

深圳市奋达科技股份有限公司

**2016 年面向合格投资者公开发行公司
债券(第一期)2018 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。

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【2018】跟踪第
【325】号 01

债券简称：16 奋达 01
债券剩余规模：4 亿元
债券到期日期：2021 年
7 月 25 日
债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本；
附第 3 年末公司上调票
面利率选择权和投资者
回售选择权

分析师

姓名：
邵宇鸿 林心平

电话：
0755-82873966

邮箱：
gaoyh@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

深圳市奋达科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 2018 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	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 5 月 25 日	2017 年 5 月 19 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳市奋达科技股份有限公司（以下简称“奋达科技”或“公司”，股票代码：002681）及其 2016 年 7 月面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2018 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 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司技术和研发实力较强，电声和精密金属结构件业务规模扩大，营业收入规模迅速增长，经营净现金流表现较好，对欧朋达科技（深圳）有限公司（以下简称“欧朋达”）已进入深度整合期，对深圳市富诚达科技有限公司（以下简称“富诚达”）的收购有望形成较好的协同效应，增强公司综合竞争力；但同时鹏元也关注到，公司各业务板块均存在客户集中度高、对单个客户存在较大依赖的问题，出口退税政策变动和汇率波动可能影响公司盈利水平；电子消费类行业竞争加剧，技术更新换代较快；公司并购产生的商誉规模较大，若后续业绩不达预期将面临较大的资产减值风险等风险因素。

正面：

- 公司技术和研发实力较强。公司系国家高新技术企业，目前已形成无线、电声、软件、精密制造等四大核心技术能力，拥有较强的技术和研发实力，核心客户主要为国际知名品牌商和零售商，客户资源优质。
- 公司营业收入规模持续扩大，业务回款速度较快，经营活动现金流表现较好。受益于电声产品和精密金属结构件等业务规模的扩大，2017 年公司实现营业收入 32.10 亿元，同比增长 52.59%；2018 年 1-3 月，公司实现营业收入 6.38 亿元，较

上年同期增长 79.80%。公司销售账期较短，业务回款速度较快，2017 年和 2018 年第一季度经营活动收现比分别为 0.80 和 2.03，经营活动现金分别净流入 3.50 亿元和 4.32 亿元。

- **公司对欧朋达已进入深度整合期，对富诚达的收购有望形成较好的协同效应，增强综合竞争力。** 2014-2016 年欧朋达扣除非经常性损益后的净利润分别为 1.35 亿元、1.51 亿元和 1.56 亿元，已完成业绩承诺；2017 年 8 月，公司收购富诚达 100% 股权，业务进一步拓展至消费电子精密金属结构件产品，大幅增加公司营业收入规模，提升综合竞争力。

关注：

- **公司客户集中度高，对单个客户存在较大依赖。** 2017 年电声产品、健康电器、欧朋达和富诚达前五大客户销售占比分别为 56.29%、72.45%、85.21%和 87.59%，公司客户集中度高，后续若重要客户产品及采购政策产生调整，将对公司经营造成不利影响。
- **公司存在汇率波动风险。** 公司本部产品以外销为主，其中 2017 年由于人民币升值而产生的汇兑净损失达到 3,335.00 万元；考虑到近年人民币汇率波动幅度较大，国际贸易趋势不明朗，未来外汇政策的变化、汇率的波动会对公司出口业务的经营和盈利水平产生影响。
- **公司电声和健康电器业务存在出口退税政策变动风险。** 公司电声和健康电器产品目前退税率为 17.00%，2015-2017 年收到的税费返还额分别为 10,849.90 万元、12,420.98 万元和 16,278.60 万元，对公司利润和经营性现金流入形成了较为重要的支撑，后续若该退税政策出现变化，将对公司经营业绩造成负面影响。
- **消费类电子行业市场竞争加剧和技术更新换代的风险。** 消费类电子行业产品受技术、工艺、设计的创新驱动不断升级换代，如果未来与公司业务相关的消费类电子产品领域市场竞争加剧，或出现新技术变革而公司未能及时取得突破，都将对公司的经营业绩造成不利影响。
- **公司资产中商誉占比最大，面临较大的资产减值风险。** 截至 2017 年末，公司资产中商誉规模高达 34.56 亿元，占总资产的比重为 39.35%，系 2015 年 2 月收购欧朋达和 2017 年 8 月收购富诚达形成，后续若经营业绩未达预期将面临较大的资产减值风险。

主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	858,033.50	878,178.78	414,610.81	312,372.62
归属于母公司所有者权益合计（万元）	622,562.98	615,821.34	283,707.08	248,443.09
有息债务（万元）	119,276.51	113,375.56	64,185.37	12,493.75
资产负债率	27.39%	29.83%	31.49%	20.41%
流动比率	1.84	1.50	2.29	2.83
速动比率	1.31	1.11	1.78	2.31
营业收入（万元）	63,758.98	320,986.03	210,358.20	172,449.45
营业利润（万元）	5,827.57	50,107.85	42,238.99	32,905.82
净利润（万元）	5,403.88	44,444.62	38,667.58	29,393.42
综合毛利率	22.28%	27.87%	30.88%	29.15%
总资产回报率	-	8.28%	12.53%	15.46%
EBITDA（万元）	-	72,589.08	51,888.93	39,084.66
EBITDA 利息保障倍数	-	23.23	36.14	46.49
经营活动现金流净额（万元）	43,249.16	35,034.96	35,889.05	23,265.22

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计 2018 年第一季度报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年7月25日发行5年期4亿元公司债券，募集资金全部用于补充公司（含下属公司）营运资金，截至2018年3月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017年8月，经中国证监会《关于核准深圳市奋达科技股份有限公司向文忠泽等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2017]1372号）核准，公司向文忠泽发行70,047,364股、向张敬明发行45,893,100股、向董小林发行45,087,959股、向深圳市富众达投资合伙企业（有限合伙）发行5,624,537股，总股本增加16,665.30万元至141,304.88万元。2017年9月，公司非公开发行募集配套资金净额为88,297.50万元，用于购买富诚达的现金对价。公司以发行股份及支付现金购买富诚达100%的股权后，截至2017年10月19日总股本增加至147,937.79万元。截至2018年3月31日，公司总股本为147,937.79万元，自然人肖奋持有公司37.70%股权，为公司控股股东和实际控制人。公司前十名股东持股及质押情况见表1。2017年，公司合并范围内新增深圳市富诚达科技有限公司和东莞市欧朋达科技有限公司两家子公司，具体见表2。

表1 截至2018年3月31日公司前十名股东持股情况（单位：股）

序号	股东	股东性质	持股比例	持股数量	质押数量
1	肖奋	境内自然人	37.70%	557,693,340	331,820,000
2	新余深业投资合伙企业（有限合伙）	其他	7.10%	104,994,782	43,420,000
3	文忠泽	境内自然人	4.80%	71,066,712	-
4	肖勇	境内自然人	3.43%	50,799,418	26,000,000
5	张敬明	境内自然人	3.16%	46,791,203	-
6	董小林	境内自然人	3.12%	46,088,959	-
7	刘方觉	境内自然人	2.74%	40,500,000	28,000,000
8	肖晓	境内自然人	2.26%	33,400,000	20,500,000
9	肖文英	境内自然人	2.09%	30,983,200	18,900,000
10	肖武	境内自然人	1.90%	28,117,480	22,920,000
合计			68.30%	1,010,435,094	491,560,000

注：刘方觉为肖奋配偶，肖文英为肖奋姐姐，肖勇和肖武为肖奋弟弟，肖晓为肖奋妹夫。
 资料来源：公开资料，鹏元整理

表2 2017 年公司合并报表范围变化情况
新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
深圳市富诚达科技有限公司	深圳	生产	100%	购买
东莞市欧朋达科技有限公司	东莞	生产	100%	设立

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为87.82亿元，归属于母公司的所有者权益为61.58亿元，资产负债率为29.83%；2017年度，公司实现营业收入32.10亿元，利润总额5.04亿元，经营活动现金流净额3.50亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为85.80亿元，归属于母公司的所有者权益为62.26亿元，资产负债率为27.39%；2018年1-3月，公司实现营业收入6.38亿元，利润总额0.60亿元，经营活动现金流净额4.32亿元。

三、运营环境

多媒体音箱需求量受新型音源设备发展拉动仍保持增长，但持续增长动力不足；智能音箱产品有望成为智能家居的控制中心，以语音作为入口的物联网时代将会产生新的商业模式，但目前国内普及率仍较低

