



中贝通信集团股份有限公司2023年向不特定对象发行可转换公司债券2024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.

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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

中贝通信集团股份有限公司2023年向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
中贝转债	A+	A+

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：中贝通信集团股份有限公司（以下简称“中贝通信”或“公司”，股票代码：603220.SH）系国内通信网络技术行业主流服务商之一，行业内资质齐全，2023年仍能维持一定市场份额和客户认可度，在手订单较充足，为未来收入提供了较好的支撑，且2023年以来拓展的算力业务等未来有望提供较好的收入贡献；同时中证鹏元也关注到，公司应收账款回款周期较长、客户集中度较高，面临较大营运资金压力，2023年以来债务规模快速增长，杠杆指标表现较弱，偿债压力较大，项目资本支出较大等风险因素。

评级日期

2024年6月26日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	61.04	61.40	46.32	41.34
归母所有者权益	19.85	19.40	17.84	17.10
总债务	23.25	19.44	7.28	3.91
营业收入	7.29	28.62	26.43	26.41
净利润	0.48	1.46	1.11	2.02
经营活动现金流净额	-3.45	1.42	0.51	0.59
净债务/EBITDA	--	3.32	-0.63	-1.21
EBITDA 利息保障倍数	--	6.53	6.47	22.58
总债务/总资本	53.01%	49.18%	28.09%	17.94%
FFO/净债务	--	17.48%	-47.85%	-46.55%
EBITDA 利润率	--	8.91%	6.41%	10.22%
总资产回报率	--	3.70%	3.32%	5.95%
速动比率	0.89	1.01	1.19	1.32
现金短期债务比	0.28	0.96	1.48	3.15
销售毛利率	17.20%	16.31%	16.96%	19.92%
资产负债率	66.24%	67.28%	59.77%	56.80%

注：公司2021-2022年净债务为负，导致净债务/EBITDA为负数。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：曾繁泳
zengfy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司通信网络技术服务资质齐全，2023 年以来仍能保持一定市场份额和较高的客户认可度，在手订单充足，为未来收入提供较好保障。**公司业务资质在通信网络技术服务各专业类型业务全覆盖，2023 年公司国内电信运营商中标业务量约 24 亿元，截至 2024 年 3 月末未完工的手订单合同金额约 68 亿元。2023 年以来公司在内蒙古移动设备工程与重庆联通二类项目年度评估考核中排名第一；被多地中国移动项目评定为优秀合作单位、优秀服务商等。
- **公司快速拓展算力业务，收入贡献初见成效。**2023 年以来，公司投入大量资源拓展算力业务等新业务板块，在湖北、青海等多地建设智算中心，目前在运营智算中心项目 4 个、在建 3 个。2024 年一季度，算力业务收入占公司营业收入比重超过 10%，且已签订算力服务合同金额超过 10 亿元，服务期限一般 2-3 年，未来有望丰富收入来源。

关注

- **公司客户集中度仍较高，业务回款周期仍较长，形成较大的营运资金压力。**公司 5G 新基建业务下游客户主要系国内主流电信运营商，2023 年前五大客户（客户集团口径）销售占比达到 75%，虽然来源客户各地分公司的业务相对分散，但客户对回款期限等条款议价能力仍较强，公司业务回款周期长，2023 年末公司应收账款占总资产比重 32.41%，对公司营运资金占用较大。
- **公司债务规模快速增长，债务压力较大。**2023 年以来公司总债务规模持续增长，且短期债务规模和占比增长较快，受此影响公司资产负债率、总债务/总资本等杠杆指标上升，现金短期债务比指标下滑至 2024 年 3 月末的 0.28。
- **2023 年公司投入大量资源拓展算力服务、动力电池等新能源业务，面临较大资本支出压力，且未来收益存在不确定性。**2023 年公司通过自建及收购等多种方式拓展算力、新能源等业务，在建/拟建项目规模较大，面临较大资本支出压力，同时公司算力等新业务尚处于业务运营初期，短期内固定资产折旧增加，且新能源板块收购参股公司溢价较多，若未来收益情况不达预期，可能存在投资成本无法覆盖的风险。
- **公司信息披露等内部治理制度有待完善，同时存在一定实际控制权不稳定的风险。**跟踪期内公司因先于法定信息披露渠道，通过微信公众号对外发布可能对股票价格产生较大影响的重大信息问题，因同一事项于 2024 年 2 月、3 月受到上海证券交易所的通报批评、中国证券监督管理委员会湖北监管局（以下简称“湖北证监局”）的行政监管措施，公司信息披露等内部制度存在一定漏洞。同时，截至 2024 年 3 月末公司实际控制人李六兵质押股份占其持有公司股份比重为 33.54%，且 2024 年 5 月李六兵拟协议转让其持有公司的 5% 股份，转让后李六兵和梅漫夫妇预计合计持有公司 26.66% 的股份。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司系国内三大电信运营商的主要通信网络技术服务商之一，获取订单能力较强，且在手订单较为充足，预计业务未来可持续性较好。

同业对比（单位：亿元）

指标	中国通信服务 (0552.HK)	润建股份 (002929.SZ)	中贝通信 (603220.SH)	宜通世纪 (300310.SZ)	嘉环科技 (603206.SH)
总资产	1,217.90	148.53	61.40	32.40	62.93
营业收入	1,491.39	88.26	28.62	26.60	43.51
净利润	35.84	4.00	1.46	0.44	1.85
销售毛利率	11.61%	17.92%	16.31%	9.69%	15.03%
EBITDA 利润率	3.49%	7.18%	8.91%	2.02%	5.50%
总资产回报率	3.04%	3.57%	3.70%	1.01%	4.02%

资产负债率	64.14%	59.76%	67.28%	41.24%	64.99%
净营业周期（天）	--	154	63	68	176

注：1. 上表各项指标为 2023 年末/2023 年度数据；2. “--” 表示 wind 未披露数据；3. 除中贝通信为中证鹏元根据公司 2023 年审计报告计算，其他公司数据来源于 wind。

资料来源：wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
中贝转债	5.17	5.17	2023-4-23	2029/10/19

注：“债券余额”为截至 2024 年 6 月 14 日查询数据。

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年10月18日发行6年期51,700.00万元可转债，扣除发行费用后募集资金净额为50,805.30万元，拟全部用于中国移动2022年至2023年通信工程施工服务集中采购项目（以下简称“本期债券募投项目”）。根据公司2024年4月19日披露的《中贝通信集团股份有限公司关于募集资金年度存放与使用情况的专项报告》（简称“募集资金专项报告”），截至2023年12月31日“中贝转债”的募集资金存放专项账户的存款余额、尚未使用的募集资金余额均为14,930.88万元。上述《募集资金专项报告》经天健会计师事务所（特殊普通合伙）鉴证，并出具鉴证报告。

根据“中贝转债”有关发行条款，本期债券转股期限自2024年4月25日至2029年10月18日。截至2024年5月31日，“中贝转债”未转股金额为51,690.31万元，未转股比例99.98%。自“中贝转债”发行以来，公司进行了1次转股价格调整，截至2024年5月31日转股价格为32.88元/股。

