

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)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【209】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：
郇宇鸿 林心平

电话：
0755-82873966

邮箱：
gaoyh@cspengyuan.com

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

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） 2019 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	2019 年 6 月 14 日	2018 年 5 月 25 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.SZ）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 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，继续将公司主体长期信用等级和本期债券信用等级列入信用评级观察名单。该评级结果是考虑到公司技术和研发实力较强，传统电声产品和健康电器业务稳健发展，营业收入规模持续扩大，主业回款能力和经营活动现金流仍表现较好。同时中证鹏元也关注到，消费电子类行业竞争加剧，技术更新换代较快，受金属外观件行业景气度下行的影响，子公司欧朋达科技（深圳）有限公司（以下简称“欧朋达”）2018 年产生经营性亏损，公司已对其计提大额商誉减值，导致 2018 年公司经营业绩大额亏损，叠加产品结构调整、原材料价格上涨以及人工成本增加，公司盈利能力明显下滑；同时公司收购深圳市富诚达科技有限公司（以下简称“富诚达”）产生的商誉规模仍较大，若后续业绩不达预期将面临较大的商誉减值风险；此外，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也可能影响公司盈利水平。

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。

- **公司传统电声产品和健康电器业务稳健发展，营业收入规模持续扩大，主业回款能力和经营活动现金流表现较好。**公司本部传统业务电声产品和健康电器 2018 年业务收入同比分别增长 30.46%和 13.19%，仍保持稳健的增长态势。公司经营活动现金流和主业回款情况均表现较好，2018 年和 2019 年第一季度收现比分别为 1.17 和 1.35，经营活动现金分别净流入 5.87 亿元和 1.28 亿元。

关注：

- **消费类电子行业面临市场竞争加剧和技术更新换代的风险。**消费类电子行业市场 竞争加剧，产品受市场、技术、工艺、设计的创新驱动不断升级换代。智能手机 全球出货量连续两年下滑，移动智能终端行业高速增长时代已经进入尾声，同时为 满足 5G 对信号传输速度的要求，手机机壳材料去金属化趋势明显。
- **公司经营业绩大额亏损，盈利能力明显下滑。**2018 年金属外观件行业景气度下滑， 欧朋达原主力客户订单严重萎缩，由于公司对欧朋达计提大额商誉减值及存货跌 价准备，2018 年公司营业利润和净利润分别亏损 7.30 亿元、7.82 亿元。欧朋达订 单萎缩、低价处置存货造成经营亏损，叠加毛利率较低的内销电声产品占比提升、 人工成本增加、部分原材料价格上涨等因素，2018 年公司综合毛利率同比下滑 9.92 个百分点至 17.95%。公司各个板块业务毛利率均有不同程度的下降，盈利能力明 显下滑。
- **公司仍面临较大的商誉减值风险。**2018 年末公司商誉规模 28.00 亿元，占总资产 的 36.41%；公司商誉规模大，占总资产的比重最高，欧朋达已计提大额商誉减值， 2018 年富诚达经营业绩已不达预期并需支付业绩补偿款，未来公司仍面临较大的 商誉减值风险。
- **公司客户集中度高，对单个客户存在较大依赖。**2018 年至 2019 年一季度，公司电 声产品前五大客户销售占比分别为 67.88%和 80.78%，健康电器前五大客户销售占 比分别为 69.45%和 73.27%；2018 年富诚达向 Apple 及其指定 EMS 厂商的销售额 占其营业收入的比例为 83.89%。公司各个业务板块均存在客户集中度高的问题， 后续若重要客户产品及采购政策产生调整，将对公司经营造成重大不利影响。
- **公司电声和健康电器业务面临一定的汇率波动、出口退税政策变动等风险。**公司 本部产品外销所占比重仍较大，考虑到近年人民币汇率波动幅度较大，国际贸易 形势更为复杂，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产品目前退税率为 17.00%，2016-2018 年

公司收到的税费返还额分别为 12,420.98 万元、16,278.60 万元和 31,461.14 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较大影响。

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	783,602.74	768,982.41	878,178.78	414,610.81
归属于母公司所有者权益合计	527,706.37	522,730.88	615,821.34	283,707.08
有息债务	139,615.16	126,558.80	113,375.56	64,185.37
资产负债率	32.63%	31.99%	29.83%	31.49%
流动比率	1.43	1.41	1.50	2.29
速动比率	1.13	1.16	1.11	1.78
营业收入	67,872.67	334,550.47	320,986.03	210,358.20
资产减值损失	-800.19	97,148.92	3,266.85	1,137.22
营业利润	5,187.67	-72,971.08	50,107.85	42,238.99
净利润	4,825.82	-78,169.98	44,444.62	38,667.58
综合毛利率	21.29%	17.95%	27.87%	30.88%
总资产回报率	-	-8.23%	8.28%	12.53%
EBITDA	-	-47,258.64	72,589.08	51,888.93
EBITDA 利息保障倍数	-	-11.07	23.23	36.14
经营活动现金流净额	12,803.74	58,675.33	35,034.96	35,889.05

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计 2019 年第一季度报告，中证鹏元整理

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12月31日，本期债券募集资金已使用完毕，募集资金专项账户余额为0元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变化。自然人肖奋持有公司37.70%股份，为公司控股股东和实际控制人。截至2019年3月末，肖奋持有公司股份数量为779,491,272股，其中704,446,350股已质押，质押比例高达90.37%。公司前十名股东持股及质押情况见表1。

表1 截至2019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	37.77%	779,491,272	704,446,350
2	文忠泽	境内自然人	4.81%	99,330,363	-
3	肖勇	境内自然人	3.29%	67,932,646	59,900,000
4	董小林	境内自然人	3.12%	64,418,810	-
5	张敬明	境内自然人	3.11%	64,145,057	-
6	胡羽翎	境内自然人	2.75%	56,842,514	-
7	刘方觉	境内自然人	2.74%	56,607,089	55,435,765
8	肖晓	境内自然人	2.19%	45,293,377	30,564,994
9	肖文英	境内自然人	2.10%	43,305,402	42,826,776
10	深圳市泓锦文大田股权投资合伙企业（有限合伙）	其他	1.79%	37,016,113	-
合计			63.67%	1,314,382,643	893,173,885

注：刘方觉为肖奋配偶，肖文英为肖奋姐姐，肖勇为肖奋弟弟，肖晓为肖奋妹夫。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

截至2018年底，公司注册资本和总股本均增加至206,462.57万元，主要是向特定交易对象进行股权激励及资本公积金转增股本（每10股转增3.977059股，共计转增591,751,131股）所致。跟踪期内，公司合并范围未发生变化。