多媒体音箱主要用于人们改善家居环境和提升生活品质，消费者的可支配收入、对提升生活品质的愿望以及消费偏好等是影响行业产品销量的重要因素。欧美等发达地区居民购买力强，同时移动互联网的发展促使音乐播放设备不断发生变化，从录音机、CD机、PC、MP3/MP4、iPod，一直演变到智能手机、平板电脑、智能电视、智能可穿戴设备等。

2014年11月，亚马逊推出首款Echo智能音箱，随后国内外科技巨头、互联网巨头、传统音箱厂商以及创业企业等相继进入智能音箱市场。智能音箱在传统音箱上增加了智能化功能，技术上具备WIFI连接，可进行语音交互，可提供音乐、有声读物等内容服务，可进行信息查询、O2O等互联网服务，并具备场景化智能家居控制能力。2017年被业界视为国内人工智能元年，智能音箱作为智能家居入口和家庭人工智能交互的切入点，成为智能硬件市场的一大热点。根据Strategy Analytics数据显示，2017年全球智能音箱出货量达到3,200万部，同比增长率超过300%。未来移动式、可通信、有源播放以及语音识别将成为智能音箱未来重要成长方向。随着人工智能的发展，语音逐渐成为人机交互的新范式，智能音箱有望成为智能家居重要的中控产品。但由于中西方生活方式不同，智能家居在我国的渗透率仍较低，国内消费者尚未形成使用智能音箱的习惯，对于语音交互的接受程度和使用习惯仍需逐步培养。

综合而言，新型音源设备的流行拓宽了多媒体音箱的应用范围，刺激了音箱需求量的增长，为多媒体音箱市场增长注入了新的契机，但多媒体音箱市场容量仍缺少持续增长动力，且未来需关注行业内市场竞争情况。

我国美发小家电主要出口区域集中且多为贸易摩擦高发地区，需持续关注出口市场集中带来的收入波动风险

美发小家电泛指人们日常生活用于发型护理、造型设计、修整等方面的小型电器产品，主要包括直发器、卷发器、电吹风、电推剪等产品。直（卷）发器一般由电路控制系统、镀钛金或喷陶瓷油的铝板、发热体MCH或PTC、电源线、上下大身等部件组成，工作温度一般在180-230℃左右，对铝板表面的涂层材料及喷涂工艺具有较高要求，喷涂的好坏直接关系到直（卷）发器的工作性能和使用寿命。自问世以来，美发小家电因其使用方便、操作简单、可以实现头发的百变造型等特点，在社交、派对文化悠久的欧美国家市场迅速获得广泛应用，并随着时尚发型潮流变动而持续流行。由于我国小家电产品主要用于出口，全球宏观经济环境和居民可支配收入的增长预期对行业将产生重大影响。目前国内大部分小家电企业仍以OEM¹/ODM²为主，对国外品牌的依赖性较强。此外，美发小家电产品的国内市场容量与国外仍有很大差距，在未来一段时期，国内美发小家电产品，尤其是高端美发小家电产品的销售仍需依赖国外市场。

总体而言，我国美发小家电对国际市场的依存度较高，目前其出口市场主要集中在美国、日本等国家和地区，出口市场的集中降低了行业抵御风险的能力，同时欧美地区为贸易摩擦高发地区，目前我国国际贸易形势仍不明朗，出口市场集中于此增大了行业出口收入波动风险。

金属结构件成为当前智能终端产品外观材质主流，并逐渐向中低端市场渗透，仍具备一定的市场空间；但精密金属结构件市场竞争加剧，未来将面临5G等新技术的挑战

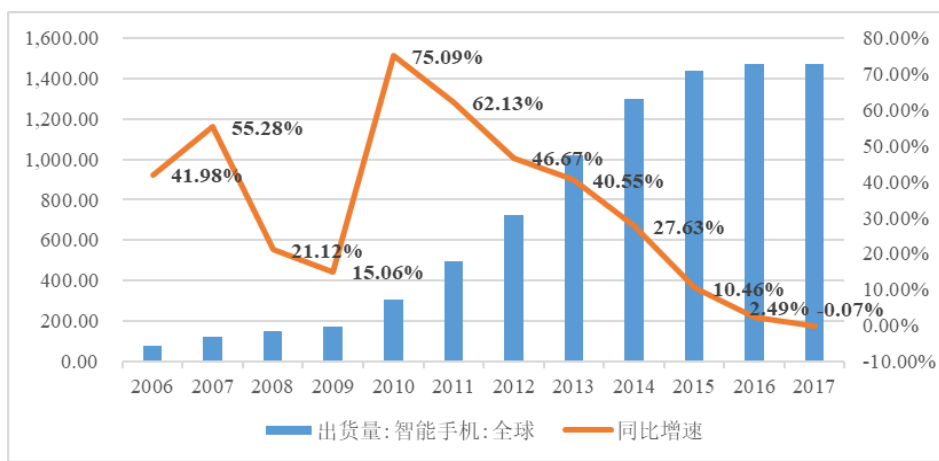
随着人工智能、传感互联等新一代信息技术的不断突破，移动智能终端开始打破手机形态禁锢，实现多元创新发展，但智能机仍然是全球第一大消费电子产品。受益于无线通信和半导体等技术的进步，2010-2015年是全球智能手机出货量增长最快的阶段，该阶段形成了对功能手机的快速替代的局面，但随着功能机存量替换和智能机新机型升级换代放缓，智能手机已进入成熟发展阶段，出货量增速逐年下滑。根据IDC数据统计，2016年全球智能手机出货量为14.73亿部，同比增长2.49%，增速同比下降7.97个百分点；2017年出

¹ 原始设备制造商，由品牌商提供产品的结构、外观、工艺进行生产，产品生产后由品牌商贴牌销售。

² 原始设计制造商，生产商根据客户的产品意向或自主创意开发产品，由客户选择后下订单进行生产，产品贴牌销售。

货量为14.72亿部，同比减少0.07%，出货量首次出现下跌。随着智能手机市场的饱和以及新产品的日益雷同，消费者已经完成了从基础功能的电话到入门级智能手机的升级，并对智能手机的更新换代需求逐渐出现疲态，智能手机的平均生命周期不断延长，高增长时期已经结束。

图1 2006-2017年全球智能手机出货量及增速（单位：百万部）



资料来源：Wind，鹏元整理

以智能终端为代表的电子产品，在发展初期主要聚焦于性能部件的创新升级，将产品性能的提升作为主流发展趋势，但近年智能终端的外观创新再次被人们所重视。伴随着手机轻量化的步伐和金属加工工艺的进步，金属材料开始大量应用在了手机上，自iphone5采用金属后盖以来，智能手机正式开始金属化浪潮。手机金属外观在机壳厚度、散热性能和可回收性等多方面较塑料外壳具有显著优势，但同时存在易刮花、不易抛光、开孔困难、信号屏蔽严重等缺点，更多应用中高端机型。

近年在国内市场最畅销的20款智能手机型号中，有15款手机采用了金属背板，4款手机采用塑料背板，1款手机采用玻璃背板，目前金属背板已经成为主流机型的标配。金属机壳工艺分为全CNC加工工艺和压铸+CNC加工工艺。全CNC手机中框是通过CNC加工中心将一块铝板（或其他金属材料）铣成特定的形状，压铸则是利用模具腔对融化的金属施加高压，将流体金属压铸冲压成固态的金属外壳或中框，在此基础上再用CNC进行加工。近年随着冲压、纳米注塑、铝合金压铸等工艺的结合发展，使得手机金属外观件成本不断降低，中低端机型也开始广泛使用金属机壳，从而带动CNC金属加工、金属打磨抛光等金属加工市场的快速发展。

根据中国产业信息网数据，智能手机金属背板渗透率从2012年的10%上升到了2016年的38%。目前我国国产旗舰机型基本都采用金属化的设计，且伴随着金属加工工艺的改进、

产能的扩张和成本的下降，金属背板逐步向中低端市场渗透。长期来看，国产手机高端品牌占比提高以及中低端产品采用金属化设计都将驱动行业成长。尽管智能手机增速放缓，但金属化率依然有望保持较快成长的态势，仍具备一定的市场空间。

