

黑牛食品股份有限公司  
2012 年公司债券  
2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員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員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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
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：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2017】跟踪第  
【38】号 01

增信方式：连带责任保  
证担保

担保主体：华夏幸福基  
业控股股份公司

债券剩余规模：1.52 亿  
元

债券到期日期：2018 年  
3 月 18 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，到期一次还本，  
附第 3 年末发行人上调  
票面利率选择权和投资  
者回售选择权

分析师

姓名：  
袁媛 王一峰

电话：  
0755-82872724

邮箱：  
yuany@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](http://www.pyrating.cn)

## 黑牛食品股份有限公司 2012 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	A	A
评级展望	负面	负面
评级日期	2017 年 05 月 02 日	2016 年 05 月 09 日

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对黑牛食品股份有限公司（以下简称“黑牛食品”或“公司”）及其 2013 年 3 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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 A，评级展望维持为负面。该评级结果是考虑到华夏幸福基业控股股份公司（以下简称“华夏控股”）提供的保证担保仍可有效提升本期债券的安全性；同时也关注到食品饮料业务剥离后公司收入规模大幅下滑，现有业务收入规模小，现金生成能力弱，新业务尚处于建设阶段，后期能否为公司带来收益存在不确定性，公司有息债务规模较大，存在一定债务压力等风险因素。

### 正面：

- 华夏控股提供的保证担保仍可有效提升本期债券的安全性。华夏控股近年收入与利润规模较快提升，经鹏元综合评定，华夏控股主体长期信用等级为 AA+，由其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的安全性。

### 关注：

- 公司现有业务收入规模较小，现金生成能力弱。公司食品饮料业务剥离后，2016 年收入大幅下降 63.03%至 15,915.76 万元；公司现有业务仅 IT 技术服务能为公司贡献收入，该业务 2016 年实现营业收入 960.98 万元，规模较小，现金生成能力弱。

- **公司计划通过非公开发行股票方式进军 OLED 产业，未来能否获批存在不确定性。**  
公司拟通过非公开发行股票的方式募集资金不超过 180 亿元进军 OLED 产业，若顺利实施，将有利于公司战略转型，但非公开发行股票尚需中国证监会核准，能否获批存在不确定性。
- **公司 OLED 项目投资规模大、周期长，后期能否为公司带来收益存在不确定性。**  
公司第 6 代 AMOLED 生产线计划投资 280.83 亿元，规模较大，投资周期 28 个月，现仍处于建设阶段，投产后短期内良品率仍需逐步提升，同时固定资产折旧规模较大，投产后仍存在短期亏损风险。
- **公司有息债务规模大幅增长，存在一定偿债压力。**2016 年末，公司有息债务较上年末大幅增长 41.27% 至 45,217.30 万元，流动比率、速动比率均为 0.6，表现较差。公司对债务的偿还能力主要取决于公司再融资能力，截至 2016 年末公司无可用银行授信额度，存在一定偿债压力。

#### 主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	133,985.29	135,677.07	122,689.05	217,574.38
归属于母公司所有者权益合计（万元）	72,342.65	75,344.25	72,725.71	137,196.64
有息债务（万元）	45,227.44	45,217.30	32,008.41	51,136.57
资产负债率	46.01%	44.47%	40.72%	36.94%
流动比率	0.19	0.60	1.94	1.39
速动比率	0.19	0.60	1.73	1.01
营业收入（万元）	516.93	15,915.76	43,050.78	58,334.41
投资收益（万元）	0.00	10,393.53	-28,752.24	0.00
营业利润（万元）	-3,003.05	2,842.68	-53,157.67	-803.79
利润总额（万元）	-3,001.60	2,636.67	-63,257.08	1,477.92
综合毛利率	28.57%	24.60%	9.71%	39.04%
总资产回报率	-	3.19%	-35.78%	1.78%
EBITDA（万元）	-	6,662.30	-54,678.17	8,331.89
EBITDA 利息保障倍数	-	4.48	-18.09	3.61
经营活动现金流净额（万元）	-2,151.91	-4,807.71	6,416.89	-234.22

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2013年2月16日，公司获得中国证券监督管理委员会证监许可【2013】162号文核准公开发行面值不超过53,000万元的公司债券。根据核准文件，该公司债券采取分期发行的方式，其中首期发行债券面值为2.7亿元，剩余部分自中国证监会核准发行之日起二十四个月内发行完毕。2013年3月18日，公司发行了上述批准的公司债券（第一期）（简称为“12黑牛01”），发行总额为2.7亿元，扣除承销佣金及保荐佣金后实际募集资金净额为人民币26,697.60万元。本期债券用于偿还银行贷款以及补充流动资金，已使用完毕。

本期债券为5年，采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。发行时票面利率为5.80%，债券存续期内前3年固定不变，第3年末发行人选择上调票面利率100个基点，即本期债券存续期后2年的票面利率固定为6.80%。

根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回收申报数据，在债券存续期第3年末，本期债券有效回售申报数量1,175,569张，回收金额为11,755.69万元（不含利息）。跟踪期内，公司按时支付了本期债券第四期利息。

**表1 截至2017年3月31日本期债券本息兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	期初本金金额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014.3.18	27,000.00	0.00	1,566.00	27,000.00
2015.3.18	27,000.00	0.00	1,566.00	27,000.00
2016.3.18	27,000.00	11,755.69	1,566.00	15,244.31
2017.3.20	15,244.31	0.00	1,036.61	15,244.31

注：2017年3月18日为周六，故顺延至2017年3月20日付息。

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

2016年，公司名称、注册资本均未发生变化，2016年6月27日，林秀浩将其持有的公司8,905.44万股股份（占公司股本总额的18.97%）转让给西藏知合资本管理有限公司（以下简称“西藏知合”），截至2017年3月末，西藏知合持有公司29.82%股权，为公司控股股东，王文学为公司实际控制人。

公司原主营业务为大豆及谷类营养饮品的研发、生产和销售业务，受市场下滑调整等因素影响，公司原食品饮料业务盈利能力较弱。为剥离低效资产，2016年8-9月，公司将持有的汕头市黑牛实业有限公司（下称“黑牛实业”）、揭阳市黑牛食品工业有限公司（下称“揭阳黑牛”）、黑牛食品（广州）有限公司（下称“广州黑牛”）、安徽省黑牛食品工业

