



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪253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，维持贵公司本次债券信用等级AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月五日

## 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（2018）

发行主体	南洋天融信科技集团股份有限公司		
债券名称	广东南洋电缆集团股份有限公司 2013 年公司债券		
债券简称	13 南洋债		
债券代码	112179.SZ		
发行规模	人民币 6.5 亿元		
债券余额	人民币 0.56 亿元		
存续期限	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		
上次评级时间	2017/06/26		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

### 基本观点

2017 年，南洋天融信科技集团股份有限公司（以下简称“南洋股份”或“公司”）并购北京天融信科技有限公司（以下简称“天融信”）后，形成电线电缆和网络安全双主业并行的业务格局，且在各细分行业具备较强的综合竞争实力。受益于良好的行业趋势以及业务的扩充，公司业务规模持续快速增长，且财务杠杆比率维持在较低水平，财务结构稳健。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到成本控制压力上升以及商誉减值风险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	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	17.98	55.26	80.34	79.57
总资产（亿元）	31.56	89.45	96.25	95.46
总债务（亿元）	11.28	6.84	7.29	8.30
营业总收入（亿元）	22.81	28.71	51.33	9.80
营业毛利率（%）	14.95	12.60	24.76	12.32
EBITDA（亿元）	1.90	2.07	6.32	-
所有者权益收益率（%）	3.14	1.27	5.30	-1.00
资产负债率（%）	43.01	38.22	16.52	16.64
总债务/EBITDA（X）	5.93	3.31	1.15	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.01	3.41	14.98	-

注：所有者权益包含少数股权权益，净利润包含少数股东损益；2018 年一季度所有者权益收益率经年化。

### 正面

- 综合竞争实力进一步增强。公司系南方电网长期合作供应商之一，2017 年以来在南方电网主网和配网的招投标中，中标全产品线；同时为广州白云机场、广州地铁线和广州南站等多项大型工程提供配套，并获得“2017 中国线缆行业最具竞争力企业 20 强”荣誉称号。同时，公司新增网络安全业务在细分行业市场占有率先靠前，综合竞争实力较强。
- 业务规模持续增长。受益于电线电缆行业整体保持较好稳定运营及新增网络安全业务，2017 年公司实现营业收入 51.33 亿元，同比增长 78.81%；2018 年一季度，公司电线电缆业务规模保持高速增长，当期实现营业收入 9.80 亿元，同比增长 43.45%，业务规模持续扩大。
- 财务结构稳健。2017 年公司发行股票进一步增强自有资本实力，财务杠杆比率维持在较低水平，同时其债务规模较小且期限结构合理，财务结构稳健。

### 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)

2018 年 6 月 5 日

## 关 注

- 成本控制压力上升。近年铜、铝等电线电缆的主要原材料价格呈现大幅波动走势，公司成本控制压力上升，2017年电线电缆业务毛利率为8.89%，同比下降3.71个百分点。
- 面临一定商誉减值风险。2017年公司收购天融信形成商誉45.77亿元，截至2017年末商誉为45.95亿元，占总资产和净资产的比重分别为47.74%和57.19%，近年商誉未发生减值，中诚信证评对公司商誉减值风险保持关注。

