



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪491号

## 南洋天融信科技集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“广东南洋电缆集团股份有限公司2013年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定，维持贵公司上述债券信用等级AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一九年六月廿七日

## 广东南洋电缆集团股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告（2019）

<b>发行主体</b>	南洋天融信科技集团股份有限公司		
<b>债券名称</b>	广东南洋电缆集团股份有限公司 2013 年公司债券		
<b>债券简称</b>	13 南洋债		
<b>债券代码</b>	112179.SZ		
<b>发行规模</b>	人民币 6.50 亿元		
<b>债券余额</b>	人民币 0.56 亿元		
<b>存续期限</b>	7 年期（附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权）： 2013/05/30—2020/05/30		
<b>上次评级时间</b>	2018/06/05		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

### 基本观点

2018 年，南洋天融信科技集团股份有限公司（原名为“广东南洋电缆集团股份有限公司”，2017 年 4 月更为现名，以下简称“南洋股份”或“公司”）电线电缆和网络安全双主业在各细分行业保持一定竞争实力，业务规模持续增长，尤其网络安全业务高速扩张，整体经营业绩良好，同时公司获现能力及财务实力较强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到我国电网投资好转趋势未能延续、原材料价格高位波动加剧公司成本控制压力以及商誉规模大等因素可能对公司业务发展及信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持南洋股份主体信用等级 AA，评级展望稳定；维持“广东南洋电缆集团股份有限公司 2013 年公司债券”信用级别 AA。

### 概况数据

南洋股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	55.26	80.34	82.13	83.41
总资产（亿元）	89.45	96.25	99.47	98.46
总债务（亿元）	6.84	7.29	7.72	5.79
营业总收入（亿元）	28.71	51.33	63.00	10.50
营业毛利率（%）	12.60	24.76	24.70	16.66
EBITDA（亿元）	2.07	6.32	7.37	-
所有者权益收益率（%）	1.27	5.30	5.93	-4.37
资产负债率（%）	38.22	16.52	17.43	15.28
总债务/EBITDA（X）	3.31	1.15	1.05	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.41	14.98	16.60	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2019 年一季度所有者权益收益率年化。

### 正面

- 细分市场保持一定竞争实力。2018 年公司中标南方电网、广东电网、深圳供电局、广州供电局、深圳市建筑工务署和佛山轨道交通等多个电线电缆项目，并得中国线缆行业最具竞争力企业 20 强等称号，具备一定竞争实力。同时公司防火墙硬件、入侵防御硬件和 VPN 硬件的市场占有率分别为 22.4%、11.1%和 7.2%，位居行业第一、四、三位，处于领先地位，公司电线电缆和网络安全双主业在各自细分市场均保持一定竞争实力。
- 业务规模和盈利水平提升。2018 年，在电线电缆产品价格提高和网络安全业务快速发展推升下，公司分别实现营业收入和净利润 63.00 亿元和 4.87 亿元，同比分别增长 22.74%和 14.27%，业务规模和盈利水平提升。
- 财务实力较强。公司债务规模小且获现能力良好，EBITDA 及货币资金对债务本息具有较强保障能力，财务实力较强。

### 分析师

郭敏军 [mjwu@ccxr.com.cn](mailto:mjwu@ccxr.com.cn)

代琳琳 [lldai@ccxr.com.cn](mailto:lldai@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019 年 6 月 17 日

## 关 注

- 近期电网投资回落，相关行业承压运营。2018年我国电网投资呈恢复性增长趋势，但2019年1~4月好转趋势未能延续，当期电网投资仍同比大幅下滑，电力投资上游供应商等相关企业整体承压运营。
- 成本管控压力大。当前我国铜价和铝价高位波动，2018年公司电线电缆业务主要原材料采购价格上涨，电线电缆业务毛利率持续下降，而电工铜线毛利率则仍处于较低水平，电线电缆业务板块成本管控压力大，初始获利能力有待提升。
- 商誉规模大且新增大额长期股权投资，关注资产质量。2018年末，公司商誉为45.95亿元，占总资产的比重为46.19%，其中收购天融信形成的商誉为45.77亿元，天融信经营情况对商誉减值影响重大。此外，2018年公司参股前沿技术研究以及产品和服务研发等领域企业，长期股权投资由年初1.99亿元增至年末6.33亿元，中诚信证评将持续关注天融信及合/联营企业的经营情况及其对公司资产质量的影响。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 重大事项

公司分别于 2018 年 5 月 16 日、5 月 21 日和 5 月 22 日，披露了《关于“13 南洋债”票面利率不调整 and 投资者回售实施办法的第一次提示性公告》（公告编号：2018-055）、《关于“13 南洋债”票面利率不调整 and 投资者回售实施办法的第二次提示性公告》（公告编号：2018-058）和《关于“13 南洋债”票面利率不调整 and 投资者回售实施办法的第三次提示性公告》（公告编号：2018-061）。投资者可在回售登记日（2018 年 5 月 23 日）选择将其持有的“13 南洋债”全部或部分回售给公司，回售价格为人民币 100 元/张（不含利息）。回售部分债券享有 2017 年 5 月 30 日至 2018 年 5 月 29 日期间利息，票面利率为 6.00%。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回售申报数据，“13 南洋债”本次有效回售申报数量 5,941,873 张，回售金额 629,838,538 元（含利息），剩余托管量为 558,127 张。投资者回售后，公司本次债券余额为 0.56 亿元，将于 2020 年 5 月 30 日到期。

## 行业分析

**2018 年我国电网投资呈恢复性增长趋势，但 2019 年 1~4 月好转趋势未能延续，同时农网及配网改造和智能电网建设等有利因素对电气装备市场需求增长的刺激作用有待长期关注。**

电源投资形成对发电设备的需求，电网投资形成对输配电设备的需求。据中电联发布《2018~2019 年度全国电力供需形势分析预测报告》显示，2018 年我国电网投资规模呈恢复性增长，全年电网建设完成投资 5,373 亿元，同比增长 0.6%，主要增长点来自于 110 千伏及以下电网。我国新一轮农网改造与配网建设是 110 千伏及以下电网投资比重加大的主要原因之一，2018 年随着电网投资继续向配网及农网倾斜，新一轮农网改造升级取得阶段性重大进展，当年我国 110 千伏及以下电网投资同比增长 12.5%，占全部电网投资的比重为 57.4%，比重较 2017 年提高 4.2 个百分点。2019 年以来，电网投资好转趋势未能延续，1~4 月全国电网工程完成投资

