公司ITO导电玻璃产品产量增速较上年大幅回落，产品平均销售价格有所下降，整体经营压力上升。2009年以来，平板显示器出货量增速有所恢复，公司ITO产品销售情况较上年有所改善，但受成本因素影响，平均售价进一步走低。（见表1）

表1 公司主要产品产量和售价情况

产 品	2008 年	09 年 1~6 月
产 量		
ITO 透明导电玻璃（万片）	800	450
电镀膜材料（万平米）	20	13
平 均 售 价		
ITO 透明导电玻璃（元/片）	20.0	17.5
电镀膜材料（元/平方米）	200	180

资料来源：公司提供

2008年，随着柔性镀膜产品（电镀膜材料）推出，公司原有单一的产品结构有所改善。柔性镀膜主要用于触摸显示屏的生产。近年来在手机等电子产品的带动下，国内触摸屏行业快速发展，目前全国规模以上的触摸屏制造厂商120余家，2008年国内ITO导电柔性镀膜的需求量约为1000万平方米，市场容量近20亿元人民币。柔性镀膜产品的生产具有较高的技术壁垒，

目前全球范围内共有6台柔性镀膜产品的生产设备,其中3台由日本厂商拥有,公司所拥有的设备是从美国厂商手中引进。目前,柔性镀膜产品的核心原材料镀膜基板主要由日本厂商供应,由此日本厂商也占据了全球范围内90%以上柔性镀膜市场份额,并完全垄断了高端市场。公司生产所需的镀膜基板也主要由日本厂商供应,但受基板品质的限制,公司现有的柔性镀膜产品主要为中低端产品,但由于柔性镀膜生产在设备和技术方面具有较高的壁垒,公司产品在国内市场仍具有一定的竞争力,产品毛利率高。公司的柔性镀膜产品从2008年6月试产,随后逐月放量,2008年公司共生产柔性镀膜产20万平方米,实现收入约4000万元,成为了全年公司收入规模增长的主要动力,同时在ITO产品毛利率空间受到挤压的背景下,有效的降低了公司整体毛利率的波动。2009年1~6月,公司共生产柔性镀膜产品13万平方米,随11、12月生产高峰季节的到来,公司预计全年产量有望达到26万平方米,销售收入将超过5000万元。

未来随着触摸屏在电子产品中的渗透率不断提高,柔性镀膜产品市场具有较好的成长性。而公司作为国内唯一能够同时提供ITO导电玻璃和柔性镀膜产品的厂商,能够为平板器件生产企业提供一站式供应商解决方案,有利于公司产品市场的进一步拓展。另一方面,未来公司柔性镀膜产品产量的进一步提升和生产的稳定性可能会在一定程度上受到镀膜基板供应的影响。

跟踪期内,本期债券募投项目TFT整装制造设备项目技术研发工作进一步推进,2008年该项目被列为深圳市的十大产业化示范项目,并收到一次性2000万元的项目补贴资金,其中国家发改委1500万元(已支付1300万元),广东省500万元,深圳市200万元。为了进一步加快项目的研发进度和提升产业化能力,2009年5月,公司与日本爱发科公司签署合作协议,双方合作组建爱发科光电薄膜科技(深圳)有限

公司进行触摸屏(柔性镀膜)整厂设备的研发制造,其中公司出资比例为25%,日方出资比例为75%。日本爱发科公司成立于1952年,在全球设立43家分支结构,在中国拥有15家子公司,是全球两大薄膜沉积设备提供商之一,是目前国际真空与薄膜设备行业的领导企业。目前,国内高端真空镀膜设备几乎全部依赖进口,此次双方组建的合作公司旨在通过建设真空镀膜设备和触摸屏整厂设备及材料的生产基地,降低成本,扩大产能,发挥上游设备制造和高新材料产业的经济优势,促进区域产业配套结构的调整升级。项目一期投资约1.2亿元,主要用于采购设备和样机以及后续的研发投入,公司以土地出资,并提供部分技术工人,现金出资全部由日方负责。项目开发、投产后将填补国内高端真空镀膜设备和触摸屏整厂设备制造的空白,具有较好的盈利前景。

2008年,为了应对行业内经营压力逐步加大的状况,公司积极的提升内部管理水平,在生产规范化管理、产品质量管理、安全生产以及设备运行效率等多方面均有所改善,2008年公司顺利通过了ISO9001质量认证,并于2008年6月被认定为深圳市第一批自主创新行业(光电子材料与器件行业)龙头企业,于2008年12月通过了(国家级)高新技术企业认定。

总体来看,跟踪期内得益于柔性镀膜产品的收入增长和较高的毛利率,在行业整体经营压力加大的背景下,公司仍保持较好的经营状况,未来随着柔性镀膜产品产销量的增长,以及触摸屏整厂设备项目的投产,公司有望保持相对平稳的经营状况。

三、财务分析

公司提供的2008年财务报表已由深圳市德扬会计师事务所审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。2008年公司仍执行原企业会计准则,审计报告中财务数据采用新会计准则格式调整列示,为保证财务数据的可比性,以

下分析中采用经调整的 2008 年期初数或上年数作为比较基数。公司 2009 年 1~6 月的财务数据未经审计，且依据原企业会计准则格式列报。

截至2008年底，公司资产总额42523.86万元，所有者权益23769.11万元，少数股东权益2438.86万元；2008年实现营业收入20883.83万元，利润总额5117.83万元。

截至2009年6月底，公司资产总额45878.22万元，所有者权益24860.76万元，少数股东权益2491.57万元；2009年1~6月实现主营业务收入10358.73万元，利润总额1343.42万元。

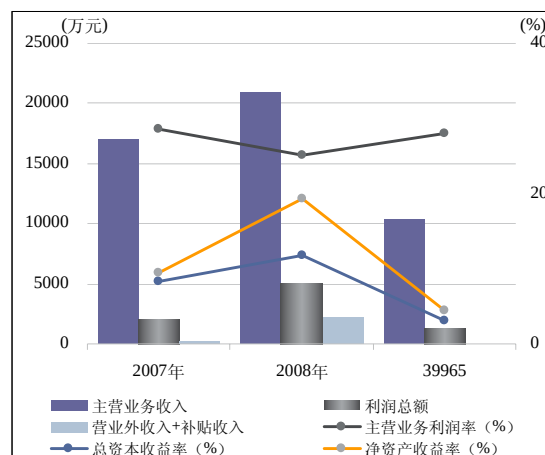
1. 盈利能力

2008 年，在金融危机和全球主要经济体经济增速放缓的背景下，全球范围内消费类电子产品市场均受到一定影响，公司原有的主导产品 ITO 导电玻璃下游需求增速明显放缓，产品价格下滑，但得益于 2008 年公司新推出的柔性镀膜产品的收入增长，公司整体的收入规模仍保持了一定增速，2008 年公司实现营业收入 20883.83 万元，同比增长 22.31%。同期内，由于收入占比较高的 ITO 导电玻璃毛利率空间受到挤压，公司营业利润率较上年小幅回落，由 2007 年的 28.56%下降为 2008 年的 25.50%。2008 年公司共实现营业利润 3068.90 万元，同比增长 52.32%，经营性业务盈利能力有所改善。

2008 年，公司在期间费用方面表现出较强的成本控制能力，在收入规模扩张的同时三项费用均出现不同程度下降，期间费用占营业收入比重由上年的 18.72%下降为 12.22%。2008 年，公司营业外收入合计 2132.25 万元，其中 1800 万元为其承接的国家 TFT 设备产业化研究项目收到国家发改委、广东省和深圳市有关部门的项目补贴资金。得益于经营业务盈利状况的改善以及较大规模的营业外收入，2008 年公司分别实现利润总额和净利润 5117.83 万元和 4578.57 万元，同比增幅分别为 151.33%和

150.97%。2008 年公司的盈利指标较上年也均有所改善，总资本收益率和净资产收益率分别为 11.80%和 19.26%。

图 1 公司盈利能力相关指标



资料来源：公司提供

2009 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 10358.73 万元，为上年全年的 49.60%。同期内，随着毛利率较高的柔性镀膜产品占比的提高，公司营业利率较上年有所提升，为 28.03%。2009 年 1~6 月，公司分别实现利润总额和净利润 1343.42 万元和 1091.66 万元。

总体看，跟踪期内，受益于新产品带动的收入增长，在行业整体经营压力加大的背景下，公司保持了较好的营业状况。未来随柔性镀膜产品销量的增长以及触摸屏整厂设备制造项目的投产，公司整体盈利状况有望得到进一步改善。

2. 现金流及保障

2008 年公司销售商品和提高劳务收到的现金为 21899.53 万元，较上年增长 4.30%，明显低于收入规模的增长，主要是由于部分下游客户经营压力加大，延长了结算周期。受此影响，2008 年公司现金收入比率由上年的 122.97%下滑至 104.86%，收入实现质量有所下降。2008 年公司经营活动产生的现金净流入量同比增长 240.50%，共计 4179.86 万元，其中包括营业外收入产生的现金流入。

近两年，公司投资活动未产生现金流入，投资活动产生的现金流出主要用于购建固定资产和其它长期资产。2008 年公司投资活动产生的现金净流出共计 3886.76 万元，同比增长 584.20%，主要用于生产线改造。

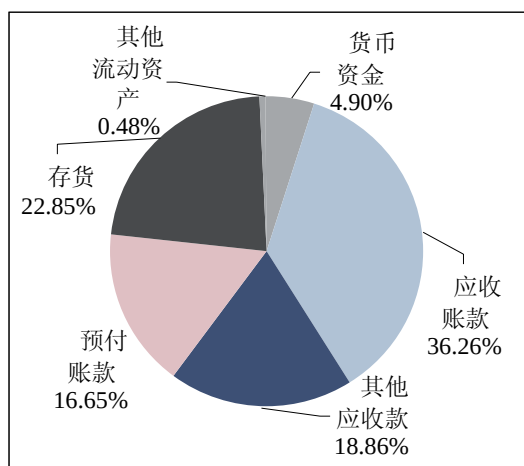
公司筹资活动的现金流入主要来自银行借款，投资活动的现金流出主要用于偿还债务和股利分配。2008 年公司筹资活动产生的现金流入为 12536.49 万元；筹资活动产生现金流净额表现为净流出，为 1606.53 万元。未来一段时期内，公司主要的重大在建项目为触摸屏整厂设备制造项目，后期的资金投入主要由日方的合作企业投入，公司未来的筹资压力不大。

总体看，2008 年公司经营活动获现能力有所改善，整体的现金流状况正常；未来重大在建项目后期投资主要由合作方负责，公司筹资压力不大。

3. 资本及债务结构

截至 2008 年底，公司资产合计 42523.86 万元，较上年末增长 6.56%，主要来自在建工程和存货的增加，资产构成中流动资产占比由上年的 47.57%下降为 43.82%。

图 2 截至 2008 年底公司流动资产构成



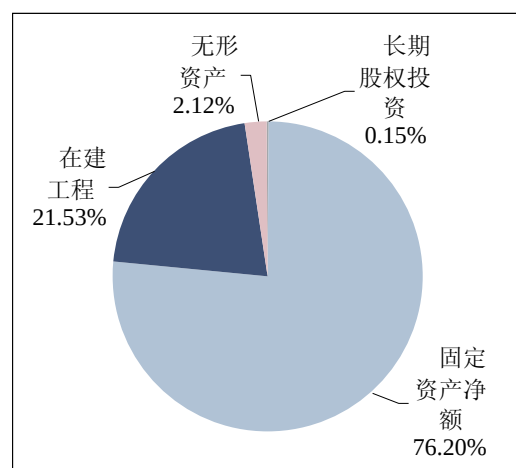
资料来源：公司提供

截至 2008 年，公司流动资产合计 18633.45 万元，同比减少 1.85%，主要以货币资金、应收账款、其他应收款、存货和预付款项为主，

其中预付款项主要来自于项目建设中所预付的设备采购款和工程款。2008 年公司存货较上年增长 45.94%，主要来自新增的柔性镀膜产品以及年末 ITO 导电玻璃下游市场需求放缓所致的存货积压。

截至 2008 年底，公司非流动资产合计 23890.41 万元，较上年末增长 14.19%，主要以固定资产和在建工程为主。2008 年公司在建工程保持了较快增长，截至年末合计 5133.76 万元，主要为原有 ITO 导电玻璃生产线改造项目 and 已往完工尚未转固的柔性镀膜生产线。

图 3 截至 2008 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司提供

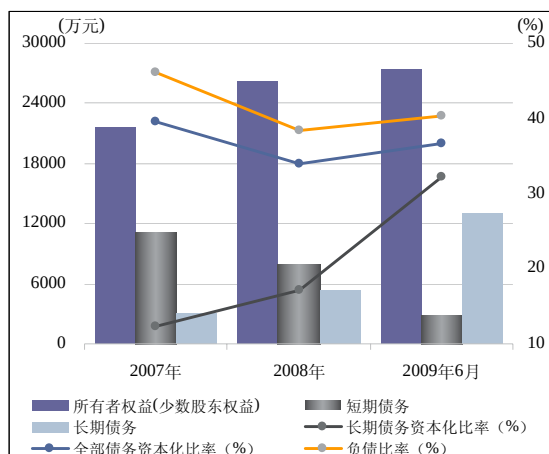
截至 2008 年底，公司归属母公司所有者权益合计 23769.11 万元，较上年末增长了 23.86%，主要来自盈余公积和未分配利润的增长。归属母公司所有者权益构成中实收资本占 25.24%，资本公积占 2.89%，盈余公积占 8.17%，未分配利润占 63.69%，所有者权益稳定性一般。

2008 年，由于短期借款和应付账款的减少，公司负债规模较上年回落 11.20%，截至 2008 年底合计 16315.89 万元，其中流动负债占 66.89%，非流动负债占 33.11%，流动负债占比较上年大幅下降。2008 年公司流动负债减少 29.01%，截至 2008 年底为 10913.25 万元，其中短期借款占 73.52%，应付账款占 10.10%，应交税金占 5.74%，其他应付款占 4.72%。截至 2008 年底公司非流动负债 5402.64 万元，较上

