

润建股份有限公司

2020 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。


本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。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证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：  

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【802】号 01

分析师

姓名：
张颜亭 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangyt@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 01 月 14 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

润建股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过人民币 10.90 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对润建股份有限公司（以下简称“润建股份”或“公司”，股票代码为“002929.SZ”）本次拟发行不超过 10.90 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司所处行业环境较好，公司自身业务持续增长且发行股票后资本实力增强；同时中证鹏元也关注到，劳务成本上涨为公司带来较大的经营压力、公司对大客户依赖较大、较大的应收款规模对公司资金造成压力等风险因素。

正面：

- 通信行业发展前景良好。近年我国电信业发展平稳，4G 网络渐趋成熟，随着 5G 时代的到来，数据流量和终端数增速加快，未来 5G 建设大规模推进，公司所处通信行业将迎来新的发展契机。
- 公司业务规模增长且未来具有一定保障。公司作为专业从事通信网络技术服务的高新技术企业，在以新兴民营企业为代表的第三方专业通信技术服务商中市场占有率位居前列，营业收入保持增长，且目前在手订单充足，未来收入具有一定保障。
- 2018 年发行股票后公司资本实力增强。2018 年 2 月，公司首次向社会公开发行人民币普通股（A 股）股票 5,518.66 万股，募集资金净额 12.56 亿元，资本实力显著增强。

关注：

- **劳务成本对公司业务利润影响较大，需持续关注公司的成本控制能力。**作为劳务密集行业企业，劳务成本在营业成本中占比约 70%-80%，其水平对公司业务利润影响较大。近年主要劳务采购价格有一定程度的上浮，对公司盈利能力有一定侵蚀，需持续关注公司的成本控制能力。
- **公司客户集中度较高，对大客户依赖较大。**公司前五大客户集中度较高，近年公司前五大客户收入金额占比均在 40% 以上，且由于公司主要客户一般是通过招投标发布订单，公司定价方面处于较被动地位。公司对大客户依赖较大，存在大客户流失对公司业绩造成较大影响的风险。
- **应收款项规模较大，对营运资金造成一定压力。**公司应收账款规模较大，截至 2019 年 9 月末，公司应收账款账面价值为 19.65 亿元，占总资产的比重为 45.05%，对营运资金造成一定压力，且需关注存货结算的进度。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年9月	2018年	2017年	2016年
总资产	436,132.04	391,367.04	238,683.98	190,871.20
归属于母公司所有者权益	275,677.44	263,031.00	118,953.97	94,599.45
有息债务	16,200.00	0.00	16,583.77	11,467.16
资产负债率	36.66%	32.79%	50.16%	50.44%
流动比率	2.52	2.94	1.92	1.90
速动比率	2.11	2.45	1.41	1.33
营业收入	251,305.96	323,168.01	277,839.47	229,312.09
营业利润	17,584.16	23,757.47	28,419.04	21,334.90
净利润	14,655.42	20,587.77	23,940.00	17,881.52
综合毛利率	16.97%	20.00%	25.32%	23.33%
总资产回报率	-	15.44%	26.45%	20.55%
EBITDA	19,841.01	27,109.07	31,555.67	23,730.49
EBITDA 利息保障倍数	35.21	23.51	19.09	37.17
经营活动现金流净额	-24,046.52	17,093.03	-18,807.81	-7,706.26

资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身是自然人蒋鹂北女士和王羨初先生共同出资组建广西中人润建通信发展有限公司，注册资本1,000万元，其中：蒋鹂北女士以货币资金出资600万元，占注册资本的60%；王羨初先生以货币资金出资400万元，占注册资本的40%。

2004年4月16日，广西中人润建通信发展有限公司召开股东会，同意公司名称由广西中人润建通信发展有限公司变更为“广西润建通信发展有限公司”（以下简称“润建有限”），并于2004年4月20日在广西壮族自治区工商行政管理局办理了变更登记手续，换领了《企业法人营业执照》。

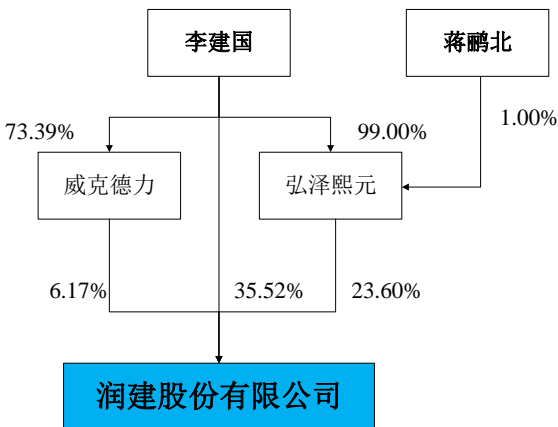
2012年9月，润建有限以截至2012年6月30日扣除专项储备后的净资产余额2.84亿元折合为注册资本1.57亿元，整体变更为广西润建通信股份有限公司。2012年10月24日，广西润建通信股份有限公司更名为润建通信股份有限公司。

2016年5月17日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具了《关于润建通信股份有限公司股票发行股份登记的函》（股转系统函[2016]3966号），公司非公开发行股票13,784,451股，新增股份于2016年5月31日在全国股份转让系统挂牌。本次非公开发行股票完成后，公司注册资本增至16,555.97万元。2017年5月17日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具《关于同意润建通信股份有限公司终止股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函[2017]2700号），同意公司股票自2017年5月22日起终止在全国中小企业股份转让系统挂牌。

经中国证券监督管理委员会证监许可[2018]262号《关于核准润建通信股份有限公司首次公开发行股份的批复》核准，2018年2月，公司首次向社会公开发行人民币普通股（A股）股票5,518.66万股。首次公开发行股票后，公司股本总额由16,555.97万股变更为22,074.63万股。2018年3月9日公司注册资本变更为人民币22,074.63万元。2019年4月18日，公司变更为现名。

截至2019年9月末，李建国先生直接持有公司35.52%的股份，通过弘泽熙元间接持有公司23.37%的股份，通过威克德力间接持有公司4.53%的股份，合计持股比例为63.42%，系公司控股股东、实际控制人；蒋鹂北女士系李建国先生的配偶，为股东弘泽熙元的普通合伙人，持有弘泽熙元1%的合伙份额，系公司的共同实际控制人。截至2019年11月22日，李建国、蒋鹂北夫妇累计质押公司股份16,553,000.00股；占其持有公司股份总数的11.78%，占公司总股本的7.50%。公司产权结构如下图所示。

图 1 截至 2019 年 9 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司的产业涉及通信网络技术服务等领域，为通信运营商提供包括核心网、无线网、传输网等网络层次的通信网络工程建设、维护及优化等综合技术服务，为中国铁塔股份有限公司（以下简称“中国铁塔”）提供基站配套与铁塔的建设、维护等综合技术服务，以及为客户提供信息系统软件定制开发、集成等信息技术服务。截至2019年9月末，公司纳入合并范围内的子公司共12家（详见附件二）。

二、本期债券概况

债券名称：润建股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过人民币10.90亿元（含）；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格90%时，公司董事会会有权提出转股价格

向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转债的股东应当回避；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日的公司股票交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

