

湖北凯乐科技股份有限公司

2016 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【245】号 01

债券剩余规模：7 亿元
债券到期日期：
2019 年 1 月 21 日
债券偿还方式：
按年付息，到期一次还
本

分析师

姓名：
刘志强 董斌

电话：
0755-82872120

邮箱：
liuzhq@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

湖北凯乐科技股份有限公司

2016 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 6 月 7 日	2016 年 1 月 7 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖北凯乐科技股份有限公司（以下简称“凯乐科技”或“公司”）及其 2016 年 1 月 21 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司光缆产业链已覆盖光纤、光缆、硅芯管等产品，2015 年塑料管材业务收入大幅增长；2015 年公司新增多项业务，经营进一步多元化，有利于降低公司经营风险；同时，我们也关注到了公司房地产业务收入逐步下滑，有息债务规模仍较大，新增业务毛利水平较低等风险因素。

正面：

- 公司光缆产业链较为完善，2015 年以来塑料管材业务收入大幅增长。公司光缆产业链已覆盖光纤、光缆、硅芯管等产品，产业链较为完善；2015 年公司对光纤生产线进行改造，使得光纤和光缆产能提升至 1,200 万芯公里/年；2015 年光缆产量和销量分别为 857.41 万芯公里和 863.34 万芯公里，分别同比增长 30.90%和 34.08%，在光缆产销量增长的带动下，2015 年公司塑料管材业务实现收入 16.05 亿元，同比增长 48.30%。
- 2015 年公司新增多项业务，经营范围进一步多元化，利于分散公司的经营风险。2015 年公司通过收购上海凡卓通讯科技有限公司（以下简称“上海凡卓”）等公司新增通讯软件技术开发业务、电信增值等业务，2016 年公司新增大额军品贸易业务收入，经营范围多元化趋势明显，利于分散公司的经营风险。

关注:

- 公司已完工房地产项目已基本销售完毕，短期内房地产业务收入将继续下降。截至 2016 年 3 月末，公司已完工房地产项目建筑面积合计为 66.02 万平方米，已售面积 59.47 万平方米。
- 公司有息债务规模仍较大，存在一定的偿债压力。截至 2016 年 3 月末公司有息负债规模为 30.30 亿元，规模仍较大，存在一定的偿债压力。
- 2015 年公司新增通讯软件技术开发业务收入来源变动较大，且客户集中度较高，毛利率较低。公司通过收购上海凡卓新增通讯软件技术开发业务，2015 年上海凡卓实现营业收入 15.56 亿元，其中手机 PCBA 板业务实现收入 9.12 亿元，同比下降 17.84%，新增手机整机贸易业务 5.96 亿元，前五大客户收入总额为 1.35 亿美元，毛利率为 10.76%。
- 2016 年第一季度，公司新增大额军品贸易业务收入，该业务毛利率较低，且对单一客户依赖较大，未来持续性和稳定性有待观察。2016 年第一季度，公司实现军品贸易业务收入 8.81 亿元，其中，中国普天信息产业股份有限公司收入占比为 87.30%，毛利率为 5.69%。
- 2015 年以来，公司新增通讯软件技术开发、计算机系统集成和军品贸易等多种业务，在发展过程中存在管理风险和经营策略风险。2015 年以来，公司通讯软件技术开发、计算机系统集成和军品贸易等多个业务，与公司原主业相关度不高，后续发展存在一定管理风险和经营策略风险。

主要财务指标:

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产 (万元)	811,114.13	773,106.32	559,635.51	548,702.34
归属于母公司所有者权益 (万元)	287,349.04	283,532.70	174,524.22	176,682.31
有息债务 (万元)	302,959.51	288,063.86	337,948.47	271,069.05
资产负债率	62.39%	61.45%	66.80%	64.36%
流动比率	1.65	1.46	1.56	1.58
速动比率	0.95	0.84	0.63	0.59
营业收入 (万元)	148,077.32	323,011.25	174,309.14	191,963.55
营业利润 (万元)	5,384.39	13,441.30	5,723.95	11,138.72
利润总额 (万元)	5,555.94	13,676.20	5,932.50	11,811.18
综合毛利率	10.30%	17.05%	23.77%	27.37%
总资产回报率	-	4.12%	3.10%	2.45%

EBITDA (万元)	-	36,180.97	24,486.26	27,038.02
EBITDA 利息保障倍数	-	1.56	1.41	1.43
经营活动现金流净额 (万元)	-41,548.79	95,686.64	-8,204.12	20,974.97

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度报告，鹏元整理

一、 本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2015】2807号批准，公司于2016年1月21日发行三年期7亿元公司债券，票面利率为6.8%，按年付息，到期一次还本；截至2016年5月20日，尚未到首个付息期。本期债券募集资金已全部用于公司补充流动资金。

二、 发行主体概况

截至2016年3月31日，公司注册资本为66,674.76万元，与2015年末相比未发生变化。公司第一大股东仍为荆州市科达商贸投资有限公司，持股比例为22.23%，公司实际控制人仍为公安县凯乐塑管厂。2015年，公司新增通讯软件技术开发、军品贸易、计算机系统集成和电信增值等业务收入，纳入合并范围子公司变动情况如下表所示。

表1 2015年纳入合并范围子公司变动情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	纳入合并范围时间	合并方式
上海凡卓通讯科技有限公司	100.00%	601.99	手机PCBA板开发和销售和整机贸易业务	2015年4月	收购
长沙好房子网络科技有限公司	61.00%	610.00	网络技术研发等、房产经纪等	2015年7月	收购
长沙好房文化传播有限公司	61.00%	50.00	文化活动组织策划等	2015年7月	收购
湖南斯耐浦科技有限公司	60.00%	60.00	计算机软硬件的开发与销售等	2015年12月	收购

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
武汉华大博雅教育发展有限公司	51.00%	1,000	教育	企业托管给许春英
湖北黄山头酒业有限公司	82.00%	11,200	白酒生产	转让股权

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

2015年12月，公司与自然人徐春英签订《武汉华大博雅教育发展有限公司经营权转让合同》，将华大博雅教育发展有限公司经营权转让给徐春英，转让期限自2015年12月31日起至2025年6月6日止。转让期间，受让方自负盈亏，公司对华大博雅公司不具有控制权，不纳入合并范围。

公司向第一大股东荆州市科达商贸投资有限公司转让所持有的湖北黄山头酒业有限公司（以下简称“湖北黄山头”）38.23%股权，转让价为2.46亿元，实现投资收益2,340.53万元。

本次转让后，荆州市科达商贸投资有限公司持有黄山头公司股权为51%，公司股权比例由82.09%下降至43.86%，不再对湖北黄山头有实质控制权，2016年起湖北黄山头不再纳入公司合并范围。

截至2016年3月31日，公司总资产81.11亿元，归属于母公司所有者权益为28.73亿元，资产负债率62.39%。2015年，公司实现营业收入32.30亿元，利润总额1.37亿元，经营活动现金净流入9.57亿元。

三、运营环境

1. 光纤光缆行业

在政策支持和运营商投入增加的背景下，国内光纤光缆市场需求稳步增长，但同时存在市场集中度较高和未来产能过剩等风险

2015年，国家提出“网络强国战略”，积极推动网络提速降费，提升4G网络和宽带基础设施水平，使得移动互联网、IPTV等新型信息服务普及通信行业保持快速发展。我国信息化建设坚持以信息化带动工业化、以工业化促进信息化，信息产业已成为拉动中国经济的重要引擎。宽带作为信息化的基础设施，是信息产业发展的基石；而光纤光缆是宽带网络建设的重要材料与光信息的传输载体，因此光纤光缆行业在国家宽带建设中扮演着重要角色和作用。

