



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪094号

泰豪科技股份有限公司：

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已发行的“泰豪科技股份有限公司公开发行2016年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。



泰豪科技股份有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	泰豪科技股份有限公司		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2016.8.2-2021.8.2		
上次评级时间	2016/07/14		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

概况数据

泰豪科技	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	22.64	32.36	39.29	39.54
总资产（亿元）	58.22	71.58	85.88	82.92
总债务（亿元）	18.91	19.66	27.27	25.38
营业总收入（亿元）	29.21	34.88	39.02	6.34
营业毛利率（%）	17.13	15.49	17.44	22.47
EBITDA（亿元）	3.22	3.22	3.37	-
所有者权益收益率（%）	2.57	3.12	3.50	2.52
资产负债率（%）	61.11	54.79	54.24	52.31
总债务/EBITDA（X）	5.88	6.11	8.10	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.20	3.91	4.51	-

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、2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

吴振平 zhwu@ccxr.com.cn

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月12日

基本观点

2016 年，泰豪科技股份有限公司（简称“泰豪科技”或“公司”）积极应对市场竞争，紧抓“军改”和“电改”机遇，整合、优化业务资源，进一步推进企业并购，收入与盈利实现双增长；自有资本实力增强，财务杠杆保持适中。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到军工装备业务有所下滑、资产周转效率依然偏低、对外担保规模较大等因素对公司以及本期债券信用水平的影响。

中诚信证评维持泰豪科技主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“泰豪科技股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）”信用级别为 AA。

正 面

- 智能电力业务运营状况良好。2016 年公司积极应对市场竞争，紧抓“电改”机遇，整合、优化业务资源扩张智能电力业务，同时成功并购上海博辕信息技术服务有限公司进一步提升市场竞争力，当年智能电力业务收入 32.03 亿元，同比增长 34.59%。
- 科研实力持续提升。2016 年，公司围绕军工装备和智能电力的主干产业前沿技术研究和产业化应用，依托“国家级企业技术中心”、“院士工作站”、“博士后工作站”等高水平的研发平台，与高校和科研院所进行了全面合作，科研实力得以提升，并取得了显著的技术成果。
- 经营性业务利润持续增长。2014 年~2016 年，公司经营性业务利润分别为 0.61 亿元、1.19 亿元和 1.64 亿元，保持良好的增长态势。
- 债务期限结构有所优化。2016 年公司成功发行 10 亿元公司债券及 2.9 亿元中期票据，当年长短期债务比由上年的 7.33 下降至 1.06，债务期限结构有所优化。

关 注

- 军工业务收入有所下滑。受“军改”订单滞后及竞争加剧影响，2016 年公司军工装备业务收入有所下降，当年军工装备业务收入为 6.29 亿元，同比减少 39.97%，中诚信证评将对公司军工板块业务的发展状况予以关注。
- 资产周转效率依然偏低。公司应收账款及存货规模较大，截至 2016 年末，公司应收账款净额和存货净额分别为 24.10 亿元和 8.60 亿元，占总资产的比例合计为 38.07%。公司较高的应收账款及存货规模对整体资产周转效率及现金流产生一定负面影响。
- 或有负债风险。截至 2016 年末，公司担保余额为 10.24 亿元，占公司净资产的 26.89%，其中直接或间接为资产负债率超过 70%的被担保对象提供的债务担保金额为 4.62 亿元，被担保企业主要从事专用作业车生产及专业电机制造领域，目前经营情况正常，但其担保规模较大，仍应对或有负债风险加以关注。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金专项说明

2015年12月31日，经中国证监会证监许可[2015]3178号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过10亿元的公司债券。2016年8月，公司成功发行第二期5亿元公司债券，本期债券票面利率为4.19%，期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权；本期债券于2016年8月22日起在上交所挂牌交易，简称“16泰豪02”，证券代码为136602。本期债券募集资金总额扣除相关发行费用593万元，实际募集资金49,407万元，截至2016年12月31日，募集资金专户运作正常，募集资金已经使用完毕，与《公司债券募集说明书》中募集资金运用计划一致。

重大事项说明

为提高公司资产质量、优化财务状况、增强公司核心竞争能力和持续盈利能力，公司于2015年11月03日发布公告拟以发行股份方式收购上海博轶信息技术服务有限公司（以下简称“博轶信息”）95.22%股权，并募集配套资金。2015年12月24日公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）的通知，公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件通过。2016年1月19日，公司收到证监会《关于核准泰豪科技股份有限公司向胡健等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2016]105号）。2016年1月28日，本次交易已完成标的资产博轶信息95.22%股权的过户及工商变更登记手续。因公司控股子公司泰豪晟大创业投资有限公司（以下简称“泰豪晟大”）持有博轶信息4.78%股份，故本次股权过户完成后，公司和公司控股子公司泰豪晟大合计持有博轶信息100%股权。截至2016年1月28日，公司已收到胡健等以股权形式的出资，公司本次增资前注册资本人民币619,245,072.00元，实收资本人民币619,245,072.00元，变更后的注册资本人民币666,960,584.00元，累计实收资本人民币666,960,584.00元。因公司目前资金充裕，2016年7月2日，公司发布《关于取消公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易方案之募集配套

资金的公告》。此次定向增发后，公司资本实力得以提升。截至2017年3月末，公司总股数为666,960,584.00股，第一大股东同方股份持有公司股份102,512,345股，占公司股份总数的15.37%，第二大股东泰豪集团持有公司股份98,899,440股，占股份总数的14.83%。