债券赎回条款：本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债；

债券回售条款：本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若本次发行可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司；

向原股东配售安排：本次发行的可转换公司债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量由公司股东大会授权公司董事会根据具体情况确定，并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后的部分采用中国证监会认可的方式发行，余额由主承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过 109,000 万元（含），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
五象云谷云计算中心项目	109,810	109,000	99.26%
合计	109,810	109,000	-

资料来源：公司提供

1、项目基本情况

本项目的实施主体为公司控股子公司五象云谷有限公司（以下简称“五象云谷”）。五象云谷系润建股份和南宁象腾投资有限公司（以下简称“象腾投资”）于2019年8月12日合资设立，注册资本2亿元，主要业务包括IDC的建设及运营服务、因特网接入服务、云计算服务、云托管服务、数据处理和存储服务，润建股份持股70%，为其控股股东。五象云谷云计算中心为公司依托区域内优势产业资源构建的大规模云计算数据中心产业化基地，系本期债券募投项目。项目定址南宁市良庆区五象新区，占地面积60亩，规划建设2栋数据中心楼，每栋数据中心机房楼约占3,000架机柜，1栋动力中心楼，1栋生产配套楼，以及地下室工程。项目整体建设期27个月，项目总投资预算为109,810万元，其中工程建设投资99,330万元；土地购置费2,300万元；外电引入工程2,000万元；工程建设其他费用投资3,180万元；预备费3,000万元。

项目规划购置数据中心供电、冷却等机电设备，设置消防、安保、智能化监控系统，为客户提供承载IT设备运行的高可用性机房环境。

2、项目批复情况

截至本报告出具日，本项目已在南宁市良庆区发展和改革局备案，取得编号为2019-450108-65-03-043936的备案证明，环评批复正在办理中。

3、经济效益评价

根据公司提供的《五象云谷云计算中心项目可行性研究报告》，本项目建成并完全达产后，主要收入为数据中心机柜出租、配套增值服务和网络接入服务等收入，预计项目完全达产后年度销售收入5.40亿元，年度利润总额2.99亿元，税后投资回收期（含建设期）为7.93年。

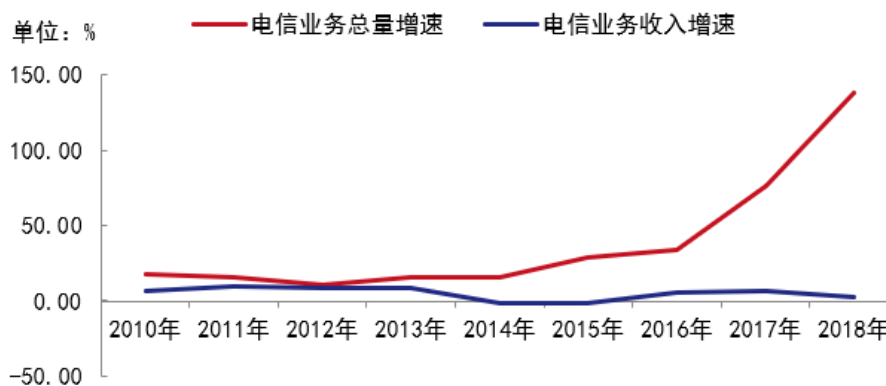
四、运营环境

我国电信市场平稳发展，为通信服务行业提供了良好的市场环境，5G时代到来也为通信服务带来较大的增量机会

近年我国电信市场发展平稳，为通信设备业的发展提供了良好的基础。根据工信部网站，2018年全国电信业务总量达到65,556亿元（按照2015年不变单价计算），同比增长137.9%，电信业务收入累计完成13,010亿元，同比增长3.0%，其中固定通信业务收入完成3,876亿元，同比增长9.1%，在电信业务收入中占29.8%；移动通信业务实现收入9,134亿元，同比增长0.6%，在电信业务收入中占70.2%。固定数据及互联网业务收入完成2,072亿元，

同比增长5.1%，在电信业务收入中占比由上年的15.6%提升到15.9%；移动数据及互联网业务收入6,057亿元，同比增长10.2%，在电信业务收入中占比从上年的43.5%提高到46.6%。IPTV业务收入同比增长19.4%；物联网业务收入同比大幅增长72.9%。2019年1-10月，全国电信业务收入累计完成10,973亿元，同比增长0.2%，其中移动通信业务收入7,490亿元，同比下降3.5%，占电信业务收入的68.3%。移动数据及互联网业务是拉动电信业发展的主要动力。

图 2 2016 年以来我国电信业务总量和业务收入规模持续提升



资料来源：工信部，中证鹏元整理

同时，5G时代的到来加快了数据流量和终端数的增速，根据中国5G推进组发布《5G愿景与需求》白皮书面，2020年及未来，移动数据流量将出现爆炸式增长。预计2010年到2020年全球移动数据流量增长将超过200倍，2010年到2030年将增长近2万倍；中国的移动数据流量增速高于全球平均水平，预计2010年到2020年将增长300倍以上，2010年到2030年将增长超4万倍。未来全球移动通信网络连接的设备总量将达到千亿规模。预计到2020年，全球移动终端（不含物联网设备）数量将超过100亿，其中中国将超过20亿。数据流量和终端数的增长终将带动通信基础设施建设的投资需求，由于5G要利用高频段进行信号传输，基站的密度将会要大幅增大，建设需求将随之提升，进而带动5G基础设施维护、5G设备支持等需求增加。

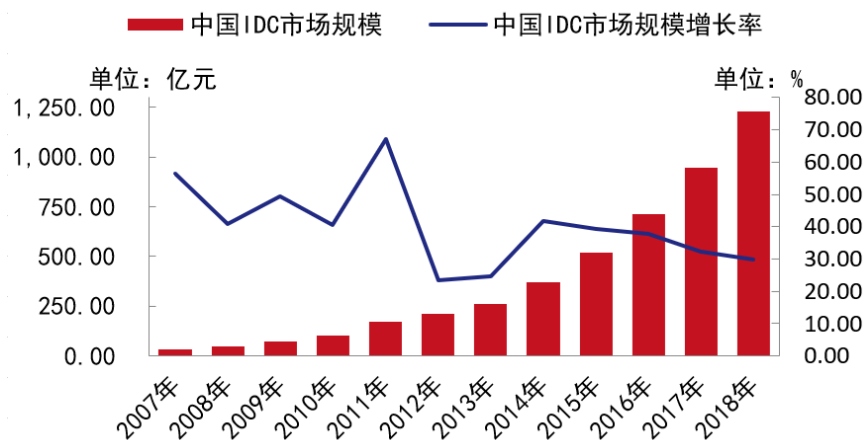
但是5G典型场景涉及未来人们居住、工作、休闲和交通等各种区域，特别是密集住宅区、办公室、体育场、露天集会、地铁、快速路、高铁和广域覆盖等场景。这些场景具有超高流量密度、超高连接数密度、超高移动性等特征，可能对5G系统形成挑战，也对通信支持服务的质量控制提出了更高的要求。