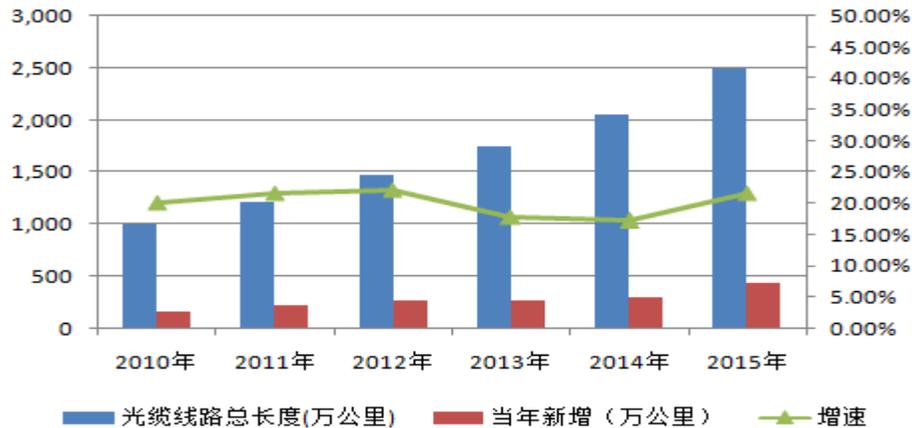
2015年10月14日，国务院召开常务会议，决定完善农村及偏远地区宽带电信普遍服务补偿机制，缩小城乡数字鸿沟。会议提出，力争到2020年，实现约5万个未通宽带行政村通宽带、3,000多万农村家庭宽带升级，使宽带覆盖98%的行政村，并逐步实现无线宽带覆盖，预计总投资超过1,400亿元。2015年全国新建光缆线路441.3万公里，光缆线路总长度达到2,487.3万公里，同比增长21.6%。2015年，通信运营业固定资产投资规模完成4,539.1亿元，投资完成额比上年增加546.5亿元，同比增长13.7%，比上年增速提高7.4个百分点。

图1 2010-2015年通信运营行业固定资产投资完成情况



资料来源：工信部《2015年通信运营统计公报》

图2 2010-2015年中国光缆线路建设情况



资料来源：工信部《2015年通信运营统计公报》

政策利好给光纤光缆业发展带来的积极影响，也带动了行业市场容量不断扩大，行业龙头企业进一步扩大生产规模，2015年国内光纤光缆市场需求总量约为2亿芯公里，而国内企业的年产能已经达到了2.4亿芯公里。同时，由于光纤光缆的产品属性所限，其本身生命周期大概是50年，而一旦一次产品更新或换代完成，后期的需求就会明显减弱，未来产能过剩带来的问题将逐渐凸显。

我国光纤光缆生产厂家数量达200家以上，国内厂商的光纤光缆产品集中在技术含量较低的领域，市场竞争激烈。据赛迪咨询数据显示，长飞光纤、亨通光电、富通光电、烽火通信、通鼎互联、中天科技六大厂商产能占到国内整个光缆产能的70%-80%，市场集中度较高。2015年在光纤需求量大幅增长的情况下，各大光纤生产厂家收入均有不同程度的增长。

表2 国内主要光纤光缆公司2014-2015年业绩表现（单位：亿元）

公司名称	2015年			2014年		
	营业收入	毛利率	净利率	营业收入	毛利率	净利率
烽火通信	134.90	26.54%	5.24%	107.21	26.48%	5.88%
亨通光电	136.22	20.23%	5.11%	104.2	19.03%	3.68%
中天科技	165.23	16.88%	6.12%	86.41	18.97%	6.84%
通鼎互联	31.22	22.62%	6.91%	30.31	21.90%	6.13%
凯乐科技	32.30	17.05%	3.83%	17.37	23.78%	2.94%

资料来源：wind，鹏元整理

2.手机行业

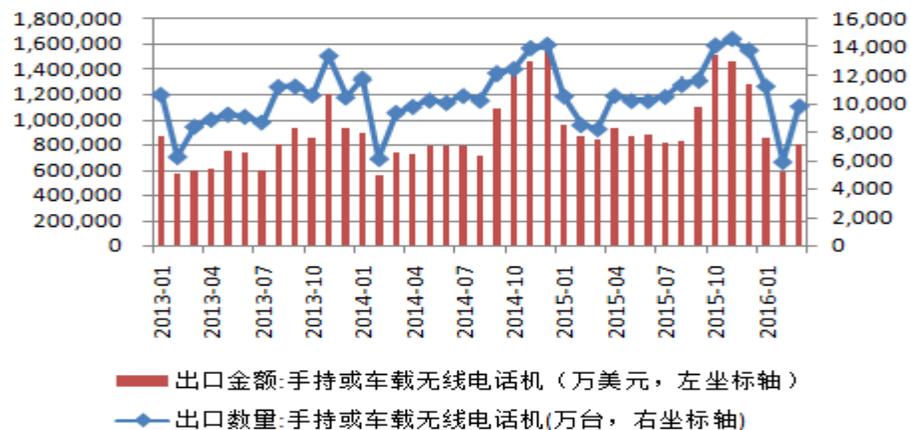
近年来我国手机出货量持续上升，其中手机出口量和出口金额均保持增长趋势，且产品均价有所提升

全球市场研究机构TrendForce最新报告显示，2015年全球智能手机出货量为12.93亿部，年

增长10.3%，其中来自中国地区的手机品牌合计 出货量高达5.39亿部。手机市场出货量持续上升。

从出口情况来看，2015年，中国手持或车载无线电话出口数量为13.46亿台，出口金额为12,45.65亿元，分别同比增长2.59和7.98%。中国手持或车载无线电话出口量和出口额均保持持续增长，其中出口金额增速明显高于出口量增速，说明中国手持或车载无线电话出口产品平均价格有所提高。

图3 2013-2016年3月中国手持或车载无线电话出口数量及金额情况



资料来源：wind资讯，鹏元整理

3、房地产行业

2015年武汉市房地产开发投资额和销售面积继续保持增长，但房地产开发投资额增速有所下滑；长沙市房地产市场销售面积和销售金额出现恢复性增长，但持续性有待观察

公司目前正在建的房地产项目凯乐微谷项目和凯乐桂园二期项目分别位于武汉市和长沙市。近年来武汉市房地产开发投资不断增加，2015年累计投资2,581.79亿元，同比增长9.7%，其中住宅投资为1,777.93亿元，同比增长13.9%，但增速有所下滑。2015年武汉市房地产实现销售面积2,627.19万平方米，同比增长15.6%。整体来看，武汉市房地产开发投资额和销售面积继续保持增长。

表3 2014-2015年武汉市房地产市场发展情况

项目	2015年		2014年	
	金额	增长	金额	增长
房地产开发投资 (亿元)	2,581.79	9.7%	2,353.63	23.5%
其中：住宅投资 (亿元)	1,777.93	13.9%	1,560.55	24.8%
办公楼 (亿元)	188.65	34.4%	140.39	13.5%
商业用房 (亿元)	310.45	13.3%	358.23	30.6%
销售面积 (万平方米)	2,627.19	15.6%	2,273.16	13.9%