但另一方面，随着CNC机床的增多，精密金属结构件加工业的竞争愈发激烈，且部分业内企业过于依赖大客户，一旦重要客户不达销售预期，供应商也将面临一定经营风险。另外，随着5G、无线充电等时代的来临，智能手机对信号传输的要求将会更高，金属背板对信号屏蔽的缺陷将被放大，或将对其发展产生一定的不利影响。

四、经营与竞争

公司传统业务为多媒体音箱、美发小家电等家居及个人护理小家电产品研发、生产和销售，在智能可穿戴产品方面，2017年公司与飞利浦和华为在智能穿戴产品方面进行了深度合作，进一步推动了公司智能穿戴产品的发展。另外，2015年和2017年公司分别并购欧朋达和富诚达，将产品范围扩大到精密金属结构件领域。随着富诚达的并表，2017年公司精密金属结构件业务收入规模达到15.81亿元，较上年增长134.91%；2017年公司实现营业收入32.10亿元，同比增长52.59%；2018年1-3月，公司实现营业收入6.38亿元，较上年同期增长79.80%。毛利率方面，受原材料价格大幅上涨和人民币升值等因素影响，2017年公司综合毛利率同比减少3.01个百分点至27.87%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
精密金属结构件	32,183.24	24.18%	158,088.71	27.75%	67,296.43	34.96%
电声产品	17,019.45	15.91%	77,282.44	23.41%	72,143.37	23.84%
健康电器	12,376.71	22.39%	55,642.96	31.65%	51,314.50	33.11%
其他	2,179.58	43.35%	29,971.91	32.92%	19,603.89	36.94%
合计	63,758.98	22.28%	320,986.03	27.87%	210,358.20	30.88%

资料来源：公司提供，鹏元整理

➤ 电声产品、健康电器

公司电声产品和健康电器业务收入保持增长，但客户集中度高，存在较大经营风险，且需关注在建项目产能消化风险；公司传统业务产品主要销往海外，面临一定的出口退税政策变动和人民币汇率波动风险

多媒体音箱行业现已形成相对稳定的竞争格局，以罗技、创新、JBL、飞利浦、BOSE等为代表的国际知名品牌商拥有全球较大的市场份额，由于全球发达地区居民购买力强，

品牌忠诚度高，上述品牌多媒体音箱产品长期占据北美、西欧等发达地区绝大部分市场份额。与此相对应的是，多媒体音箱市场随发展中地区经济发展而迅速扩容，我国部分领先的多媒体音箱厂商如漫步者、惠威、三诺等，以其品牌、价格、质量等综合竞争优势，在全球部分发展中地区市场已占据一席之地。

表4 公司电声产品和健康电器产能和产/销量情况（单位：万套）

时间	电声产品				健康电器			
	年产能	产量	销量	营业收入（万元）	年产能	产量	销量	营业收入（万元）
2016 年	600.00	582.97	590.93	72,143.37	800.00	752.66	740.30	51,314.50
2017 年	830.00	575.90	566.81	77,282.44	820.00	795.30	777.91	55,642.96
2018 年 1-3 月	207.50	147.69	128.92	17,019.45	205.00	197.86	195.53	12,376.71

资料来源：公司提供

公司电声产品主要为多媒体音箱，具体包括电脑数码音箱、便携式音箱、蓝牙音箱、wifi音箱、以及soundbar音箱等。随着人工智能的发展，智能音箱产品有望成为智能家居的控制中心，以语音作为入口的物联网时代将会产生新的商业模式，2017年公司与Bestbuy、阿里巴巴、京东等公司在智能音箱领域展开合作，代工京东叮咚、天猫精灵等智能音箱，进一步丰富了公司电声产品的种类，带动电声产品业务收入规模增长。公司电声产品根据不同国家或地区竞争程度和消费层次的差异性，采取ODM与OBM相结合的销售模式，对于北美、西欧等发达地区市场，国内品牌进入该类市场具有很高的壁垒，公司以ODM模式进行销售，目前合作较多的国际客户主要有美国ION audio LLC、美国Wal-Mart Stores, Inc.等；对于亚洲、东欧、南美洲等发展中地区，公司主要采取OBM的销售模式，即通过发展区域独家总经销商进行销售。产品类型的丰富和新产品推出使得公司电声业务得到较快发展，2017年及2018年一季度公司分别销售电声产品566.81万套和128.92万套，分别实现销售收入77,282.44万元和17,019.45万元，毛利率分别为23.41%和15.91%，毛利率水平有所下滑，主要是由于包材、电子元器件等原材料产品价格上涨以及人民币升值等因素所致。

公司健康电器以直发器、卷发器为主，近年公司结合自身电声行业方面的经验，不断推出新产品，包括MP3电吹风、MP3直发器、触屏电吹风、深波卷、快速升温卷发座等。目前北美、西欧等发达地区集中了全球直发器、卷发器约80%的市场份额，其中国际知名的美容美发小家电品牌商及专业零售商占据了绝对的市场份额，国内品牌进入该类市场同样具有很高的壁垒，因此公司健康电器产品均采用以ODM 模式为Farouk Systems、Sally Beauty、TESCOM等公司提供产品设计开发和生产制造服务。2017年及2018年第一季度，公司健康电器分别销售777.91万套和195.53万套，分别实现营业收入55,642.96万元和

12,376.71万元。

在建项目方面，公司2012年上市募投项目年产400万套无线电声产品（含核心组件）建设项目计划总投资24,837万元，截至2017年底已投入资金29,126.31万元，完成投资比例为117.27%；新增年产420万套美发小家电项目计划总投资12,400万元，截至2017年底已投入资金13,712.93万元，完成投资比例为110.59%。该等扩产项目的顺利投产销售有望进一步扩大该等业务板块收入和利润水平，但目前公司现有产能尚未充分利用，若后期推广不利、或由于重要客户战略调整等因素导致在手订单量不足，将面临一定的产能消化风险。

表5 近年公司电声产品和健康电器分模式以及分区域销售情况（单位：万元）

项目		2018年1-3月		2017年		2016年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
电声产品	内销	7,811.78	45.90%	13,893.73	17.98%	15,379.68	21.32%
	外销	9,207.67	54.10%	63,388.71	82.02%	56,763.69	78.68%
	合计	17,019.45	100.00%	77,282.44	100.00%	72,143.37	100.00%
	OBM	3,377.70	19.85%	16,437.13	21.27%	15,346.90	21.27%
	ODM	13,641.75	80.15%	60,845.31	78.73%	56,796.47	78.73%
	合计	17,019.45	100.00%	77,282.44	100.00%	72,143.37	100.00%
健康电器	外销	12,376.71	100.00%	55,642.96	100.00%	51,314.50	100.00%
	ODM	12,376.71	100.00%	55,642.96	100.00%	51,314.50	100.00%

资料来源：公司提供

公司电声产品以出口为主，2017年外销占比达到82.02%，同比增长3.34个百分点，但随着不断推出智能音箱新产品，内销收入规模持续增长，2018年第一季度公司电声产品内销占比达到45.90%；2017年电声产品ODM的销量比重为78.73%，与上年持平。公司健康电器产品全部用于出口。受西方圣诞节、感恩节等节日消费因素影响，公司产品销售呈现明显的季节性，销售收入主要在下半年实现，因此2018年一季度业务销售额占比相对较低。

整体来看，公司传统业务产品以出口为主，主要业务均以美元计价结算，2017年公司由于人民币升值而产生的汇兑净损失达到3,335.00万元。考虑到近年人民币汇率波动幅度较大，国际贸易趋势不明朗，未来外汇政策的变化、汇率的波动会对公司出口业务的经营和盈利水平产生影响。此外，根据财政部、国家税务总局“财税[2009]88号文”规定，自2009年6月1日起公司多媒体音箱和美发小家电类产品出口退税率为17%，2015-2017年公司收到的税费返还额分别为10,849.90万元、12,420.98万元和16,278.60万元。公司获得的出口退税对公司利润和经营性现金流入形成了重要支撑，后续若该退税政策出现变化，将对公司经营业绩造成较大影响。

公司电声产品和健康电器主要客户群体均为国际知名品牌商、零售商，且双方已建立

稳定、长久的合作关系，但从另一方面来说，公司该等业务均对个别客户存在较大程度的依赖，集中度风险较大。价格机制方面，平均每半年或一年，公司会根据成本和汇率的情况对产品定价会进行适当调整。2017年至2018年一季度，公司电声产品前五大客户销售占比分别为56.29%和59.88%，健康电器前五大客户销售占比分别为72.45%和68.85%；客户集中度均处于高水平，后续若大客户采购政策及发展战略的变化，仍可能对公司经营造成重大不利影响。