## 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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 行业分析

2017 年我国经济稳中向好，电线电缆下游需求仍有支撑，行业整体运营较为稳定，但电线电缆市场竞争分化明显，低压电线电缆市场竞争激烈

2017 年，我国实现 GDP 为 82.71 万亿元，同比增长 6.9%，增速相对平稳；当年，全国全社会用电量 6.3 万亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速同比提高 1.6 个百分点，宏观经济稳中向好及供给侧改革中工业、交通、居民生活等领域推广的电能替代成效明显等有利因素，使得全社会用电量增速加快。电力需求的增长促使我国持续致力于电力投资，2017 年国内电网建设保持高位，电网投资继续向配网及农网倾斜：当年全国电网工程建设完成投资 5,315 亿元，其中 110 千伏及以下电网投资比重占电网总投资比重达到 53.2%；新一轮农网改造取得阶段性重大进展，完成了《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》（国办发〔2016〕9 号）文件中“中心村电网改造升级，实现平原地区机井用电全覆盖”的任务；同时建成“两交六直”特高压输电工程。交通领域，交通基础设施建设的快速发展系电力电缆行业发展的动力之一，2017 年我国新投产城轨地铁 930 公里，同比增长 74%；新投产高速铁路 2,500 公里，同比增长 15.63%；2018 年根据中铁总规划，将新投产高铁 3,500 公里，同比增速将达 40%。受益于宏观经济稳中向好、下游领域需求仍有支撑等有益因素，2017 年我国电线电缆行业实现销售收入约为 1.35 万亿元，同比下降 2.95%，在 2016 年较高的基数水平上，降幅较小，电线电缆行业整体运营较为稳定。

图 1：我国电线电缆行业收入情况



资料来源：前瞻产业研究院，中诚信证评整理

根据《电力发展“十三五”规划（2016-2020 年）》，“十三五”期间要优化电网结构，提高系统安全水平，升级改造配电网，推进智能电网建设。就电线电缆而言，“十三五”期间要加大依靠科技创新，以数字化、智能化制造为主题，提升技术层级，增强高端产品的国际竞争力。根据预测，到 2020 年，中国电线电缆市场规模有望达到 2,570 亿美元（约合人民币 1.8 万亿元），行业需求将进一步增长。

电网智能化改造是国家基建投资稳步增长的重要战略方向，是发展能源互联网的重要基础，也是行业未来的发展趋势，因此智能电网建设受到国家政策的大力支持。为进一步推进“智能电网”建设，以特高压电网为骨架发展清洁能源，国家电网公司于 2016 年 3 月发布《国家电网公司促进新能源发展白皮书（2016）》，白皮书明确指出未来国家电网公司将围绕清洁能源开布局，扩大同步电网规模，建设跨流域、跨区域的互联大电网，实现更大范围水火互济、风光互补、大规模输送和优化配置。2020 年，国家电网将形成东部、西部 2 个同步电网格局。“十三五”末期，国家电网“西电东送”电力规模将从目前的 1.1 亿千瓦提高到 3.1 亿千瓦，“三北”地区通过特高压电网向东中部负荷中心输送新能源约 1.48 亿千瓦，并将建设特高压输电网络。城市电网改造、特高压电网建设、智能电网建设、清洁能源布局等城市电网发展进程将不断扩大我国高压和超高压电缆的需求。

另外，电缆入地是城市未来发展的趋势，可增强城市电网的可靠性，增强城市线路的传输能力，根除视觉污染，美化城市环境，提高城市土地的利用价值。发达国家城市供电多采用电缆入地取代架空线路，电缆地下化率达到 80% 以上，而我国城市电缆地下化率平均只有 10%。电缆地下化率的提高，将带动城市电网建设和大规模改造，为电力电缆行业在较长一个时期内提供广阔的市场空间。

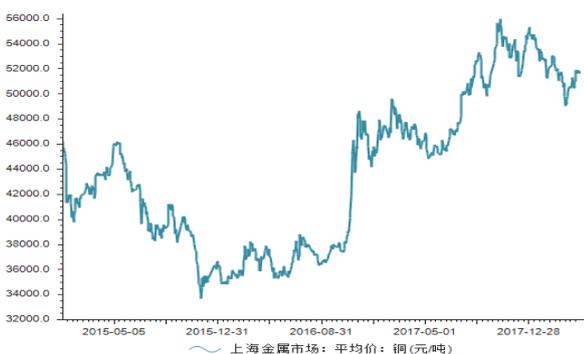
目前，我国电力电缆企业竞争层次分明，第一梯队为外资大厂及其在国内的合资企业，其生产技术设备先进，研发实力雄厚，占据高端市场；第二梯队为具有国家电网招标资质和供货记录的企业

