

2018 年深圳市特发信息股份有限公司

可转换公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



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

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【154】号 01

债券简称：特发转债

债券剩余规模：1.68 亿  
元

债券到期日期：2023 年  
11 月 16 日

债券偿还方式：按年计  
息，每年付息一次，附  
债券赎回及回售条款

分析师

姓名：  
张颜亭 王硕

电话：  
010-66216006

邮箱：  
zhangyt@cspengyuan.co  
m

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

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2018 年深圳市特发信息股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2019 年 06 月 06 日	2018 年 04 月 17 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对深圳市特发信息股份有限公司（以下简称“特发信息”或“公司”，股票代码为“000070.SZ”）及其 2018 年 11 月 16 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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：2018 年公司光纤光缆业务仍较为稳定，通信设备业务和电子设备业务规模增长带动公司营业收入和利润继续增加，投资性房地产业务亦可为公司带来稳定的租金收入。同时中证鹏元也关注到，公司无光棒生产能力，行业内竞争优势不突出；公司对下游客户议价能力不强，营运资金占用明显；公司通信设备业务毛利率不高等风险因素。

### 正面：

- 公司光纤光缆业务仍较为稳定。公司是三大电信运营商线缆主流供应商之一，受行业整体增速放缓的影响，2018 年公司光纤光缆销售收入有所下滑，但毛利率小幅提升使得光纤光缆业务毛利贡献仍然稳定。
- 公司通信设备业务和电子设备业务规模增长，带动公司营业收入和利润继续增加。2018 年公司通信设备销售收入和电子设备销售收入分别为 34.40 亿元和 2.81 亿元，同比分别增长 8.79%和 53.09%；毛利率分别为 10.67%和 40.08%，带动公司收入和利润继续增加。
- 投资性房地产业务可为公司带来稳定的租金收入。公司投资性房地产位于深圳市

南山区的特发信息科技大厦、特发信息港大厦等可租物业；截至 2018 年末，公司可租物业面积合计约 10.10 万平方米，且物业位置条件较好，出租率较高，2018 年公司实现物业租赁收入 1.12 亿元。

### 关注：

- **公司无光棒生产能力，行业内竞争优势不突出。** 光纤系由光棒拉丝加工形成，公司无光棒生产能力，在国内光棒供应紧张情形下，公司光纤光缆生产很大程度上受制于光棒（主要原材料）供应；相较于行业内长飞光纤光缆股份有限公司（以下简称“长飞光纤”）、江苏亨通光电股份有限公司（以下简称“亨通光电”）、江苏中天科技股份有限公司（以下简称“中天科技”）等有光棒生产能力的企业，公司竞争优势不突出。
- **公司对下游客户议价能力不强，营运资金占用明显。** 公司光纤光缆下游客户主要为电信运营商，接入端设备主要客户为中兴通讯股份有限公司（以下简称“中兴通讯”）、华为技术有限公司（以下简称“华为”）等大型通信设备厂商，下游客户均较为强势，公司对下游议价能力不强。2018 年末公司应收账款为 24.85 亿元，较 2017 年末增长 20.46%，占总资产比重为 32.90%，对公司营运资金的占用较为明显。
- **公司通信设备业务毛利率不高。** 由于公司通信设备业务以代工生产为主，毛利率较低，且公司技术竞争力不强，2018 年该项业务毛利率为 10.67%，同比下降 1.87 个百分点。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	751,390.63	755,308.44	608,708.99	506,549.20
归属于母公司所有者权益	235,333.18	231,686.11	198,157.31	173,947.41
有息债务	279,897.89	290,761.62	169,925.72	155,145.59
资产负债率	62.72%	63.45%	61.04%	59.49%
流动比率	1.34	1.32	1.29	1.26
速动比率	0.93	0.92	0.91	0.84
营业收入	124,723.75	570,600.11	547,307.41	461,241.80
营业利润	4,664.17	35,530.63	33,956.26	24,384.00
净利润	4,022.79	31,318.24	29,756.32	22,906.67
综合毛利率	14.54%	16.30%	16.64%	17.31%
总资产回报率	-	6.49%	7.25%	6.91%
EBITDA	-	56,079.09	51,194.98	41,995.25

EBITDA 利息保障倍数	-	6.01	7.75	8.25
经营活动现金流净额	-34,641.52	-8,113.52	25,293.59	30,047.24

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

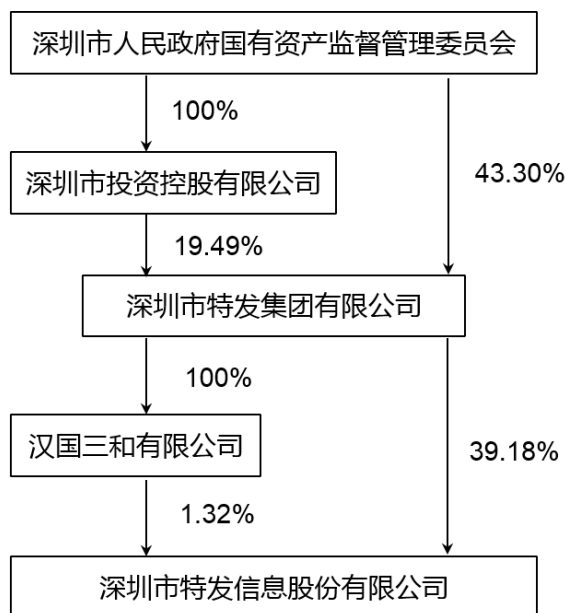
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年11月16日发行5年期4.194亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于深圳市特发信息股份有限公司光纤产业基地厂房建设及特发光纤扩产项目、深圳特发东智能科技有限公司扩产及智能制造项目和成都傅立叶测控地面站数据链系统项目。截至2019年5月24日，本期债券募集资金专项账户余额为22,185.24万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年3月31日，公司注册资本仍为6.27亿元，控股股东仍为深圳市特发集团有限公司，实际控制人仍为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”），公司产权结构如下图所示。

图 1 截至 2019 年 3 月 31 日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2018年11月，公司通过非同一控制下企业合并取得北京神州飞航科技有限责任公司（以下简称“北京神州飞航”）70%股权，并将其纳入合并范围；2018年12月24日，公司与深圳市缔息网络科技有限公司共同新设子公司深圳市特发信息数据科技有限公司（以下简称“特发数据”），公司持有特发数据61%的股权，并将其纳入合并范围。

**表1 2018 年公司合并报表范围变化情况**

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
北京神州飞航科技有限责任公司	70.00%	工业生产	收购
深圳市特发信息数据科技有限公司	61.00%	信息传输、软件和信息技术服务业	新设