有限公司（下称“安徽黑牛”）、黑牛食品营销有限公司（下称“黑牛营销”）100%股权以51,318.23万元的价格出售给深圳市黑牛资本管理有限公司<sup>1</sup>（下称“黑牛资本”）。2016年8月19日，公司收到深圳市黑牛资本以现金支付的70%交易对价，即35,922.75万元。2017年1月13日，公司收到黑牛资本以现金方式支付的剩余交易对价，即15,395.47万元。截至2017年1月6日，上述股权交易已过户并完成工商变更登记手续。另外，2016年4月，黑龙江黑牛农庄农产品有限公司完成注销手续，后续不纳入公司合并报表范围。自此，公司食品饮料业务资产已全部置出。

**表2 子公司资产处置情况（单位：万元）**

出售资产	账面净值	评估值	增值率
黑牛实业 100% 股权	250.83	916.38	265.34%
揭阳黑牛 100% 股权	7,112.34	9,826.69	38.16%
安徽黑牛 100% 股权	29,900.81	30,837.57	3.13%
广州黑牛 100% 股权	1,046.82	1,948.19	86.11%
黑牛营销 100% 股权	6,104.14	7,789.40	27.61%
<b>合计</b>	<b>44,414.94</b>	<b>51,318.23</b>	<b>15.54%</b>

注：评估基准日均为 2015 年 12 月 31 日。

资料来源：天兴评报字（2016）第0769号、天兴评报字（2016）第0770号、天兴评报字（2016）第0771号、天兴评报字（2016）第0772号、天兴评报字（2016）第0773号

2016年6月1日，公司设立全资子公司云谷（固安）科技有限公司（以下简称“云谷固安”）和霸州市云谷电子科技有限公司（以下简称“霸州云谷”），并将其纳入合并报表范围。

**表3 2016 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

1、2016 年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	取得方式	
云谷（固安）科技有限公司	100%	500,000	研发生产销售电子产品、电子元器件等	新设	
霸州市云谷电子科技有限公司	100%	100,000	研发生产销售电子产品、电子元器件等	新设	
2、2016 年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	丧失控制日时点	不再纳入合并报表的原因
揭阳市黑牛食品工业有限公司	100%	4,000	固态饮品	2016/9/19	股权转让
安徽省黑牛食品工业有限公司	100%	15,500	液态饮品	2016/9/18	股权转让
黑牛食品（广州）有限公司	100%	8,000	筹建中	2016/9/21	股权转让
黑牛食品营销有限公司	100%	20,000	固态、液态饮品	2016/9/8	股权转让
汕头市黑牛实业有限公司	100%	100	固态饮品	2016/8/19	股权转让

<sup>1</sup> 深圳市黑牛资本管理有限公司为公司 5% 以上股东林秀浩控制的企业，系公司关联方。2016 年 1 月，公司与自然人股东林秀浩、林秀海、林秀伟、黄树忠、何玉龙、刘海胶、曾燕芬、陈克玫等 8 人签署了《商号使用许可合同》，无偿授予“黑牛”商号使用权于上述 8 位自然人股东使用，用于以“黑牛”作为名称，自行出资设立深圳市黑牛资本管理有限公司与汕头市黑牛资本管理合伙企业（有限合伙）两家企业。

黑龙江黑牛农庄农产品有限公司	100%	1,000	农产品收购	2016/4/12	注销
----------------	------	-------	-------	-----------	----

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为135,677.07万元，归属于母公司的所有者权益为75,344.25万元，资产负债率为44.47%；2016年度，公司实现营业收入15,915.76万元，利润总额2,636.67万元，经营活动现金净流出4,807.71万元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为133,985.29万元，归属于母公司的所有者权益为72,342.65万元，资产负债率为46.01%；2017年1-3月，公司实现营业收入516.93万元，利润总额-3,001.60万元，经营活动现金净流出2,151.91万元。

### 三、运营环境

#### AMOLED拥有多重独特的技术优势，终端产品应用逐步增多，未来市场空间广阔

AMOLED（有源矩阵有机发光二极管）具备高对比度、色彩表现优秀、响应速度超快、超轻薄、耐低温、超低功耗等多重独特的技术优势，在智能终端领域应用逐步增多。根据美国调查公司IDC数据显示，2016年全球智能手机总销量为14.71亿部，增幅仅2.3%，智能手机增速放缓，但存量规模巨大，2016年全球AMOLED手机面板出货量达到3.7亿片，相比2015年大幅增长41.2%，其增速远高于同期智能手机。2016年柔性AMOLED手机面板出货量0.6亿片，占总体AMOLED手机面板出货的9.6%。2017年iPhone针对新款机型的面板采购量中约有半数将采用柔性AMOLED面板，预估将大幅带动整体柔性AMOLED手机面板的出货规模。因此，HIS预测，2017年手机用AMOLED显示面板市场规模增速高达55.11%，且市场结构逐渐变更为以柔性AMOLED为主。CINNO Research预测2017年全球AMOLED手机面板出货量同比增幅也高达46.3%，市场占比提升至21.9%，而中国地区AMOLED渗透率将由2016年的20.0%上升至24.6%。

图1 2017-2019手机用显示屏数量及渗透率预测图（单位：百万片）

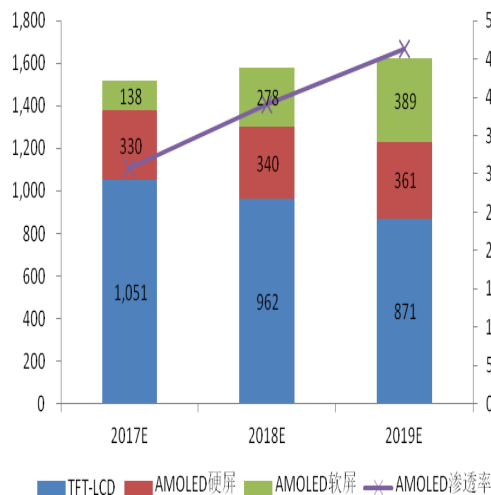
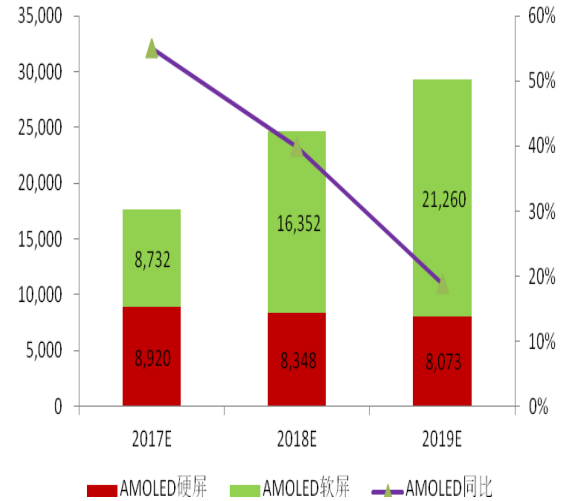