三、发行主体概况

2023年以来公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更。截至2024年3月末，公司股本为3.35亿元，李六兵与梅漫夫妇仍为公司控股股东、实际控制人，合计持股31.66%，其中李六兵质押股票3,000万股，占公司股本比例8.95%。此外，公司股东李云（持股1.96%，无股票质押）与公司实际控制人李六兵为兄弟关系，属于一致行动人。2024年5月14日，公司公告实际控制人李六兵拟转让其持有的5%公司股份，转让完成后李六兵与梅漫夫妇合计持有公司26.66%的股份，仍系公司控股股东和实际控制人。

公司主营业务以5G新基建、智慧城市等通信网络技术服务业务为主，同时通过并购、自建等方式拓展算力运营、新能源等新业务。2023年以来，公司通过自建武当智算中心、青海三江源智算中心拓展算力业务，同时2023年7月和12月公司分别通过股权收购取得安徽容博达云计算数据有限公司（简称“容博达公司”）70%、21%股权，交易价款为7,032.00万元，公司利用容博达公司原有机房和客户资源，投资建设中贝通信合肥智算中心项目，进一步拓展算力业务。此外，根据2023年3月、2024年4月公司公告，公司出资8,600万元获得贵州浙储能源有限公司（简称“浙储能源公司”）43%的股权，同时计划自行建设动力电池与储能系统生产线，配合参股公司浙储能源开展新能源板块业务，目前自建项目尚处于建设初期，该板块业务尚未形成收入。

2023年公司新设子公司5家，并购取得子公司1家，为安博达公司，明细详见表1；2024年一季度新设子公司1家，注销子公司1家。截至2024年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司为12家，明细详见

附录四。

表1 跟踪期公司合并报表范围变化情况

1、新纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本 (万元)	主营业务	取得方式	变动时间
安徽容博达云计算数据有限公司	91%	10,000	算力业务	收购	2023年
中贝(安徽)新能源有限公司	100%	5,000	新能源业务	设立	2023年
北京中贝云网数智科技有限公司	100%	5,000	算力业务	设立	2023年
中贝云网数智科技(深圳)有限公司	100%	5,000	算力业务	设立	2023年
杭州博储新能源技术有限公司	100%	1,000	新能源业务	设立	2023年
中贝云网数智科技(武汉)有限公司	100%	5,000	算力业务	设立	2023年
中贝云网数智科技(海南)有限公司	100%	1,000	算力业务	设立	2024年一 季度

2、不再纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本 (万元)	主营业务	不再纳入 原因	变动时间
中贝云网数智科技(武汉)有限公司	100%	5,000	算力业务	注销	2024年一 季度

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础

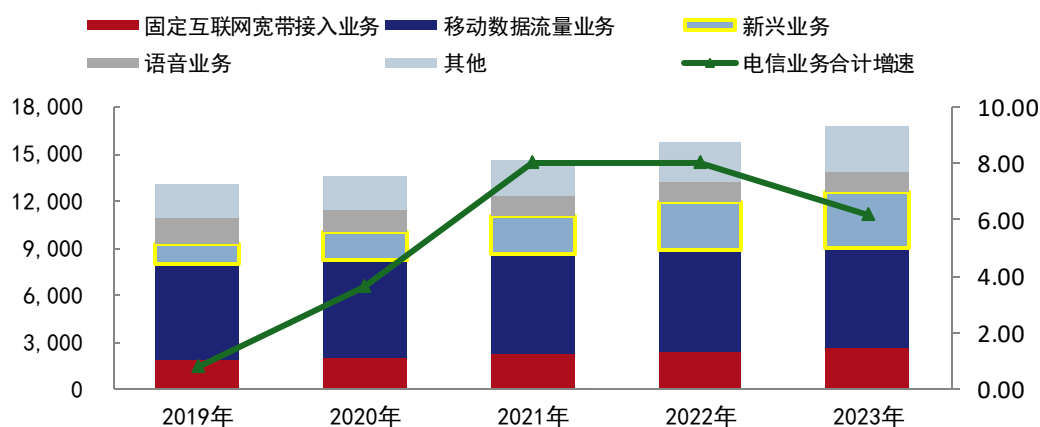
设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

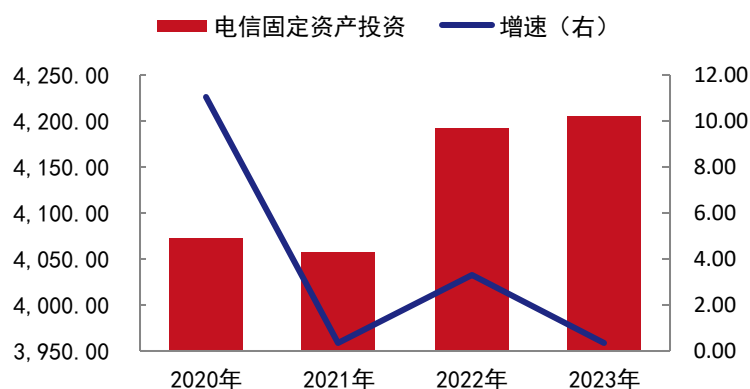
2023年电信行业市场规模保持增长，但增速放缓，其中数据中心、云计算等新兴领域增势显著，系未来主要增量空间。随着通信网络技术服务行业竞争加剧，市场份额向三大电信运营商下属通信网络技术服务企业等头部企业集中

通信网络技术服务行业下游为电信行业，2023年电信行业稳健发展，细分领域增长潜力分化较大，数据中心、云计算等新型业务系通信网络技术服务商未来主要下游增量市场。2023年国内电信业务收入合计达到1.68万亿元，比上年增长6.2%，行业呈现数字化转型服务特征，业务结构呈现移动互联网、固定宽带接入、云计算等新兴业务“三轮”驱动特点。从细分领域来看，移动数据流量业务、固定互联网宽带接入业务系电信业务传统收入来源，2023年分别占电信业务收入比重的37.8%和15.6%，但上述业务目前市场渗透率已接近饱和，业务增速缓慢；数据中心、云计算、大数据、物联网等新兴业务近年发展迅猛，2023年共完成业务收入3,564亿元，占比由上年的19.4%提升至21.2%，其中云计算、大数据业务收入同比增长37.5%，增势突出。

图1 近年我国电信业务收入持续增长，但增速放缓（单位：亿元、%）


资料来源：工信部 2019-2023 年通信业统计公报，中证鹏元整理

2023年我国通信网络新增固定资产投资维持稳定，但三大运营商均提出降低资本开支，预计未来通信网络技术服务存量市场增长乏力。通信网络技术服务行业中，下游三大电信运营商和中国铁塔股份有限公司在电信行业处于寡头垄断地位，通过外包通信网络技术服务满足其通信基建建设需求，以招投标方式采购通信网络技术服务。2023年，新建光缆线路长度473.8万公里，全国光缆线路总长度达6,432万公里，移动通信基站总数由2020年的931万个增长至2023年1,162万个，其中5G基站增加至2023年的337.7万个。2023年三大电信运营商和中国铁塔股份有限公司共完成电信固定资产投资4205亿元，比上年增长0.3%，增速放缓，同时根据三大电信运营商2023年年度报告，三大电信运营商均提出控制资本开支，其中中国移动、中国联通分别预计2024年资本开支将下降4%、12%。