表6 近年电声产品和健康电器前五大客户及其销售占比情况（单位：万元）

年度	电声产品			健康电器		
	客户名称	销售额	销售占比	客户名称	销售额	销售占比
2018年1-3月	客户一	4,625.56	27.18%	客户一	4,708.37	38.04%
	客户二	1,675.76	9.85%	客户二	1,153.18	9.32%
	客户三	1,608.04	9.45%	客户三	1,085.37	8.77%
	客户四	1,354.07	7.96%	客户四	851.09	6.88%
	客户五	928.56	5.46%	客户五	722.96	5.84%
	合计	10,191.98	59.88%	合计	8,520.97	68.85%
2017年	客户一	15,311.27	19.81%	客户一	20,809.09	37.40%
	客户二	8,533.16	11.04%	客户二	6,685.75	12.02%
	客户三	7,649.74	9.90%	客户三	6,631.87	11.92%
	客户四	6,398.76	8.28%	客户四	3,485.48	6.26%
	客户五	5,611.01	7.26%	客户五	2,703.24	4.86%
	合计	43,503.95	56.29%	合计	40,315.41	72.45%
2016年	客户一	16,563.78	22.96%	客户一	17,697.76	34.49%
	客户二	6,713.89	9.31%	客户二	6,432.54	12.54%
	客户三	4,757.98	6.60%	客户三	5,730.41	11.17%
	客户四	4,409.80	6.11%	客户四	5,750.35	11.21%
	客户五	4,014.54	5.56%	客户五	2,551.49	4.97%
	合计	36,459.99	50.54%	合计	38,162.55	74.37%

资料来源：公司提供

公司ODM产品以销定产，OBM产品以销售预测和库存补货的模式组织生产。电声产品和健康电器生产所需的原材料主要包括电子类元件、变压器合控制器等。2017年在公司产品成本构成中，电声产品原材料约占83.00%，人工费用约占11.00%，制造费用及其他约占6.00%；健康电器原材料约占80.98%，人工费用约占11.51%，制造费用及其他约占7.51%。整体而言，电声产品和健康电器的原材料成本占比较高，其生产所需的原材料市场供应相对较充分，公司全部从国内市场采购。但2017年包材、变压器、塑胶等原材料价格受市场影响涨幅较大，对电声产品和健康电器业务毛利率产生不利影响。

表7 公司电声产品和健康电器主要原材料采购均价

项目		单位	2017 年		2016 年	
			采购均价	采购金额	采购均价	采购金额
电声产品	电子类元件	元/个	0.16	28,196.53	0.16	18,822.21
	包材	元/张	0.44	3,639.07	0.38	3,604.12
	变压器	元/个	8.99	1,952.57	6.02	1,088.97
健康电器	电子类元件	元/个	2.07	8,476.80	2.09	6,707.68
	塑胶半成品	元/套	1.34	5,587.13	1.16	4,713.72
	包材	元/个	1.62	5,075.14	1.42	3,977.00
	五金类	元/个	0.24	3,891.00	0.21	3,366.31

资料来源：公司提供

2017年及2018年第一季度公司向前五大供应商采购金额为12,694.00万元和3,329.32万元，占总采购额的比例分别为13.77%和14.86%，采购集中度处于较低的水平。在多年的经营过程中，公司与深圳多家采购商建立了较为稳定的购销关系。

表8 近年公司电声产品和健康电器前五大供应商采购额及占比情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
前五大供应商采购金额	3,329.32	12,694.00	10,302.52
前五大供应商采购金额占总采购的比重	14.86%	13.77%	12.82%

资料来源：公司提供

➤ 移动智能终端金属外观件

欧朋达精密金属外观件业务收入稳步增长，但对大客户依赖程度高，客户和产品结构的调整使得该业务毛利率有所下滑；2017年欧朋达净利润同比大幅下滑，后续盈利的波动可能带来商誉减值风险

公司移动智能终端金属外观件业务由欧朋达负责经营。移动智能终端金属外观件主要应用于平板电脑和智能手机，欧朋达自成立以来接连进入索尼、Vivo、摩托罗拉、OPPO、小米、三星、华为等国内外知名客户的供应链体系，在索尼、Vivo等客户中处于开发级供应商的特殊地位，与客户构建了极为紧密的合作关系。同时，深度介入产品的开发设计，可使得欧朋达优先获得对应产品的批量生产订单，增强其议价能力。欧朋达目前主要供货产品包括Vivo X6、X7、X9手机后盖、Sony Xperia XZ、XperiaZ4等机型的手机金属件、Sony swr10智能手环配件、Nike Fuelband SE手环配件等，后续随着该等产品出货量的增加以及移动智能终端金属外观件在该等产品渗透率的提升，未来发展空间较好。

欧朋达的外观件产品均系定制生产的非标准化产品，并根据产品的开发成本、生产工序、生产难度、生产工艺等因素确定产品价格范围，在订单报价及询价阶段就产品价格与客户进行综合协商。2016-2017年以来，欧朋达主要产品由原来的手机配件小件为主转变为单位价值更高、生产耗时更长的中框，因此移动智能终端金属外观件相应产能及产量数

量均有所下降，但2016-2017年销售收入分别为6.73亿元和6.91亿元，同比分别增长21.14%和2.73%。近年欧朋达主营业务毛利率持续下滑，主要原因如下：其一，欧朋达产品结构调整为以中框为主，中框原材料主要为铝型材，采购成本增加压缩了利润空间；其二，往年公司客户以索尼为主，其订单产品毛利率相对较高，由于索尼调整内部产品结构导致订单量大幅减少，公司新开发的Vivo等国内厂商订单毛利率相对较低，从而拉低了整体产品的毛利率。

表9 欧朋达移动智能金属外观件的产销情况（单位：万件）

产品类别	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
产量	642.67	3,567.00	3,112.24	5,180.00
销量	525.71	3,108.00	3,141.69	5,489.00
产销率	81.80%	87.13%	100.95%	105.97%

注：欧朋达所生产的精密金属结构件产品型号种类较多，不同产品生产工序和工时差别较大，产能难以统计。

移动智能终端金属外观件行业的最终客户为电子消费品厂商，该类客户对其供应链体系内供应商的大规模供货能力、供货稳定性以及订单响应速度要求较高，因此行业内通常执行围绕优质大客户开发并集中产能优先服务优质大客户的战略。欧朋达同样执行围绕大客户开发的市场战略，并通过掌握市场最新的需求变动与技术革新基础上，开发出针对性样品，向目标客户推荐研发成果，从而触发市场和目标客户的兴趣回应并成为其供应商。近年来欧朋达的主要终端客户包括Vivo、索尼、华为等，不过出于供应链管理需要，索尼、华为一般指定中间商向欧朋达采购产品。2017年，欧朋达前五大客户销售占比为85.21%，集中度较高，对大客户的依赖性仍较大。

表10 移动智能终端金属外观件主要客户情况（单位：万元）

2017年		2016年	
客户	销售额	客户	销售额
客户一	37,236.06	客户一	48,878.34
客户二	8,657.10	客户二	9,137.68
客户三	6,297.96	客户三	3,196.18
客户四	3,593.22	客户四	2,420.37
客户五	3,118.12	客户五	2,131.71
合计	58,902.46	合计	65,764.28

资料来源：公司提供

目前欧朋达产能利用率维持在较高水平，现有设备规模下发展空间受限，后续如需加大产量，则需要大量资金购置新加工设备。除硬件设施外，厂商自身研发团队实力决定了CNC加工过程中的问题处理能力，包括程序的效率、量产良率、良率爬坡速度等。2017年及2018年第一季度欧朋达金属外观件平均良率呈现一定的下滑趋势，主要是新项目及新

工艺增多、生产难度加大，此外第一季度欧朋达人员流动较大，技术人员波动导致良率有所下降。

欧朋达采购分为原材料采购和外协加工两大类，外协加工工序主要为阳极氧化、喷涂、PVD、蚀刻工序和部分金属材料加工工序等。受市场因素影响，不锈钢采购价和铝材价格波动较大，外购半成品因为定制化非标产品，对应的外购半成品的工艺、型号、大小存在较大差异，因此采购价格呈现一定的波动。2017年及2018年第一季度，欧朋达向前五大供应商采购金额占总采购额的比重分别为32.86%和66.01%。近年公司主要供应商变动较大，上游供应商的稳定性相对较差。