IDC业务市场大规模增长，需求较大，且在政策支持下有望得到较好发展

互联网数据中心（Internet Data Center，以下简称“IDC”）是指一种拥有完善的设备（包括高速互联网接入带宽、高性能局域网络、安全可靠的机房环境等）、专业化的管理、完善的应用的服务平台。在这个平台基础上，IDC 服务商为客户提供互联网基础平台服务（服务器托管、虚拟主机、邮件缓存、虚拟邮件等）以及各种增值服务（场地的租用服务、域名系统服务、负载均衡系统、数据库系统、数据备份服务等）。

近年互联网在社会各行业深入渗透，IDC 业务市场始终保持市场规模量级的增长。市场规模增速受政策引领与技术升级等多重因素影响，在不同时间节点呈现增降态势。2010 年放宽 IDC 牌照审核门槛，许多企业得以进入 IDC 业务领域并快速拓展市场，带来 IDC 业务市场一轮增长高峰。2014 年，由于第 4 代移动通信技术（4G）业务经营许可证发放，移动互联网流量入口扩展，催生更多应用需求；2016 年，短视频技术被各视频与社交平台广泛应用，也同时带来 IDC 业务市场的增长。该时期第 5 代移动通信技术（5G）尚未正式商用，流量量级较稳定，应用市场维持平衡格局，IDC 业务市场规模增速相对放缓。2018 年，互联网行业的 IDC 需求仍是推动中国 IDC 业务市场规模绝对值增长的主要驱动力，区域市场中，北上广地区数据中心布局范围逐渐向周边区域延伸，以此满足区域市场内 IDC 业务需求。截至 2018 年中国 IDC 业务市场总规模达 1,228 亿元，同比增长 29.8%，较 2017 年增长超过 280 亿元。

图 3 近年中国 IDC 市场规模保持快速增长



资料来源：wind，中证鹏元整理

我国 IDC 产业呈现出明显的东热西冷格局。东部地区信息化发展程度较高、IDC 需求旺盛，数据中心资源一直处于相对饱和状态，而西部地区受地理位置偏远、网络资源较差以及人才缺乏等因素影响，IDC 实际投产率较低。据工信部统计，2017 年北、上、广、深等城市的数据中心上架率已达 60%-70%，而部分西部地区上架率长期在 30% 以下。国

内数据中心建设主要集中在北京、上海、广州等一线城市和东部经济发达地区，数据中心的总体拥有成本和运营成本普遍较高，不利于 IDC 产业的可持续发展。

为引导国内 IDC 合理布局，工信部发布了《关于数据中心建设布局的指导意见》及《全国数据中心应用发展指引（2017）》等相关政策，主要通过划分 IDC 建设地区类型、提供相应支持政策及减少政府自建数据中心数量等手段，推动国内数据中心建设向气候适宜、能源充足、土地租用价格低廉的西部地区延伸，如内蒙古、新疆、贵州、四川、甘肃等区域。

目前，这一举措已有初步成果，大规模数据中心的分布已呈现向信息化发展水平相对较低的区域延伸的趋势。一般情况下，信息化发展水平较高的地区有足够的信息需求度和资源就绪度，能够满足建设大规模数据中心的基本条件，但是受地方政府政策的引导，新建大规模数据中心在信息化发展水平较低的区域加速落地。

整体上，中西部地区的信息化发展水平低于经济发达地区，但是通过招商引资、政策激励、人才引进等措施，数据中心的发展速度已得到明显提升。内蒙古、贵州等受到政策重点扶持的地区，数据中心建设规模已得到快速提升，吸引国内外大型互联网企业陆续入驻。

五、公司治理与管理

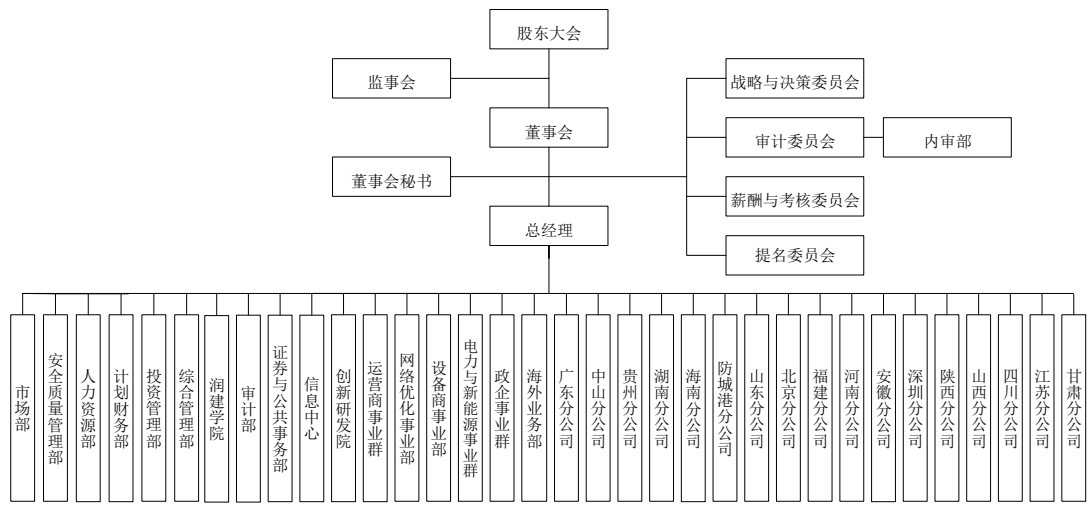
公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等法律、法规，结合公司实际情况，制定了《公司章程》及《财务会计制度》、《融资与对外担保管理制度》、《对外投资管理制度》、《投资者关系管理制度》、《内部审计制度》、《关联交易管理制度》等内部制度，建立了股东大会、董事会和监事会等治理机构。

近年来，公司根据《公司法》及《公司章程》的要求召开股东大会，股东大会的会议提案、议事程序、会议表决按照相关规定要求执行，年度股东大会每年召开一次，并就对外担保、重大交易等事项召开临时会议。公司设董事会，对股东会负责，由9名董事组成，其中独立董事3名，董事经股东大会选举产生，每届任期三年，连选可以连任。董事会设董事长1人、副董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。同时，设董事会秘书一名，对董事会负责。近年来公司各位董事均依据《公司章程》等制度出席董事会会议。公司董事会下设战略与决策委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会、提名委员会四个专门委员会。公司设监事会，由3名监事组成，其中职工监事一名，每届任期三年，连选可以连任。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。

内部管理方面，公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘，对董事

会负责。公司部门主要按职能部门、市场分公司划分，具体组织架构如下图所示。近年来公司管理层基本稳定，逐步建立健全和完善了内部控制制度，涵盖公司生产、销售、采购、财务、绩效考核及信息披露等各个经营管理环节。截至2019年9月末，公司共有员工3,672人，其中85.13%为技术人员；从学历构成来看，专科及以上学历的员工占比68.60%。

图4 公司组织架构图



资料来源：公司提供

表2 截至2019年9月末公司人员构成情况

专业构成			教育程度		
类别	人数	占比	类别	人数	占比
销售人员	96	2.61%	硕士及以上	21	0.57%
技术人员	3,126	85.13%	大学本科	1,044	28.43%
财务人员	54	1.47%	大专	1,454	39.60%
管理人员	270	7.35%	大专以下	1,153	31.40%
行政人员	126	3.43%			
合计	3,672	100.00%	合计	3,672	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司发展战略来看，公司以为通信运营商提供“规划、设计、建设、维护、优化”一体化服务为基础，致力于发展成为集ICT、IDC、云服务、大数据、物联网及软件研发的综合信息技术服务提供商。在通信技术服务为主的运营业务方面将继续以往的业务优势，保持通信工程、代维与网络优化业务份额，重点提升设备安装业务市场占有率。公司积极探索以新思路、新解决方案全面改善行业服务，为客户提供信息化和通信相关软硬件产品及解决方案。

