



2020年润建股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2020年润建股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-24	2021-02-05

债券概况

债券简称：润建转债

债券剩余规模：10.90 亿元

债券到期日期：2026-12-07

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

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 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”）及其 2020 年 12 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司收入保持增长且持续性较好，新业务领域对公司收入贡献较大，研发为业务发展提供较好支撑。同时也关注到，公司盈利指标弱化，新业务未来发展仍待观察，对大客户依赖仍然较强，应收账款、合同资产和存货对营运资金形成占用，以及短期偿债压力加大等风险因素。

未来展望

- 公司在手订单充足，预计业务持续性较好，未来随着新业务的发展，营业收入和经营现金流有望扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	70.33	69.38	49.37	39.14
归母所有者权益	33.03	32.31	28.47	26.30
总债务	27.20	19.85	4.66	2.30
营业收入	11.89	41.93	37.17	32.32
净利润	0.69	2.30	2.46	2.06
经营活动现金流净额	-4.08	3.32	4.70	1.71
销售毛利率	18.41%	17.13%	17.51%	20.00%
EBITDA 利润率	--	7.08%	9.47%	9.64%
总资产回报率	--	4.47%	6.72%	8.05%
资产负债率	51.30%	52.32%	40.92%	32.79%
净债务/EBITDA	--	0.06	-2.40	-3.41
EBITDA 利息保障倍数	--	53.51	55.45	27.03
总债务/总资本	44.26%	37.50%	13.77%	8.04%
FFO/净债务	--	863.75%	-18.89%	-15.10%
速动比率	1.63	1.63	1.72	2.45
现金短期债务比	0.97	1.99	3.03	5.99

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司营业收入保持增长，在手订单充足，未来收入较有保障。**2020 年公司营业收入保持增长，且在手订单仍较为充足，未来业务收入保障性较好。
- **新业务领域对公司收入贡献较大。**公司管维业务拓展至信息网络、能源网络和 IDC 数据网络领域，2020 年上述业务收入增长较快，对公司收入形成较大贡献。
- **公司研发投入规模扩大，为业务发展提供较好支撑。**2020 年末公司研发人员大幅增加，研发费用支出持续增长，已获发明专利、实用新型、软件著作权等成果 250 余项，为业务发展提供了较好的技术支持。

关注

- **盈利指标弱化。**随着新型业务的拓展，公司投入规模持续增加，2020 年归属于上市公司股东的净利润有所上升，利润总额略有下滑，EBITDA 利润率有所下降，盈利指标表现弱化。
- **新拓展业务尚在发展初期，未来发展仍待观察。**信息网络管维、能源网络管维和 IDC 数据管维等新兴业务领域尚在发展初期，抗风险能力相对较弱，且业务的快速扩张对公司管理提出更高要求，需持续关注新业务未来发展情况。
- **公司对大客户的依赖仍然较强。**随着客户范围的拓展，公司前五大客户集中度有所下降，但对大客户的依赖仍然较强。
- **应收账款、合同资产和存货对营运资金形成占用。**随着业务规模的扩大，公司应收账款、存货和合同资产规模整体增加，合计占总资产的比重较高，对营运资金形成占用。
- **公司短期偿债压力加大。**公司资产负债率整体提升，现金短期债务比下降，短期偿债压力增加。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
软件与服务企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年12月7日发行6年期10.90亿元可转换公司债券，募集资金计划用于五象云谷云计算中心项目。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为8.33亿元。

三、发行主体概况

2020年及2021年1-3月，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2021年3月末，公司股本仍为2.21亿元，李建国先生直接持有公司35.52%的股份，通过珠海弘泽熙元投资管理中心（有限合伙）（以下简称“弘泽熙元”）间接持有公司23.60%的股份，通过广西威克德力投资管理中心（有限合伙）间接持有公司4.53%的股份，合计持股比例为63.66%，系公司控股股东、实际控制人；蒋鹏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2021年3月31日，李建国先生及其一致行动人已质押股份合计84,729,200股，占其所持股份的58.78%，占公司总股本的38.38%。

根据公司公告，2021年6月，梁姬因工作调整不再兼任财务总监职务，继续担任董事职务，聘任黄宇为公司财务总监。

2020年公司通过非同一控制下企业合并山东旋几工业自动化有限公司（以下简称“旋几工业”）、广东鹰扬电力设计有限公司（以下简称“鹰扬电力”）和广东禹尧数据科技有限公司（以下简称“禹尧数据”）3家子公司，新设广东润建电力科技有限公司、天津安可达科技有限公司等7家子公司；同期注销广州汇柠科技有限公司；2021年1-3月，公司合并范围新增广州智海信息科技有限公司。截至2021年3月末，纳入合并范围的子公司共28家，详见附录四。

表1 2020年及2021年1-3月公司合并报表范围变化情况（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	合并方式
	直接	间接			
润建（德国）有限公司（R&J Technologies GmbH）	100.00	--	50万欧元	科研、技术引进	新设
天津安可达科技有限公司	100.00	--	1,000.00	数据中心、智能制造	新设

广东润建电力科技有限公司	65.00	--	1,000.00	电力技术研究和试验发展	新设
润建信息/智能国际（印尼）有限公司（PT.RJI International Indonesia）	--	67.00	500.00	通信、电力工程	新设
润建股份国际（印尼）有限公司（PT. RJGF International Indonesia）	--	49.00	500.00	人力资源外包+商品进出口	新设
润建股份菲律宾有限公司（RJGF Philippine Corp.）	100.00	--	144.00	咨询、培训、跨境电商	新设
上海润建科技有限公司	100.00	--	1,000.00	技术研究和试验发展	新设
山东旋几工业自动化有限公司	51.00	--	1,382.65	工业互联网	并购
广东鹰扬电力设计有限公司	--	70.00	1,001.00	电力设计：用户侧	并购
广东禹尧数据科技有限公司	100.00	--	10,000.00	数据中心全生命周期服务	并购
广州智海信息科技有限公司	51.00	--	2,006.00	系统集成、EPC工程、运营商增值业务	并购