表 1：本次并购资产的股票发行情况

品种	发行对象	认购股份（股）	发行价格（元/股）
发行股份购买资产	胡健	14,272,042	13.37
	宁波杰宝	6,830,509	13.37
	余弓卜	4,527,682	13.37
	宁波杰赢	4,035,543	13.37
	杭州科发	3,387,914	13.37
	成海林	2,427,887	13.37
	浙江中赢	2,178,790	13.37
	宁波科发	2,094,678	13.37
	浙江赛盛	2,003,602	13.37
	宁波赛伯乐	2,003,602	13.37
	杭州赛伯乐	1,821,459	13.37
	宁波科发二号	965,371	13.37
	李爱明	328,092	13.37
	郭兆滨	328,092	13.37
	张磊	328,092	13.37
	谢建军	182,157	13.37
	合计	47,715,512	-

资料来源：上市公司公告，中诚信证评整理

根据公司与业绩承诺方签订的《利润预测补偿协议》，补偿责任人胡健、余弓卜、成海林、李爱明、郭兆滨、张磊、宁波杰赢、宁波杰宝承诺博轶信息2015年度、2016年度、2017年度、2018年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数分别为人民币3,500.00万元、5,500.00万元、7,150.00万元、9,295.00万元；补偿责任人胡健、余弓卜、成海林承诺博轶信息2019年度、2020年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数分别为10,689.25万元、12,292.64万元，若未达到业绩预期，补偿责任人应依据协议每年向公司补偿金额及股份数量，其中应补偿股份由公司1.00元的价格回购。2016年，博轶信息经审计后实现的扣除非经营性损益后归属母公司所有者净利润5,706.66万元，完成业绩承诺数的103.76%，超过业绩承诺数206.66万元，业

绩承诺方无需履行补偿义务。

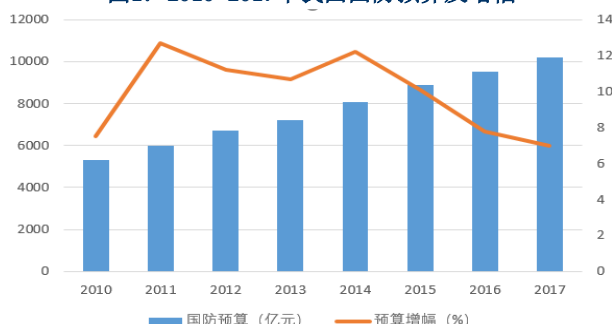
总体来看,《利润预测补偿协议》的签订将有益于公司此次并购重组后未来业绩的保障,未来在行业地位及盈利方面有望得到一定改善。同时,中诚信证评对公司后期或将面临并购企业的管理和资源整合等问题表示关注。

行业分析

受 2016 年“军改”影响,部分涉军企业业务受到冲击,但我国国防建设需求仍较强,未来国防经费支出仍具有较大的增长空间,军工行业发展前景较好

近年来,我国与周边国家的领土海洋权益争端升温,边防压力增大,大力发展国防建设的迫切性增强。2017 年 3 月 4 日,全国人大新闻发言人傅莹在北京透露,2017 年中国国防预算增幅在 7%左右。而 2016 年我国国防预算为 9,543.54 亿元,按增幅 7%计算,2017 年中国的国防预算将达到 10,000 亿元人民币。

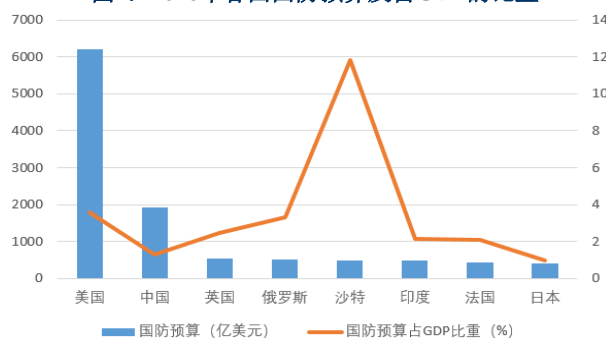
图1: 2010~2017年我国国防预算及增幅



资料来源: 前瞻网, 中诚信证评整理

目前,世界主要国家军费开支一般占 GDP 的 2%~4%,而我国只有约 1.5%,远低于美国的 4%,我国国防经费仍具有较大的增长空间。未来我国新增国防费将主要用于提高武器装备现代化水平、提高军队人员生活待遇和推进军队体制编制调整改革等三个方面,而武器装备建设、新型作战力量建设、信息化建设、实战化军事训练和高素质新型军事人才培养则是军费保障的重点。可以预见,未来我国国防经费的稳步增长将会对军工产品生产企业的生产经营形成有力支撑。

图2: 2016年各国国防预算及占GDP的比重



资料来源: 中商产业研究院, 中诚信证评整理

2005 年起,政府相继出台了一系列政策鼓励军民融合发展,尤其是支持民营企业进入国防建设领域。2016 年 3 月 17 日,国家“十三五”规划纲要及《2016 年国防科工局军民融合专项计划》正式发布,旨在加快推进国防科技工业军民融合深度发展。2017 年 1 月 22 日,中央政治局会议决定设立以习近平任主任的中央军民融合发展委员会,该委员会是中央层面解决军民融合发展重大问题的决策和议事协调机构,统一领导军民融合深度发展,进一步将军民融合发展上升为国家战略。

另一方面,受军改影响持续,部分涉军企业订单滞后。2016 年 1 月 1 日中央军委印发《关于深化国防和军队改革的意见》,此次改革重点在于高层领导指挥体制改革,包括调整军委总部体制、实行军委多部门制,组建陆军领导机构、健全军兵种领导管理体制等,意在着力构建“军委-战区-部队”的作战指挥体系和“军委-军种-部队”的领导管理体系。由于“军改”影响的持续性,不同程度导致了相关企业订单的滞后,涉军企业短期内业绩普遍受到影响。