表2 截至2018年底公司纳入合并报表范围的一级子公司情况

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 2018 年审计报告

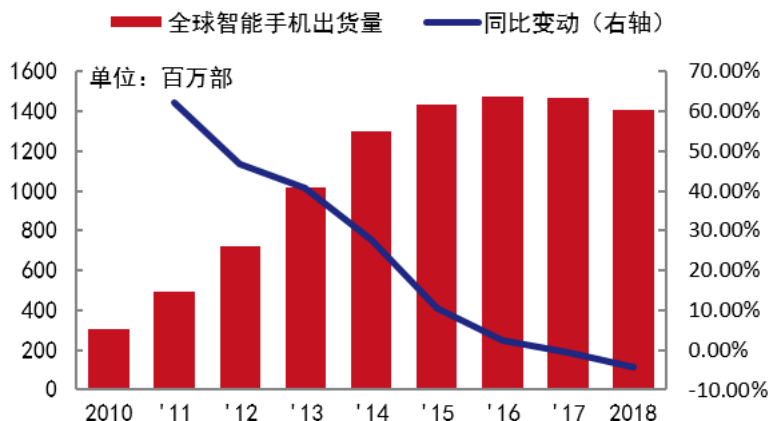
三、运营环境

智能手机全球出货量连续两年下滑，移动智能终端行业高增长时代已经进入尾声；为满足5G对信号传输速度的要求，手机机壳材料去金属化趋势明显

精密金属制造行业内企业数量庞大，行业集中度不高，技术和研发实力较强的企业具备一定的竞争实力。但随着行业饱和度的提升，行业产能投放不断增加，行业竞争程度日益加剧，叠加原材料价格上涨和人力成本上升等因素的影响，产品毛利率呈不断下滑的趋势。精密金属制造可以为智能手机、平板电脑、笔记本电脑等智能终端提供外壳、中框、按键、镜头环等外观部分或部分内置精密金属结构件，因此手机、平板电脑等领域的增长潜力对行业未来发展构成重大影响。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，2017年全球智能手机出货量为14.72亿部，同比减少0.07%，出货量首次出现下跌；2018年出货量继续下降至14.05亿部，同比减少4.14%。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。综合而言，4G红利逐渐消失、市场需求减弱、痛点创新不足、产品同质化等问题均是智能机市场饱和，市场出货量不断下滑的原因。

图1 2010-2018年全球智能手机出货量及增速



资料来源：IDC，中证鹏元整理

伴随着手机轻量化的步伐和金属加工工艺的进步，2015年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，金属后盖迅速成为主流，在2017年的时候达到高峰。手机金属外观在机壳厚度、散热性能和可回收性等多方面具有一定的优势，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。此外，金属外观件行业内竞争激烈，部分业内企业过于依赖大客户，一旦主力客户不达销售预期或改变采购策略，金属外观件生产商则面临重大不利的经营风险。

2018年以来，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更高，金属背板具有对信号屏蔽的重大缺陷，已成为其发展的重大瓶颈。目前例如玻璃、陶瓷等非金属背板已逐渐成为智能手机外壳的主流。从2018年各大主流终端，如苹果、三星、华为、oppo、vivo、小米等发布的新机型来看，双曲面玻璃及陶瓷后盖已经成为高端机的标配，而复合材料高压成型盖板也在加速崛起，正逐步渗透到中低端机型中，手机后盖去金属化基本已成定局。

多媒体音箱需求量受新型音源设备发展拉动仍保持增长，智能音箱产品有望成为智能家居的控制中心，以语音作为人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不高

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内产品销量的重要因素。欧美等发达地区居民的购买力强，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。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。随着人工智能的发展，我国智能音箱产品近年来快速发展，未来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。

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。根据市场调研公司Strategy Analytics统计数据显示，2018年全球智能音箱出货量达到8,620万部，同比增长169.38%。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。

国内市场方面，2016年国内智能音箱主要有京东叮咚、JBL和飞利浦，其中叮咚音箱因进入市场早及产品相对丰富；2017年小米和阿里巴巴开始布局智能音箱市场，纷纷推出新品；2018年二季度随着阿里巴巴、小米、京东、百度等巨头推出低成本Mini款产品、价格战持续升级，智能音箱迎来爆发式增长。根据市场调查机构Canalys预测，2019年中国内地市场的智能音箱规模将同比增长166%，由2018年的2,250万台增加到2019年的5,990万台，智能音箱在中国内地市场的渗透率也将达到13%。由于中西方生活方式不同，智能家居在我国的渗透率仍不高，国内消费者仍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培养。

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内生动力，普及率有待提升，且未来需关注行业内市场竞争情况。

我国多媒体音箱和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。值得注意的是，目前国内大部分小家电企业仍处于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，多媒体音箱和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，出口市场集中于此增大了行业出口收入波动风险。2019年国际贸易和经济形势更为复杂，中美贸易摩擦带来的不确定因素可能影响外向型企业在国际市场的销售情况。

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。2018年公司实现营业收入33.46亿元，同比小幅增长4.23%；其中精密金属结构件、电声产品和健康电器占比分别为42.83%、30.14%和18.83%。精密金属结构件方面，2018年该业务收入同比下滑9.36%至14.33亿元，毛利率下滑至25.46%；2018年公司电声产品主要得益于国内智能音箱快速发展，业务收入同比增长30.46%，但毛利率同比大幅下滑8.28个百分点；2018年公司健康电器业务收入较上年增长13.19%，但毛利率同比下滑4.87个百分点。公司其他业务收入主要包括奋达产业园二期房租收入、材料销售收入和智能穿戴销售收入等，2018年其他业务毛利率为-31.16%，主要是欧朋达处置存货成本（1.63亿元）在其他业务成本核算所致。整体来看，

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。

2018年公司各项业务毛利率均有不同程度的下滑，导致综合毛利率同比大幅减少9.92个百分点至17.95%，盈利能力明显下滑。

表3 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
精密金属结构件	25,278.59	22.69%	143,298.17	25.46%	158,088.71	27.75%
电声产品	21,909.21	10.29%	100,820.48	15.13%	77,282.44	23.41%
健康电器	12,667.49	25.41%	62,981.66	26.78%	55,642.96	31.65%
其他	8,017.38	40.44%	27,450.16	-31.16%	29,971.91	32.92%
合计	67,872.67	21.29%	334,550.47	17.95%	320,986.03	27.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ **电声产品、健康电器**

随着产品种类逐步丰富及产能扩充，公司电声产品和健康电器收入规模保持增长，但受产品结构调整、人工成本增加以及部分原材料上涨等因素影响，盈利能力出现一定程度的下滑

截至2018年末，公司上市募投项目年产400万套无线电声产品（含核心组件）建设项目和年产420万套美发小家电项目已完成投资建设，2018年电声产品和健康电器产能分别增加至1,000万套和1,100万套。随着上述扩充产能达到满负荷运行状态并逐步投产，公司电声产品和健康电器业务销售收入规模进一步扩大。公司传统业务发展稳健，跟踪期内电声产品产能利用率同比明显提升，健康电器产能利用率小幅下降，但二者产销率均保持在较高水平。