资料来源：2014-2015年武汉市国民经济和社会发展统计公报

近年来长沙市房地产投资不断增加，2015年累计投资996.60亿元，同比下降24%。2015年长沙市商品房销售面积为1,904.89万平方米，同比增长25.4%，商品房销售金额为1,116.61亿元，同比增长20.2%。商品房销售面积和销售金额均恢复增长趋势，但持续性有待观察。

表 4 2014-2015 年长沙市房地产市场发展情况

项目	2015 年		2014 年	
	金额	增长	金额	增长
房地产开发投资（亿元）	996.60	-24.0%	1,310.50	13.60%
商品房销售面积（万平方米）	1,904.89	25.4%	1,519.20	-17.50%
商品房销售额（亿元）	1,116.61	20.2%	928.48	-20.00%

资料来源：2012-2014年长沙市国民经济和社会发展统计公报

四、经营与竞争

2012-2014年公司主营业务主要包括塑料管材、通讯软件技术开发和房地产等。受光缆市场需求大幅增长等因素影响，2015年公司塑料管材业务收入大幅增长，毛利率也有所提升。2015年，公司新并购上海凡卓（2015年4月开始纳入合并范围）实现通讯软件技术开发业务收入13.46亿元，毛利率为10.74%，实现净利润扣除非经常性损益后归属上市公司净利润为10,121.50万元，完成盈利预测的101.22%。2015年，公司并购湖南斯耐浦科技有限公司（以下简称“斯耐浦”）新增电信增值业务1,672.05万元，该业务毛利率较高。2015年，因可售面积明显减少，公司房地产业务收入大幅下滑，同时因公司减少促销力度，毛利率有所回升。2015年，公司白酒业务受行业不景气等因素影响，收入大幅下滑，毛利率也有所降低。2016年第一季度，公司新增军品贸易业务，实现营业收入8.81亿元，毛利为5.69%。整体来看，公司2015年及2016年第一季度收入规模同比大幅增长，但因新增的通讯软件技术开发业务和军品贸易业务毛利率较低，使得公司综合毛利率大幅下滑。

表 5 近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务种类	2016 年 1-3 月		2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
塑料管材	26,906.20	16.78%	160,544.24	18.55%	108,255.21	17.67%
军品贸易	88,122.21	5.69%	-	-	-	-
通讯软件技术开发	28,799.72	15.87%	134,635.64	10.74%	-	-
房地产	980.52	1.06%	13,791.98	27.92%	34,875.40	13.74%
白酒	143.68	74.93%	7,991.50	58.54%	20,104.70	82.46%
电信增值	982.24	67.44%	1,672.05	88.70%	-	-
计算机系统集成	488.60	66.12%	579.41	43.31%	-	-
其他	0.00	-	516.01	-18.82%	10,439.95	7.54%

合计	146,423.15	10.38%	319,730.83	17.02%	173,675.26	23.78%
----	------------	--------	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司提供

公司光缆产业链已覆盖光纤、光缆及硅芯管等产品，产业链较为完整，具有一定的竞争优势，但近年来客户集中度仍较高，存在一定的风险

公司塑料管材产品包括网络信息护套料、塑料异型材和土工合成材料等，受益于国家大幅增加对通信网络基础设施建设的政策，2015年公司实现塑料管材业务收入16.05亿元，同比大幅增长48.30%。

公司网络信息护套料产品是塑料管材业务收入与利润主要来源，具体包含光缆、通信电缆、硅芯管和PVC波纹管等产品。受益于光缆等产品产销量的大幅提升，2015年公司网络信息护套料实现收入14.79亿元，同比增长48.22%，占塑料管材业务收入总额的92.12%，毛利率也较2014年有所提升。

表 6 2014-2015 年公司塑料管材业务收入等及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
网络信息护套料	147,889.13	19.21%	99,776.96	18.68%
塑料异型材	6,932.55	8.70%	6,142.02	6.16%
土工合成材料	4,020.50	15.12%	1,344.57	9.59%
其它	1,702.06	9.75%	991.67	-0.71%
合计	160,544.24	18.55%	108,255.21	17.67%

资料来源：公司2015年年报，鹏元整理

公司子公司荆州凯乐光电有限公司生产光缆的主要原材料光纤，2014年光纤产能为1,000万芯公里/年，2015年通过技术改造光纤产能提升至1,200万芯公里/年，所生产光纤主要为公司自用。2015年公司光缆的产能随着光纤产能的提升也上升至1,200万芯公里/年。受益国家推行网络“提速降费”等战略，2015年国内通信基础设施投资大幅增加，对光缆和通信电缆等产品的需求量迅速扩大。2015年公司光缆生产量和销售量分别为857.41万/芯公里和863.34万/芯公里，分别同比增长30.90%和34.08%，实现营业收入73,915万元，同比增长17.56%。2015年公司通信电缆的生产量和销售量分别为5.73万芯公里和5.64万芯公里，分别同比增长了28.73%和28.18%，但因为产品价格有所下降，收入仅增长了14.45%。

公司凭借产业链完整等优势，已进入中国移动、中国电信及中国联通等通信运营商的供应商名单，根据2015年中国移动集中采购中标候选人公示名单，在普通光缆和G.652D光纤标段，公司分别位列第四和第十中标候选人，中标份额分别为8.84%和5.21%。但我们注意到，2015年公司光缆和通信电缆的产能利用率分别为71.45%和28.65%，产能利用率有待提升。

表 7 2014-2015 年及 2016 年第一季度公司主要网络信息护套料各产品的产能、产量情况

产品	项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年
光缆	设计年产能（万芯公里/年）	1,200	1,200	1,000
	产量（万芯公里）	206.29	857.41	655.01
	产能利用率	-	71.45%	65.50%
	销量（万芯公里）	193.86	863.34	643.92
	实现收入（万元）	18,712	73,915	62,873
通信电缆	设计年产能（万芯公里/年）	20	20	14.2
	产量（万公里）	1.34	5.73	4.45
	产能利用率	6.70%	28.65%	31.33%
	销量（万公里）	1.52	5.64	4.4
	实现收入（万元）	2,1912	1,1259	9,834
硅芯管	设计年产能（T/年）	50,000	50,000	50,000
	产量（T）	1394	18042	17,854
	产能利用率	-	36.08%	35.70%
	销量（T）	1244	18140	17,783
	实现收入（万元）	1447	22388	22142
PVC波纹管	设计年产能（T/年）	5,000	5,000	5,000
	产量（T）	345	1933	2,020
	产能利用率	-	38.66%	40.40%
	销量（T）	334	1967	1,966.95
	实现收入（万元）	264	1624	1564

资料来源：公司提供

公司主要销售客户包括长飞光纤光缆股份有限公司、中国移动、中国电信、中国联通以及同行业客户和工程项目终端客户等。2015年，公司前五位客户销售额为2.96亿元，同比大幅减少，主要是公司客户分散程度增加。

公司光纤的主要生产原材料主要为光纤预制棒，目前以进口为主，而行业内部分龙头企业已具备光纤预制棒的生产能力。随着光纤光缆行业集中度的提升，公司作为不具备光纤预制棒生产能力的光缆生产企业，竞争力有限。

表 8 2014-2015 年公司塑料管材板块前五大销售客户（单位：万元）

年份	客户名称	金额	占营业收入比重
2014年	长飞光纤光缆股份有限公司	21,260.16	12.20%
	中国移动通信集团河南有限公司	12,166.12	6.98%
	烽火通信科技股份有限公司	8,490.25	4.87%
	中国移动通信集团湖北有限公司	4,211.04	2.42%
	中国移动通信集团云南有限公司	4,014.08	2.30%
	合计	50,141.65	28.77%
2015年	长飞光纤光缆股份有限公司	10,613.08	3.29%

