



信用等级通知书

信评委函字[2015]067号

大唐高鸿数据网络技术股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“大唐高鸿数据网络技术股份2015年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一五年五月二十日

大唐高鸿数据网络技术股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	大唐高鸿数据网络技术股份有限公司
发行规模	不超过 7.4 亿元（含 7.4 亿元）
债券期限	不超过 5 年（含 5 年）
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率将向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由发行人和承销商协商确定。
付息方式	本次债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

高鸿股份	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）	21.49	23.62	27.77	27.81
总资产（亿元）	35.90	55.32	61.77	65.62
总债务（亿元）	7.50	17.42	12.33	15.30
营业总收入（亿元）	46.17	62.12	70.81	14.80
营业毛利率（%）	6.17	5.26	7.08	7.24
EBITDA（亿元）	1.51	2.27	2.74	-
所有者权益收益率（%）	1.05	3.23	3.63	0.14
资产负债率（%）	40.13	57.30	55.04	57.63
总债务/EBITDA（X）	4.96	7.66	4.49	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.57	3.25	2.97	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、2015 年一季度财务数据经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“大唐高鸿数据网络技术股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 **AA**，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定大唐高鸿数据网络技术股份有限公司（以下简称“高鸿股份”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，该级别反映了高鸿股份偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了产业政策的支持、高鸿股份在广电行业丰富的运营支持经验、线上充值及综合兑换业务显著的竞争优势，以及股东对公司业务的支持等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司多元化的业务发展对其经营管理和资源整合能力提出更高的要求，以及 IT 销售业务面临一定的经营压力等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 产业政策大力支持。我国政府大力支持信息产业的发展，近年来针对 4G、三网融合、物联网和信息安全、云计算等领域出台了一系列政策扶持文件，对公司业务开展提供了有利的产业政策环境。
- 广电行业运营支持经验丰富。公司为国内领先的广电行业运营解决方案提供商，已为全国二十多个省网建立呼叫中心系统，同时为多个省会城市广电企业提供 BOSS 系统，市场占有率较高，业务经验丰富。
- 线上充值及综合兑换业务竞争优势显著。凭借渠道、技术、资金等方面的优势，公司占据线上话费充值约三分之一的市场份额，行业龙头地位显著。同时，依托话费充值的业务规模，公司构筑了创新的综合兑换平台，实现多方共赢，为公司未来盈利增长打下了良好的基础。

分 析 师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

赵晶靖 jjzhao@ccxr.com.cn

尤 骅 hyou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 20 日

- 股东对公司业务的支持。公司股东电信科学技术研究院（以下简称“电科院”）是专业从事信息通信系统设备开发、生产和销售的大型高科技企业集团，拥有雄厚的科研开发和技术创新实力，在信息领域地位显著。作为电科院旗下境内两家上市公司之一，公司可在业务渠道、技术研发、资金等多方面获得股东的支持。

关 注

- 经营管理及资源整合压力。公司近年通过收购兼并，业务实现稳步增长，但多元化的业务经营亦给公司经营管理和资源整合提出更高的要求。
- IT 销售业务经营压力。受 IT 产品下游消费市场疲软及行业竞争压力加大影响，2014 年公司 IT 销售业务收入规模和毛利率水平有所下降，面临一定的经营压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

大唐高鸿数据网络技术股份有限公司（以下简称“高鸿股份”）成立于 1994 年 1 月 20 日，原名贵州中国第七砂轮股份有限公司（以下简称“贵州七砂”），系经贵州省经济体制改革委员会于 1992 年 10 月 28 日以黔体改股字（1992）26 号文批准，由中国七砂集团有限责任公司（原中国第七砂轮厂，以下简称“七砂集团”）、中国第六砂轮厂（现已并入七砂集团）及贵州省电力局共同发起，以定向募集方式设立的股份有限公司，初始注册资本为 6,252 万元。

1998 年 4 月，经中国证券监督管理委员会以证监发字[1998]75 号文审核批复，公司向社会公开发行人民币普通股 4,500 万股，并于同年 6 月在深圳证券交易所挂牌上市交易，股票代码 000851。

2003 年 3 月，贵州达众磨料磨具有限责任公司（以下简称“达众公司”）受让七砂集团持有的公司 6,728.341 万股。2003 年 5 月 19 日，公司进行重大资产置换，将所拥有的贵州七砂进出口公司（以下简称“七砂进出口公司”）100% 权益及从事磨料磨具业务的资产（包含相关负债）换出，并换入北京大唐高鸿数据网络技术有限公司（以下简称“高鸿数据”）83.165% 的股权。2003 年 5 月资产重组完成后，公司名称由“贵州中国第七砂轮股份有限公司”变更为“大唐高鸿数据网络技术股份有限公司”。

2005 年 3 月，达众公司将其持有公司的 6,728 万股中 5,283 万股转让给电信科学技术研究院（以下简称“电科院”）、1,445 万股转让给大唐电信科技股份有限公司（以下简称“大唐电信”）。转让后，电科院和大唐电信分别持有公司总股本的 23.49% 和 6.43%。后经多次股权划转、非公开发行等事项，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总股本为 59,136 万股，其中电科院持股比例为 16.16%，为公司第一大股东。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司主营业务原为 IT 产品销售、提供数据通信领域产品、业务和整体解决方案，以及系统集成业务。2013 年，公司通过对北京高阳捷迅信息技术

有限公司（以下简称“高阳捷迅”）的收购，新增以线上充值业务为主的信息服务业务。截至 2014 年末，公司业务主要分为企业信息化业务、信息服务业务、IT 销售业务三个板块。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 61.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 27.77 亿元，资产负债率为 55.04%；2014 年，公司实现营业收入 70.81 亿元，净利润 1.01 亿元，经营活动净现金流-3.54 亿元。

截至 2015 年 3 月 31 日，公司总资产为 65.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 27.81 亿元，资产负债率为 57.63%；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.80 亿元，净利润 0.01 亿元，经营活动净现金流-0.53 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	高鸿股份股份有限公司 2015 年公司债券
发行总额	不超过 7.4 亿元（含 7.4 亿元）
债券期限	不超过 5 年（含 5 年）
票面金额和发行价格	本次债券面值为 100 元，按面值平价发行
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率将向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由发行人和承销商协商确定。
付息方式	本次债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	用于补充公司流动资金

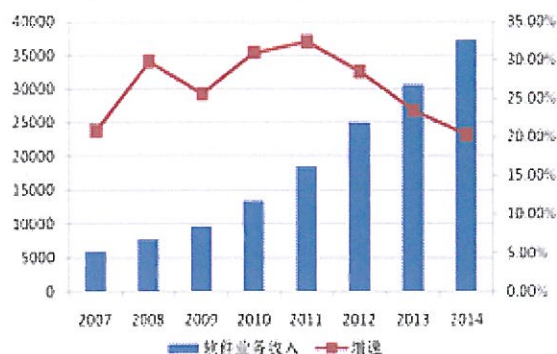
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

软件和信息技术服务行业概况

软件和信息技术服务业作为国民经济基础性、先导性和战略性新兴产业，持续实现较快的增长，产业发展态势良好。但受全球经济进入深度转型调整期，近年来国内软件行业面临增长速度放缓的局势，进入 2014 年，我国经济转入新常态，通信运营商对 IT 投资有所放缓。根据工信部数据显示，2014 年我国软件和信息技术服务业共实现软件收入 37,235 亿元，同比增长 20.2%，增速较 2013 年下降 3.2 个百分点。

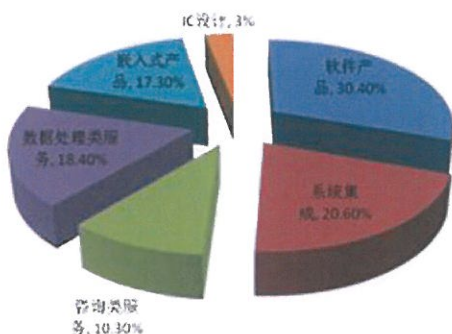
图 1: 2007-2014 年中国软件业务收入



数据来源: 中国工业和信息化部, 中诚信证评整理

从各业务营收占比情况来看, 根据工信部发布的数据显示, 软件产品和系统集成服务业务仍旧是软件行业收入的主要来源, 占比分别为 30.4% 和 20.6%。截至 2014 年末, 咨询类服务和数据处理类服务分别实现收入 3,841 亿元和 6,834 亿元, 同比增长 22.5% 和 22.1%, 增速高出全行业平均水平 2.3 和 1.9 个百分点, 两者占比分别为 10.3% 和 18.4%, 较上年同期有所提高。软件产品和信息系统集成服务分别实现收入 11,324 亿元和 7,679 亿元, 增速分别为 17.6% 和 18.2%, 增速较上年同期分别下降 3.9 和 7.3 个百分点, 行业比重也有所下降。软件业务收入中咨询类服务和运营类服务所占比重的持续上升, 将成为今后几年软件行业增长最快速的领域, 使 IT 产品与服务日益朝着适应用户需求的方向发展。