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			
	产能	产量	销量	营业收入（万元）	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	1000.00	955.50	926.60	100,820.48	1,100.00	1,031.50	990.65	62,981.66
2019年1-3月	250.00	210.00	205.00	21,909.21	275.00	225.00	200.00	12,667.49

资料来源：公司提供

公司传统的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。自2017年起，公司与Bestbuy、阿里巴巴、京东、华为等公司在智能音箱领域展开合作，代工京东叮咚、天猫精灵、华为小艺等智能音箱，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；国内智能音箱合作客户主要为华为、阿里巴巴、京东等国内知名互联网及高科技企业，该等客户在品牌知名度、下游销售渠道等方面优势巨大，公司以ODM模式进行销售。产能扩充、产品类型丰富和新产品推出使得公司电声业务得到较快发展，2018年及2019年一季度公司分别销售电声产品926.60万套和205.00万套，分别实现销售收入100,820.48万元和21,909.21万元；但同期电声产品毛利率分别为15.13%和10.29%，盈利能力明显下滑，主要是由于毛利率较低的内销产品（国内智能音箱为主）占比提升、人工成本增加、电子元器件等原材料产品价格上涨等因素所致。

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。2018年及2019年第一季度，公司健康电器分别销售990.65万套和200.00万套，分别实现营业收入62,981.66万元和12,667.49万元。由于人工成本增加以及电子元器件等原材料产品价格上涨，2018年公司健康电器业务毛利率同比下滑4.87个百分点至26.78%。

公司传统业务产品外销比例较大，目前国际贸易形势复杂，公司也面临一定的出口退税政策变动和人民币汇率波动风险

公司电声产品仍以外销出口为主，2017年外销占比达到82.02%；2018年随着国内智能音箱市场的快速发展，公司内销收入规模持续增长，电声产品内销占比快速提升至56.02%。由于新增的国内智能音箱业务主要是为国内知名品牌商及高科技企业代工，2018年公司电声产品ODM的销量比重为84.11%，同比提升5.38个百分点。公司健康电器产品全部采用ODM模式出口外销。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2019年一季度业务销售额占比相对较低。

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		2019年1-3月		2018年		2017年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
电声产品	内销	14,114.99	64.42%	56,480.25	56.02%	13,893.73	17.98%
	外销	7,794.22	35.58%	44,340.23	43.98%	63,388.71	82.02%

	合计	21,909.21	100.00%	100,820.48	100.00%	77,282.44	100.00%
	OBM	2,450.51	11.18%	16,023.13	15.89%	16,437.13	21.27%
	ODM	19,458.70	88.82%	84,797.35	84.11%	60,845.31	78.73%
	合计	21,909.21	100.00%	100,820.48	100.00%	77,282.44	100.00%
健康电器	外销	12,667.49	100.00%	62,981.66	100.00%	55,642.96	100.00%
	ODM	12,667.49	100.00%	62,981.66	100.00%	55,642.96	100.00%

资料来源：公司提供

整体来看，公司传统业务产品出口占比仍较高，外销产品一般以美元计价结算。考虑到近年人民币汇率波动幅度较大，美国政府对美国挑起贸易战，未来外汇和关税政策的变化、汇率的波动可能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%，2016-2018年公司收到的税费返还额分别为12,420.98万元、16,278.60万元和31,461.14万元，其中2018年收到的税费返还大幅增长主要是富诚达出口退税增加所致。公司获得的出口退税返还额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。

公司传统业务客户资源优质，与客户关系较为稳定，但客户集中度高，若重要客户调整战略及产品结构，公司将面临较大的经营风险

公司电声产品和健康电器主要客户群体均为国际或国内知名品牌商、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，公司会根据原材料、人工成本和汇率的情况对产品定价进行适当调整。2018年至2019年一季度，公司电声产品前五大客户销售占比分别为67.88%和80.78%，健康电器前五大客户销售占比分别为69.45%和73.27%；客户集中度均处于较高水平，后续若大客户采购政策及发展战略的变化，可能会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
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%
2018年	客户一	33,288.89	33.02%	客户一	20,744.66	32.94%

	客户二	16,828.19	16.69%	客户二	8,707.21	13.82%
	客户三	8,651.49	8.58%	客户三	5,963.55	9.47%
	客户四	4,843.92	4.80%	客户四	5,012.02	7.96%
	客户五	4,820.52	4.78%	客户五	3,310.45	5.26%
	合计	68,433.01	67.88%	合计	43,737.90	69.45%
2019年1-3月	客户一	9,626.77	43.94%	客户一	4,982.29	39.33%
	客户二	3,872.21	17.67%	客户二	1,396.98	11.03%
	客户三	1,973.14	9.01%	客户三	1,095.89	8.65%
	客户四	1,365.07	6.23%	客户四	1,073.55	8.47%
	客户五	860.82	3.93%	客户五	732.39	5.78%
	合计	17,698.01	80.78%	合计	9,281.10	73.27%

资料来源：公司提供

公司传统业务主要采取以销定产的模式，采购集中度较低，但需关注人工成本增加和部分原材料价格上涨对公司盈利能力带来的不利影响

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。2018年，在公司产品成本构成中，电声产品原材料约占82.01%，人工费用约占10.97%，制造费用及其他约占7.02%；健康电器原材料约占80.11%，人工费用约占12.71%，制造费用及其他约占7.18%。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、塑胶半成品等。原材料价格方面，2018年电子类元件、塑胶类半成品、五金类产品和纸材等原材料价格受市场供应紧张等影响有一定的涨幅。公司原材料成本占比较高，部分原材料价格上涨以及人工成本增加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	2018年		2017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	0.18	37,100.22	0.16	28,196.53
	包材	元/张	0.42	4,931.59	0.44	3,639.07
	变压器	元/个	8.47	3,573.92	8.99	1,952.57
健康电器	电子类元件	元/个	2.07	10,089.42	2.07	8,476.80
	塑胶半成品	元/套	1.63	12,613.49	1.34	5,587.13
	包材	元/个	1.58	5,252.76	1.62	5,075.14
	五金类	元/个	0.28	1,119.14	0.24	3,891.00
	纸材	元/个	0.18	769.52	0.17	624.36

资料来源：公司提供

公司原材料全部由国内市场采购，在多年的经营过程中，公司与大联大商贸（深圳）有限公司、深圳市海和科技股份有限公司、东莞市慧桥实业有限公司等多家国内供应商建立了较为稳定的购销关系。2018年及2019年第一季度，公司向五大供应商采购金额分别

为16,951.89万元和3,860.67万元，占总采购额的比例分别为13.50%和13.94%，采购集中度处于较低的水平。

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	2019年1-3月	2018年	2017年
前五大供应商采购金额	3,860.67	16,951.89	12,694.00
前五大供应商采购金额占总采购的比重	13.94%	13.50%	13.77%