中国移动通信集团河南有限公司	5,548.10	1.72%
中国移动山西分公司	5,038.19	1.56%
烽火通信科技股份有限公司	4,632.20	1.43%
中国移动湖北分公司	3,726.70	1.15%
合计	29,558.27	9.15%

资料来源：公司提供

除网络信息护套料之外，公司塑料异型材和土工合成材料等产品均根据客户需求生产销售，占塑料管材业务收入规模不大。因上述产品的生产门槛低，竞争较为激烈，利润水平根据具体项目或订单情况有所不同，故业务的毛利率波动较大。考虑到塑料异型材及土工合成材料等产品毛利率较低，近年公司逐步将生产重心转移至网络信息护套料的生产。

公司房地产业务收入规模逐年下降，已完工项目基本销售完毕，且储备项目不多，后续收入规模存在下降的风险

2015年公司实现房地产业务收入1.38亿元，主要来源于位于武汉的凯乐花园项目销售收入，以商业类地产收入为主。因公司房地产项目可售面积较少，减少了销售商业折扣，使得当年房地产业务毛利提升至27.92%。

表 9 2014-2015 年及 2016 年第一季度公司房地产业务收入情况（单位：万元）

项目名称	2016 年 1-3 月		2015 年		2014 年	
	住宅	商业	住宅	商业	住宅	商业
凯乐桂园一期	166	1,059	676	1,972	1,821	15,799
凯乐国际城	-48	-196	1,845	1,222	5,908	9,737
凯乐花园	-	-	845	7,195	773	182
凯乐湘园	-1	-	-1	38	-	655
合计	117	863	3,365	10,427	8,502	26,374

资料来源：公司提供

截至2016年3月末，公司已完工住宅项目总投资合计22.69亿元，合计建筑面积515,639.15平方米，累计销售面积484,651.42平方米，累计销售额30.77亿元，平均销售比率93.99%，公司已竣工的项目大部分已经出售，后续可售物业面积有限。

表 10 截至 2016 年 3 月末公司已完工项目中住宅物业销售情况

项目	总投资 (亿元)	建筑面积 (m ²)	已销售面积 (m ²)	销售额 (万元)	销售率
凯乐花园	5.6	182,067.30	180,635.90	103,716.00	99.21%
凯乐湘园	3.91	95,532.49	95,364.07	41,777.55	99.82%
凯乐国际城	8.12	161,004.22	136,411.90	99,773.70	84.73%
凯乐桂园一期	5.06	77,035.14	72,239.55	62,444.00	93.77%
合计	22.69	515,639.15	484,651.42	307,711.25	93.99%

资料来源：公司提供

截至2016年3月末，公司已完工商业物业项目总投资合计14.63亿元，合计建筑面积144,548.66平方米，累计销售面积11.25万平方米，累计销售额12.48亿元，平均销售比率76.15%。

表 11 截至 2016 年 3 月末公司已完工项目中商业物业销售情况

项目	总投资 (亿元)	建筑面积 (m ²)	销售面积 (m ²)	销售额 (万元)	销售率
凯乐花园（商业部分）	1.62	11,880.03	11,060.28	11,870.00	93.10%
凯乐湘园	0.78	3,793.13	3,700.24	6,904.58	97.55%
凯乐国际城	3.54	46,385.63	43,928.44	44,758.60	94.70%
凯乐桂园一期	8.69	82,489.87	53,828.30	61,240.00	65.25%
合计	14.63	144,548.66	112,517.26	124,773.18	76.15%

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司在建的房地产开发项目为凯乐微谷项目，该项目位于长沙市开福区四方坪栖凤路与陡岭路交汇处西南角，项目总占地面积约4.42万平方米，规划总建筑面积约12.68万平方米，于2012年12月开工建设，预计2016年底完工。公司拟建的项目为位于武汉的凯乐桂园二期，该项目拟投资5亿元，目前尚未动工，所投资的成本主要为土地款。截至2015年底，公司在建及拟建项目总投资14.29亿元，已完成投资10.98亿元，未来仍需较大规模的资金投入，公司存在一定的资金压力。

表 12 截至 2015 年末公司在建及拟建房地产项目情况

项目名称	开工时间	预计竣工时间	总建筑面积 (万平方米)	预计总投资 (万元)	已投资 (万元)
凯乐微谷	2012.12	2016.12	12.68	92,861	79,620
凯乐桂园二期	-	-	-	50,000	30,191
合计				142,861	109,811

资料来源：公司提供

目前公司除用于上述房地产开发项目的土地外，无其他土地储备。公司房地产业务整体规模不大，同时考虑到房地产市场环境、公司土地储备及房地产业务的波动性，后续房地产业务的收入增长存在一定的不稳定性。

受国家出台控制“三公消费”等政策影响，公司白酒业务收入大幅下滑，2015年末公司已剥离白酒业务

公司白酒业务主要由子公司湖北黄山头经营。近年来受国家控制“三公消费”等规定影响，2015年公司实现白酒业务收入7,991.50万元，同比大幅下滑60.25%。公司向第一大股东荆州市科达商贸投资有限公司转让所持有的湖北黄山头38.23%股权，转让价为2.46亿元，实现投资收益2,340.53万元。本次转让后，荆州市科达商贸投资有限公司持有黄山头公司股权为51%，公司股权比例由82.09%下降至43.86%，不再对湖北黄山头有实质控制权，2016年起不再纳入公司合并范围。

2015年上海凡卓收入规模继续保持增长，完成2015年业绩承诺，但收入来源变动较大且客户集中度较高，毛利率有持续下降的可能

2015年公司新增通讯软件技术开发业务收入，主要由2015年4月新并购的全资子公司上海凡卓经营。上海凡卓成立于2010年，主要业务为手机PCBA板产销及手机整机贸易等，2015年共实现营业收入15.56亿元。上海凡卓手机PCBA板生产主要由深圳市永盈电子有限公司、深圳市捷来科技有限公司和赛兔（香港）电子有限公司三家代工厂代工。2015年，上海凡卓销售手机PCBA主板460万个，实现营业收入9.12亿元，同比下降17.84%，主要是因为国内手机生产行业竞争过于激烈以及手机行业增速放缓等原因所致。2015年上海凡卓新增手机整机贸易业务，主要销售客户为联合利丰（香港）有限公司，结算周期为3个月，全年实现营业收入59,555.39万元，毛利率水平较低。手机整机贸易供应商主要为嘉能国际有限公司、万盈（香港）科技有限公司和深圳市犹他通信有限公司。

表 13 2014-2015 年上海凡卓收入情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
手机PCBA板	91,206.26	12.11%	111,015.35	13.41%
手机整机贸易	59,555.39	4.10%	0.00	-
其他	4,830.34	67.00%	590.25	0.05%
合计	155,591.99	10.76%	111,605.60	13.39%

注：因上海凡卓纳入从2015年4月开始纳入公司合并范围，因此凯乐科技报表中通讯软件技术开发业务收入金额与该表中收入金额不一致。

资料来源：上海凡卓提供

2015年8月6日上海凡卓全资子公司深圳凡卓通信技术有限公司（以下简称“深圳凡卓”）及参股子公司深圳犹他通信有限公司与北信通信技术有限公司签订合作协议，北信通信技术有限公司委托深圳凡卓通信技术有限公司开发整机产品型号为W1和W3两个手机产品，并且自产品达到量产状态起两年内，采购数量分别不低于40万台和60万台，由深圳凡卓通信技术有限公司和深圳犹他通信有限公司共同完成产品开发。截至2016年4月末，深圳凡卓已供应W1和W3各产品5万台，均价分别为1,680元/台和700元/台，实现含税销售收入14,420万元。