图2 2017-2019年手机用AMOLED市场规模预测图（单位：百万美元）



资料来源：HIS，鹏元整理

此外，基于AMOLED技术的可柔性化，最新兴起的智能可穿戴设备、VR/AR（虚拟显示/增强现实）设备等应用领域也将成为AMOLED产品的重要市场，根据IDC预测，到2020年，全球可穿戴设备的出货量将达到2.2亿台，年复合增长率约为20.3%；全球VR/AR市场规模将达1,500亿美元，年复合增长率超过100%。整体而言，AMOLED因其独特的技术优势，未来市场空间广阔。

从市场供需关系来看，目前全球AMOLED市场处于严重的供不应求的局面，三星作为目前市占率最高的AMOLED供应商，2015年AMOLED产品的自用比率仍高达近70%，外销仅约30%。目前国内仅有少数几家手机厂商的部分产品可以从三星获得AMOLED产品的供应。根据HIS预测，2019年，全球AMOLED手机面板的需求将达到7.5亿片规模，对比目前每年仅2亿多片的供给能力，市场空间巨大。

韩国在AMOLED面板领域处于领先地位，2016年99%的AMOLED面板都出自韩国三星。但面对巨大的市场空间，近年来全球各大厂商均积极投入AMOLED显示产业。除韩国三星和LG公司已提出新的AMOLED建线计划外，国内包括国显光电、和辉光电的AMOLED量产线已经建成投产，京东方、天马微电子等企业新的AMOLED量产线已经启动建设。

表4 全球主要面板厂商 AMOLED 产能扩建计划

序号	世代	产能 (K/月)	量产时间	满产后月切割片数 (千片)
三星	6	15	2017Q2	3,300
	6	15	2017Q3	3,300
	6	15	2017Q4	3,300



	6	60	2017Q4	13,200
LG	6	75	2017Q1	16,500
	4.5	22	2016Q4	1,210
鸿海（夏普）	6	46	2018Q3	10,120
	4.5	13	2018Q1	715
维信诺	5.5	11	2017Q1	1,650
	6	15	2018Q2	3,300
深天马	5.5	15	2017Q3	2,250
	6	30	2017Q3	6,600
京东方	6	45	2018Q1	9,900
和辉	6	15	2018Q2	3,300
信利	6	30	2018Q2	6,600

注：切割片数以5.5寸计算。

资料来源：兴业证券

#### 四、经营与竞争

2016年公司根据战略规划以及经营管理需要，剥离食品饮料业务，转让了安徽黑牛等五家子公司100%股权，并注销了黑龙江黑牛农庄农产品有限公司，导致当期食品饮料业务收入规模下降。2016年6月新设全资子公司云谷固安、霸州云谷用以电子元器件业务的研发、生产和销售，同年7月，云谷固安与廊坊银行股份有限公司签署《廊坊银行服务采购协议》，由其向廊坊银行提供信息化服务，原则上廊坊银行每年委托云谷固安提供的相关服务费用含税金额不低于人民币1,800万元，合作期限为一年，合作期满前一个月，协议双方无异议则合作期间顺延一年。2016年公司实现IT服务于相关产品收入960.98万元，对公司收入、利润贡献有限，因此2016年公司收入规模大幅下滑。

2015年公司折价销售了大量商品，并处置了部分过期原材料、已下线产品包装物和更换包装后停用包装物，导致其他业务亏损严重。2016年前述事项影响消失后，其他业务收入规模仅核算房屋租金收入和少量废弃原材料、包装物处置收入，收入规模同比大幅下降，但毛利率回升至16.47%。

**表5 2015-2016年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
食品饮料制造	14,753.99	25.57%	40,935.02	22.45%
其他业务收入	200.79	16.47%	2,115.77	-236.84%
IT服务及相关产品	960.98	11.51%	0.00	-
<b>合计</b>	<b>15,915.76</b>	<b>24.60%</b>	<b>43,050.78</b>	<b>9.71%</b>

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

### 受经营战略调整影响，公司食品饮料产业已完全剥离

公司食品饮料业务主要为大豆即谷类营养饮品的研发、生产和销售，主要产品包括豆奶粉、豆浆粉、复合营养麦片、燕麦片、芝麻糊、核桃粉等固态营养冲调饮品及核桃乳、花生牛奶和“黑牛仔仔”、“多溢添”、“G能加”等乳酸菌饮品。2016年公司食品饮料收入同比大幅下滑，主要有如下两个原因：（1）公司产品结构老化，品牌与渠道优势不突出，产品竞争力下降；（2）公司负责食品饮料的子公司股权已陆续于2016年置出，置出后收入、利润均不再纳入合并报表范围内。受以上因素共同影响，2016年公司食品饮料相关产品的销售量及生产量均大幅下滑，截至2016年末，公司已无食品饮料产品库存，食品饮料产业已完全剥离，后续不再为公司贡献收入。

**表6 2015-2016 年公司食品饮料业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
液态奶	5,311.75	19.12%	17,953.65	15.93%
豆奶粉	5,755.02	31.45%	12,185.60	21.59%
麦片	2,385.14	27.00%	5,277.73	26.17%
芝麻糊	863.09	14.44%	1,764.75	19.64%
核桃粉	438.98	40.66%	1,259.11	26.99%
含酒饮料	0.00	0.00%	2,463.10	65.91%
其他产品	0.00	0.00%	31.08	29.02%
<b>合计</b>	<b>14,753.99</b>	<b>25.57%</b>	<b>40,935.01</b>	<b>22.45%</b>