表11 欧朋达前五大供应商采购额及占比情况（单位:万元）

原料	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
前五大供应商采购金额	2,026.89	15,982.18	23,982.42	17,322.36
前五大供应商采购金额占总采购的比重	66.01%	32.86%	41.77%	44.97%

资料来源：公司提供

随着5G技术、无线充电等技术的发展，对信号传输的要求将会更高，金属背板对信号屏蔽的缺陷将被放大，“双面玻璃+金属中框”或成为发展的新趋势，欧朋达专门组织了研发团队开展3D玻璃技术的研发，目前已初步研制成功。为应对未来市场对产品需求的变化。公司目前正在积极开发其他移动智能终端（例如平板电脑和笔记本电脑）的金属件产品，以使现有生产设备得到充分使用。目前公司金属中框生产工艺比较成熟，但若未来金属中框生产成为主流，公司现有产能可能无法满足需求，将会根据订单情况适时添加相应设备，逐步完成产品过渡，但仍存在斥巨资购置设备的风险。

整体而言，欧朋达目前生产的移动智能终端金属外观件仍有一定的发展空间，近年收入和利润规模增长迅速，成为公司收入和利润的重要来源。但我们关注到，2017年欧朋达净利润为9,565.64万元，较2016年减少40.57%。未来金属外观件产品工艺的转换可能带来集中购置设备的风险，后续若欧朋达盈利水平持续波动，公司收购其形成的91,009.34万元的商誉将存在减值风险。另外，欧朋达客户和供应商集中度较高，后续一旦该等客户改变采购和销售政策预计将对公司经营造成较大影响。

2017年8月公司成功收购富诚达100%股权，进一步拓展公司消费电子精密金属结构件业务的广度和深度，可增加公司营业收入规模，提升综合竞争力，有望与原业务形成较好的协同；但富诚达客户集中度较高，后续能否达到预期收益仍存在不确定性，面临较大的商誉减值风险

2017年8月，公司通过发行股份及支付现金相结合的方式向文忠泽、张敬明、董小林、深圳市富众达投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“富众达”）购买其合计持有的富诚

达100%股权，所需支付对价为28.95亿元，其中支付股份对价占比为70%，支付现金对价占比为30%。截至2018年3月底，因该收购形成的商誉为25.45亿元。

富诚达主要业务为手机通讯等消费电子类精密金属结构件的研发、生产和销售，其产品主要应用于智能手机、智能穿戴设备等消费电子领域，主要产品包括智能手机精密金属结构件（包括音量键支架、静音键支架、电源键支架、指纹键装饰圈、手机中框、手机后盖等）、智能穿戴精密金属结构件（智能手表表圈、底盖等）以及其他工艺类似的精密金属结构件。目前其精密金属结构件产品获得了Apple、华为、AVC、富士康、和硕科技等多家国内外知名客户的供应商资质认证，智能手机精密金属结构件产品线已涵盖Apple公司iPhone5、iPhone5S、iPhoneSE、iPhone6、iPhone6S、iPhone7等全系类产品，智能穿戴、平板及其他精密金属结构件产品线涵盖Apple Watch、华为Watch、Intel Watch、Misfit Watch、GoPro无人机等系列产品。

表12 公司本次购买股权的交易对方及交易对价情况

交易对方	持股比例	交易对价(万元)	公司支付方式	
			现金(万元)	股份(股)
文忠泽	42.03%	121,682.28	36,504.68	69,760,519
张敬明	27.54%	79,722.87	23,916.86	45,705,168
董小林	27.06%	78,324.23	23,497.27	44,903,323
富众达	3.37%	9,770.63	2,931.19	5,601,505
合计	100.00%	289,500.00	86,850.00	165,970,515

资料来源：《深圳市奋达科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》

依据北京中天华资产评估有限责任公司出具的“中天华资评报字【2017】第1036号”《资产评估报告》，收益法评估下富诚达全部股权评估价值为289,851.35万元，增值率1,059.41%。文忠泽等交易对方承诺，富诚达2017至2019年实现扣非后净利润分别达2亿元、2.6亿元和3.5亿元。富诚达主要财务数据情况见表13，我们关注到，2017年末富诚达资产负债率为71.96%，近年资产负债率持续快速提升并处于较高水平。富诚达利润总额波动下降，主要系加大研发费用投入和引进人才的工资福利费增加管理费用，以及提前终止远期外汇交易合同支付违约金所致。

表13 近年来富诚达主要财务数据情况

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	158,968.62	73,150.13	67,002.43
归属于母公司所有者权益合计(万元)	44,575.04	25,000.00	34,514.82
资产负债率	71.96%	65.82%	48.49%
营业收入(万元)	133,467.58	74,735.16	78,217.33

营业利润（万元）	22,187.14	18,283.07	23,423.06
利润总额（万元）	22,131.39	17,084.97	23,728.32
综合毛利率	28.98%	25.73%	33.74%
经营活动现金流净额（万元）	21,341.28	22,051.37	6,502.31

资料来源：富诚达2015-2017年审计报告，鹏元整理

随着产能持续扩张，2015-2017年及2018年1-3月富诚达精密金属结构件产量分别为6.33亿件、6.40亿件、7.83亿件和1.99亿件，销量分别为6.07亿件、6.78亿件、6.54亿件和2.38亿件。2016年度富诚达精密结构件产销率提升较好，主要为iPhone类产品出货量增加所致；2017年销量及产销率均出现下滑，主要系苹果新机表现低于预期所致且第四季度备货增加所致；2018年第一季度产销率提升至119.70%。综合而言，富诚达主要采用以销定产的生产方式，根据实际订单组织生产，产销率保持在较高水平。我们关注到，2015-2017年富诚达向Apple及其指定EMS厂商的销售额分别为66,078.65万元、66,687.75万元和127,018.24万元，占其营业收入的比例分别为84.48%、89.23%和95.17%，面临较大的客户集中度风险。

表14 近年来富诚达产品产能和产销量情况（单位：万件）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
产量	19,860.00	78,337.00	63,960.00	63,312.00
销量	23,773.00	65,405.00	67,846.00	60,720.00
产销率	119.70%	83.49%	106.08%	95.91%

注：富诚达所生产的精密金属结构件产品型号种类较多，不同产品生产工序和工时差别较大，产品产能难以统计。

资料来源：公司提供

表15 近年富诚达前五大客户及销售额情况（单位：万元）

2017年		2016年		2015年	
客户名称	销售额	客户名称	销售额	客户名称	销售额
客户一	70,580.36	客户一	44,689.98	客户一	43,405.66
客户二	17,189.58	客户二	17,566.88	客户二	19,850.64
客户三	15,916.44	客户三	3,797.09	客户三	4,398.98
客户四	7,830.69	客户四	2,352.01	客户四	2,653.24
客户五	5,380.55	客户五	1,925.85	客户五	2,259.52
合计	116,897.62	合计	70,331.81	合计	72,568.04

资料来源：公司提供

综合来看，2015年公司通过收购欧朋达将业务拓展至移动电子消费品产业链上游，2017年通过收购富诚达将产品线由智能手机精密金属外观件拓展至移动智能终端（智能手机、平板电脑、智能穿戴等）的关键精密金属结构件产品，产品线覆盖外观件、中框、支

架、接口、连接片等，丰富产品线的同时优化了产品结构，可进一步提升公司的业务规模，扩大公司在移动智能终端精密金属结构件领域的优势，打通精密制造全制程，与公司原有业务产生较好的协同效应。

但需注意的是，2017年底公司并购富诚达产生的商誉高达25.45亿元，若后续富诚达业绩不达预期，公司将面临较大的商誉减值风险。另外，富诚达对客户依赖程度高，后续一旦大客户改变采购和销售政策或产品销售不佳将对公司经营造成较大不利影响。

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模总体有所增长，但资产中商誉占比较大，需关注商誉减值风险