2015年，上海凡卓前五大客户收入金额共计13,529.18万美元，约合人民币87,794.91万元（根据2015年12月31日人民币兑美元汇率进行粗略换算），占上海凡卓总收入的56.43%，存在客户集中度较高的风险。

表 14 上海凡卓 2015 年前五大客户明细（单位：万美元）

客户名称	采购产品	采购金额	结算周期
联合利丰（香港）有限公司	手机整机	8,498.41	3个月
	电子物料	781.14	3个月
	手机PCBA板	96.70	3个月

深圳市渴望通信有限公司	手机PCBA板	1,539.68	款到发货
香港泰丰科技有限公司	手机PCBA板	1,165.63	款到发货
香港智龙集团有限公司	手机PCBA板	936.87	50万元信用额度， 超过则款到发货
深圳市凯威德通讯设备有限公司	手机PCBA板	510.75	款到发货
合计		13,529.18	-

资料来源：上海凡卓提供

上海凡卓原股东对上海凡卓2015年度、2016年度、2017年度的净利润承诺数为10,000万元、12,500万元、15,000万元。根据《业绩承诺及补偿协议》，公司聘请中天运会计师事务所（特殊普通合伙）就上述事项出具了《湖北凯乐科技股份有限公司盈利预测及业绩承诺完成情况专项审核报告》（中天运[2016]普字第90520号）。经审计，2015年度上海凡卓实际实现扣除非经常性损益后归属上市公司母公司净利润为10,121.50万元，完成盈利预测的101.22%。

公司新增军品贸易业务收入，收入规模较大，毛利率较低，且对单一客户依赖较大，未来持续性和稳定性有待观察

2015年公司新增军品贸易业务，但当年未实现收入。2016年一季度，公司实现军品贸易收入8.81亿元，毛利率为5.69%。公司贸易产品主要为星状网络数据链通信机和数据处理器，供应商分别为上海星地通通信科技有限公司和新一代专网通信技术有限公司，一般需预付货款。军品贸易主要客户为中国普天信息产业股份有限公司、中国电子科技集团第三研究所和中国邮电器材集团有限公司。2016年第一季度，公司军品贸易收入中，中国普天信息产业股份有限公司销售占比为87.30%，集中度很高，未来持续性和稳定性有待观察。整体来看，公司军品贸易业务规模较大，但毛利水平较低。

表 15 公司 2016 年第一季度军品贸易业务供应商和客户情况（单位：万元）

客户名称	销售产品	实现收入	结算方式
中国普天信息产业股份有限公司	星状网络数据链通信机	76,929.72	6个月承兑汇票
中国电子科技集团第三研究所	数据处理器	8,565.33	预付10%
中国邮电器材集团有限公司	数据处理器	2,627.15	预付100%
合计		88,122.21	-
供应商名称	采购产品	采购成本	结算方式
上海星地通通信科技有限公司	星状网络数据链通信机	73,688.28	预付100%
新一代专网通信技术有限公司	数据处理器	6,588.71	预付100%
合计		80,276.99	-

资料来源：公司提供

公司通过收购新增电信增值业务和计算机系统集成业务，该部分业务毛利率较高，但目前收入规模较小，对公司收入和利润贡献有限

公司电信增值业务主要由子公司好房科技经营，2015年公司通过支付现金购买资产的方

式收购好房科技61%股权。好房科技主要从事互联网地产业务。2015年公司实现电信增值业务收入1,672.05万元，该业务毛利率为88.70%。2016年第一季度，受益于二手房市场交易量上升，一季度共实现电信增值业务收入982.24万元，毛利率为67.44%。

好房科技股东刘永春对好房科技2015年度、2016年度、2017年度的净利润承诺数为400万元、800万元、1,200万元。根据《业绩承诺及补偿协议》，公司聘请中天运会计师事务所（特殊普通合伙）就上述事项出具了《长沙好房子网络科技有限公司业绩承诺完成情况专项审核报告》（中天运[2016]普字第01132号），认为本次交易中所购买的好房科技在2015年已完成盈利预测。经审计，2015年度好房科技扣除非经常性损益后净利润为680.13万元，完成盈利预测的170.03%。

公司系统计算机系统集成业务主要由子公司斯耐浦经营。公司于2015年7月9日签订投资协议，约定受让陈立平持有的斯耐浦37.37%的股权，股权转让价为6,816.06万元，约定受让陈涓持有的斯耐浦10%的股权，股权转让价为1,823.94万元，并以现金人民币5,760万元向斯耐浦增资。上述股权收购和增资完成后，公司持有斯耐浦60%的股权。

斯耐浦于2006年投资成立，注册资金人民币1,000万元，主要为全国公安系统技侦和网监部门提供安保方案及系统解决方案。斯耐浦公司2010年开始参与公安专用设备的研发，研发过程中公司充分与国防科大、中兴通讯等单位战略合作，产品涉及热点采集设备，DW设备、FZ设备等，已经被湖南长沙、岳阳、张家界等多个公安系统采用。2015年公司实现计算机系统集成业务收入579.41万元，毛利率为43.41%，整体收入规模较小。

2015年12月，公司以现金人民币14,003.38万元认购湖南长信畅中科技股份有限公司（以下简称“长信畅中”）非公开发行股份2,929.58万股，本次认购股份价格为人民币4.78元/股，认购完成后，公司成为长信畅中的控股股东，占其发行完成之后总股本61,610,774股的比例约为54.53%。2015年12月24日长信畅中向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交了非公开发行股份备案申请，尚未完成股份备案审查。

长信畅中主营业务为劳动与社会保障、医疗卫生、智能交通领域的信息系统软件开发、销售及相关系统集成以及安防视频系统集成，先后推出长信城镇职工医疗保险软件、长信医院信息管理软件，成为湖南省首批新型农村合作医疗县外就医“即时结报”系统开发商。2015年长信畅中实现营业收入4,552.74万元，同比增长68.03%，实现净利润为1,255.71万元，扭亏为盈。

表 16 长信畅中 2014-2015 年主要财务数据（单位：万元）

项目	2015年	2014年
资产总额	22,786.02	6,504.37

资产负债率	13.67%	67.00%
营业收入	4,552.74	2,709.53
利润总额	1,236.40	-938.18
净利润	1,255.71	-936.85

资料来源：长信畅中2014-2015年审计报告

2016年公司拟非公开发行股票募集资金17.11亿元，将业务拓展至高端通信设备制造和信息安全领域，但能否募集成功，仍具有一定的不确定性

2016年4月公司拟向包括公司控股股东荆州市科达商贸投资有限公司在内的不超过十名特定对象非公开发行股票募集资金17.11亿元，募集资金主要用于量子通信技术数据链产品产业化项目、自主可控计算平台产业化项目等，将公司业务扩展至高端通信设备制造产品和信息安全领域。截至2016年5月末，本次非公开发行股票方案尚未获得证监会审批，是否能募集成功，仍具有一定的不确定性。

表 17 2016 年公司非公开发行股票资金用途情况（单位：万元）

项目名称	总投资	拟使用募集资金
量子通信技术数据链产品产业化项目	61,805.00	61,805.00
自主可控计算平台产业化项目	28,006.00	28,006.00
增资上海凡卓，用于智能指控终端及平台建设项目	30,080.40	30,080.40
偿还金融机构债务	51,256.80	51,256.80
合计	171,148.20	171,148.20