年增加了 2402.64 万元，主要为长期借款的增长。

截至 2008 年底公司债务总额合计 13425.67 万元，较上年末小幅回落 5.05%。受所有者权益较快增长和债务规模回落的影响，公司整体的负债水平和债务负担均有所下降，2008 年末公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 33.87%和 38.37%。

图 4 截至 2008 年底公司资本及债务构成指标



资料来源：公司提供

截至 2009 年 6 月底，公司资产合计 45878.22 万元，较年初增长 7.89%，主要来自固定资产和应收账款的增长，其中应收账款的增长主要是受下游客户延长结算周期的影响。截至 2009 年 6 月底，公司负债合计 18525.89 万元，较年初增长 13.55%。期内公司获得一笔 10000.00 万元的长期借款，置换了大量短期借款，截至 2009 年 6 月底，短期债务占比下降为 29.83%，负债结构得以明显改善，但整体负债水平和债务负担较年初有所上升，截至 6 月底资产负债率和全部债务资本化比例分别为 37.76%和 40.38%。

总体看，跟踪期内公司负债结构有所优化，负债水平和债务负担小幅波动，目前公司整体的债务负担仍保持在适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，受负债结构变化的影

响，公司流动比率和速动比率均有所提升，截至 2008 年底为 170.74%和 131.73%，2009 年 6 月底进一步提高到 376.18%和 300.54%，但目前公司流动资产中，存货和应收款项占比较高，实际的短期支付能力弱于相关指标所反映。2008 年，受益于经营活动获取现金能力的改善，公司经营现金流流动负债比率上升至 38.30%，经营活动现金流对流动负债的覆盖程度显著增强。总体看，目前公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2008 年得益于盈利状况的改善，公司 EBITDA 较上年大幅增长 32.50%，合计 7702.89 万元，其中包含了 2132.25 万元的营业外收入对利润的增厚作用。2008 年，公司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数较上年均有所改善，分别为 6.88 倍和 1.74 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保护程度均保持在较好的水平，但其中未扣除非经常性损益所产生的影响。总体看，目前公司长期偿债能力保持在适宜水平。

2008 年公司经营性现金流量净额和 EBITDA 与本期债券发行额度的比值分别为 1.53 倍和 2.57 倍，经营性现金流量净额和 EBITDA 对本期债券的保障程度较强。

截至 2009 年 6 月底，公司合并口径下不存在对外担保事项；截至 2009 年 6 月底，公司共获得各商业银行循环授信额度 13000 万元，已全额使用。

综合考虑，联合资信维持公司 BBB⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1-1 2008 年合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

项 目	2008 年初	2008 年末	变动率 (%)
流动资产：			
货币资金	2029.64	912.92	-55.02
交易性金融资产			
应付票据			
应收账款	6695.79	6756.25	0.90
其他应收款	4240.54	3514.08	-17.13
预付账款	3092.35	3102.66	0.33
存货	2917.61	4257.89	45.94
一年内到期的长期债权投资			
其他流动资产	8.77	89.65	922.23
流动资产合计	18984.71	18633.45	-1.85
非流动资产：			
可供出售金融资产			
持有到期投资			
长期应收款			
长期股权投资	35.62	35.62	
固定资产	18773.77	18168.17	-3.23
工程物资			
在建工程	1558.75	5133.76	229.35
固定资产清理			
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产	505.07	504.67	-0.08
开发支出			
长期待摊费用	48.19	48.19	
无形资产			
递延所得税资产			
其他非流动资产			
非流动资产合计	20921.41	23890.41	14.19
资产总计	39906.11	42523.86	6.56

附件 1-2 2008 年合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：万元）

项 目	2008 年初	2008 年末	变动率 (%)
流动负债：			
短期借款	11139.25	8023.03	-27.98
应付票据			
应付账款	2414.21	1102.36	-54.34
预收账款	149.66	177.34	18.50
应付职工薪酬	160.34	195.54	47.96
应付利息			
应付股利			
应交税费	524.18	626.81	50.31
其他应付款	202.74	515.22	-45.92
一年内到期的非流动负债			
其他流动负债	132.58	272.96	105.88
流动负债合计	15372.97	10913.25	-29.01
长期负债：			
长期借款		2402.64	
应付债券	3000.00	3000.00	
长期应付款			
专项应付款	650.00		
递延所得税负债			
其他非流动负债			
非流动负债合计	3650.00	5402.64	48.02
负债合计	18372.97	16315.89	-11.20
少数股东权益	2342.60	2438.86	4.11
所有者权益：			
实收资本	6000.00	6000.00	
资本公积	687.04	687.04	
盈余公积	1256.08	1942.87	54.68
减：未确认投资损失			
未分配利润	11247.42	15139.20	34.60
外币报表折算差额			
本企业所有者权益（或股东权益）合计	19190.54	23769.11	23.86
所有者权益合计	21533.13	26207.97	10.38
负债及所有者权益合计	39906.11	42523.86	6.56

附件 2 2008 年合并利润表

(单位: 万元)

	上年度	2008 年度	变动率(%)
一、营业收入	17074.65	20883.83	22.31
减: 营业成本	12176.25	15621.41	28.29
营业税金及附加	22.67	32.01	41.18
销售费用	623.78	269.43	-56.81
管理费用	1451.74	1163.78	-19.84
财务费用	1120.65	1118.91	-0.15
资产减值损失			
加: 其他业务利润(损失以“—”号填列)	335.22	390.62	16.53
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)	2014.78	3068.89	52.32
加: 营业外收入	21.61	2132.25	9766.05
减: 营业外支出	0.11	83.31	73891.78
其中: 非流动资产处置损失			
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	2036.28	5117.83	151.33
减: 所得税费用	163.07	443.00	171.67
少数所有者权益	48.88	96.27	96.94
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	1824.33	4578.57	150.97

附件 3-1 2008 年合并现金流量表

(单位: 万元)

	上年度	2008 年度	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	20997.30	21899.53	4.30
收到的租金			
收到的税费返还		2055.00	
收到的其他与经营活动有关的现金	14065.19	2552.77	-81.85
现金流入小计	35062.49	26507.30	-24.40
购买商品、接受劳务支付的现金	18026.51	16086.63	-10.76
经营租赁所支付的现金			
支付给职工以及为职工支付的现金	1007.95	774.96	-23.11
支付的各项税费	1096.44	1302.72	18.81
支付的其他与经营活动有关的现金	13704.03	4163.13	-69.62
现金流出小计	33834.93	22327.45	-34.01
经营活动产生的现金流量净额	1227.55	4179.86	240.50
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		3886.76	
投资所支付的现金	568.08		-100.00
支付的其他与投资活动有关的现金			
现金流出小计	568.08	3886.76	584.20
投资活动产生的现金流量净额	-568.08	-3886.76	584.20
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	10953.86	12536.49	14.45
收到的其他与筹资活动有关的现金			
现金流入小计	10953.86	12536.49	14.45
偿还债务所支付的现金	10123.71	13250.07	30.88
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	416.22	834.61	100.52
支付的其他与筹资活动有关的现金		58.35	
现金流出小计	10539.93	14143.03	34.19
筹资活动产生的现金流量净额	413.93	-1606.53	-488.12
四、汇率变动对现金的影响		196.72	
五、现金及现金等价物净增加额	1073.40	-1116.72	-204.04

附件 3-2 2008 年合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

	上年度	2008 年度	变动率(%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
以固定资产偿还债务			
以投资偿还债务			
以固定资产进行长期投资			
以存货偿还债务			
融资租赁固定资产			
二、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	1824.33	4578.57	150.97
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	31.24		-100.00
固定资产折旧	1454.44	1095.80	-24.66
无形资产摊销	11.71	0.40	-96.60
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)	18.77		-100.00
预提费用增加(减:减少)	-99.99		-100.00
固定资产报废损失			
财务费用	1011.24	892.96	-11.70
投资损失(减:收益)			
递延税款贷项(减:借项)			
存货的减少(减:增加)	-291.96	-1340.28	359.06
经营性应收项目的减少(减:增加)	2988.90	924.11	-69.08
经营性应付项目的增加(减:减少)	-5770.00	-1971.70	-65.83
其他	48.88		-100.00
经营活动产生的现金流量净额	1227.55	4179.86	240.50
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	2029.64	912.92	-55.02
减: 货币资金的期初余额	956.24	2029.64	112.25
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	1073.40	-1116.72	-204.04

附件 4 2009 年 6 月合并资产负债表

(单位: 万元)

资 产	年初数	期末数	负债及所有者权益	年初数	期末数
流动资产			流动负债		
货币资金	912.92	1239.78	短期借款	8023.03	2900.00
应收账款	6756.25	8152.37	预付账款	177.34	144.25
其他应收款	3514.08	3591.68	应付账款	1102.36	1002.57
预付账款	3102.66	3444.65	应付工资	173.42	132.30
存货	4257.89	4179.38	应付福利费	22.11	22.11
流动资产合计	18633.45	20787.03	应付股利		
长期股权投资	35.62	35.62	应交税金	626.81	119.78
长期投资净额	35.62	35.62	其他应交款	8.87	0.01
固定资产			其他应付款	515.22	802.16
固定资产原值	23193.44	23240.90	流动负债合计	10913.25	5525.89
减: 累计折旧	5025.08	5444.79	长期负债		
固定资产净值	18168.17	17796.11	长期借款	2402.64	10000.00
固定资产净值减值准备			应付债券	3000.00	3000.00
固定资产净额	18168.17	17796.11	长期负债合计	5402.64	13000.00
工程物资			递延税项		
在建工程	5133.76	6709.84	递延税项贷款		
固定资产清理			负债合计	16315.89	18525.89
固定资产合计	23301.93	24505.95	少数股东权益	2438.86	2491.57
无形资产及其他资产			所有者权益		
无形资产	504.67	501.44	实收资本	6000.00	6000.00
长期待摊费用	48.19	48.19	资本公积	687.04	687.04
无形资产及其他资产合计	552.86	549.63	盈余公积	1942.87	1942.87
递延税项			未分配利润	15139.20	16230.86
递延税项借项			所有者权益合计	23769.11	24860.76
资产总计	42523.86	45878.22	负债及所有者权益合计	42523.86	45878.22

附件 5 2009 年 6 月合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2009 年 1~6 月
一、主营业务收入	10358.73
减: 折扣与折让	
主营业务收入净额	10358.73
减: 主营业务成本	7446.05
主营业务税金及附加	9.25
二、主营业务利润	2903.42
加: 其他业务利润	111.81
减: 存货跌价损失	
营业费用	105.57
管理费用	957.90
财务费用	608.63
其他	
三、营业利润	1343.13
加: 投资收益	
补贴收入	
营业外收入	0.29
减: 营业外支出	0.00
四、利润总额	1343.42
减: 所得税	199.06
减: 少数股东损益	52.70
加: 未确认的投资损失	
五、净利润	1091.66

附件 6 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	2.95	3.10	--
存货周转次数(次)	4.39	4.35	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.51	--
现金收入比(%)	122.97	104.86	--
盈利能力			
营业利润率(主营业务利润率)(%)	28.56	25.05	28.03
总资本收益率(%)	8.39	11.80	--
净资产收益率(%)	9.51	19.26	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	12.23	17.09	32.22
全部债务资本化比率(%)	39.64	33.87	36.76
资产负债率(%)	46.04	38.37	40.38
偿债能力			
流动比率(%)	123.49	170.74	376.18
速动比率(%)	104.52	131.73	300.54
EBITDA 利息倍数(倍)	4.13	6.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.06	1.74	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.59	0.26	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.05	0.02	--
经营现金流动负债比(%)	7.99	38.30	
现金偿债倍数(倍)	0.68	0.30	0.41
EBITDA 偿债倍数	1.54	2.56	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	11.69	8.84	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.41	1.39	--

注：2008年公司采用原企业会计准则，审计报告中财务数据采用新会计准则格式调整列示；公司提供的2009年1-6月未经审计的财务数据仍采用原会计准则格式列示。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 596 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009年12月22日

财务数据

项目	2007年	2008年	09年6月
现金类资产(亿元)	0.46	1.11	0.30
资产总额(亿元)	3.77	5.06	4.30
所有者权益(亿元)	1.37	1.62	1.22
短期债务(亿元)	1.48	1.09	0.46
全部债务(亿元)	1.88	3.06	2.36
营业收入(亿元)	2.71	3.05	1.29
利润总额(亿元)	0.54	0.58	0.11
EBITDA(亿元)	0.98	1.16	--
经营性净现金流(亿元)	0.45	0.56	0.34
营业利润率(%)	38.94	39.90	36.68
净资产收益率(%)	33.96	30.24	--
资产负债率(%)	63.57	68.05	71.51
全部债务资本化比率(%)	57.85	65.44	65.86
流动比率(%)	105.90	209.11	202.85
全部债务/EBITDA(倍)	1.92	2.65	--
EBITDA 利息倍数*(倍)	9.64	7.12	--
经营现金流流动负债比(%)	22.57	38.88	--

注: 2009年上半年数据未经审计。

分析师

张华

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

深圳市金洲精工科技股份有限公司(以下简称“公司”)2008年在全球PCB生产基地逐步移转到亚太地区背景下,前三季度实现主导产品产销量均较大幅度增长;受金融危机影响,公司第四季度收入及利润同比出现下滑。公司为顺应行业发展趋势在微型刀具和模具等进行了研发并取得了较大突破。跟踪期内,公司对债务结构进行了调整,短期支付压力有所缓解,但债务负担加重。

2008年下半年以来宏观经济增长的减缓及PCB市场景气度的低迷对公司生产经营产生不利影响,导致利润水平下降显著。

综合考虑,联合资信维持公司的主体长期信用等级A⁻;评级展望由稳定调整为负面。

优势

1. 全球PCB生产基地逐步移转到亚太地区,并在中国落户,这将对PCB行业相关产业的发展起到促进作用。
2. 跟踪期内,公司在微型刀具和模具等方面的技术研发取得了较大突破。
3. 公司债务结构有所改善。