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

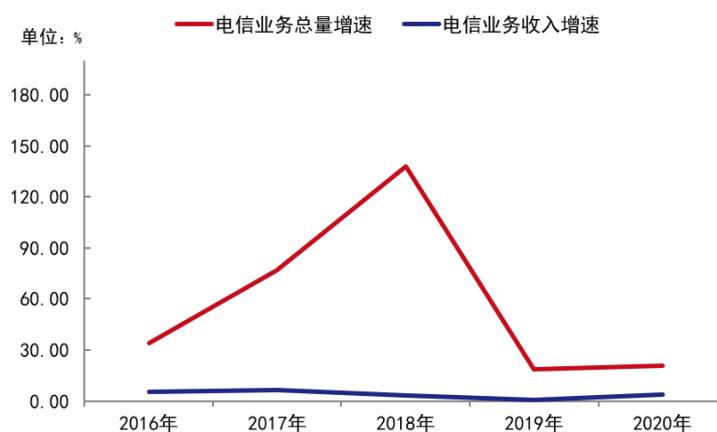
子公司名称	持股比例（%）		注册资本	主营业务	不再纳入的原因
	直接	间接			
广州汇柠科技有限公司	60.00	--	1,000.00	信息技术咨询服务	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

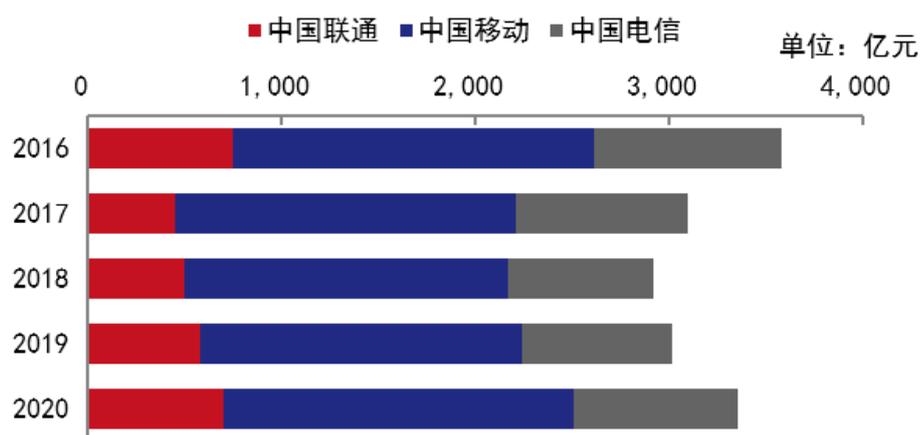
2020年我国电信市场平稳发展，运营商资本开支的提升、5G网络建设与商用的有序推进为通信服务商带来新的发展契机

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，2020年电信业务收入累计完成1.36万亿元，同比增长3.6%，按照上年价格计算的电信业务总量1.5万亿元，比上年增长20.6%。从业务收入构成来看，固定通信业务收入完成4,673亿元，同比增长12%，在电信业务收入中占34.5%；移动通信业务收入8,891亿元，同比下降0.4%，占电信业务收入的65.5%。其中，固定数据及互联网业务收入完成2,376亿元，同比增长9.2%，在电信业务收入中占比由上年的16.6%提升到17.5%；移动数据及互联网业务收入6,204亿元，同比增长1.7%。随着应用云计算、大数据、物联网、人工智能等新兴业务的拓展，固定增值业务收入贡献度不断提升，数据及互联网业务发展缓慢，但仍为收入的主要来源。

图 1 2016 年以来我国电信业务总量和业务收入规模持续提升


注：根据工信部网站，2016-2018 年按照 2015 年不变单价计算，2019-2020 年均按照上年不变单价计算。
 资料来源：工信部，中证鹏元整理

为推进5G建设发展，2020年中国联通、中国移动和中国电信三大运营商资本开支均有所增加，2020年末全国移动通信基站总数达931万个，全年净增90万个，其中新建5G基站超60万个，全部已开通5G基站超过71.8万个。5G时代的到来加快了数据流量和终端数的增加，由于5G需利用高频段进行信号传输，基站的密度将会增加，建设需求将随之提升，进而带动5G基础设施维护、5G设备支持等需求的增加，为通信服务商发展提供了利好支撑。

图 2 2020 年运营商资本开支有所提升


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是通信信息网络与能源网络的管理和运维者，管维业务涵盖通信网络、IDC数据网络、信息网络、能源网络四大基础网络。2020年公司营业收入仍主要来源于通信网络管维业务中的通信网络建设服务和通信网络维护与优化服务。受疫情影响，2020年初开工率不足，通信网络建设服务收入有所下降；受益于新增业务信息网络管维（行业数字化）、能源网络管维（电力与新能源）及IDC数据网络管维（云与IDC服务）业务收入的增长，2020年公司营业收入有所提升。公司毛利较为稳定，由于新增业务发展较快，且通信网络建设服务业务毛利回升，2021年1-3月公司销售毛利率有所提高。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
通信网络建设服务	49,681.21	19.97%	186,128.87	15.62%	200,889.45	15.68%
通信网络维护与优化服务	37,220.75	21.07%	154,370.68	21.42%	150,535.61	18.74%
行业数字化业务	20,751.86	12.53%	41,956.43	12.43%	8,225.62	8.28%
电力与新能源业务	9,481.48	12.04%	35,887.15	12.34%	11,338.82	41.10%
云与IDC服务	1,656.78	23.79%	588.25	20.04%	438.48	19.90%
其他	72.36	-17.04%	332.01	-25.57%	274.53	-26.29%
合计	118,864.44	18.41%	419,263.38	17.13%	371,702.50	17.50%