六、经营与竞争

公司是专业从事通信网络技术服务的高新技术企业，主要从事通信网络工程建设、维护及优化等综合技术服务。公司业务收入主要来源为通信网络建设服务和通信网络维护与优化服务，近年公司营业收入保持增长，2016-2018年分别为22.93亿元、27.78亿元和32.32亿元，年均复合增长率为18.71%。毛利率方面，近三年公司综合毛利率分别为23.33%、25.32%和20.00%。2017年由于公司不断拓展业务区域，通信网络维护与优化服务的业绩逐渐显现，带动整体毛利率增长，但在通信行业提速降费的环境下，2018年公司中标价格降低，同时劳务成本上升，导致毛利率下滑。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-9月		2018年		2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
通信网络建设服务	136,230.78	15.85%	176,570.69	21.58%	147,146.99	25.06%	133,229.61	24.65%
通信网络维护与优化服务	109,852.41	18.09%	146,597.33	18.10%	130,692.48	25.61%	96,065.24	21.48%
其他业务	5,053.75	20.31%	0.00	-	0.00	-	17.23	100.00%
合计	251,136.93	16.92%	323,168.01	20.00%	277,839.47	25.32%	229,312.09	23.33%

资料来源：公司2016-2018年连审审计报告、未经审计的2019年1-9月财务报表，中证鹏元整理

公司是通信技术服务主流服务商之一，资质齐全且提供一体化综合服务，近年业务规模不断扩大

公司具备通信工程施工总承包壹级资质、信息通信网络系统集成企业服务能力甲级资质及安防工程、送变电工程、钢结构工程、建筑智能化工程、机电设备安装工程等多项工程专业资质，可以承接各种规模的通信信息网络建设工程总体方案策划、设计、设备配置与选择、软件开发、工程实施、工程后期的运行保障等业务。目前，公司主要开展的业务包括通信网络建设服务、通信网络维护与优化服务，两者具有较好的协同效应，一方面公司在维护与优化服务中累积对网络运行情况的了解，有利于在建设服务中落实网络规划的实际需求；另一方面，在建设服务过程中，公司更加熟悉网络配置等硬件情况，有利于维护与优化服务的开展，进一步提升其服务质量。

公司承接的通信网络建设服务涉及通信网络的核心网、传输网、无线及有线接入网等多个网络的建设以及通信铁塔基站配套设施的建设服务。公司通信网络建设服务业务收入随着市场规模扩大稳定增长，毛利率方面，2016-2017年较稳定，2018年毛利率较上年下滑，系通信行业提速降费的环境下，公司中标价格降低，同时劳务成本上升所致。

通信网络维护服务主要包括机房环境维护、基站及配套维护、室分直放站及WLAN维护、铁塔及天馈维护、传输线路维护、集团客户专线维护、家庭宽带维护等。目前公司在全国二十余个省（市）承接通信运营商的通信网络综合维护服务和中国铁塔基站配套综合维护服务，在各省（市）对应维护区域设立维护驻点，以满足日常维护要求并能够及时提供应急通信保障。通信网络优化服务主要是采集多维网络数据，结合业务种类及优化需求进行综合数据分析，通过调整优化，不断增强移动通信网络的稳定性、可靠性、高效性、适用性，改善运营商的业务品质，提升移动通信终端用户感知。2016-2018年公司通信网络维护与优化服务收入分别为9.61亿元、13.07亿元和14.66亿元，2016年公司在中国移动网络综合代维服务集采中中标16个省份的业务，2017年公司新开拓区域的业绩逐渐显现，带动该年对中国移动的综合代维业务收入大幅增长，同期毛利率也实现一定增长，而2018年公司中标价格降低，同时劳务成本上升所致挤占利润空间，导致毛利率出现下滑。

从公司业务地区分布来看，公司收入来源主要集中于华南、华东及西南地区，但随着公司业务规模不断扩大，收入来源地区集中性不断下降。

表4 公司收入地区来源情况（单位：万元）

项目	2019年1-9月		2018年		2017年		2016年	
	占比	占比	占比	占比	占比	占比	占比	占比
华南地区	122,051.56	48.60%	161,046.19	49.83%	144,865.03	52.14%	166,411.57	72.57%
华东地区	37,231.61	14.83%	41,870.17	12.96%	29,080.41	10.47%	13,445.31	5.86%
西南地区	28,398.21	11.31%	32,750.28	10.13%	30,175.88	10.86%	16,146.48	7.04%
华中地区	19,476.25	7.76%	27,533.41	8.52%	22,757.90	8.19%	9,152.99	3.99%
华北地区	23,509.64	9.36%	26,451.88	8.19%	23,174.49	8.34%	12,107.65	5.28%
西北地区	14,922.14	5.94%	25,214.50	7.80%	21,279.64	7.66%	8,064.74	3.52%
东北地区	5,547.54	2.21%	8,301.59	2.57%	6,506.11	2.34%	3,983.34	1.74%
合计	251,136.93	100.00%	323,168.01	100.00%	277,839.47	100.00%	229,312.09	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获取订单的能力较强，未来收入有一定保障，但对大客户依赖较大

公司客户主要为中国移动、中国电信、中国联通等通信运营商及中国铁塔的省级及地市级公司，客户根据自身需求，通过公开招标的形式采购其所需的各类服务，公司销售主要是通过参与客户招投标的方式实现。

由于公司主要客户一般是通过招投标发布订单，公司定价方面处于较被动地位。近年公司服务收入规模稳定上升，但回款效率降低，2016-2018年公司应收账款周转天数分别为91.33天、134.49天和153.76天，考虑公司客户主要为运营商、大型通讯商及中国铁塔，信誉度较高，应收账款形成坏账的可能性较小，但账期较长对营运资金造成一定压力。

从公司近年参与主要客户投标与中标的情况来看，整体中标率水平较高且有所提升，2019年1-9月末，公司参与主要客户投标的中标率为39.89%，现阶段公司获取订单的能力较强。