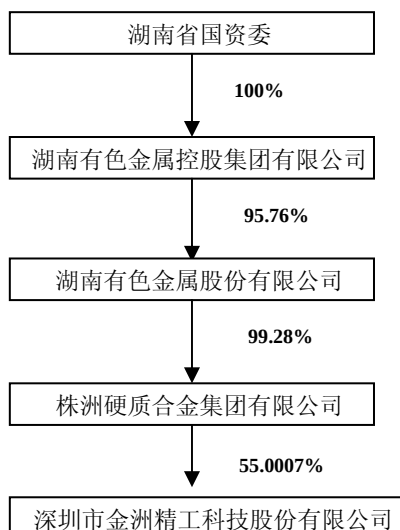
关注

1. PCB行业整体景气度低迷,相关的配套企业经营压力较大。
2. 公司产品结构单一化的局面短期内难以改变,经营风险较为集中。
3. 跟踪期内,公司债务负担明显加重。
4. 公司盈利能力呈下降趋势。

一、企业基本情况

深圳市金洲精工科技股份有限公司（以下简称“公司”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，是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。截至2008年底，公司注册资本为人民币6110.90万元。公司的最终实际控制人是湖南省国资委（详见图1）。

图1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司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。

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10个职能部门和水贝门市部和上海分公司。公司无全资子公司和控股子公司。

截至2008年底，公司资产总额为50630.49万元，所有者权益合计为16178.22万元。2008年，公司实现营业收入30488.41万元，利润总额5824.12万元。

截至2009年6月底，公司资产总额为42960.75万元，所有者权益合计为12240.27万元。2009年1~6月，公司实现营业收入12918.17万元，利润总额1118.55万元。

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：杨伯华。

二、经营管理分析

1. 行业状况

公司主要从事PCB用微钻、圆片切刀、模具的生产和销售，其中主导产品为PCB用微钻。

PCB用微钻是PCB生产中主要耗材之一，作为PCB的配套行业，微钻制造行业的状况与PCB行业景气度直接相关。

近年来，在电子产品进入微利时代之后，全球PCB生产基地从欧美逐步移转到亚太地区。2008年，亚洲地区在世界PCB生产的重心地位仍在加强，截至2008年底，亚洲（除日本）PCB产值达到304亿美元，占世界总量的63.1%，欧洲和美洲PCB占有率均在10%以下，PCB产业已经成为亚洲产业。伴随生产基地转移过程，全球知名PCB企业纷纷在中国落户，以及中国本土的PCB企业的稳步发展，中国已逐步成为世界PCB最大的制造中心和技术中心。

2008年上半年，中国PCB企业的总产量同比增长11.53%，销售额同比增长11.94%，中国PCB产业保持了良好的发展势头；2008年下半年，国际金融危机开始冲击包括电子信息制造产业在内的实体经济。作为电子信息产业的基础，中国PCB市场迅速衰退，到2008年11月，中国众多PCB企业面临出口萎缩、订单锐减、利润微薄，甚至部分企业经营出现了困难。但从2008全年情况来看，受益于1~10月的高增长，中国PCB产业全年产值与2007年基本持平，实现总产值1183亿元，相比2007年增长1.77%，进出口额为213.7亿美元，同比增长4.91%。

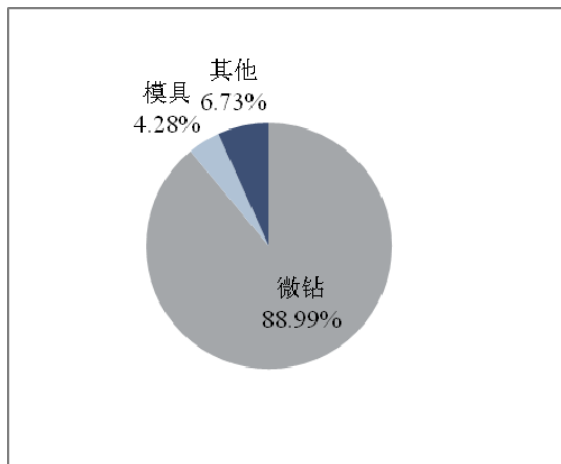
2009年上半年，中国PCB产量为192.44亿块，同比下降了19.1%；共实现销售收入467.92

亿元，同比下降了26.9%。其中二季度产业实现销售收入265.18亿元，增幅由一季度的-34.1%收窄至-20.3%，PCB产业呈现趋稳迹象。

2. 经营分析

目前，公司主要业务集中在为PCB行业提供微钻、圆片切刀、模具等配套工具上。2008年公司实现营业收入30488.41万元，其中微钻占88.99%，是公司利润的主要来源。

图2 2008年公司营业收入构成情况



资料来源：公司提供

2008年前三季度，PCB行业较为景气，PCB用微钻需求旺盛。得益于产品需求市场的火爆，公司经营保持了平稳较快增长，尤其是上半年，公司完成微钻销量2650万支，同比增长42%；但在第四季度，因受金融危机影响，PCB行业需求呈现急剧下滑，行业产能闲置严重，公司下游用户纷纷要求取消订单或延迟交货期，从而导致公司库存大量增加，各类型微钻产品价格大幅下滑，使得利润空间急速压缩。为了减少因生产导致损失扩大，公司第四季度开工率明显不足，设备开工率仅30%。

2008全年，受益于公司前三季度较好业绩，在第四季度业绩呈急速下滑的背景下，公司2008年营业收入仍较上年增长了12.60%；合计实现毛利润12275.49万元，较上年增长了13.74%；毛利率较上年小幅增长了0.4个百分点。2009年上半年，公司实现营业收入12918.17万元，实现毛利润4795.49万元，整体毛利率为37.12%，收入及利润均较上年同期相比有不同程度的下滑。

表1 公司业务情况

项目	营业收入（万元）				毛利润（万元）				毛利率（%）		
	2007年	2008年	增长率（%）	09年1-6月	2007年	2008年	增长率（%）	09年1-6月	2007年	2008年	09年1-6月
微钻	24196.61	27130.79	12.12	11470.12	9900.18	10762.04	8.71	3838.72	40.92	39.67	33.47
其他	2879.3	3357.62	16.61	1448.05	892.44	1513.45	69.59	956.77	31.00	45.08	66.07
总计	27075.91	30488.41	12.60	12918.17	10792.62	12275.49	13.74	4795.49	39.86	40.26	37.12

资料来源：公司提供

在生产方面，公司微钻产量较上年明显提升，由2007年的4500万支上升至2008年的5575万支，增长了24%（参见表2）。其中，无心磨产量由7秒一支提高至3秒一支；CNC2000产量由原来的2000支增加到2200支，CNC4000产量由原来的4000支增加到5500支，148P4产量由2000支增加到2200支。焊接线人均产量从去年的84万支提高至134万支。

2008年微钻的一次合格率由上年的平均91.1%上升至平均92.8%；最终合格率由98.35%

上升至98.71%；焊接废品率由5.25%下降到2.6%，刀具废品率由4%降低至3.43%。

总体来看，2008年公司产品产量及合格率均有了不同程度的改善。

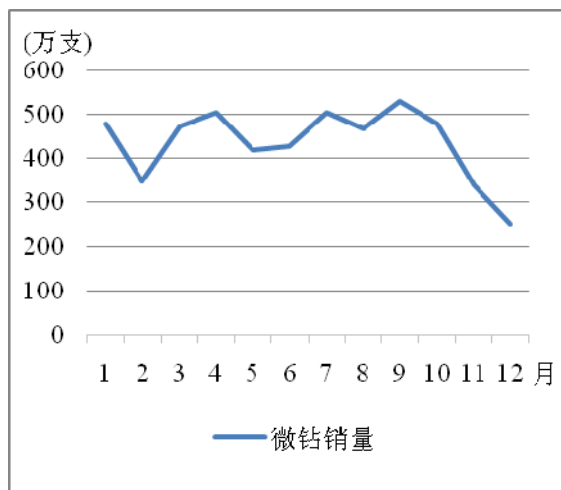
表 2 2008 年公司主要生产经营指标情况

项目	2007 年	2008 年	变动率 (%)
营业收入 (万元)	27076*	30488	13
微钻产量 (万支)	4500	5575	24
微钻销量 (万支)	4262	5221	23
其中: 本部内销	2797	3607	29
外销	592	889	50
上海分公司	741	588	-21
门市贸易部	146	137	-6
微型刀具销售收入 (万元)	546	573	5
模具销售收入 (万元)	1011	1500	48
净利润 (万元)	4662	4893	5

注: *保留整数位, 小数位已四舍五入; 资料来源: 公司提供

受益于2008年前三季度火爆的销售业绩, 公司2008年销量较上年增长23%, 微钻销量达到5221万支, 主要是本部内销, 其销量占公司总销量的69.09%。在外销方面, 2008年公司产品获得了CMK及DAP等知名企业的认可, 全年销售889万支, 占公司总销量的17.03%。

图 3 公司 2008 年微钻销售情况



资料来源: 公司提供

2009年上半年, 公司实现微钻销售收入11470.12万元, 实现微钻销售毛利润3838.72万元, 微钻毛利率为33.47%, 各项数据均较上年同期有不同程度下滑。

在技术研发方面, 2008年公司在技术创新上加大了投入, 取得了一定突破。

微型刀具

已研发完铝(铜)合金精加工铣刀; 模具(金属)加工铣刀研发项目上, 已完成材料的优化选择, 涂层选择, 结构设计和磨削工艺优化等; PMMA/PC加工用刀具持续研发, 开发并定型12种结构刀具。

模具

建立钣金及模具材料实验平台, 为钣金成形CAE分析、冲压模具寿命测试提供依据, 为国外的模具协作提供材料对照; 完成外翅片滚刀组的设计制造工作。

插接式钻头的技术工艺

插接式钻头的工艺已经较为成熟, 性能稳定, 具备大批量生产的能力。

材质及涂层研究

成功开发加工亚克力用的涂层刀具, 目前正进行涂层工艺的研究。

钢柄铣刀

2008年针对1.6以下的铣刀进行了工艺和使用性能的研究, 通过测试, 确认钢柄铣刀基本达到了整体铣刀的使用要求。

设备自制和改装

完成了定长倒角机14台, 铣刀磨尖机2台, 与华南理工联合开发的自动检测包装机取得成功。

3. 管理分析

2008年4月22日, 杨伯华先生当选为公司第三届董事会董事长, 同年7月公司将法定代表人变更为杨伯华。

杨伯华先生, 1958年10月出生, 汉族, 湖南攸县人, 中共党员, 大学学历, 高级工程师。曾任株洲硬质合金厂技术干部、车间主任、经营科长、副厂长、厂长等职, 现任株洲硬质合金集团有限公司(公司直接控股方)董事长、自贡硬质合金有限责任公司董事长、中钨高新材料股份有限公司董事长。

总体来看, 杨伯华先生具备较高的专业素养和丰富的中小型企业管理经验; 同时, 作为

直接控股方董事长，可为公司在生产经营及融资等方面提供便利。

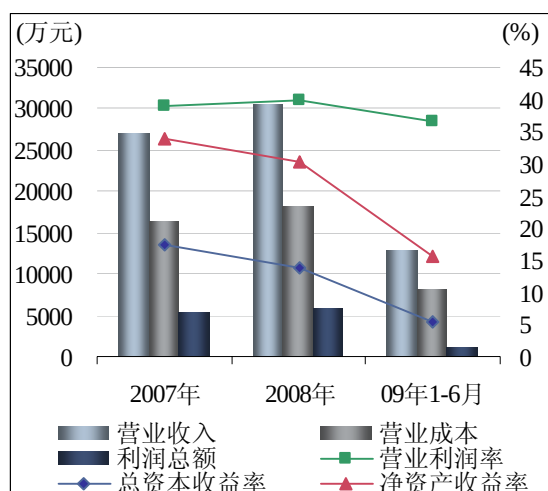
三、财务分析

公司提供的2007、2008年财务报表已经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。2009年1~6月财务报表未经审计，仅作为补充。

1. 盈利能力

2008年，公司营业收入和营业成本分别为30488.41万元和18212.92万元，较2007年分别增长12.60%和10.89%，营业收入和营业成本增幅较大主要是由于2008年前三季度，微钻市场供需强劲，公司产销两旺所致。受公司营业收入增幅大于营业成本增幅影响，公司2008年营业利润率较上年提高0.96个百分点，为39.90%。

图4 公司2007~2009年6月盈利情况



资料来源：公司审计报告

期间费用方面，公司销售费用和管理费用小幅增长，分别较上年增长9.46%和9.65%，受长期借款大幅增长影响，公司财务费用大幅增长，增幅为49.48%。

2008年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为5052.19万元、5824.12万元和4892.93万元，较2007年分别增长6.99%、7.44%和4.95%。

公司2008年总资本收益率和净资产收益率均较上年有所下降，分别下降3.5和3.72个百分点，分别为13.93%和30.24%。

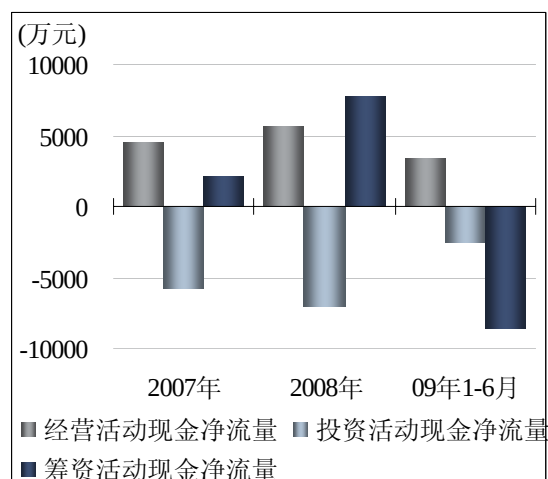
2009年1~6月，公司实现营业12918.17万元、利润总额1118.55万元，均较上年同期出现较大幅度下滑，这主要是由于PCB行业整体景气度低迷，导致与其配套的微钻产品产销不畅所致。2009年1~6月，公司营业利润率为36.68%，较2008年下降3.22个百分点。