803 亿元，尽管降幅同比收窄 5 个百分点，但仍同比下降 19.1%。

目前，我国电网建设达到较为完备水平，但仍存在“软短缺—电网不足，电能输送受限”的问题。其中，跨区域特高压及超高压交直流输电通道建设作为解决电能输送受限问题的主要途径，该领域投资维持较大的投资规模以及较高投资增速。同时，为提升电网供电能力以及供电质量，根据国家能源局的《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》和国家发展改革委《关于“十三五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》，配网及农网领域投资保持较大投资规模。2018 年 10 月国务院办公厅印发的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》要求着力补齐能源等领域短板，加快推进跨省跨区输电，优化完善各省份电网主网架，推动实施一批特高压输电工程，加快一批重大水电项目开工建设并加快实施新一轮农村电网改造升级工程。2018 年 12 月，国家电网发布全面深化改革的十大举措，此举将使资金来源更加多样化，激活电网投资热情。同时电网投资具备非常强的逆周期属性，中央经济工作会议明确将加强逆周期操作，电网投资有望迎来快速发展，输配电设备行业也将随之迎来新的发展机遇。

目前国内配网可靠性尚待提高，国内城市配电自动化系统的覆盖率仅为 8.9%，与国外发达国家相比我国配用电自动化水平很低。同时，我国电网建设面临售电放开、新能源并网、储能、新能源汽车等新需求、新形势，智能电网成为行业未来发展的新方向。国家电网确定了建设坚强智能电网的发展目标，提出智能电网建设按照“规划试点”、“全面建设”、“引领提升”三步走的工作进度安排。此外，中国南方电网亦将持续推动南方五省的智能电网建设工程。上述有利因素将对我国电网电气装备市场需求提供一定支撑，但对我国整体电网投资增长及电气装备市场需求增长的刺激作用有待长期关注。

图 1: 近年我国电网工程投资同比增速情况



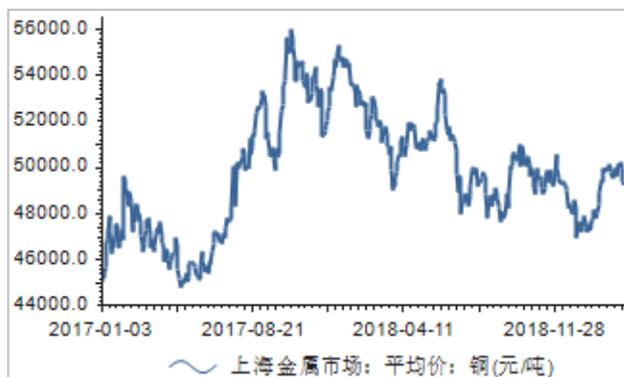
资料来源: 前瞻产业研究院, 中诚信证评整理

整体而言, 2018 年我国电网投资呈恢复性增长, 但 2019 年一季度好转趋势未能延续, 电力行业企业仍承压运营。农网及配网改造和智能电网建设将对我国电气装备市场需求提供一定支撑, 但对市场需求增长的刺激作用有待长期关注。

### 2018 年铜铝价格持续高位震荡, 电线电缆制造企业面临一定成本控制压力

铜和铝是电线电缆行业最主要的原材料, 其价格变动对企业的盈利水平影响较大。铜价方面, 2016 年下半年以来, 我国铜价迅速上升, 2017 年伴随着供应偏紧炒作、全球制造业复苏及中国需求稳健向好, 铜价延续上年趋势, 振荡上行。2018 年以来, 在国际铜矿劳资纠纷罢工、中美贸易摩擦加剧及市场实际需求低于预期等多重因素作用下, 我国铜价震荡下行, 年末我国上海金属市场铜均价为 4.82 万元/吨, 较 2017 年末 5.53 万元/吨回落 12.84%。2019 年一季度, 在中美贸易磋商的进行及我国基建补短板引发的需求预增等因素刺激下, 铜价回升, 截至 3 月末, 我国上海金属市场铜均价为 4.98 万元/吨, 较年末上涨约 3.32%。

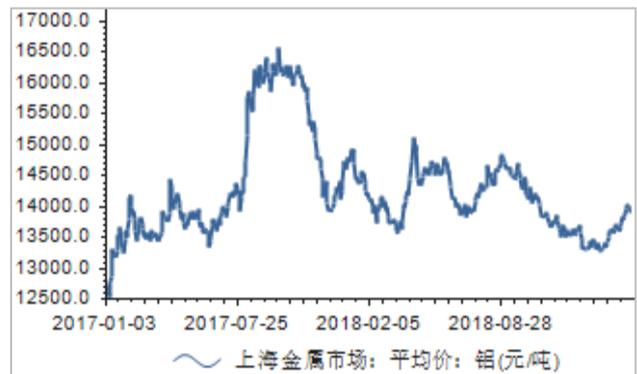
图 2: 2017 年以来上海金属市场铜平均价走势



资料来源: choice, 中诚信证评整理

铝价方面, 2018 年我国上海金属市场铝均价亦呈震荡态势, 一季度铝行业取暖季限产不及预期、前期库存处于高位及需求疲软使得铝价下跌; 二季度在美国制裁俄铝公司、海外铝厂因环保减产、国内矿石价格受环保因素升及需求回暖等刺激下, 铝价回升; 三、四季度, 海外需求出现放缓加之国内环保限产不及预期, 铝价持续下跌。2018 年末我国上海金属市场铝均价为 1.35 万元/吨, 同比下跌 8.16%。2019 年以来, 前期铝价不振, 部分铝企减产使得供应减少, 同时宏观政策利好刺激市场需求, 铝价小幅回升, 3 月末上海金属市场铝均价为 1.39 万元/吨, 同比增长 3.26%, 但我国铝的潜在产能规模大, 将在一定程度上限制铝价持续攀升。