图 2: 2014 年软件业务收入构成占比情况



数据来源: 中国工业和信息化部, 中诚信证评整理

政策方面, 2012 年 7 月, 国务院正式发布《战略性新兴产业“十二五”规划》(以下简称《规划》), 《规划》指出新一代信息技术产业位列七大战略新兴产业的第二位, 涉及 3G、地球空间信息产业 (3S)、三网融合、物联网和信息安全、云计算等, 上述领

域在中国未来将形成千亿级以上的市场容量, 行业带动效应将超万亿。同时, 《规划》还指出国家将积极实施物联网、云计算、移动互联网、数字电视网等新兴服务业态推进计划, 实施信息惠民重大应用示范工程, 带动社保、医疗、教育、就业等领域的信息服务平台建设; 此外, 《规划》还提出将培育若干家软件和信息服务业收入超过百亿元的骨干软件和信息服务业企业。预计“十二五”期间, 在国家政策支持下, 具有技术、资本、市场等多重优势的大企业将脱颖而出, 成为产业巨头, 引领国内软件业的发展; 同时, 具有自身行业特色、核心竞争壁垒以及灵活机制的中小企业也将伴随产业快速发展而做大做强。

2014 年 3 月, 国务院颁布了《国家新型城镇化规划 (2014~2020 年)》, 明确了未来城镇化的发展路径、主要目标和战略任务, 统筹相关领域制度和政策创新。并明确推进智慧城市建设的要点: 统筹城市发展的物质资源、信息资源和智力资源利用, 推动物联网、云计算、大数据等新一代信息技术创新应用, 实现与城市经济社会发展深度融合。强化信息网络、数据中心等信息基础设施建设。促进跨部门、跨行业、跨地区的政务信息共享和业务协同, 强化信息资源社会化开发利用, 推广智慧化信息应用和新型信息服务, 促进城市规划管理信息化、基础设施智能化、公共服务便捷化、产业发展现代化、社会治理精细化。增强城市要害信息系统和关键信息资源的安全保障能力。

根据《软件和信息技术服务业“十二五”发展规划》, 预计 2015 年, 我国软件和信息技术服务占信息产业比重达到 25%, 其中信息技术服务收入占软件和信息技术服务业总收入比重超过 60%。总体来看, 尽管受经济下滑影响, 软件和信息技术服务业收入增速有所放缓, 但随着智慧城市建设的推进, 金融、运营商、政企等行业用户均在向信息系统方向积极转型, 这将为国内的 IT 服务供应商提供了更广阔的市场空间和良好的发展环境。

IT 零售行业概况

零售行业在国民经济体系中处于下游产业的位置, 随着经济的发展, 零售行业迅速占据了产业

链的主导位置，系我国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。经济增长、居民收入的增加及城市化率的提高带来的消费升级是零售行业发展的主要动力。

据国家统计局统计，2014 年我国实现国内生产总值 63.65 万亿元，同比上年增长 7.4%，虽然经济增速有所回落，但总体保持较高水平。同期，我国城市化率和居民收入逐年增加，2012~2014 年，城镇居民人均可支配收入实际增长率分别为 9.60%、7.0%和 8.0%。

随着居民收入的提高及生活质量的改善，人民消费习惯逐步由温饱型向享乐型及发展型转变，直接拉动消费总量的增长。不过近年来，在国内经济景气度下滑的影响下，我国社会消费品零售总额增速有所放缓，2012~2014 年分别为 21.03 万亿元、23.78 万亿元及 26.24 万亿元，分别同比增长 14.53%、13.10%及 12.00%。

受消费市场及技术开发等因素影响，2014 年 IT 产品销售出现不同程度的下滑。根据捷孚凯市场调研公司全国零售检测数据显示，2014 年手机销售额为 4,991 亿元，同比下降 6.1%；PC 市场整体增长乏力，其中笔记本电脑销售额为 838 亿元，同比下降 9.9%；台式电脑销售量为 587 亿元，同比下降 1.9%；平板电脑保持相对稳定的销售情况，销售额同比增长 2.5%；数码相机市场销售额达 133 亿元，同比下降 5.8%。

我国 IT 消费品的线下零售终端主要包括电脑城、专卖店、大卖场、电器卖场 IT 销售专区、IT 业务连锁等多种销售模式。从竞争格局来看，在目前多层级分销为主的供应模式下，以多个专卖店及 IT 中小商户的集中经营为特征的电脑城仍是主流终端零售商，占据我国 IT 零售品约 80%的市场份额，其余约 20%左右的市场份额由连锁类企业分割，其中主要包括以苏宁和国美为代表的家电连锁企业和以宏图三胞为代表的 IT 专业连锁企业。

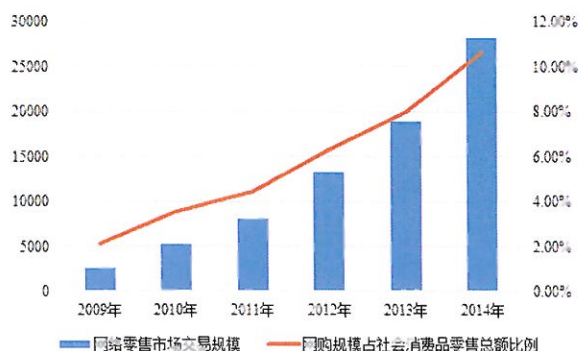
表 2：我国 IT 产品零售终端比较

终端类型	代表企业	主要经营品种	采购渠道	盈利模式	市场份额
电脑城	中关村各商城、百脑汇	电脑及配件	分销	物业租赁	
IT 专业连锁	宏图三胞	电脑及配件	分销直供	销售差价、返利、通道费、售后服务	80%
家电连锁	苏宁、国美	黑白家电	分销直供	销售差价、返利、通道费、20%售后服务	20%

资料来源：公开信息，中诚信证评整理

此外，从我国 IT 市场的供应渠道来看，扁平化供应已成为未来的发展趋势，20 世纪 90 年代主导的独家代理模式已发展成为全国多代理商制或区域代理商制，供应商与领先的型零售企业之间的直接供货关系也正逐步建立并快速发展，IT 行业供货渠道层级正在减少，在传统分销模式下延伸的电脑城销售模式或将失去其价格优势而让位于连锁店模式。

图 3：近年我国网络零售市场交易规模情况



数据来源：中国电子商务研究中心，中诚信证评整理

近年来，电子商务网站凭借其便利的商品搜索引擎、价格比较功能和高效的物流服务，较大程度改变了消费者的消费习惯。2012~2013 年我国网络零售市场交易规模分别为 1.32 万亿元和 1.89 万亿元，分别同比增长 64.67%和 42.76%。2014 年，据中国电子商务研究中心发布的《2014 年度中国网络零售市场数据监测报告》显示，截止 2014 年 12 月中国网络零售市场交易规模达 28,211 亿元，同比增长 49.7%。中国网络零售市场交易规模占到社会消费品零售总额的 10.6%，较 2013 年上升 2.6 个百分点。

传统零售企业的生态环境和经营管理方式有所变更，市场竞争格局重新划分，淘宝、天猫平台

电商与京东自营电商以及各类 B2C 垂直电商的不断发展使得零售市场竞争加剧,直接导致行业毛利率水平下降,对传统零售行业形成了很大挑战。未来几年,预计我国网络购物市场仍较保持高速增长,网购交易额在零售总额总额的占比将保持上升趋势。为应对网络购物的冲击,传统零售业除加强自身在商品展示、售后服务等方面的固有优势以外,在传统零售方式的基础上发展电子商务已成为零售企业拓展业务的主要途径之一。

线上话费充值行业概况

近年来,随着 4G 网络的推进和流量业务的快速增长,我国通信行业收入规模处于增长态势,电信业务 2014 年收入规模达 1.15 万亿,同比增长 3.6%;从用户规模来看,移动电话总用户规模达 12.86 亿,同比增长 4.64%,其中移动宽带用户(3G 和 4G)净增达到 1.81 亿户,总数达到 5.83 亿户,其在移动电话用户总数占比由上年末的 32.7%提升至 45.3%,而 4G 用户则继续保持高速增长态势,仅 2014 年 12 月净增已突破 2,100 万户,创历史新高并呈现 2G 用户直接向 4G 用户迁移趋势。整体来看,收入规模和用户规模的增长为充值业务的需求增长奠定了基础。