资料来源：公司对外公告

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告和经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的2015年审计报告及未经审计的2016年一季度报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。2015年公司合并范围变动如表1所示。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，资产结构以流动资产为主，整体资产质量尚可

随着经营发展，公司资产规模稳步增长，截至2015年底，公司总资产规模达77.31亿元，同比增长38.14%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2015年末流动资产占总资产

比重为69.51%。截至2016年3月末，公司总资产为81.11亿元，较年初增长4.92%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付账款和存货等。2015年末公司货币资金余额为5.70亿元，其中2.96亿元作为投标保函保证金和票据保证金，流动性受到限制。2015年末公司应收账款余额为6.26亿元，同比增长37.82%，主要是应收塑料管材客户和通讯软件开发业务客户的回款。从账龄来看，大部分账款账龄在一年以内。需注意的是，伴随公司业务规模增长，2016年3月末，公司应收账款大幅上升至8.52亿元，增速较快，占用公司大量流动资金。2015年末，公司预付账款为13.34亿元，主要为预付给军品贸易供应商的货款。2015年末公司存货规模较大，占总资产的29.43%，其中原材料、开发成本和开发产品分别为2.11亿元、10.73亿元和9.00亿元。开发成本主要包括公司在建的凯乐微谷项目和凯乐桂园二期，开发产品主要包括前期已完工但尚未出售物业。

公司非流动资产主要为固定资产和商誉。2015年末，固定资产账面余额为7.87万元，同比减少18.40%，主要是因为公司出售湖北黄山头酒业有限公司所致，主要为房屋建筑物与机器设备等，其中房屋建筑物净值为3.98亿元，机器设备净值为3.53亿元。2015年末，公司商誉大幅增加至84,162.41万元，系合并子公司上海凡卓、长信畅中和斯耐浦等公司产生的溢价，若未来上海凡卓等子公司未能实现业绩承诺，公司商誉则存在一定的商誉减值风险。

总体来看，公司资产规模大幅增长，资产结构以流动资产为主，整体资产质量尚可。

表 18 2014-2015 年及 2016 年第一季度公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	52,451.12	6.47%	57,015.45	7.37%	79,160.12	14.14%
应收账款	85,247.60	10.51%	62,643.55	8.10%	45,451.61	8.12%
预付款项	136,072.46	16.78%	133,416.82	17.26%	21,207.92	3.79%
存货	243,584.10	30.03%	227,551.00	29.43%	256,907.91	45.91%
流动资产合计	571,072.94	70.41%	537,359.98	69.51%	429,534.06	76.75%
固定资产	77,722.06	9.58%	78,672.78	10.18%	96,415.71	17.23%
商誉	87,764.78	10.82%	84,162.41	10.89%	195.55	0.03%
非流动资产合计	240,041.19	29.59%	235,746.35	30.49%	130,101.45	23.25%
资产总计	811,114.13	100.00%	773,106.32	100.00%	559,635.51	100.00%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表，鹏元整理

资产运营效率

受公司营业收入大幅增加等因素影响，2015年公司应收账款运营效率和存货周转效率整体有所提升，净营业周期明显缩短

2015年公司应收款项周转天数和存货周转天数较2014年明显下降，使得净营业周期缩短至306.48天，主要有两方面的原因：一是公司营业收入大幅上升，而应收款项和存货规模增速相对较小；二是公司于2015年末出售湖北黄山头，该公司2015年损益表纳入合并范围，但资产负债表未纳入合并范围。2015年公司总资产周转天数为742.68天，较2014年大幅下降。整体来看，公司资产运营效率有所提升。

表 19 2014-2015 年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收款项周转天数	63.38	90.26
存货周转天数	325.46	693.33
应付款项周转天数	82.36	46.28
净营业周期	306.48	737.31
流动资产周转天数	538.81	864.67
固定资产周转天数	97.57	197.06
总资产周转天数	742.68	1,144.52

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2015年公司收入大幅增长且进一步多元化，但因新增业务毛利率较低，使得综合毛利率大幅下降

2015年公司实现营业收入32.30亿元，同比大幅增长85.31%，主要有两方面的原因：一是受通信基础设施投资增加影响，公司光缆等产品收入大幅增长；二是公司新增上海凡卓等子公司纳入合并范围，且上海凡卓收入规模较大。上海凡卓主要产品为手机PCBA板的研发，该业务毛利率较低，使得公司综合毛利水平有所下降。

期间费用方面，2015年公司管理费用增速较快，主要体现为职工薪酬和研发费用的大幅增长。2015年期间费用总额为41,032.04万元，同比增长11.80%，但因为收入规模增速较快，使得期间费用率较2014年有所下降。

2015年公司获得投资收益5,148.45万元，仍是公司利润的重要组成部分，主要由两部分组成：一是出让湖北黄山头38.23%的股权确认投资收益2,340.54万元；二是公司持有长信畅中公司股权确认的投资收益。公司于2015年1月19日取得长信畅中13.74%股权，取得成本为1,290.9万元，2015年12月，公司以现金人民币14,003.38万元认购长信畅中非公开发行股份2,929.58万股，认购完成后，公司持股比例上升至54.53%。按照2015年12月28日长信畅中收盘价，确认公司原持有13.74%的股权公允价值为3,342.43万元，根据购买日之前与原持有股权相关的其他综合收益转入投资收益的金额为2,052.53万元。

2016年第一季度公司实现营业收入14.81亿元，同比大幅增长200.61%，主要体现为军品贸易收入的增长，但该业务毛利率较低，使得公司整体利润水平有所降低。

表 20 2014-2015 年及 2016 年第一季度公司主要盈利指标

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
营业收入（万元）	148,077.32	323,011.25	174,309.14
营业利润（万元）	5,384.39	13,441.30	5,723.95
投资收益（万元）	1,033.00	5,148.45	6,601.38
利润总额（万元）	5,555.94	13,676.20	5,932.50
净利润（万元）	4,660.99	12,377.83	5,131.88
综合毛利率	10.30%	17.05%	23.77%
期间费用率	6.15%	12.70%	21.05%
总资产回报率	-	4.12%	3.10%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

2015年公司经营活动现金净流入规模较大，但因偿还前期大量债务使得筹资活动现金净流出规模较大；公司在建及拟建项目仍需较大资金支出，存在一定的资金压力

2015年伴随着公司销售收入的增长及收到军品贸易订单的预付金，公司销售商品提供劳务收到的现金大幅上升至42.61亿元，收现比为1.32，同时公司应付票据和应付账款规模增幅较大，使得经营活动现金净流入增长至9.57亿元，经营活动产生的现金流有所改善。

投资活动方面，2015年公司处置子公司及其他营业单位收到的现金净额为2.17亿元，主要为转让湖北黄山头的股权所得。投资支付的现金主要为支付上海凡卓、好房科技等子公司的收购款项。2015年公司投资活动净流出为2,728.87万元。

筹资活动方面，2015年公司偿还债务支付的现金高达22.58亿元，而融入资金规模相对较小，使得筹资活动现金净流出9.49亿元。值得注意的是，公司凯乐微谷和凯乐桂园二期两个房地产项目预计仍需较大规模资金支出，未来仍面临一定的资金压力。