注：通信网络建设服务和通信网络维护与优化服务均属于通信网络管维业务；行业数字化业务系信息网络管维业务；电力与新能源业务系能源网络管维业务；云与IDC业务系IDC数据网络管维业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司通信网络管维业务收入略有下降，但整体毛利较为平稳

公司通信网络管维业务包括通信网络建设服务和通信网络维护及优化服务，该项业务仍为公司收入的最主要来源。

通信网络建设服务主要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。2020年初受疫情影响，由于通信网络建设服务涉及户外施工，延迟开工导致通信网络建设服务收入有所下降，但该项业务盈利稳定，毛利率基本无变化；随着业务的恢复以及成本管控的加强，2021年1-3月，公司通信网络建设服务业务毛利率较2020年提升4.34个百分点。

通信网络维护服务主要是提供通信网络机房环境、基站设备、传输线路及附属设施的运行管理、例行检修及故障处理等全方位的专业技术服务；提供对因各种突发原因造成的通信网络重大故障做出快速响应并在最短时间内给予解决的应急通信保障服务；为重要社会活动或特殊事件提供应急通信保障服务。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。由于通信网络维护与优化业务采用“包月+按次计费”模式，受疫情影响相对较小，

2020年实现收入15.44亿元，较上年略有提升；受益于成本的优化，当期该项业务毛利率亦略有提高。由于运维投标周期多为2年，2021年1-3月该项业务毛利率变化不大。

信息网络管维、能源网络管维和IDC数据网络管维等新业务领域的发展为公司收入贡献较大，但新业务尚在发展初期，未来发展情况仍待观察

在传统通信网络管维业务发展的同时，公司管维业务拓展至信息网络、能源网络和IDC数据网络领域。

信息网络管维（行业数字化）业务主要包括智能交互管维、智能中枢管维和数字应用管维等。目前公司已为电网数字化、智慧校园、社会综合治理（智慧警务等）等重点行业和领域客户提供了信息网络一体化的综合管维服务。在业务发展初期，公司加大投入，2020年投入效果初显，当期实现收入4.20亿元，较2019年大幅提升；随着该项业务的投入及发展，2021年1-3月该项业务实现收入2.08亿元，占公司当期营业收入的17.46%，占比较2020年增长7.45个百分点，对收入贡献度提升，毛利率亦同比增长。

能源网络管维（电力与新能源）业务主要由公司电力与新能源事业群及子公司润建智慧、赛皓达、砾立能源等运营，主要包括能源网络运维和用户网络的设计、建设等。能源网络管维与通信网络管维在智慧电能、5G共享配电房、机房与环境节能等领域可以实现协同与共享。随着业务投入效果的显现，2020年公司能源网络管维业务收入增速明显，但投入成本较多，2020年及2021年1-3月该项业务毛利率持续下降，且水平不高。

IDC数据网络（云与IDC服务）业务可为客户提供云咨询、云实施、云运维、云服务、IDC咨询、IDC实施、IDC运维、IDC运营等覆盖云与IDC全生命周期的服务。目前该项业务收入规模不大，本期债券募投项目五象云谷云计算中心项目总投资10.98亿元，截至2021年4月末累计已投资1.30亿元，预计2022年投入运营，随着该项目的顺利实施，亦可为公司IDC数据网络云与IDC服务业务形成较好支撑。

整体看，公司新增业务领域对公司收入形成较大贡献，但业务的快速扩张对公司的生产管理、质量控制、财务管理、营销管理等提出了更高要求，若公司管理体系及管理人员水平不能适应规模扩张的需要，或对公司整体竞争力产生影响。

公司现有订单较为充足，未来收入较有保障，客户集中度有所下降，但对大客户的依赖仍然较强

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。

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，2020年中标率有所提升，现阶段公司获取订单的能力仍然较强。考虑到公司客户主要为运营商、大型通讯商及中国铁塔，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。

表3 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
2021年1-3月	中国移动通信集团公司	150	69	46.00%
	中国铁塔股份有限公司	113	55	49.00%
	中国电信集团公司	47	24	51.00%
	中国联合网络通信集团有限公司	31	18	58.00%
	华为技术有限公司	14	4	29.00%
	合计		355	170
2020年	中国移动通信集团公司	470	197	42.00%
	中国铁塔股份有限公司	430	207	48.00%
	中国电信集团公司	192	84	44.00%
	中国联合网络通信集团有限公司	118	72	61.00%
	华为技术有限公司	36	9	25.00%
	合计		1,246	569
2019年	中国移动通信集团公司	425	163	38.35%
	中国铁塔股份有限公司	439	217	49.43%
	中国电信集团公司	185	59	31.89%
	中国联合网络通信集团有限公司	149	65	43.62%
	华为技术有限公司	33	10	30.30%
	合计		1,231	514

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，随着客户范围的拓展，2020年及2021年1-3月公司前五大客户收入金额占营业收入的比重整体下滑，集中度有所下降，但对大客户的依赖仍然较强。