资料来源：公司提供

➤ 精密金属结构件

手机外壳材料去金属化趋势明显，欧朋达由于主力客户订单萎缩导致经营亏损，公司已对欧朋达计提大额商誉减值准备

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，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。欧朋达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，自成立以来接连进入索尼、维沃等知名客户的供应链体系。但自2017年以来，智能手机出货量持续出现下滑，同时，为满足5G对信号传输速度的要求，手机外壳材料去金属化趋势明显，行业市场竞争进一步加剧。

基于前期对金属外观件市场过于乐观的错误判断，2015-2017年欧朋达持续扩充产能，加大CNC生产设备等固定资产投入，并对维沃等重要客户进行大额备货。截至2019年3月末，欧朋达自有的CNC设备约1,243余台。2017-2018年，欧朋达大客户索尼和维沃分别由于产品结构调整导致金属中框及金属外壳订单大幅缩减。2018年公司对收购欧朋达产生的商誉计提减值6.56亿元；因前期对市场过于乐观，欧朋达对维沃等重要客户进行了大额备货，但智能手机行业更新换代快，重大客户流失造成大批存货呆滞且无市场转让价值，故计提存货跌价准备2.42亿元；欧朋达与维沃的合作终止后，部分用于加工维沃产品特定工序的专用设备存在闲置现象，同时由于欧朋达生产厂房由深圳搬迁至东莞，部分陈旧老化设备搬迁价值较低，因此计提固定资产减值2,358.62万元。

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	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
产量	341.00	2,069.00	3,567.00	3,112.24
销量	363.00	2,085.00	3,108.00	3,141.69
产销率	106.45%	100.77%	87.13%	100.95%

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。

2018年欧朋达移动智能金属外观件产量和销量分别为2,069万件和2,085万件，同比分别下滑42.00%和32.92%，随着主力客户持续流失，欧朋达整体销售和毛利率均呈现大幅下

降,同时对部分呆滞存货及固定资产进行处置或计提减值,导致全年出现较大幅度的亏损。2019年第一季度,欧朋达移动智能金属外观件产量和销量分别仅为341万件和363万件,产销量大幅下滑,鉴于金属外观件行业景气度下行,市场需求缩减,预期欧朋达后续经营情况将持续低迷。

表10 欧朋达前五大客户情况(单位:万元)

2018年		2017年	
客户	销售额	客户	销售额
客户一	9,545.39	客户一	37,236.06
客户二	2,178.25	客户二	8,657.10
客户三	2,136.16	客户三	6,297.96
客户四	1,871.33	客户四	3,593.22
客户五	1,576.37	客户五	3,118.12
合计	17,307.50	合计	58,902.46

资料来源:公司提供

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。2018年及2019年1-3月,欧朋达金属外观件平均良率分别为65%和66%,不良率较高,主要是新项目及新工艺增多、生产难度加大,且部分技术员工流失所致。原材料采购方面,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,因此采购价格呈现较大的波动。2018年及2019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68.64%和52.73%,采购集中度提升较快。近年欧朋达主要供应商变动较大,上游供应商的稳定性一般。

表11 欧朋达主要原材料采购均价情况

原料	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
不锈钢(元/公斤)	24.14	19.50	63.09	24.76
铝材(元/公斤)	20.36	21.54	20.14	23.26
外购半成品(元/个)	0.75	2.58	1.74	1.15

注:2017年欧朋达不锈钢采购单价高主要是当期采购的不锈钢材质特殊定制,采购量小,因此单价高。
资料来源:公司提供

表12 欧朋达前五大供应商采购额及占比情况(单位:万元)

原料	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
前五大供应商采购金额	4,172.25	29,296.23	15,982.18	23,982.42
前五大供应商采购金额占总采购的比重	52.73%	68.64%	32.86%	41.77%

资料来源:公司提供

整体来看,2018年欧朋达业务萎缩,总资产、净资产和营业收入规模均大幅下滑;经营性亏损叠加计提存货和固定资产跌价准备,导致当期净利润亏损4.88亿元;由于主力客

户订单流失销售额大幅下降，近年来欧朋达经营性净现金流持续大幅减少。受行业景气度下行的影响，后续欧朋达经营情况不容乐观。

表13 近年来欧朋达主要财务数据指标情况

项目	2018年	2017年	2016年
总资产（万元）	58,812.28	132,220.15	113,649.50
所有者权益合计（万元）	29,776.14	79,255.89	69,202.16
资产负债率	49.37%	40.06%	39.11%
营业收入（万元）	23,412.52	78,082.90	77,705.73
资产减值损失（万元）	25,662.10	901.33	691.33
营业利润（万元）	-47,755.08	11,014.32	18,091.15
净利润（万元）	-48,755.24	9,633.68	16,101.60
综合毛利率	-72.88%	28.62%	35.75%
经营活动现金流净额（万元）	669.61	9,627.18	23,544.05

注：2017年财务数据采用2018年审计报告期初数；2016年财务数据采用2017年审计报告期初数。
 资料来源：欧朋达2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

富诚达客户集中度高，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其经营造成重大不利影响，公司未来仍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%，因该收购形成的商誉为25.45亿元。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。2017年富诚达扣非净利润为1.99亿元，占承诺净利润2亿元的99.63%，根据利润补偿协议及补充协议，超过承诺业绩的90%，富诚达原股东暂不需要向公司作出补偿；2018年富诚达扣非净利润为2.48亿元，承诺净利润为2.6亿元，原股东2018年需向上市公司支付补偿款1,295.40万元，截至2018年底该笔补偿款尚未支付。

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。目前富诚达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基本已涵盖Apple公司全系类产品，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14 近年来富诚达产品产能和产销量情况（单位：万件）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
产量	9,481.55	107,134.00	78,337.00	63,960.00
销量	11,847.12	113,568.00	65,405.00	67,846.00
产销率	124.95%	106.01%	83.49%	106.08%

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，产能难以统计。

资料来源：公司提供

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。随着产能持续扩张及产品种类丰富，2018年富诚达精密金属结构件产量和销量分别达到10.71亿件和11.36亿件，同比分别增长36.76%和73.64%。2017年富诚达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年产销率提升至106.01%。由于富诚达销售产品种类扩大至电子烟、医疗手表等金属结构件，销售单价较低，因此营业收入规模同比有所下滑。其客户主要为富士康集团、和硕集团以及可成集团等APPLE指定的EMS服务厂商，近年来合作关系稳定。但从另一方面来看，APPLE销量近年来持续下滑，2018年富诚达向APPLE及其指定EMS厂商的销售额为102,254.00万元，占其营业收入的比例为83.89%，面临较大的客户集中度风险。