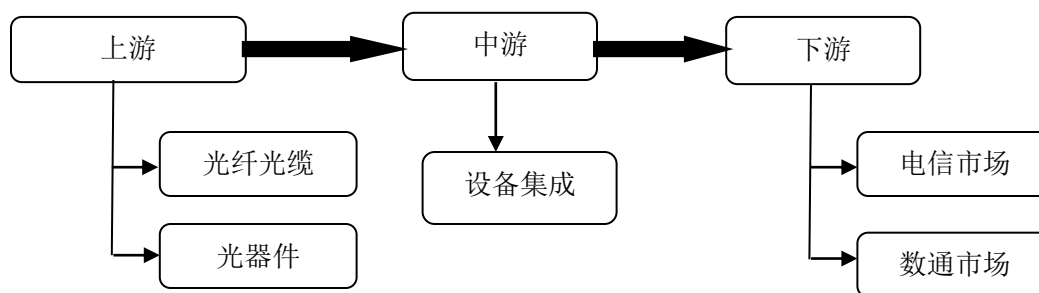
资料来源：公司 2018 年年度报告

### 三、运营环境

**2018年我国光纤接入端口继续增长，光纤接入网（FTTH）作为光通信的核心环节，产业链中的光纤光缆和无源光器件厂商都将受益**

光通信是以光波为载波的通信方式，主要产品包括光纤光缆、光器件（含芯片）和光通信设备，其中光器件是利用电-光子转换效应制成的各种功能器件，功能包括发送接收、波分复用、增益放大、开关交换、系统管理等，分为有源器件和无源器件，为光传输系统的核心；光纤光缆为光通信的传输通道；光通信设备由光器件组成，包括光终端收发机、交换机等。近年光通信产品主要应用领域为电信市场（中国移动、中国联通和中国电信三大运营商为主）和数通市场（大型互联网企业数据中心为主）。产业链如下所示：

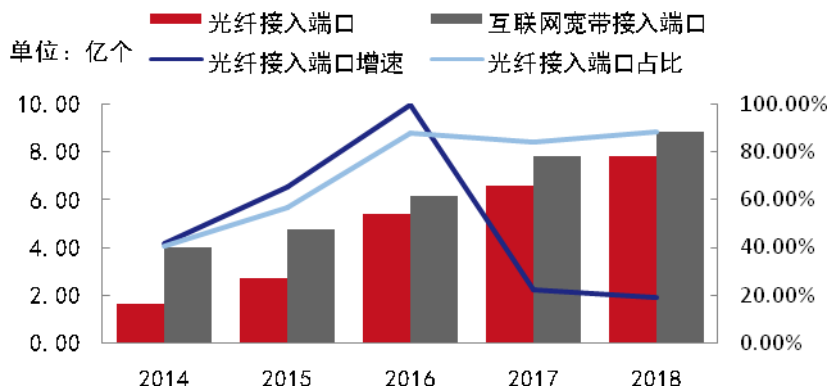
**图 2 光通信行业产业链简图**



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

光纤光缆作为通信传输的最重要的载体之一，随着通信行业投资的不断增加，近年我国光纤光缆规模不断扩大。截至 2018 年末，全国光缆线路总长度达 4,358 万公里，同比增长 16.31%。同时，在“宽带中国”战略的推动下，我国互联网宽带接入端口持续增长，2018 年末达 8.86 亿个，同比增长 13.74%，其中光纤接入端口 7.8 亿个，同比增长 19.03%，光纤接入端口占互联网宽带接入端口的比重为 88.26%，同比提升 3.92 个百分点。随着 4G 移动网络的纵深覆盖，以及“光进铜退”的趋势性发展，叠加 5G 的迅速推进，预计 2019 年光纤接入端口将持续增加，占互联网宽带接入端口比重有望达到 90%。

图3 2014-2018年我国光纤接入端口数量和占比均持续增长



资料来源：工信部，中证鹏元整理

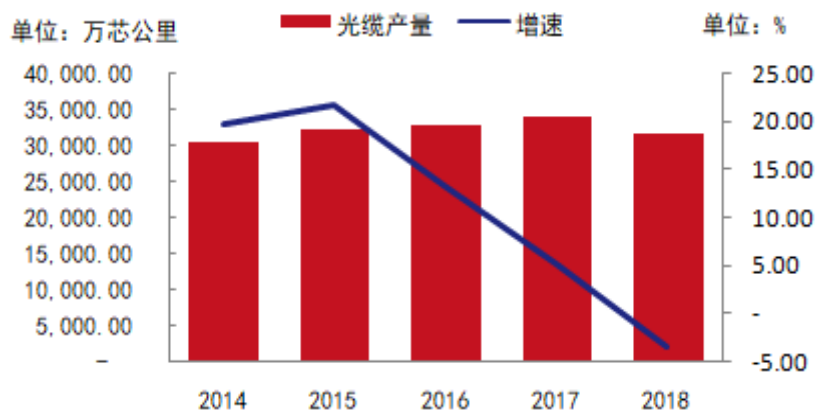
在国内需求加大以及对进口光纤反倾销调查背景下，2018年国内光纤光缆产销情况有所复苏，随着5G的持续推进，光纤光缆市场规模将持续扩大，相关厂商迎来发展契机

从我国光通信行业内企业发展情况看，2011年之前我国光纤光缆和光器件厂商技术实力较弱，国际巨头康宁、Finisar、住友电工、古河电工等在光纤光缆、光纤预制棒、光器件等核心环节有绝对技术优势。2018年，我国对美国和日本的光纤预制棒继续展开反倾销调查，助推国内光纤光缆行业发展。

由于光纤光缆对下游电信市场依赖度较高，故其受运营商周期性集采波动影响较大。随着4G发展日渐成熟和光纤宽带渗透率的提升，市场需求趋于饱和，近年运营商收缩资本开支，国内光纤光缆市场规模增速呈现下滑趋势，随之带动光纤光缆产量增速不断下跌，市场份额亦不断集中。据国家统计局及公开资料统计，2018年我国光缆产量为3.17亿芯千米，同比下滑3.50%，其中烽火通信、长飞光纤、中天科技、亨通光电及富通集团五家企业的市场份额合计达70%以上。随着2019年运营商资本开支触底反弹，预计光纤光缆市场增速将再次发力，我国主要光纤光缆企业扩产动力充足，且注重研发及资本投入，预计未来光纤光缆生产规模将持续提升。然而，光纤预制棒的技术瓶颈及对进口原材料的依赖、对国内市场的严重依赖一定程度上制约了我国光纤光缆企业的发展，但头部企业较为注重技术改进，在提升产能的同时开展光纤预制棒的自主生产和销售。