总体来看，公司盈利能力呈下降趋势。

2. 现金流及保障

2008年，公司现金收入比为88.92%，较上年提高2.37个百分点，但收入实现能力仍较差。公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长15.68%，略高于营业收入增速，同期公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增加13.04%，但受除税收返还外的政府补助增加影响，公司收到其他与经营活动有关的现金增加较多，使经营活动现金流量净额同比增长24.51%，为5607.88万元。

图5 公司2007~2009年（1-6月）现金流情况



资料来源：公司审计报告

2008年，公司投资活动产生的现金流入规模仍较小，同时，公司购置机器设备的增加，使得投资活动现金流出同比增长了15.66%，投资活动现金净流出规模为7068.41万元。2008

年，由于经营活动产生的现金流量净额不能满足投资及到期债务偿还需要，公司存在较大的对外融资需求，筹资活动现金净流量为7773.84万元。

2009年1~6月，公司经营活动现金流量净额为3401.60万元；投资活动仍以项目投建为主，投资活动产生的现金净流出量为2510.07万元；同期，公司偿还债务支付的现金11130.00万元，筹资活动产生的现金流量净额为-8561.71万元。

3. 资本及债务结构

截至2008年底，公司资产总额为50630.49万元（流动资产占59.57%，非流动资产占40.43%），较2007年底增长34.35%。其中，流动资产为30158.17万元，较2007年底增长42.70%，主要来自货币资金和存货增长，原因是前三季度公司产销规模扩大，生产能力增加而增加原材料库存，但第四季度微钻需求急剧下降，产品销售受阻，库存积压所致；非流动资产为20472.32万元，较2007年底增长23.69%，主要为固定资产增长所致。

截至2009年6月底，公司资产总额为42960.75万元，其中流动资产占53.93%，非流动资产占46.07%。截至2009年6月底，公司流动资产合计23166.64万元，较2008年底减少23.18%，主要是货币资金及存货的减少所致。

截至2008年底，公司负债总额为34452.27万元，其中流动负债占41.86%，非流动负债占58.14%。公司流动合计14422.27万元，较上年减少27.73%，主要是因公司以长期借款替代短期借款，从而导致短期借款迅速减少，长期借款大幅增加，受此影响，公司非流动负债同比大幅增长400.75%。

截至2009年6月底，公司负债总额30720.48万元，较2008年底减少10.83%，主要是因借款到期偿还所致。

截至2008年底，公司全部债务为30630.00万元，较2007年底增长62.56%；其中短期债务

占比35.59%，长期债务占比64.41%。

截至2008年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为54.95%、65.44%和68.05%，较2007年底分别增加32.38个百分点、7.59个百分点和4.48个百分点，公司债务负担水平明显加重。

截至2009年6月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为60.82%、65.86%和71.51%，公司债务负担进一步加重。

截至2008年底，公司所有者权益16178.22万元，较2007年底增长17.83%，主要是因盈余公积和未分配利润增加所致。公司所有者权益由股本（占37.77%）、资本公积（占1.78%）、盈余公积（占12.83%）和未分配利润（占41.84%）构成，公司所有者权益稳定性较弱。

截至2009年6月底，公司所有者权益合计12240.27万元，较2008年底减少24.34%，主要是未分配利润减少所致。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2008年底，公司流动比率和速动比率分别为209.11%和143.97%，分别较2007年底的105.90%和69.90%上升103.21和74.07个百分点，公司流动比率增幅较大，主要是货币资金和存货的增加，及短期借款减少所致；同期经营活动现金负债比为38.88%，经营活动现金流净额对流动负债覆盖较高。2009年6月底公司现金类资产为2975.39万元，较2008年底大幅减少72.97%，是短期债务的65.22%，是全部债务的12.71%，现金类资产较少；总体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2008年，公司EBIDTA为25436.22万元，较2007年增长13.79%；2008年，公司EBIDTA利息倍数为7.12倍，较2007年的9.64倍有所减少；2008年，公司全部债务/EBIDTA为2.65倍。整体看，公司EBIDTA对总债务保障能力有所下降。

2007年11月，公司发行了期限5年的企业债

券4000万元（为2007年深圳市中小企业集合债券20家发行人之一，以下简称“本期债券”）。截至2009年6月，公司所募集债券资金已全部投入微钻技改项目，该项目已于2008年建成投产。

截至2009年6月底，公司现金类资产为2975.40万元，是本期债券额度的0.74倍，公司现金类资产对本期债券实际保障程度一般。

2008年，公司经营活动现金流入量及现金流量净额分别为28939.64万元和5607.88万元，分别为本期债券发行额度的7.23和1.40倍，对本期债券覆盖程度较高。公司EBITDA为11579.18万元，是本期债券额度的2.89倍，EBITDA对本期债券覆盖程度较高。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级A⁺；评级展望由稳定调整为负面。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动资产：				
货币资金	2865.57	9188.57	220.65	1522.61
交易性金融资产				
应收票据	1744.86	1889.51	8.29	1452.78
应收账款	7830.63	7433.08	-5.08	7724.01
预付款项	1443.57	1603.41	11.07	4530.88
应收利息				
应收股利				
其他应收款	65.34	649.33	893.85	656.19
存货	7183.85	9394.27	30.77	7280.17
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	21133.81	30158.17	42.70	23166.64
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产	8.69	8.69		8.69
固定资产	14147.58	19601.61	38.55	18921.18
在建工程	1830.67	297.63	-83.74	312.16
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	475.59	465.43	-2.14	459.62
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	47.35	6.51	-86.25	
递延所得税资产	41.74	92.45	121.48	92.45
其他非流动资产				
非流动资产合计	16551.63	20472.32	23.69	19794.10
资产总计	37685.44	50630.49	34.35	42960.75

附件 1-2 资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动负债：				
短期借款	13862.82	10900.00	-21.37	4616.14
交易性金融负债				
应付票据	200.00			
应付账款	3675.62	2628.61	-28.49	2665.36
预收账款	747.08	404.51	-45.85	386.32
应付职工薪酬	80.43	18.93	-76.47	109.27
应交税费	509.80	191.81	-62.38	420.65
应付利息		207.83		171.08
应付股利				2932.13
其他应付款	100.03	70.58	-29.44	119.52
预计负债				
一年内到期的非流动负债	780.00			
其他流动负债				
流动负债合计	19955.79	14422.27	-27.73	11420.48
非流动负债：				
长期借款		15730.00		15000.00
应付债券	4000.00	4000.00		4000.00
长期应付款				
专项应付款		300.00		300.00
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	4000.00	20030.00	400.75	19300.00
负债合计	23955.79	34452.27	43.82	30720.48
所有者权益：				
实收资本（或股本）	6110.90	6110.90		6110.90
资本公积	288.00	288.00		288.00
减：库存股				
盈余公积	1586.95	2076.24	30.83	2076.24
未分配利润	5743.81	7703.08	34.11	3765.13
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	13729.65	16178.22	17.83	12240.27
少数股东权益				
所有者权益合计	13729.65	16178.22	17.83	12240.27
负债和所有者权益总计	37685.44	50630.49	34.35	42960.75

附件 2 利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、营业收入	27075.91	30488.41	12.60	12918.17
减: 营业成本	16423.90	18212.92	10.89	8122.68
营业税金及附加	108.69	109.24	0.50	56.93
销售费用	1657.47	1814.32	9.46	692.37
管理费用	3144.36	3447.80	9.65	2165.23
财务费用	1254.15	1874.67	49.48	844.35
资产减值损失	-234.71	-22.71	-90.32	24.80
加: 公允价值变动收益				
投资收益				
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	4722.05	5052.19	6.99	1011.82
加: 营业外收入	785.79	802.95	2.18	118.29
减: 营业外支出	86.88	31.01	-64.31	11.56
其中: 非流动资产处置损失	34.20	0.01	-99.97	0.24
三、利润总额	5420.96	5824.12	7.44	1118.55
减: 所得税费用	758.88	931.19	22.71	167.78
四、净利润	4662.08	4892.93	4.95	950.77

附件 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	23434.19	27109.01	15.68	11286.46
收到的税费返还	3.44	13.85	302.53	15.33
收到其他与经营活动有关的现金	754.60	1816.79	140.76	483.38
经营活动现金流入小计	24192.23	28939.64	19.62	11785.17
购买商品、接受劳务支付的现金	11301.41	12774.74	13.04	3714.45
支付给职工以及为职工支付的现金	2556.22	3171.13	24.06	1833.93
支付的各项税费	4238.94	5300.96	25.05	1856.51
支付其他与经营活动有关的现金	1591.83	2084.94	30.98	978.69
经营活动现金流出小计	19688.40	23331.76	18.51	8383.57
经营活动产生的现金流量净额	4503.84	5607.88	24.51	3401.60
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				0.01
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	345.80	21.59	-93.76	0.11
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金		-0.70		
投资活动现金流入小计	345.80	20.89	-93.96	0.12
购建固定资产、无形资产等支付的现金	6129.38	7089.31	15.66	2510.19
投资支付的现金				
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	6129.38	7089.31	15.66	2510.19
投资活动产生的现金流量净额	-5783.58	-7068.41	22.22	-2510.07
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	14750.00	33580.00	127.66	4000.00
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	4000.00			
筹资活动现金流入小计	18750.00	33580.00	79.09	4000.00
偿还债务支付的现金	13450.00	21480.00	59.70	11130.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2917.07	3826.16	31.16	1251.71
支付其他与筹资活动有关的现金	222.10	500.00	125.12	180.00
筹资活动现金流出小计	16589.17	25806.16	55.56	12561.71
筹资活动产生的现金流量净额	2160.83	7773.84	259.76	-8561.71
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-7.68	9.69	-226.20	4.22
五、现金及现金等价物净增加额	873.40	6323.00	623.95	-7665.95
加: 期初现金及现金等价物余额	1992.17	2865.57	43.84	
六、期末现金及现金等价物余额	2865.57	9188.57	220.65	-7665.95

附件 3-2 现金流量表（续）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：			
净利润	4662.08	4892.93	4.95
加：资产减值准备	-234.71	-22.71	-90.32
固定资产折旧及其他	3284.15	4078.61	24.19
无形资产摊销	37.74	10.16	-73.09
长期待摊费用摊销	42.91	40.84	-4.82
处置固定资产、无形资产等损失	-157.70	-17.86	-88.67
固定资产报废损失			
公允价值变动损失			
财务费用	1184.58	1642.59	38.66
投资损失			
递延所得税资产减少	16.39	-50.71	-409.42
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-371.19	-2210.42	495.49
经营性应收项目的减少	-3559.15	-490.94	-86.21
经营性应付项目的增加	-395.65	-2264.61	472.37
其他	-5.60		
经营活动产生的现金流量净额	4503.84	5607.88	24.51
2、无现金收支的重大投资筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	2865.57	9188.57	220.65
减：现金的期初余额	1992.17	2865.57	43.84
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	873.40	6323.00	623.95

附件 4 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	3.49	3.23	--
存货周转次数(次)	2.35	2.20	--
总资产周转次数(次)	0.79	0.69	--
现金收入比(%)	86.55	88.92	87.37
盈利能力			
营业利润率(%)	38.94	39.90	36.68
总资本收益率(%)	17.43	13.93	--
净资产收益率(%)	33.96	30.24	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	22.56	54.95	60.82
全部债务资本化比率(%)	57.85	65.44	65.86
资产负债率(%)	63.57	68.05	71.51
偿债能力			
流动比率(%)	105.90	209.11	202.85
速动比率(%)	69.90	143.97	139.11
经营现金流动负债比(%)	22.57	38.88	59.57
EBITDA 利息倍数(倍)	9.64	7.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.92	2.65	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.07	-0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.26	-0.90	--

注：2009 年数据未经审计。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 597 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009年12月22日

财务数据

项目	2007年	2008年	09年6月
现金类资产(亿元)	2.02	2.61	2.15
资产总额(亿元)	19.90	21.25	22.92
所有者权益(亿元)	6.88	9.37	10.85
短期债务(亿元)	6.59	7.05	7.29
全部债务(亿元)	7.58	8.04	8.27
营业收入(亿元)	28.57	35.26	22.17
利润总额(亿元)	2.28	2.97	1.67
EBITDA(亿元)	2.95	3.87	--
经营性净现金流(亿元)	-0.06	1.61	--
营业利润率(%)	12.05	16.25	16.62
净资产收益率(%)	32.05	26.75	--
资产负债率(%)	65.42	55.91	52.66
全部债务资本化比率(%)	52.42	46.17	43.27
流动比率(%)	116.10	138.13	140.29
全部债务/EBITDA(倍)	2.57	2.08	--
EBITDA利息倍数(倍)	8.18	7.80	--
经营现金流动负债比(%)	-0.51	14.83	--

注: 2009年上半年数据未经审计。

分析师

张华

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 微型计算机行业竞争激烈, 增长乏力, 行业经营压力较大。深圳市新天下集团有限公司(以下简称“公司”)期间产能提升明显, 产量持续扩大, 盈利能力有所提高, 有息债务负担呈递减趋势。同期, 公司取得多项研发成果, 整体研发实力有所增强。但公司未来项目计划投资规模较大, 项目资金有待进一步落实。

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

优势

1. 公司生产规模持续扩大, 营业收入保持增长, 盈利能力有所提高。
2. 公司加大了自主研发, 并取得多项研发成果, 研发和创新能力较强。
3. 跟踪期内, 公司有息债务负担持续减轻。

关注

1. 国内微型计算机行业以加工组装为主, 缺乏核心技术支持, 行业竞争激烈。
2. 公司产品较为单一, 主要为笔记本电脑, 经营风险较为集中。
3. 公司未来投资规模较大, 且建设资金有待进一步落实, 建设项目的顺利推进存在一定不确定性。

一、公司概况

深圳市新天下集团有限公司(以下简称“新天下集团”或“公司”)是经深圳市工商行政管理局核准,于1995年1月3日成立的有限责任公司。截至2008年底,公司注册资本12000万元人民币,股东为吴吉玲和吴海军两名自然人(两人是母子关系),出资比例分别为11.46%和88.54%。