随着业务规模的扩大以及收购兼并富诚达，公司资产规模增长迅速，截至2017年末总资产达到87.82亿元，同比增长111.81%；随着部分应收款项资金回笼，2018年3月末公司资产总额同比减少2.29%至85.80亿元。公司资产中商誉占比最大，2018年3月末占比达40.27%。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	82,926.34	9.66%	57,550.09	6.55%	83,606.11	20.16%
应收账款	76,323.66	8.90%	140,847.46	16.04%	53,328.54	12.86%
存货	83,707.27	9.76%	82,809.56	9.43%	41,415.40	9.99%
其他流动资产	37,338.38	4.35%	17,357.72	1.98%	4,332.37	1.04%
流动资产合计	294,424.43	34.31%	315,865.62	35.97%	186,801.78	45.05%
投资性房地产	14,707.19	1.71%	14,101.39	1.61%	14,283.35	3.45%
固定资产	103,639.33	12.08%	106,263.29	12.10%	54,857.12	13.23%
在建工程	53,819.19	6.27%	50,611.04	5.76%	40,593.16	9.79%
无形资产	30,772.82	3.59%	30,652.76	3.49%	13,921.87	3.36%
商誉	345,552.31	40.27%	345,552.31	39.35%	91,009.34	21.95%

非流动资产合计	563,609.07	65.69%	562,313.16	64.03%	227,809.03	54.95%
资产总计	858,033.50	100%	878,178.78	100%	414,610.81	100%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

截至2017年末，公司货币资金余额同比下降31.17%至5.76亿元，主要系当期石岩基地二期建设资金结算、购置东莞清溪土地及项目开发投入以及闲置资金购买银行理财所致，期末除1,653.69万元银行承兑汇票保证金外不存在流动性受限情况。截至2017年末，公司应收账款余额为14.59亿元（计提坏账准备后账面价值为14.08亿元），账面价值同比大幅增长164.11%，主要系富诚达纳入合并范围，且第四季度为出货旺季，客户出货量同比大幅增加，部分款项尚未到期所致；其中账龄在一年以内的应收账款占比98.07%，账龄相对较短；按欠款方归集的期末余额前五名债务人欠款金额占比为24.58%；随着部分应收货款资金回笼，2018年3月末公司应收账款账面价值同比下降45.81%至7.63亿元。受业务规模逐步扩大、旺季备货增加等因素影响，公司存货规模呈逐步增长态势，2017年末达到8.28亿元，主要包括在产品、库存商品和各产品生产所需的原材料，2017年末公司已计提存货跌价准备1,884.88万元。其他流动资产主要为理财产品和待抵扣进项税，2018年3月末该科目余额增加至3.73亿元，系公司将闲置货币资金用于购买短期银行理财产品。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。截至2017年末，公司投资性房地产账面价值为1.41亿元，主要系石岩工业园二期工程综合配套建成投入使用所致。公司固定资产主要为机器设备、房屋及建筑物等，由于欧朋达产能不断扩大、生产设备大量增加以及富诚达的并表，2017年末固定资产账面价值增加至10.63亿元。公司在建工程主要为石岩工业园二期工程，近年随着工程款持续投入账面价值持续增长，2017年末账面价值为5.06亿元。石岩工业园二期工程建筑面积26万平方米，截至2017年末主体工程已建成，目前正在进行验收工作，同时公司在积极开展招商工作打造研发型工业园区。公司无形资产主要是土地使用权、软件、商标和专利权等，2017年末无形资产账面价值为3.07亿元，增长主要系孙公司东莞市欧朋达科技有限公司（以下简称“东莞欧朋达”）购入土地使用权所致。截至2017年末，公司商誉价值为34.55亿元，占总资产的比重达到39.35%，系2015年2月收购欧朋达和2017年8月收购富诚达形成，期末余额分别为9.10亿元和25.45亿元。公司商誉规模大，占总资产的比重最高，后续若欧朋达和富诚达经营业绩未达预期，将面临较大的商誉减值风险。

整体而言，随着收购兼并及业务规模持续扩大，公司总资产增长迅速，但资产中商誉占比最大，后续可能面临较大的商誉减值风险。

资产运营效率

公司净营业周期有所增加，整体资产运营效率有所下降

公司本部电声和健康电器业务客户类型分为ODM和OBM两种，对于ODM客户，公司设置了不同的收款条件，一般情况下结算日为船开日后30-60天付款；OBM客户方面，公司对国内经销商主要采取“款到发货”的结算方式，少量核心经销商给予30-60天的账期；国外OBM客户分为“定金+见款放单”、“见款放单”、信用证等若干不同标准。在此收款政策下，公司本部应收账款周转天数总体控制在60-70天左右。

欧朋达和富诚达通常给予客户三个月左右的信用账期，另外受对账、开票等因素延迟影响，实际应收账款回收时间会有小幅延长。受欧朋达产能和业务规模扩大、以及富诚达新增纳入合并范围等因素影响，2017年公司应收账款周转天数上升至108.89天。同时，公司存货规模大幅增长，导致2017年存货周转天数由2016年度的84.81天增加至96.57天。

由于公司生产所需的原材料市场供应充分，近年在支付供应商货款方面争取的账期稳步增加，2017年公司应付账款周转天数增加至97.60天。2017年，公司净营业周期增加至107.86天，营运资金周转有一定压力，整体资产运营效率一般

2017年，公司流动资产、固定资产和总资产周转天数均有所增长，由于商誉大规模增加使得总资产周转天数2017年增加至724.96天，资产经营效率有所下降。

表17 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	108.89	87.55
存货周转天数	96.57	84.81
应付账款周转天数	97.60	91.38
净营业周期	107.86	80.98
流动资产周转天数	281.88	285.15
固定资产周转天数	90.35	79.07
总资产周转天数	724.96	622.07

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入和利润规模迅速增长，但毛利率水平明显下滑

得益于兼并收购富诚达，2017年公司营业收入规模迅速扩大，当年实现营业收入32.10亿元，同比大幅增长52.59%；2018年1-3月，公司实现营业收入6.38亿元，较上年同期增长79.80%。其中精密金属结构件业务收入规模为15.81亿元，占营业总收入的比重达到

49.25%。

毛利率方面，2017年受原材料价格上涨和人民币升值的影响，公司电声产品和健康电器毛利率均有小幅下滑。此外，精密金属结构件业务因欧朋达产品结构及客户战略调整以及原材料价格上涨等因素影响，毛利率有较大幅度的下滑；2017年富诚达并表使得该业务毛利率水平进一步下滑。2017年和2018年1-3月，公司综合毛利率分别为27.87%和22.28%。

公司较重视自主研发，近年研发投入金额持续加大，主要运用于智能音箱、智能可穿戴产品、金属及新型材料外观件开发、柔性自动化生产线、健康电器等。2017年公司研发投入15,816.06万元，管理费用支出规模持续增加；2017年受人民币汇率大幅波动的影响，公司汇兑净损失达到3,335.00万元，导致财务费用同比大幅增长至5,891.13万元。综合影响下，2017年公司期间费用规模有所提高，期间费用率上升至11.78%。我们关注到，近年来公司总资产回报率持续下滑，2017年同比减少4.25个百分点至8.28%。

整体而言，得益于电声板块和移动智能终端金属结构件业务规模的扩大，公司收入规模近年来迅速提升，利润规模显著增长，但毛利率水平呈现波动下滑的趋势。

表18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	63,758.98	320,986.03	210,358.20
营业利润	5,827.57	50,107.85	42,238.99
利润总额	6,006.19	50,399.78	44,095.46
净利润	5,403.88	44,444.62	38,667.58
综合毛利率	22.28%	27.87%	30.88%
营业利润率	9.14%	15.61%	20.08%
期间费用率	19.42%	11.78%	9.91%
总资产回报率	-	8.28%	12.53%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

现金流

公司主营业务回款速度较快，经营活动现金流表现较好，但投资规模较大，对筹资的依赖程度高

2017年受富诚达并表和产能扩张影响，公司存货规模增长较快，营运资本占用资金规模持续增加。主业回款方面，公司销售账期一般为30-90天，业务回款速度相对较快。但2017年由于新纳入合并范围的富诚达第四季度为出货旺季，出货量同比大幅增加且部分款项尚未到回收期，当期收现比下降至0.8；2018年第一季度公司收现比提升至2.03。近三年又一期公司经营活动产生的现金流净额分别为2.33亿元、3.59亿元、3.50亿元和4.32亿元，

经营活动净现金流表现较好。

2017年公司投资支出规模大，投资活动现金流净额均表现为大额净流出，主要大额投资支出为收购富诚达现金支出以及购买银行理财产品等。为满足投资资金需求，公司筹资规模逐年加大，筹资方式包括非公开发行股票、发行债券以及银行借款等，筹资活动产生的现金流净额持续增加。2017年公司为收购富诚达，向文忠泽、张敬明、董小林、深圳市富众达投资合伙企业（有限合伙）非公开发行股份吸收投资8.75亿元（扣除相关费用后），并通过银行借款、融资租赁等方式使得筹资活动表现为净流入9.00亿元。