图 3: 2017 年以来上海金属市场铝平均价走势



资料来源: choice, 中诚信证评整理

整体而言, 2018 年以来我国铜价和铝价持续震荡, 相关制造业企业仍面临一定成本管控压力。

### 我国互联网技术快速发展、应用日益广泛, 带来便利的同时, 产生很大安全威胁, 网络安全愈加重要, 市场规模逐步扩大

近年我国互联网发展迅速, 应用日益广泛。从互联网使用者情况看, 截至 2018 年末, 我国网民规模达 8.29 亿人, 全年新增网民 5,653 万人, 互联网普及率为 59.6%, 较 2017 年底提升 3.8 个百分点, 手机网民规模达 8.17 亿人, 全年新增手机网民 6,433 万人。网民规模的持续扩大, 互联网普及率的平稳上升为各类互联网应用提供了长足发展的基础。从 2018 年末互联网应用来看, 基础应用方面, 即时通信及搜索引擎的用户规模分别为 7.92 亿人和 6.81 亿人, 较 2017 年末分别增加 7,149 万人和 4,176 万人; 商务交易应用方面, 我国网络购

物、网上外卖及在线旅行预订用户规模分别为 6.10 亿人、4.06 亿人和 4.10 亿人，同比分别增长 14.4%、18.2% 和 9.1%；网络金融应用方面，互联网理财产品网民规模达 1.51 亿人，同比增长 17.5%，网络支付用户达 6.00 亿人，同比增长 13.0%。

互联网技术不断融入日常生活，网络安全关系到个人隐私、财产安全，甚至关联人身安全。根据 2018 年国家互联网应急中心数据，当年我国感染网络稟赋主机数量为 944 万个、被篡改网站数量 2.35 万个（其中政府网站 689 个）、被植入后门网站数量 3.18 万个（其中政府网站 843 个）、安全漏洞 1.42 万个（其中高危漏洞 0.49 万个），网络安全威胁问题依旧严峻，网络安全的重要性日益凸显。为促进网络安全事业的发展，我国不断颁布相关政策，完善网络安全监督及管理办法。在市场需求催生及政策扶持下，我国网络安全产业呈快速发展趋势，根据前瞻产业研究院数据显示，2017 年我国网络安全产业规模达 439.2 亿元，较 2016 年增长 27.6%，2018 年及 2019 年网络安全产业规模预计分别达 545 亿元和 602 亿元，市场规模逐步扩大，网络安全产业具备广阔发展空间。

## 业务运营

公司现有电线电缆和网络安全双主业，其中电线电缆产品主要为 500kV、220kV、110kV、35kV 及以下交联电力电缆、低压电线电缆及特种电缆等，应用于电力、交通和建筑等领域；网络安全业务主要为政府、军队、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通及制造等各行业企业级用户提供网络安全及大数据产品和安全服务。2018 年，公司电线电缆业务运营稳定，网络安全业务受益于行业大发展保持高速增长，当年实现营业收入 63.00 亿元，同比增长 22.74%，其中电线电缆和网络安全收入分别为 45.68 亿元和 17.32 亿元，同比分别增长 14.97% 和 49.38%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.50 亿元，同比增长 7.16%。

表 1：公司营业收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

业务板块	2017		2018		2019.Q1	
	收入	比重	收入	比重	收入	比重
电线电缆	39.74	77.41	45.68	72.51	8.64	82.29
网络安全	11.59	22.59	17.32	27.49	1.86	17.71
<b>营业收入</b>	<b>51.33</b>	<b>100.00</b>	<b>63.00</b>	<b>100.00</b>	<b>10.50</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**公司电线电缆业务具备一定研发实力和区域品牌优势，但 2018 年用于家装市场的小截面电线电缆产销量下滑导致整体电线电缆产销量同比下滑，同时原材料价格高位震荡导致其产品获利能力下降，未来原材料价格波动对公司收入和盈利的影响仍需持续关注**

公司重视电线电缆产品研发，并在超高压项目、新能源及特种电缆项目、轨道交通电缆等方面具备一定研发实力。超高压项目方面，公司产品质量稳定，其中自主研发的 500kV 超高压电缆通过预鉴定试验、荷兰凯马试验及中国电力企业联合会产品鉴定，系公司最高电压等级的核心产品。新能源及特种电缆项目方面，公司参与了多项国家标准和行业标准起草，2018 年新增 1 项新能源汽车用电缆实用新型专利和 1 项海底电缆发明专利，当年末已累计获得新能源汽车用电缆和海底电缆的实用新型专利 3 项，充电枪及充电桩外观设计专利 4 项。轨道交通电缆方面，公司有关地铁专用的特种电缆获得广州市科技创新委员会颁发的“科学技术成果证书”。2018 年公司新增专利 10 项，截至年末累计获得专利 37 项，包括发明专利 3 项，公司在电线电缆产品具备一定研发实力。当年公司继续保有广东企业 500 强、广东省线缆行业最具竞争力企业 20 强、中国线缆行业最具竞争力企业 20 强、2018 年广东制造业 100 强等称号，具备一定技术实力和区域品牌影响力。

公司深耕华南市场，与中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）及其下属公司和广东电网等地方电网建立长期合作关系。2018 年，公司的 220kV 电力电缆、110kV 电力电缆、10kV 交联电缆（阻燃型）、10kV 交联电缆（防白蚁型）和低压电缆（阻燃型）等产品在南方电网 2018 年主网、

广东电网 2018 年配网、深圳供电局和广州供电局等招投标项目中中标。此外，2018 年公司中标深圳市建筑工务署 2017-2019 年度电缆项目和佛山城市轨道交通 2 号线 35KV 电力电缆等重点工程项目。上述项目对公司 2018 年电线电缆业务规模起到一定支撑作用，公司大截面电线电缆产销量增加，但受家装市场小截面电线电缆产销量减少等因素影响，当年公司电力电缆实现产销量分别为 34.90 万公里和 35.27 万公里，同比分别下降 14.44% 和 11.50%。当年公司电工铜线实现产销量分别为 6.49 万公里和 3.02 万公里，同比分别下降 6.01% 和增长 5.64%。