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

截至2008年底,公司下设商用机事业部、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6个事业部,以及品质控制中心、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2008年底,公司拥有全资及控股子公司10家(见附件1),其中主要业务分布在深圳市神舟电脑股份有限公司(以下简称“神舟电脑”)。

截至2008年底,公司合并资产总额为21.25亿元,所有者权益合计为9.37亿元(其中少数股东权益0.75亿元)。2008年,公司实现营业收入35.26亿元,利润总额2.97亿元。

截至2009年6月底,公司合并资产总额为22.92亿元,所有者权益合计为10.85亿元(其中少数股东权益0.89亿元)。2009年1~6月,公司实现营业收入22.17亿元,利润总额1.67亿元。

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

二、经营管理分析

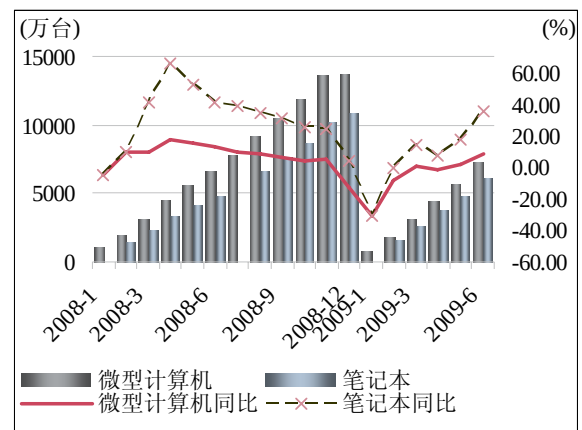
1. 行业分析

行业现状

受全球金融危机影响,国内外微型计算机

需求减缓,从而导致行业从2008年底开始出现负增长,但受益于前三季度较好业绩,微型计算机行业2008年全年实现增长。2008年1~12月中国生产微型计算机1.47亿台(占全球2008年3.02亿台销量的近一半左右),同比增长14%,其中笔记本增速为27.1%。2008年,中国规模以上微型计算机行业实现销售收入17134亿元,同比小幅增长7.3%,规模继续在世界保持前列,但行业发展增速明显放缓。微型计算机行业结构也出现加速调整,笔记本对台式机替代明显。近年来,笔记本价格一路下跌,与台式机价格差距逐步减小,导致其市场份额增长明显。另外,上网本¹在2008年第四季度集中上市加速对台式机的替代步伐。2008年笔记本产量占微型计算机比重达79.5%,比2007年71.8%提高7.7%。

图1 计算机月度累计产量及增长情况



资料来源: Wind资讯, 联合资信整理

2009年上半年,国际金融危机影响持续深化,微型计算机行业继续下行。在调整出口退税率、家电下乡等政策刺激下,以及国家4万亿投资和10大产业振兴规划的带动下,近几个月国内经济开始企稳并有复苏迹象,受此影响,微型计算机行业降幅不断缩小。据国家统计局

¹上网本(Netbook)具备即时聊天、浏览网页、发送电子邮件、观看视频、以及基本的网络游戏等常用功能,但由于其配置较低,无法运行高配置要求的程序及游戏,是功能不齐全的笔记本电脑。上网本以身材小巧、价格低廉为最大卖点。

统计数据显示，2009年1~6月，微型计算机产量为7225.1万台，其中笔记本电脑产量6076.7万台。

微型计算机产业出现一些积极变化，开始有企稳向好的迹象，但产业整体回升的基础并不牢固，产业的整体回暖仍需观察需求变化和经济复苏情况。

行业关注

外部需求减少导致产业发展后劲不足。国际金融危机对微型计算机市场冲击较大，主要体现在国外需求减少，导致全球微型计算机行业增长乏力。2008年第四季度全球处理器出货量下滑了17%，PC出货量同比下滑0.4%。中国微型计算机产业在全球产业分工中以加工组装为主，产品出口比重大，大部分出口加工型企业订单持续下滑。2009年5月份后国内需求有所恢复，但能否持续仍需要观察。

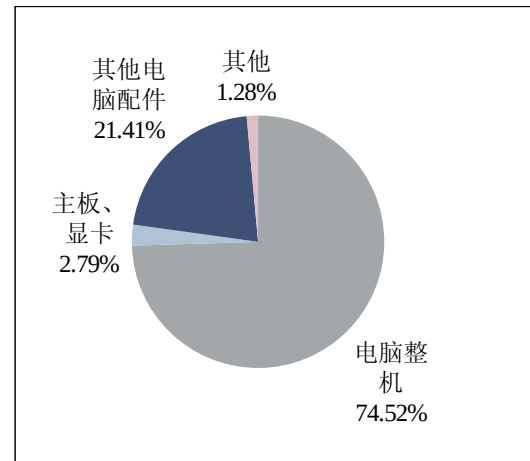
产业格局不断整合，市场竞争不断加剧。微型计算机行业跨国公司对上游行业的拓展力度增强，2008年来，惠普、戴尔收购了多家软件服务企业，东芝收购了富士通硬盘业务，这些跨国公司通过向上拓展使产业链优势愈加明显，对国内企业形成更大的竞争压力。另一方面，内存芯片、显示面板等上游行业均在酝酿新的整合，日本、韩国、美国及台湾地区大企业间的竞争日益激烈，这些将对微型计算机行业格局带来新的影响。当前，众多跨国公司在缩减全球业务的同时，却加大了对中国市场的布局，这有利于国内产业规模扩大和产业链完善，但也将加剧国内市场竞争，增加国内企业的经营压力。

2. 经营管理分析

公司业务涵盖了电脑整机及电脑配件的生产和销售，主要产品由笔记本电脑和主板、显

卡等各类电脑配件构成，从2008年公司营业收入构成来看，电脑整机是公司的核心产品，其销售收入占据公司营业收入的七成以上。

图2 公司2008年营业收入构成情况



资料来源：公司审计报告

从表1可以看出，2007~2008年公司营业收入有所增长，2008年公司实现营业收入35.26亿元。其中，主板、显卡及其他配件业务出现不同程度收缩，主板、显卡收入较上年减少43.40%，而其他配件收入小幅减少0.55%。2008年公司主板、显卡毛利率提升明显，由2007年的13.76%上升至2008年的29.22%，其他电脑配件毛利率有所下降，2008年为9.70%。但由于主板、显卡及其他配件等业务占公司营业收入比重较小，对营业收入的影响有限；公司电脑整机收入较上年大幅增加，增长37.52%，其在营业收入中占比也有所上升，同时，其毛利率也由2007的12.36%上升至17.00%。总体看，电脑整机是公司收入和利润的主要来源，2008年受其收入及毛利率的上升，公司营业收入和毛利率均较2007年有不同程度提升，营业收入增长23.44%，而毛利率提高了4.15个百分点。从表2公司与同行业的对比情况来看，公司规模处于行业内中等水平，但整体盈利能力居行业前列。

表1 2007~2008年公司营业收入构成情况

项目	营业收入(万元)		收入增长率(%)	毛利率(%)	
	2007年	2008年		2007年	2008年
电脑整机	191082.10	262777.32	37.52	12.36	17.00
主板、显卡	17379.09	9835.96	-43.40	13.76	29.22
其他电脑配件	75930.58	75513.29	-0.55	11.20	9.70
租金收入	--	1153.83	--	--	82.56
其他	1292.72	3365.37	160.33	13.77	49.62
合计	285684.49	352645.77	23.44	12.15	16.30

资料来源：公司提供

募集资金使用情况

公司2007年发行债券（以下简称“本期债券”）募集资金1亿元投资笔记本电脑研发生产技术改造项目。该项目建设内容包括新建笔记本电脑研发实验室、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；以及新建最新技术水平的高性能

笔记本电脑生产线6条。截至2008年5月底，公司已完成该项目全部建设内容，并达到技术改造要求。通过生产技术改造，公司各产品产能有了显著提高，笔记本产能达到100万台/年，台式机50万台/年，一体机电脑为50万台/年，板卡为600万片/年。

表2 2008年底公司与行业内主要上市公司对比情况

指标名称	新天下	长城开发	长城电脑	长城信息	浪潮信息	七喜控股	航天信息	方正科技	华东电脑	实达集团
资产总计	21.25	43.32	25.51	14.27	13.99	9.4	46.96	50.49	7.57	13.7
负债合计	11.88	8.67	13.76	4.61	4.21	2.21	11.89	22.19	4.41	11.92
所有者权益	9.37	34.65	11.75	9.66	9.79	7.19	35.07	28.3	3.16	1.78
营业总收入	35.26	139.47	39.5	7.77	9.74	20.39	59.31	72.75	12.4	13.39
总资产报酬率	17.25	5.65	1.96	5.89	1.98	0.58	17.61	4.35	3.74	18.69
净资产收益率	26.75	8.49	-1.91	-3.25	1.22	-2.15	18.04	4.53	4.1	--
资产负债率	55.91	20.02	53.93	32.28	30.06	23.55	25.32	43.95	58.25	87.03
流动比率	138.13	321	77	307	211	309	322	129	158	123

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

公司产能的扩张满足了2008年前三季度较旺的市场需求，但受第四季需求减缓影响，公司第四季度产销量明显下降。在金融危机背景下，上网本因其低廉的价格，迎合了市场需求，产销情况较好。另外，为了提高公司及产品知名度，扩大市场份额，公司在营销方面加强了广告宣传力度（2008年投入7889万元广告费，2009年1~6月投入6699万元广告费）。

表3 公司电脑整机产销情况（单位：万台）

产品	2007年		2008年		2009年1~6月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
笔记本*	35.8	35.8	72.7	66	62.4	65.7
台式机	18	18.4	18.6	17.9	8.2	8.2
一体机	3.7	3.6	7.7	6.2	2	2.6

*注：笔记本产销量包含上网本，其中2008年上网本销售5.6万台，2009年上半年销售15万台；资料来源：公司提供

在产能扩张及市场营销共同作用下，2008年公司产销量较上年大幅增长，其中笔记本电脑产量增长203.07%，销量增长184.36%。2008年公司产品产销率不同程度下降，其中笔记本电脑产销率为90.78%，较2007年下降了9.22个百分点。2009年上半年，公司通过采用流程优化、工艺改进等方法不断提高生产率，进一步提高笔记本电脑产量，2009年上半年生产笔记本电脑62.4万台；另外随着市场趋稳向好，在公司市场营销的大力推进下，销量也实现了同比大幅增长，实现销售笔记本电脑65.7万台。2009年6月份，公司13款产品在全国31个省市中标全国家电下乡（计算机）项目。

自主研发一直是公司的核心竞争力，跟踪期内，公司加强了自主研发及产品创新，并获

得多项研发成果，详情参见下表：

表4 2008~2009年6月底公司研发成果情况

序号	项目	证书日期
1	一体机电脑	08年3月
2	低功耗低噪音的一体化微型计算机	08年3月
3	改进的主板状态侦测系统	08年5月
4	电脑一体机	08年5月
5	电脑机顶盒	08年5月
6	液晶一体机	08年5月
7	笔记本电脑节能技术	
8	液晶一体机	
9	一种带新型螺孔焊盘的电路板	09年3月
10	一种实现电脑一体机VGA输入输出功能的接口电路	09年5月
11	带底座的电脑机箱	09年5月
12	一种电脑机箱的设计结构	09年5月
13	一种塑胶件扣位的结构设计	09年6月
14	一种带数码相框功能的液晶显示器	09年6月
15	一种带槽型电容插孔结构的电路板	09年6月

资料来源：公司提供

总体看，通过完成生产技术改造，公司产能提升明显，生产规模持续扩大；在市场营销的配合下，公司产品销量也保持较快增长。作为技术密集型公司，跟踪期内，公司加大了自主研发，并获得多项研发成果，研发和创新能力较强。

3. 未来发展

为了提高现有的研发和生产能力，增强整体竞争力，公司2008年8月启动昆山笔记本电脑研发生产基地建设项目。该项目建设内容主要包括：①建设建筑面积为23.54万平方米的研发生产基地；②组装线生产线10条（笔记本电脑年产300万台），SMT生产线20条（主板年产300万片）。该项目总投资10.08亿元，目前1.1亿元资金已到位，其余资金计划由神舟电脑IPO募集资金解决。目前该项目正在进行项目前期的土地平整。该项目建设周期3年，预计2012年项目全部建成投产，并达到年产笔记本电脑300万台。

总体看，昆山作为内地电脑芯片制造商集聚地，集中了国内外众多笔记本电脑上游供应商，公司该项目的建成投产有利于其控制采购成本；同时，也能更快，更低成本的为华东及

华北地区供货。但联合资信也注意到，该项目投资较大，项目绝大部分资金依赖于神舟电脑IPO，从而导致该项目最终是否能完全建成存在一定不确定性。

4. 重大事项

根据2008年3月29日公司股东签署的《深圳市神舟电脑有限公司股东会决议》，将神舟电脑改制为股份有限公司，并更名为“深圳市神舟电脑股份有限公司”，公司于2008年4月15日取得深圳市工商行政管理局核发的企业法人营业执照（注册号为440307102787772号），注册资本为4.86亿元。神舟电脑前十大股东明细列示如下：

表5 神舟电脑前十大股东持股情况

序号	发起人名称姓名	股份 (万股)	比例 (%)
1	深圳市新天下集团有限公司	41439	85.27
2	深圳市至美佳域广告有限公司	2480	5.10
3	吴海军	1217	2.50
4	上海寰宝材料科技有限公司	500	1.03
5	余东明	500	1.03
6	陈祥荣	300	0.62
7	邢萍萍	200	0.41
8	张 熾	140	0.29
9	陈 敏	130	0.27
10	刘 萍	130	0.27