表19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	44,444.62	38,667.58
非付现费用	22,331.41	7,495.08
非经营损益	1,345.67	-580.40
FFO	68,121.70	45,582.26
营运资本变化	-32,895.85	-10,922.89
其中：存货减少（减：增加）	-28,685.75	-15,078.95
经营性应收项目的减少（减：增加）	-123,717.11	1,322.52
经营性应付项目的增加（减：减少）	119,507.01	2,833.54
经营活动产生的现金流量净额	35,034.96	35,889.05
投资活动产生的现金流量净额	-151,579.54	-41,082.66
筹资活动产生的现金流量净额	89,954.18	50,606.31
现金及现金等价物净增加额	-27,098.49	46,493.59
收现比	0.80	1.02

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模快速增长，但资产负债率仍处于较低水平

随着业务规模扩大以及对外投资的增加，公司负债规模逐年增长，2017年底负债总额达到26.19亿元，同比大幅增长100.59%。对外发行新股及经营利润的积累使得公司资本实力逐年增强，截至2017年末，公司所有者权益合计为61.63亿元；同期末产权比率为42.50%，仍处于较低水平，净资产对负债的保障程度较好。

表20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	235,035.07	261,918.23	130,574.24
所有者权益	622,998.43	616,260.55	284,036.57
负债与所有者权益比率	37.73%	42.50%	45.97%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据和应付账款构成。欧朋达主要通过流动资金贷款筹集资金满足经营需要，因此公司短期借款规模自欧朋达并表之后逐步增长，2017 年末短期借款余额为 24,000.00 万元。公司应付账款由经营性业务产生，并随着经营规模的扩大逐年增长，年度内受到季节性因素的影响可呈现一定的波动，每年初公司订单相对较少，年末则迎来销售旺季，通常增加备货以应对订单规模增长。截至 2017 年末，公司应付账款余额增加至 8.80 亿元，主要系富诚达并表以及为旺季备货所致；2018 年 3 月末，应付账款余额下降至 6.53 亿元。公司长期借款为质押借款，2017 年末余额为 7,750.00 万元，其中 3,000.00 万元于一年内到期，质押物为公司持有的欧朋达 100% 股权，借款利率区间为 4.75%-6.00%；截至 2018 年 3 月末，公司长期借款余额增加至 25,000.00 万元，系为开展业务新增流动资金贷款所致。截至 2017 年末，公司应付债券账面余额 39,058.51 万元，系 2016 年 7 月 25 日发行 5 的年期 4 亿元公司债券“16 奋达 01”，将于 2021 年 7 月 25 日到期，到期之日一次性偿还本金。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	19,000.00	8.08%	24,000.00	9.16%	12,200.00	9.34%
应付账款	29,445.30	12.53%	34,870.03	13.31%	2,037.40	1.56%
其他应付款	65,267.57	27.77%	87,964.24	33.58%	37,578.00	28.78%
流动负债合计	160,309.87	68.21%	210,342.69	80.31%	81,637.56	62.52%
长期借款	25,000.00	10.64%	4,750.00	1.81%	7,750.00	5.94%
应付债券	39,100.14	16.64%	39,058.51	14.91%	39,447.97	30.21%
非流动负债合计	74,725.19	31.79%	51,575.54	19.69%	48,936.68	37.48%
负债合计	235,035.07	100.00%	261,918.23	100.00%	130,574.24	100.00%
其中：有息债务	119,276.51	50.75%	113,375.56	43.29%	64,185.37	49.16%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

截至 2017 年末，公司有息债务规模为 11.34 亿元，占总负债的比重为 43.29%，同比大幅增长 76.64%。近年公司有息债务规模迅速增长，主要原因系本期债券成功发行以及欧朋达增加流动资金贷款，偿还期限主要集中在 2018 年及 2021 年以后。总体来看，公司有息债务规模持续增长，且随着业务规模的扩大，未来有息债务可能进一步增加。

表 22 截至 2017 年末公司有息债务本金偿付安排（单位：万元）

项目	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年及以后
应付票据	29,445.30	0.00	0.00	0.00
银行贷款	21,250.00	4,750.00	18,000.00	6,975.00

发行债券	-	-	-	40,000.00
合计	50,695.30	4,750.00	18,000.00	46,975.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

偿债指标方面，随着非公开发行股份以及富诚达的并表使得合并范围内利润留存规模增加，2017年末资产负债率小幅下降至29.83%，处于较低水平。2017年公司流动比率和速动比率分别为1.50和1.11，均有所下滑。近年公司EBITDA利息保障倍数均处于较好水平，盈利能力对利息支付的保障程度较强。

表23 公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	27.39%	29.83%	31.49%
流动比率	1.84	1.50	2.29
速动比率	1.31	1.11	1.78
EBITDA（万元）	-	72,589.08	51,888.93
EBITDA 利息保障倍数	-	23.23	36.14

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

七、评级结论

公司技术和研发实力较强，客户资源优质；2017年公司电声产品及精密金属结构件销售业务规模有较大增长，营业收入规模得到大幅提升，业务回款速度较快，经营活动现金流表现较好；公司对欧朋达已进入深度整合期，对富诚达的收购有望形成较好的协同效应，增强综合竞争力。

但同时我们也关注到，公司各业务板块均存在客户集中度高，对单个客户依赖较大问题，同时电声和健康电器业务出口退税对利润水平和经营性现金流形成了重要支撑，若后续出口退税政策发生变化则可能对公司经营造成重大影响。公司出口业务占比规模较大，国家外汇政策的变化、汇率的波动会对公司出口业务的经营和盈利水平产生一定影响。电子消费类行业竞争加剧，技术更新换代较快。此外，公司商誉占比最大，存在较大的商誉减值风险。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	82,926.34	57,550.09	83,606.11	61,029.39
交易性金融资产	569.94	223.52	0.00	0.00
应收票据	540.88	297.26	200.68	521.30
应收账款	76,323.66	140,847.46	53,328.54	48,982.73
预付款项	1,175.37	368.14	969.22	750.37
应收利息	448.45	158.76	0.00	121.77
其他应收款	11,310.99	16,253.11	2,859.57	4,985.25
存货	83,707.27	82,809.56	41,415.40	27,088.40
一年内到期的非流动资产	83.14	0.00	89.88	30.06
其他流动资产	37,338.38	17,357.72	4,332.37	2,926.92
流动资产合计	294,424.43	315,865.62	186,801.78	146,436.20
长期股权投资	7,977.40	7,977.40	7,988.30	8,442.30
投资性房地产	14,707.19	14,101.39	14,283.35	874.46
固定资产	103,639.33	106,263.29	54,857.12	37,543.44
在建工程	53,819.19	50,611.04	40,593.16	18,154.84
无形资产	30,772.82	30,652.76	13,921.87	7,478.69
商誉	345,552.31	345,552.31	91,009.34	91,009.34
长期待摊费用	3,861.40	3,630.33	914.17	956.25
递延所得税资产	2,827.44	2,871.65	1,257.68	712.18
其他非流动资产	452.00	653.00	2,984.03	764.92
非流动资产合计	563,609.07	562,313.16	227,809.03	165,936.42
资产总计	858,033.50	878,178.78	414,610.81	312,372.62
短期借款	19,000.00	24,000.00	12,200.00	0.00
应付票据	29,445.30	34,870.03	2,037.40	0.00
应付账款	65,267.57	87,964.24	37,578.00	36,240.01
预收款项	3,107.75	1,472.13	918.12	1,010.52
应付职工薪酬	4,276.97	6,710.87	3,377.54	3,342.24
应交税费	-248.64	5,128.27	2,449.38	2,337.24
应付利息	898.96	661.40	32.62	0.00
应付股利	24,552.42	24,552.42	33.42	46.81
其他应付款	14,009.54	19,095.24	20,261.09	6,774.33
一年内到期的非流动负债	0.00	5,888.07	2,750.00	1,993.75
流动负债合计	160,309.87	210,342.69	81,637.56	51,744.91
长期借款	25,000.00	4,750.00	7,750.00	10,500.00
应付债券	39,100.14	39,058.51	39,447.97	0.00
长期应付款	6,731.07	4,808.95	0.00	0.00
递延所得税负债	881.99	798.69	0.00	0.00