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

**表7 2015-2016 年公司食品饮料产销情况（单位：吨）**

项目	2016 年	2015 年
销售量	20,104.77	69,410.03
生产量	19,863.85	61,345.49

资料来源：公司提供

**公司拟通过非公开发行股票等方式募集资金转型OLED产业，但非公开发行股票尚需中国证监会核准，AMOLED未来能否实现较好经济效益尚待市场检验**

食品饮料业务剥离后，公司拟通过非公开发行股票的方式募集资金转型OLED产业。根据《黑牛食品股份有限公司非公开发行股票预案》，公司拟向西藏知合、昆山国创投资集团有限公司（以下简称“昆创投资”）在内的不超过十名特定对象非公开发行股票不超过（含）1,077,844,311股，发行底价为16.70元/股，募集资金总额为不超过（含）180亿元，扣除发行费用后拟投向以下项目。

**表8 非公开定向增发股票募集资金计划使用情况（单位：亿元）**

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
1	合资设立江苏维信诺并投资第 5.5 代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）扩产项目	45.31	32
2	第 6 代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）面板生产线项目	262.14	141
3	第 6 代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）模组生产线项目	18.69	8
合计		326.14	180

资料来源：公司提供

2016年9月12日，公司与昆山国创投资集团有限公司、昆山市阳澄湖文商旅集团有限公司、昆山创业控股集团有限公司（上述三方合称“合作方”）签署附条件生效《合资协议》，约定公司拟以非公开发行股票募集的32亿元出资，合作方以其持有昆山国显光电有限公司（以下简称“国显光电”）股权出资，共同设立江苏维信诺显示科技有限公司（暂定名，以工商部门登记为准，以下简称“江苏维信诺”）。公司占江苏维信诺的股权比例为50.31%，为其控股股东，合作方持有49.69%的股权。

若非公开顺利完成，国显光电将成为公司的间接控股子公司。国显光电是国内OLED行业领先的、集OLED研发与生产于一体的高科技企业，其旗下昆山维信诺显示技术有限公司、北京维信诺科技有限公司等是OLED国际标准组的重要成员和OLED国家标准的主导者，负责制订或修订了4项OLED国际标准，主导制订了5项OLED国家标准和3项OLED行业标准。国显光电投资建设的第5.5代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）一期项目已建成投产，规划产能为月加工玻璃基板4,000片。江苏维信诺设立完成后，拟以国显光电为实施主体投资第5.5代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）扩产项目，建设周期24个月，建设投产后预计共可实现月加工玻璃基板15,000片的生产能力，并将具备生产柔性AMOLED产品的能力。

**表9 近年国显光电主要财务数据（单位：万元）**

项目	2016年9月	2015年	2014年	2013年
资产总计	585,281.49	1,095,488.18	1,210,186.76	1,054,168.84
负债合计	355,171.06	858,429.94	889,232.97	710,706.90
归属于母公司所有者权益合计	201,450.04	147,812.42	206,679.18	229,299.66
营业收入	234,564.83	343,160.91	431,395.88	448,672.79
投资收益	98,158.89	0.00	0.00	0.00
营业利润	46,385.34	-91,466.01	-22,891.60	-13,575.32
净利润	52,009.15	-86,011.71	-22,021.62	-11,075.79
经营活动产生的现金流量净额	58,668.77	56,685.37	62,397.39	87,643.39
资产负债率	60.68%	78.36%	73.48%	67.42%

资料来源：黑牛食品股份有限公司非公开发行股票预案（修订稿），鹏元整理

第6代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）面板生产线项目实施主体为云谷固安，建设周期为28个月，主要生产产品包括3.5”、5.5”、8.0”柔性AMOLED显示屏及5.5”硬屏AMOLED显示屏等。第6代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）模组生产线项目实施主体为霸州云谷，建设周期为28个月，主要产品包括3.5”、5.5”、8.0”柔性AMOLED模组、5.5”硬屏AMOLED模组等产品。

第6代AMOLED面板及模组生产线项目投资规模合计280.83亿元，除以非公开发行股票募集资金投入外，剩余资金缺口公司计划通过银行贷款、产业基金等多种融资工具进行筹措。银行贷款方面，公司已与多家银行签订了战略合作协议；产业基金方面，西藏知合拟发起设立一只河北新型显示产业发展基金（以下简称“显示基金”），拟募集资金100亿元，其中90%-95%的资金计划投入到固安云谷第六代AMOLED面板生产线项目，截至2017年4月末，显示基金尚未成立。

在非公开发行股票募资金到位之前，公司根据实际情况以自筹资金先行投入，待非公开发行股票募集资金到位后予以置换。截至2016年末，公司第6代AMOLED面板及模组生产线项目累计已投入资金84,580.84万元。

**表10 截至2016年末公司AMOLED项目建设投入情况（单位：万元）**

项目	计划总投资	累计已投资	尚需投资
第6代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）面板生产线项目	2,621,372.97	79,973.25	2,541,399.72
第6代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）模组生产线项目	186,885.01	4,607.59	182,277.42
<b>合计</b>	<b>2,808,257.98</b>	<b>84,580.84</b>	<b>2,723,677.14</b>

资料来源：公司提供

整体而言，非公开发行股票有助于增强公司资本实力，其募投项目的投资建设有望推动公司转型，但我们也注意到，非公开发行股票尚需中国证监会核准，交易方案的最终实施存在不确定性。公司AMOLED项目投资规模巨大，建设周期较长，未来实际投产时可能面临较大的市场竞争风险，投产后若出现经济效益更好的替代技术，也将对公司AMOLED项目的盈利能力产生负面影响。

## 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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年至2016年审计报告及未经审计2017年一季报，报告均采用新会计准则编制。

2016年公司新纳入合并报表范围子公司2家，不再纳入合并报表范围子公司6家，具体情况如表3所示。

### 资产结构与质量

公司资产以土地使用权、在建工程及房屋建筑物为主，资产质量流动性较差，短期内产生的收益有限

2016年，公司溢价出售了安徽黑牛等五家子公司100%股权，资产规模较上年有所增长。截至2017年3月末，公司总资产133,985.29万元，较2015年末增长9.21%，无资产权利受限情况。公司资产以非流动资产为主，2017年3月末占比为93.53%。