图 4 近年我国光纤光缆产量增速逐年回落



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

**随着 5G 商用全面普及，未来我国通信设备市场规模增速或有所回升，但随着贸易战的升级等外部不确定因素的增加，或加大通信市场发展的不确定性**

随着 4G 网络逐步普及，全球通信网络投资呈缓慢增长态势，通信行业产业规模亦增长乏力，但 5G 的发展将带动通信设备市场规模增速的回升。据赛迪顾问统计，2017 年全球通信设备市场规模为 5,834.1 亿美元，同比增长 2.5%，其中光通信设备、移动通信设备及网络通信设备市场规模占比分别为 46.1%、40.8%和 13.1%；同期我国通信设备市场规模为 2,457.3 亿元，同比下降 8.3%，其中光通信设备市场规模为 987.9 亿元，同比增长 8.7%，占通信设备市场规模的比重为 40.2%。随着 5G 商用的全面普及，我国通信设备市场规模增速有望迎来回升，预计 2020 年我国通信设备市场规模将达 3,086.9 亿元，同比增速约 20%，其中移动通信设备在市场结构中占比将有所回升，预计 2020 年占比将达到 50.4%，而光通信设备及网络通信设备占比将分别回落至 35.2%和 14.4%。

经过多轮技术更迭与整合重组，全球通信行业逐渐形成几家通信设备商巨头相互竞争的局面，竞争格局趋于稳定。据研究机构 Dell'Oro Group 公布的最新排行榜单，全球前五大通信设备公司分别为华为、诺基亚、爱立信、思科及中兴，合计占全球电信运营商设备市场收入的 75%左右，其中华为占据 28%，其电信设备收入与诺基亚和爱立信的总和大致相当，主要集中在 RAN、交换&路由器、微波、DCI 和光网络等领域，行业头部效应较为明显。另外，我国通信设备厂商竞争实力不断增强并不断蚕食传统欧洲厂商的市场，截至 2018 年 9 月末，我国通信设备厂商占全球市场份额的 45%，市场份额扩大背后是技术的创新和突破，据中国信通院发布的《通信企业 5G 标准必要专利声明量最新排名》，截至

2018年12月28日，在ETSI网站上进行5G标准必要专利声明的企业共计21家，声明专利量累计为11,681件。华为以1,970件5G声明专利排名第一，占比17%，Nokia以1,471件5G声明专利排名第二，占比13%，中兴以1,029件专利排名第6，占比9%。但是，美国拒绝华为进入、中兴管制、中美贸易战以及三星进军通信领域等，亦增加了华为和中兴在市场竞争中的不确定性。

#### 四、经营与竞争

公司营业收入仍主要来自光纤光缆和通信设备的销售，2018年二者收入合计占公司营业收入的92.85%。受光纤光缆经营整体放缓的影响，2018年光纤光缆销售收入同比下降7.31%；通信设备收入主要来自于深圳特发东智科技有限公司（以下简称“特发东智”），2018年该项业务收入保持增长；电子设备销售收入主要来自成都傅立叶电子科技有限公司（以下简称“成都傅立叶”）及北京神州飞航，2018年公司收购北京神州飞航使得该项业务收入增长较多，由于军工设备销售集中在每年四季度，2019年1-3月该项收入规模较小；物业租赁收入主要来自特发信息港大厦、特发信息科技大厦等物业出租；材料销售收入规模相对较小，主要为铝包钢材料等。从各项业务毛利率看，2018年由于订单结构调整，光纤光缆业务毛利率有所提升，2019年光纤光缆价格下降，毛利率亦有所下降；通信设备销售毛利率受市场竞争影响略有下降；电子设备业务毛利率基本无变化。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
光纤光缆销售	35,001.11	18.13%	185,843.95	20.40%	200,495.70	18.65%
通信设备销售	83,961.89	10.75%	343,959.98	10.67%	316,176.06	12.54%
电子设备销售	2,633.36	26.61%	28,077.93	40.08%	18,340.72	40.47%
物业租赁	2,787.46	66.19%	11,177.71	60.97%	10,782.04	55.57%
材料销售	339.94	63.53%	1,540.54	20.73%	1,512.90	39.73%
合计	<b>124,723.75</b>	<b>14.54%</b>	<b>570,600.11</b>	<b>16.30%</b>	<b>547,307.41</b>	<b>16.64%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2018年公司光纤光缆收入有所下降，但整体经营仍较为稳定，同时，公司无光棒生产能力，未形成棒纤缆完整产业链，生产受制于光棒供应，行业内竞争优势不突出**

公司光纤光缆业务现有生产基地包括深圳特发信息光纤有限公司（以下简称“特发光纤”）、广东特发信息光缆有限公司（以下简称“特发光缆”）、重庆特发信息光缆有限公司（以下简称“重庆特发光缆”）和山东特发光源光通信有限公司（以下简称“山东特

发光源”）。其中，特发光纤系公司与长飞光纤合资成立，主要为特发光纤以及重庆特发光纤、山东特发光源等外地子公司供应光纤，生产基地位于深圳市南山区朗山一路的光纤产业园。截至2019年3月末，特发光纤拥有18条生产线，光纤年产能约为1,100万芯公里，但特发光纤产能不足以满足公司光缆生产对光纤的需求，公司部分光纤仍需要外购，待在建光纤扩产项目达产后，将新增800万芯公里的光纤产能。公司光缆生产由各地子公司负责，包括特发光纤、重庆特发光纤、山东特发光源等生产基地，合计光缆年产能约为2,300万芯公里，其中特发光纤产能最大，生产基地位于东莞寮步，且同时生产通信光缆和电力光缆。

**表3 公司主要光纤光缆生产基地及产能情况**

生产基地	位置	投产时间	主要产品	年产能情况
特发光纤	深圳市南山区	1997年	光纤	1,100万芯公里
寮步光通信产业园（特发光纤）	东莞市寮步镇	2011年6月	光缆、电力光缆	1,200万芯公里
重庆特发光纤	重庆市涪陵区	2013年9月	光缆	400万芯公里
山东特发光源	山东省枣庄市	2016年6月	光缆	700万芯公里