以及部分特种电缆优势企业，系内资企业中的龙头企业，通过自主研发、设备引进等方式迅速提高技术实力，成为电力系统最主要的供应商；第三梯队企业数量众多，主要集中在民用产品、中低压产品领域，以价格竞争为主要竞争方式。从产品结构看，低压电线电缆技术含量较低，设备工艺简单，产能过剩，市场竞争激烈，利润率较低；高压、超高压产品则技术含量高，生产工艺复杂，存在较高的进入壁垒，目前市场主要由少量外资厂商、合资厂商和内资龙头企业所垄断。

### 铜、铝等金属原材料价格震荡上行，电线电缆企业成本管控压力增加

电线电缆行业是料重工轻的行业，原材料占总成本的 80% 左右，铜、铝材是电线电缆最主要的原材料，一般占成本的 70% 左右，电线电缆业务的利润对铜、铝的价格波动比较敏感。铜价方面，2016 年下半年以来，全球经济复苏带动铜的需求上升，但世界主要铜矿工人罢工及印尼政府限制铜精矿出口等突发事件使得供给端增速下降，同时美元指数走弱，我国禁止废铜进口预期等因素推升铜价。截至 2017 年末，上海金属市场铜均价为 5.53 万元/吨，较上年末 4.50 万元/吨增长 22.89%，呈现波动上升趋势。截至 2018 年 3 月末，上海金属市场铜均价为 4.98 万元/吨，较年初有所回落；4 月末，铜均价回升至 5.16 万元/吨，仍处于高位震荡趋势。

图 2：2015 年以来上海金属市场铜均价走势



资料来源：choice，中诚信证评整理

铝价方面，2017 年，我国经济发展稳中向好，海外经济复苏，铝消费持续增长，但受国内供给侧改革深入推进、电解铝产能违规产能关停、采暖季限产等因素叠加，金属铝供给收缩，价格呈现波动上升，9 月份，上海金属市场铝均价最高达 1.66 万

元/吨，系近三年最高水平，较 2015 年 11 月低谷时 0.97 万元/吨的价格增加近一倍。2017 年 12 月，全球原铝产量增加，而国内铝库存再创新高，供应压力增大，铝价下降，当月末上海金属市场铝均价为 1.47 万元/吨。2018 年 1~4 月，我国规模以上工业增加值同比增速达 6.9%，高出预期 0.2 个百分点，经济向好，下游需求好转，铝价有所回升，截至 2018 年 4 月末，上海金属市场铝均价为 1.44 万元/吨，仍处于高位整理过程中。目前我国铜和铝的价格波动幅度较大，相关企业成本控制压力增加。

图 3：2015 年以来上海金属市场铝均价走势



资料来源：choice，中诚信证评整理

整体而言，2017 年我国电线电缆行业整体运营较为稳定，但铜和铝的价格波动剧烈，企业成本控制压力增加。

### 业务运营

公司于 2017 年 1 月完成对北京天融信科技有限公司（以下简称“天融信”）100% 股权的收购，新增网络安全业务，建立了电线电缆、网络安全的双主业平台。2017 年，受益于电线电缆行业仍保持稳定运营以及外延式并购发展，公司实现营业收入 51.33 亿元，同比增长 78.81%，其中电线电缆业务实现营业收入 39.74 亿元，同比增长 38.42%；网络安全业务实现营业收入 11.59 亿元。2017 年公司电线电缆业务毛利率因铜、铝等原材料价格波动上涨而同比减少 3.71 个百分点，但网络安全业务毛利率仍处于很高水平，推动当年公司整体营业毛利率上涨 12.16 个百分点，网络安全业务对公司收入及盈利的形成重大支撑。2018 年以来，公司电线电缆业务规模保持高速增长，而网络安全业务呈现明显季度波动性，一季度公司实现营业收入 9.80 亿元，同

比增长 43.45%，其中电线电缆和网络安全业务规模分别为 8.80 亿元和 0.99 亿元；当期电线电缆业务毛利率因铜铝等原材料价格高位波动，进一步降至 6.19%，同时网络安全业务毛利率因成本费用升