公司流动资产主要由货币资金和其他应收款组成。2016年末公司货币资金均为银行存款，且不存在使用受限情况。2017年3月末货币资金规模大幅减少，主要系支付在建项目工程款、债券利息及其他营运资金所致。2016年末其他应收款中15,395.47万元为股权处置款，2017年1月13日该款项已全部收回。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。固定资产主要为房屋及建筑物，2016年末固定资产较上年末大幅减少，主要系安徽黑牛等子公司不再纳入并表范围所致。2016年末，公司在建工程主要为第六代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）面板生产线项目，无形资产均为土地使用权，较上年末同比增长236.82%，主要系云谷固安及霸州云谷购置土地所致。

整体而言，公司资产规模较小，且以土地使用权、在建工程及房屋建筑物为主，资产流动性较差，短期内产生的收益有限。

**表11 2015-2016年及2017年3月末公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6,445.68	4.81%	11,735.24	8.65%	34,419.44	28.05%
其他应收款	137.02	0.10%	14,702.49	10.84%	307.74	0.25%
<b>流动资产合计</b>	<b>8,668.56</b>	<b>6.47%</b>	<b>27,063.87</b>	<b>19.95%</b>	<b>43,878.29</b>	<b>35.76%</b>
固定资产	12,794.97	9.55%	12,853.97	9.47%	36,528.81	29.77%
在建工程	23,940.46	17.87%	10,650.34	7.85%	14,830.60	12.09%
无形资产	88,576.29	66.11%	84,590.73	62.35%	25,114.37	20.47%
<b>非流动资产合计</b>	<b>125,316.73</b>	<b>93.53%</b>	<b>108,613.20</b>	<b>80.05%</b>	<b>78,810.76</b>	<b>64.24%</b>
<b>资产总计</b>	<b>133,985.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>135,677.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>122,689.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计2017年一季报，鹏元整理

### 盈利能力

### 得益于公司食品饮料业务的剥离，公司营业利润扭亏，但收入规模大幅下降；OLED产业短期内尚不能给公司带来经营利润

公司剥离了盈利能力较弱的食品饮料业务，转让安徽黑牛等五家子公司100%股权，并注销了黑龙江黑牛，2016年食品饮料业务收入规模下降。2016年6月新设全资子公司云谷固安、霸州云谷用以电子元器件业务的研发、生产和销售，因新设子公司目前正在建设中，对公司收入、利润贡献有限，因此，2016年公司仅实现营业15,915.76万元，同比大幅下滑63.03%。

毛利率方面，因2015年折扣促销了大量商品，并处置了部分过期原材料、不适用包装物，对毛利率造成一定拖累。2016年上述影响因素消失后，公司综合毛利率回升至24.60%。

公司食品饮料业务剥离后，期间费用构成亦有所变化。2016年销售费用同比大幅下滑80.03%，销售费用主要为运输费及工资。2016年期间费用以管理费用为主，管理费主要为折旧费、工资及无形资产摊销，2016年期间费用虽同比大幅下滑，但期间费用率仍居高不下，为63.28%，期间费用对营业利润的侵蚀很明显。2016年，公司实现营业利润2,842.68万元，其中投资收益对营业利润贡献较大。2016年公司实现投资收益10,393.53万元，主要系安徽黑牛等5家子公司股权处置所致。

2017年一季度，公司仅实现516.93万元IT服务及相关产品收入，收入规模大幅下降，但公司仍需承担工作人员薪资、资产折旧摊销、研发投入及财务费用，因此2017年1-3月公司营业利润亏损3,003.05万元。

整体而言，2016年，安徽黑牛等5家子公司股权置出后，公司食品饮料产业已完全剥离，未来不再为公司贡献收入。食品饮料业务剥离后，公司主要从事OLED产业，但公司AMOLED项目尚处于建设阶段，且投产后短期内良品率仍需逐步提升，同时固定资产折旧规模相对较大，故投产后仍存在短期亏损风险。

**表12 2015-2016年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入	516.93	15,915.76	43,050.78
投资收益	0.00	10,393.53	-28,752.24
营业利润	-3,003.05	2,842.68	-53,157.67
利润总额	-3,001.60	2,636.67	-63,257.08
净利润	-3,001.60	2,618.54	-64,157.96
综合毛利率	28.57%	24.60%	9.71%
期间费用率	737.05%	63.28%	66.22%
总资产回报率	-	3.19%	-35.78%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计2017年一季度报，鹏元整理

## 现金流

处置产能利用率较低水平的部分生产线有利于公司盘活资金，但食品饮料业务剥离后，新主业尚无法为公司带来经营流入，公司短期内现金生成能力可能进一步恶化

2016年，随着收入规模的下降，公司“销售商品、提供劳务收到的现金”与“购买商品、接受劳务支付的现金”均有所缩减，但由于前者缩减幅度更大，导致经营活动现金流表现不及上年同期，2016年公司现金生成能力较差。食品饮料产业剥离后，公司AMOLED项目尚在建设过程中，预计短期内公司现金生成能力将进一步恶化。

2016年公司处置了安徽黑牛等五家子公司100%股权，收到33,541.90万元股权转让款，云谷固安和霸州云谷支付购地款83,636.44万元，因此投资活动净流出34,307.93万元。

筹资活动方面，公司为满足新设全资子公司第6代AMOLED生产线项目建设的需要，向控股股东西藏知合借款3亿元，另外公司偿还了大量债务，2016年公司筹资活动净流入17,313.44万元。

综上所述，处置产能利用率较低水平的部分生产线有利于公司盘活资金，但食品饮料业务剥离后，公司新主业尚无法为公司带来经营流入，公司短期内现金生成能力可能进一步恶化。

**表13 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2016年	2015年
经营活动现金流入小计	20,290.33	57,528.52
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	17,513.34	56,373.77
经营活动现金流出小计	25,098.03	51,111.63
其中：购买商品、接受劳务支付的现金	13,654.28	25,023.21
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-4,807.71</b>	<b>6,416.89</b>
投资活动现金流入小计	53,811.38	41,305.62
其中：处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	33,541.90	25,546.53
收到其他与投资活动有关的现金	20,265.76	1,001.12
投资活动现金流出小计	88,119.32	5,992.96
其中：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	87,085.69	3,992.96
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-34,307.93</b>	<b>35,312.66</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>17,313.44</b>	<b>-23,406.49</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-21,802.20</b>	<b>18,323.06</b>