资料来源：公司提供

从公司光缆生产的原材料采购成本看，2018年光纤采购单价较为平稳，此外，生产光纤所需的PBT料、电力光缆所需的钢丝等材料价格亦呈现不同程度的上涨，原材料的涨价对公司盈利能力有一定侵蚀。另外，公司光棒主要由长飞光纤供应，2017年以来，光棒供应紧张，在长飞光纤对公司供应不足时，公司亦从部分其他中小光棒生产商处采购。目前光纤光缆行业内仅长飞光纤、亨通光电、杭州富通信息技术股份有限公司（以下简称“杭州富通”）等少数几家企业能实现光棒自给，全行业约有6家企业有光棒生产能力；由于公司无光棒生产能力，未形成完整的产业链，且光棒在整个光纤光缆产业链中利润最高，公司在行业内竞争优势不突出，对供应商的依赖程度较大。因此，公司拟与长飞光纤共同投资设立合资公司，主营光纤预制棒的制造和销售，将逐步形成年产600吨预制棒的产能，未来优先满足公司子公司特发光纤的生产需要。

**表4 公司光纤光缆主要原材料及采购单价情况**

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额（万元）	单价	金额（万元）	单价	金额（万元）	单价
光纤（元/芯公里）	3,011.74	59.90	70,738.81	70.80	78,351.72	70.80
钢丝（元/公斤）	82.88	6.30	4,680.03	7.20	3,570.15	5.90
铝带（元/公斤）	57.58	20.30	1,135.54	19.70	1,721.33	19.60
PBT料（元/公斤）	138.09	11.80	2,532.80	13.70	2,528.79	11.70

PE料（元/公斤）	429.71	9.30	8,703.81	8.90	10,920.83	7.90
缆油膏（元/公斤）	81.90	12.90	1,196.85	10.60	1,685.62	10.80

资料来源：公司提供

公司光纤光缆（含电缆）主要客户为三大运营商及电网公司，其中中国移动为最主要客户。公司对运营商的销售模式主要为：公司根据运营商集采要求进行标前了解、样品制作、投标、签订框架协议，中标后进行生产，运营商集采订单通常分批供货，中国移动一般在发货后3个月付款，中国电信和中国联通付款周期通常为6-9个月。国家电网和南方电网的订单亦主要通过招投标获取，与运营商不同，电网公司多采用项目制，公司按照项目需求分批次供货（小项目一般一次性供货），电网公司按照工程进度付款，一般在供货后3-6个月付款。除运营商和电网公司外，公司亦开拓有线电视、军队、石油、铁路等专网市场，但当前规模较小。

从产销情况来看，2018年和2019年1-3月公司光纤光缆产销率分别为100.16%和136.61%，水平仍然较高。销售均价方面，2018年随着国内原材料供给情况的改善，以及市场整体增速的放缓，光纤光缆单价有所回落，叠加销量的下滑，导致2018年公司光纤光缆销售收入同比下降7.31%。毛利率方面，公司2018年订单结构的调整，使得2018年公司光纤光缆业务毛利率为20.40%，较2017年略有提升，毛利贡献仍较为稳定。

**表5 公司光纤光缆产销情况**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
销售量（万芯公里）	362.24	1,714.47	1,884.63
生产量（万芯公里）	265.16	1,711.78	1,776.35
库存量（万芯公里）	304.41	401.48	404.17
产销率	136.61%	100.16%	106.10%
销售单价（元/芯公里）	200.21	154.43	159.00
销售金额（万元）	35,001.11	185,843.95	200,495.70

注：此处销售量包含合并范围内关联销售量

资料来源：公司提供

2018年以来，公司主动拓展除运营商之外的客户，2018年和2019年1-3月，公司光纤光缆前五大客户销售总额占营业收入比重分别为6.33%和6.64%，客户集中度不高。

**表6 公司近年光纤业务前五大客户销售情况（单位：万元）**

时间	客户	金额	占营业收入比重
2019年 1-3月	客户一	3,446.97	2.76%
	客户二	1,864.77	1.50%
	客户三	1,141.42	0.92%
	客户四	1,019.05	0.82%

	客户五	809.84	0.65%
	合计	<b>8,282.05</b>	<b>6.64%</b>
2018年	客户一	11,041.42	1.94%
	客户二	9,052.41	1.59%
	客户三	7,888.46	1.38%
	客户四	4,438.60	0.78%
	客户五	3,709.58	0.65%
	合计	<b>36,130.47</b>	<b>6.33%</b>
2017年	客户一	7,020.29	1.28%
	客户二	6,115.51	1.12%
	客户三	5,621.98	1.03%
	客户四	5,225.79	0.95%
	客户五	4,535.69	0.83%
	合计	<b>28,519.24</b>	<b>5.21%</b>

资料来源：公司提供

**2018年公司通信设备销售业务收入保持增长，但行业竞争激烈，毛利率有所下降，且公司产品种类相对较少，技术水平不高**

公司通信设备销售业务主要由子公司特发东智运营。特发东智主要采取代工生产的模式，生产基地位于深圳市龙岗区，现有厂区面积超过8万平方米，下游客户包括中兴通讯、华为、烽火通信等企业。特发东智根据客户需求分设生产线，以满足客户保密性要求，由客户下达订单并提出产品规格、性能方面的要求，主要生产产品包括无源光纤网络终端、无线路由器、IPTV机顶盒、分离器和智能路由器等。随着通信行业的快速发展，各大通信企业对通信器件的需求相应增加，带动公司通信设备销售量增加。

**表7 公司通信设备产销及库存情况（单位：万套）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
销售量	1,226.21	5,633.70	5,328.69
生产量	963.33	5,651.24	5,630.33
库存量	385.94	648.83	631.28

资料来源：公司提供

分产品看，公司通信设备业务当前销量较大的产品主要有机顶盒、无线猫（路由器）和PON（光分路器）。受益于产能扩张，2018年无线猫和PON销量分别同比增长20.25%和16.24%，但机顶盒销量同比下降12.92%；销量的增长导致2018年无线猫和PON销售额分别同比增长56.95%和37.24%，而机顶盒销售价格的提升弥补了销量的下降，其销售额基本稳定。2018年机顶盒、无线猫和PON合计销售额26.57亿元，占公司当年通信设备销售额的

77.25%。从各产品的销售单价看，由于产品的主要原材料电容电阻的价格上涨，导致2018年机顶盒、无线猫和PON售价均有所提升。

整体来看，2018年公司实现通信设备销售收入34.40亿元，同比增长8.79%，但由于近年电子代工市场竞争加剧，产品价格整体偏低，对公司盈利形成挤压，2018年公司通信设备销售毛利率同比下降至10.67%。同时，由于公司产品种类较少，技术竞争力不强。