表5 公司参与主要客户的投标和中标情况

年度	客户名称	投标数量	中标数量	中标率
2019年1-9月	中国移动通信集团公司	297	104	35.02%
	中国铁塔股份有限公司	321	153	47.66%
	中国电信集团公司	145	38	26.21%
	中国联合网络通信集团有限公司	95	49	51.58%
	华为技术服务有限公司	22	7	31.82%
	合计	880	351	39.89%
2018年	中国移动通信集团公司	389	148	38.05%
	中国铁塔股份有限公司	450	243	54.00%
	中国电信集团公司	173	52	30.06%
	中国联合网络通信集团有限公司	44	24	54.55%
	华为技术服务有限公司	47	22	46.81%
	合计	1,103	489	44.33%
2017年	中国移动通信集团公司	485	169	34.85%
	中国铁塔股份有限公司	351	159	45.30%
	中国电信集团公司	116	37	31.90%
	中国联合网络通信集团有限公司	52	18	34.62%
	华为技术服务有限公司	68	16	23.53%
	合计	1,072	399	37.22%
2016年	中国移动通信集团公司	815	179	21.96%
	中国铁塔股份有限公司	486	153	31.48%
	中国联合网络通信集团有限公司	102	20	19.61%
	中国电信集团公司	174	22	12.64%
	防城港市市政管理局	-	-	-
	合计	1,577	374	23.72%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户集中度来看，公司前五大客户集中度较高，2016-2018年及2019年1-9月前五大客户收入金额占比分别为53.68%、43.40%、44.39%和42.68%，公司对大客户依赖较大，存在大客户流失对公司业绩造成较大影响的风险。

表6 近年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	金额	占比
2019年1-9月	中国移动通信集团广东有限公司	35,311.08	14.06%
	中国移动通信集团广西有限公司	30,533.47	12.16%

	中国移动通信集团江苏有限公司	16,348.24	6.51%
	中国电信股份有限公司广西分公司	13,306.43	5.30%
	中国移动通信集团贵州有限公司	11,694.26	4.66%
	合计	107,193.47	42.68%
2018年	中国移动通信集团广东有限公司	55,565.30	17.19%
	中国移动通信集团广西有限公司	43,209.54	13.37%
	中国移动通信集团江苏有限公司	15,917.33	4.93%
	中国电信股份有限公司广西分公司	14,756.81	4.57%
	中国移动通信集团安徽有限公司	14,013.41	4.34%
	合计	143,462.39	44.39%
2017年	中国移动通信集团广东有限公司	46,966.07	16.90%
	中国移动通信集团广西有限公司	32,155.67	11.57%
	中国铁塔股份有限公司广西分公司	15,750.46	5.67%
	中国电信股份有限公司广西分公司	12,894.25	4.64%
	中国铁塔股份有限公司广东分公司	12,812.33	4.61%
	合计	120,578.77	43.40%
2016年	中国移动通信集团广西有限公司	38,097.37	16.61%
	中国移动通信集团广东有限公司	27,255.84	11.89%
	中国联合网络通信集团广东分公司	21,876.90	9.54%
	中国铁塔股份有限公司广西分公司	18,134.94	7.91%
	中国电信股份有限公司广西分公司	17,720.68	7.73%
	合计	123,085.73	53.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与主要客户合作顺畅，业务订单较为充足。2016-2018年及2019年1-9月公司当期新签合同金额分别为33.11亿元、22.85亿元和29.54亿元和43.49亿元，2019年增加较多。公司现阶段订单充足，未来一段时间内将持续带来一定的收入及利润。

表7 近年公司订单情况（单位：万元）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
当期新签订单金额	434,901.03	295,448.71	228,514.80	331,139.53

注：当期新签订单金额仅考虑约定合同金额的订单。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

劳务成本对公司业务利润影响较大，需持续关注成本上涨对公司利润的影响

公司本部负责物资、劳务的采购制度、流程的制定及实施、组织开展采购计划；分公司根据项目部上报业务需求情况发起劳务采购申请，采购部门汇总需求后针对不同的业务类型，结合劳务供应商的报价、综合实力、上年为公司服务情况、物价水平、服务承诺等因素，在拥有相关资质的已合作的劳务供应商和新劳务供应商之间进行选择。采购部门汇总议价结果，并连同采购部门评选意见、业务部门评选意见等向公司领导反馈，并由其审

批。采购部门联系中选劳务供应商与业务部门确认协议条款，明确双方职责、结算单价、付款方式、考核条款等具体内容，并根据公司合同签署流程履行相关程序。与劳务供应商合作正式开始前，公司组织劳务供应商劳务人员进行关于相关操作规范、管理条例、质量和安全生产的培训。同时，公司制定了《劳务供应商质量控制管理办法》、《劳务供应商管理办法实施细则》、《劳务供应商管理办法处罚条例》等，对公司的劳务采购进行质量控制。

作为劳务密集行业企业，公司营业成本构成以劳务成本为主，其水平对公司业务利润影响较大。具体来看，公司劳务成本在营业成本中占比约70%~80%，其中，公司通信网络建设业务涉及的施工较多，需要的劳务量较大，劳务分包费占比较高，通信网络维护与优化业务劳务分包费占比相对较小，职工薪酬比例相对较高。从公司劳务采购成本看，公司与劳务供应商一般根据工作内容和工作量按月进行结算，近年主要劳务采购价格有一定程度的上浮，详见下表，劳务成本的上涨对公司盈利能力有一定侵蚀。

表8 公司劳务采购价格情况（单位：元）

项目		2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
代维基站	基站发电（小时）	75	75	75	75
	巡查（站点）	30	30	20	20
	监控值班（小时）	35	35	35	35
代维线路（公里）	巡查（公里）	100	100	100	100
	三盯（100米范围内）（小时）	35	35	35	35
	三盯（100米以上）（小时）	50	50	50	50
代维其他（次数）	装机、营销（FTTB、FTTH等类型）	45	45	45	45
敷设方式及长度（公里）	墙挂	1,500	1,500	1,450	1,450
	直埋	16,000	16,000	15,000	15,000
	附挂	1,600	1,600	1,350	1,350
按数量	熔纤（芯）	23	23	20	20
按工日	设备安装	30	30	25	25
按站点	基站室外平台等	200	200	200	200

资料来源：公司提供

目前，公司已经形成了较为稳定的劳务采购供应商渠道，与主要供应商建立了长期良好的合作关系。2016-2018年及2019年1-9月公司前五名供应商的采购额占年度采购额比重分别为84.59%、79.03%、79.21%和81.61%，需持续关注成本上涨对公司利润的影响。

表9 近年公司前五名供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购内容	金额	占总采购金额比重
2019年1-9月	广西展飞建筑劳务有限公司	劳务	66,072.51	34.03%
	广西溥天建筑劳务有限公司	劳务	59,073.58	30.42%
	广东中冠劳务分包有限公司	劳务	22,925.70	11.81%
	萍乡市共能人力资源有限公司	劳务	7,188.98	3.70%
	广西凯谦建筑劳务有限公司	劳务	3,193.03	1.64%
小计	-	-	158,453.80	81.61%
2018年	广西溥天建筑劳务有限公司	劳务	64,376.73	33.82%
	广西展飞建筑劳务有限公司	劳务	53,361.44	28.03%
	广东中冠劳务分包有限公司	劳务	19,539.38	10.26%
	南宁安泽劳务服务有限公司	劳务	10,724.06	5.63%
	山西中恒誉建筑劳务有限公司	劳务	5,155.61	2.71%
小计	-	-	153,157.21	80.44%
2017年	广西展飞劳务有限公司	劳务	37,726.67	25.48%
	广西溥天建筑劳务有限公司	劳务	36,377.73	24.56%
	广东中冠劳务分包有限公司	劳务	15,655.12	10.57%
	山西中恒誉建筑劳务有限公司	劳务	14,096.40	9.52%
	南宁安泽劳务服务有限公司	劳务	13,178.75	8.90%
小计	-	-	117,034.67	79.03%
2016年	广西展飞劳务有限公司	劳务	68,771.10	50.69%
	广西溥天建筑劳务有限公司	劳务	26,815.42	19.76%
	南宁安泽劳务服务有限公司	劳务	17,706.86	13.05%
	广州光建通信技术有限公司	物资、设备租赁	847.69	0.62%
	广西南宁胜邦劳务有限公司	劳务	633.31	0.47%
小计	-	-	114,774.38	84.59%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司较为注重研发，研发投入规模持续扩大