资料来源：公司提供

总体看，神舟电脑的成功改制有利于其理顺产权关系，完善治理结构，规范业务模式，从而为神舟电脑的IPO做好前期准备。

三、财务分析

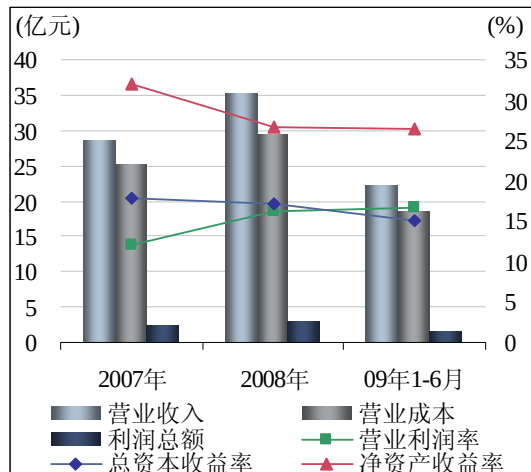
公司提供的2007、2008年合并财务报表已经开元信德会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司合并范围近两年变化不大，可比性较强。2009年1~6月公司合并财务报表未经审计，仅作为补充。

1. 盈利能力

2008年，公司营业收入和营业成本分别为

35.26亿元和29.52亿元，较2007年分别增长23.44%和17.60%，主要是公司产能扩张，公司产品产销量有所增长所致。受公司营业收入增幅大于营业成本增幅影响，公司2008年营业利润率较上年提高4.20个百分点，为16.25%。

图3 公司2007~2009年6月盈利情况



资料来源：公司年报

2008年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）为2.49亿元，较2007年增长25.62%。其中，销售费用因公司加大市场营销力度，增加广告费用支出，从而导致销售费用较上年增长43.88%；财务费用较上年增长102.00%，主要是因债务规模有所增长及电脑出口收入汇兑损失增加所致。2008年，公司公允价值变动收益由上年的0.48亿元下降为-0.45亿元，是因为公司投资的易盈科技控股有限公司股票持有期间的公允价值变动所致。

受此影响，公司2008年总资产收益率和净资产收益率较上年出现不同程度的下滑。总资产收益率和净资产收益率较上年分别下降0.49和5.30个百分点，分别为17.25%和26.75%。

2008年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为2.91亿元、2.97亿元和2.51亿元，较2007年分别增长37.05%、29.87%和13.64%。

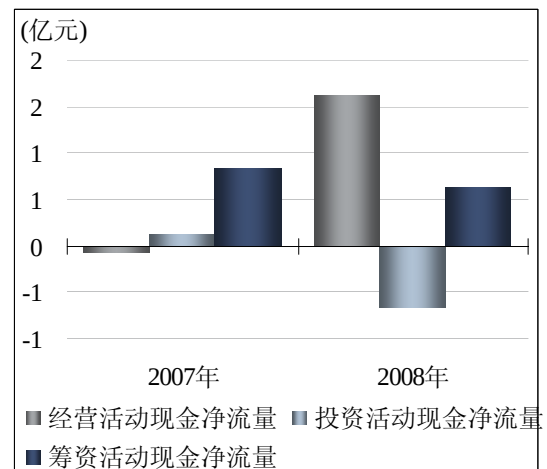
2009年1~6月，公司实现营业22.17亿元、利润总额1.67亿元。2009年1~6月，公司营业利润率为16.62%，较2008年上升0.37个百分点。

总体来看，公司营业收入保持了增长，营业利润率有所提高，但受期间费用增长的影响，总资本收益率和净资产收益率也有所下降。整体上，公司盈利能力有所改善。

2. 现金流

2008年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为40.24亿元，较2007年增长23.72%，增速略快于营业收入增速，从而使得公司现金收入比较上年小幅提高0.26个百分点，为114.12%，收入实现质量有所改善。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为37.06亿元，较2007年仅增长15.31%。受此影响，公司经营活动现金流量净额由负转正，并同比巨幅增长2747.32%，为1.61亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款；支付其他与经营活动有关的现金主要是管理及营业费用。

图4 公司2007~2008年现金流情况



资料来源：公司年报

2008年，公司投资活动产生的现金流入规模仍较小，主要为公司将持有的香港易盈科技公司的股票卖出收回的现金；同时，投资活动现金流出主要是公司在江苏昆山购买土地款及神舟电脑名下的土地补交的价差。因神舟电脑未改制前的土地属性是高新企业用地，改制后改变了土地属性，需补交土地差价。受此影响，公司投资活动现金净流出规模较上年大幅增长

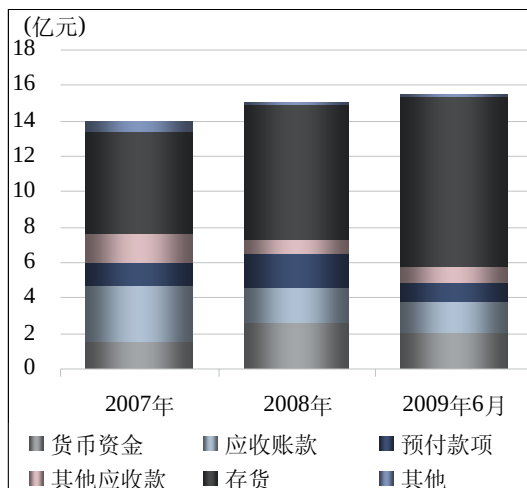
342.93%，为0.98亿元。2008年，投资活动产生的现金流量净额为-0.65亿元。

公司筹资活动现金流入主要是银行借款，筹资活动现金流出主要是银行借款的偿本付息。2008年公司筹资活动现金流入22.67亿元，筹资活动现金流出22.04亿元。2008年公司筹资活动产生的现金流量净额0.64亿元，较上年减少24.18%。

3. 资本及债务结构

截至2008年底，公司资产总额为21.25亿元，较2007年底增长6.80%。其中流动资产占70.66%，非流动资产占29.34%。公司流动资产为15.02亿元，较2007年底增长7.66%，主要是货币资金、预付款项和存货较上年增长较快所致。2008年公司扩产较快，产销量较2007年大幅增加，从而导致2008年货币资金、预付款项、存货较2007年大幅增长。公司非流动资产为6.23亿元，较2007年底增长4.79%，主要是固定资产较上年有所增长所致。

图5 公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至2009年6月底，公司资产总额为22.92亿元，较2008年底增长7.85%，主要来自存货及工程物资的增加。2008年底至2009年2月，受金融危机影响，上游原材料供应商大幅降价回笼资金，公司在此期间加大了采购力度，以及

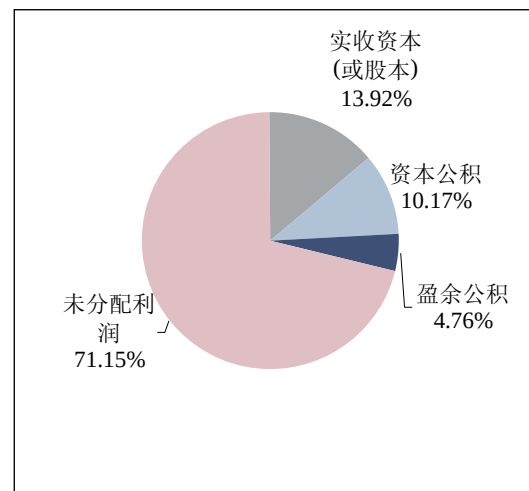
国外客户延缓提货所致。

截至2008年底，公司负债总额为11.88亿元，较2007年底减少8.72%。其中流动负债占91.50%，非流动负债占8.50%，公司负债主要以流动负债为主。公司流动负债为10.87亿元，较2007年底减少9.51%，主要是应付账款减少所致。公司非流动负债为1.01亿元，与2007年底基本持平。公司其他应付款主要为应付深圳市华为技术服务有限公司的房租押金，以及应付南京和尔润科技有限公司的样品展示厅和维修备件押金。

截至2009年6月底，公司负债总额12.07亿元，较2008年底小幅增长1.58%，主要是短期借款增加较多所致。

截至2008年底，公司所有者权益为9.37亿元，较2007年底增长36.18%，主要是未分配利润大幅增长所致。2008年底，公司所有者权益构成情况如下图，所有者权益稳定性较差。

图6 2008年底公司所有者权益构成情况



资料来源：公司年报

截至2009年6月底，公司所有者权益合计10.85亿元，较2008年底增长15.81%，主要是未分配利润增长所致。

截至2008年底，公司全部债务为8.04亿元，较2007年底增长6.03%，主要是短期债务增长所致，短期债务较2007年底增长6.87%，主要是短

期借款增加所致。公司债务中短期债务占87.70%，债务结构不尽合理。

截至2008年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为9.55%、46.17%和55.91%，较2007年底分别减少2.98个百分点、6.25个百分点和9.51个百分点，公司债务负担有所减轻。截至2009年6月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为8.35%、43.27%和52.66%，债务负担较2008年底进一步减轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2009年6月底，公司流动比率和速动比率分别为140.29%和53.20%，分别较2008年底的138.13%和67.45%上升了2.16个百分点和下降了14.25个百分点，主要是存货增加较大所致；2009年6月底公司现金类资产为21516.21万元，较2008年底减少17.62%，其是短期债务的29.49%，是全部债务的26.00%，现金类资产较少；总体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2008年，公司EBITDA为38668.12万元，较2007年增长31.12%；2008年，公司EBITDA利息倍数为7.80倍，较2007年的8.18倍有所下降；2008年，公司全部债务/EBITDA为2.08倍，较2007年的2.57倍有所降低。整体看，公司EBITDA对总债务保障能力有所提升。

截至2009年6月底，公司现金类资产为21516.21万元，是本期债券额度的2.15倍，公司现金类资产对本期债券保障程度强。

2008年，公司经营活动现金流入量及现金流量净额分别为418063.80万元和16125.19万元，分别为本期债券发行额度的41.81和1.61倍，对本期债券覆盖程度较高，但公司经营活动现金流存在较大的波动性。公司2008年EBITDA为38668.12万元，是本期债券额度的3.87倍，对本期债券保护程度良好。

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

附件 1 公司全资及控股子公司（截至 2008 年底）

子公司	注册时间	注册资本	拥有权益	是否纳入合并报表范围
深圳市神舟电脑股份有限公司	2001.01.15	RMB9800 万元	90.37%	是
江苏新舟电脑有限公司	2003.09.03	RMB10000 万元	100.00%	是
深圳市至美佳域广告有限公司	1996.07.23	RMB1000 万元	90.00%	是
深圳市神舟创新科技有限公司	2002.10.11	RMB2000 万元	90.37%	是
深圳市新天下科技有限公司	2001.01.08	RMB6000 万元	90.37%	是
深圳市新天下销售有限公司	2002.03.08	RMB200 万元	90.37%	是
深圳市新舟科技有限公司	2004.10.27	RMB1000 万元	90.37%	是
南京达舟电脑有限公司	2006.03.22	RMB50 万元	90.37%	是
神舟电脑(香港)有限公司	2005.08.08	HKD1000 万元	90.37%	是
昆山神舟电脑有限公司	2008.08.14	RMB32500 万元	90.37%	是

附件 2-1 2007~2009 年 6 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动资产：				
货币资金	15424.46	25798.49	67.26	20758.78
交易性金融资产	4704.48	75.60	-98.39	87.69
应收票据	33.60	245.29	630.02	669.74
应收账款	31452.28	19590.81	-37.71	17008.52
预付款项	12894.24	19920.99	54.50	10780.91
应收利息				
应收股利				
其他应收款	16646.79	7659.27	-53.99	9500.45
存货	58284.33	76835.67	31.83	96281.32
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	41.40	38.95	-5.91	12.73
流动资产合计	139481.58	150165.06	7.66	155100.14
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	1.00			
投资性房地产				
固定资产	46128.06	47637.34	3.27	46325.66
在建工程	464.01	1605.94	246.10	7165.30
工程物资				19783.44
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	11740.06	12116.27	3.20	
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	383.33	183.33	-52.17	83.33
递延所得税资产	771.95	797.92	3.36	735.89
其他非流动资产				
非流动资产合计	59488.40	62340.80	4.79	74093.63
资产总计	198969.99	212505.86	6.80	229193.77

附件 2-2 2007~2009 年 6 月合并资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动负债：				
短期借款	48693.41	54061.10	11.02	63571.44
交易性金融负债				
应付票据	17247.23	16411.31	-4.85	9291.50
应付账款	35189.28	23484.07	-33.26	22426.92
预收账款	12429.81	6628.34	-46.67	8467.36
应付职工薪酬	20.91	5.75	-72.51	38.74
应交税费	-7146.91	2131.04	-129.82	-56.81
应付利息	72.83	72.83		
应付股利				357.83
其他应付款	13534.98	5916.91	-56.28	6459.90
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	120140.48	108711.35	-9.51	110556.88
非流动负债：				
长期借款				
应付债券	9849.62	9886.87	0.38	9886.87
长期应付款	178.96	217.14	21.34	247.72
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	10028.58	10104.01	0.75	10134.59
负债合计	130169.05	118815.35	-8.72	120691.47
所有者权益：				
实收资本（或股本）	12000.00	12000.00		12000.00
资本公积	8939.99	8769.22	-1.91	8769.22
减：库存股				
盈余公积	4100.61	4100.61		4100.61
未分配利润	38755.96	61338.86	58.27	74769.76
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	63796.56	86208.68	35.13	99639.59
少数股东权益	5004.37	7481.82	49.51	8862.71
所有者权益合计	68800.93	93690.50	36.18	108502.30
负债和所有者权益总计	198969.99	212505.86	6.80	229193.77

附件 3 2007~2009 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、营业收入	285684.49	352645.77	23.44	221682.78
减: 营业成本	250984.44	295155.07	17.60	184691.68
营业税金及附加	281.05	194.57	-30.77	143.60
销售费用	10195.13	14669.15	43.88	11295.09
管理费用	8969.22	8919.00	-0.56	6741.67
财务费用	635.54	1283.82	102.00	2237.85
资产减值损失	1027.17	562.64	-45.22	-7.27
加: 公允价值变动收益	4767.62	-4537.68	-195.18	12.09
投资收益	2898.94	1810.75	-37.54	3.07
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	21258.49	29134.59	37.05	16595.31
加: 营业外收入	2088.15	594.67	-71.52	75.97
减: 营业外支出	499.04	56.03	-88.77	2.62
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	22847.60	29673.23	29.87	16668.67
减: 所得税费用	795.55	4612.89	479.83	2320.58
四、净利润	22052.05	25060.34	13.64	14348.09
其中: 归属于母公司的净利润	19925.33	22582.89	13.34	0.00
少数股东损益	2126.72	2477.45	16.49	0.00