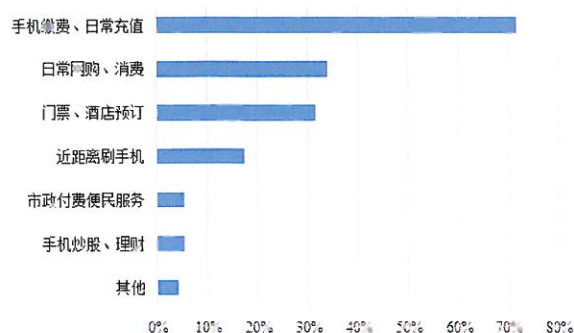
受技术进步和消费者习惯变化的影响,移动话费充值的方式也越来越多样化。整体而言,移动话费的充值方式主要包括营业厅现场充值、网银代扣、实体卡充值、空中充值、互联网充值等。

营业厅充值、网银代扣、合约机预充值归属于运营商直营渠道,而充值卡、空中充值、PC 端/移动端电商充值由于需要代理渠道的支持,归属于代理渠道。目前代理渠道占运营商收入的比重约为 25%。在代理渠道中,运营商原先着力发展末梢渠道,大部分用户都是通过报刊亭、便利店、手机维修点等渠道购买充值电话卡完成话费充值,目前这种线下模式仍是一、二线城市以外大部分地区的话费充值方式,约占代理渠道充值的 85%,而线上部分仅为 15%,主要通过淘宝、天猫、微信支付、拍拍等电商渠道实现。

与线下渠道相比,移动支付无论是在便利性或运营成本上均拥有较大的竞争优势,其已逐步成为

消费者主流的支付方式。根据 CNNIC 的最新报告,移动支付的普及程度快速增加,截止 2014 年 6 月,手机网上支付的普及率已经达到了 38.9%,远超 2013 年底的 25.1%;而总人数也从 1.25 亿人快速上升到 2.05 亿,较年初增长 63.4%。从细分应用来看,手机充值仍是重要的移动支付应用场景。根据艾瑞咨询的数据,在众多移动支付应用场景中,71.7%的用户会选择在移动端进行缴费、充值操作,特别是手机话费充值因其重复性较高且与终端本身相关,因此成为最重要的应用场景,这一比例远高于一般的网购、酒店预订、NFC 等应用。

图 4: 移动支付应用用户选择率



数据来源: 艾瑞咨询, 中诚信证评整理

总体来看,随着运营商收入保持稳定增长,以及各类电商渠道的崛起,话费充值电商化的趋势逐步显现,线上充值普及率将进一步提高,预计未来线上话费充值规模将呈现较快的增长态势。

竞争优势

控股股东实力雄厚

公司控股股东电科院是专业从事信息通信系统设备开发、生产和销售的大型高科技企业集团,拥有雄厚的科研开发和技术创新实力,在北京、上海、西安、成都、天津等城市建立了研发生产基地。电科院曾多次荣获国家科技进步奖、信息产业重大技术发明及国家发明专利优秀奖等。

作为 TD-SCDMA 标准的发起者,电科院始终在 TD-SCDMA 相关的产业领域中处于领先地位。日前电科院已成为 TD-SCDMA 市场主流的设备供应商,中国最大的智能卡芯片及模块供应商之一,国际领先的 TD-SCDMA 终端解决方案提供商和终端基带芯片供应商。在 TD-SCDMA 系统设备历

招标中,始终保持市场份额第一阵营的地位,占据约 30%的市场份额;业内率先推出 4G 双模测试终端,取得中国移动 LTE 测试终端 72%的市场份额;占据国内电信智能卡和社保卡市场各 20%的份额,是国内唯一一家在银行卡领域完成国际 EMV 芯片安全体系认证的企业。截至 2014 年末,电科院总资产达 477.34 亿元,资产负债率为 52.83%;当年实现营业收入 200.11 亿元,利润总额 23.10 亿元。

作为电科院旗下境内两家上市公司之一,公司是其整合多年累积的数据产业技术、产品和资源组建而成的高新技术企业。凭借实际控制人的国资背景及行业内的龙头地位,公司可在品牌推广、业务渠道、技术研发、资金等多方面获得一定的竞争优势。

线上充值业务竞争优势显著

公司线上充值业务由子公司高阳捷迅负责运营,经过十多年的经营发展,其已在该业务领域建立了显著的竞争优势,主要体现技术平台、渠道资源、资金等多个方面。

技术平台支持方面,运营商对传统线上缴费公司采取区域管理政策,因此很少有公司有能力将业务范围覆盖全国,高阳捷迅通过技术手段及建立全国性代理商网络的方式完成了全国性覆盖,目前市场占有率达三分之一左右。同时,高阳捷迅可全面覆盖三大运营商所有手机、固话、小灵通,支持三大运营商发售的所有 10~500 元面值充值卡、全天候 24 小时不间断的充值通道等,平均 40 秒稳定到账,成功率保持 98%左右,日处理充值量超过 500 万笔。

凭借强大的平台技术支持和全国性的业务覆盖范围,高阳捷迅已与三大运营商建立了稳定的合作关系,同时得到了主流互联网公司(阿里巴巴、京东、腾讯等)的支持。高阳捷迅目前占腾讯充值接口五成以上份额,阿里巴巴旗下支付宝缩短了对公司的账期,由普通的 24 小时缩短到 12 小时。

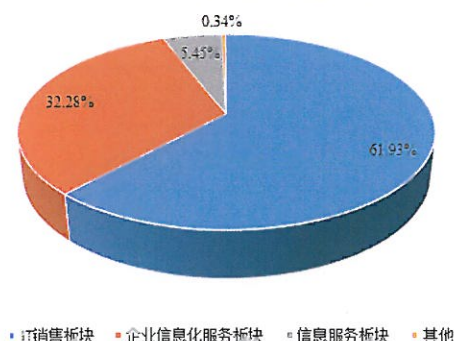
由于从运营商处获得充值资源需垫付资金,同时充值业务流量主要集中于每月的月初、月末,此前需要沉淀大量现金用于预存运营商或购买实体卡,因此充值业务对资金要求较高。公司在并购高

阳捷迅后,给予其 4~5 亿元资金扶持,使其在竞争中取得明显的资金优势。

业务运营

近年来公司依托央企平台通过自我培育及外延并购相结合的方式积极寻求转型突破。2007 年,随着 IP 技术的崛起,公司产品由 ATM 交换机逐渐向 VoIP 系列产品转型,成为基于 IP 数据网络的企业信息化方案提供商,之后分别于 2007 年、2008 年和 2011 年先后开展电信增值业务、3G-IT 连锁销售业务和广电体系呼叫中心等业务。2013 年 6 月,公司通过并购高阳捷迅进入手机充值、综合兑换平台等业务领域,开启新一轮的战略转型。

图 5: 2014 年公司业务收入构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

目前,公司已形成了企业信息化、信息服务和 IT 销售三大板块。2014 年,公司实现营业收入 70.81 亿元,其中 IT 销售板块收入 43.85 亿元,占营业收入的 61.93%;企业信息化服务板块收入 22.86 亿元,占比 32.28%;信息服务板块 3.86 亿元,占比 5.45%。IT 销售和企业信息化服务板块系公司收入的主要来源,而信息服务板块则构成公司利润的主要来源。

企业信息化服务

企业信息化服务板块是公司传统业务,目前主要由下属子公司大唐融合通信股份有限公司(以下简称“大唐融合”)和北京大唐高鸿数据网络技术有限公司(以下简称“高鸿数据”)负责运营。近年来,公司逐步推动该板块从“IP 语音系统提供商”向“企业信息服务与集成商”、从“直销为主、代理为辅”向“以代理为主、直销为辅”的转型。2012~2014 年,公司企业信息化板块分别实现营业收入 7.30 亿元、

9.48 亿元和 22.86 亿元，复合增长率为 76.96%。但由于计算机涉密及系统集成业务收入在该板块收入结构中占比较高，且毛利率偏低，拉低了该板块整体的盈利能力。2012~2014 年，公司企业信息化业务毛利率分别为 22.24%、11.89%和 9.55%，呈持续下降趋势。

大唐融合

大唐融合成立于 1999 年 12 月，前身为大唐中联系统集成有限公司，2011 年 6 月正式加入公司。依托大唐电信科技产业集团良好的信息产业背景、雄厚的产品研发实力和丰富的技术服务经验，大唐融合先后组织开发和实施了多个电信行业、广电行业、政企等多个行业的大型应用项目，成为业内较为知名的呼叫中心产业及融合通信领域、行业应用解决方案及三网融合解决方案提供商之一。