表4 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
2021年1-3月	中国移动通信集团广东有限公司	12,550.34	10.56%
	数字广西集团有限公司	9,499.58	7.99%
	中国移动通信集团广西有限公司	7,241.40	6.09%
	中国移动通信集团江苏有限公司	6,984.14	5.88%
	中国电信股份有限公司广西分公司	3,959.70	3.33%
	合计	40,235.16	33.85%
2020年	中国移动通信集团广东有限公司	44,493.50	10.61%
	中国移动通信集团广西有限公司	32,302.29	7.70%
	中国移动通信集团江苏有限公司	27,337.01	6.52%
	中国电信股份有限公司广西分公司	16,263.89	3.88%
	中国移动通信集团安徽有限公司	15,588.60	3.72%
	合计	135,985.29	32.43%
2019年	中国移动通信集团广东有限公司	50,331.30	13.55%

中国移动通信集团广西有限公司	41,796.43	11.25%
中国移动通信集团江苏有限公司	24,702.21	6.65%
中国电信股份有限公司广西分公司	19,469.48	5.24%
中国移动通信集团贵州有限公司	15,112.30	4.07%
合计	151,411.71	40.76%

资料来源：公司提供

公司与主要客户合作顺畅，业务订单较为充足。由于通信网络管维业务投标周期一般为2-3年，2019年公司获得中国移动2019-2021年相关订单合计23.32亿元，导致当年订单量大幅增加，受此影响，2020年新增订单规模有所下降；2021年1-3月公司获取订单11.11亿元，较上年同期大幅增长。公司现阶段订单充足，未来业务收入及利润持续性较好。

表5 公司订单情况（单位：万元）

指标名称	2021年1-3月	2020年	2019年
当期新签订单金额	111,116.21	323,827.88	566,712.67

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

公司劳务成本规模增加，占比仍然较高

公司采购内容主要为开展业务所需的劳务及物资。劳务采购方面，为适应业务用工需求，公司与具有分包资质的劳务供应商签署协议，将工程建设和通信网络维护服务业务中非核心、技术含量低、基础性、重复性的工作交给专业劳务供应商完成。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。

物资采购方面，在通信网络管维业务中，通信设备及维修配件主要由运营商提供，公司主要采购工程施工及日常维护所需的辅助材料，包括电杆、铁件、车辆、熔接机等，相对于劳务采购，物资采购规模较小。

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。由于公司对业务运营、项目管理、项目交付等进行优化，改善人员结构，扩大劳务分包范围，虽劳务采购价格变化不大，但劳务分包费有所增加。2020年公司劳务分包费同比增长11.69%至26.84亿元，占营业成本的77.34%，其中通信网络建设服务劳务分包费占营业成本的39.44%，劳务成本增加的同时，公司内部职工薪酬和管理费用均有所下降；随着该公司业务规模的扩大，未来劳务分包费或进一步提升。

此外，由于通信工程建设属于户外作业，存在一定的安全隐患，公司不断加强安全生产管理，但未来仍存在一定的安全生产风险。

表6 公司劳务采购价格情况（单位：元）

项目	2021年3月	2020年	2019年
代维基站	75	75	75

	巡查（站点）	30	30	30
	监控值班（小时）	35	35	35
代维线路（公里）	巡查（公里）	100	100	100
	三盯（100米范围内）（小时）	35	35	35
	三盯（100米以上）（小时）	50	50	50
代维其他（次数）	装机、营销（FTTB、FTTH等类型）	45	45	45
敷设方式及长度（公里）	墙挂	1,500	1,500	1,500
	直埋	16,000	16,000	16,000
	附挂	1,600	1,600	1,600
按数量	熔纤（芯）	23	23	23
按工日	设备安装	30	30	30
按站点	基站室外平台等	200	200	200

资料来源：公司提供

公司劳务采购供应商渠道基本稳定，由于市场上能提供公司所需材料和劳务的企业较多，且可替代性较高，公司不存在较为依赖劳务供应商的情况。受公司业务结构和采购策略调整的影响，2020年减少对前几名供应商劳务采购的依赖，当期采购集中度有所下降；2021年1-3月，随着业务规模的扩大，劳务采购需求增加，当期采购集中度有所回升。

表7 公司前五名供应商情况（单位：万元）

年度	客户名称	采购内容	金额	占比
2021年1-3月	广西熙盛建筑工程有限公司	劳务	18,629.79	19.13%
	广西溥天建筑劳务有限公司	劳务	16,777.88	17.22%
	广西宏焱劳务有限公司	劳务	12,963.18	13.31%
	广西展飞劳务有限公司	劳务	10,848.01	11.14%
	萍乡市共能人力资源有限公司	劳务	6,971.40	7.16%
	合计	--	66,190.25	67.95%
2020年	广西展飞劳务有限公司	劳务	62,931.64	17.04%
	广西溥天建筑劳务有限公司	劳务	53,302.14	14.43%
	广西熙盛建筑工程有限公司	劳务	23,998.10	6.50%
	萍乡市共能人力资源有限公司	劳务	19,790.84	5.36%
	广西宏焱劳务有限公司	劳务	12,789.14	3.46%
	合计	--	172,811.86	46.79%
2019年	广西展飞建筑劳务有限公司	劳务	99,738.31	31.55%
	广西溥天建筑劳务有限公司	劳务	86,024.96	27.21%
	广东中冠劳务分包有限公司	劳务	35,361.79	11.19%
	萍乡市共能人力资源有限公司	劳务	11,791.21	3.73%
	广西凯谦建筑劳务有限公司	劳务	3,392.77	1.07%
	合计	--	236,309.02	74.75%