表15 近年富诚达前五大客户及销售额情况（单位：万元）

2018年		2017年		2016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	39,620.17	客户一	70,580.36	客户一	44,689.98
客户二	15,011.00	客户二	17,189.58	客户二	17,566.88
客户三	13,602.03	客户三	15,916.44	客户三	3,797.09
客户四	11,853.95	客户四	7,830.69	客户四	2,352.01
客户五	7,441.07	客户五	5,380.55	客户五	1,925.85
合计	87,528.22	合计	116,897.62	合计	70,331.81

资料来源：公司提供

表16 富诚达主要原材料采购均价情况

原料	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
不锈钢（元/公斤）	35.12	31.90	39.42	19.81
铝材（元/公斤）	30.56	23.53	25.55	20.21
外购半成品（元/个）	0.15	0.28	0.34	0.25

资料来源：公司提供

随着业务规模扩大和经营利润的积累，2018年富诚达总资产和净资产规模均保持增长，资产负债率下降至55.37%。得益于原材料采购价格下降，2018年富诚达综合毛利率水

平有所提升。2018年富诚达经营性净现金流为4.17亿元，经营活动现金流表现较好，同比大幅提升。

表17 近年来富诚达主要财务数据情况

项目	2018年	2017年	2016年
总资产（万元）	160,949.97	158,968.62	73,150.13
归属于母公司所有者权益合计（万元）	71,836.91	44,575.04	25,000.00
资产负债率	55.37%	71.96%	65.82%
营业收入（万元）	121,888.14	133,467.58	74,735.16
营业利润（万元）	27,341.35	22,187.14	18,283.07
利润总额（万元）	27,338.32	22,131.39	17,084.97
综合毛利率	32.19%	28.98%	25.73%
营业利润率	22.43%	16.62%	24.46%
经营活动现金流净额（万元）	41,731.62	21,341.28	22,051.37

资料来源：富诚达2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

综合来看，2018年富诚达经营情况相对稳定，但营业收入规模有所下滑，且随着智能终端行业高增长时代结束以及APPLE销量下滑，富诚达收入规模有进一步下滑趋势；另外富诚达对大客户APPLE依赖程度很高，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富诚达经营造成重大不利影响。公司并购富诚达产生的商誉高达25.45亿元，2018年富诚达业绩已不达标承诺并需支付业绩补偿款，若后续富诚达经营状况不佳，公司将面临较大的商誉减值风险。

公司系国家级高新技术企业，目前已形成无线、电声、软件、精密制造等四大核心技术能力，技术和研发实力较强

公司是国家级高新技术企业，重视研发工作，每年均投入一定规模的费用于新技术和新产品的研究。2018年公司投入的研发经费为19,173.02万元，占同期营业收入的比重分别为5.73%。近年来公司不断加大研发投入规模，聘请高端研发人才，2018年研发人员数量为1,094人。近年来公司本部研发成功的新产品数量百余种，这些新产品包括蓝牙音箱、小米soundbar、WIFI音箱、智能手环、智能手表等。同时，公司对流媒体技术、云计算和云服务技术、表面处理、材料科技等基础技术进行了研究，并成功应用于公司的产品，得到客户的认可。

目前公司已形成无线、电声、软件、精密制造等四大核心技术能力，专注于音频技术和健康电器、智能可穿戴产品、移动智能终端金属外观件的研发与销售，建立了涵盖电子、电声、电气、结构、软件、测试、样机等研发项目组的企业技术中心，并形成包含产品ID概念设计、电声设计、电路设计、软件设计、结构设计和平面设计等较为全面稳定的核心

研发团队，具有较强的技术和研发实力。

表18 近年公司研发费用占其营业收入比重情况

项目	2018年	2017年
研发人员数量（人）	1,094	1,105
研发人员数量占比	14.79%	11.83%
研发投入金额（万元）	19,173.02	15,816.06
研发投入占营业收入比例	5.73%	4.93%

资料来源：公司2018年年度报告

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2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报告，报告均采用新会计准则编制。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共9家，合并报表范围较上年未发生变化，具体见表2。

资产结构与质量

受累于欧朋达存货跌价和商誉减值，公司资产规模有所下降，资产中商誉占比仍最大，未来需关注商誉减值风险

跟踪期内，金属外观件行业景气度下滑，欧朋达原主力客户订单严重萎缩，主要受累于欧朋达存货跌价和大额计提商誉减值，2018年末公司总资产同比减少12.43%至76.90亿元。公司资产以非流动资产为主，其中商誉占比仍最大，2018年末占比达36.41%，未来仍需关注商誉减值风险。

表19 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	88,136.10	11.25%	90,865.33	11.82%	57,550.09	6.55%
应收账款	80,023.94	10.21%	103,864.64	13.51%	140,847.46	16.04%
存货	56,534.38	7.21%	44,851.52	5.83%	82,809.56	9.43%
其他流动资产	25,214.70	3.22%	6,244.53	0.81%	17,357.72	1.98%
流动资产合计	268,726.70	34.29%	254,145.50	33.05%	315,865.62	35.97%
投资性房地产	61,470.89	7.84%	61,109.02	7.95%	14,101.39	1.61%

固定资产	96,517.86	12.32%	99,139.92	12.89%	106,263.29	12.10%
在建工程	36,087.81	4.61%	28,202.01	3.67%	50,611.04	5.76%
无形资产	29,621.39	3.78%	29,724.29	3.87%	30,652.76	3.49%
商誉	279,974.71	35.73%	279,974.71	36.41%	345,552.31	39.35%
非流动资产合计	514,876.04	65.71%	514,836.91	66.95%	562,313.16	64.03%
资产总计	783,602.74	100.00%	768,982.41	100.00%	878,178.78	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计 2019 年一季度财务报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。截至2018年末，公司货币资金余额同比增长57.89%至9.09亿元，主要系到期贷款收回以及用自有资金理财到期赎回所致；其中1.21亿元为银行承兑汇票保证金、远期结汇业务保证金或诉讼事项被冻结的银行存款，使用权受到限制。截至2018年末，公司应收账款余额为10.82亿元（计提坏账准备后账面价值为10.39亿元），账面价值同比减少26.26%；其中账龄在一年以内的应收账款占比98.24%，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37.50%，同比增长12.92个百分点，客户集中度较高；随着部分到期贷款回笼资金，2019年3月末公司应收账款账面价值较2018年末下降22.95%至8.00亿元。公司存货主要包括在产品、库存商品和各产品生产所需的原材料，2018年末欧朋达计提存货跌价准备2.52亿元，叠加欧朋达大客户流失备货有所减少，存货账面价值同比减少45.84%至4.49亿元。公司其他流动资产主要为理财产品和待抵扣进项税，2019年3月末该科目余额增加至2.52亿元，主要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。公司投资性房地产采用成本模式计量，2018年末账面价值大幅增加至6.11亿元，主要系石岩奋达科技园二期工程已达到使用状态由在建工程转入投资性房地产所致；石岩奋达科技园二期工程建筑面积26.4万平方米，2017年主体工程已建成，2018年至今仍在进行验收工作；同时公司积极开展招商工作打造研发型工业园区，截至2019年3月末已出租面积12万平方米。公司固定资产主要为公司本部、欧朋达和富诚达的机器设备、房屋及建筑物等，2018年末固定资产账面价值小幅下降至9.91亿元，主要是计提折旧以及欧朋达由于厂房搬迁，部分陈旧老化设备计提固定资产减值准备所致；固定资产中账面价值1,955.53万元用于长期借款抵押。公司在建工程主要为东莞清溪产业园工程和石岩奋达科技园二期尾部工程，2018年末账面价值为2.82亿元；东莞清溪产业园规划总投资约13亿元，截至2018年末已投资3.13亿元，其中一期主体建筑面积13.8万平方米，已达到可使用状态，二期规划建筑面积约8万平方米，仍在建设中。公司无形资产主要是土地使用权、软件、商标和专利权等，2018年末无形资产账面价值为2.97亿元，同比有所减少，主要是摊销所致。公司商