**表 2：公司电线电缆业务细分产品生产及销售情况**

单位：公里、万元/公里、亿元

产量	2017	2018	2019.Q1
电线电缆	407,921	349,002	65,223
电工铜线	69,094	64,944	11,762
销量	2017	2018	2019.Q1
电线电缆	398,503	352,687	67,957
电工铜线	28,546	30,156	6,677
销售均价	2017	2018	2019.Q1
电线电缆	0.69	0.95	0.89
电工铜线	4.27	4.56	4.34
营业收入	2017	2018	2019.Q1
电线电缆	27.48	33.18	6.04
电工铜线	12.19	12.39	2.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电线电缆产品价格受原材料价格波动影响较为明显。2018 年，我国铜、铝及钢的价格保持高位震荡，当年公司铜杆、钢带及电缆料的采购均价较 2017 年不同程度上升。在成本推动下公司电线电缆和电工铜线的销售均价呈现不同程度提升。2018 年公司电线电缆和电工铜线分别实现营业收入 33.18 亿元和 12.39 亿元，同比分别增长 20.72% 和 1.60%，实现毛利率分别为 12.39% 和 0.58%，同比分别下降 0.24 个百分点和上升 0.12 个百分点。2019 年 1~3 月，公司电线电缆和电工铜线营业收入分别为 6.04 亿元和 2.58 亿元，同比分别增长 13.96% 和 -26.50%，毛利率分别为 10.63% 和 0.70%。综合看，公司电线电缆毛利率受原材料价格高位震荡而呈现下滑，而电工铜线维持微利经营，在原材料价格

剧烈波动行情下，公司成本控制压力上升，盈利稳定性值得关注。

**表 3：公司主要原材料采购均价**

单位：万元/吨、%

原材料采购均价	2016	2017	2018	2019.Q1
铜杆	3.31	4.21	4.41	4.16
电缆料	0.87	1.11	1.06	1.05
钢带	0.36	0.46	0.52	0.49
填充料	0.43	0.44	0.45	0.44
产品毛利率	2016	2017	2018	2019.Q1
电线电缆	15.24	12.63	12.39	10.63
电工铜线	1.71	0.46	0.58	0.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从客户结构看，2018 年公司南方电网的销售金额达 12.28 亿元，占电线电缆业务收入的比重达 26.89%，电线电缆业务对南方电网的依赖程度较高，中诚信证评关注南方电网未来电网投资和公司电线电缆中标情况以及对公司业务稳定性的影响。

整体而言，公司电线电缆业务具备一定技术实力，客户群体较为稳定，但受小截面电线电缆市场销量下滑影响，2018 年公司电线电缆整体产销量有所下滑，尽管原材料价格上涨推升产品销售价格，使得电线电缆和电工铜线收入实现增长，但初始获利能力未有明显改善。

**公司具备较为完善的网络安全产品线，且细分产品市场占有率较高，具有一定行业地位。随着网络安全市场的快速发展，公司不断推出相关安全产品和解决方案，网络安全业务规模和盈利水平快速提升**

公司网络安全业务由 2016 年末并购的北京天融信科技有限公司（以下简称“天融信”）负责运营，受客户采购周期影响，通常于下半年开展业务。天融信产品线可覆盖防火墙、VPN、入侵检测、入侵防御、UTM、防病毒网关、网闸、WAF、抗 DDoS、终端安全、云安全、企业安全无线、移动安全、数据安全、工控安全、安全管理、安全审计、端点检测与响应（EDR）等主流安全产品市场，并拥有安全管理、大数据分析和风险探知系统等平台性产品，安全产品线和安全服务模式较为全面，是国内为数不多的整体安全解决方案提供商。此外，天融

信部分产品市场占有率高,根据《IDC PRC Security Appliance Quarterly Tracker,2018》,其防火墙硬件市场占有率为 22.4%,同比提高 2.1 个百分点,保持行业第一位;入侵防御硬件和 VPN 硬件的市场占有率分别为 11.1%和 7.2%,同比下滑 0.1 个百分点和 0.3 个百分点,分别位列第四位和第三位,具备一定行业地位。

为适应网络安全业务快速发展需求,天融信在云安全、数据安全、工控安全、自主可控和下一代互联网安全、物联网安全、终端威胁防护方面持续投入,陆续推出相关安全产品和解决方案,并不断完善服务网络。云安全方面,天融信系 VMware Ready for Networking and Security 认证的网络安全厂商,具备业务资质,并于 2018 年在广东、江苏、河南和上海等 22 个省份及直辖市建立安全云服务运营分中心,进一步完善服务网络。天融信在数据安全方面拥有覆盖从数据产生、存储、处理、应用、流动、销毁的数据全生命周期的解决方案;在工控安全方面拥有主机安全、安全防护、安全检测、安全隔离、安全管理与态势感知的工业互联网产品体系及解决方案;在自主可控和下一代互联网安全方面拥有下一代防火墙、入侵检测系统、安全隔离与交换系统、安全接入和安全认证网关等自主可控产品。天融信已承担并顺利完成 2012 年国家下一代互联网信息安全专项,目前,公司全线产品支持 IPv6,其中下一代防火墙、入侵检测系统、入侵防御系统、防病毒网关、应用安全网关、WAF、VPN、负载均衡、上网行为管理、网络审计、数据库审计等已通过 IPv6 Ready 金牌认证,并在税务、能源、教育行业得到应用。天融信参与《信息安全技术物联网感知层接入通信网的安全要求》国家标准编写,面向运营商物联网平台建设、智慧小镇、智慧城市等领域研发物联网可信标识系统和物联网安全网关等产品,构成物联网安全整体解决方案。在终端威胁防护方面,发布多个终端安全管理产品。

受益于网络安全行业的快速发展和产品线的不断完善,2018 年公司网络安全业务实现营业收入 17.32 亿元,同比增长 49.38%,其中安全及大数据产品实现营业收入 15.53 亿元,同比分别增长