综上所述,2016 年,受军改影响持续,部分涉军企业业务受到冲击,但随着我国对国防建设的需求不断增强,未来我国国防经费支出增长空间仍较大,加之军民融合不断推进,军工行业仍具有较好的发展前景。

2016 年我国电网建设投资规模保持增长,随着智能电网计划的逐步推进,我国智能电网投资规模不断扩大,相关行业发展前景向好

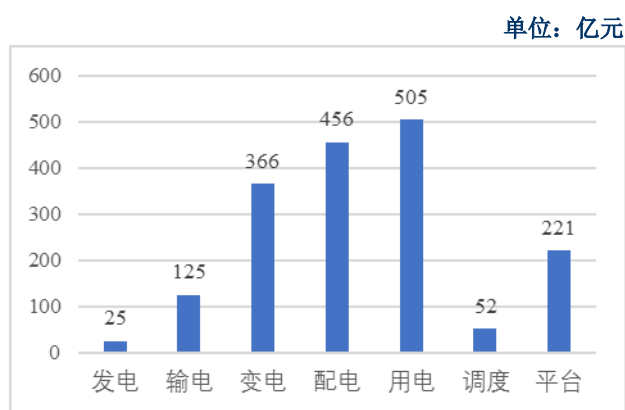
近年来,随着我国经济的稳步发展,每年社会用电量均保持增长。2016 年,全国全社会用电量

59,198亿千瓦时，比上年增长5.01%；城乡居民生活用电量8,054亿千瓦时，比上年增长10.85%，随着我国城镇化以及家庭电气化水平的逐步提高，居民生活用电量呈现出稳步增长的态势。

尽管我国电力系统整体供应能力已经有所富余，但在可再生能源消纳能力、调峰能力、供电可靠性等方面仍然亟须持续的电网建设投入，加之国家“电改”计划的推进，近年我国电网建设投资持续加大。据国家能源局公布的统计数据显示，2016年全国电力工程建设完成投资8,855亿元，比上年增长3.25%。其中，电网工程建设完成投资5,426亿元，比上年增长16.94%，电网骨干网架日趋成熟，配网、农网供电水平稳步提升，电网服务清洁能源发展能力显著增强。

智能电网方面，根据国家电网《国家电网智能化规划总报告》（2010年3月修订），2009-2020年国家电网智能电网建设智能化投资3,840亿元，其中：第一阶段（2009-2010年）“规划试点阶段”投资为341亿元；第二阶段（2011-2015年）“全面建设阶段”投资为1,749亿元；第三阶段（2016-2020年）“引领提升阶段”投资为1,750亿元，各环节具体投资如下表所示：

图3：2016~2020年“十三五”期间我国智能电网建设各环节投资分配额



资料来源：国家电网，中诚信证评整理

目前我国智能电网建设已进入第三阶段，在大力建设特高压、数字化变电站的同时，智能调度将逐渐引入，用电信息采集和智能电表的需求也将有较快增长。2016年，国家电网公司积极促进智能电网发展，累计建设和改造智能变电站2,554座，累计建成投运智能电网试点项目342项。新装智能电能

表7,476万只，累计实现用户采集4.1亿户，采集覆盖率达到95%，电水气热“多表合一”信息采集累计接入163万户。

整体而言，受益于我国日益增长的电力需求及电力改革政策，近年来我国电网建设投资规模不断增长，加之国家对智能电网计划的进一步推进，智能电网相关行业具有良好的发展空间。

业务运营

公司目前主要拥有军工装备和智能电力两大业务板块，其中军工装备业务主要产品为车载通讯指挥系统、军用电站和雷达产品；智能电力业务主要产品为电力信息化产品、智能应急电源产品和配电自动化产品。

2016年由于智能电力业务规模的扩张以及对博轶信息的并购，公司实现营业总收入39.02亿元，同比增长11.86%，其中智能电力业务和军工装备业务收入分别为32.03亿元和6.29亿元，占营业总收入的比重分别为82.07%和16.13%。2016年智能电力业务仍为公司主要收入来源。

表2：2015~2016年公司业务收入构成

业务	单位：亿元、%			
	2015 营业收入	占比	2016 营业收入	占比
军工装备	10.48	30.05	6.29	16.13
智能电力	23.79	68.21	32.03	82.07
其他	0.61	1.74	0.70	1.80
总计	34.88	100	39.02	100

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受“军改”订单滞后及竞争加剧影响，2016年公司军工装备业务收入有所下降，但公司通过优化产品设计，强化采购成本控制等举措保障了该业务板块获利能力的提升

军工装备业务是公司核心业务板块之一，该板块主营车载通讯指挥系统、军用电站和雷达产品等产品。为进一步延伸公司军品产业链，提升公司军品的市场份额，公司持续加强对符合公司战略的军品项目的并购，2016年通过参与“深圳中航福田智能装备股权投资基金”的设立和部队院所的军民融合改制，为公司在军工装备领域的并购储备优质的

项目资源。但受“军改”影响，军品订单延迟，加之军用电站产品同质化竞争逐步加剧，导致当年公司军工装备业务收入大幅下降。2016年公司实现军工装备业务收入6.29亿元，同比减少39.97%。