**表8 公司通信设备业务主要产品产销情况**

时间	项目	产量 (万套)	销量 (万套)	销售额 (万元)	销售均价 (元/套)
2019年1-3月	机顶盒	347.36	322.54	17,359.37	53.82
	无线猫	117.15	90.33	6,039.37	66.86
	PON	331.35	320.62	38,814.14	121.06
2018年	机顶盒	1,442.19	1,462.23	78,501.06	53.69
	无线猫	358.00	371.8	21,948.75	59.03
	PON	1,704.01	1,667.92	165,259.94	99.08
2017年	机顶盒	1,701.39	1,679.21	77,246.73	46.00
	无线猫	322.94	309.18	13,984.38	45.23
	PON	1,479.64	1,434.91	120,417.69	83.92

资料来源：公司提供

从通信设备生产的原材料采购成本看，2018年公司IC（BOSA）采购价格继续下降，阻容、PCB、IC、电源和五金塑胶件的采购单价均有所上升。

**表9 公司通信设备主要原材料采购单价情况**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
IC（元/件）	3.12	3.21	2.61
IC（BOSA）（元/件）	20.90	21.62	28.86
阻容（元/百件）	1.02	2.71	1.19
PCB（元/件）	5.19	5.49	4.76
电源（元/件）	3.63	3.03	3.01
五金塑胶件（元/件）	0.52	0.39	0.36

资料来源：公司提供

2018年及2019年1-3月，公司通信设备前五大客户销售总额占营业收入比重分别为44.48%和46.01%，集中度较高，客户主要为中兴通讯、华为等“行业巨头”，公司对下游的议价能力不强。

**表10 近年公司通信业务前五大客户销售情况（单位：万元）**

时间	客户	金额	占营业收入 比重
----	----	----	-------------

2019年1-3月	客户一	22,639.97	18.15%
	客户二	16,966.14	13.60%
	客户三	10,791.53	8.65%
	客户四	3,648.66	2.93%
	客户五	3,334.85	2.67%
	合计	<b>57,381.15</b>	<b>46.01%</b>
2018年	客户一	129,293.60	22.66%
	客户二	45,378.22	7.95%
	客户三	43,990.77	7.71%
	客户四	26,207.89	4.59%
	客户五	8,955.74	1.57%
	合计	<b>253,826.22</b>	<b>44.48%</b>
2017年	客户一	142,655.23	26.06%
	客户二	61,043.16	11.15%
	客户三	47,877.26	8.75%
	客户四	10,185.72	1.86%
	客户五	4,474.52	0.82%
	合计	<b>266,235.89</b>	<b>48.64%</b>

资料来源：公司提供

**2018年公司电子设备销售收入规模继续扩大，但由于军工电子产品客户多为军队，较为强势，公司对下游议价能力不强**

公司电子设备销售业务主要由子公司成都傅立叶和北京神州飞航运营。成都傅立叶的核心技术是数据处理技术，主要产品包括航空通讯设备、数据记录仪和弹载计算器。2018年11月，公司收购北京神州飞航70%的股权，北京神州飞航主要产品涵盖工业计算机及平台、通讯接口、数据采集、嵌入式系统、信号处理、飞控、加固计算机等领域。北京神州飞航的装备类产品与成都傅立叶军品的配套类产品在产品形态、产品功能和研发实施等方面具有一致性和互补性。

从销售模式来看，公司军工电子设备通过销售部建立与客户深入的需求沟通，积极参与这些项目配套产品定制化设计开发和产品定型，建立供需配套关系，实现批量配套产品的生产。在此种生产模式下，产能不适用于定制化军工电子设备。2018年，由于成都傅立叶承接了大量的军用手机订单，导致当期电子设备产品的产销量均大幅上升。由于军工产品定制化程度较高，不同产品型号之间价格差异较大，2018年电子设备销售单价下降较多。销量的增加弥补了单价的下降，同时公司2018年将北京神州飞航纳入合并范围，导致同期电子设备销售收入同比增长53.09%至2.81亿元。毛利率方面，2018年公司电子设备

业务毛利率为40.08%，较2017年基本无变化。

**表11 公司电子设备产销情况**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
销售量(套)	1,388	40,133	1,443
生产量(套)	1,756	44,677	2,011
库存量(套)	5,665	5,297	753
销售单价(元/套)	18,972.30	6,996.22	127,101.29
销售金额(万元)	2,633.36	28,077.93	18,340.72

资料来源：公司提供

#### 公司投资性房地产收益性较好，能带来较稳定租金收入

公司可租物业主要包括特发信息港大厦、特发信息科技大厦、泰科大厦和特发信息光通信产业园，合计可租面积约10.10万平方米。其中，特发信息港大厦、特发信息科技大厦均位于深圳市南山区科技园，位置相对较好，2018年特发信息港大厦和特发信息科技大厦的出租率分别为98.6%和100%；特发信息光通信产业园位于东莞市华南深圳市特发服务股份有限公司<sup>1</sup>（以下简称“特发服务”）工业园，主要租户为入园工业企业。公司租户均由公司招标入驻，物业管理均委托特发服务进行管理，采取“包干制”，由特发服务自负盈亏。2018年公司实现物业租赁收入1.12亿元，毛利率为60.97%，盈利能力较好，租赁业务能为公司带来较稳定的现金流入。

**表12 公司物业基本情况（单位：平方米、元/平方米·月、个）**

项目名称	位置	建成时间	建筑面积	可租面积	2018年出租率	停车位
特发信息港大厦	深圳市南山区科技园科丰路2号	2011年7月	93,024.40	65,072.61	98.6%	475
特发信息科技大厦	深圳市南山区科技园琼宇路	2015年12月	39,434.81	29,521.32	100%	178
泰科大厦	深圳市福田区泰科路2号	1990年	7,229.84	6,422.06	100%	-
特发信息光通信产业园	东莞市寮步镇华南工业园金富东路3号	2011年6月	50,442.45	-	-	48
合计	-	-	<b>190,131.50</b>	<b>101,015.99</b>	<b>99.10%</b>	<b>701</b>

资料来源：公司提供

**2018年公司收购北京神州飞航，拓展了公司军工电子设备板块，但收购成都傅立叶和北京神州飞航形成较大规模商誉，需关注商誉减值风险**

公司积极推进并购业务，2015年以来先后并购了特发东智、成都傅立叶和北京神州飞航。2018年特发东智实现合并口径下扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润

<sup>1</sup> 2018年11月，深圳市特发物业管理有限公司更名为深圳市特发服务股份有限公司。



7,027.37万元，完成陈传荣就特发东智2018-2020年业绩单独作出的补充承诺，系2018-2020年净利润均不低于2017年承诺净利润（即5,860万元）。