62.14%,安全服务实现营业收入 1.77 亿元,同比下滑 11.52%;当年天融信实现净利润 4.97 亿元,同比增长 21.47%,业务规模和盈利水平持续提升。2016~2018 年天融信累计完成净利润 12.67 亿元,扣费净利润 11.89 亿元,完成并购业绩承诺。2019 年 1~3 月,公司网络安全业务实现营业收入 1.86 亿元,同比增长 87.36%。值得关注的是,公司业务存在明显季节性,通常业务承揽及收入体现集中于下半年,中诚信证评对公司后续订单承接及完成情况保持关注。

表 4: 天融信业绩承诺情况

业绩承诺情况	净利润	扣非净利润
2016 年	≥30,500 万元	≥28,800 万元
2017 年	2016~2017 年累积 ≥71,500 万元	2016~2017 年累积 ≥67,500 万元
2018 年	2016~2018 年累积 ≥125,500 万元	2016~2018 年累积 ≥117,900 万元
业绩完成情况	净利润	扣非净利润
2016 年	完成 36,456.10 万元, 累计实现率为 119.53%	完成 34,379.37 万元, 累计实现率为 119.37%
2017 年	累计完成 77,240.12 万元, 累计实现率 108.03%	累计完成 72,381.83 万元, 累计实现率 107.23%
2018 年	累计完成 126,742.82 万元, 累计实现率 100.99%	累计完成 118,929.16 万元, 累计实现率 100.87%

资料来源:公司公告,中诚信证评整理

整体而言,天融信具备较为完善的网络安全产品线,且细分产品市场占有率较高,具有领先行业地位,随着网络安全市场的快速发展,天融信不断推出相关安全产品和解决方案,网络安全业务规模和盈利水平得以快速提升,对公司整体收入规模和利润水平形成有力支撑。但公司网络安全业务具有明显的季节性特征,后续业务规模需要关注。

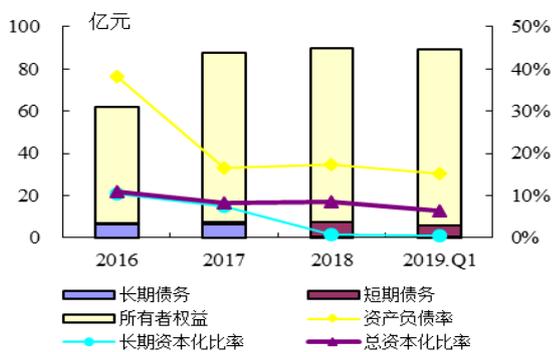
## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制,均为合并口径数据。

## 资本结构

随着外延式并购扩张及传统业务规模的持续增长，2018 年末总资产和总负债同比分别增长 3.35% 和 9.05% 至 99.47 亿元和 17.34 亿元，同时随着经营利润的积累，所有者权益同比增长 2.23% 至 82.13 亿元。2019 年 3 月末，公司偿还部分债务，资产总额和负债总额分别降至 98.46 亿元和 15.05 亿元。财务杠杆方面，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 17.43% 和 15.28%，总资本化比率分别为 8.59% 和 6.49%，财务杠杆水平低。

图 4：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



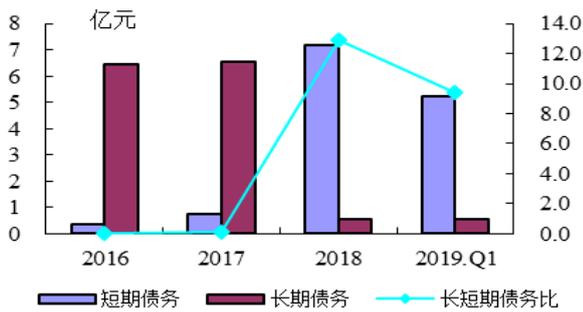
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动资产分别为 33.80 亿元和 32.78 亿元，占总资产的比重分别为 33.97% 和 33.29%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。2018 年末，因理财产品赎回，公司货币资金 8.70 亿元，同比增长 78.11%，其中保函保证金等使用受限部分为 0.81 亿元，其余主要为银行存款，流动性强。2018 年末公司应收账款余额为 14.74 亿元，其中按账龄组合应收账款余额 14.54 亿元，占应收账款余额比重达 98.62%，账龄组合中 1 年以内和 1~2 年应收账款余额分别为 11.11 亿元和 2.14 亿元。当年公司计提应收账款坏账准备 0.37 亿元，年末坏账准备余额为 1.57 亿元，应收账款账面价值 13.17 亿元，同比增长 0.77%。2018 年末，公司存货为 8.23 亿元，同比增长 7.81%，其中库存商品、原材料和在产品分别为 5.24 亿元、1.64 亿元和 1.34 亿元。当年末，公司存货跌价准备余额为 0.10 亿元，当前铜铝价格波动幅度较大，存货面临一定跌价风险。2018 年公司应收账款和存货周转率分别为 4.80 次/年和 5.98 次/年，保持较高的周转速度且同比均有所提升。

2018 年末及 2019 年 3 月末，公司非流动资产均为 65.68 亿元，占总资产的比重分别为 66.03% 和 66.71%，主要由商誉、固定资产和长期股权投资构成。2018 年末，公司商誉为 45.95 亿元，占总资产及净资产的比重分别为 46.19% 和 55.94%，其中因收购天融信形成的商誉为 45.77 亿元，商誉规模大，中诚信证评将持续关注天融信经营情况以及公司商誉减值情况。当年末公司固定资产 6.34 亿元，主要系厂房设备等。2018 年公司以 9.16 亿元价格收购北京傲天动联技术有限公司持有的北京太极傲天技术有限公司 50% 的股权及北京傲天动联技术有限公司拥有的对北京太极傲天技术有限公司相应债权，截至年末已支付价款 4.06 亿元，此外当年公司参股前沿技术研究以及产品和服务研发等领域企业，长期股权投资由上年末 1.99 亿元增至 2018 年末 6.33 亿元，取得权益法下确认的投资损益 -232.21 万元，合/联营企业的经营情况和公司后续投资需关注。总体看，公司非流动资产比重较大，且集中于商誉及长期股权投资，资产质量需长期关注。