大唐融合主营业务主要为广电行业运营支持、呼叫中心业务和物联网业务。广电行业运营支持方面，大唐融合可为广电行业运营服务提供针对性的解决方案，满足其信息化需求，目前主要产品包括呼叫中心系统、BOSS 系统（统一支付系统、资源管理系统、资产管理系统等）。公司已为全国二十多个省网建立呼叫中心系统，市场占有率约 70~80%，同时为多个省会城市广电企业提供 BOSS 系统。

呼叫中心方面，除继续巩固在广电行业的优势地位外，大唐融合不断扩充产品线，业务逐步向教育、电子商务、金融等领域拓展和辐射，先后承接了聚美优品（北京）科技服务有限公司、北京拉手网络技术有限公司等 10 余家电子商务公司，及中公教育集团、华图教育集团等多家教育类公司的呼叫中心建设工程。在自建呼叫中心的基础上，近年来大唐融合积极发展外包呼叫中心业务。2011 至今，大唐融合已在北京、无锡及哈尔滨建立了北科服务外包基地、无锡服务外包基地和北方呼叫中心基地三个外包呼叫中心基地。此外，大唐融合还搭建了云呼叫中心运营体系，与三大运营商签订战略合作协议，完成了云通讯及云应用的初步市场布局。从市场竞争来看，大唐融合与北京合力亿捷科技股份有限公司处于该领域第一阵营，尽管业务壁

垒不高，但凭借丰富的业务经验、优秀的技术研发及产品创新能力，大唐融合在该领域具有一定的竞争优势。

物联网业务为大唐融合新业务拓展方向。2013 年，大唐融合联合无锡市政府，依托无锡国家物联网示范基地的产业政策资源，出资组建子公司大唐融合通信技术无锡有限公司（以下简称“无锡大唐”）。无锡大唐将主要发展物联网行业应用及三网融合等新业务，目前研发方向主要为以广电为入口的智能家居项目，以及与电动车企业合作的电动车 GPS 模块项目。

高鸿数据

高鸿数据目前主要从事 VoIP 通信产品研发、生产以及系统集成业务，通过以自研 IP 语音产品为重点，以系统集成业务为补充，深入行业形成独立解决方案。通信产品方面，高鸿数据以 VoIP 技术为基础，已经形成了通信平台和业务终端全套企业级 IP 通信信息化产品，细分领域拓展至语音网关、软交换平台、呼叫中心、生产调度、IP 对讲及广播等专业领域。高鸿数据 VoIP 产品拥有自主知识产权，技术较为先进，具有多年应用经验及良好的互通性和兼容性，目前产品广泛应用于通信、政府、公安、银行和民用等领域。与思科、华为、中信等国内外竞争对手相比，高鸿数据的产品立足于本土化中低端客户，以较高的产品性价比优势在行业、企业用户市场具有一定的竞争实力和市场份额。

同时，高鸿数据以产品销售为渠道进入矿山、银行、环保等行业，形成了一批具有行业应用特点的系统方案，包括银行催费系统、煤炭安检系统等，逐步转型成为企业信息系统整体解决方案提供商。

表 3: 公司 VoIP 产品市场份额情况

产品类别	产品名称	主要消费群体	主要销售市场	市场占有率			
				2012	2013	2014	2015Q1
VoIP 产品	中继网关	虚拟运营商、行业、企业客户等	国内市场	35%	38%	43%	45%
	平台产品			10%	12%	17%	18%
	终端产品			12%	15%	30%	32%
	IP 广播对讲	行业客户	国内市场	3%	6%	11%	12%
	呼叫中心	企业行业客户	国内市场	5%	8%	13%	15%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

高鸿数据的系统集成服务具有行业最高等级的业务资质, 包括计算机系统集成一级资质、工程设计甲级资质、涉密计算机系统集成甲级资质、安防甲级资质等, 可承揽各主要行业的弱点、涉密、安防的设计实施工程。高鸿数据在系统集成业务方面具有较强的技术优势, 承担了多个部委的专线业务, 民航系统、银行、证券等数据专线网络的设备及运营维护, 积累了较为丰富的业务经验及渠道资源。高鸿数据目前已在在全国范围内建立了相对成熟和完善的渠道分销体系, 在全国大部分省市都设立有办事处和分支机构, 还设立了区域代理商、增值业务代理商、行业代理商等多层次的代理商体系。不过, 由于我国系统集成行业企业众多, 业务同质化严重, 产品价格趋于透明, 客户选择空间较大, 导致系统集成业务利润水平不断下降, 市场竞争较为激烈。

信息服务板块

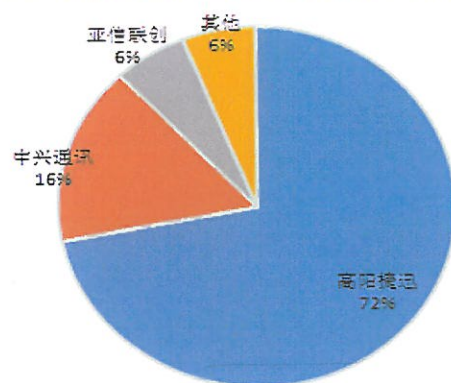
信息服务板块为公司战略发展重点, 业务包括线上支付、综合兑换、电信增值业务等, 目前主要由子公司高阳捷迅和大唐高鸿通信技术有限公司 (以下简称“高鸿通信”) 负责运营。2013 年 7 月, 公司并购高阳捷迅, 推动该业务板块转型升级, 竞争实力及收入规模均得到较大幅度的增强。2012~2014 年, 公司信息服务板块分别实现营业收入 1.00 亿元、2.15 亿元和 3.87 亿元, 复合增长率达 96.49%; 毛利率分别为 21.72%、37.79% 和 46.12%, 毛利率水平较高, 是公司利润的主要来源。

高阳捷迅

高阳捷迅成立于 2005 年, 最初主要从事电信运营商支付系统的开发及后续维护业务。2007 年, 高阳捷迅进入线上充值领域, 与国内多数电商平台

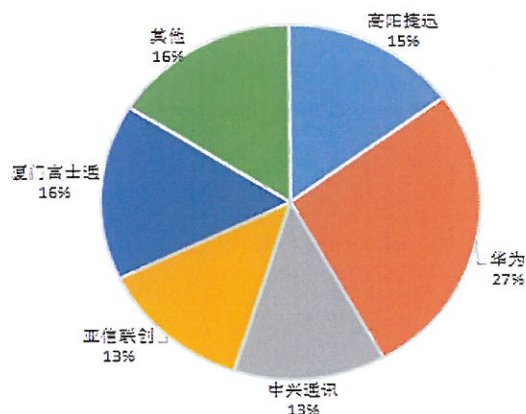
及游戏公司建立了合作关系。此外, 公司还进入了第三方支付领域, 旗下子公司北京一九付支付科技有限公司于 2012 年获得第三方支付牌照, 与线上充值、综合兑换业务形成互补格局。目前高阳捷迅已形成了运营商支付系统开发、互联网小额数字化服务交易和第三方支付业务三大业务体系。其中, 支付系统开发业务经过多年发展, 已进入成熟期; 第三方支付业务尚处于投入阶段, 对业绩贡献较小; 而互联网小额业务是高阳捷迅主要的收入和利润来源, 其又可分为线上充值和综合兑换业务。

图 6: 高阳捷迅支付系统在中国联通的市场份额



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

图 7: 高阳捷迅支付系统在中国电信的市场份额

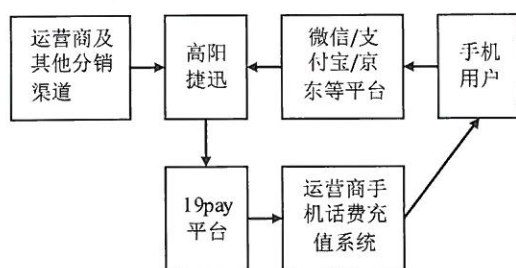


资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

高阳捷讯的支付系统开发业务主要是为电信运营商提供话费充值缴费系统的开发和维护服务，目前该业务已覆盖中国联通总公司和 22 个省份及香港分公司、中国电信总公司和 5 个省份公司，是中国联通和中国电信主要合作伙伴之一。高阳捷讯的充值系统开发方案主要为 ICT 解决方案，便于业务集中化管理，在系统灵活性上有一定优势。尽管支付系统开发业务后续成长空间有限，但其有助于公司了解运营商平台的运行规则，在业务接入上拥有先发优势。在系统供应商中，高阳捷讯不仅提供软件接口，还进行后续充值运营，产业链优势较为明显。

线上充值业务由收卡环节和充值环节两个部分组成，具体来看，高阳捷讯首先通过电信运营商接口、实体卡销售商或互联网平台等不同渠道采购话费充值资源，然后从电商平台收集消费者充值需求，将充值申请转给 19pay 平台（由北京一九付支付科技有限公司运营），由其对接运营商充值系统完成充值。高阳捷讯从中按不同的收费模式获取相应利润。