公司技术研发由创新研究院负责，研究方向主要包括大数据、物联网、5G、云计算、软件开发等，根据技术研究方向结合行业分类设立产品孵化、ERP、智能制造、电力研发、智慧培训、城市资源，智能作业等15个事业部。截至2019年9月末，公司研发人员合计为815人。从公司研发的流程来说，分为立项、项目调研，需求分析、UI设计、产品设计开发，测试验收、试点等步骤。

近年公司研发投入规模持续扩大，2016-2018年及2019年1-9月研发支出分别为0.71亿元、0.87亿元、1.10亿元和0.82亿元，分别占营业收入的比重为3.12%、3.17%、3.42%和3.28%。

截至2019年9月末，公司共有已授权专利20项，其中发明专利12项，实用新型专利8项，软件著作权78项。

表10 公司设计研发及经费情况（单位：人，万元）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
研发人员	815.00	1,166.00	1,162.00	718.00
研发费用	8,249.82	11,038.88	8,748.06	7,101.22
研发费用占营业收入的比重	3.28%	3.42%	3.17%	3.12%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年审计报告及2019年1-9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则（或旧会计准则）编制。近三年合并报表范围变化情况如下表所示：

表11 公司合并范围子公司变动情况（单位：家）

项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
合并子公司家数	12	3	3	5
其中：当年增加或减少家数	9	0	2	2
增加或减少原因	投资设立、非同一控制下的企业合并	-	注销、吸收合并	设立、收购
增加或减少子公司名称	佛山市云清信息科技有限公司（更名：广州云谷创智科技有限公司）	-	广东中奥通信技术有限公司	珠海卓联信息技术有限公司
	广西轩耀建筑工程有限公司（更名：广西信安锐达科技有限公司）	-	广州逸信电子科技有限公司	广州逸信电子科技有限公司
	长嘉科技有限公司	-	-	-
	润沃科技（山东）有限公司	-	-	-
	润建国际有限公司	-	-	-
	五象云谷有限公司	-	-	-
	广州汇柠科技有限公司	-	-	-
	广州市砾立能源科技有限公司	-	-	-
	广东南粤云视科技有限公司	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模不断增长，但存货及应收账款规模较大，对营运资金造成一定压力

近年公司总资产规模快速增长，由2016年末的19.09亿元增至2019年9月末的43.61亿元。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2019年9月末，流动资产占资产比重为92.24%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年9月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	69,130.60	15.85%	137,411.99	35.11%	23,290.46	9.76%	35,121.42	18.40%
应收账款	196,494.17	45.05%	146,885.05	37.53%	129,167.75	54.12%	78,425.90	41.09%
其他应收款	11,865.47	2.72%	10,040.45	2.57%	10,670.19	4.47%	8,753.40	4.59%
存货	64,270.50	14.74%	63,316.02	16.18%	59,474.49	24.92%	54,068.94	28.33%
其他流动资产	54,547.83	12.51%	18,063.22	4.62%	2,624.71	1.10%	2,510.74	1.32%
流动资产合计	402,275.91	92.24%	377,622.71	96.49%	227,159.87	95.17%	180,431.02	94.53%
固定资产	20,304.21	4.66%	6,384.00	1.63%	6,207.74	2.60%	6,050.39	3.17%
非流动资产合计	33,856.14	7.76%	13,744.33	3.51%	11,524.11	4.83%	10,440.17	5.47%
资产总计	436,132.04	100.00%	391,367.04	100.00%	238,683.98	100.00%	190,871.20	100.00%

资料来源：公司2016-2018年连审审计报告、未经审计2019年1-9月财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末，公司货币资金余额13.74亿元，其中1.77亿元系公司存入的银行保函保证金及承兑汇票保证金，使用受限，因2018年公司收到首次公开发行股票募集资金，公司货币资金水平较上年大幅增长，公司利用闲置资金购买理财产品后，2019年9月末公司货币资金下滑至6.91亿元。截至2018年末，公司应收账款为14.69亿元，占总资产的比重为37.53%，主要为应收客户中国移动通信集团广东有限公司、中国移动通信集团广西有限公司、中国电信股份有限公司广西分公司、中国移动通信集团贵州有限公司和中国铁塔股份有限公司广东分公司的合同款，公司应收账款规模随着公司业务规模的扩大逐年增长。公司应收账款账龄1年以内部分占比85.26%，公司按照账龄分析法已计提坏账准备1.13亿元，公司应收账款规模较大，考虑公司客户主要为运营商、大型通讯商及中国铁塔，信誉度较高，应收账款形成坏账的可能性较小，但对营运资金造成一定压力。截至2018年末，公司其他应收款为1.00亿元，主要为投标保证金及合同履行保证金。截至2018年末，公司存货为6.33亿元，占总资产的比重为16.18%，其中主要为尚未结算的劳务成本，对公司资金形成了一定占用；2018年公司当期计提存货跌价准备378.98万元。公司利用闲置自有资金和募集资金购买理财产品以进行现金管理，与待认证进项税等项目

一同在其他流动资产核算，截至 2019 年 9 月末，理财产品金额为 4.79 亿元，预计年化收益率在 1.89%~4.50%之间，带动其他非流动资产增长至 5.45 亿元。

2018 年末，公司固定资产为 6,384.00 万元，主要为房屋及机器设备，2019 年公司新购置房屋及建筑物，带动 2019 年 9 月末固定资产规模增长至 2.03 亿元，其中公司南宁华润大厦办公写字楼尚未办妥权证，2019 年 9 月末账面价值为 2,814.31 万元。

整体来看，公司资产规模快速增长，应收账款及存货规模相对较大，对营运资金造成一定压力。

资产运营效率

公司净营业周期持续延长，资产运营效率不断下降

公司收入主要来源于通信技术服务业务，行业竞争较激烈，公司客户主要为运营商、大型通讯商及中国铁塔，议价能力较强，账期较长，2016年公司应收账款周转天数相对较低，2017年及2018年因合同款回收缓慢，应收账款周转天数增长至153.76天。存货方面，公司存货主要为尚未结算的劳务成本，2016-2018年公司存货规模较稳定，公司业务规模扩大引起成本增长，2018年存货周转天数由2016年的102.41天下降到85.49天。应付账款方面，随着公司业务量增加，劳务需求加大，对劳务采购相应增长且议价能力增强，综合使得公司应付账款周转天数有所上升。整体来看，受以上因素综合影响，公司2018年净营业周期由2016年的132.24天攀升至160.35天。

公司2018年上市，收到大额募集资金，流动资产规模大幅增长，带动流动资产周转天数增大。随着公司采购更新机器设备、购置房产，公司账面固定资产金额存在一定波动，带动固定资产周转天数小幅波动。