递延收益-非流动负债	3,011.99	2,159.39	1,738.71	1,497.15
非流动负债合计	74,725.19	51,575.54	48,936.68	11,997.15
负债合计	235,035.07	261,918.23	130,574.24	63,742.06
实收资本(或股本)	147,937.79	147,937.79	124,665.26	61,761.78
资本公积金	329,085.43	329,307.80	60,381.03	113,520.35
减：库存股	7,875.00	9,090.27	11,250.63	4,400.59
其他综合收益	0.00	-341.09	0.18	0.18
盈余公积金	12,767.55	12,767.55	10,598.24	8,270.79
未分配利润	140,647.21	135,239.58	99,313.01	69,290.58
归属于母公司所有者权益合计	622,562.98	615,821.34	283,707.08	248,443.09
少数股东权益	435.46	439.21	329.48	187.47
所有者权益合计	622,998.43	616,260.55	284,036.57	248,630.56
负债和所有者权益合计	858,033.50	878,178.78	414,610.81	312,372.62

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告公司及未经审计的 2018 年一季度报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	63,758.98	320,986.03	210,358.20	172,449.45
营业收入	63,758.98	320,986.03	210,358.20	172,449.45
二、营业总成本	59,479.52	274,306.33	168,511.83	140,496.90
营业成本	49,554.80	231,539.07	145,399.39	122,179.73
营业税金及附加	190.66	1,684.94	1,119.22	958.27
销售费用	1,146.74	5,216.01	4,235.60	4,669.96
管理费用	6,901.88	26,708.33	18,361.58	15,255.78
财务费用	4,335.89	5,891.13	-1,741.18	-2,874.72
资产减值损失	-2,650.43	3,266.85	1,137.22	307.88
公允价值变动收益	346.42	223.52	0.00	0.00
投资净收益	294.75	1,378.53	392.62	953.28
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	-362.38	-444.32	-161.99
资产处置收益	-15.16	3.59	0.00	0.00
其他收益	922.10	1,822.51	0.00	0.00
三、营业利润	5,827.57	50,107.85	42,238.99	32,905.82
加：营业外收入	188.65	515.09	1,915.55	1,181.76
减：营业外支出	10.03	223.17	59.08	33.68
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	33.31	11.94
四、利润总额	6,006.19	50,399.78	44,095.46	34,053.90
减：所得税	602.30	5,955.15	5,427.87	4,660.48
五、净利润	5,403.88	44,444.62	38,667.58	29,393.42
减：少数股东损益	-3.75	115.49	142.01	57.75
六、归属于母公司所有者的净利润	5,407.64	44,329.14	38,525.57	29,335.67

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告公司及未经审计的 2018 年一季度报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	129,288.14	258,335.17	215,208.69	181,684.87
收到的税费返还	9,456.35	16,278.60	12,420.98	10,849.90
收到其他与经营活动有关的现金	6,409.99	3,653.90	5,771.97	3,464.49
经营活动现金流入小计	145,154.47	278,267.66	233,401.64	195,999.27
购买商品、接受劳务支付的现金	75,449.69	166,723.81	141,389.55	130,779.96
支付给职工以及为职工支付的现金	13,590.25	57,522.81	36,228.47	26,624.15
支付的各项税费	5,745.23	9,718.65	8,741.10	5,874.32
支付其他与经营活动有关的现金	7,120.16	9,267.44	11,153.47	9,455.63
经营活动现金流出小计	101,905.32	243,232.70	197,512.59	172,734.05
经营活动产生的现金流量净额	43,249.16	35,034.96	35,889.05	23,265.22
取得投资收益收到的现金	294.75	1,740.90	836.94	1,115.27
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	266.40	2.35	31.86
收到其他与投资活动有关的现金	13,768.00	373,374.00	30,058.16	124,332.00
投资活动现金流入小计	14,062.75	375,381.30	30,897.46	125,479.13
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,227.92	70,327.74	68,963.66	37,494.79
投资支付的现金	0.00	0.00	0.00	6,506.38
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	69,849.10	0.00	21,947.67
支付其他与投资活动有关的现金	34,338.00	386,784.00	3,016.45	101,060.00
投资活动现金流出小计	44,565.92	526,960.84	71,980.11	167,008.84
投资活动产生的现金流量净额	-30,503.18	-151,579.54	-41,082.66	-41,529.71
吸收投资收到的现金	0.00	87,513.02	8,544.16	30,740.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	40.00
取得借款收到的现金	20,934.00	24,000.00	12,200.00	13,975.00
发行债券收到的现金			38,640.00	0.00
筹资活动现金流入小计	20,934.00	114,972.73	59,384.16	44,715.00
偿还债务支付的现金	6,544.35	14,951.17	1,989.41	6,511.25
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	77.02	8,967.80	6,788.45	5,951.14
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	1,099.58	0.00	739.00
筹资活动现金流出小计	6,621.37	25,018.55	8,777.86	13,201.39
筹资活动产生的现金流量净额	14,312.63	89,954.18	50,606.31	31,513.61
汇率变动对现金的影响	-1,682.36	-508.09	1,080.89	1,487.20
现金及现金等价物净增加额	25,376.25	-27,098.49	46,493.59	14,736.31

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告公司及未经审计的 2018 年一季度报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	44,444.62	38,667.58	29,393.42
加：资产减值准备	3,266.85	1,137.22	307.88
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,077.82	5,502.50	3,478.14
无形资产摊销	364.96	256.20	220.51
长期待摊费用摊销	8,621.78	599.16	491.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	6.84	21.06	-3.84
固定资产报废损失	72.82	12.25	0.00
公允价值变动损失	-223.52	0.00	0.00
财务费用	3,447.53	324.41	-599.21
投资损失	-1,378.53	-392.62	-953.28
递延所得税资产减少	-1,378.16	-545.50	-249.92
递延所得税负债增加	798.69	0.00	0.00
存货的减少	-28,685.75	-15,078.95	-8,392.25
经营性应收项目的减少	-123,717.11	1,322.52	-7,489.83
经营性应付项目的增加	119,507.01	2,833.54	7,062.13
其他	-190.88	1,229.67	0.00
经营活动产生的现金流量净额	35,034.96	35,889.05	23,265.22
现金的期末余额	55,896.40	82,994.89	36,501.29
减：现金的期初余额	82,994.89	36,501.29	21,764.98
现金及现金等价物净增加额	-27,098.49	46,493.59	14,736.31

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	27.39%	29.83%	31.49%	20.41%
流动比率	1.84	1.50	2.29	2.83
速动比率	1.31	1.11	1.78	2.31
综合毛利率	22.28%	27.87%	30.88%	29.15%
总资产回报率	-	8.28%	12.53%	15.46%
EBITDA（万元）	-	72,589.08	51,888.93	39,084.66
EBITDA 利息保障倍数	-	23.23	36.14	46.49
应收账款周转天数	-	108.89	87.55	73.03
存货周转天数	-	96.57	84.81	57.17
应付账款周转天数	-	97.60	91.38	82.87
净营业周期	-	107.86	80.98	47.33
流动资产周转天数	-	281.88	285.15	265.56
固定资产周转天数	-	90.35	79.07	57.85
总资产周转天数	-	724.96	622.07	471.20
期间费用率	19.42%	11.78%	9.91%	9.89%
产权比率	37.73%	42.50%	45.97%	25.64%
有息债务（万元）	119,276.51	113,375.56	64,185.37	12,493.75
营业利润率	9.14%	15.61%	20.08%	19.08%
收现比	2.03	0.80	1.02	1.05

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告公司及未经审计的 2018 年一季度报告，鹏元整理

附录五 截至2017年末纳入公司合并范围的子公司

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
深圳市奋达智能技术有限公司	深圳	生产	100%	设立
深圳市茂宏电气有限公司	深圳	研发	51%	设立
奋达（香港）控股有限公司	香港	贸易	100%	设立
欧朋达科技（深圳）有限公司	深圳	生产	100%	购买
深圳市奋达电声技术有限公司	深圳	生产	60%	设立
东莞市奋达科技有限公司	东莞	生产	100%	购买
上海新创达智能科技有限公司	上海	研发	100%	设立
深圳市富诚达科技有限公司	深圳	生产	100%	购买
东莞市欧朋达科技有限公司	东莞	生产	100%	购买

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
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	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

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。