图 8：高阳捷讯线上充值流程



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

高阳捷讯在充值业务中处于渠道商地位，在多年的运营发展中建立了稳定的上下游渠道。目前高阳捷讯收卡渠道已覆盖三大运营商，采取直接从运营商接口充值为主，互联网收卡（主要来自综合兑换业务）及购买实体卡为辅的方式获取充值资源，上述三方的交易量占比约为 8:1:1。下游销售渠道方面，高阳捷讯已于全国多数主流移动互联网平台公司（阿里巴巴、腾讯、京东等）达成合作，并通过技术手段及建立全国性的代理商网络形成全国性覆盖，目前高阳捷讯拥有行业三分之一的市场份额，规模优势显著。

从盈利模式来看，以 100 元充值面值的业务为例，高阳捷讯从运营商及其他渠道购买充值资源的价格一般在 98~99 元间，该价格随运营商折扣力度的调整而变动，在此基础上上浮一定价格卖给终端消费者。2012~2014 年，高阳捷讯的话费收益率（收入/流水）分别为 0.47%、0.71%和 0.24%，扣除部分银行、平台商渠道及自身运营成本，最终每笔流水的利润率（毛利/流水）分别为 0.25%、0.45%和 0.19%。

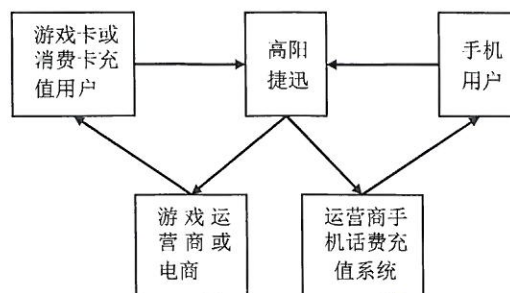
表 4：2012~2014 年高阳捷讯线上支付业务情况

项目	2012	2013	2014
公司充值流水（亿元）	88.70	117.24	319.87
收入（万元）	4,174.16	8,339.03	7,564.85
收入/流水（%）	0.47%	0.71%	0.24%
毛利/流水（%）	0.25%	0.45%	0.19%
毛利（万元）	2,234.97	5,219.93	6,120.99

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在线上充值市场规模大幅扩大的情况下，受益于强大的技术支持、丰富的上下游渠道资源及高鸿股份的资金支持，高阳捷讯充值流水规模显著增长，且保持较高的充值周转效率，每月约 5~6 次。2012~2014 年，公司充值流水分别为 88.70 亿元、117.24 亿元和 319.87 亿元，实现收入 4,174 万元、8,339 万元和 7,565 万元，2014 年收入下降主要系市场竞争加剧，流水利润率下滑，以及营业税改增值税两方面因素影响。

图 9：高阳捷讯综合兑换业务流程



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合兑换业务是指用户以话费充值卡作为交换对象，换取其他例如游戏卡、购物充值卡等商品的方式。与话费充值相比，综合兑换业务具有收卡、兑换和销卡三个环节，当客户输入话费充值卡帐号及密码后，19pay 向电商平台或游戏公司发出产品需求通知并垫付资金，由其为用户的游戏卡或购物

充值卡充值；随后在收到手机用户充值需求后，将之前收到的充值卡向用户进行充值。

手机充值业务为单向业务，高阳捷迅作为渠道代理商，议价能力相对较弱，流水利润率较低；而综合兑换平台为双向业务，高阳捷迅可在平台上连接用户和商户，实现多赢的局面，因此用户越多，其对用户及商户的议价能力就越强，而且可实现双向收费。2012~2014 年，高阳捷迅兑换业务收益率（收入/流水）及流水利润率（毛利/流水）分别为 2.61%、2.87%、2.61% 和 1.76%、2.02%、1.48%，盈利能力远高于线上充值业务。

2012~2014 年，高阳捷迅综合兑换业务收入分别为 9416 万元、11,669 万元和 9938 万元，收入增幅较小，主要原因为网上银行和第三方支付的发展，使用话费卡换购点卡或购物卡的需求受到一定冲击，增速趋缓。2014 年以来，高阳捷迅逐步拓展综合兑换业务的范围，二季度推出微信服务号“捷迅话费卡转让”，目前已上线的应用为京东卡兑换，提供话费充值卡兑换京东礼品卡服务。

表 5：2012~2014 年高阳捷迅综合兑换业务情况

项目	2012	2013	2014
公司兑换流水（亿元）	36.09	40.67	38.11
收入（万元）	9,416.27	11,669.37	9,938.06
收入/流水（%）	2.61%	2.87%	2.61%
毛利/流水（%）	1.76%	2.02%	1.48%
毛利（万元）	6,357.79	8,224.54	5,627.66

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

高鸿通信

高鸿通信主营业务主要包括电信增值业务、应用分发和移动互联网三个部分。电信增值业务，高鸿通信拥有工业与信息化部颁发的《增值电信业务经营许可证（全国）》，可从事全国范围内的基于移动通信网络和固定互联网络的电信增值业务服务。凭借全网运营资质和先进的增值业务平台技术，高鸿通信已与三大电信运营商达成合作协议。该业务收入主要来自通道资费的分成，根据不同的业务类型，每次服务资费从 1 元到 100 元不等，与运营商的分成根据业务类型的不同有 1.5:8.5、2:8、3:7、4:6、5:5 等。取得计费通道后，高鸿通信与众多内容开发商和内容服务提供商合作，向手机用户提供

包括信息、资讯、游戏、阅读、动漫、音乐等各种不同类型的服务，用户享有服务后向电信运营商缴纳增值服务费，运营商收到用户缴纳的费用后再与高鸿通信结算。

应用分发业务是高鸿通信 2013 年拓展的新业务，该业务将 APP 内容开发商提供的产品推送给用户。高鸿通信目前主要通过线下刷机的方式分发应用，以每激活一个 APP 或更新一次 APP 向应用运营方或广告主收取费用。高鸿通信该业务以二、三、四线城市为主，目前已扩展至 100 多个城市的 3000 多家代理商；而上游 APP 运营方主要为阿里巴巴、腾讯、奇虎 360、百度等大型互联网企业。高鸿通信目前每月的刷机数量约 150~200 万台，平均一台手机预装 20 个 APP，平均每个 APP1.5 元，平均激活率为 20%，2014 年该业务收入约 1 亿元。

此外，为响应国家文化创意产业发展号召，高鸿通信开拓了基于互联网和移动互联网传播运营新媒体内容（包括动漫、文学和游戏）的运营服务，已完成大唐文学、大唐动漫平台建设，并签约大量原创作者，将优秀的原创作品通过互联网和手机推送给用户。目前高鸿通信与运营商动漫基地、阅读基地和游戏基地签署了合作协议，并得到国家相关部委的大力支持，其中财政部和工信部分别予以扶持资金支持。

IT 销售板块

公司 IT 销售业务主要为笔记本电脑、台式电脑、数码产品等 IT 产品的批发及零售业务，主要由大唐高鸿信息技术有限公司（以下简称“高鸿信息”）和江苏高鸿鼎恒信息技术有限公司（以下简称“高鸿鼎恒”）负责经营。

公司原主要通过线下实体店和网上商城等平台开展销售业务，近年来线下电子产品销售受到网上电商的冲击，而线上商城也被京东、淘宝等电商垄断，导致公司 IT 销售业务的盈利能力持续下滑。目前公司已基本停止终端零售业务，专注于供应商与零售商间的渠道销售业务，2012~2014 年该板块销售收入分别为 37.76 亿元、50.30 亿元和 43.85 亿元，毛利率分别为 2.59%、2.36% 和 2.00%。从利润贡献来看，IT 销售业务仍为公司收入的主要来源，

但利润贡献已下降至 20% 以下。

采购方面，公司通过统购分销、定制报销的形式采购产品，目前上游供应商主要为三星（中国）投资有限公司、联想（上海）电子科技有限公司、

华硕电脑（上海）有限公司等产品生产商。经过多年的业务往来，公司已与 IT 行业各生产商建立了较为密切的战略合作关系，可获得厂家提供优惠的采购价格，采购成本控制较好。