附件 4-1 2007~2008 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 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	325277.95	402428.45	23.72
收到的税费返还	4890.14	14756.80	201.77
收到其他与经营活动有关的现金	7513.18	878.54	-88.31
经营活动现金流入小计	337681.27	418063.80	23.80
购买商品、接受劳务支付的现金	321347.13	370556.05	15.31
支付给职工以及为职工支付的现金	5610.03	8110.06	44.56
支付的各项税费	7081.75	5593.41	-21.02
支付其他与经营活动有关的现金	4251.48	17679.09	315.83
经营活动现金流出小计	338290.38	401938.61	18.81
经营活动产生的现金流量净额	-609.11	16125.19	2747.32
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金		3302.76	
取得投资收益收到的现金	2898.94		
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	514.49		
处置子公司及其他单位收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计	3413.43	3302.76	-3.24
购建固定资产、无形资产等支付的现金	2162.46	9844.02	355.22
投资支付的现金	60.00	0.00	-100.00
取得子公司等支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计	2222.46	9844.02	342.93
投资活动产生的现金流量净额	1190.97	-6541.26	-649.24
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金			
取得借款收到的现金	160797.57	226736.14	41.01
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	160797.57	226736.14	41.01
偿还债务支付的现金	148410.47	216358.31	45.78
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3604.07	3646.04	1.16
支付其他与筹资活动有关的现金	400.00	375.56	-6.11
筹资活动现金流出小计	152414.54	220379.91	44.59
筹资活动产生的现金流量净额	8383.03	6356.23	-24.18
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-540.92	-4674.94	764.26
五、现金及现金等价物净增加额	8423.97	11265.21	33.73
加: 期初现金及现金等价物余额	7000.50	14393.11	105.60
六、期末现金及现金等价物余额	15424.46	25658.32	66.35

附件 4-2 2007~2008 年合并现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	22052.05	22582.89	2.41
加: 资产减值准备	1027.17	562.64	-45.22
固定资产折旧及其他	2895.12	3629.06	25.35
无形资产摊销	128.26	411.17	220.57
长期待摊费用摊销	16.67		
处置固定资产、无形资产等损失	-514.49		
固定资产报废损失			
公允价值变动损失	-4767.62	4537.68	-195.18
财务费用	3604.07	4954.66	37.47
投资损失	-2898.94	-1810.75	-37.54
递延所得税资产减少	-536.80	-25.97	-95.16
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-5968.34	-18551.34	210.83
经营性应收项目的减少	-21419.97	4423.82	-120.65
经营性应付项目的增加	5773.70	-4588.68	-179.48
其他			
经营活动产生的现金流量净额	-609.11	16125.19	-2747.32
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	15424.46	25658.32	66.35
减: 现金的期初余额	7000.50	14393.11	105.60
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	8423.97	11265.21	33.73

附件 5 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	14.48	13.74	--
存货周转次数(次)	4.53	4.37	--
总资产周转次数(次)	1.68	1.71	--
现金收入比(%)	113.86	114.12	--
盈利能力			
营业利润率(%)	12.05	16.25	16.62
总资本收益率(%)	17.74	17.25	--
净资产收益率(%)	32.05	26.75	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	12.52	9.55	8.35
全部债务资本化比率(%)	52.42	46.17	43.27
资产负债率(%)	65.42	55.91	52.66
偿债能力			
流动比率(%)	116.10	138.13	140.29
速动比率(%)	67.59	67.45	53.20
经营现金流动负债比(%)	-0.51	14.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.18	7.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.57	2.08	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.01	0.12	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.16	1.93	--

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 598 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月二十二日



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跟踪评级报告

主体长期信用

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

跟踪评级时间: 2009年12月22日

财务数据

项目	2007年	2008年	09年6月
现金类资产(万元)	4595.62	7718.21	6503.40
资产总额(万元)	38691.90	44725.53	41745.59
所有者权益(万元)	22821.77	24313.77	24879.26
短期债务(万元)	6669.23	7799.93	5130.85
全部债务(万元)	6669.23	10796.37	8234.17
营业收入(万元)	26529.11	41455.68	11222.59
利润总额(万元)	606.65	1418.64	913.10
EBITDA(万元)	1193.75	2350.51	--
经营性净现金流(万元)	-3360.24	802.10	277.00
营业利润率(%)	10.70	10.25	17.86
净资产收益率(%)	2.37	5.55	--
资产负债率(%)	41.02	45.64	40.40
全部债务资本化比率(%)	22.61	30.75	24.87
流动比率(%)	194.27	209.45	244.93
全部债务/EBITDA(倍)	5.59	4.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.72	5.99	--
经营现金流负债比(%)	-21.17	4.61	--

注: 公司执行《企业会计准则(2006)》, 2007年数据为2008年初调整数, 2009年6月数据未经审计。

分析师

王健

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 受宏观经济的影响, 蛇口晶石电子有限公司(以下称“公司”)FBT业务市场急速萎缩, 收入和利润规模迅速下降, 为扭转整体经营恶化的趋势, 公司股东将部分业务转交公司经营, 一定程度改善公司收入规模, 公司整体偿债能力基本维持稳定, 但盈利能力未有实质改观。

公司的HVT业务目前仍处于市场开拓阶段, 发展存在一定不确定因素, 在股东的支持下, 未来随着宏观经济形势的逐步改善和液晶电视技术的普及, 公司经营情况有望有所改观。

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

优势

1. 受股东支持, 公司BCK业务增长迅速, 经营获现能力有一定改善。
2. 公司债务规模有所减少。

关注

1. 公司产品偏重出口, 受宏观经济的影响, FBT市场萎缩, 收入大幅下降。
2. 公司目前处于产品转型阶段, HVT业务的增长尚不足以弥补FBT业务下滑的负面影响, 且HVT的发展具有不确定因素, 公司存在一定经营风险。
3. 公司应收账款占流动资产比例大, 资产质量一般。
4. 公司与关联企业的往来款、关联担保数额大, 所有者权益稳定性差。

一、企业基本情况

蛇口晶石电子有限公司（以下称“公司”）成立于1990年7月，截至2009年6月底，公司注册资本为2068万元，其中江苏晶石科技集团有限公司（以下称“晶石集团”）持股75%，集成（香港）建筑工程师事务所持股25%。公司实际控制人为冯建湘和冯建昌兄弟。

公司目前的主营业务为回扫变压器（FBT）、低压控制变压器（BCK）和办公设备用高压发生器（HVT）的生产销售。

目前公司设有销售部、研发部、制造部、计划采购部、品质管理部、财务部、PE项目中心、工程部及行政人事部等职能部门。

截至2008年底，公司资产总额44725.53万元，所有者权益24313.77万元；2008年实现营业收入41455.68万元，利润总额1418.64万元。

截至2009年6月底，公司资产总额41745.59万元，所有者权益24879.26万元；2009年1-6月实现营业收入11222.59万元，利润总额913.10万元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区南油第二工业区204栋2楼，207栋1楼、5楼、8楼；公司法定代表人：冯建湘。

二、经营管理分析

2008年中国CRT电视市场持续衰减，市

场销量下跌17.80%，占整体彩电比重已经降至62.40%；液晶电视市场继续保持稳定增长，前11个月，中国液晶电视累计产量2300.90万台，同比增长49.20%，液晶电视占总体彩电的比重达32.80%，零售额比重达到66.90%，已占据彩电市场主体地位，中国彩电技术类型结构发生显著的变化。

进入2009年，国产彩电企业明显加快了平板化转型速度，主力企业纷纷大幅压缩CRT彩电产能。根据奥维咨询(AVC)和中国电子视像协会的统计和评估，一季度国内CRT彩电产量为613万台，同比减少43%；液晶电视产量1059万台，同比增加了37.5%；等离子电视产量58万台，同比减少7.9%；三类彩电的产量比重为10.6：18.3：1。

自全球金融危机开始以来，中国彩电出口量从2008年10月首次出现同比负增长，12月出现同比最大降幅。2009年1-6月，中国电视机累计出口量为1992.00万台，同比下滑14.36%。虽然出口量有逐步回升趋势，但出口是否真正回暖还有待进一步确认。

回扫变压器（FBT），应用于CRT类显示器及彩电，为其关键部件之一，随着CRT电视需求的减少也呈现出下降趋势。

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

表1 2007~2009年6月年主营业务经营情况（单位：万元）

项目	主营业务收入				主营业务毛利润				毛利率		
	2007年	2008年	增长率	09年1~6月	2007年	2008年	增长率	09年1~6月	2007年	2008年	09年1~6月
FBT	25831.37	19369.99	-25.00%	2559.16	2709.68	1903.85	-30.00%	281.60	10.50%	9.80%	11.00%
BCK	546.85	18979.00	3371.00%	7454.64	65.71	2107.07	3107.00%	1520.70	12.00%	11.10%	20.40%
HVT	73.00	127.77	75.00%	950.00	8.00	13.50	42.00%	174.50	11.00%	10.60%	18.40%
合计	26451.22	38476.76	45.00%	10963.80	2783.39	4024.42	45.00%	1976.80	10.50%	10.40%	18.00%

资料来源：公司提供

由表1可以看出，2008年公司主营业务收入较2007年增长45.00%，主要来自BCK业务收入的大幅增加。由于受金融危机的冲击，2009

年1季度市场需求萎缩，导致2009年1-6月公司主营业务收入增长乏力，仅占2008年主营业务收入的28.49%，特别是公司主导产品FBT

快速萎缩。预计 2009 年全年营业收入同比将维持下降趋势。

FBT业务

(1) FBT原材料采购及成本情况

公司 FBT 生产所需原材料主要为塑料件、漆包线、磁芯等。2009 年由于主要原材料价格下降, 公司原料采购价格较比 2008 年度下降 3% 左右。

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一定促进作用。

自2009年1季度后, 由于需求逐渐回暖, 深圳存在熟练技工短缺的情况, 公司所需技工相对其订单增加情况存在一定缺口, 人工成本上升, 对公司生产造成一定不利影响。

(2) FBT生产情况

FBT是公司的主导产品之一, 且生产规模全球最大。但随着CRT电视需求的减少, 公司生产规模缩小。2008年FBT产量约为1000万只左右, 较2007年下降33.33%。2008年FBT产值10671万元, 2009年1-6月1713万元。由于部分产品由公司通过外协代工, 故产值小于FBT产品的主营业务收入。

目前公司FBT产能利用率继续下降, 跟踪期内, 公司将剩余产能改造为生产HVT产品的设备, 因FBT生产设备基本可用于HVT, 改造成本不大。

公司未来仍打算依靠规模优势, 继续维持FBT生产, 以维持既有销售网络及主要客户, 为将来HVT、BCK产品铺垫销售渠道, 发展潜力在客户。但随着CRT技术的逐步退出, 市场需求萎缩, 预计未来几年FBT生产规模会保持一定的下降幅度。

(3) FBT销售情况

公司FBT出口量在金融危机前后分别占FBT销量的70%和45%左右。受金融危机冲击, 公司出口减少, FBT业务大幅下滑, 截至2009年上半年下滑趋势尚未改观。公司出口市场销售区域主要分布在日本、南美、东南亚、中东

等地区和国家, 随着一类FBT市场的迅速萎缩, 公司将继续加大二、三类市场的开拓力度。

FBT国内市场, 已基本从城市退出, 主要增长点在农村市场, 在出口下滑的情况下, 公司加大了国内市场的拓展力度。尽管2008年底政府家电下乡政策的实施, 一定程度上缓解了公司FBT下滑速度, 但下滑趋势仍然难以改变。

2008 年公司 FBT 销量为 1075 万只, 价格 18 元/只; 2009 年 1-6 月销量为 219 万只, 价格 11.7 元/只, 由于原材料价格下降, 导致 FBT 售价随之回落。

BCK业务

(1) BCK 生产情况

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

目前公司 BCK 年产能 8000 万只。2008 年公司 BCK 业务的快速增长, 拉动公司主营业务收入增长, 主要由于深圳晶辰电子科技有限公司(下称“深圳晶辰”)部分业务被划入公司, 属于输入型增长。2009 年上半年, 公司 BCK 业务收入受 1 季度需求下滑的影响大幅下降。根据目前企业生产情况, 预计全年收入将会有所改善。

(2) BCK 销售情况

BCK 国外市场销售具有一定门槛, 公司已固定销售渠道, 主要客户包括日本船井、土耳其等。国外销量占 BCK 产品的 35% 左右。

2008 年公司 BCK 销量 7029 万只, 价格 2.7 元/只; 2009 年 1-6 月销量为 2494 万只, 3 元/只。

HVT业务

(1) HVT 生产情况

HVT 为 LCD、激光打印机、复印机等办公设备的必备主要元器件之一, 应用极为广泛。目前全球 LCD、激光打印机等产品处于市场增长期, 产销量增长较快, 市场潜力较大, 拉动了与之配套的高压发生器的发展。

2008 年公司成功开发液晶电视用 HVT, 随

着液晶电视技术的不断完善,液晶电视用 HVT 的需求将呈现增长态势,产品的毛利率较为可观。公司 HVT 产能 300 万只/月,2008 年公司用于 LCD 的 HVT 产能大约为 100 万只/月,HVT 产能分布为:公司 25%,广西容县 55%,外协 20%。

(2) HVT 销售情况

HVT 国外市场门槛较高,公司在维持现有销售渠道的基础上新开发客户包括:JVC、Omron、Orion、Osram、Sharp、黄江精诚(台资)、美的、步步高豆浆机和电磁灶用新品、Vestel。国外销量占 HVT 产品的 35% 左右。