表13 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	153.76	134.49	91.33
存货周转天数	85.49	98.50	102.41
应付账款周转天数	78.90	82.68	61.50
净营业周期	160.35	150.31	132.24
流动资产周转天数	336.86	264.06	230.07
固定资产周转天数	7.01	7.94	8.86
总资产周转天数	350.93	278.29	243.99

资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司收入持续增长，但盈利能力有所下滑

公司是作为专业从事通信网络技术服务的高新技术企业，从事通信网络工程建设、维护及优化等综合技术服务多年，业务收入主要来自通信网络建设服务和通信网络维护与优化服务。近年营业收入保持增长，2016-2018年分别为22.93亿元、27.78亿元和32.32亿元。公司现阶段订单充足，未来一段时间内将持续带来收入及利润。在通信行业提速降费的环境下，公司中标价格降低，同时劳务成本上升，导致业务毛利率波动下滑，公司综合毛利率从2016年的23.33%下滑至2018年的20.00%。随着2018年公司上市，资产规模和权益规模较利润水平大幅提升，总资产回报率及净资产收益率大幅下滑。

公司期间费用以销售费用、管理费用及研发费用为主。销售费用主要用于销售人员薪酬及相关费用，随着公司业务范围拓展有所增长。同时公司不断加大研发力度，管理及研发人员薪酬支出带动管理费用及研发费用增长。2018年公司期间费用率达到11.85%，对公司利润形成了一定侵蚀。2019年1-9月，公司营业收入较稳定，综合毛利率继续下滑至16.97%，净利润为1.47亿元。整体来看，公司收入持续增长，但盈利能力下滑，且期间费用对公司利润形成一定不利影响。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
营业收入	251,305.96	323,168.01	277,839.47	229,312.09
营业利润	17,584.16	23,757.47	28,419.04	21,334.90
利润总额	17,482.56	24,197.04	28,526.24	22,138.63
净利润	14,655.42	20,587.77	23,940.00	17,881.52
综合毛利率	16.97%	20.00%	25.32%	23.33%
期间费用率	9.18%	11.85%	13.60%	12.04%
营业利润率	7.00%	7.35%	10.23%	9.30%
总资产回报率	-	15.44%	26.45%	20.55%
净资产收益率	-	10.78%	22.42%	23.28%
营业收入增长率	-	16.31%	21.16%	51.52%
净利润增长率	-	-14.00%	33.88%	23.23%

资料来源：公司2016-2018年连审审计报告、未经审计2019年1-9月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有所好转，但未来对筹资活动将持续依赖

2016-2018年，公司收现比分别为0.86、0.86和1.02，FFO分别为2.11亿元、3.00亿元和2.06亿元，公司现金生成能力尚可。2016-2017年公司存货及应收账款规模增长较快，导致

当期公司经营活动现金分别净流出0.77亿元和1.88亿元，2018年公司加强对应收账款的催收力度，同时公司主要客户根据国家政策要求，积极推进历史项目清欠，在第四季度及时付款，公司收到大批应收回款，带动经营活动现金流量净流入1.71亿元。

投资活动现金流方面，2016-2018年公司投资活动现金流入主要系收到投资收益产生，规模均较小，2016年及2017年投资活动现金流出主要因购买机器设备等产生，2018年公司利用闲置资金进行现金管理购买银行理财产品，导致当期投资活动现金净流出1.75亿元。

筹资活动现金流方面，2016年以来公司筹资活动现金流入主要源于股权融资和银行借款，其中2018年初因公开发行股份上市吸收投资收到现金12.76亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还借款本息及分配股利造成。2016-2018年公司筹资活动现金流量净额分别为2.22亿元、0.35亿元和10.40亿元。

总体而言，公司应收账款及存货占款相对较多，需加强收付款项的匹配管理以改善经营活动现金流。考虑到公司本期债券募投项目在建，总投资10.98亿元，公司经营活动现金流如难以满足偿债及项目建设需求，预计未来对筹资活动将持续依赖。

表15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
收现比	0.86	1.02	0.86	0.86
净利润	14,655.42	20,587.77	23,940.00	17,881.52
非付现费用	-	5,862.64	5,212.07	3,591.27
非经营损益	-	-204.40	884.52	-333.04
FFO	-	26,246.01	30,036.60	21,139.74
营运资本变化	-	-394.60	-48,844.40	-28,846.00
其中：存货减少（减：增加）	-	-4,220.51	-5,405.55	-8,091.98
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-21,389.02	-59,786.96	-52,917.20
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	25,214.93	16,348.11	32,163.18
经营活动产生的现金流量净额	-24,046.52	17,093.03	-18,807.81	-7,706.26
投资活动产生的现金流量净额	-53,088.18	-17,469.99	-2,078.71	-3,864.24
筹资活动产生的现金流量净额	7,523.13	104,034.88	3,457.35	22,187.86
现金及现金等价物净增加额	-69,611.57	103,657.92	-17,429.17	10,617.36

资料来源：公司2016-2018年连审审计报告、未经审计的2019年1-9月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务以短期债务为主，债务压力尚可

近年公司负债规模不断扩大，负债总额由2016年末的9.63亿元增加至2019年9月末的

15.99亿元。所有者权益方面，主要因公司于2018年上市公开发行股份，2019年9月末公司所有者权益由2016年末的9.63亿元增加至27.63亿元，公司产权比率为57.87%，所有者权益对负债的保障程度尚可。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年9月	2018年	2017年	2016年
负债总额	159,876.01	128,336.04	119,730.01	96,271.75
所有者权益	276,256.04	263,031.00	118,953.97	94,599.45
产权比率	57.87%	48.79%	100.65%	101.77%

资料来源：公司2016-2018年连审审计报告、未经审计的2019年1-9月财务报表，中证鹏元整理

2018年末公司负债均为流动负债。为缓解资金压力以及降低融资成本，公司使用银行承兑汇票与供应商结算，截至2018年末，公司应付票据为2.30亿元，公司应付账款为5.93亿元，主要为应付劳务费及暂估款，随着公司业务的推进，2019年9月公司应付票据规模增长至5.70亿元。同期公司预收账款为1.64亿元，主要系预收工程款和预收设计服务费。截至2018年末，公司应付职工薪酬及应交税费分别为1.68亿元和1.07亿元。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年9月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16,200.00	10.13%	0.00	0.00%	15,230.00	12.72%	9,970.00	10.36%
应付票据	52,880.00	33.08%	23,000.00	17.92%	2,000.00	1.67%	0.00	0.00%
应付账款	57,035.76	35.67%	59,339.27	46.24%	53,985.50	45.09%	41,322.69	42.92%
预收款项	14,679.16	9.18%	16,414.30	12.79%	12,971.55	10.83%	14,596.12	15.16%
应付职工薪酬	9,568.72	5.99%	16,792.82	13.09%	25,046.33	20.92%	22,752.53	23.63%
应交税费	7,570.43	4.74%	10,704.90	8.34%	8,592.42	7.18%	5,797.57	6.02%
流动负债合计	159,876.01	100.00%	128,336.04	100.00%	118,527.06	99.00%	94,915.97	98.59%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1,202.95	1.00%	1,355.78	1.41%
非流动负债合计	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1,202.95	1.00%	1,355.78	1.41%
负债合计	159,876.01	100.00%	128,336.04	100.00%	119,730.01	100.00%	96,271.75	100.00%
有息负债	16,200.00	10.13%	0.00	0.00%	16,583.77	13.85%	11,467.16	11.91%