表 6：2012~2014 年公司 IT 产品销售情况

	2012		2013		2014		2015.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
笔记本电脑	34.14	2.70%	46.06	1.68%	39.08	2.13%	10.27	2.13%
台式电脑	2.32	1.54%	2.27	2.63%	1.95	1.09%	0.97	4.84%
数码产品	0.95	1.60%	1.26	1.69%	2.61	0.42%	0.27	4.91%
投影	0.01	2.79%	-	-	0.05	6.96%	-	-
散件	0.34	1.51%	0.71	46.55%	0.17	4.58%	0.05	12.70%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司拥有较为丰富的产品线，主营产品包括笔记本电脑、台式电脑、数码产品等千余种商品，其中笔记本电脑销售收入占总销售收入的 90% 左右。下游客户方面，公司主要为苏宁云商集团股份有限公司（以下简称“苏宁云商”）、江苏五星电器有限公司、南京东州科技有限公司等公司提供采购服务，客户集中度很高，其中苏宁云商占比在 40%。结算周期方面，苏宁云商等客户付款账期一般在 30~45 天，以票据结算，而公司上游账期为 15~30 天，上下游账期不匹配使公司面临一定的垫资压力。

发展规划

公司始终坚持既定的“十二五”发展战略，仍将继续在“建立面向广大独立决策的投资和消费者主体的服务体系”发展战略的指引下，推进公司三个业务板块稳健、快速发展，持续提升公司的可持续发展能力、核心竞争力及盈利能力，逐步将公司打造为具有高社会价值、投资价值的企业，致力于成为“面向企业信息化应用的物联网和融合通信技术、产品、服务提供商”与“面向广大个体消费群体的移动互联网和互联网支撑的服务提供商”，与产业链上下游合作共赢，实现价值共享。公司积极推动产融结合，优化商业模式，深入优化业务和资产结构，整合产业链价值资源，加强内部控制风险管理，逐步提升综合管理水平，强化运营把控，提升运营支撑能力，全力推进“十二五”发展战略目标的落地。

分业务板块来看，企业信息化业务方面，公司要继续优化下属子公司的组织管理架构，统一市场平台管理，实施直销模式和代理模式相结合的市场策略，推进自研产品业务走向自主可控的核心产品输出，推进系统集成业务向自主实施的核心解决方案演进；要坚持行业解决方案和运营服务平台并举的经营规划思路，加强内部业务协同，努力成为国内领先的解决方案及运营服务的提供商；继续贯彻广电纵深战略，全力拓展行业信息安全领域，推出新产品，提高市场份额；加强与三大运营商密切合作，完善服务外包业务布局，扎实做好运营基地管理体系建设，加强区域政策对接。软件业务方面深耕老市场，继续跟进原有客户，推广新产品或新功能，提高软件产品附加值；另一方面要利用老产品技术优势，拓展新市场，通过内部协同拓展广电市场，提高利润增长点。

信息服务业务方面，公司话费充值兑换业务要在深耕细作的基础上，积极占领互联网入口；加快爱优兑业务的拓展进度，全力拓展面向 C 类用户的综合卡兑换，深入拓展 3 个细分行业，面向商户进行试推广，并收集反馈意见快速完善产品功能。在巩固传统通道业务基础上，拓展渠道合作伙伴，推进综合支付 SDK 业务发展。

IT 销售方面，面对行业激烈的市场竞争，公司将全力拓展国内知名电子商务平台市场，利用现有销售平台的优势，深挖客户资源，聚焦重点产品，利用现有渠道优势，在提高资金使用效率的基础上实现业绩稳步增长。

公司治理

作为上市公司，高鸿股份公司按照《公司法》、《证券法》等有关法律法规的要求，建立了以《公司章程》为基础的规章制度；建立了符合现代企业制度、以《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等为主要架构的规章制度；形成了以股东大会、董事会、监事会及管理层为架构的决策、经营管理及监督体系，股东大会、董事会、监事会及管理层授权明晰、操作规范、运作有效。股东大会是最高权力机构，董事会作为公司经营决策机构，依法及时组织董事会会议的召开，审议公司重要事项，对股东大会负责。公司还聘任了5名独立董事，对公司重大事项发表事前认可和独立意见。监事会对董事会及经营层的工作进行监督，及时召开会议对公司重要事项进行审议并出具意见，确保公司合法合规运营，维护全体股东尤其是中小股东的合法权益。公司管理层对董事会负责，主持公司经营管理，实施董事会决议。

公司董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会以及提名委员会四个专业委员会，除战略委员会外，其他三个专业委员会均由独立董事占多数并担任召集人。2014年，公司董事会各专业委员会定期召开了专业委员会会议，在公司战略规划、对外投资、内部控制管理、薪酬体系的完善、人才的甄选等方面提出中肯的意见和建议，发挥了各委员会的专业作用，对公司的重大事项决策提供了有力的支持。

在综合考虑各业务特点及内控管理要求等要素的基础上，公司明确了各部门的权利、责任和权利，并制定了相应的岗位职责和管理制度，各部门分工明确。公司各个职能部门和下属子公司能够按照公司制订的管理制度规范运作，形成了与公司实际情况相适应的、有效的经营运作模式。

为规范管理，控制经营风险，公司对内部控制体系进行持续的改进和优化，以适应不断变化的外部环境及内部管理要求。近年来，公司在已有内部控制制度的基础上对部分重要制度进行了修订及补充，以确保内部控制制度可以贯穿于公司经营管

理活动的各层面和各环节，确保公司各项工作有效运行，构建健全完善的内部治理体系。

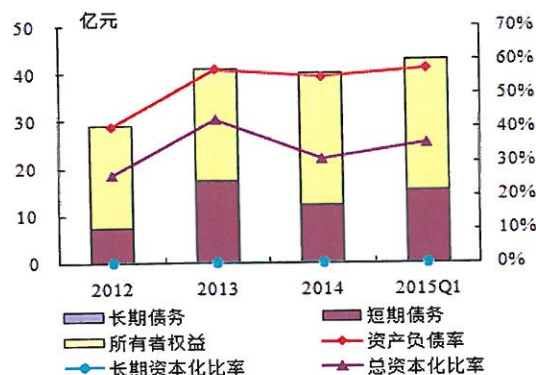
总体来看，公司治理结构较为完善，同时通过不断建立健全内部控制体系并促进其有效实施，保证了公司经营合法合规、财务信息真实完整，提高公司经营效率和效果，促进公司战略发展目标的实现。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012~2014年财务报告，以及未经审计的2015年3月财务报表。

资本结构

图 10：2012~2015.Q1 公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

为进一步完善产业布局，近年来公司在并购方面投资规模较大，其资产和负债规模也稳步增长。2012~2014年公司资产总额分别为35.90亿元、55.32亿元和61.77亿元，年均复合增长率达31.17%。所有者权益方面，公司2014年11月通过启动限制性股票激励计划，向被激励对象以5.27元/股授予限制性股票725万股，募集资金净额0.38亿元，自有资本实力得到一定程度的充实。2012~2014年公司所有者权益（含少数股东权益）分别为21.49亿元、23.62亿元和27.77亿元，年均复合增长率为13.68%。

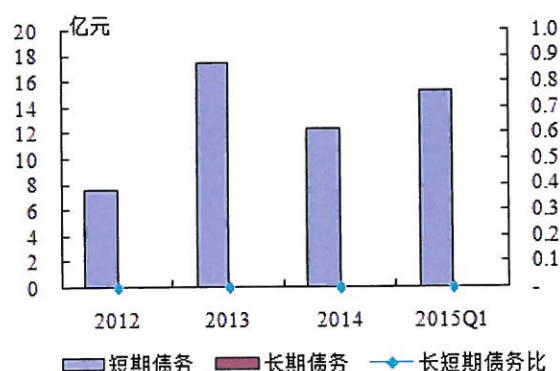
公司财务策略较为谨慎，财务杠杆水平较低。2012~2014年，公司负债总额分别为14.41亿元、31.70亿元和34.00亿元；资产负债率分别为40.13%、57.30%和55.04%；总资本化比率分别为

25.87%、42.44%和 30.74%。

截至 2015 年 3 月 31 日,公司资产总额为 65.62 亿元,所有者权益(含少数股东权益)为 27.81 亿元,资产负债率和总资本化比率分别为 57.63%和 35.49%,较年初水平略有增长,但仍处于较低水平。

从债务期限结构来看,公司债券全部为短期债务,2012~2014 年公司短期债务分别为 7.50 亿元、17.42 亿元和 12.33 亿元,债务结构不甚合理。截至 2015 年 3 月 31 日,公司短期债务规模增至 15.30 亿元。若此次公司债券成功发行,公司将新增 7.4 亿长期债务,在一定程度上优化公司的债务结构。

图 11: 2012~2015.Q1 公司长短期债务情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看,公司负债规模适中,且随着限制性股票激励计划的实施和经营利润的累积,公司自有资本实力持续增强,负债水平较低。但公司债务全部为短期债务,债务结构尚待优化。