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

虽然公司债务规模不大，但短期内经营活动现金流入规模有限，对债务的偿还能力主要取决于公司再融资能力，公司仍存在一定偿债压力

受合并范围变化及公司向控股股东借款影响，2016年公司负债规模有所增加，截至2017年3月末，公司总负债61,642.64万元，较2015年末增长23.38%。公司所有者权益规模变化较小，负债规模增加后，2017年3月末公司产权比上升至85.21%，权益对债务的覆盖能力持续减弱。

**表14 2015-2016年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	61,642.64	60,332.82	49,963.34
所有者权益	72,342.65	75,344.25	72,725.71
负债与所有者权益比率	85.21%	80.08%	68.70%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计2017年一季报，鹏元整理

公司负债主要由应付账款、其他应付款和应付债券构成。应付账款主要为应付工程及设备款，账龄均在一年以内。其他应付款主要系2016年新增的应付控股股东3亿元借款，借款利率为同期银行贷款利率，借款期限为6个月。应付债券即本期债券，2016年末应付债券同比减少，主要系2016年3月投资者回售11,755.69万元所致。

**表15 2015-2016年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	5,150.00	10.31%
应付账款	12,037.50	19.53%	10,894.54	18.06%	6,908.82	13.83%
其他应付款	32,300.49	52.40%	32,474.80	53.83%	1,646.19	3.29%
<b>流动负债合计</b>	<b>46,365.20</b>	<b>75.22%</b>	<b>45,065.52</b>	<b>74.69%</b>	<b>22,592.93</b>	<b>45.22%</b>
应付债券	15,227.44	24.70%	15,217.30	25.22%	26,858.41	53.76%
<b>非流动负债合计</b>	<b>15,277.44</b>	<b>24.78%</b>	<b>15,267.30</b>	<b>25.31%</b>	<b>27,370.41</b>	<b>54.78%</b>
<b>负债合计</b>	<b>61,642.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>60,332.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>49,963.34</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	45,227.44	73.37%	45,217.30	74.95%	32,008.41	64.06%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计2017年一季报，鹏元整理

向西藏知合借款3亿元后，公司流动负债规模增长，受此影响2016年流动比率及速动比率表现不佳。受益于安徽黑牛等五家子公司股权转让后实现的投资收益，2016年公司EBITDA及利息保障倍数随利润总额提升同比有所好转，但股权转让收益不具备可持续性，公司食品饮料业务剥离后，现金生成能力进一步削弱，AMOLED作为未来公司主业短期内尚不能为公



司带来经营收益。因此，虽然公司债务规模不大，但短期内经营活动现金流入规模有限，对债务的偿还能力主要取决于公司再融资能力，截至2016年末，公司无可用银行授信额度，公司仍存在一定债务压力。

表16 2015-2016年公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	46.01%	44.47%	40.72%
流动比率	0.19	0.60	1.94
速动比率	0.19	0.60	1.73
EBITDA (万元)	-	6,662.30	-54,678.18
EBITDA 利息保障倍数	-	4.48	-18.09
有息债务/EBITDA	-	6.79	-0.59

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计 2017 年一季报，鹏元整理

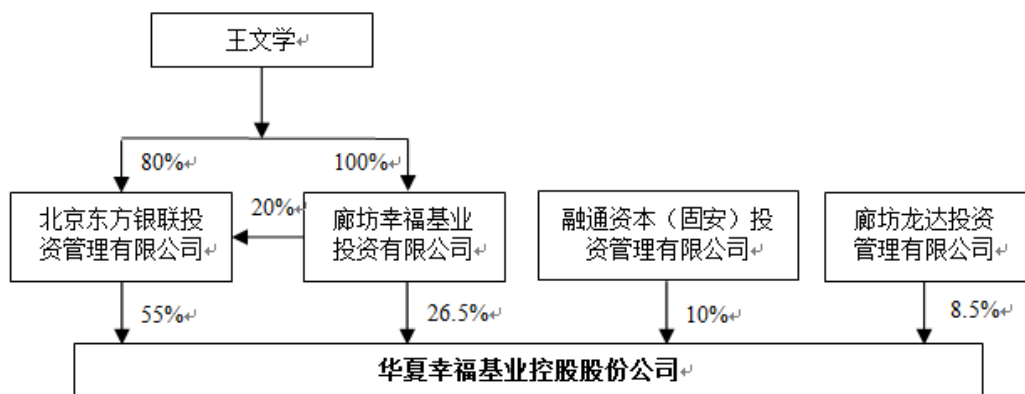
## 六、债券偿还保障分析

华夏控股近年收入与利润规模较快提升，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的安全性

本期债券由华夏控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

华夏控股是公司实际控制人王文学实际控制的公司，截至2016年末注册资本10.50亿元，控股股东为北京东方银联投资管理有限公司，股权结构如下。

图3 截至2016年12月31日华夏控股股权结构



资料来源：华夏控股提供，鹏元整理

华夏控股营业收入仍主要来自产业新城开发建设和城市地产开发业务，其中产业新城开发建设主要包括园区住宅配套、产业发展服务、土地整理、基础设施建设、物业管理服务及综合服务，是华夏控股收入的主要来源，2015-2016年该项业务占当期主营业务收入比重分

别为79.28%和82.80%，随着园区基础设施建设的逐渐完善及招商引资规模的不断扩张，未来产业新城开发建设业务收入将继续增长。华夏控股城市地产开发业务收入亦增长较快，2015年和2016年该业务实现收入分别为76.61亿元和86.87亿元，同比分别增长180.64%和13.38%，对营业收入形成重要补充。

**表17 2015-2016年华夏控股主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2016年		2015年		
	金额	毛利率	金额	毛利率	
产业新城开发建设	园区住宅配套	266.88	20.60%	203.07	30.46%
	产业发展服务	109.72	95.75%	63.43	95.01%
	土地整理	51.65	15.91%	30.09	12.83%
	基础设施建设	7.47	13.71%	0.38	40.79%
	物业管理服务	2.84	14.10%	1.16	14.92%
	综合服务	4.07	55.80%	3.84	37.87%
城市地产开发	86.87	8.15%	76.61	9.12%	
其他	5.07	-31.39%	2.32	-115.03%	
<b>合计</b>	<b>534.56</b>	<b>33.19%</b>	<b>380.91</b>	<b>34.67%</b>	