注：表中数据均为经审计数据。

资料来源：公司提供

公司较为注重研发，研发投入规模持续扩大，为主营业务发展提供了较好的技术支撑

公司成立了创新研发院、欧洲未来科技研究院、电力应用技术研究院、数字平台研发院、5G技术应用研发院等，负责通信、电力等技术应用研发以及提供大数据应用服务、行业信息化平台、智慧城市解决方案等产品和服务。公司在人工智能、区块链、云计算、大数据、边缘计算、物联网、5G等领域实施了多个创新研究项目，2020年末已获发明专利、实用新型、软件著作权等成果250余项。

由于公司于2019年优化研发人员结构、精简研发团队，当期非核心研发人员数量减少；2020年公司进行新的人员配置，研发人员数量大幅回升。同时，公司继续加强研发投入，研发费用占营业收入的比重持续提升。研发投入规模的扩大为公司主营业务发展提供了较好的技术支撑。

表8 公司研发情况

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
研发人员（人）	1,536	1,499	790
研发费用（万元）	5,836.28	16,539.65	11,799.56
研发费用占营业收入的比重	4.91%	3.94%	3.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、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2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年及2021年1-3月，公司合并范围子公司变化情况详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续扩大，但应收账款、存货和合同资产对营运资金占用明显

随着业务规模的扩大，公司资产总额持续增加，资产结构以流动资产为主，但由于外购房产、并购子公司及大额存单增加等使得非流动资产规模增长较快，流动资产占比有所下降。

由于公司发行本期债券，2020年末货币资金规模有所增加，其中受限货币资金1.32亿元，系银行保函保证金及承兑汇票保证金；随着资金支出的增加，2021年3月末货币资金有所下降。

根据新的收入准则，2020年部分应收账款重分类至合同资产，当期末应收账款规模下降至13.27亿元，同时计提坏账准备1.25亿元，1年以内（含1年）的应收账款余额占比79.22%；前五名应收单位分别为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、中国铁塔股份有限公司广东省分公司和中国移动通信集团贵州有限公司，上述单位应收账款余额合

计占当期末应收账款余额的比重为41.09%，回款周期多在1年以内；2021年3月末，业务规模继续扩大导致应收账款有所增加。考虑到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，发生坏账损失的可能性较小，但对营运资金形成一定压力。

公司存货主要系通信网络工程建设业务所形成，构成以合同履行成本（系劳务成本）为主，业务需求增加导致存货规模扩大，2020年末存货账面价值9.33亿元，其中合同履行成本7.08亿元，计提减值准备571.97万元；2021年3月末存货继续增加。

合同资产系根据收入准则对应收账款重分类产生，2020年末账面余额7.48亿元，其中已完工未结算资产7.20亿元，合计计提减值准备0.50亿元，需关注合同资产的减值风险；随着新增订单的增加，2021年3月末合同资产有所增长。

公司其他非流动资产规模大幅提升，主要系为满足开立承兑汇票的需求新增较大规模大额存单，2020年末其他非流动资产中受限大额存单合计10.39亿元，规模较大。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.53	23.50%	20.26	29.19%	11.93	24.17%
应收账款	15.04	21.38%	13.27	19.12%	18.35	37.16%
存货	9.74	13.85%	9.33	13.45%	8.24	16.68%
合同资产	7.86	11.18%	6.98	10.07%	0.00	0.00%
流动资产合计	53.09	75.48%	53.12	76.56%	42.95	86.99%
其他非流动资产	11.06	15.73%	10.48	15.11%	2.24	4.55%
非流动资产合计	17.24	24.52%	16.26	23.44%	6.43	13.01%
资产总计	70.33	100.00%	69.38	100.00%	49.37	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

整体看，公司资产规模有所增长，但应收账款、存货和合同资产对营运资金占用明显，2020年末包括货币资金、一年内到期的非流动资产和其他非流动资产在内的受限资产合计占当期末净资产的34.63%，规模较大，资产流动性受限。

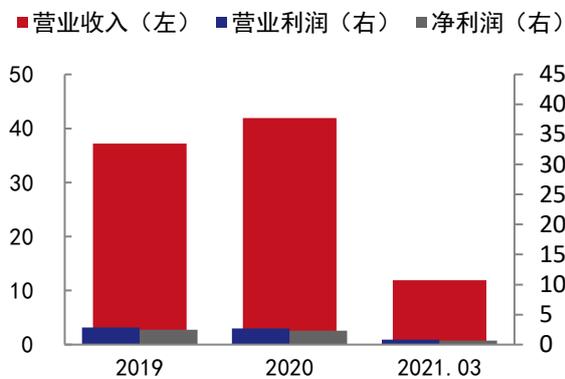
盈利能力

公司收入有所提升，但盈利指标表现弱化

2020年公司营业收入仍主要来源于通信网络管维业务中的通信网络建设服务和通信网络维护与优化服务。受疫情影响，通信网络建设业务延迟开工，2020年该项业务收入有所下降；受益于新拓展业务领域信息网络管维、能源网络管维及IDC数据网络管维业务收入的增长，公司营业收入整体提升。2020年归属于上市公司股东的净利润有所上升，但由于新业务尚在发展初期，投入规模较大，2020年营业利润