誉系2015年2月收购欧朋达和2017年8月收购富诚达形成。2018年金属外观件行业景气度下滑，欧朋达原主力客户订单严重萎缩，公司对欧朋达计提商誉减值6.56亿元；2018年末公司商誉价值下降至28.00亿元，占总资产的36.41%，所占比重仍较高，其中收购欧朋达形成的商誉尚有2.54亿元，收购富诚达形成的商誉25.45亿元。公司商誉规模大，占总资产的比重最高，欧朋达已计提大额商誉减值，富诚达经营业绩已不达预期需支付业绩补偿款，未来公司仍面临较大的商誉减值风险。

整体而言，受累于欧朋达存货跌价和大量计提商誉减值，公司总资产规模有所减少。截至2018年末，公司资产中货币资金和固定资产账面价值合计14,037.35万元所有权或使用权受到限制，受限资产规模较小。公司资产中商誉占比仍最大，欧朋达业绩不达预期，富诚达未完成业绩承诺需支付补偿款，后续公司仍面临较大的商誉减值风险。

资产运营效率

公司净营业周期增加，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。ODM客户方面，公司设置了不同的收款条件，一般情况下结算日为船开后30-60天付款；近年来公司代工国内智能音箱的业务规模持续扩大，国内互联网企业和高科技企业一般在开票后20个工作日付款，但由于采购订单量大，考虑到生产作业耗时，该业务实际账期一般超过90天。随着智能音箱业务规模的扩大，公司本部应收账款周转天数由传统业务时期的60-70天延长至90天以上。

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所延长。综合影响下，2018年公司应收账款周转天数延长至131.66天，同比增加22.77天。由于欧朋达计提存货跌价准备并减少备货，公司存货规模下滑，因此2018年存货周转天数由上年度的96.57天减少至83.71天。

近年公司在支付供应商货款方面争取的账期有所增加，2018年公司应付账款周转天数小幅延长至98.73天。2018年公司净营业周期延长至116.64天，流动资产、固定资产和总资产周转天数均有不同程度的增长，公司营运资金周转压力加大，整体资产运营效率明显下降。

表20 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数	131.66	108.89
存货周转天数	83.71	96.57
应付账款周转天数	98.73	97.60
净营业周期	116.64	107.86
流动资产周转天数	306.69	281.88
固定资产周转天数	110.51	90.35
总资产周转天数	886.23	724.96

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入规模增速回落，主业盈利能力明显下滑；同时由于欧朋达计提大额资产减值损失，公司经营业绩呈现为大额亏损，未来仍面临较大的资产减值风险

2018年公司营业收入小幅增长4.23%至33.46亿元，增速同比大幅回落；其中精密金属结构件、电声产品和健康电器占比分别为42.83%、30.14%和18.83%。公司本部传统业务电声产品和健康电器业务收入同比分别增长30.46%和13.19%，仍保持稳健的增长态势；精密金属结构件业务受到金属外观件市场景气度下降、欧朋达主力客户流失的影响，收入规模同比下滑9.36%。2019年1-3月，公司实现营业收入6.79亿元，较上年同期增长6.45%，但精密金属结构件收入规模同比下滑21.45%。需关注的是，公司精密金属结构件业务收入有明显下滑趋势，同时公司各个业务板块均存在客户集中度高的特点，一旦主力客户调整经营或采购政策或产品销售不达预期，可能会对公司经营造成重大不利影响。

毛利率方面，2018年公司电声产品内销比例明显提升，而内销产品毛利率较低，同时受人工成本较高和部分原材料价格上涨等因素的影响，公司电声产品和健康电器毛利率均有所下滑。精密金属结构件业务方面，因欧朋达主力客户订单严重萎缩，拖累了该业务板块毛利率下滑。公司各板块业务毛利率均有不同程度的下滑，2018年公司综合毛利率为17.95%，同比下降9.92个百分点，盈利能力大幅下滑。

2018年公司确认资产减值损失9.71亿元，其中商誉减值损失、存货跌价损失以及固定资产减值损失均由子公司欧朋达产生，未来仍面临较大的资产减值风险。2018年公司确认长期股权投资减值损失5,784.69万元，主要系参股公司深圳市光聚通讯技术开发有限公司违反多项合同业务，经营异常且管理及财务状况混乱，公司对其投资预计可获得的补偿存在重大不确定性。

表21 公司资产减值损失明细（单位：万元）

项目	2018年	2017年
坏账损失	-767.96	2,571.31
存货跌价损失	24,195.98	695.54
长期股权投资减值损失	5,784.69	0.00
固定资产减值损失	2,358.62	0.00
商誉减值损失	65,577.60	0.00
合计	97,148.92	3,266.85

资料来源：公司 2018 年审计报告

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。2018年公司研发投入19,173.02万元，同比增长21.23%。2018年公司财务费用同比有所减少，主要是上年由于人民币汇率波动造成的汇兑净损失规模较大所致。2018年公司期间费用规模有所提高，期间费用率小幅上升至12.55%。

主要由于欧朋达大额计提资产减值，2018年公司营业利润亏损7.30亿元，净利润亏损7.82亿元。经营业绩大额亏损导致公司各项盈利能力指标恶化，2018年公司净资产收益率和总资产回报率分别为-13.72%和-8.23%。

表22 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	67,872.67	334,550.47	320,986.03
资产减值损失	-800.19	97,148.92	3,266.85
营业利润	5,187.67	-72,971.08	50,107.85
利润总额	5,288.72	-72,030.58	50,399.78
净利润	4,825.82	-78,169.98	44,444.62
综合毛利率	21.29%	17.95%	27.87%
营业利润率	7.64%	-21.81%	15.61%
期间费用率	18.36%	12.55%	11.78%
总资产回报率	-	-8.23%	8.28%
净资产收益率	-	-13.72%	9.87%
营业收入增长率	6.45%	4.23%	52.59%
净利润增长率	-10.70%	-	14.94%