资料来源：华夏控股 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

从盈利能力来看，2015-2016年华夏控股分别实现主营业务收入380.91亿元和534.56亿元，同比分别增长41.68%和40.34%，增长较快。2016年华夏控股综合毛利率为33.05%，较2015年略有下降，考虑到产业发展服务业务毛利率较高，随着产业园区业务的不断拓展，未来产业发展服务规模将进一步扩大，毛利率水平或有所提升。从利润水平来看，2016年华夏控股营业利润、利润总额和净利润均有所增长，盈利能力有所增强。

华夏控股业务发展较快，部分项目回款情况较好，且预收房款获取较多资金/回流，2016年经营活动产生的现金净流入为41.67亿元，较2015年增长23.36%，经营活动现金流持续好转。但考虑到华夏控股园区建设前期投资规模较大，且园区项目从落地到实现收益存在一定的时间差，随着园区业务的持续拓展，华夏控股面临的资金压力较大。华夏控股资产负债率较高，近年均在86%以上，有息债务规模较大，仍面临较大的偿债压力。

**表18 华夏控股主要财务指标**

项目	2016年	2015年
总资产（万元）	27,412,561.15	18,646,959.66
归属于母公司所有者权益（万元）	1,405,733.30	745,897.00
有息债务（万元）	8,998,512.51	6,704,726.49
资产负债率	86.83%	87.23%
流动比率	1.40	1.31
速动比率	0.55	0.52

营业收入（万元）	5,383,525.84	3,842,490.25
营业利润（万元）	759,565.62	608,661.21
利润总额（万元）	771,939.72	605,496.86
综合毛利率	33.05%	34.67%
总资产回报率	4.24%	4.61%
EBITDA（万元）	1,060,534.03	745,784.37
EBITDA 利息保障倍数	1.73	1.68
经营活动现金流净额（万元）	416,657.60	337,757.72

资料来源：华夏控股提供，鹏元整理

整体来看，京津冀一体化建设的推进，有利于华夏控股产业新城业务的持续发展；华夏控股土地整理业务收入增长较快，随着园区业务的不断拓展，该项业务的持续性较好；受托园区签约入园投资额快速增长带动华夏控股产业发展服务收入的增加，且该项业务利润水平较高，对其盈利贡献较大；地产业务发展较快，土地储备较为充足，未来业务持续性较好；营业收入和利润继续增长，盈利能力有所增强。但华夏控股产业新城发展易受政策规划和区域特性的影响，未来发展或存在一定的不确定性；园区项目投资规模较大，且在建房地产项目较多，面临较大的资金压力；存货规模较大且部分资产已用于抵押，资产整体流动性一般；应收账款回款时间易受当地政府政策及财政资金安排的影响，存在一定的不确定性；华夏控股资产负债率高，有息债务规模大，面临较大的偿债压力。

经鹏元综合评定，华夏控股主体长期信用等级为AA+，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的安全性。

## 七、评级结论

2016年，公司将食品饮料业务全部剥离，并拟通过非公开发行股票等方式募集资金转型OLED产业。食品饮料业务剥离后，公司收入规模大幅下降，当期营业利润主要来源于重大资产处置形成的投资收益，新业务OLED生产线尚在建设当中，短期内难以为公司贡献收入、现金流入及利润。公司现有业务经营现金生成能力较弱，对债务的偿还能力主要取决于再融资能力，公司存在一定偿债压力。但华夏控股为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任担保仍可有效提升本期债券的安全性。

基于以上情况，鹏元将发行主体长期信用等级维持为A，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为负面。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	6,445.68	11,735.24	34,419.44	15,214.38
应收票据	0.00	0.00	26.23	0.00
应收账款	251.00	0.00	991.06	4,688.18
预付款项	0.00	0.00	983.89	8,880.46
其他应收款	137.02	14,702.49	307.74	1,956.06
存货	0.00	0.00	4,757.20	13,163.08
其他流动资产	1,834.87	626.13	2,392.73	3,535.50
<b>流动资产合计</b>	<b>8,668.56</b>	<b>27,063.87</b>	<b>43,878.29</b>	<b>47,437.67</b>
长期股权投资	0.00	0.00	2,014.53	0.00
固定资产	12,794.97	12,853.97	36,528.81	67,959.91
在建工程	23,940.46	10,650.34	14,830.60	20,252.85
无形资产	88,576.29	84,590.73	25,114.37	41,000.61
递延所得税资产	0.00	0.00	16.10	754.48
其他非流动资产	5.02	518.17	306.36	40,168.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>125,316.73</b>	<b>108,613.20</b>	<b>78,810.76</b>	<b>170,136.71</b>
<b>资产总计</b>	<b>133,985.29</b>	<b>135,677.07</b>	<b>122,689.05</b>	<b>217,574.38</b>
短期借款	0.00	0.00	5,150.00	14,575.78
应付账款	12,037.50	10,894.54	6,908.82	8,050.93
预收款项	0.00	340.60	5,661.21	2,854.49
应付职工薪酬	1,453.22	395.76	643.92	848.97
应交税费	99.63	33.30	1,347.39	1,640.45
应付利息	474.36	926.52	1,235.40	1,235.40
其他应付款	32,300.49	32,474.80	1,646.19	889.37
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	4,000.00
<b>流动负债合计</b>	<b>46,365.20</b>	<b>45,065.52</b>	<b>22,592.93</b>	<b>34,095.39</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	5,763.00
应付债券	15,227.44	15,217.30	26,858.41	26,797.79
专项应付款	0.00	0.00	0.00	13,593.56
递延收益-非流动负债	50.00	50.00	512.00	128.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>15,277.44</b>	<b>15,267.30</b>	<b>27,370.41</b>	<b>46,282.35</b>
<b>负债合计</b>	<b>61,642.64</b>	<b>60,332.82</b>	<b>49,963.34</b>	<b>80,377.74</b>
实收资本(或股本)	46,945.95	46,945.95	46,945.95	31,297.30
资本公积金	54,483.87	54,483.87	54,483.87	70,132.52
盈余公积金	1,703.97	1,703.97	1,703.97	1,703.97