资料来源：公司2016-2018年连审审计报告、未经审计的2019年1-9月财务报表，中证鹏元整理

截至2019年9月末，公司有息债务合计1.62亿元，均集中在一年内偿还，但规模较小，偿债压力尚可。

截至2019年9月末，公司资产负债率为36.66%。由于公司2018年收到发行股票募集资金，公司流动比率及速动比率指标均有好转。公司近年利润有所波动，带动EBITDA波动。

公司有息负债均为流动负债，计息期间较短，因此利息支出水平较低，近年EBITDA利息保障倍数表现较好。但由于公司负债总额不断增大，EBITDA对整体负债的保障能力略有下降。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	36.66%	32.79%	50.16%	50.44%
流动比率	2.52	2.94	1.92	1.90
速动比率	2.11	2.45	1.41	1.33
EBITDA（万元）	19,841.01	27,109.07	31,555.67	23,730.49
EBITDA 利息保障倍数	35.21	23.51	19.09	37.17
有息债务/EBITDA	0.82	0.85	0.58	0.48
债务总额/EBITDA	8.06	4.73	3.79	4.06
经营性净现金流/流动负债	-0.15	0.13	-0.16	-0.08
经营性净现金流/负债总额	-0.15	0.13	-0.16	-0.08

资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

首先，本期债券本息的偿付资金主要来源于募投项目产生的收益。根据公司提供的数据，预计项目完全达产后年度销售收入5.40亿元，年度利润总额2.99亿元。同时我们关注到，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性；另外，受需求市场等因素影响，项目建成后能否产生如期收益亦存在不确定性。

其次，公司经营活动产生的营业收入及现金流入是本期债券按时还本付息资金的主要补充。公司整体生产经营较为稳定，营业收入保持小幅增长，2016-2018年分别实现营业收入22.93亿元、27.78亿元和32.32亿元，FFO分别为2016-2018年分别为2.11亿元、3.00亿元和2.06亿元，公司现金生成能力尚可，但近年公司存货及应收账款规模保持增长，占款相对较多，公司需加强收付款项的匹配管理以改善经营活动现金流，如经营活动净现金流波动较大将加大公司债务期限管理难度。

公司资产抵押或质押变现将对本期债券按时还本付息起到一定保障作用。2019年9月末，公司应收账款为19.66亿元，公司业务客户质量较好，可对应收账款开展保理及质押实现现金流入。

本期债券可转换为公司股票，转换为股票后，公司偿债压力将有所减小，但股票价格易受公司经营业绩、宏观环境、资金供给、投资者心理等多种因素影响而存在波动。如果公司股票在本期债券发行后价格持续下跌，则存在公司未能及时向下修正转股价格或即使

公司持续向下修正转股价格，但公司股票价格仍低于转股价格，导致本期债券价值发生重大不利变化，并进而可能导致出现可转债在转股期内回售或持有到期不能转股的风险。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年12月10日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年9月	2018年	2017年	2016年
货币资金	69,130.60	137,411.99	23,290.46	35,121.42
应收账款	196,494.17	146,885.05	129,167.75	78,425.90
存货	64,270.50	63,316.02	59,474.49	54,068.94
其他流动资产	54,547.83	18,063.22	2,624.71	2,510.74
总资产	436,132.04	391,367.04	238,683.98	190,871.20
短期借款	16,200.00	0.00	15,230.00	9,970.00
应付票据	52,880.00	23,000.00	2,000.00	0.00
应付账款	57,035.76	59,339.27	53,985.50	41,322.69
预收款项	14,679.16	16,414.30	12,971.55	14,596.12
应付职工薪酬	9,568.72	16,792.82	25,046.33	22,752.53
总负债	159,876.01	128,336.04	119,730.01	96,271.75
有息债务	16,200.00	0.00	16,583.77	11,467.16
所有者权益合计	276,256.04	263,031.00	118,953.97	94,599.45
营业收入	251,305.96	323,168.01	277,839.47	229,312.09
营业利润	17,584.16	23,757.47	28,419.04	21,334.90
净利润	14,655.42	20,587.77	23,940.00	17,881.52
经营活动产生的现金流量净额	-24,046.52	17,093.03	-18,807.81	-7,706.26
投资活动产生的现金流量净额	-53,088.18	-17,469.99	-2,078.71	-3,864.24
筹资活动产生的现金流量净额	7,523.13	104,034.88	3,457.35	22,187.86
财务指标	2019年9月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	153.76	134.49	91.33
存货周转天数	-	85.49	98.50	102.41
应付账款周转天数	-	78.90	82.68	61.50
净营业周期	-	160.35	150.31	132.24
流动资产周转天数	-	336.86	264.06	230.07
固定资产周转天数	-	7.01	7.94	8.86
总资产周转天数	-	350.93	278.29	243.99
综合毛利率	16.97%	20.00%	25.32%	23.33%
期间费用率	9.18%	11.85%	13.60%	12.04%
营业利润率	7.00%	7.35%	10.23%	9.30%
总资产回报率	-	15.44%	26.45%	20.55%
净资产收益率	-	10.78%	22.42%	23.28%
营业收入增长率	-	16.31%	21.16%	51.52%
净利润增长率	-	-14.00%	33.88%	23.23%

资产负债率	36.66%	32.79%	50.16%	50.44%
流动比率	2.52	2.94	1.92	1.90
速动比率	2.11	2.45	1.41	1.33
EBITDA (万元)	19,841.01	27,109.07	31,555.67	23,730.49
EBITDA 利息保障倍数	35.21	23.51	19.09	37.17
有息债务/EBITDA	0.82	0.00	0.53	0.48
债务总额/EBITDA	8.06	4.73	3.79	4.06
经营性净现金流/流动负债	-0.15	0.13	-0.16	-0.08
经营性净现金流/负债总额	-0.15	0.13	-0.16	-0.08

资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年 9 月末公司纳入合并报表范围子公司情况(单位: 万元)

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
广西诚本规划设计咨询有限公司	工程监理咨询	100%	同一控制下企业合并
广西润联信息技术有限公司	信息技术服务	100%	投资设立
广州卓联科技有限公司	信息技术服务	100%	投资设立
广西信安锐达科技有限公司	通信工程设计与施工	100%	非同一控制下企业合并
广州云谷创智科技有限公司	软件开发、信息系统集成	100%	非同一控制下企业合并
润建国际有限公司	海外通信技术服务	100%	投资设立
五象云谷有限公司	IDC 建设及运营	70%	投资设立
广州汇柠科技有限公司	信息技术咨询服务	60%	投资设立
长嘉科技有限公司	软件开发	51%	投资设立
润沃科技(山东)有限公司	软件开发、信息系统集成服务	51%	投资设立
广州市砾立能源科技有限公司	电力物联网系统开发及实施	51%	非同一控制下企业合并
广东南粤云视科技有限公司	融媒体系统开发及实施	51%	投资设立

资料来源: 公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款

附录四 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。