注：由于 2018 年公司净利润亏损，因此未计算该年度净利润增长率指标。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计 2019 年一季度财务报告，中证鹏元整理

整体而言，公司营业收入增速回落，综合毛利率明显下滑，计提资产减值损失导致经营业绩大额亏损。未来公司精密金属结构件业务板块营业收入规模仍有下滑趋势，各板块均存在客户集中度高的特点，各业务后续盈利情况有待观察，同时仍需关注未来商誉等资

产减值损失可能带来的风险。

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，但现金生成能力明显减弱，对外部筹资仍存在一定的依赖

2018年公司净利润大幅亏损，在资产减值损失等非付现费用调整后，公司FFO同比减少43.33%至3.86亿元，现金生成能力亦明显减弱。公司存货规模由于备货减少及计提跌价准备等影响同比下滑，同时经营性应收应付项目均有所减少，2018年公司经营活动净现金流为5.87亿元。主营业务回款方面，2018年公司收现比提升至1.17，主要是富诚达部分2017年货款于2018年一季度收回所致。综合来看，公司主营业务回款情况和当期经营活动净现金流均表现较好，但现金生成能力减弱。

公司投资活动现金流主要包括奋达科技园二期、东莞清溪产业园基地等项目建设资金支出以及利用短期闲置资金购买的银行理财等金融产品。2018年公司投资活动净流出3.80亿元，同比大幅减少，主要是上年度收购富诚达现金支出规模较大以及2018年末公司部分自有闲置资金理财到期回收所致。

筹资活动现金流方面，2018年公司筹资活动净现金流为446.47万元，同比大幅减少。筹资活动现金流入主要是通过银行借款的方式筹集资金5.60亿元以及开展股权激励收到资金1.31亿元；筹资活动现金流出主要包括偿还2.70亿元有息债务、支付股份回购款2.57亿元，以及支付财务利息及分配股利等。考虑到东莞清溪产业园仍在投资建设中，截至2018年底尚需投资9.87亿元，未来公司对筹资活动的依赖程度仍较高。

表23 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	-78,169.98	44,444.62
非付现费用	117,652.53	22,331.41
非经营损益	-881.27	1,345.67
FFO	38,601.28	68,121.70
营运资本变化	23,954.66	-32,895.85
其中：存货减少（减：增加）	13,762.07	-28,685.75
经营性应收项目的减少（减：增加）	47,967.61	-123,717.11
经营性应付项目的增加（减：减少）	-37,775.02	119,507.01
经营活动产生的现金流量净额	58,675.33	35,034.96
投资活动产生的现金流量净额	-38,000.59	-151,579.54
筹资活动产生的现金流量净额	446.47	89,954.18

现金及现金等价物净增加额	22,810.90	-27,098.49
收现比	1.17	0.80

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模保持增长，面临一定的短期偿债压力

由于欧朋达业务规模缩减导致公司合并范围内经营性负债下降，2018年底公司负债总额同比减少6.08%至24.60亿元。弥补经营亏损及分配股利使得公司未分配利润大幅下滑，2018年末公司所有者权益同比减少15.14%至52.30亿元。同期末公司产权比率增长至47.04%，仍处于较低水平，净资产对负债的保障程度尚可。

表24 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	255,653.40	246,000.08	261,918.23
所有者权益	527,949.34	522,982.33	616,260.55
其中：未分配利润	51,914.77	47,080.47	135,239.58
产权比率	48.42%	47.04%	42.50%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计 2019 年一季度财务报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和应付股利构成。跟踪期内，公司为开展业务新增流动资金贷款，2018年末短期借款余额为3.80亿元，其中信用借款规模3.50亿元。2018年末公司应付票据余额2.19亿元，均为银行承兑汇票。公司应付账款由经营性业务产生，年度内受到季节性因素的影响呈现一定的波动。截至2018年末，公司应付账款余额下降至6.26亿元，主要系欧朋达业务规模缩减所致。截至2018年末，公司应付普通股股利2.45亿元，公司2018年度拟不派发现金红利、不送红股、不以公积金转增股本。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款由抵押借款和质押借款构成，2018年末余额为2.28亿元，其中3,750.00万元于一年内到期，质押物为公司持有的欧朋达100%股权，抵押物为公司自有房屋建筑物（A、B栋厂房），长期借款利率区间为4.75%-6.00%。截至2018年末，公司应付债券账面余额39,313.10万元，系2016年7月25日发行的5年期4亿元公司债券“16奋达01”，到期日为2021年7月25日，但2019年投资者可行使回售选择权。公司长期应付款系融资租赁款，其中3,517.40万元将于一年内到期。

表25 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	55,000.00	21.51%	38,000.00	15.45%	24,000.00	9.16%
应付票据	19,485.83	7.62%	21,867.05	8.89%	34,870.03	13.31%
应付账款	56,173.18	21.97%	62,601.62	25.45%	87,964.24	33.58%
应付股利	24,474.66	9.57%	24,474.66	9.95%	24,552.42	9.37%
流动负债合计	187,658.00	73.40%	179,655.15	73.03%	210,342.69	80.31%
长期借款	18,250.00	7.14%	19,000.00	7.72%	4,750.00	1.81%
应付债券	39,378.57	15.40%	39,313.10	15.98%	39,058.51	14.91%
长期应付款	3,666.76	1.43%	1,111.25	0.45%	4,808.95	1.84%
非流动负债合计	67,995.41	26.60%	66,344.93	26.97%	51,575.54	19.69%
负债合计	255,653.40	100.00%	246,000.08	100.00%	261,918.23	100.00%
其中：有息债务	139,615.16	54.61%	126,558.80	51.45%	113,375.56	43.29%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计 2019 年一季度财务报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务规模为12.66亿元，占总负债的比重为51.45%，同比增长11.63%。根据公司提供的有息债务偿还安排情况表，公司债务偿还压力主要集中在2019年和2021年，其中2019年需偿还有息债务规模为67,134.45万元，债务期限结构较差，若“16奋达01”投资者行使回售选择权，公司面临一定的短期偿债压力。

表26 截至 2018 年末公司有息债务本金偿付安排（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
应付票据	21,867.05	-	-	-
银行贷款	41,750.00	19,000.00	-	-
发行债券	-	-	40,000.00	-
融资租赁款	3,517.40	1,111.25	-	-
合计	67,134.45	20,111.25	40,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年末，公司资产负债率小幅上升至31.99%。短期偿债指标方面，2018年公司流动比率和速动比率分别为1.41和1.16，与上年基本持平。受公司利润大幅亏损的影响，公司EBITDA及EBITDA利息保障倍数均表现较差，盈利能力对利息支付的保障程度较弱，面临一定的偿债压力。由于公司经营活动现金流表现较好，2018年经营性净现金流对债务的覆盖程度同比有所提升。截至2018年末，公司有效期内尚未使用的授信额度45,484.33万元，同时受限资产规模占比较小，公司间接融资尚具有一定的弹性。