**表13 特发东智主要财务数据（单位：万元）**

项目	2019年3月	2018年	2017年
总资产	269,935.93	266,329.15	214,126.44
净资产	67,915.13	66,057.89	57,408.77
营业收入	66,640.54	290,552.12	255,714.23
净利润	1,862.54	8,642.95	11,038.92

资料来源：公司提供

根据成都傅立叶2018年审计报告，戴荣等人就成都傅立叶2018-2020年业绩单独作出补充承诺：2018-2020年净利润均不低于2017年承诺净利润（即3,500万元）。2018年，成都傅立叶实现净利润3,463.92万元，尚未达到2018-2020年业绩补充承诺，后续需关注其形成的商誉减值风险。

**表14 成都傅立叶主要财务数据（单位：万元）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
总资产	30,866.54	37,499.41	30,024.42
净资产	17,128.16	17,382.30	13,918.37
营业收入	828.87	23,522.25	18,398.70
净利润	-254.14	3,463.92	4,366.06

资料来源：公司提供

2018年11月，公司以自有资金3.15亿元收购北京神州飞航原股东李建国、王雨辰、范宜敏、古春江所持有的北京神州飞航70%股权，形成商誉2.46亿元。北京神州飞航成立于2004年10月，专业从事军用计算机、军用总线测试及仿真设备、信号处理及导航、工业自动化数据采集及测试平台的研制、销售和服务等。根据收购时的业绩承诺，2018-2020年李建国、王雨辰、范宜敏、古春江承诺北京神州飞航2018-2020年的净利润分别不低于3,000万元、4,000万元和5,000万元，三年累积承诺净利润总额不低于12,000万元。2018年，北京神州飞航实现净利润3,463.25万元，完成业绩承诺。

**表15 北京神州飞航主要财务数据（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	14,026.30	7,693.22	7,016.86
净资产	8,417.55	4,825.73	4,010.69
营业收入	10,364.61	5,891.84	4,805.72
净利润	3,463.25	815.04	383.91

资料来源：公司提供

## 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天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的2018年度审计报告及未经审计的2019年一季报，报告均采用新会计准则编制。以下分析中2017年数据均采用2018年审计报告期初数。2018年，公司合并报表范围变化情况见表1。

### 资产结构与质量

**公司资产规模有所扩大，资产受限比例较低，但应收账款和存货占比较高，对营运资金占用明显**

近年公司资产规模有所扩大，2018年末总资产为75.53亿元，同比增长24.08%。从资产结构来看，流动资产占比较高，2018年末流动资产占总资产比重为74.74%。截至2019年3月末，公司资产总额为75.14亿元，较2018年末变化不大，流动资产占比为74.83%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款和存货构成。2018年末，公司货币资金为9.59亿元，其中抵押、质押及冻结等受限资金0.94亿元。受一季度支付货款较多的影响，2019年3月末公司货币资金同比下降15.54%至8.10亿元。截至2018年末，公司应收票据及应收账款为25.64亿元，包括应收票据0.79亿元及应收账款24.85亿元，其中应收账款主要系光纤光缆和通信设备销售款，账龄在1年以内的应收账款余额为21.18亿元，占应收账款余额比重83.77%，应收账款计提坏账准备0.44亿元，考虑到公司应收对象主要为电信运营商、电网公司以及中兴通讯、华为、烽火通信等大型通信设备厂商，发生坏账的可能性较小，应收账款整体回收风险不大，但由于规模较大，对公司营运资金的占用较明显。公司存货主要由原材料、库存商品、在产品和发出商品构成，2018年末为17.18亿元，计提了1.00亿元存货跌价准备，考虑到光通信行业景气度的提升，通信设备多按照订单进行生产，公司存货跌价风险相对较小。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和商誉构成。投资性房地产主要为特发信息科技大厦以及工业厂房等，2018年末为3.32亿元，其中2.04亿元因尚未竣工、产权正在办理等原因尚未办妥产权证明。公司投资性房地产多数地段较好，出租率较高，可带来较为稳定的现金流入。固定资产主要系生产经营所需的机械设备、房屋建筑物、运输设备等，主要包括光纤拉丝所需的拉丝塔以及电子设备生产所需的贴片机等，2018年末为

6.97亿元，计提累计折旧6.18亿元，部分设备更新需求较大。2018年末，公司商誉为4.57亿元，主要包括收购成都傅立叶形成的商誉2.06亿元和2018年收购北京神州飞航形成的商誉2.46亿元。

**表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	81,011.53	10.78%	95,922.30	12.70%	85,074.46	13.98%
应收票据及应收账款	277,215.50	36.89%	256,440.41	33.95%	216,662.15	35.59%
存货	170,690.71	22.72%	171,806.74	22.75%	133,888.57	22.00%
<b>流动资产合计</b>	<b>562,276.15</b>	<b>74.83%</b>	<b>564,529.49</b>	<b>74.74%</b>	<b>453,483.01</b>	<b>74.50%</b>
投资性房地产	33,017.12	4.39%	33,204.16	4.40%	37,533.59	6.17%
固定资产	68,718.93	9.15%	69,687.16	9.23%	57,519.03	9.45%
商誉	45,694.58	6.08%	45,694.58	6.05%	21,072.58	3.46%
<b>非流动资产合计</b>	<b>189,114.48</b>	<b>25.17%</b>	<b>190,778.95</b>	<b>25.26%</b>	<b>155,225.98</b>	<b>25.50%</b>
<b>资产总计</b>	<b>751,390.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>755,308.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>608,708.99</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

截至2018年末，公司受限资产合计2.58亿元，占同期总资产比重3.41%，主要系用于质押的应收账款、用于借款抵押的固定资产及投资性房地产和保证金等，整体受限比例不高。

整体来看，2018年公司资产规模有所扩大，资产受限比例较低，但应收账款和存货占比较高，对营运资金占用明显。

## 资产运营效率

### 公司净营业周期有所延长，资产运营效率下降

公司主要业务为光纤光缆和通信设备，光纤光缆下游主要为三大运营商，账期较为稳定，一般中国移动在发货后3个月付款，中国电信和中国联通付款周期通常为6-9个月；通信设备下游客户主要为中兴通讯和华为等通信设备厂商，中兴通讯采用“2+5”模式，即2个月账期外加5个月承兑汇票，华为多采用“1+3模式”，为提高资金周转效率，特发东智在资金紧张时多进行票据贴现操作。随着特发东智业务规模的扩大及部分客户信用政策收紧，公司应收账款周转天数有所增加。公司发出商品、库存商品规模较大，存货周转天数亦有所增加，存货周转效率一般。从采购端看，公司除部分期间光棒供应紧张时需预付账款以及特发东智部分核心芯片的采购需预付账款外，其余采购多采用“1+3”模式，即1