细分产品来看，车载通信指挥系统是公司军工装备产业的重要组成部分，先后为原总参谋部、总装备部、二炮和各军兵种及航天、航空等单位研制生产光通信、卫星通信、散射通信、电子对抗、野战网、微波接力、指挥自动化、车载式电子化系统集成产品、军用特种改装车辆、机械及电子方舱等十九大系列100多种特种高科技产品。专用型通信指挥车基本是由各需求部队直接采购，由于涉密要求高，普通民企难于介入。目前，从事军用通信指挥车系统集成业务的企业数量不多，包括公司、6904厂、江苏捷诚、鹤壁无线电四厂（鹤壁天海电子）等少数几家企业占据了大多数市场份额。2016年受“军改”影响，公司军品订单有所延迟，当年车载通信指挥系统生产量为251套，销售量为287套，分别较上年减少61.56%和47.44%。

军用电站是公司军工装备领域的基础产业之一。公司在产品门类、技术水平、市场覆盖率等方面均具有领先优势，特别是在通信车辆配套市场和军用雷达装备配套市场中的优势尤为明显。但军用电站市场总量相对较小，近年产品同质化竞争逐步加剧，2016年公司生产军用电站6,973KW，销售量为6,456KW，分别较上年减少27.05%和32.21%。

表3：2016年公司军工装备业务情况

单位：KW、套				
	生产量	同比增加 (%)	销量	同比增加 (%)
军用电站	6,973	-27.05	6,456	-32.21
通讯指挥系统	251	-61.56	287	-47.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在产品认证方面，公司延续原有产品认证资质，2016年新通过了CMMI5（最高等级）、涉密信息系统集成甲级资质、信息系统集成及服务一级资质等认证、电气安装工程三级资质。

研发方面，2016年公司深化“军民融合”改革，建立以军工集团为平台的营销中心和研发中心；并与清华长三角研究院共建嘉兴泰豪装备技术有限公司暨清华长三角研究院装备技术研发中心。公司

依托“国家级企业技术中心”、“院士工作站”、“博士后工作站”等高水平的研发平台，与高校和科研院所进行了全面合作，聘请国内外知名专家学者参与重大项目的研发工作，当年公司在军工装备研发方面取得了显著成果，研发的宽频低辐射开架电站采用组合滤波技术抑制多干扰源电磁场辐射，将解决行业内多年未解决的电站电磁兼容难题；车载多制式行进取力增程式发电系统采用替代进口涡轮发电系统技术，将实现进口防空武器系统中自主发电电源的国产化；宽速取力异步发电系统为适应武器装备高机动、小型化、轻量化的发展趋势，解决通信指挥系统“动中通”的供电技术难题，代表了当今国际上取力发电的研究方向；公司与军队院校合作研发的通信指挥车一体化智能控制操作平台，使通信指挥车系统可以适应不同通信指挥要求，将极大降低通信指挥车系统的操控难度，填补国内通信车多系统一体化操控的空白。在军工研发方面的技术革新能够为公司未来进一步发展军工业务提供技术储备。

毛利率方面，2016年公司通过优化产品设计，强化采购成本控制，使得当年军工装备业务毛利率上升3.39个百分点至16.13%，获利能力有所提升。

总体来看，2016年“军改”及行业竞争加剧对公司军工装备业务产生了一定冲击，但其整体研发实力有所加强，并通过优化产品设计，强化采购成本控制等举措保障了该业务板块获利能力的提升。

受益于渠道优势及产业并购，公司智能电力业务板块得到较快发展，对公司整体收入及盈利形成较好支撑

在智能电力领域，公司专注于电力信息化、配电自动化系统，能源互联网、智能应急电源等市场，是国家电网、南方电网电力调度系统信息化业务主流供应商之一，并注重将产品和服务与“互联网+”及客户APP终端交互结合应用。

2016年1月，公司收购博辕信息95.22%的股权，借此进入电网体系的IT运维服务领域。作为IT外包服务特别是电力行业IT运维服务行业内最具有影响力的企业，博辕信息2016年继续以电力IT运维业务为基础，一方面优化升级电网运维外包服务模式

式，为公司能源互联网市场开拓与建设运维打造市场竞争优势；另一方面积极向区域综合能源运营服务领域拓展业务，布局能源大数据领域的研究和应用实践，为公司智能电力业务发展提供有力支撑。未来公司将通过与博轶信息的整合，强化电网客户对公司产品及服务的粘性，进一步提升市场占有率。

2016年，公司智能电力业务实现营业收入32.03亿元，较去年增长34.59%，主要系电源产品业务增长及博轶信息业务的并入所致。其中，全年电网软件及系统集成生产290项，较上年增长145.76%；电源产品生产量为1,827,929KW，同比增长72.71%；配电设备产量为32,213台，较上年增长7.88%。

表4：2016年公司智能电力业务情况

单位：项、KW、台				
	生产量	同比增加 (%)	销量	同比增加 (%)
电网软件及系统集成	290	145.76	286	169.81
电源产品	1,827,929	72.71	1,881,929	66.12
配电设备	32,213	7.88	31,976	9.57

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，目前公司根据业务的不同特性，分别采取分销、直销、定制等多种经营模式。公司在全国二十余个城市均设立办事机构和服务网络，结合公司分销模式，积极拓展当地经销商服务网络，补充完善公司销售服务网络，为客户提供及时的服务，并与国内外知名供应商签订了联合服务协议，为公司产品提供了联保服务。2016年电网软件及系统集成实现销量286项，较上年增长169.81%；电源产品实现销量1,881,929KW，较上年增长66.12%；配电设备实现销量为31,976台，较上年增长9.57%。项目储备方面，2016年公司智能电力业务新增中标项目2,495个，新增合同金额31.76亿元，其中合同结转至2017年执行的有307份，合同金额4.26亿元，可对后期业务提供一定保障。