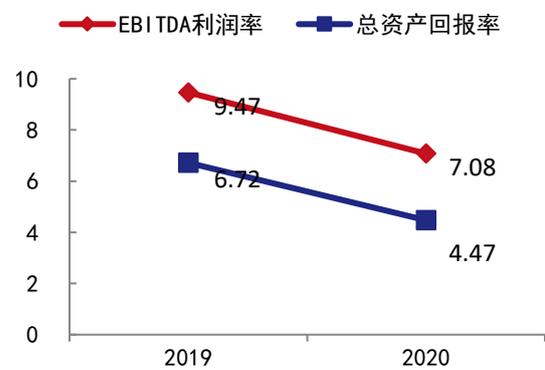
和利润总额略有下滑，EBITDA利润率及总资产回报率均有所下滑，盈利指标表现弱化。

图3 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

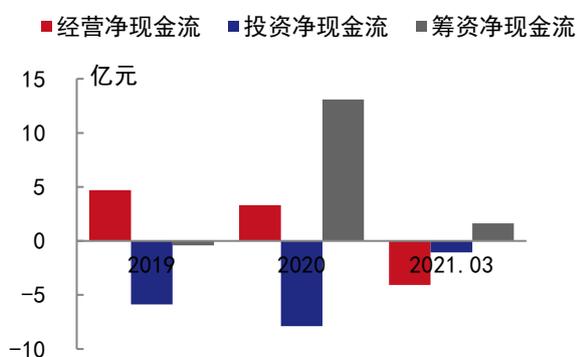
公司经营性现金生成能力仍然较好，未来仍存在一定的资金需求

公司现金生成能力仍然较强，但由于结算供应商款项及付现费用的增加，经营性现金流入规模下降。随着公司业务的扩张，投入规模增加，同时由于业务回款多集中在四季度，2021年一季度经营活动现金流净额表现为负。

投资活动方面，由于公司购买的理财产品尚未到期，随着投资支出的增加，2020年投资现金净流出规模扩大。

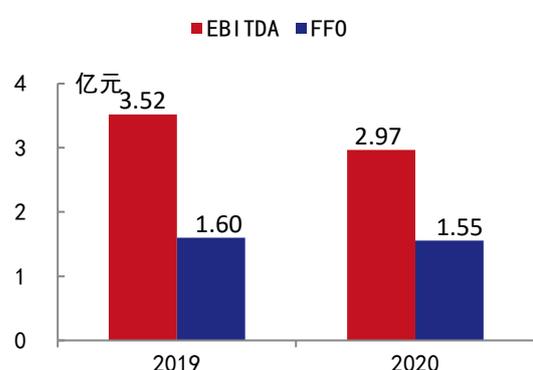
筹资活动方面，受本期债券发行的影响，2020年筹资活动现金流入规模较大。考虑到公司新增业务领域尚在发展初期，处于前期投入阶段，未来仍存在一定的融资需求。

图5 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图6 公司 EBITDA 和 FFO 情况



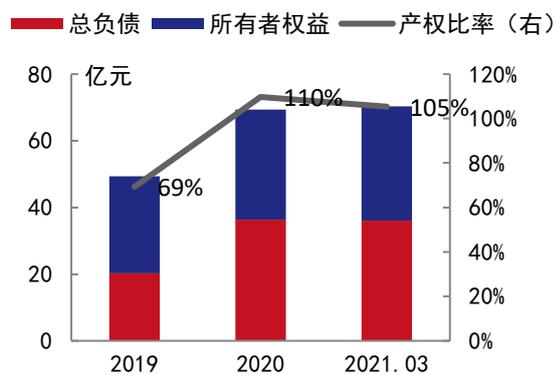
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模增加，存在一定的短期集中偿债压力

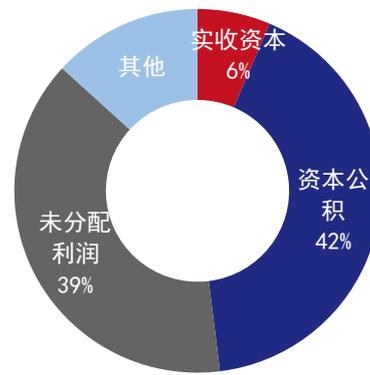
随着公司利润的积累和本期债券权益部分的增加，2020年末公司所有者权益增长较快；同时，本期债券发行及短期融资规模扩大，公司总负债规模亦有所提升。2021年3月末公司负债和所有者权益较2020年末变化不大，当期末产权比率为105%，所有者权益尚不能覆盖负债总额。

图 7 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于经营性现金流入的减少，为满足资金需求，公司短期借款规模持续增加。随着劳务采购规模的扩大，2020年末公司应付票据及应付账款规模均有所提升；2021年1-3月公司与长期合作的劳务供应商使用银行承兑汇票及信用证支付部分应付账款，当期应付账款有所下降，应付票据同比提升。合同负债主要系预收工程款和预收货款等，由于公司将与商品销售和提供劳务相关的预收款项重分类至合同负债，2020年末新增合同负债2.62亿元，随着工程的推进，2021年3月末合同负债规模增加。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.68	10.21%	2.55	7.03%	0.00	0.00%
应付票据	13.99	38.78%	7.90	21.75%	4.66	23.05%
应付账款	3.12	8.63%	11.08	30.53%	9.87	48.83%
合同负债	3.37	9.33%	2.62	7.21%	0.00	0.00%
流动负债合计	26.53	73.54%	26.87	74.02%	20.19	99.92%
应付债券	9.51	26.37%	9.40	25.89%	0.00	0.00%
非流动负债合计	9.55	26.46%	9.43	25.98%	0.02	0.08%
负债合计	36.08	100.00%	36.30	100.00%	20.20	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年以来公司新增短期借款、发行本期债券，总债务规模持续增加。截至2021年3月末，公司总债务包含短期借款、应付票据和应付债券，其中以短期借款和应付票据为主的短期债务合计17.69亿元，占总债务的65.02%，存在一定的短期集中偿付压力。