图2 电信运营商资本开支放缓（单位：亿元）


资料来源：Wind 及三大运营商 2023 年年度报告，中证鹏元整理

下游电信行业中数据中心、云计算、大数据等新型业务，为通信网络技术服务商提供了增量赛道。根据2023年国家信息中心发布的《智能计算中心创新发展指南》提到，未来80%的业务场景都将基于人

工智能技术。同时5G、工业互联网、物联网等新一代信息技术加速发展带动数据量呈爆发式增长，《2022-2023中国人工智能算力发展评估报告》数据显示，2021年中国智能算力规模达155.2 EFLOPS（FP16），预计到2026年中国智能算力规模将达到1,271.4 EFLOPS。2021-2026年期间，预计中国智能算力规模年复合增长率达52.3%，同期通用算力规模年复合增长率为18.5%。随着“东数西算”工程、新型基础设施等国家政策规划出台，我国智算中心建设掀起落地热潮，当前我国超过30个城市正在建设或提出建设智算中心。在电信行业传统业务增长乏力的背景下，数据中心、云计算等新型业务建设需求为通信网络技术服务商提供了较大市场需求。截至2023年底，三家基础电信企业为公众提供服务的互联网数据中心机架数量达97万个，全年净增15.2万个，预计未来随着算力需求提升，仍有较大增量空间。

2023年通信网络技术服务行业内竞争加剧，市场份额向头部聚集。通信网络技术服务行业竞争格局长期维持为中国通信服务（0552.HK）等三大电信运营商下属通信网络技术服务企业占据大量市场份额，第二梯队以行业上市公司为主，保持一定竞争优势。目前国内从事通信技术服务的企业数量众多，市场参与主体主要分为三个梯队，属于第一梯队的三大电信运营商下属通信技术服务企业，如中国通信服务，总体业务规模 and 市场份额处于优势地位；第二梯队企业以上市公司为代表，具有一定竞争优势但市场份额均不大；第三梯队是其他大量单体市场份额小的通信技术服务企业，与第一、二梯队企业综合实力差距较大。根据三大电信运营商2023年年度报告，在管控资本开支的背景下，2023年下游三大电信运营商前五大供应商集中度均有所提升，网络运维及支撑支出增加，且通信网络技术服务行业中第一梯队、第二梯队通信网络技术服务企业收入均有所增长，行业集中度提升。由于三大电信运营商招标项目以甲供项目为主，原材料由甲方提供，通信网络技术服务商主要提供劳务，成本主要为劳务成本，2023年行业劳务成本变化不大。

表2 通信网络技术服务行业竞争格局

梯队	主要市场主体	特征
第一梯队	中国通信服务（0552.HK）等三大电信运营商下属通信网络技术服务企业	国内主流电信运营商旗下的大型通信技术服务公司，市场份额远超其他通信网络技术服务商。
第二梯队	润建股份（002920.SZ）、中贝通信、宜通世纪（300310.SZ）等上市公司	较早进入行业，拥有较为齐全的资质证书，在技术、成本、服务质量或细分领域方面上具有一定优势的企业，大多为上市公司，营业收入均低于100亿元。
第三梯队	其他单体市场份额小的通信技术服务企业	主要面向当地客户，业务资质单一的企业。该梯队内企业数量众多，单一企业营业收入规模小。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司系国内主流通信网络技术服务商之一，2023年以来5G新基建业务保持稳健发展，智慧城市业务中标项目大幅增加带动收入快速增长但毛利率呈下降趋势，上述业务面临较大的工程款垫资压力。此外，公司积极布局算力、新能源等业务，新业务未来有望成为重要收入贡献之一，但在建项目存在较大资本支出压力，且需关注未来投资收益情况

公司主营通信网络技术服务。2023年公司业绩表现稳健，主营业务收入同比增长8.37%，毛利率变化相对较小，5G新基建业务仍系公司主要收入来源。从公司中标的合同金额来看，2023年以来智慧城市类政府项目招投标恢复等影响，公司智慧城市中标合同金额、业务收入同比均出现较快增长；但毛利率快速下降。此外，光电子器件业务收入和利润贡献较小。

2023年以来公司沿通信网络技术服务产业链相关领域拓展算力业务，通过自建、并购等方式建设和运营算力中心，该业务2024年一季度对公司收入和利润贡献开始体现，但考虑算力业务的智算中心处于运营初期，建成后折旧等成本增加，后续需持续关注该业务运营成熟后盈利能力变化情况。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
5G新基建	22.40	78.27%	16.33%	21.90	82.85%	16.20%
智慧城市与信息化集成	5.77	20.16%	14.92%	3.85	14.56%	20.18%
光电子器件	0.34	1.19%	29.24%	0.55	2.09%	18.69%
其他业务	0.11	0.38%	45.45%	0.13	0.49%	42.80%
合计	28.62	100.00%	16.31%	26.43	100.00%	16.96%

注：“智慧城市与信息化集成”即公司2023年审计报告中分类的“智慧城市与新业务”。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）5G新基建业务

公司通信网络技术服务工程资质齐全且项目经验丰富，系国内三大电信运营商的主流通信网络技术服务服务商之一，2023年保持一定的市场份额和较高的客户认可度

公司通信网络技术服务资质齐全，维持在通信网络技术服务的全部专业类型业务覆盖。2023年末，公司及其子公司具备通信工程施工总承包壹级资质与通信信息网络系统集成甲级资质、电子与智能化工程专业承包壹级资质、通信网络代维企业甲级资质、有线通信规划设计专业甲级资质等国内24项业务相关工程资质证书、10项境外业务开展需要资格证书以及2项高新技术企业证书。2023年以来公司通信网络技术服务专业资质无重要变化，齐全的专业资质使公司可以承接各类的通信工程项目，涵盖核心网、传送网、无线网与通信配套等通信网络技术服务的全部专业。

2023年公司研发投入略有下滑。公司主要技术主要系通信工程项目管理系统的软件著作权及相关专利等，包括GIS的传输线路资源定位技术、基于RFID资产自动采集技术、基于GIS地图引擎技术的通信运维管理系统等核心技术，主要实现全生命周期智能化管理等通信网络技术服务功能。其他研发技术主要根据项目、客户需求进行开发。2023年公司研发投入有所下滑，当期研发费用同比下降11.57%。截至2023年末，公司拥有软件著作权161项，专利15项。

公司保持一定的市场份额，并获得较好的客户认可度。2023年公司国内运营商中标业务量约24亿元，新增山西电信、江苏电信、内蒙古联通、湖南联通、北京铁塔、山东铁塔、四川铁塔和福建铁塔等项目；