表5：公司2016年智能电力业务合同金额前五名项目情况

工程项目名称	合同金额(万元)
尼泊尔 Upper Nyasem Khola 水电站	5,305.27
印尼卡巴那重油项目	4,449.88
深圳市城市轨道交通 4 号线三期工程	4,381.02
黄山停车项目	4,100.00
长沙市轨道交通 3 号线一期工程	3,835.00
合计	22,071.17

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，2016年公司智能电力业务毛利率为16.67%，较上年增加1.18个百分点，主要由于博轶信息业务的并入提高了整体毛利水平。

研发方面，2016年公司围绕国家电网的“云大物移”提出“一平台、一系统、多场景、微应用”的信息化建设理念，进一步推出了基于云计算的高可用安全计算环境关键技术及应用、全景图模一体化智能配网管理系统等“拳头产品”，为电网业务应用管理系统的安全、可靠运行提供了新模式，达到国际先进水平；自主研发的配电产品全寿命服务系统已正式上线，开创了互联网+配电成套行业模式的先河；多并联模式智能云服务防护型电站采用多项国际创新技术，已通过英国劳氏船级社的严格检测，成功出口国外并投入使用，标志着公司产品达到国际先进水平；在行业内首创的10kV智能电源车提供兆瓦级中压电源，兼具多车并机并网功能和应急车辆的智能车联网功能，推动城市不停电作业检修新模式。

总体来看，公司通过收购具有行业领先研发实力的企业，夯实自己的行业地位并加快分销渠道的建设以强化市场渠道优势，凸显其智能电力业务较强的市场资源整合能力及平台优势，该块业务对公司整体收入及盈利形成较好支撑。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的2014~2016年度合并财务报告，以及未经审计的2017年一季度财务报表。

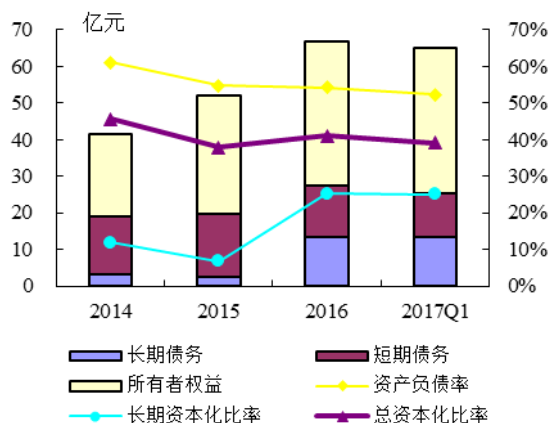
资本结构

随着博轶信息并购完成，2016年公司资产规模和负债规模均大幅增长。截至2016年末，公司总资产

产为85.88亿元，负债合计46.58亿元，分别较上年增长19.98%和18.77%。截至2017年一季度末，公司总资产和负债总额分别为82.92亿元和43.38亿元。从所有者权益来看，2016年1月公司非公开发行股票447,715,512股使得自有资本实力增强，公司净资产较上年增长21.44%至39.29亿元；2017年一季度末公司净资产为39.54亿元。

财务杠杆比率方面，2016年公司资产负债率较上年下降0.55个百分点至54.24%，总资本化率较上年增长3.18个百分点至40.97%，财务杠杆比率仍保持在适中水平。2017年一季度末公司资产负债率和总资本化率分别为52.31%和39.10%，分别较年初下降了1.93和1.87个百分点。

图 4：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



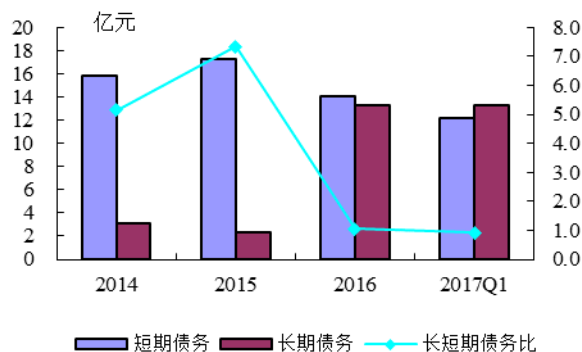
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产主要以流动资产为主。2016年末，公司流动资产合计54.36亿元，占公司资产总额的63.29%，主要包括货币资金14.00亿元、应收账款24.10亿元和存货8.60亿元。其中应收账款同比增长48.57%，主要系合并范围增加及产品验收结算周期延长所致，应收账款账龄在1年以上的占29.56%，当年计提坏账准备金额0.41亿元，年末坏账准备余额2.09亿元，按账龄风险组合计提比例9.67%。此外，值得注意的是，近年公司应收账款及存货规模较大，对其整体资产周转效率及经营性现金流产生一定负面影响，中诚信证评对此表示持续关注。

从债务期限结构来看，2016年公司总债务为27.27亿元，同比增加38.73%，其中短期债务减少18.82%，主要系当年应付票据减少所致；长期债务

增长460.83%，主要系2016年公司成功发行10亿元公司债券及2.9亿元中期票据，当年长短期债务比由上年的7.33下降至1.06，债券期限结构有所优化。

图 5：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



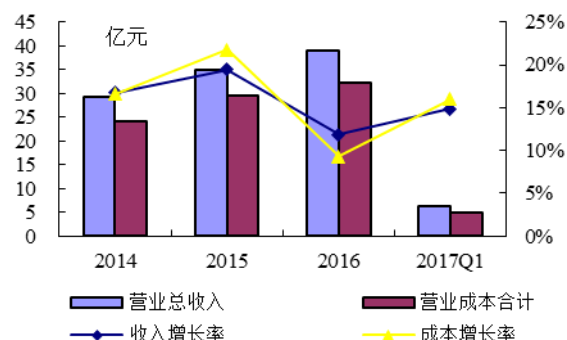
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2016年公司非公开发行股票增强了自有资本实力，财务杠杆比率有所降低；此外，债券及中票的成功发行使得公司债务期限结构有所优化，财务结构稳健性得以提升。