图9 公司债务占负债比重

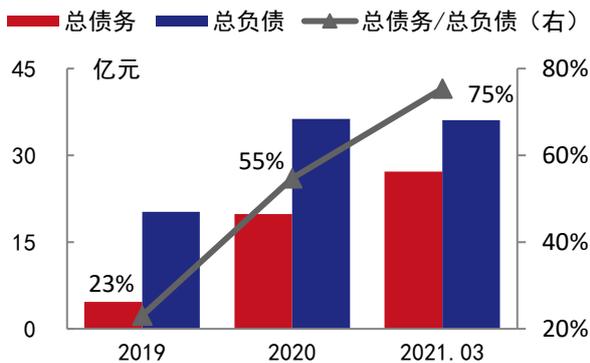
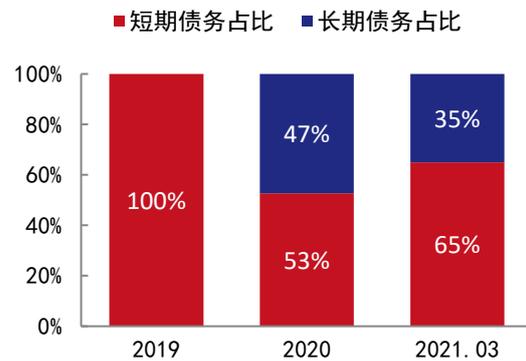


图10 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

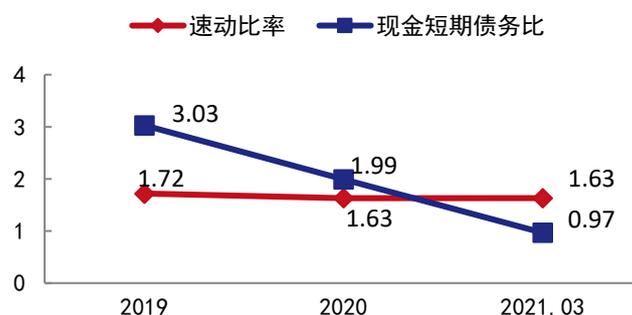
由于融资规模的扩张，公司资产负债率整体攀升，2021年3月末为51.30%，较2019年末提升10.38个百分点。由于公司债务规模扩张，EBITDA利息保障倍数略有下降，总债务占总资本的比重上升，但整体偿债指标表现较好。

表11 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	51.30%	52.32%	40.92%
净债务/EBITDA	--	0.06	-2.40
EBITDA 利息保障倍数	--	53.51	55.45
总债务/总资本	44.26%	37.50%	13.77%
FFO/净债务	--	863.75%	-18.89%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司速动比率变动不大，由于短期借款的增加，2020年末现金短期债务比持续下降，短期偿债压力加大。截至2021年3月末，公司总授信额度20.50亿元，剩余可使用额度10.66亿元，具有一定的融资弹性。

图 11 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

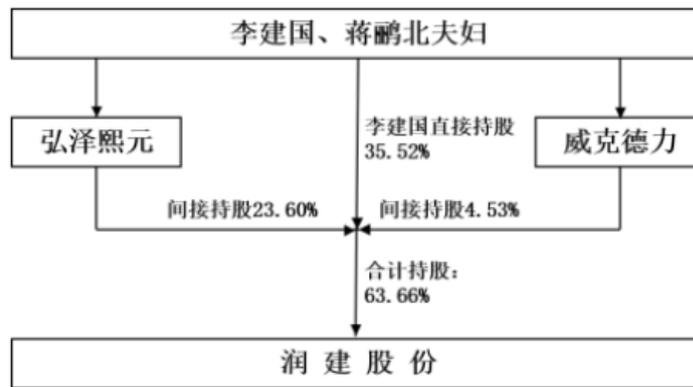
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	16.53	20.26	11.93	13.74
应收账款	15.04	13.27	18.35	14.69
存货	9.74	9.33	8.24	6.33
合同资产	7.86	6.98	0.00	0.00
流动资产合计	53.09	53.12	42.95	37.76
其他非流动资产	11.06	10.48	2.24	0.20
非流动资产合计	17.24	16.26	6.43	1.37
资产总计	70.33	69.38	49.37	39.14
短期借款	3.68	2.55	0.00	0.00
应付票据	13.99	7.90	4.66	2.30
一年内到期的非流动负债	0.01	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	26.53	26.87	20.19	12.83
应付债券	9.51	9.40	0.00	0.00
非流动负债合计	9.55	9.43	0.02	0.00
负债合计	36.08	36.30	20.20	12.83
总债务	27.20	19.85	4.66	2.30
归属于母公司的所有者权益	33.03	32.31	28.47	26.30
营业收入	11.89	41.93	37.17	32.32
净利润	0.69	2.30	2.46	2.06
经营活动产生的现金流量净额	-4.08	3.32	4.70	1.71
投资活动产生的现金流量净额	-1.06	-7.87	-5.86	-1.75
筹资活动产生的现金流量净额	1.61	13.10	-0.41	10.40
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	18.41%	17.13%	17.51%	20.00%
EBITDA 利润率	--	7.08%	9.47%	9.64%
总资产回报率	--	4.47%	6.72%	8.05%
产权比率	105.35%	109.73%	69.27%	48.79%
资产负债率	51.30%	52.32%	40.92%	32.79%
净债务/EBITDA	--	0.06	-2.40	-3.41
EBITDA 利息保障倍数	--	53.51	55.45	27.03
总债务/总资本	44.26%	37.50%	13.77%	8.04%
FFO/净债务	--	863.75%	-18.89%	-15.10%
速动比率	1.63	1.63	1.72	2.45
现金短期债务比	0.97	1.99	3.03	5.99