在内蒙古移动设备工程与重庆联通二类项目年度后评估考核中排名第一；在内蒙古移动管线工程与安徽移动室分工程年度后评估考核中排名前三；荣获辽宁移动设备工程最佳合作伙伴、甘肃移动家集客建设优秀合作单位，并被陕西铁塔、甘肃铁塔、北京铁塔等众多客户评定为优秀服务商。在中国移动全国代维集采招标中，被中国移动评为综合代维服务A类供应商。

公司5G新基建业务获取订单的能力仍较强，目前在手订单较充足，未来收入仍较有保障，业务来源地区较分散，但公司对中国移动等大客户依赖较大，议价能力较弱且回款周期较长

公司5G新基建业务客户资质较好，在手订单较为充足，未来业务收入较有保障。2023年公司5G新基建业务中标量约24亿元，签订合同金额约16亿元，同比均小幅提升，受此影响当期公司营业收入小幅增长。公司客户主要为下游中国移动、中国联通、中国电信以及中国铁塔等重要电信运营商，公司通过投标方式承接客户业务。截至2024年3月末公司未完工的手订单合同金额充足，为67.71亿元，加之中国移动2/3年一个周期的设备和线路施工项目预计在2024年内开展新一轮集采，考虑到公司客户认可度较高，且已连续中标中国移动设备和线路施工项目，预计未来一段时间内公司5G新基建业务订单量仍较乐观。但由于公司客户系下游头部企业，行业地位高，公司定价方面处于较被动地位，未来盈利能力可能存在一定的波动。

表4 公司 5G 新基建业务投标情况

年份	中标个数（个）	中标份额（亿元）	合同金额（亿元）
2023年	59	23.99	16.33
2022年	69	18.87	14.17
2021年	95	66.67	64.21

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司5G新基建业务客户集中度仍较高，但考虑到国内运营商各地分公司经营相对独立，地区风险相对可控。2023年公司5G新基建业务前五大客户（按客户集团合并口径）中三大电信运营商、海外的菲律宾和沙特地区客户收入同比均有所提升，前五大客户收入占比提升至75.10%，其中来源单一客户中国移动的收入较大，占比超50%，若中国移动的通信基础设施建设规划发生重大变化，或公司技术未能跟进匹配中国移动通信网络基础设施建设技术要求，可能存在大客户流失对公司业绩造成较大影响的风险。但由于国内电信运营商各地分公司运营相对独立，且公司开展业务的区域较为均衡，国内华中、华北、华南、西北、华东地区收入占公司总营业收入比重均为10-20%区间，按照单一客户口径来看，公司前五大客户集中度36.58%，下游客户区域性风险相对可控。

表5 公司 5G 新基建业务前五大客户及销售情况（单位：亿元）

客户	2023年		客户	2022年	
	销售金额	收入占比		销售金额	收入占比
中国移动通信集团公司	15.30	53.67%	中国移动通信集团公司	14.51	54.89%

中国联合网络通信集团有限公司	1.76	6.19%	中国联合网络通信集团有限公司	1.39	5.25%
中国电信集团公司	1.60	5.62%	FutureNet and Technology Corp.	0.80	3.04%
FutureNet and Technology Corp.	1.57	5.50%	中国电信集团公司	0.68	2.57%
Mobile Telecom Company-Saudi Arabia	1.17	4.12%	Hero Telecoms (Pty) Limited	0.57	2.16%
合计	21.40	75.10%	合计	17.95	67.91%

注：上表与公司 2023 年年度报告披露的前五大客户数据差异主要系口径差异所致，上表按照客户集团合并口径统计，公司 2023 年年度报告披露的前五大客户数据按照单一客户口径统计。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务回款周期仍较长，存在较大的营运资金压力。公司 5G 新基建业务按照工程进度结算回款，但公司所处产业链中，下游客户三大电信运营商及中国铁塔地位较高，对工程款支付周期等条款要求较高，且项目结算审计周期较长，导致 2023 年公司业务回款周期仍处于较高水平，2022-2023 年公司应收账款周转天数分别为 261 天和 249 天，且通信工程项目一般在下半年结算较多，整体对公司营运资金造成较大压力。

此外，本期债券募投项目系公司 5G 新基建业务所中标的项目之一，当期该项目产生的收入计入当期 5G 新基建业务收入。截至 2023 年末，本期债券募投项目已实施的订单合同金额 8.02 亿元，占该项目计划总投资（按中标合同金额口径）比重约为 72%，其中使用本期债券募集资金 3.59 亿元。

表 6 截至 2023 年末“中贝转债”募集资金使用及募投项目实施进展（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	已使用募集资金	募投项目已完成订单金额
中国移动 2022 年至 2023 年通信工程施工服务集中采购项目	11.12	5.17	3.59	8.02

资料来源：公司提供

公司业务区域分布保持均衡，海外业务快速拓展，但需关注未来汇率波动对公司盈利稳定性的影响。从业务地区分布来看，2023 年公司开展业务的区域较为均衡，有利于降低区域通信网络建设需求变动产生的风险。公司海外业务由 China Bester Telecom Group Hong Kong Limited（以下简称“香港中贝”）统筹管理，2023 年公司海外业务收入同比增长 24.11% 至 4.09 亿元，占总营业收入比重为 14.29%，毛利率为 22.72%，盈利空间高于境内业务，且公司全年在海外市场新增中标金额超过 9 亿元，海外新基建业务拓展较快，2023 年增量业务主要来自菲律宾、沙特阿拉伯、南非等地区，但考虑到海外承接项目以外汇结算为主，未来汇率波动对公司盈利稳定性可能有一定不利影响。

2023 年公司 5G 新基建业务供应商维持较分散，当期营运效率有所提升，但外购劳务和工程款回款之间的结算周期错配导致公司仍存在较大的垫资压力

公司 5G 新基建业务劳务成本支出占比仍较高，供应商较分散。公司 5G 新基建业务属于劳务密集型业务，劳务需求主要在项目实施地外购，2023 年，随着公司中标项目实施推进，公司主营业务成本同比提升 9.2%，其中外购劳务成本占 5G 新基建业务成本比重也小幅提升至 76.01%。5G 新基建项目材料设备

主要由客户提供，因此直接材料费用占比较低。当期公司5G新基建业务前五大供应商占采购金额比重为15.50%，无单一供应商采购占比超10%。

2023年公司营运效率小幅提升。2023年公司加大回款催收力度，年度回款较上年增加，当期经营活动现金流净额大幅提升179.39%，同时当期净营业周期、应收账款周转天数、应付账款周转天数均有小幅改善。但考虑到公司下游运营商工程款结算周期较长且存在一定滞后，公司仍存在劳务成本的垫资压力。

表7 公司主要营运指标（单位：天）

项目	2023年	2022年
应收账款周转天数	249	261
存货周转天数	73	72
应付账款周转天数	259	267
净营业周期	63	66

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（二）智慧城市与信息化集成业务¹

公司智慧城市与信息化集成业务2023年中标项目大幅增加，带动业务收入增长，但受部分下游行业景气度下滑、公司降价提升中标率等影响，该业务服务价格有所下滑，导致毛利率下降，未来该业务利润或仍有波动