负债结构方面，2018 年及 2019 年 3 月末，公司流动负债分别为 16.00 亿元和 13.71 亿元，占总负债的比重达 90% 以上，主要由短期借款、应付账款和预收款项构成。随着 2018 年本期债券的赎回，公司对短期银行借款融资的依赖程度上升，2018 年末短期借款增至 6.84 亿元，较年初增加 6.10 亿元，2019 年 3 月末，短期借款回落至 5.09 亿元；应付账款主要为应付的原材料采购款，2018 年末为 2.99 亿元，同比增长 45.08%，期限集中于 1 年以内；预收款项主要为网络安全业务预收项目款，2018 年末为 2.38 亿元，同比下降 12.59%。债务结构方面，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总债务分别为 7.72 亿元和 5.79 亿元，其中短期债务分别为 7.16 亿元和 5.24 亿元，长期债务均为 0.56 亿元，长短期债务比分别为 12.86 倍和 9.40 倍。公司债务规模逐步缩小，但集中于短期债务，期限结构有待改善。

图 5: 2016~2019.Q1 公司债务期限结构分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

整体而言, 公司财务杆比率低, 债务规模小, 但期限结构有待改善, 同时商誉规模大且 2018 年新增大额长期股权投资, 资产质量需关注。

### 盈利能力

2018 年, 受益于销售价格提升, 公司电线电缆业务收入同比增长 14.97%, 同时受益于互联网行业发展, 网络安全业务收入同比增长 49.38%。当年公司实现营业收入 63.00 亿元, 同比增长 22.74%。2019 年 1~3 月, 公司实现营业收入 10.50 亿元, 同比增长 7.16%。毛利率方面, 2018 年以来, 铜及铝的价格仍保持高位震荡, 公司原材料采购价格保持高位, 当年电力电缆毛利率下降, 且电工铜线保持微利经营; 同期安全及大数据产品和服务则因毛利相对较低的安全集成类产品和服务销售规模增加, 毛利率同比分别下降 12.64 个百分点和 17.99 个百分点, 但仍保持较高盈利水平。2018 年及 2019 年一季度, 公司营业毛利率分别为 24.70% 和 16.66%, 同比分别下滑 0.06 个百分点和上升 4.34 个百分点。

表 5: 2016~2018 年公司主要业务毛利率

产品	单位: %		
	2016	2017	2018
电力电缆	15.40	12.63	12.39
电工铜线	1.71	0.46	0.58
安全及大数据产品	-	78.09	65.45
安全服务	-	82.36	64.37
<b>营业毛利率</b>	<b>12.60</b>	<b>24.76</b>	<b>24.70</b>

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 受业务规模上升及职工薪酬上升等因素影响, 2018 年公司销售费用和管理费用分别同比增长 35.28% 和 16.21%; 公司债务规模较小,

当年财务费用为 0.66 亿元。近年公司研发投入较大, 2018 年研发费用为 3.51 亿元。当年公司期间费用合计金额较上年增长 18.36% 至 10.37 亿元, 期间费用占营业收入比重为 16.47%, 较上年下降 0.61 个百分点。2019 年一季度, 公司研发支出规模增加, 期间费用同比增长 43.45% 至 2.76 亿元, 占当期营业收入比重为 26.30%, 较上年上升 6.65 个百分点。整体而言, 整体而言, 公司期间费用规模较大, 期间费用控制水平仍有提升空间。

表 6: 2016~2019.Q1 公司期间费用情况

单位: 亿元

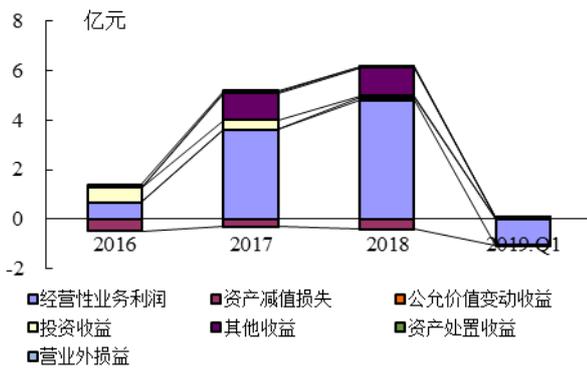
费用明细	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.94	3.35	4.53	1.18
管理费用	1.29	1.43	1.67	0.57
研发费用	-	3.60	3.51	0.93
财务费用	0.58	0.38	0.66	0.09
期间费用合计	2.81	8.77	10.37	2.76
营业总收入	28.71	51.33	63.00	10.50
期间费用收入比	9.78%	17.08%	16.47%	26.30%

注: 根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号) 要求, 从管理费用项目中分拆研发费用项目, 中诚信证评在计算三费收入占比指标时将研发费用重新纳入期间费用。

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要源于经营性业务利润, 其他收益对利润总额形成有益补充。2018 年, 在业务规模提升的推动下, 公司经营性业务利润同比增长 33.00% 至 4.80 亿元; 同期取得增值税返还及其他政府项目补贴等其他收益 1.15 亿元, 对利润总额形成补充。2018 年, 公司利润总额和净利润分别为 5.77 亿元和 4.87 亿元, 同比分别增长 18.13% 和 14.27%, 当年公司所有者权益收益率为 5.93%, 较上年提升 0.63 个百分点, 经营业绩较为稳健。因网络安全业务的主要客户集中于政府机关、金融、运营商、能源等领域。上述客户通常采取预算管理制度和产品集中采购制度, 一般在上半年进行预算立项、设备选型测试, 下半年进行招标、采购和建设。因此公司网络安全业务下半年的销售规模一般较上半年高, 但经营成本及各项费用支出在年度内发生较为均衡, 2019 年一季度公司净利润-0.91 亿元, 中诚信证评关注公司后续网络安全业务承接及经营业绩情况。

图 6: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成



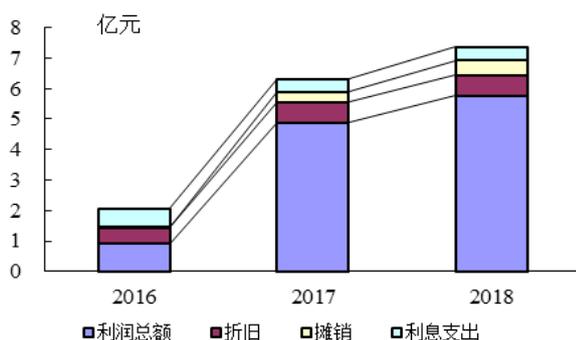
资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