个月账期外加3个月商业承兑汇票；公司通过拉长供应商账期转嫁下游客户的资金占用。上述因素综合导致公司净营业周期的延长。从资产周转水平来看，受公司资产规模扩张的影响，公司总资产周转天数有所增加，资产整体运营效率有所下降。

**表17 公司主要运营效率指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
应收账款（含应收票据）周转天数	149.24	123.36
存货周转天数	115.21	100.16
应付账款（含应付票据）周转天数	182.69	167.92
净营业周期	81.76	55.61
流动资产周转天数	321.14	266.81
固定资产周转天数	40.13	38.17
总资产周转天数	430.29	366.79

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司营业收入和利润规模继续增长，2018年毛利率水平与上年持平

公司营业收入主要来自于光纤光缆和通信设备销售。受益于通信设备收入的增加，以及电子设备销售收入的快速增长，2018年公司实现营业收入57.06亿元，同比增长4.26%。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为16.30%，较2017年变化不大。随着公司营业收入规模的扩大，2018年期间费用率有所下降。由于通信行业景气度较高，公司业务规模稳步增长，2018年公司营业利润、利润总额及净利润均有所上升，三者同比增速分别为4.64%、4.12%和5.25%，盈利能力良好。

**表18 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	124,723.75	570,600.11	547,307.41
营业利润	4,664.17	35,530.63	33,956.26
利润总额	4,684.54	35,324.43	33,927.02
净利润	4,022.79	31,318.24	29,756.32
综合毛利率	14.54%	16.30%	16.64%
期间费用率	11.00%	9.26%	9.99%
营业利润率	3.74%	6.23%	6.20%
总资产回报率	-	6.49%	7.25%
净资产收益率	-	12.20%	13.45%
营业收入增长率	-	4.26%	18.66%

净利润增长率	-	5.25%	29.90%
--------	---	-------	--------

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司现金生成能力尚可，但2018年经营活动现金流表现不佳

2018年公司收现比为0.87，较2017年有所下降，现金回笼情况有所减弱，但随着净利润、非付现费用和非经营损益增加，FFO同比增长19.15%，现金生成能力尚可。由于公司主要客户包括三大运营商和两大电网公司，以及中兴通讯、华为、烽火通信等大型设备商，账期较为稳定，但应收账款规模较大，且多在年末集中回款，对营运资金占用明显。2018年由于公司扩产，增加材料备货支出，导致同期经营活动现金流量净额同比下降132.08%，经营活动现金净流出0.81亿元，经营活动现金流表现不佳。

投资活动方面，2018年由于公司支付收购北京神州飞航的股权款以及购买理财产品，投资活动现金流出规模较大，净流出金额为6.55亿元。筹资活动方面，公司主要通过经营性资金占用保持资金周转，现有融资渠道主要为银行借款。2018年公司筹资活动现金净流入8.12亿元，主要系公司借款增加及发行可转换公司债券所致。

表19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
收现比	1.08	0.87	0.92
净利润	4,022.79	31,318.24	29,756.32
非付现费用	-	17,783.38	12,635.69
非经营损益	-	5,268.30	3,239.90
FFO	-	54,369.92	45,631.91
营运资本变化	-	-62,483.45	-20,338.33
其中：存货减少（减：增加）	-	-38,750.61	-14,251.34
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-43,185.34	-58,696.04
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	19,452.50	52,609.05
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-34,641.52</b>	<b>-8,113.52</b>	<b>25,293.59</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>12,431.69</b>	<b>-65,517.30</b>	<b>-13,956.02</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>7,125.28</b>	<b>81,179.39</b>	<b>14,404.79</b>
现金及现金等价物净增加额	-15,155.76	7,539.06	25,779.98

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司短期有息债务规模较大，存在一定的短期偿债压力

随着利润的累积，公司所有者权益有所增长，截至2019年3月末，公司所有者权益为28.01亿元，较2017年末增长18.11%。由于公司短期借款的增加及可转债的发行，公司负债总额继续增加，截至2019年3月末，公司负债总额为47.13亿元，较2017年末增长26.84%。2019年3月末，公司产权比率为168.25%，所有者权益对负债的覆盖程度较低。

**表20 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	471,277.06	479,212.37	371,539.45
所有者权益	280,113.56	276,096.07	237,169.55
产权比率	168.25%	173.57%	156.66%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要为短期借款和经营性负债构成的流动负债，2019年3月末，流动负债占负债总额的比重为89.03%。流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款和其他应付款构成。截至2018年末，公司短期借款为11.11亿元，其中信用借款为9.83亿元。应付票据及应付账款主要系应付货款，2018年末为24.60亿元，包括应付票据12.97亿元和应付账款11.64亿元。公司其他应付款包括往来款、设备工程款及应计服务费等，2018年末为2.70亿元。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。长期借款包括抵押借款、少量保证借款和信用借款，2018年末为1.38亿元。应付债券系公司于2018年公开发行的“特发转债”，2019年3月末为3.40亿元。

**表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	125,763.33	26.69%	111,092.59	23.18%	60,219.00	16.21%
应付票据及应付账款	236,263.82	50.13%	246,031.68	51.34%	238,721.78	64.25%
其他应付款	23,670.89	5.02%	26,953.84	5.62%	19,400.36	5.22%
<b>流动负债合计</b>	<b>419,556.17</b>	<b>89.03%</b>	<b>427,450.88</b>	<b>89.20%</b>	<b>352,573.82</b>	<b>94.90%</b>
长期借款	13,495.74	2.86%	13,787.01	2.88%	14,849.33	4.00%
应付债券	34,017.86	7.22%	33,573.70	7.01%	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>51,720.89</b>	<b>10.97%</b>	<b>51,761.49</b>	<b>10.80%</b>	<b>18,965.63</b>	<b>5.10%</b>
<b>负债合计</b>	<b>471,277.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>479,212.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>371,539.45</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	279,897.89	59.39%	290,761.62	60.67%	169,925.72	45.74%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

截至2019年3月末，公司有息负债为27.99亿元，占负债总额的比重为59.39%，包括以短期借款和应付票据为主的短期有息债务23.24亿元、以长期借款和应付债券为主的长期有息债务4.75亿元。公司短期有息债务规模较大，存在一定的短期偿债压力。

截至2019年3月末，公司资产负债率为62.72%。2018年，公司流动比率和速动比率变化不大。受益于利润总额的增加，公司EBITDA有所增长，2018年末有息债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为5.18和6.01，公司EBITDA对有息债务及其利息支出的保障程度较好。