高而有所下滑，尽管网络安全业务毛利率仍保持较高水平，但因规模较小，对整体毛利的推动作用有限，当期营业毛利率下滑至 12.32%。

表 1：公司营业收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

主要业务板块	2016			2017			2018.Q1		
	收入	比重	毛利率	收入	比重	毛利率	收入	比重	毛利率
<b>电线电缆</b>	<b>28.71</b>	<b>100.00</b>	<b>12.60</b>	<b>39.74</b>	<b>77.41</b>	<b>8.89</b>	<b>8.81</b>	<b>89.90</b>	<b>6.19</b>
其中：电力电缆	23.14	80.60	15.24	27.48	53.54	12.63	5.30	54.08	9.94
电工铜线	5.57	19.40	1.71	12.19	23.75	0.46	3.51	35.82	0.53
其他	-	-	-	0.06	0.12	-	-	-	-
<b>网络安全</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>11.59</b>	<b>22.59</b>	<b>78.83</b>	<b>0.99</b>	<b>10.10</b>	<b>66.72</b>
其中：安全及大数据产品	-	-	-	9.58	18.66	78.09	0.86	8.78	69.50
安全服务	-	-	-	2.00	3.90	82.36	0.13	1.32	48.54
其他	-	-	-	0.01	0.03	-	-	-	-
<b>营业收入</b>	<b>28.71</b>	<b>100.00</b>	<b>12.60</b>	<b>51.33</b>	<b>100.00</b>	<b>24.76</b>	<b>9.80</b>	<b>100.00</b>	<b>12.32</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 受益于较强的综合竞争实力、优质的客户资源以及产品价格上行等因素，公司电线电缆业务持续快速增长，但因原材料价格上涨，盈利空间持续承压

公司电力电缆业务的主要产品为 500kV、220kV、110kV、35kV 及以下交联电力电缆、低压电力电缆及特种电缆等，主要应用在电力、交通和建筑等国民经济的多个领域。公司“NAN 南”牌交联聚乙烯电力电缆被国家质检总局评定为中国名牌产品；公司获得“2017 中国线缆行业最具竞争力企业 20 强”荣誉称号；全资子公司广州南洋电缆有限公司获得“2017 年度广东省企业竞争力 500 强”荣誉称号。目前，公司电力电缆、电气装备用电力电缆及电工铜线产能规模分别为 4.5 万公里/年、42 万公里/年和 9 万公里/年。2017 年，受益于行业运营较为稳定以及客户资源优势，公司电线电缆总产

量为 40.79 万公里，同比增长 5.56%；总销量为 39.85 万公里，同比增长 7.07%；同时受成本上行推动以及售价较高的电工铜线销量增加等因素影响，公司整体产品均价由上年 0.77 万元/公里升至 1.00 万元/公里，产销量及价格的同步上升，使得当年公司电力电缆业务规模的大幅增长。

具体看，2017 年公司电力电缆、电器装备用电力电缆及电工铜线产量分别为 3.41 万公里、34.90 万公里和 6.91 万公里，产能利用分别为 75.76%、83.10%和 76.77%，释放率尚可。当年，公司电力电缆、电器装备用电力电缆及电工铜线销量分别为 3.26 万公里、36.59 万公里和 2.85 万公里，销售价格分别为 6.09 万元/公里、0.21 万元/公里和 4.27 万元/公里。2018 年一季度，公司各产品价格仍保持上涨趋势。

表 2：公司电线电缆产销情况

单位：公里、万元/公里

项目	2017		2018.Q1		2017		2018.Q1	
	产能	产量	产能	产量	销量	销售均价	销量	销售均价
电力电缆	45,000.00	34,092.51	45,000.00	7,094.17	32,608.43	6.09	6,348.17	6.25
电器装备用电力电缆	420,000.00	349,012.49	420,000.00	51,635.31	365,894.57	0.21	44,662.46	0.30
电工铜线	90,000.00	69,094.39	90,000.00	14,741.29	28,546.08	4.27	7,381.57	4.75