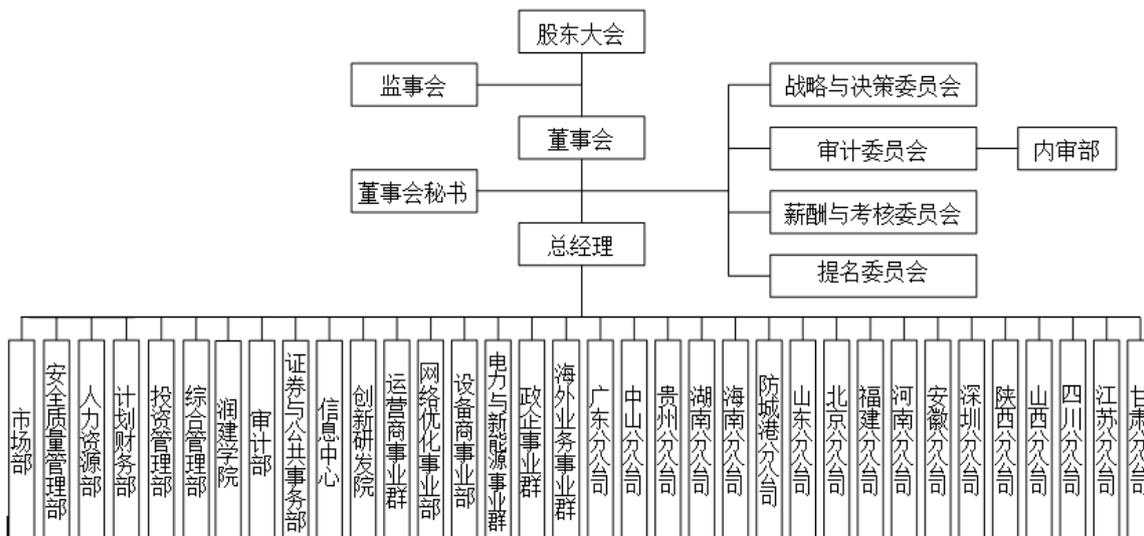
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

序号	子公司名称	注册资本	持股比例 (%)		业务性质	合并方式
			直接	间接		
1	广西诚本规划设计咨询有限公司	1,000.00	100.00	--	通信工程设计	并购合并
2	广西润联信息技术有限公司	3,000.00	100.00	--	系统集成	新设合并
3	广州卓联科技有限公司	3,000.00	100.00	--	充电桩运营	新设合并
4	五象云谷有限公司	20,000.00	70.00	--	数据中心、云计算	新设合并
5	长嘉科技有限公司	5,000.00	51.00	--	智能终端产品销售	新设合并
6	润沃科技（山东）有限公司	5,000.00	51.00	--	智能终端产品销售	新设合并
7	广东南粤云视科技有限公司	2,000.00	51.00	--	融媒体	新设合并
8	广西信安锐达科技有限公司	3,000.00	100.00	--	智慧警务及信息安全业务	并购合并
9	广州云谷创智科技有限公司	1,000.00	100.00	--	软件类业务	并购合并
10	润建智慧能源有限责任公司	10,000.00	100.00	--	电力业务运营	并购合并
11	广州市赛皓达智能科技有限公司	3,050.00	--	100.00	电力巡检无人机	并购合并
12	广州恒泰电力工程有限公司	2,000.00	--	51.00	电力工程：用户侧	并购合并
13	广州市砾立能源科技有限公司	5,010.00	51.00	--	电力物联网	并购合并
14	广州鑫广源电力设计有限公司	2,300.00	70.00	--	电力设计：电网侧	并购合并
15	广东博深咨询有限公司	501.00	51.00	--	电力咨询	并购合并
16	润建国际有限公司	10,000 万港币	100.00	--	贸易、投资	新设合并
17	润建（德国）有限公司 R&J Technologies GmbH	50 万欧元	100.00	--	科研、技术引进	新设合并
18	山东旋几工业自动化有限公司	1,382.65	51.00	--	工业互联网	并购合并
19	天津安可达科技有限公司	1,000.00	100.00	--	数据中心、智能制造	新设合并
20	广东润建电力科技有限公司	1,000.00	65.00	--	电力技术研究和试验发展	设立取得
21	润建（新加坡）有限公司 R&JINTERNATIONAL(SINGAPORE) PTE.LTD.	3000 新元	100.00	--	贸易、投资	新设合并
22	润建信息/智能国际（印尼）有限公司 PT.RJI International Indonesia	500 万人民币(100 亿印尼盾)	--	67.00	通信、电力工程	新设合并
23	润建股份国际（印尼）有限公司 PT. RJGF International Indonesia	500 万人民币(100 亿印尼盾)	--	49.00	人力资源外包+商品进出口	新设合并
24	润建股份菲律宾有限公司 RJGF Philippine Corp.)	144 万人民币 (1100 万比索)	100.00	--	咨询、培训、跨境电商	新设合并
25	上海润建科技有限公司	1,000.00	100.00	--	技术研究和试验发展	新设合并

26	广东禹尧数据科技有限公司	10,000.00	65.00	--	数据中心全生命周期服务	并购合并
27	广州智海信息科技有限公司	2,006.00	51.00	--	系统集成、EPC工程、运营商增值业务	并购合并
28	广东鹰扬电力设计有限公司	1,001.00	--	70.00	电力设计：用户侧	并购合并

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×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]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 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。