整体来看, 2018 年公司业务规模和盈利水平均有所提升, 经营业绩较为稳定。但 2019 年一季度, 因网络安全业务季节性因素影响, 公司经营亏损, 中诚信证评持续关注网络安全业务经营业绩及其对公司整体盈利水平的影响。

### 偿债能力

从获现能力来看, 公司 EBITDA 主要来源于利润总额和折旧摊销等, 受益于利润总额的增长, 2018 年公司实现 EBITDA 规模为 7.37 亿元, 同比增长 16.50%。同时, 2018 年末公司债务规模下降, 总债务/EBITDA 较上年分别降低 0.10 倍至 1.05 倍, EBITDA 利息倍数较上年上升 1.62 倍至 16.60 倍, EBITDA 对债务本息的保障程度有所增强。

图 7: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

从现金流来看, 2018 年公司业务规模上升, 且销售货款回收情况良好, 当年经营活动净现金流达 4.96 亿元, 同比增长 284.68%, 同期经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.64 倍和 11.19 倍, 较上年分别增加 0.46 倍和 8.13 倍, 经营活动净现金对债务本息的保障程度进一步增强。但公司经营活动净现金流不稳定性, 2019

年一季度仍呈净流出状态, 经营活动产生的净现金流对债务本息的保障缺乏持续稳定性。此外, 2019 年 3 月末, 公司账面货币资金为 5.19 亿元, 货币资金可对债务本息偿还提供较强保障。

表 7: 2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

单位: 亿元				
指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务	6.84	7.29	7.72	5.79
EBITDA	2.07	6.32	7.37	-
经营活动净现金流	-0.49	1.29	4.96	-0.18
总债务/EBITDA (X)	3.31	1.15	1.05	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.41	14.98	16.60	-
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.07	0.18	0.64	-0.13*
经营活动净现金/利息支出 (X)	-0.81	3.06	11.19	-
资产负债率 (%)	38.22	16.52	17.43	15.28
总资本化比率 (%)	11.01	8.32	8.59	6.49

注: 加\*指标已进行年化处理

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司不存在对外担保。同期末, 公司所有权受到限制的资产共计 0.81 亿元, 其中使用受限的货币资金为 0.49 亿元, 受限资产规模小。此外, 截至 2018 年末, 公司仅存在一笔涉诉金额超过 500 万元的未决诉讼, 系公司与广州市南瑞电力建设有限公司 (以下简称“南瑞电力”) 法定代表人、执行董事兼总经理柳侠就南瑞电力和公司采购合同的仲裁, 涉诉金额为 720 万元, 金额较小, 对公司负面影响有限。

财务弹性方面, 公司与多家商业银行保持良好的合作关系, 截至 2019 年 3 月末, 公司取得各银行授信总额为 16.47 亿元, 未使用的授信额度为 10.38 亿元, 备用流动性较为充足。

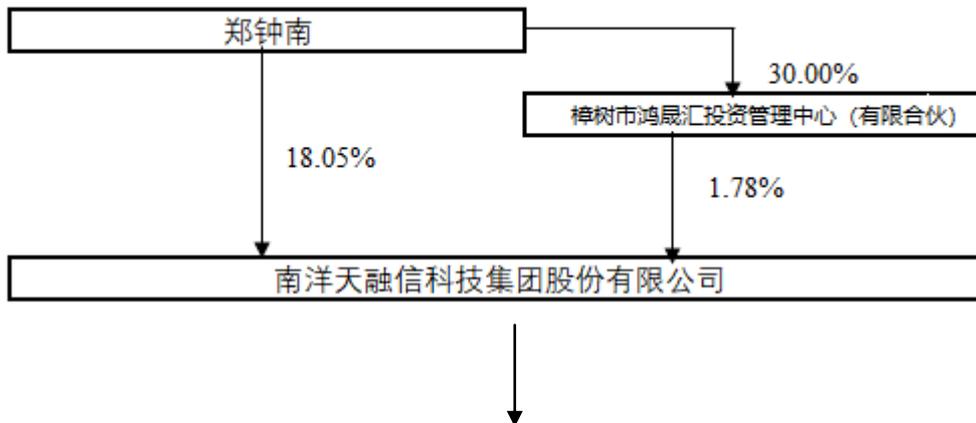
2018 年以来, 公司控股股东及实际控制人郑钟南持续减持公司股票, 其直接持股份数由 2018 年 3 月末的 2.66 亿股降至 2019 年 3 月末的 2.09 亿股, 持股数量占总股本的比例由 2018 年 3 月末的 23.23% 降至 2019 年 3 月末的 18.05%, 此外郑钟南通过控制樟树市鸿晟汇投资管理中心 (有限合伙) 间接持有公司 1.78% 的股份, 整体持股比例较低, 中诚信证评将持续关注公司实际控制人减持股票及该事项对公司控制权及整体运营的影响。

整体而言，2018 年公司业务规模保持增长，尤其网络安全业务快速扩张。同时公司财务杠杆比率较低，债务规模较小，EBITDA 及货币资金对债务本息具有较强保障能力，财务实力较强，整体偿债风险可控。

## 结 论

综上，中诚信证评维持南洋天融信科技集团股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“广东南洋电缆集团股份有限公司 2013 年公司债券”信用级别 **AA**。