**表22 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	62.72%	63.45%	61.04%
流动比率	1.34	1.32	1.29
速动比率	0.93	0.92	0.91
EBITDA（万元）	-	56,079.09	51,194.98
EBITDA 利息保障倍数	-	6.01	7.75
有息债务/EBITDA	-	5.18	3.32
债务总额/EBITDA	-	8.55	7.26
经营性净现金流/流动负债	-	-0.02	0.07
经营性净现金流/负债总额	-	-0.02	0.07

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

（1）2003年9月10日、12日，公司委托汉唐证券有限公司（以下简称“汉唐证券”）进行国债投资，金额分别为3,000万元和2,000万元，至2004年9月10日、12日到期后汉唐证券未能如期兑付，公司于2004年9月起诉汉唐证券并申请了诉前财产保全，2005年汉唐证券进入行政清算阶段。后经法院审理，公司分别于2009年1月、2011年3-4月、2013年1月、

2014年12月获得第一次债权人分配款356.96万元、第二次破产财产分配2,016.26万元、第三次破产财产分配202.93万元、第四次破产财产分配款194.38万元。截至2018年12月31日，公司该项债务账面余额2,229.47万元，已全额计提坏账准备。

(2) 2016年6月，记忆电子有限公司（以下简称“记忆电子”）称特发东智与其签订BOHS订单及货款，特发东智共欠其货款300.79万美元，特发东智查实订单系由已于2016年4月解除职务的原采购部经理完成，所签合同公章经司法鉴定为伪造。2016年10月，记忆电子提起诉讼请求特发东智支付300.79万美元货款、未执行订单损失13.28万美元、涉诉公证费1.74万港币、律师费20万元及其资金占用利息等，2016年11月，记忆电子申请财产诉讼保全，查封特发东智银行存款2,176.74万元。截至2018年12月31日，该案尚在审理中。

(3) 2018年4月，特发东智客户反映其销售的部分商品存在质量缺陷。经查实，产品出现质量缺陷系特发东智向深圳市彩虹奥特姆科技有限公司（以下简称“彩虹奥特姆”）购买的原材料不良导致，因此特发东智按照合同约定，暂停向彩虹奥特姆支付货款。彩虹奥特姆与特发东智就该事件的协商中亦达成由其承担全责、暂停支付货款的一致。2018年12月，彩虹奥特姆以特发东智无故拒付货款为由，向深圳市南山区人民法院提请诉讼，请求判令特发东智支付货款409.09万元、逾期利息7.66万元并承担本案诉讼费。2018年12月26日，彩虹奥特姆科技申请诉讼财产保全，查封冻结特发东智存于宁波银行南山支行的银行存款人民币416.00万元。截至2018年12月31日，该案尚在审理中。

## 七、评级结论

公司是三大电信运营商线缆主流供应商之一，2018年公司光纤光缆业务仍较为稳定。同时，公司通信设备和电子设备销售业务增长较快，带动公司营业收入和利润继续增长。此外，公司现有投资性房地产出租业务经营良好，物业位置较好，出租率较高，可为公司带来稳定的现金流入。

但我们也注意到，光棒是光纤光缆产业链的技术核心，公司无光棒生产能力，对供应商的依赖较大，行业内竞争优势不突出。公司客户主要为运营商及大型设备商等，较为强势，公司对下游客户议价能力不强，营运资金占用明显。同时，公司通信设备业务多为代工，毛利率不高。

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



## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	81,011.53	95,922.30	85,074.46	61,068.88
应收票据及应收账款	277,215.50	256,440.41	216,662.15	158,430.78
存货	170,690.71	171,806.74	133,888.57	119,992.87
流动资产合计	562,276.15	564,529.49	453,483.01	357,774.64
固定资产	68,718.93	69,687.16	57,519.03	58,528.52
非流动资产合计	189,114.48	190,778.95	155,225.98	148,774.56
总资产	751,390.63	755,308.44	608,708.99	506,549.20
短期借款	125,763.33	111,092.59	60,219.00	47,946.70
应付票据及应付账款	236,263.82	246,031.68	238,721.78	186,888.77
一年内到期的非流动负债	2,373.36	2,654.35	2,368.93	511.76
流动负债合计	419,556.17	427,450.88	352,573.82	283,086.36
长期借款	13,495.74	13,787.01	14,849.33	13,682.82
应付债券	34,017.86	33,573.70	-	-
非流动负债合计	51,720.89	51,761.49	18,965.63	18,281.29
总负债	471,277.06	479,212.37	371,539.45	301,367.64
有息负债	279,897.89	290,761.62	169,925.72	155,145.59
所有者权益合计	280,113.56	276,096.07	237,169.55	205,181.56
营业收入	124,723.75	570,600.11	547,307.41	461,241.80
营业利润	4,664.17	35,530.63	33,956.26	24,384.00
净利润	4,022.79	31,318.24	29,756.32	22,906.67
经营活动产生的现金流量净额	-34,641.52	-8,113.52	25,293.59	30,047.24
投资活动产生的现金流量净额	12,431.69	-65,517.30	-13,956.02	-28,143.05
筹资活动产生的现金流量净额	7,125.28	81,179.39	14,404.79	9,808.59
财务指标	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
应收账款（含应收票据）周转天数	-	149.24	123.36	109.15
存货周转天数	-	115.21	100.16	99.61
应付账款（含应付票据）周转天数	-	182.69	167.92	144.43
净营业周期	-	81.76	55.61	60.60
流动资产周转天数	-	321.14	266.81	244.22
固定资产周转天数	-	40.13	38.17	43.59
总资产周转天数	-	430.29	366.79	355.52
综合毛利率	14.54%	16.30%	16.64%	17.31%
期间费用率	11.00%	9.26%	9.99%	10.90%
营业利润率	3.74%	6.23%	6.20%	5.29%
总资产回报率	-	6.49%	7.25%	6.91%
净资产收益率	-	12.20%	13.45%	11.87%

营业收入增长率	-	4.26%	18.66%	88.28%
净利润增长率	-	5.25%	29.90%	101.61%
资产负债率	62.72%	63.45%	61.04%	59.49%
流动比率	1.34	1.32	1.29	1.26
速动比率	0.93	0.92	0.91	0.84
EBITDA (万元)	-	56,079.09	51,194.98	41,995.25
EBITDA 利息保障倍数	-	6.01	7.75	8.25
有息债务/EBITDA	-	5.18	3.32	3.69
债务总额/EBITDA	-	8.55	7.26	7.18
经营性净现金流/流动负债	-	-0.02	0.07	0.11
经营性净现金流/负债总额	-	-0.02	0.07	0.10

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

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

## 附录三 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。