公司智慧城市与信息化集成业务服务类型及客户类型均较多，客户包含了电信运营商、地方政府、互联网企业、其他有信息化建设需求的企业以及共享电动单车的个人消费者。公司作为服务商通过招投标或其他方式为客户提供智能交通、公共服务、公共安全等领域信息化集成业务，包含智慧交通设施与系统平台建设、共享电动单车、IDC机房建设、专用通信网络、视频监控系統、智慧小区、机电与弱电系统、软件系统平台与应用等，提供服务类型丰富。其中，该板块业务中通信网络建设类、软件系统工程类项目业务模式与5G新基建业务模式类似；共享电动单车业务，截至2024年3月末公司已在云南、陕西、贵州、广东、湖南、福建、江苏、浙江、广西、湖北等多个地区的地级市获取共享电动单车运营牌照，存量在运营共享电动单车14.32万辆，2023年新增投放共享电动单车2.36亿元，该细分板块业务资本投入较大，带来一定的资本支出压力。

2023年公司智慧城市与信息化集成业务积极参与投标，带来中标项目和收入的提升，但受下游部分行业景气度下降和公司为项目中标主动降价等因素影响，毛利率存在一定波动。2023年公司智慧城市与信息化集成业务中标额超4亿元，签订合同金额3.34亿，当期实现智慧城市与信息化集成业务相关收入5.77亿元，同比增长近50%，主要系当期公司积极参与投标，中标项目大幅增加所致；但同时公司部分

¹ 即公司 2023 年审计报告中分类的“智慧城市与新业务”。

业务为提升中标率降低工程价格，叠加下游部分行业如互联网行业景气度下滑，导致公司项目服务价格下降，当期毛利率较2022年下降5.26个百分点至14.92%。该板块业务涉及下游应用较多、需求变化较大，未来盈利或仍存在一定波动。

采购方面，智慧城市与信息化集成业务设备主要由公司采购，直接材料成本占该业务成本比重较高，2023年为67.32%，其次为外购劳务，占比21.75%，由于项目类型差异较大，供应商较分散。

表8 公司智慧城市与信息化集成业务情况

年份	中标个数（个）	合同金额（亿元）	截至 2024 年 3 月末在手订单合同金额（亿元）
2023 年	58	3.34	
2022 年	35	1.23	0.92
2021 年	24	0.7	

资料来源：公司提供

（三）算力及新能源业务

2023年以来，公司通过项目自建、收购拓展算力、新能源业务，算力业务已签订合同金额充足，且自建智算中心项目储备较多，有望为未来收入提供较好保障；但目前在建项目尚需投资规模较大，存在较大资本支出压力。新能源业务溢价收购的参股公司2023年业绩未达承诺，需持续关注可能的投资风险

2023年以来公司投入大量资源开展算力业务，部分智算中心逐步上线运营。2023年7月公司与容博达公司原股东广州市昊盟计算机科技有限公司（简称“昊盟科技”）签订股权转让协议，取得容博达公司70.00%股权，交易价款为7,032.00万元（与购买日净资产等价值），2023年12月公司与昊盟科技签订补充协议，以零对价进一步取得容博达公司21%股权，公司利用容博达公司客户资源和原有机房，投资建设中贝通信合肥智算中心项目拓展算力业务。算力业务主要通过提供算力租用服务产生收入，服务费采取先付后用、按月度计算的方式确认，客户包括北京中科新远科技有限公司、济南超级计算中心有限公司、北京安联通科技有限公司等企业。2023年四季度公司算力项目上线运营，当年尚未产生大的收入和利润贡献；2024年一季度，公司实现算力业务收入占公司营业收入比重超过10%，目前尚处于运营初期毛利润贡献不高。同时，2023年以来公司投资自建武当智算中心、青海三江源智算中心拓展算力业务，其中武当智算集群一期（武当智算中心子项目，位于武当云谷）、三江源智算集群一期第一批（三江源智算中心子项目，位于青海联通三江源国家大数据基地）分别于2023年11月、2023年12月正式上线运行，武当智算集群二期第一批、三江源智算集群一期第二批于2024年4月上线运行，具体项目投资规模和运营情况如下表。

表9 公司在运营智算中心运营情况

智算中心名称	项目名称	投资规模（亿元）	上线运营时间	GPU 服务器机台	算力规模
武当智算中心	武当智算集群一期	0.92	2023 年 11 月 1 日	60 台	300P Floats@FP16

	武当智算集群二期第一批	1.98	2024年4月1日	64台	960P Floats@FP16
三江源智算中心	三江源智算集群一期第一批	0.47	2023年12月1日	32台	160P Floats@FP16
	三江源智算集群一期第二批	0.62	2024年4月1日	20台	300P Floats@FP16

资料来源：公司提供

公司算力业务已签订合同金额较大，预计未来可为公司提供较好收入支撑，但利润水平存在不确定性。公司已公告披露的算力合同金额超10亿元，服务期限一般在2-3年，预计该板块业务将为提供较好收入支撑，但2024年一季度尚处于运营初期，随着项目投入运营，固定资产折旧增加，且受服务器供应渠道紧张、竞争加剧等影响，未来该业务利润水平或存在不确定性。

公司储备算力项目较多，存在较大资本支出压力。截至2023年末，公司在建算力集群项目2个，拟建项目2个，计划总投资9.38亿元，尚需投资规模约9.29亿元，且公司预计多个项目将在2024年二季度开始逐步投放使用，项目建设期限紧张，资本支出压力较大。

表10 截至 2023 年末公司主要在建/拟建智算中心项目情况

项目名称	在建/拟建	计划总投资 (万元)	已投资 (万元)	设计产能/设计算力规模
武当智算集群二期	第一批已建成并投入运营，拟建第二批	39,680.00	-	1920P Floats@FP16
合肥智算集群一期	拟建	39,680.00	-	1920P Floats@FP16
太原智算集群一期	在建	9,920.00	-	480P Floats@FP16
三峡东岳庙智算集群	在建	4,560.00	960.00	190P Floats@FP16
合计	--	93,840.00	960.00	--

资料来源：公司提供

此外，2023年以来公司通过参股、自建方式拓展新能源业务，目前新能源业务收入贡献尚未体现，未来收益存在不确定性。2023年3月公司拟以自有资金出资2.28亿元参股浙储能源公司43%的股权，但由于浙储能源公司未能按照预期启动动力电池生产项目，且2023年浙储能源公司未达到业绩承诺，2024年4月公司与股权交易相关方签订补充协议，调整为公司出资8,600万元获得浙储能源公司43%股权，我们关注到，浙储能源公司2023年末净资产4,515万元，公司本次股权交易属于溢价收购，若未来浙储能源公司经营未达预期，公司可能存在投资损失。目前参股公司浙储能源公司主营业务为新能源电池生产、研发和销售，客户包含江淮汽车、安凯客车及江淮重卡等，且是比亚迪弗迪电池合作伙伴，2023年浙储能源公司实现收入7,023.81万元、净利润58.09万元。