2008 年公司 HVT 的销量为 53 万只,价格 2.4 元/只;2009 年 1-6 月销量 384 万只,价格 2.5 元/只,销量明显增加。

未来发展

公司计划在 2009 年年内新增 10 家供应商,充实采购资源;并利用网络、杂志、展览会等媒介推广公司产品;产能规划方面进行广西容县基地建设,利用西部地区优惠政策降本节支,培育外协厂商,为公司产品增量打下基础,并以此解决人工成本上升的压力。公司计划广西容县晶石承担 100% 的 FBT 生产,容县星辰承担 40% 的变压器、高压发生器的生产,松岗承担 30% 的变压器、高压发生器的生产,外协承担 30% 的变压器的生产,南油承担 100% 电源的加工及生产。

整体看,公司 FBT 产品在未来一段时间内市场容量缩减的趋势不变,且 BCK 产品系输入性业务,HVT 新产品市场尚具有不确定性,因此公司存在一定经营风险。

三、募集资金使用情况

公司发行企业债券募集的资金 3000 万元,全部用于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)建设项目。以上两项目总投资为 15000 万元。

(1) HVT 项目

该项目于 2008 年建设完毕。项目投资主要用于厂房建设和购买高低压绕线机、灌注机等高压发生器生产设备等,投资总额 6000 万元,其中公司使用发行债券募集资金 2000 万元。

2008 年用于 LCD 的 HVT 产能大约为 100 万只/月。2008 年实现营业收入 127.77 万元。

(2) 动力锂电池项目

该项目目前尚处于准备阶段,预计 2011 年建成,所投资金主要用于厂房建设和购买方型全自动电池卷绕机、双面间隙涂布机等生产设备,投资总额 9000 万元,其中公司拟使用发行债券募集资金 1000 万元。

四、财务分析

公司提供的 2008 年财务报表已经深圳中皓华盈会计师事务所有限公司审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2009 年 1-6 月的财务报表未经审计。

1. 盈利能力

由于晶石集团将深圳晶石的 BCK 业务转交公司经营,公司 2008 年营业收入较 2007 年增长 56.26%。如剔除上述因素的影响,公司 2008 年营业收入将出现大幅下滑,且 2009 年上半年公司收入下降明显,盈利能力未有实质改观。

由于公司主导产品 FBT 有大约 70% 左右销往国外市场,受金融危机影响,FBT 销售收入大幅下滑,同时 HVT 业务增收尚存在不确定因素,尚不足以弥补 FBT 下滑对公司盈利能力带来的负面影响。

期间费用中,由于市场萎缩,公司用于市场开拓的资金增加,及 3000 万元企业债券的发行,公司销售费用和财务费用同比有较快增长。

从盈利指标来看,2008 年公司营业利润率为 10.25%,基本与上年持平;总资本收益率、净资产收益率分别为 4.96% 和 5.55%,较上年有所提升。2009 年上半年,公司营业利润率为 17.86%,较 2008 年底有所提高。

整体上，由于晶石集团进行集团内业务的划转调整，虽然公司名义盈利能力有所改善，但2009年上半年收入下降明显，公司盈利能力未有实质改观。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2008年由于公司营业收入增加，销售商品、提供劳务收到的现金增加，公司经营活动产生的现金流量净额较2007年大幅增加，为802.10万元，公司经营获现能力有所改善，但依然偏弱。

投资活动方面，2008年公司投资规模缩小，购建固定资产、无形资产等支付的现金减少，投资活动现金流量净流出较2007年有所下降。

筹资活动方面，2008年取得3000万元债券的募集资金，筹资活动现金流入增加，影响筹资活动产生的现金流量净额较上年大幅增长，为2255.78万元。

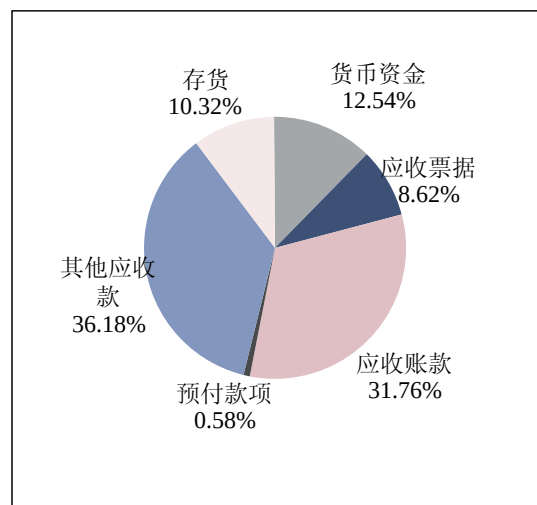
2009年1-6月，受金融危机对市场需求的影 响，公司1季度经营处于低谷，导致上半年公司经营活动产生的现金流量净额仅为277.00万元，与2008年同期相比下滑65.26%。投资活动方面，公司在6月份投资有所增长，投资活动现金流量净流出为8.01万元。筹资活动方面，公司新取得短期借款1500万元，并偿还借款2600万元，均较上年同期快速增长，筹资活动产生的现金流量净流出为1196.34万元。

整体上，公司经营获现能力有一定改善，但仍较弱；投资规模较小；受发债影响，筹资活动产生的现金流量有所波动。

3. 资本及债务结构

截至2008年底，公司资产总额为44725.53万元，其中，流动资产占比81.56%，非流动资产占比18.44%，基本与上年保持稳定。公司流动资产以应收账款、其他应收款为主，具体参见图1。

图1 截至2008年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至2008年底，公司货币资金较2007年同期增长116.61%，主要是银行保证金增加所致。应收账款较上年增长13.68%，账龄全部在1年以内，公司为维持其现有销售渠道和客户，将继续实行3个月的信用政策，同时随着FBT市场容量的逐渐萎缩，国内外二、三类厂商将成为主要采购终端，因此，公司应收账款规模短期内较难减少，并一定程度加大应收账款回款的风险。其他应收款较上年增长5.82%，主要内容为晶石集团的专用款占款，其他应收款账龄在1年以内的占比32.03%，1-2年的占比63.78%，3年以上的占比4.13%，公司未计提坏账准备。

截至2009年6月底，公司非流动资产基本维持稳定，主要以长期股权投资（对无锡斯贝尔磁性材料有限公司的投资）和固定资产为主。同期，公司所有者权益及构成没有实质变化，其中，未分配利润占所有者权益的79.14%，所有者权益稳定性差。

截至2008年底，公司负债总额为20411.77万元，流动负债占比85.32%，非流动负债占比14.68%。公司应付票据同比增长27.79%，系银行承兑汇票增加所致。由于3000万元债券的发行，公司应付债券增加。

截至2009年6月底，公司归还短期借款2600万元，新取得借款1500万元，公司债务

规模有所减少。

整体上，公司应收款项占比较大，资产质量一般，所有者权益中未分配利润占比大，公司债务规模有所下降。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2008 年底，主要由于货币资金的较快增长，公司流动比率、速动比率均较上年有所提高，分别为 209.45% 和 187.83%。截至 2009 年 6 月底，上述指标分别为 244.93% 和 219.45%，考虑到公司流动资产中应收账款、其他应收款占比大，公司短期支付能力一般。

从长期偿债能力看，2008 年公司 EBITDA 规模增大，全部债务/EBITDA 指标下降，为 4.59 倍，EBITDA 对债务的保护能力有所提升。由于债券的发行导致利息支出增加，公司 EBITDA 利息倍数下降，为 5.99 倍。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2009 年 6 月底，公司对外提供担保 1.3 亿元，主要系对关联方晶石集团、深圳晶辰提供的担保，目前被担保单位正常经营。公司对外担保占同期公司净资产的 52.21%，占比较大。

截至 2009 年 6 月底，公司共获得银行授信额度 4000 万元，其中已使用数额 2642 万元，公司具备间接融资渠道。

综合考虑，联合资信维持蛇口晶石电子有限公司 BB⁺ 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动资产:				
货币资金	2111.20	4573.15	116.61	3821.57
应收票据	2484.43	3145.07	26.59	2681.83
应收账款	10190.62	11584.39	13.68	9948.83
预付款项	358.88	210.73	-41.28	203.73
其他应收款	12471.85	13198.31	5.82	13547.05
存货	3206.77	3765.10	17.41	3507.03
其他流动资产	7.65	0.05	-99.41	0.06
流动资产合计	30831.38	36476.80	18.31	33710.10
非流动资产:				
长期股权投资	4738.05	4738.05	0.00	4738.05
固定资产	2893.71	2978.06	2.92	2827.51
在建工程	228.77	224.46	-1.88	224.43
长期待摊费用	0.00	308.17		245.51
非流动资产合计	7860.52	8248.73	4.94	8035.50
资产总计	38691.90	44725.53	15.59	41745.59
项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动负债:				
短期借款	2600.00	2600.00	0.00	1500.00
应付票据	4069.23	5199.93	27.79	3630.85
应付账款	8552.49	9169.80	7.22	8396.36
预收账款	6.56	12.05	83.81	13.64
应付职工薪酬	484.71	468.94	-3.25	346.17
应交税费	-283.99	-260.78	-8.17	-358.60
应付股利	-25.89	-45.89	77.26	-60.89
其他应付款	467.02	271.28	-41.91	295.48
流动负债合计	15870.13	17415.33	9.74	13763.02
非流动负债:				
应付债券	0.00	2996.44		3103.31
非流动负债合计	0.00	2996.44		3103.31
负债合计	15870.13	20411.77	28.62	16866.33
所有者权益:				
实收资本(或股本)	2068.00	2068.00	0.00	2068.00
资本公积	789.89	932.65	18.07	789.89
盈余公积	2027.88	2027.88	0.00	2330.82
未分配利润	17936.00	19285.23	7.52	19690.56
归属于母公司所有者权益合计	22821.77	24313.77	6.54	24879.26
所有者权益合计	22821.77	24313.77	6.54	24879.26
负债和所有者权益总计	38691.90	44725.53	15.59	41745.59

附件 3 合并利润表

(单位: 万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、营业收入	26529.11	41455.68	56.26	11222.59
减: 营业成本	23667.83	37120.91	56.84	9179.99
营业税金及附加	21.53	85.61	297.68	37.91
销售费用	569.08	804.47	41.36	280.38
管理费用	1350.05	1217.87	-9.79	635.23
财务费用	494.90	877.85	77.38	204.50
资产减值损失				
加: 公允价值变动收益				
投资收益				
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	425.72	1348.97	216.87	884.58
加: 营业外收入	226.95	152.09	-32.98	113.19
减: 营业外支出	46.02	82.42	79.12	84.68
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	606.65	1418.64	133.85	913.10
减: 所得税费用	66.00	69.41	5.17	44.88
四、净利润	540.65	1349.23	149.56	868.22

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	21736.08	40137.45	84.66	13483.92
收到的税费返还	1151.69	1344.81	16.77	323.10
收到其他与经营活动有关的现金	23.39	33.46	43.03	72.40
经营活动现金流入小计	22911.17	41515.71	81.20	13879.41
购买商品、接受劳务支付的现金	20606.90	34568.94	67.75	11339.22
支付给职工以及为职工支付的现金	2388.28	4260.49	78.39	949.88
支付的各项税费	401.98	921.48	129.23	237.46
支付其他与经营活动有关的现金	2874.23	962.71	-66.51	1075.84
经营活动现金流出小计	26271.40	40713.62	54.97	13602.41
经营活动产生的现金流量净额	-3360.24	802.10		277.00
二、投资活动产生的现金流量:				
取得投资收益收到的现金				25.97
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	199.02	39.44	-80.18	
投资活动现金流入小计	199.02	39.44	-80.18	25.97
购建固定资产、无形资产等支付的现金	1328.12	315.13	-76.27	33.98
投资活动现金流出小计	1328.12	315.13	-76.27	33.98
投资活动产生的现金流量净额	-1129.10	-275.69	-75.58	-8.01
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	3400.00	2600.00	-23.53	1500.00
发行债券收到的现金	0.00	3000.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金				19.31
筹资活动现金流入小计	3400.00	5600.00	64.71	1519.31
偿还债务支付的现金	3400.00	2600.00	-23.53	2600.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	101.53	527.08	419.12	66.27
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	217.14		49.38
筹资活动现金流出小计	3501.53	3344.22	-4.49	2715.64
筹资活动产生的现金流量净额	-101.53	2255.78	-2321.71	-1196.34
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	-320.23		-1.10
五、现金及现金等价物净增加额	-4590.88	2461.95	-153.63	-928.45
加: 期初现金及现金等价物余额	6702.07	2111.20	-68.50	
六、期末现金及现金等价物余额	2111.20	4573.15	116.61	

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项目	2007 年	2008 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：			
净利润	540.65	1349.23	149.56
加：资产减值准备	-19.77	-225.41	1040.16
固定资产折旧及其他	511.18	438.65	-14.19
无形资产摊销			
长期待摊费用摊销	0.00	100.81	
处置固定资产、无形资产等损失	-24.59	66.65	-371.05
固定资产报废损失			
公允价值变动损失			
财务费用	495.42	856.75	72.93
投资损失			
递延所得税资产减少			
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	1046.75	358.96	-65.71
经营性应收项目的减少	-2707.73	-5715.73	111.09
经营性应付项目的增加	-3202.15	3572.18	-211.56
其他			
经营活动产生的现金流量净额	-3360.24	802.10	-123.87

附件 5 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	4.19	3.03	--
存货周转次数(次)	14.76	10.65	--
总资产周转次数(次)	1.37	0.99	--
现金收入比(%)	81.93	96.82	120.15
盈利能力			
营业利润率(%)	10.70	10.25	17.86
总资本收益率(%)	2.09	4.96	--
净资产收益率(%)	2.37	5.55	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	10.97	11.09
全部债务资本化比率(%)	22.61	30.75	24.87
资产负债率(%)	41.02	45.64	40.40
偿债能力			
流动比率(%)	194.27	209.45	244.93
速动比率(%)	174.07	187.83	219.45
经营现金流动负债比(%)	-21.17	4.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.72	5.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.59	4.59	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.67	0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-59.13	1.34	--

注：2009 年 6 月数据未经审计。