表 21 2014-2015 年公司现金流量（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
收现比	1.32	0.89
净利润	12,377.83	5,131.88
非付现费用	10,776.27	8,515.42
非经营损益	14,958.46	4,689.48
FFO	38,112.56	18,336.78
营运资本变化	58,425.44	-26,540.90

其中：存货减少（减：增加）	29,356.91	-2,016.95
经营性应收项目的减少（减：增加）	-154,655.76	-7,371.75
经营性应付项目增加（减：减少）	183,724.29	-17,152.20
其他	-851.34	-
经营活动产生的现金流量净额	95,686.64	-8,204.12
投资活动产生的现金流量净额	-2,728.87	3,882.47
筹资活动产生的现金流量净额	-94,906.57	7,341.37
现金及现金等价物净增加额	-1,114.06	3,014.41

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍较大，且部分新增债务融资成本较高，存在一定债务压力

2015年底公司所有者权益为29.80亿元，较2014年底大幅上升，主要是因为收购上海凡卓向交易对方发行股份10,354.11万股，并定向发行股份3,569.42万股，募集配套资金25,200万元，同时公司收购上海凡卓等公司产生的股本溢价使得资本公积增加至11.72亿元。截至2015年末，公司股本增加至66,674.76万元，资本公积金增加至117,223.98万元，负债与所有者权益比率下降至159.39%，自有资本对负债保障程度有所增加。

表 22 2014-2015 年及 2016 年第一季度公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	506,032.78	475,058.40	373,858.35
所有者权益	305,081.34	298,047.92	185,777.17
负债与所有者权益比率	165.87%	159.39%	201.24%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表，鹏元整理

截至2015年底，公司负债总额为47.51亿元，同比增长27.07%，其中流动负债占77.24%，较2014年末有所上升。2015年末，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。2015年末公司短期借款规模有所下降，但应付票据规模大幅提升。2015年末公司预收款项主要为预收到的军品贸易预付金。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，主要由长期借款和应付债券构成。截至2015年底公司长期借款合计为3.78亿元，借款期限在2年和3年，其中部分向中国华融资产管理有限公司借款的利率为9.5%-10%，资金成本较高。2015年末公司应付债券主要为公司于2015年发行的中期票据7亿元，期限为5年。2015年公司偿还了部分借款，使得有息债务规模有所下降，但2016年公司发行本期债券，使得有息负债规模有所提升。截至2016年3月31日，公司有息负债规模上升至30.30亿元，较年初增长5.17%。

表 23 2014-2015 年及 2016 年第一季度公司主要债务构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015-12-31		2014-12-31	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	73,040.00	14.43%	78,500.00	16.52%	173,115.00	46.30%
应付票据	50,451.00	9.97%	70,527.00	14.85%	11,638.16	3.11%
应付账款	34,446.35	6.81%	30,355.75	6.39%	10,074.40	2.69%
预收款项	127,718.87	25.24%	131,666.01	27.72%	11,318.59	3.03%
一年内到期的非流动负债	20,260.80	4.00%	31,818.20	6.70%	55,643.00	14.88%
流动负债合计	345,926.93	68.36%	366,941.60	77.24%	276,171.04	73.87%
长期借款	20,362.19	4.02%	37,849.86	7.97%	53,180.00	14.22%
应付债券	138,845.52	27.44%	69,368.80	14.60%	44,372.31	11.87%
非流动负债合计	160,105.86	31.64%	108,116.81	22.76%	97,687.31	26.13%
负债合计	506,032.78	100.00%	475,058.40	100.00%	373,858.35	100.00%
有息债务	302,959.51	59.87%	288,063.86	60.64%	337,948.47	90.39%

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表，鹏元整理

随着公司所有者权益规模的上升，资产负债率有所下降，2015年末公司资产负债率为61.45%，仍处于较高水平。公司流动比率与速动比率较低，公司流动资产对流动负债保障程度有所降低，同时考虑到流动负债中短期借款和应付票据等刚性负债规模较大，公司仍存在一定的短期偿债压力。2015年公司利润规模有所提升，EBITDA随之增加，但债务融资规模较大导致公司利息负担加大，EBITDA利息保障倍数较低。

表 24 2014-2015 年及 2016 年第一季度公司主要偿债指标

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
资产负债率	62.39%	61.45%	66.80%
流动比率	1.65	1.46	1.56
速动比率	0.95	0.84	0.63
EBITDA（万元）	-	36,180.97	24,486.26
EBITDA利息保障倍数	-	1.56	1.41

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

公司光缆产业链较为完善，2015年以来塑料管材业务收入大幅增长，同时公司新增多项业务，经营进一步多元化，有利于降低经营风险。同时，我们也关注到公司新增通讯软件技术

开发业务和军品贸易业务毛利率较低，客户集中度较高；公司有息债务规模仍然较大，存在一定偿债压力。2015年以来，公司新增通讯软件技术开发、计算机系统集成和军品贸易等多种业务，在发展过程中存在管理风险和经营策略风险。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA，公司主体长期信用等级为AA级，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	52,451.12	57,015.45	79,160.12	61,222.37
应收票据	608.75	2,255.20	3,380.60	3,747.92
应收账款	85,247.60	62,643.55	45,451.61	34,826.02
预付款项	136,072.46	133,416.82	21,207.92	26,339.56
应收股利	-	-	-	130.00
其他应收款	27,415.64	28,013.15	4,825.57	3,808.65
存货	243,584.10	227,551.00	256,907.91	254,887.52
其他流动资产	25,693.27	26,464.80	18,600.34	22,838.20
流动资产合计	571,072.94	537,359.98	429,534.06	407,800.23
可供出售金融资产	10,082.19	10,057.19	6,810.79	6,760.00
长期股权投资	27,157.83	27,157.83	-	6,810.79
投资性房地产	20,507.03	20,669.39	12,546.29	13,089.30
固定资产净额	77,722.06	78,672.78	96,415.71	94,416.02
在建工程	10.68	-	1,472.33	7,507.25
工程物资	-	-	113.95	167.82
无形资产	6,724.64	6,798.36	6,595.99	7,449.92
商誉	87,764.78	84,162.41	195.55	195.55
长期待摊费用	2,655.04	1,002.77	1,391.73	1,806.11
递延所得税资产	5,584.68	5,393.37	4,559.10	2,699.36
其他非流动资产	1,832.25	1,832.25	-	-
非流动资产合计	240,041.19	235,746.35	130,101.45	140,902.11
资产总计	811,114.13	773,106.32	559,635.51	548,702.34
短期借款	73,040.00	78,500.00	173,115.00	162,340.00
应付票据	50,451.00	70,527.00	11,638.16	4,241.38
应付账款	34,446.35	30,355.75	10,074.40	24,087.86
预收款项	127,718.87	131,666.01	11,318.59	32,004.16
应付职工薪酬	929.84	1,300.31	376.49	532.68
应交税费	21,658.02	8,095.97	2,200.49	8,569.90
应付利息	5,303.26	2,759.93	707.42	1,928.19
其他应付款	12,118.80	10,885.42	11,097.49	13,514.92
一年内到期的非流动负债	20,260.80	31,818.20	55,643.00	11,400.00
其他流动负债	-	1,033.00	-	-
流动负债合计	345,926.93	366,941.60	276,171.04	258,619.09
长期借款	20,362.19	37,849.86	53,180.00	49,661.00
应付债券	138,845.52	69,368.80	44,372.31	43,426.67