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司系中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）、广东电网及下属公司的合作供应商，电线电缆业务的展业区域集中于华南地区。2017年以来，公司继续保持在电线电缆业务在销售传统市场的优势地位，与南方电网及其下属公司的重大采购项目中依然保持良好业绩，在南方电网主网和配网的招投标中，中标品类覆盖了全产品线。2017年，公司对南方电网及其下属公司的含税销售额累计达到 8.71 亿元，中诚信证评肯定了优质的客户资源为公司电力电缆业务提供的有力支持，同时也关注到单一客户对公司业务规模影响较大。此外，2017 年公司广州白云机场第二航站楼、广州南航大厦、广州地铁 21 号线、6 号线及 7 号线一期工程、广州南站配套工程、广州周大福金融中心（广州东塔）等大型工程提供电力配套设备，工程综合配套能力进一步提升。

电缆行业具有“料重工轻”特点，2017 年以来，公司铜杆、钢带等主要原材料采购价格明显上升，当年铜杆采购均价同比上涨 27.19% 至 4.21 万元/吨，2018 年一季度采购均价持续升至 4.53 万元/吨。持续上涨的原材料价格使得公司成本控制压力增加，电线电缆业务毛利率持续收缩，2017 年毛利率为 8.89%，同比减少 3.71 个百分点，2018 年一季度进一步降至 6.19%。此外，公司通过套期保值预防铜价波动风险，在锁定铜价的同时，面临一定投资风险。

表 3：2015~2018.Q1 公司主要原材料采购均价

单位：万元/吨

原材料	2015	2016	2017	2018.Q1
铜杆	3.58	3.31	4.21	4.53
电缆料	1.00	0.87	1.11	1.17
钢带	0.34	0.36	0.46	0.52
电缆料	0.45	0.43	0.44	0.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司新增的网络安全业务具备较强技术研发实力以及较高的市场地位，且销售及服务网络布局较完善，业务保持稳健发展，对整体收入及利润形成有力支撑

天融信主要为政府部门、军队、军工企业及金融、能源等行业企业级用户提供网络安全及大数据

产品和服务，其中安全及大数据产品主要包括安全网关、安全检测、安全接入、数据安全、云安全、大数据等相关产品；安全服务则主要包括安全产品增值服务、安全咨询服务、安全运维服务、安全研究与开发服务、安全云服务等。天融信建立了较为完善的销售和服务网络，在北京总部设立了行业营销中心，在天津、上海、武汉、北京设立子公司，在广州、深圳、郑州等地设立分公司，分别负责当地市场拓展、销售和技术服务工作；同时在新疆、甘肃和宁夏等多个省区的省会城市及重点城市设立了服务网点，负责对应地区的技术服务工作。天融信拥有较强的技术实力和品牌优势，截至 2018 年 3 月末，共获得专利 62 项（含发明专利 60 项）和软件著作权 121 项；同时 2017 年获得国家科学技术进步奖二等奖，并为“一带一路”国际合作高峰论坛、厦门金砖峰会以及中国共产党第十九次全国代表大会提供网络安全保障工作；2018 年参与完成的“国家飞行流量监控中心系统”项目荣获中央军委科学技术委员会颁发的军队科学技术进步一等奖。据《IDC PRC Security Appliance Quarterly Tracker, 2017》报告显示，天融信在防火墙硬件市场中，以 20.3% 的市场占有率排名第一；在入侵防御硬件市场、VPN 硬件市场中的市场占有率分别为 11.20% 和 7.50%，均位列第三。依托于较强的综合竞争实力，2017 年天融信实现营业收入 11.59 亿元，净利润 4.08 亿元，2016~2017 年累计净利润业绩承诺实现率为 108.03%，累计扣非净利润业绩承诺实现率为 107.23%，对公司整体收入及利润形成有力支撑。

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%

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

值得关注的是，天融信客户群体通常实行预算管理制度和集中采购制度，即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，因此天融信下半年销售规模一般较上半年高；同时，由于研发投入、人员工资及销售费用、管理费用等各项费用支出在年度内发生较为均衡，导致公司经营业绩存在较为显著的季节波动性。2018年一季度，公司网络安全业务收入为0.99亿元，截至当年3月末在手订单金额中尚未确认收入金额为3.24亿元，当前订单储备规模较有限，中诚信证评对公司网络安全业务波动及未来业绩承诺兑现情况将保持关注。