盈利能力

公司目前收入主要来源于 IT 销售板块、企业信息化板块和信息服务板块。依托行业的稳定增长以及公司自身的收购兼并,公司营业收入呈现快速增长态势。2012~2014 年公司分别实现营业总收入 46.17 亿元、62.12 亿元和 70.81 亿元,年均复合增长率达 23.84%。其中,IT 销售板块仍是公司收入的主要来源,2014 年该部分收入为 43.85 亿元,占当年营业总收入的 61.93%;企业信息化服务板块收入为 22.86 亿元,占当年营业总收入的 32.28%;信息服务板块收入为 3.86 亿元,占当年营业总收入的 5.45%。

毛利率方面,2014 年公司业务综合毛利率为 7.08%,较上年增加了 1.82 个百分点。从各业务板块的毛利空间来看,IT 销售板块毛利率为 2.00%,较上年略有下降;企业信息化服务板块毛利率为 9.55%,较上年减少了 2.34 个百分点,主要系低毛利的集成业务收入占比上升所致;信息服务板块毛利率为 46.12%,较上年提升了 8.33 个百分点,原因主要为 2014 年高阳捷迅全年业绩并表,其业务收入占比上升,带动该板块盈利空间有所扩大。

虽然公司综合毛利率整体偏低,但随着高毛利率的信息服务板块业务规模的不断增加,其综合毛利水平有望得到改善。2015 年 1-3 月,公司取得营业总收入 14.80 亿元,业务综合毛利率为 7.24%,整体仍呈稳步提升态势。

表 7: 2012~2015Q1 公司主营业务收入构成及毛利率情况

单位: 亿元

	2012		2013		2014		2015Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
IT 销售业务	37.76	2.59%	50.30	2.36%	43.86	2.00%	11.58	2.45%
企业信息化服务	7.31	22.24%	9.49	11.89%	22.86	9.55%	2.30	15.84%
通讯设备产品及制造	1.93	78.09%	2.42	37.84%	3.43	37.47%	0.68	21.18%
计算机涉密及系统集成	5.38	2.12%	7.0	2.99%	19.43	4.63%	1.62	13.94%
信息服务业务	1.00	21.72%	2.15	37.79%	3.86	46.12%	0.90	45.37%
线上话费充值	-	-	0.46	70.00%	1.06	80.91%	0.28	83.56%
线上综合兑换业务	-	-	0.47	64.00%	0.99	56.63%	0.17	69.84%
电信增值业务	1.00	21.72%	1.22	16.00%	1.60	13.39%	0.40	10.30%
线上彩票销售	-	-	-	-	0.21	48.40%	0.05	14.67%
其他业务收入	0.04	68.89%	0.13	100.00%	0.14	100.00%	0.02	100.00%
合计	46.11	6.17%	62.07	5.26%	70.72	7.05%	14.80	7.26%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

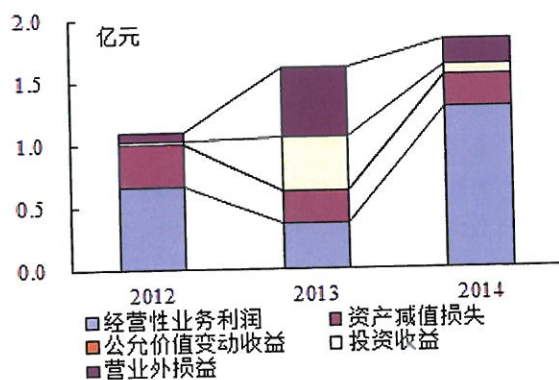
期间费用方面，由于近年来公司持续并购，业务规模不断增加，同时人力资源成本也逐年上涨，故相应的销售费用和管理费用规模增加较快。而外部融资规模的加大也使得财务费用规模快速增加。2012~2014 年公司期间费用分别为 2.09 亿元、2.77 亿元和 3.57 亿元，占当年营业收入的比例分别为 4.53%、4.46%和 5.04%。总体来看，虽然公司期间费用规模逐年增加，但受益于营业收入的稳步增长，期间费用占营业收入的比重基本保持平稳。

表 8：2012~2014 年公司期间费用分析

单位：亿元			
项目	2012	2013	2014
销售费用	0.68	0.81	0.94
管理费用	0.85	1.31	1.75
财务费用	0.57	0.65	0.88
三费合计	2.09	2.77	3.57
营业收入	46.17	62.12	70.81
三费收入占比	4.53%	4.46%	5.04%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

图 12：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成，2012~2014 年公司实现经营性业务利润 0.65 亿元、0.35 亿元、1.27 亿元，2013 年由于业务毛利率下降及三费收入上升影响，当年经营性业务利润显著减少。不过，在投资收益、增值税返还及政府扶持资金的补充下，公司 2012~2014 年分别取得利润总额 0.40 亿元、1.08 亿元和 1.32 亿元，实现净利润 0.22 亿元、0.76 亿元和 1.01 亿元，呈逐年上升趋势。

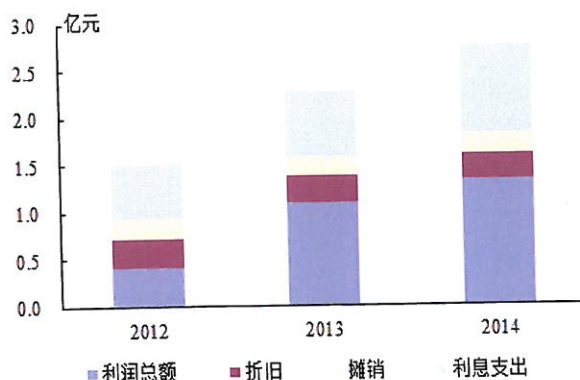
总体来看，由于业务规模较大的 IT 销售业务毛利空间较窄，该部分低毛利率业务拉低了公司整

体利润空间，但随着高毛利的信息服务业务的日益成熟和不断发展，公司整体盈利能力有望持续增强。

偿债能力

近年来随着公司业务规模的不断扩大，债务规模亦有所增加，2012~2014 年公司总债务分别为 7.50 亿元、17.42 亿元和 12.33 亿元，且全部为短期债务。截至 2015 年 3 月末，公司债务规模增至 15.30 亿元，考虑其债务规模相对较小，公司短期偿债压力可控。

图 13：2012~2014 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司 EBITDA 主要由利润总和和利息支出构成，在利润总额稳步增长的带动下，公司 EBITDA 亦呈逐年上升趋势，2012~2014 年分别为 1.51 亿元、2.27 亿元和 2.74 亿元。从偿债能力看，2012~2014 年公司总债务/EBITDA 指标分别为 4.96、7.66 和 4.49 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.57、3.25 和 2.97 倍，EBITDA 对债务及利息的覆盖程度尚可。从现金流角度看，2012~2014 年公司经营活动净现金流分别为 -0.37 亿元、1.57 亿元和 -3.54 亿元，经营活动净现金流规模呈波动态势。公司 2014 年经营性现金流大幅下滑，主要是由于高阳捷迅话费充值业务迅速扩展，代付款项增加，致使现金流出大幅增加所致。2015 年 1-3 月，公司经营性净现金流为 -0.53 亿元，其经营性现金流历年存在一定波动，未来中诚信证评将持续关注公司的经营性现金流表现。

表 9：2012~2014 年公司主要偿债指标

指标	2012	2013	2014	2015.Q1
总资产 (亿元)	35.90	55.32	61.77	65.62
总债务 (亿元)	7.50	17.42	12.33	15.30
资产负债率 (%)	40.13	57.30	55.04	57.63
总资本化比率 (%)	25.87	42.44	30.74	35.49
经营活动净现金流 (亿元)	-0.37	1.57	-3.54	-0.53
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.05	0.09	-0.29	-0.14
经营活动净现金/利息支出 (X)	-0.62	2.25	-3.84	-
EBITDA (亿元)	1.51	2.27	2.74	-
总债务/EBITDA (X)	4.96	7.66	4.49	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.57	3.25	2.97	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

融资方面，公司与多家金融机构一直保持良好的合作关系，截至 2015 年 3 月 30 日，公司共获得各银行授信额度共计 22.97 亿元，其中未使用授信额度 10.36 亿元，未来备用流动性较为充裕。

或有事项方面，截至 2015 年 3 月 31 日，公司董事会决议审批通过的担保金额为 8.54 亿元，与当期所有者权益 (27.81 亿元) 的比重约为 30.71%，全部系为子公司提供的担保，担保风险相对可控。

总体来看，公司债务规模适中，财务结构较为稳健，具备一定的盈利能力和成长性，整体偿债能力很强。但同时我们也将谨慎关注未来公司的资本支出压力和债务结构的优化情况，以及公司经营性现金流的波动对偿债能力的影响。

结 论

综上，中诚信证评评定大唐高鸿数据网络技术股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“大唐高鸿数据网络技术股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 **AA**。