盈利能力

公司营业收入主要来源于智能电力业务和军工装备业务，2016年军工装备业务受“军改”及竞争加剧影响，业务收入由上年的10.48亿元下降39.97%至6.29亿元；智能装备板块由于电源产品业务增长及并购博辕信息，收入由上年的23.79亿元增加34.59%至32.03亿元。截至2016年末，公司实现营业收入39.02亿元，同比增长11.86%。2017年一季度公司实现营业收入6.34亿元，同比增长14.89%，整体收入维持增长趋势。

图 6：2014~2017.Q1 公司收入成本分析



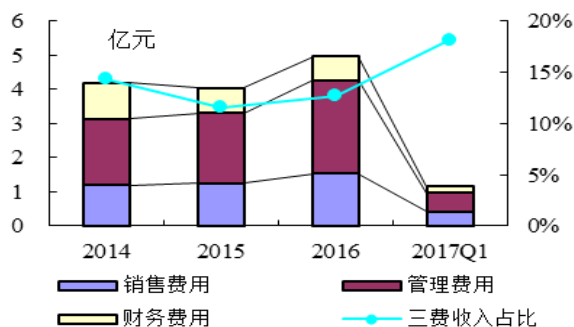
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2016年博辕信息业务的并入使得智能电力业务毛利率由上年的15.49%增加1.18个百分点至16.67%，同时军工装备业务通过优化产品设

计, 强化采购成本控制, 毛利率由上年的12.74%增加3.39个百分点至16.13%。2016年公司营业毛利率由上年的15.49%增加1.95个百分点至17.44%, 2017年一季度营业毛利率为22.47%, 获利能力持续提升。

期间费用方面, 2016年公司期间费用为4.96亿元, 同比增长22.65%。其中销售费用同比增长22.33%, 主要系销售规模扩大以及博辕信息并入所致; 管理费用同比增长32.62%, 主要系博辕信息并入及技术开发费投入增加所致; 财务费用同比下降4.81%, 主要由于公司通过发行公司债与中票降低融资成本。2016年, 公司三费收入占比为12.72%, 较上年增加1.12个百分点, 其对期间费用控制能力有所减弱。2017年一季度公司三费合计1.15亿元, 占营业收入比重为18.19%。

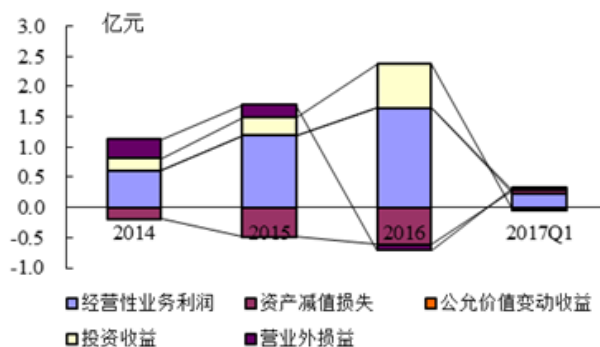
图 7: 2014~2017.Q1 公司三费构成情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和资产减值损失构成。受益于营业收入规模的增长以及盈利能力的提高, 2016年公司取得经营性业务利润1.64亿元, 较上年增长37.71%。公司当年处置山东吉美乐有限公司等公司股权, 使得当年投资收益增长152.12%。公司当年对龙岩市海德馨汽车有限公司计提了商誉减值0.11亿元, 使得当年资产减值损失同比增长26.04%。2016年公司利润总额为1.66亿元, 较上年增长38.19%, 经营效益有所提高。2017年一季度公司利润总额为0.29亿元, 较上年同期的0.26亿元增长11.63%。

图 8: 2014~2017.Q1 公司利润总额构成



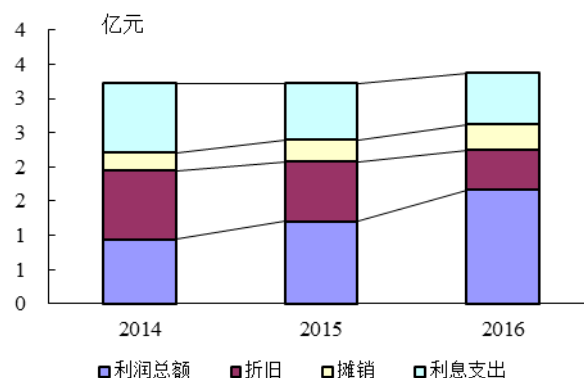
数据来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 受益于智能电力业务规模的扩张以及对博辕信息的并购, 公司收入规模增长, 同时该项并购以及优化产品设计, 强化采购成本控制均推动公司营业毛利率增长, 盈利能力增强。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2016 年公司利润总额随营业收入及投资收益的增长而增加, 当年 EBITDA 为 3.37 亿元, 较上年增长 4.58%, 同期 EBITDA 利息倍数为 4.51 倍, 较上年增加 0.60 倍, 总债务/EBITDA 为 8.10 倍, 较上年增加 1.99 倍。受债务规模扩张较快影响, 公司 EBITDA 对债务本息偿付的保证能力有所下降。