表27 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	32.63%	31.99%	29.83%
流动比率	1.43	1.41	1.50
速动比率	1.13	1.16	1.11
EBITDA (万元)	-	-47,258.64	72,589.08
EBITDA 利息保障倍数	-	-11.07	23.23
有息债务/EBITDA	-	-2.68	1.56
债务总额/EBITDA	-	-5.21	3.61
经营性净现金流/流动负债	6.82%	32.66%	16.66%
经营性净现金流/负债总额	5.01%	23.85%	13.38%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计 2019 年一季度财务报告，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，公司本部（报告查询日2019年5月28日）、欧朋达（报告查询日2019年5月28日）、富诚达（报告查询日2019年5月17日）均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、欧朋达加工合同纠纷、租赁合同纠纷等案件

欧朋达因与加工供应商东莞富杰精密有限公司、湖北友宏电子科技有限公司、东莞市小禹自动化设备有限公司存在加工费纠纷，与租赁服务提供方深圳丰盛真空技术有限公司存在租赁合同纠纷等事项，因此对方向法院申请保全措施，法院冻结了欧朋达科技（深圳）有限公司银行账户资金939.09万元。

2、富诚达合同及代位权纠纷案

2017年8月，富诚达加工供应商深圳市三合通发精密五金制品有限公司（以下简称“三合通发”）为获取保理融资，将其产生的对富诚达的应收账款转让给亚洲保理（深圳）有限公司（以下简称“亚洲保理公司”）。2018年1月，亚洲保理公司以向富诚达发出《应收账款转让通知函》后，富诚达仍将款项支付给三合通发为由，向法院提起民事诉讼及申请财产保全措施，法院冻结了富诚达公司银行账户资金3,495.24万元。

2017年12月，三合通发与东莞市灿煜金属制品有限公司（以下简称“灿煜金属”）签订《协议书》，约定由灿煜金属向富诚达代收相应金额货款，由于三合通难以支付灿煜金属货款，因此向法院提起民事诉讼及申请财产保全措施，法院冻结了富诚达公司银行账户资金145.99万元。

截至2018年底，上述案件一审尚未开庭审理。富诚达与三合通签订的《采购协议》中约定：“未经富诚达书面同意，三合通发不得将合约债权债务部分或者全部转移第三方。”由于三合通发与亚洲保理和灿煜金属的债权债务转让未经富诚达书面同意，存在重大瑕疵，因此富诚达败诉及承担额外责任的可能性较小。

七、评级结论

公司技术和研发实力较强，客户资源优质；公司本部传统电声产品和健康电器业务稳健发展，营业收入规模持续扩大，主业回款能力和经营活动现金流表现较好。

但同时中证鹏元也关注到，电子消费类行业竞争加剧，技术更新换代较快，受金属外观件行业景气度下行影响，2018年欧朋达产生经营性亏损，公司已对其计提大额商誉减值，导致公司经营业绩呈现为大额亏损。受原材料价格上涨、人工成本上升和产品结构调整等因素影响，公司盈利能力明显下滑。同时，公司收购富诚达产生的商誉规模仍较大，若后续业绩不达预期将面临较大的商誉减值风险。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。

基于以上情况，中证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，评级展望维持为稳定，继续将公司主体长期信用等级和本期债券信用等级列入信用评级观察名单。

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	88,136.10	90,865.33	57,550.09	83,606.11
应收账款	80,023.94	103,864.64	140,847.46	53,328.54
存货	56,534.38	44,851.52	82,809.56	41,415.40
投资性房地产	61,470.89	61,109.02	14,101.39	14,283.35
固定资产	96,517.86	99,139.92	106,263.29	54,857.12
商誉	279,974.71	279,974.71	345,552.31	91,009.34
总资产	783,602.74	768,982.41	878,178.78	414,610.81
短期借款	55,000.00	38,000.00	24,000.00	12,200.00
应付票据	19,485.83	21,867.05	34,870.03	2,037.40
应付账款	56,173.18	62,601.62	87,964.24	37,578.00
应付股利	24,474.66	24,474.66	24,552.42	33.42
其他应付款	18,377.24	11,899.18	19,095.24	20,261.09
一年内到期的非流动负债	3,834.00	7,267.40	5,888.07	2,750.00
长期借款	18,250.00	19,000.00	4,750.00	7,750.00
应付债券	39,378.57	39,313.10	39,058.51	39,447.97
长期应付款	3,666.76	1,111.25	4,808.95	0.00
总负债	255,653.40	246,000.08	261,918.23	130,574.24
有息债务	139,615.16	126,558.80	113,375.56	64,185.37
所有者权益合计	527,949.34	522,982.33	616,260.55	284,036.57
营业收入	67,872.67	334,550.47	320,986.03	210,358.20
营业利润	5,187.67	-72,971.08	50,107.85	42,238.99
净利润	4,825.82	-78,169.98	44,444.62	38,667.58
经营活动产生的现金流量净额	12,803.74	58,675.33	35,034.96	35,889.05
投资活动产生的现金流量净额	-30,257.86	-38,000.59	-151,579.54	-41,082.66
筹资活动产生的现金流量净额	6,094.84	446.47	89,954.18	50,606.31
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	131.66	108.89	87.55
存货周转天数	-	83.71	96.57	84.81
应付账款周转天数	-	98.73	97.60	91.38
净营业周期	-	116.64	107.86	80.98
流动资产周转天数	-	306.69	281.88	285.15
固定资产周转天数	-	110.51	90.35	79.07
总资产周转天数	-	886.23	724.96	622.07
综合毛利率	21.29%	17.95%	27.87%	30.88%

期间费用率	18.36%	12.55%	11.78%	9.91%
营业利润率	7.64%	-21.81%	15.61%	20.08%
总资产回报率	-	-8.23%	8.28%	12.53%
净资产收益率	-	-13.72%	9.87%	14.52%
营业收入增长率	6.45%	4.23%	52.59%	21.98%
净利润增长率	-10.70%	-	14.94%	31.55%
资产负债率	32.63%	31.99%	29.83%	31.49%
流动比率	1.43	1.41	1.50	2.29
速动比率	1.13	1.16	1.11	1.78
EBITDA (万元)	-	-47,258.64	72,589.08	51,888.93
EBITDA 利息保障倍数	-	-11.07	23.23	36.14
债务总额/EBITDA	-	-5.21	3.61	2.52
有息债务/EBITDA	-	-2.68	1.56	1.24
经营性净现金流/流动负债	6.82%	32.66%	16.66%	43.96%
经营性净现金流/负债总额	5.01%	23.85%	13.38%	27.49%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，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	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) * 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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 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 * 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。