关于大唐高鸿数据网络技术股份有限公司 2015年公司债券的跟踪评级安排

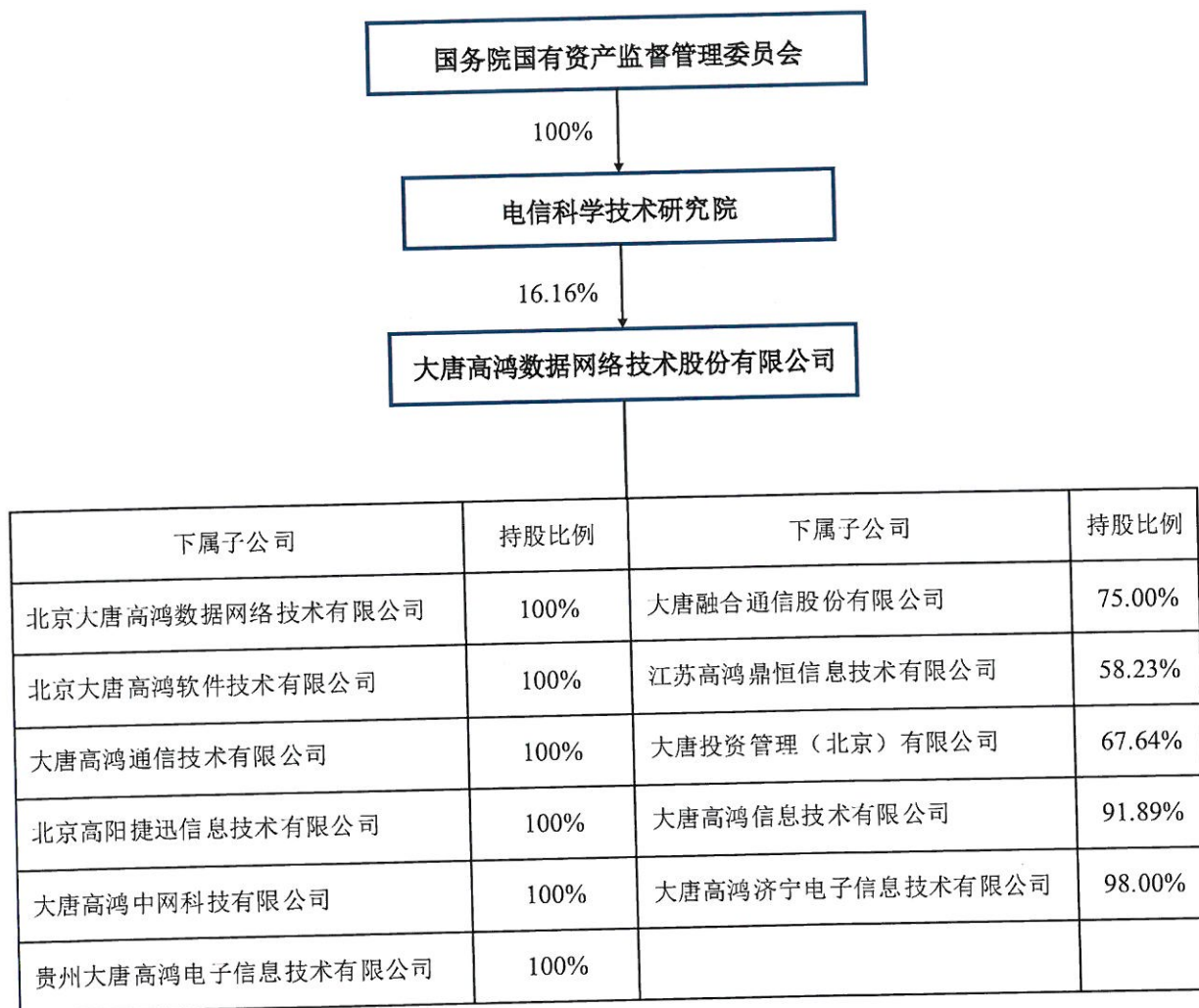
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

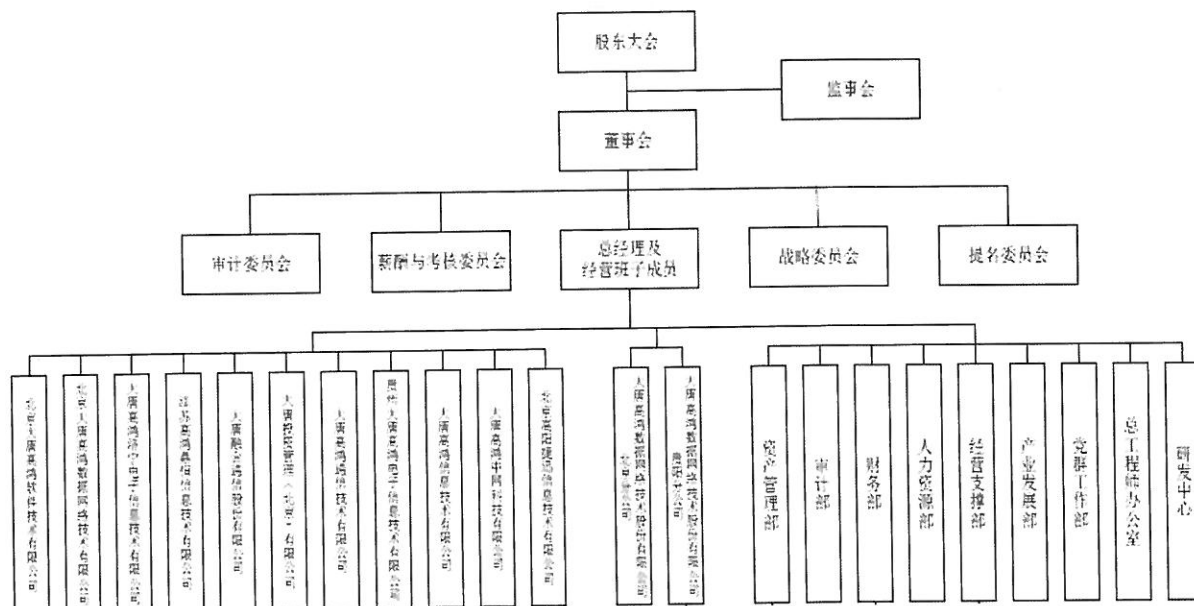
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

附一：大唐高鸿数据网络技术股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附二：大唐高鸿数据网络技术股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附三：大唐高鸿数据网络技术股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015Q1
货币资金	118,901.50	115,374.95	66,141.79	70,872.48
应收账款净额	86,451.79	111,129.02	140,134.83	127,421.15
存货净额	27,555.77	68,217.19	125,365.07	135,079.98
流动资产	309,920.90	466,449.78	486,448.17	521,661.94
长期投资	5,898.29	10,195.14	14,456.84	15,760.71
固定资产合计	29,937.45	29,739.66	42,819.09	43,215.83
总资产	359,048.39	553,224.23	617,683.20	656,219.65
短期债务	75,000.00	174,155.71	123,253.28	153,008.94
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	75,000.00	174,155.71	123,253.28	153,008.94
总负债	144,100.13	317,011.53	340,002.06	378,146.67
所有者权益（含少数股东权益）	214,948.26	236,212.70	277,681.13	278,072.98
营业总收入	461,685.97	621,178.95	708,062.99	147,972.43
三费前利润	27,456.56	31,244.12	48,455.31	10,532.10
投资收益	281.63	4,365.19	878.71	247.25
净利润	2,249.90	7,635.61	10,073.95	93.97
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	15,128.00	22,728.09	27,428.40	0.00
经营活动产生现金净流量	-3,657.22	15,693.96	-35,430.08	-5,299.47
投资活动产生现金净流量	-11,971.01	-51,941.93	-16,381.19	-17,682.33
筹资活动产生现金净流量	103,138.53	32,183.17	603.88	28,638.15
现金及现金等价物净增加额	87,510.30	-4,064.80	-51,207.38	5,656.35
财务指标	2012	2013	2014	2015Q1
营业毛利率（%）	6.17	5.26	7.08	7.24
所有者权益收益率（%）	1.05	3.23	3.63	0.14
EBITDA/营业总收入（%）	3.28	3.66	3.87	0.00
速动比率（X）	2.01	1.27	1.09	1.04
经营活动净现金/总债务（X）	-0.05	0.09	-0.29	-0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.05	0.09	-0.29	-0.14
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.62	2.25	-3.84	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.57	3.25	2.97	-
总债务/ EBITDA（X）	4.96	7.66	4.49	-
资产负债率（%）	40.13	57.30	55.04	57.63
总债务/总资本（%）	25.87	42.44	30.74	35.49
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2015年一季度财务数据经年化调整。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。