图 9: 2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 受军改影响, 军工装备业务货款回笼滞后, 公司当年经营活动现金净流入减少 11.11%至 2.48 亿元, 对利息的保障程度为 3.32 倍, 同比下降 0.07 倍; 同期经营活动净现金流/总债务为 0.09 倍, 同比下降 0.05 倍, 经营性现金流对利息和债务的保障能力有所减弱。

表6：2014~2016年公司主要偿债指标

指标	2014	2015	2016
短期债务（亿元）	15.83	17.30	14.04
总债务（亿元）	18.91	19.66	27.27
资产负债率（%）	61.11	54.79	54.24
总资本化比率（%）	45.51	37.79	40.97
经营活动净现金流量（亿元）	1.83	2.79	2.48
经营活动净现金流/总债务（X）	0.10	0.14	0.09
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.82	3.39	3.32
EBITDA（亿元）	3.22	3.22	3.37
EBITDA利息倍数（X）	3.20	3.91	4.51
总债务/EBITDA（X）	5.88	6.11	8.10

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

截至2016年末，公司共取得多家银行授信额度共34.57亿元，其中尚未使用授信额度15.95亿元，具有一定的备用流动性。

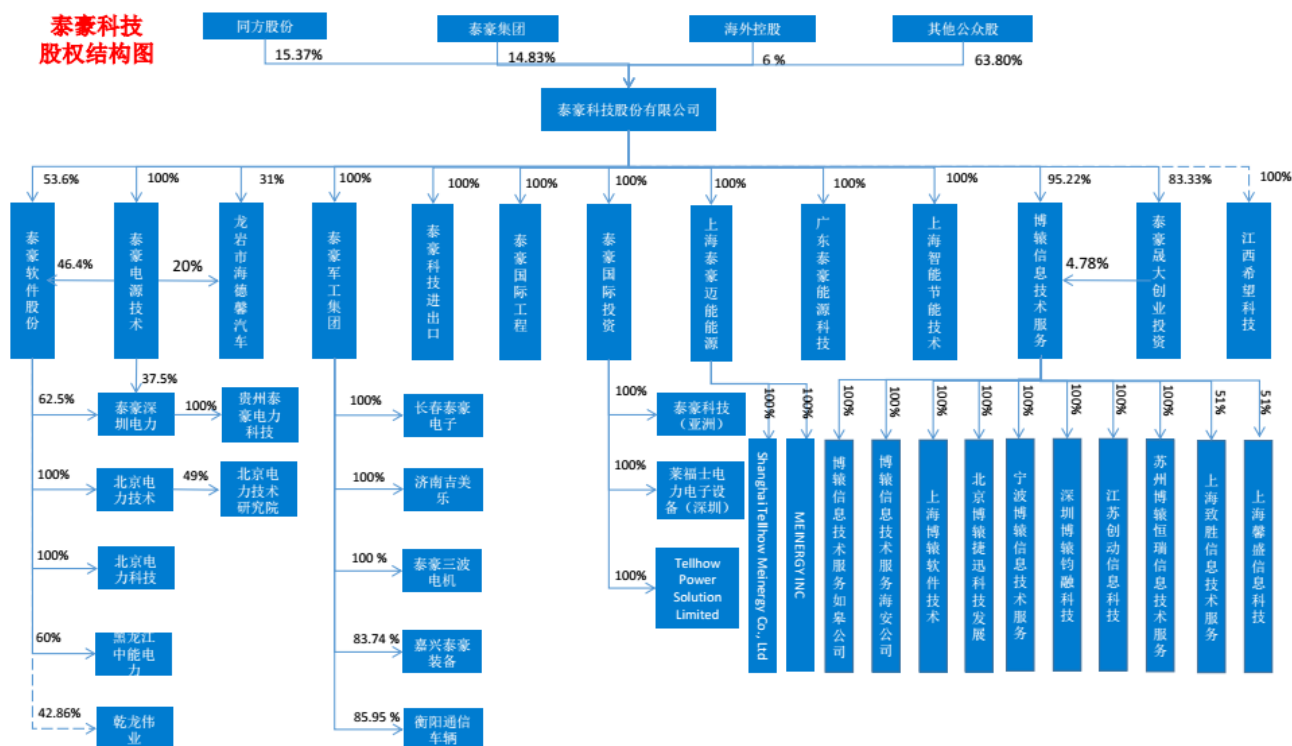
或有负债方面，截至2016年底，公司担保余额为10.24亿元，占公司净资产的26.89%，其中为关联方泰豪沈阳电机有限公司担保3.4亿元，为子公司担保6.84亿元。直接或间接为资产负债率超过70%的被担保对象提供的债务担保金额为4.62亿元，被担保企业主要从事专用作业车生产及专业电机制造领域，目前经营情况正常，但其担保规模较大，仍应对或有负债风险加以关注。此外，目前公司无重大诉讼、仲裁事项。

总体来看，受益于渠道优势以及资产并购，公司业务收入实现增长，盈利能力有所提高。同时，公司自有资本实力增强，财务结构稳健性有所提升，融资渠道较为顺畅，整体偿债能力仍很强。