未分配利润	-30,791.13	-27,789.53	-30,408.08	34,062.86
归属于母公司所有者权益合计	72,342.65	75,344.25	72,725.71	137,196.64
所有者权益合计	72,342.65	75,344.25	72,725.71	137,196.64
负债和所有者权益总计	133,985.29	135,677.07	122,689.05	217,574.38

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计 2017 年一季报

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
<b>一、营业总收入</b>	<b>516.93</b>	<b>15,915.76</b>	<b>43,050.78</b>	<b>58,334.41</b>
营业收入	516.93	15,915.76	43,050.78	58,334.41
<b>二、营业总成本</b>	<b>3,519.98</b>	<b>23,466.61</b>	<b>67,456.20</b>	<b>59,138.20</b>
营业成本	369.26	11,999.76	38,871.07	35,558.53
营业税金及附加	97.22	670.66	330.95	643.50
销售费用	0.00	2,981.57	14,931.72	13,678.84
管理费用	3,249.85	5,789.57	11,280.50	7,097.51
财务费用	560.20	1,301.13	2,297.23	1,972.26
资产减值损失	-756.56	723.91	-255.26	187.56
加：投资净收益	0.00	10,393.53	-28,752.24	0.00
其中：对联营企业和合营企业的 投资收益	0.00	0.00	14.53	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>-3,003.05</b>	<b>2,842.68</b>	<b>-53,157.67</b>	<b>-803.79</b>
加：营业外收入	1.45	117.53	683.53	10,647.23
减：营业外支出	0.00	323.54	10,782.94	8,365.52
其中：非流动资产处置净损失	0.00	292.62	10,469.45	7,653.11
<b>五、利润总额</b>	<b>-3,001.60</b>	<b>2,636.67</b>	<b>-63,257.08</b>	<b>1,477.92</b>
减：所得税	0.00	18.12	900.88	249.05
<b>六、净利润</b>	<b>-3,001.60</b>	<b>2,618.54</b>	<b>-64,157.96</b>	<b>1,228.87</b>
归属于母公司所有者的净利润	-3,001.60	2,618.54	-64,157.96	1,228.87

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计 2017 年一季报

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	17,513.34	56,373.77	61,311.48
收到其他与经营活动有关的现金	1,057.65	2,776.98	1,154.75	975.98
经营活动现金流入小计	1,057.65	20,290.33	57,528.52	62,287.46
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	13,654.28	25,023.21	34,383.44
支付给职工以及为职工支付的现金	1,623.37	3,876.02	9,549.65	9,231.97
支付的各项税费	66.40	2,565.76	5,280.69	7,277.19
支付其他与经营活动有关的现金	1,519.80	5,001.97	11,258.07	11,629.07
经营活动现金流出小计	3,209.56	25,098.03	51,111.63	62,521.68
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,151.91</b>	<b>-4,807.71</b>	<b>6,416.89</b>	<b>-234.22</b>
收回投资收到的现金	15,395.47	0.00	0.00	1,200.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	3.72	14,757.96	2,513.85
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	33,541.90	25,546.53	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	20,265.76	1,001.12	21,880.00
投资活动现金流入小计	15,395.47	53,811.38	41,305.62	25,593.85
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17,496.51	87,085.69	3,992.96	73,062.82
投资支付的现金	0.00	0.00	2,000.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	1,033.63	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	17,496.51	88,119.32	5,992.96	73,062.82
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,101.04</b>	<b>-34,307.93</b>	<b>35,312.66</b>	<b>-47,468.96</b>
取得借款收到的现金	0.00	10,730.00	5,513.00	29,338.78
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	30,000.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	0.00	40,730.00	5,513.00	29,338.78
偿还债务支付的现金	0.00	21,754.31	24,701.78	5,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,036.61	1,662.25	3,186.23	2,567.39
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	1,031.49	50.00
筹资活动现金流出小计	1,036.61	23,416.56	28,919.49	7,617.39
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,036.61</b>	<b>17,313.44</b>	<b>-23,406.49</b>	<b>21,721.39</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-5,289.56</b>	<b>-21,802.20</b>	<b>18,323.06</b>	<b>-25,981.79</b>
期初现金及现金等价物余额	11,735.24	33,537.44	15,214.38	41,196.18
期末现金及现金等价物余额	6,445.68	11,735.24	33,537.44	15,214.38

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计 2017 年一季度

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	2,618.54	-64,157.96	1,228.87
加：资产减值准备	723.91	-255.26	187.56
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,001.43	4,711.55	4,199.94
无形资产摊销	535.66	1,477.82	602.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	289.02	10,365.96	6,125.60
固定资产报废损失	0.00	100.56	1.95
财务费用	1,488.55	2,389.54	2,051.57
投资损失	-10,393.53	28,752.24	0.00
递延所得税资产减少	16.10	738.39	-423.61
存货的减少	2,189.84	8,405.88	2,361.77
经营性应收项目的减少	1,704.45	12,340.69	-4,406.08
经营性应付项目的增加	-5,981.69	1,547.51	-12,164.26
经营活动产生的现金流量净额	-4,807.71	6,416.89	-234.22
现金的期末余额	11,735.24	33,537.44	15,214.38
减：现金的期初余额	33,537.44	15,214.38	41,196.18
间接法-现金及现金等价物净增加额	-21,802.20	18,323.06	-25,981.79

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计 2017 年一季报



## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
负债与所有者权益比率	85.21%	80.08%	68.70%	58.59%
期间费用率	737.05%	63.28%	66.22%	39.00%
有息债务（万元）	45,227.44	45,217.30	32,008.41	51,136.57
资产负债率	46.01%	44.47%	40.72%	36.94%
流动比率	0.19	0.60	1.94	1.39
速动比率	0.19	0.60	1.73	1.01
综合毛利率	28.57%	24.60%	9.71%	39.04%
总资产回报率	-	3.19%	-35.78%	1.78%
EBITDA（万元）	-	6,662.30	-54,678.17	8,331.89
EBITDA 利息保障倍数	-	4.48	-18.09	3.61
有息债务/EBITDA	-	6.79	-0.59	6.14

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计 2017 年一季报

## 附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
云谷（固安）科技有限公司	500,000.00	100%	电子产品生产经营
霸州市云谷电子科技有限公司	100,000.00	100%	电子产品生产经营

资料来源：公司 2016 年审计报告

## 附录六 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	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	$\text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{其他应付款有息部分}$

## 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。