同时，公司自建新能源项目目前尚需投资规模较大，且未来收益存在较大不确定性。公司自行建设动力电池与储能系统生产线于2023年开工建设，项目位于合肥蜀山经济技术开发区运河新城，计划新建厂房、仓库及配套设施和设备，预计2024年投产，预计形成年产5GWh锂离子动力电池与储能系统，项目建成后有利于公司利用参股公司浙储能源公司客户资源，拓展新能源业务板块。但目前公司新能源板块自建项目尚在投资初期，后续尚需投资规模较大，带来资本支出压力。考虑到当前动力电池与储能领域竞争激烈，市场整体产能利用率不高，公司作为新进入者，自建产线投产后受市场拓展及竞争等影响，

是否实现预期收益存在一定的不确定性。

表11 截至 2023 年末公司主要在建新能源项目

项目名称	计划总投资（万元）	已投资（万元）	设计产能
动力电池与储能系统生产线	50,000.00	15.31	5GW

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公开披露的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表。报告均采用新会计准则编制。

2023年以来公司合并报表范围一级子公司变化情况详见表1，2023年新增合并范围子公司6家，其中收购1家、投资设立5家，无合并范围减少子公司情况，其中通过收购并入的子公司为容博达公司，容博达公司购买日（2023年7月1日）可辨认净资产公允价值为0.70万元，属于等价收购，其他投资设立的子公司未实际开展运营、或尚处于运营初期，对公司合并报表无重大影响。2024年一季度公司合并范围新增1家一级子公司，减少1家一级子公司。

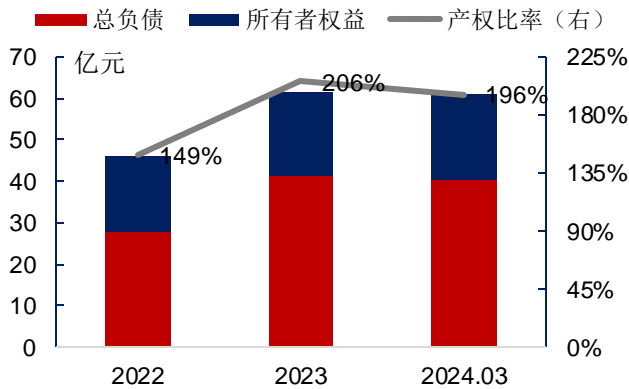
资本实力和资产质量

2023年公司发行“中贝转债”、智算中心等项目借款增加，负债端增加带动总资产增加，所有者权益对负债覆盖能力下降，同时公司经营类应收账款占比仍较大且集中，对公司营运资金形成较大占用，关注其回收风险，固定资产、在建工程随着公司算力中心等项目投入大幅提升，整体资产流动性偏弱

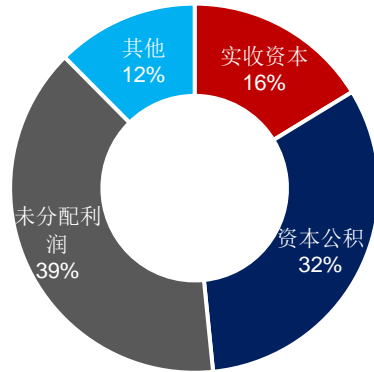
2023年以来随着公司利润的积累，所有者权益小幅增长；同时公司2023年10月发行本期债券，叠加公司拓展算力业务、新能源业务，资金需求增加，带动公司总负债快速提升。综合影响下，2023年公司产权比例快速提升至约206%，所有者权益对负债总额覆盖程度下降。2024年一季度资产结构变化较小。

图 4 公司资本结构

图 5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动资产方面，2023年末公司发行“中贝转债”带来现金类资金增加，2024年一季度公司大量支付业务和自建项目的工程款，导致现金资产保有量大幅减少。应收账款主要系业务款项，2023年及2024年一季度随着业务规模增加而提升，2023年末账龄在1年以内、1-2年的应收账款占比分别为65%、20%，公司按照账龄法计提坏账准备，计提比例占应收账款余额11.44%，前五名应收账款合计占比35.20%²，公司应收账款规模较大且应收对象较集中，若未来应收账款不能及时收回，可能对营运资金产生不利影响。存货主要系期末未完工验收的工程项目合同履约成本4.37亿元、以及部分光器件产品库存商品等。

非流动资产方面，2023年以来固定资产增加主要系公司总部大楼及智算中心算力设备投入使用，由在建工程转为固定资产；在建工程主要系算力服务器及配套设备、容博达公司、以及公司总部等资产和待安装调试设备，随着公司智算中心投入增加，2023年及2024年3月末在建工程持续增加；其他非流动资产是预付工程款、设备款，一同随着智算中心等项目投入而增加。

此外，截至2023年末公司存在0.87亿元受限资产，主要系0.24亿元货币资金、0.63亿元已抵押的固定资产，占公司资产规模较小。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.89	6.37%	11.66	18.99%	8.82	19.05%
应收账款	20.28	33.22%	19.90	32.41%	19.65	42.42%
存货	3.85	6.31%	4.90	7.98%	4.83	10.44%
流动资产合计	31.77	52.05%	39.52	64.36%	36.38	78.55%
长期应收款	4.97	8.14%	4.47	7.29%	2.27	4.90%
固定资产	5.94	9.73%	4.47	7.28%	2.65	5.73%
在建工程	4.43	7.26%	2.06	3.36%	1.65	3.56%

² 应收账款前五名数据按照客户单个企业口径，因此此处中国移动的应收账款按照各子公司单独统计。

其他非流动资产	6.75	11.06%	3.97	6.46%	0.02	0.05%
非流动资产合计	29.27	47.95%	21.88	35.64%	9.94	21.45%
资产总计	61.04	100.00%	61.40	100.00%	46.32	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

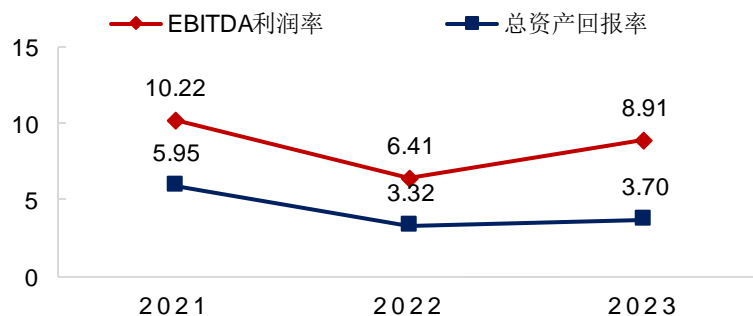
盈利能力

2023年以来中标金额增加带动收入增长，且在手订单充足，为未来收入来源提供较好保障，同时公司拓展算力业务等新业务，预计未来该业务收入仍有增长空间，但智算中心部分仍在建设，整体运营尚未成熟，未来盈利或仍存在波动