递延收益	120.00	120.00	135.00	-
递延所得税负债	778.15	778.15	-	744.78
其他非流动负债	-	-	-	693.96
非流动负债合计	160,105.86	108,116.81	97,687.31	94,526.41
负债合计	506,032.78	475,058.40	373,858.35	353,145.50
实收资本（股本）	66,674.76	66,674.76	52,764.00	52,764.00
资本公积	117,223.98	117,223.98	34,818.74	39,090.28
盈余公积	26,734.93	26,734.93	21,484.25	19,899.51
未分配利润	76,406.62	72,543.53	65,457.24	64,928.52
归属于母公司所有者权益合计	287,349.04	283,532.70	174,524.22	176,682.31
*少数股东权益	17,732.30	14,515.22	11,252.95	18,874.53
所有者权益合计	305,081.34	298,047.92	185,777.17	195,556.84
负债和所有者权益总计	811,114.13	773,106.32	559,635.51	548,702.34

资料来源：公司2013-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
营业总收入	148,077.32	323,011.25	174,309.14	191,963.55
营业收入	148,077.32	323,011.25	174,309.14	191,963.55
营业总成本	143,725.93	314,718.40	175,186.57	180,980.14
营业成本	132,820.98	267,938.71	132,870.77	139,425.27
营业税金及附加	1,528.56	3,721.37	4,427.30	7,126.28
销售费用	2,472.16	11,624.25	13,003.63	17,133.90
管理费用	4,638.94	14,855.33	9,368.77	8,162.51
财务费用	1,995.34	14,552.46	14,327.61	9,472.92
资产减值损失	269.95	2,026.28	1,188.49	-340.75
其他经营收益	1,033.00	5,148.45	6,601.38	155.31
投资净收益	1,033.00	5,148.45	6,601.38	155.31
营业利润	5,384.39	13,441.30	5,723.95	11,138.72
加：营业外收入	174.86	421.24	373.00	836.49
减：营业外支出	3.31	186.34	164.45	164.02
其中：非流动资产处置 净损失		0.41	7.00	19.48
利润总额	5,555.94	13,676.20	5,932.50	11,811.18
减：所得税	894.95	1,298.37	800.61	2,484.11
净利润	4,660.99	12,377.83	5,131.88	9,327.07

资料来源：公司2013-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	127,447.57	426,116.41	155,469.69	240,725.07
收到的税费返还	9.58	6.44		
收到其他与经营活动有关的现金	2,283.30	35,256.55	14,018.67	18,038.52
经营活动现金流入小计	129,740.44	461,379.40	169,488.36	258,763.59
购买商品、接受劳务支付的现金	140,717.33	324,488.57	127,830.64	163,275.97
支付给职工以及为职工支付的现金	4,479.27	13,868.81	10,821.65	11,059.94
支付的各项税费	3,361.60	9,511.24	12,641.64	29,263.15
支付其他与经营活动有关的现金	22,731.03	17,824.14	26,398.55	34,189.56
经营活动现金流出小计	171,289.23	365,692.76	177,692.48	237,788.62
经营活动产生的现金流量净额	-41,548.79	95,686.64	-8,204.12	20,974.97
收回投资收到的现金		1,600.00	7,849.66	5,977.12
取得投资收益收到的现金		2,516.94	205.00	30.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2.10		8.40	0.10
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		21,657.70	7,300.23	377.11
收到其他与投资活动有关的现金				3,800.00
投资活动现金流入小计	2.10	25,774.64	15,363.29	10,184.33
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	666.34	6,842.07	10,674.62	30,913.77
投资支付的现金	2,266.45	12,409.47	806.20	12,344.27
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		9,251.97		
支付其他与投资活动有关的现金				30.53
投资活动现金流出小计	2,932.79	28,503.51	11,480.82	43,288.57
投资活动产生的现金流量净额	-2,930.69	-2,728.87	3,882.47	-33,104.24
吸收投资收到的现金	977.62	14,106.62		
取得借款收到的现金	81,862.00	93,939.00	170,140.00	268,312.02
收到其他与筹资活动有关的现金	9,969.54		48,119.87	14,263.73
发行债券收到的现金		49,550.00	19,730.00	24,355.00
筹资活动现金流入小计	92,809.16	157,595.62	237,989.87	306,930.75
偿还债务支付的现金	46,863.56	225,836.65	163,272.76	271,947.22
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,470.83	23,186.23	24,917.14	19,173.22
支付其他与筹资活动有关的现金	473.11	3,479.31	42,458.61	
筹资活动现金流出小计	48,807.50	252,502.19	230,648.50	291,120.44
筹资活动产生的现金流量净额	44,001.66	-94,906.57	7,341.37	15,810.31
汇率变动对现金的影响	0.99	834.74	-5.31	-20.39

现金及现金等价物净增加额	-476.83	-1,114.06	3,014.41	3,660.66
--------------	---------	-----------	----------	----------

资料来源：公司2013-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	12,377.83	5,131.88	9,327.07
加：资产减值准备	2,026.28	1,188.49	-340.75
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,487.35	6,683.88	6,162.92
无形资产摊销	470.10	158.67	179.00
长期待摊费用摊销	792.54	484.38	221.24
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失		7.00	19.48
固定资产报废损失	0.41		
财务费用	20,162.61	13,888.38	11,471.00
投资损失	-5,148.45	-6,601.38	-155.31
递延所得税资产减少	-834.26	-1,859.74	-1,444.86
递延所得税负债增加	778.15	-744.78	
存货的减少	29,356.91	-2,016.95	-16,047.06
经营性应收项目的减少	-154,655.76	-7,371.75	9,075.24
经营性应付项目的增加	183,724.29	-17,152.20	2,506.99
其他	-851.34		
经营活动产生的现金流量净额	95,686.64	-8,204.12	20,974.97

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录四 公司主要财务指标

项目	2016年3月	2015年	2014年
有息债务（万元）	302,959.51	288,063.86	337,948.47
资产负债率	62.39%	61.45%	66.80%
流动比率	1.65	1.46	1.56
速动比率	0.95	0.84	0.63
综合毛利率	10.30%	17.05%	23.77%
总资产回报率	-	4.12%	3.10%
EBITDA（万元）	-	36,180.97	24,486.26
EBITDA 利息保障倍数	-	1.56	1.41
应收账款周转天数	-	63.38	90.26
存货周转天数	-	325.46	693.33
应付账款周转天数	-	82.36	46.28
净营业周期（天）	-	306.48	737.31
流动资产周转天数	-	538.81	864.67
固定资产周转天数	-	97.57	197.06
收现比	0.86	1.32	0.89
负债与所有者权益的比率	165.87%	159.39%	201.24%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$360/\{营业收入/[(本年固定资产总额+上年固定资产总额)/2]\}$
	应收款项周转天数	$360/\{营业收入/[(期初应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额)/2]\}$
	存货周转天数	$360/\{营业成本/[(期初存货+期末存货)/2]\}$
	应付款项周转天数	$360/\{营业成本/[(期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票据余额)/2]\}$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转天数	$360/\{营业收入/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]\}$
盈利能力	综合毛利率	$(营业收入-营业成本)/营业收入 \times 100\%$
	销售净利率	净利润/营业收入 $\times 100\%$
	净资产收益率	净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2) $\times 100\%$
	总资产回报率	$(利润总额+计入财务费用的利息支出)/((本年资产总额+上年资产总额)/2) \times 100\%$
	管理费用率	管理费用/营业收入 $\times 100\%$
	销售费用率	销售费用/营业收入 $\times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(流动资产合计-存货)/流动负债合计$
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
有息债务	长期有息债务+短期有息债务	

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。