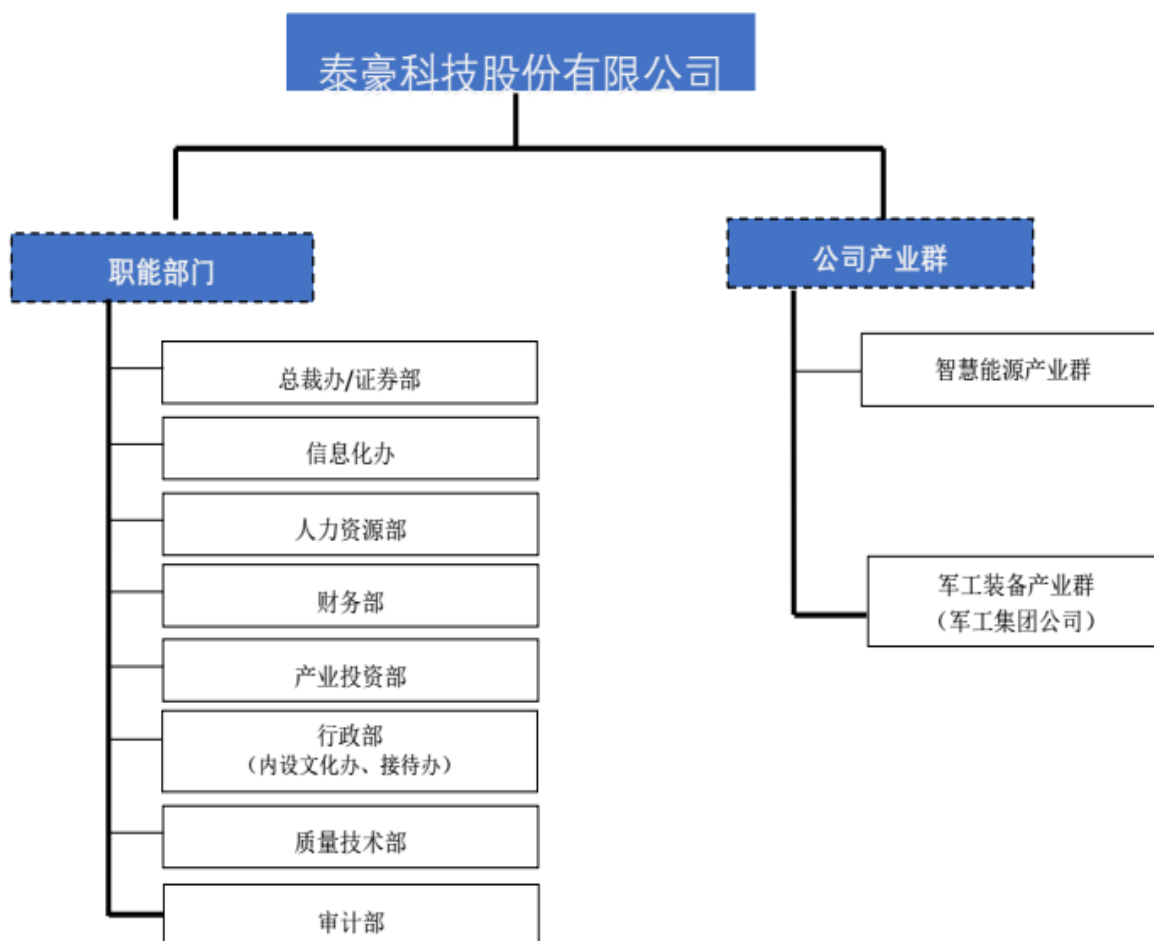
结 论

综上所述，中诚信证评维持泰豪科技主体信用等级AA，评级展望为稳定；维持“泰豪科技股份有限公司公开发行2016年公司债券（第二期）”信用等级为AA。

附一：泰豪科技股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：泰豪科技股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：泰豪科技股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	89,724.56	106,050.58	139,978.51	115,202.53
应收账款净额	123,460.35	162,188.29	240,971.03	227,167.74
存货净额	64,172.15	86,389.71	85,958.20	100,135.79
流动资产	319,933.17	433,011.70	543,557.83	518,754.24
长期投资	45,851.11	44,086.82	71,404.69	67,567.37
固定资产合计	125,696.55	148,680.84	84,120.18	83,512.50
总资产	582,152.26	715,769.82	858,770.83	829,211.59
短期债务	158,295.17	173,006.95	140,442.38	121,456.13
长期债务	30,765.59	23,588.36	132,291.20	132,368.43
总债务（短期债务+长期债务）	189,060.76	196,595.32	272,733.57	253,824.56
总负债	355,761.64	392,200.56	465,833.60	433,799.35
所有者权益（含少数股东权益）	226,390.62	323,569.26	392,937.23	395,412.24
营业总收入	292,070.96	348,809.64	390,193.57	63,366.42
三费前利润	48,099.73	52,392.58	66,059.75	13,782.69
投资收益	1,989.86	2,882.76	7,267.97	-387.32
净利润	5,817.89	10,085.70	13,735.86	2,475.01
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	32,174.47	32,198.40	33,674.62	-
经营活动产生现金净流量	18,315.11	27,905.58	24,804.36	-36,954.14
投资活动产生现金净流量	-4,267.61	-53,485.86	-32,544.25	8,805.55
筹资活动产生现金净流量	7,006.42	35,343.23	46,372.02	1,279.52
现金及现金等价物净增加额	21,075.03	9,719.15	38,375.81	-26,742.29
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	17.13	15.49	17.44	22.47
所有者权益收益率（%）	2.57	3.12	3.50	2.52*
EBITDA/营业总收入（%）	11.02	9.23	8.63	-
速动比率（X）	0.80	0.95	1.39	1.41
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.14	0.09	-0.58*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.12	0.16	0.18	-1.22*
经营活动净现金/利息支出（X）	1.82	3.39	3.32	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.20	3.91	4.51	-
总债务/EBITDA（X）	5.88	6.11	8.10	-
资产负债率（%）	61.11	54.79	54.24	52.31
总资本化比率（%）	45.51	37.79	40.97	39.10
长期资本化比率（%）	11.96	6.79	25.19	25.08

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、2017 年一季度带“*”指标经年化处理。

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+其他流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-手续费及佣金支出-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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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。