2023年以来，受行业集中度提高影响，公司作为行业排名中上的通信网络技术服务商，5G新基建等业务中标项目增加，带动公司当期收入持续增长，同时，公司快速拓展算力业务等新业务，2024年一季度算力业务贡献收入比重近14%。此外，公司在手订单充足，未来收入仍较有保障。毛利率方面，由于第一大收入来源5G新基建业务毛利率相对稳定，公司2023年以来销售毛利率相对稳定，但智慧城市等其他业务毛利率存在波动。

2023年以来，劳务支出成本变化相对较小，使得2023年营业利润、归母净利润分别同比增加33.93%、32.21%，同时由于资本支出较大导致折旧增加，2023年息税折旧摊销前利润（EBITDA）提升50.51%，EBITDA利润率也有所回升。此外，虽然2023年以来公司发行本期债券、持续投资算力业务导致资产规模增加，但由于当期利润增幅较大，总资产回报率仍略有提升。未来随着下游三大电信运营商控制资本支出，通信网络技术服务行业竞争加剧，同时算力业务等新业务目前处于运营初期，未来收益能否达到公司预期仍存在不确定性。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流和偿债能力

近年受工程结算回款滞后影响，经营活动净现金流持续下滑，运营资金压力较大，同时公司总债务规模和杠杆水平快速增长，偿债压力较大

公司刚性快速增加，偿债压力较大。2023年以来，公司在算力业务等新业务上投入大量资源，部分资金来源于外部融资，加之2023年10月公司成功发行本期债券，导致公司2023年末总债务同比增加167.19%，截至2024年3月末总债务占负债合计比重为57.50%，短期债务增幅较大。公司总债务主要系银行借款和应付债券，以信用类和保证类的短期借款为主，2023年同比增长95.02%，主要系业务规模增长带来流动资金需求增加所致，长期借款规模随着智算中心等项目投入增加；公司应付债券主要系本期债券，发行规模5.17亿元，期限6年。

公司经营性负债中应付账款占比较高，2023年应付账款随着工程量增加而持续增长，主要由劳务采购、以及部分工程及设备款构成，2024年一季度随着支付当期劳务采购、工程款而下降。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.68	31.36%	10.26	24.83%	5.26	19.00%
应付账款	13.88	34.33%	17.97	43.50%	16.51	59.66%
流动负债合计	31.52	77.96%	34.13	82.63%	26.49	95.68%
长期借款	4.58	11.32%	2.88	6.98%	1.13	4.07%
应付债券	4.29	10.61%	4.24	10.26%	0.00	0.00%
非流动负债合计	8.91	22.04%	7.17	17.37%	1.20	4.32%
负债合计	40.43	100.00%	41.31	100.00%	27.68	100.00%
总债务	23.25	57.50%	19.44	47.07%	7.28	26.28%
其中：短期债务	14.37	35.53%	12.30	29.77%	6.11	22.07%
长期债务	8.88	21.97%	7.14	17.29%	1.17	4.21%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司现金流指标有所回升，但仍存在营运资金压力。2023年公司加大5G新基建、智慧城市等业务回款催收力度，当期经营活动现金流净额、FFO等指标均有所回升，但考虑到下游处于产业链主导地位，对回款期限等条款议价能力较强，公司项目回款周期仍较长，存在较大营运资金压力。同时，2023年以来公司资本支出规模较大，2023年及2024年1-3月投资活动现金流净额、自由现金流均呈流出状态。

随着公司债务快速增长，杠杆状况指标也有所下滑。2024年3月末公司资产负债率提升至66.24%，债务快速增加导致2023年EBITDA对净债务覆盖程度下滑；EBITDA利息保障倍数仍能维持上期水平。

表14 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-3.45	1.42	0.51
投资活动现金流净额（亿元）	-7.96	-10.43	-1.60
FFO（亿元）	0.38	1.48	0.51

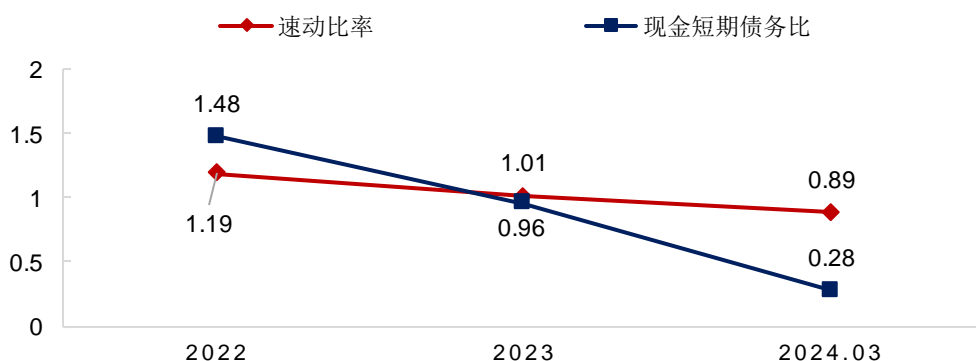
资产负债率	66.24%	67.28%	59.77%
净债务/EBITDA	--	3.32	-0.63
EBITDA 利息保障倍数	--	6.53	6.47
总债务/总资本	53.01%	49.18%	28.09%
FFO/净债务	--	17.48%	-47.85%
经营活动现金流净额/净债务	-17.74%	16.82%	-47.69%
自由现金流/净债务	-57.32%	-84.59%	112.70%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率指标持续下滑。2023 年以来公司短期债务快速增长，且 2024 年一季度大量支付劳务采购、工程款导致现金类资产大幅下降，导致速动比率、现金短期债务比持续下降。

公司仍有一定获取流动性资源的能力。截至 2024 年 3 月末，公司处于有效期内的本币银行授信余额 12.60 亿元，固定资产中的房屋和无形资产中的土地使用权大部分未抵押，具备一定的融资弹性；且作为 A 股上市公司，外部融资渠道较多样且较通畅。

图 7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

跟踪期内公司核心团队稳定且从业经验丰富，ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响，但公司因信息披露事项先后受到上海证券交易所、湖北证监局处罚，内部信息披露制度有待完善

环境因素

公司主营业务通信网络技术服务，主要业务为 5G 新基建、智慧城市与新业务服务，不属于环境保护部门公布的重点排污单位，同时公司建立并实施了 ISO14001:2015 环境管理体系认证，投资项目积极

落实环境影响评价法规要求并取得环评批文。根据公司《2023年年度报告》以及公司出具的相关说明，过去一年公司不存在因环境问题受到行政处罚的情况。

社会因素

根据公司公开披露公告及出具的相关说明，跟踪期内公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形，但存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，详见下文“治理因素”。

治理因素

公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。同时公司根据定位、业务特点及业务发展需要，设立了招投标部、采购部、项目支持中心、技术研发部、共享事业部、国际管理部等职能部门，组织架构清晰，详见附录三。公司高层管理人员具有丰富的行业经验，员工结构以生产和技术人员为主，2023年员工总数 2,403 人，其中技术人员 431 人。