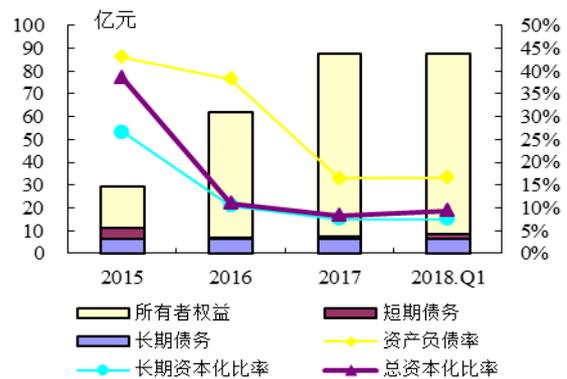
## 财务分析

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2015~2017年审计报告和未经审计的2018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。2017年公司将天融信纳入合并范围，未对年初数进行追溯调整。

### 资本结构

受益于2017年1~2月发行股份购买天融信100%股权和募集配套资金，以及业务规模的拓展、经营利润的积累，当年末公司资产规模和所有者权益规模分别同比增长7.60%和45.39%至96.24亿元和80.34亿元；同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别同比降低21.70个百分点和2.69个百分点至16.52%和8.32%，财务杠杆比例进一步下降。2018年3月末，公司总资产和所有者权益分别为95.46亿元和79.57亿元，期末，资产负债率和总资本化比率分别为16.64%和9.45%，财务杠杆处于较低水平。

图4：2015~2018.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

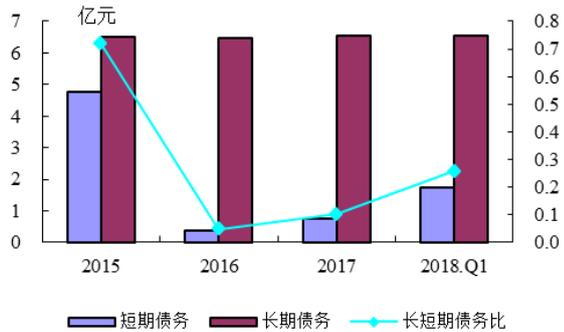
从资产构成来看，2017年末及2018年3月末，公司流动资产分别为36.20亿元和34.99亿元，占总资产的比重分别为37.61%和36.66%，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。2017年末，公司货币资金由年初的12.89亿元减少至4.89亿元，主要系购买理财产品所致；公司将理财产品计入其他流动资产，年末其他流动资产增至9.04亿元，其中理财产品8.30亿元；应收账款为13.07亿元，其中一年以内账龄比重达89.96%，1~2年账龄比重达8.10%，当年公司应收账款周转率为4.40次/年，较上年3.31次/年有所提升，主要受益于新增了回款较快的网络安全业务；公司存货7.63亿元，其中库存商品4.89亿元、在产品1.73亿元、原材料0.97亿元，目前铜、铝价格波动较为剧烈，而电缆价格对铜、铝价格较为敏感，公司存货因铜铝价格波动而面临一定跌价风险。

2017年末及2018年3月末，公司非流动资产分别为60.05亿元和60.46亿元，占总资产的比重分别为62.39%和63.34%，主要由商誉和固定资产构成。2017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47.74%和57.19%，其中收购天融信形成的商誉为45.77亿元，商誉规模大，中诚信证评对公司商誉减值风险保持关注；年末公司固定资产6.71亿元，主要系厂房设备等。整体看，公司非流动资产比重较大，且集中于商誉，整体资产质量值得关注。

债务方面，2017年末，公司总债务为7.29亿元，其中短期债务0.74亿元（系短期借款0.74亿元）；长期债务6.55亿元，包括应付债券6.47亿元

和长期借款 0.08 亿元；当年末，长短期债务比为 0.11 倍。2018 年 3 月末，公司总债务进一步增至 8.30 亿元，主要由于短期借款增加所致，期末长短期债务比为 0.27 倍。公司债务规模较小，且期限结构较合理，财务结构稳健。