附一：南洋天融信科技集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）

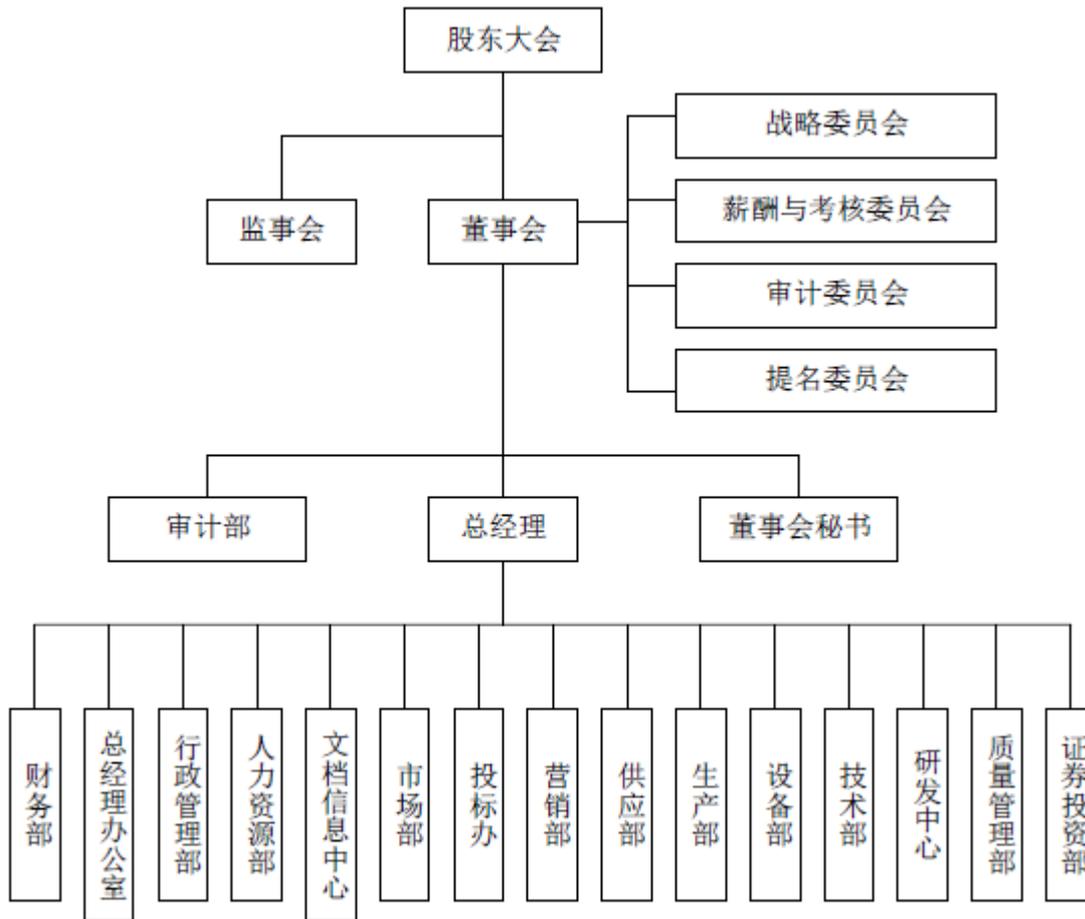


直接持股子公司	主要经营地	业务性质	直接持股比例 (%)
广州南洋电缆有限公司	广州市	生产销售	100.00
南洋电缆（天津）有限公司	天津市	生产销售	100.00
广东南洋电缆股份有限公司	汕头市	生产销售	95.00
广州南洋新能源有限公司	广州市	生产销售	100.00
珠海安赐艳阳天网络信息安全产业股权投资基金企业（有限合伙）	珠海市	股权投资	59.76
北京天融信科技有限公司	北京市	计算机网络安全产品及服务	100.00

注：樟树市鸿晟汇投资管理中心（有限合伙）（以下简称“鸿晟汇”）系郑钟南、郑汉武、郑燕珠等人共同投资设立的有限合伙企业，其中郑汉武为郑钟南之子，郑燕珠为郑钟南之女，郑钟南为鸿晟汇普通合伙人、执行事务合伙人，鸿晟汇系郑钟南实际控制的有限合伙企业，系郑钟南的一致行动人。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：南洋天融信科技集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**附三：南洋天融信科技集团股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	128,881.43	48,862.94	87,031.81	51,891.88
应收账款净额	102,602.77	130,702.17	131,705.04	135,816.67
存货净额	55,332.46	76,304.27	82,261.05	84,058.87
流动资产	315,853.47	361,980.92	337,952.54	327,812.51
长期投资	15,357.98	33,776.51	84,233.29	83,305.44
固定资产合计	68,313.55	67,172.30	64,656.83	63,526.58
总资产	894,463.97	962,474.38	994,749.34	984,602.86
短期债务	3,746.88	7,421.54	71,620.64	52,355.78
长期债务	64,612.60	65,487.54	5,567.46	5,569.89
总债务（短期债务+长期债务）	68,359.47	72,909.08	77,188.09	57,925.67
总负债	341,849.89	159,029.52	173,417.53	150,477.12
所有者权益（含少数股东权益）	552,614.07	803,444.86	821,331.82	834,125.73
营业总收入	287,071.33	513,310.90	630,033.74	105,021.60
三费前利润	34,725.79	123,752.85	151,760.34	17,089.46
投资收益	6,136.94	3,865.75	849.51	199.63
净利润	7,027.58	42,620.35	48,700.23	-9,118.76
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	20,681.62	63,216.36	73,650.03	-
经营活动产生现金净流量	-4,912.88	12,906.32	49,647.40	-1,815.54
投资活动产生现金净流量	142,235.81	-301,677.18	15,159.43	-30,089.68
筹资活动产生现金净流量	-40,193.07	208,040.04	-31,376.96	98.29
现金及现金等价物净增加额	97,240.86	-80,800.50	33,307.09	-31,922.92
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	12.60	24.76	24.70	16.66
所有者权益收益率（%）	1.27	5.30	5.93	-4.37*
EBITDA/营业总收入（%）	7.20	12.32	11.69	-
速动比率（X）	0.96	3.26	1.60	1.78
经营活动净现金/总债务（X）	-0.07	0.18	0.64	-0.13*
经营活动净现金/短期债务（X）	-1.31	1.74	0.69	-0.14*
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.81	3.06	11.19	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.41	14.98	16.60	-
总债务/EBITDA（X）	3.31	1.15	1.05	-
资产负债率（%）	38.22	16.52	17.43	15.28
总资本化比率（%）	11.01	8.32	8.59	6.49
长期资本化比率（%）	10.47	7.54	0.67	0.66

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2019 年第一季度加\*指标均经过年化。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。