此外，2024年2月20日，中贝通信收到上海证券交易所发出的纪律处分决定书，其中提到公司多次先于法定信息披露渠道，通过微信公众号对外发布可能对股票价格产生较大影响的重大信息，异常波动公告未及时披露正在筹划重大事项，信息披露不及时、不公平。同时，公司未及时披露对外投资事项及相关进展情况。上交所据此对中贝通信及时任董事长兼总经理李六兵、时任董事会秘书陆念庆予以通报批评。2024年3月26日，湖北证监局针对同一事项对公司、李六兵、陆念庆采取出具警示函的行政监管措施，并记入证券期货市场诚信档案。公司在收到处罚结果后及时向公司全体董事、监事、高级管理人员及有关人员进行了通报、传达，并进行了全面梳理和深入分析，制定出了相应的整改措施并进行了整改。此外，2023年以来公司在全国各地项目多次因纳税未及时申报被责令整改。公司信息披露制度等内部治理有待改善。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2024年6月14日）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，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

公司系国内三大运营商集团的主要通信网络技术服务商之一，通信服务资质齐全且项目经验丰富，2023年仍能保持一定的市场份额和客户认可度，公司5G新基建等业务在手订单充足，为其未来收入提供较好保障，且2023年以来拓展的算力业务初步取得成效，未来有望提供较好收入贡献。同时中证鹏元

也注意到，公司对下游重点客户较为依赖，且客户在产业链中处于主导地位，公司议价能力不强，应收账款回款周期较长，面临较大的营运资金压力，而算力业务等新业务项目资本支出需求较大形成较大资金压力，2023年以来公司债务规模快速增长，杠杆水平较高，且公司2024年因信息披露不合规受到相关监管部门处罚，内部信息披露制度有待完善。整体来说，公司抗风险能力一般。

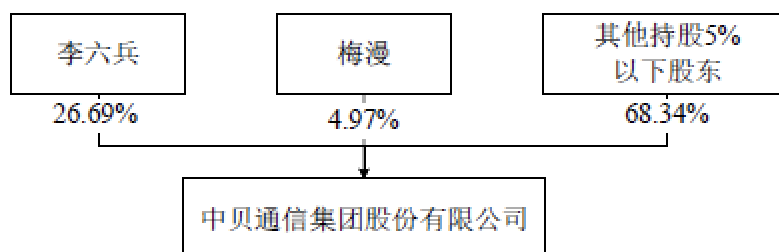
综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A+。

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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	3.89	11.66	8.82	7.71
应收账款	20.28	19.90	19.65	18.64
流动资产合计	31.77	39.52	36.38	32.94
固定资产	5.94	4.47	2.65	1.98
在建工程	4.43	2.06	1.65	1.04
非流动资产合计	29.27	21.88	9.94	8.39
资产总计	61.04	61.40	46.32	41.34
短期借款	12.68	10.26	5.26	2.21
应付账款	13.88	17.97	16.51	16.04
流动负债合计	31.52	34.13	26.49	22.03
长期借款	4.58	2.88	1.13	1.35
应付债券	4.29	4.24	0.00	0.00
非流动负债合计	8.91	7.17	1.20	1.45
负债合计	40.43	41.31	27.68	23.48
总债务	23.25	19.44	7.28	3.91
其中：短期债务	14.37	12.30	6.11	2.49
所有者权益	20.61	20.09	18.63	17.86
营业收入	7.29	28.62	26.43	26.41
净利润	0.48	1.46	1.11	2.02
经营活动产生的现金流量净额	-3.45	1.42	0.51	0.59
投资活动产生的现金流量净额	-7.96	-10.43	-1.61	-1.80
筹资活动产生的现金流量净额	3.83	11.63	2.04	0.72
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.70	2.55	1.69	2.70
FFO（亿元）	0.38	1.48	0.51	1.53
净债务（亿元）	19.47	8.46	-1.07	-3.28
销售毛利率	17.20%	16.31%	16.96%	19.92%
EBITDA 利润率	--	8.91%	6.41%	10.22%
总资产回报率	--	3.70%	3.32%	5.95%
资产负债率	66.24%	67.28%	59.77%	56.80%
净债务/EBITDA	--	3.32	-0.63	-1.21
EBITDA 利息保障倍数	--	6.53	6.47	22.58
总债务/总资本	53.01%	49.18%	28.09%	17.94%
经营活动现金流净额/净债务	-17.74%	16.82%	-47.69%	-18.13%
速动比率	0.89	1.01	1.19	1.32
现金短期债务比	0.28	0.96	1.48	3.15

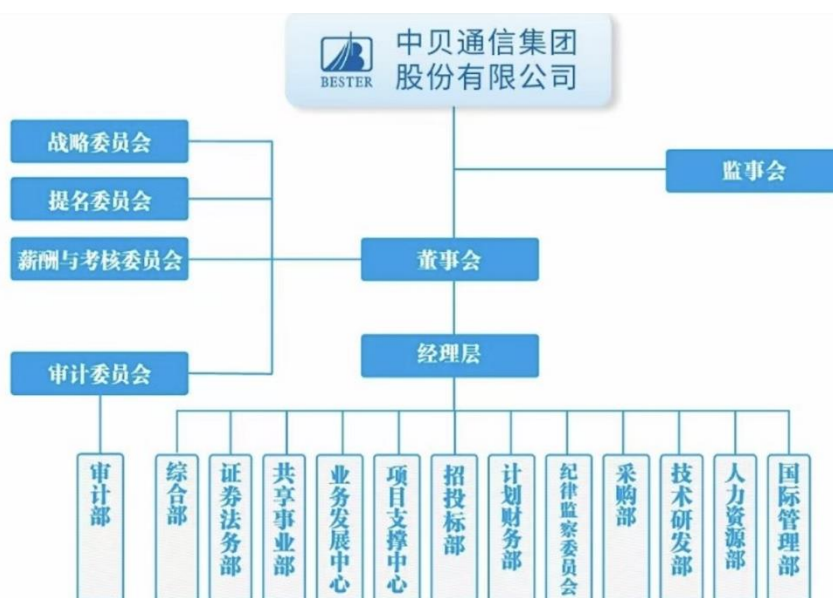
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
天津市邮电设计院有限责任公司	100%	6,600	科学研究和技术服务业
海南中贝智能科技有限公司	100%	2,000	网络技术服务、新能源汽车换电设施销售
广州贝斯特软件技术有限公司	65%	301	软件设计与研发
中贝光电科技（湖北）有限公司	58%	2,760.30	计算机、通信和其他电子设备制造业
中贝通信集团（湖北）智能科技有限公司	76%	5,000	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
China Bester Telecom Group Hong Kong Limited	100%	-	信息传输、软件和信息技术服务业
安徽容博达云计算数据有限公司	91%	10,000	算力业务
中贝(安徽)新能源有限公司	100%	5,000	新能源业务
北京中贝云网数智科技有限公司	100%	5,000	算力业务
中贝云网数智科技（深圳）有限公司	100%	5,000	算力业务
杭州博储新能源技术有限公司	100%	1,000	新能源业务
中贝云网数智科技（海南）有限公司	100%	1,000	算力业务

注：除香港中贝外，公司其他境外子公司均属于香港中贝合并范围，公司以香港中贝合并报表核算公司整体境外业务。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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+租赁负债+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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。