图 5：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



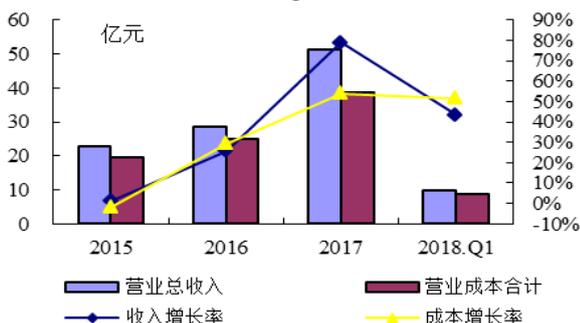
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体而言，通过发行股票购买资产及募集资金，公司自有资本实力大幅提升，财务杠杆比率维持在较低水平，且债务期限结构合理，财务结构较为稳健。

### 盈利能力

受益于电线电缆行业整体保持稳定运营及新增网络安全业务，2017 年及 2018 年一季度公司营业收入分别为 51.33 亿元和 9.80 亿元，同比分别增长 78.81% 和 43.45%，业务规模持续扩大。毛利率方面，2017 年以来，受铜价高位波动影响，公司电线电缆业务毛利率持续下滑，但 2017 年全年因网络安全业务对收入贡献大，对整体毛利率较上年提高 12.16 个百分点至 24.76%；2018 年一季度，网络安全业务因季度性波动，对当期收入贡献小，对毛利率推动作用不明显，当期公司营业毛利率同比下滑 4.76 个百分点至 12.32%。

图 6：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年受天融信纳入合并范围影响，公司期间费用大幅上涨，其中管理费用同比增加 3.74 亿元至 5.03 亿元，主要系因为研发费用同比增加 2.97 亿元至 3.60 亿元；销售费用同比增加 2.41 亿元，主要系工资薪酬和业务招待费等费用增加所致；当年公司财务费用下降，主要系公司融资结构变化，利息支出减少。2017 年及 2018 年一季度，公司期间费用合计分别为 8.77 亿元和 1.93 亿元，占当期营业收入比重分别为 17.08% 和 19.65%，期间费用规模大，侵蚀大部分经营所得，期间费用控制能力仍需改善。

表 5：2015~2018.Q1 公司期间费用情况

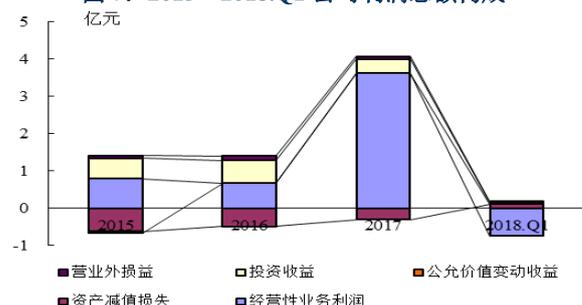
单位：亿元

费用明细	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	0.80	0.94	3.35	0.79
管理费用	1.13	1.29	5.03	0.94
财务费用	0.63	0.58	0.38	0.19
三费合计	2.56	2.81	8.77	1.93
营业总收入	22.81	28.71	51.33	9.80
三费收入比	11.23%	9.78%	17.08%	19.65%

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，投资收益和营业外损益等系对利润总额的有益补充。2017 年公司营业收入及毛利率大幅提升，实现经营性业务利润 3.61 亿元，同比增长 441.81%；当年，公司因投资理财产品和进行铜期货操作等取得投资收益 0.39 亿元；同时因政府补助等，取得营业外损益 0.07 亿元。2017 年，公司利润总额和净利润分别为 4.88 亿元和 4.26 亿元，较上年同期的 0.90 亿元和 0.70 亿元同比分别增加 443.75% 和 506.47%。2018 年一季度，公司利润总额和净利润分别为 -2,021.06 万元和 -1,998.79 万元，较上年同期亏损分别减少 18.23% 和 34.28%。

图 7：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



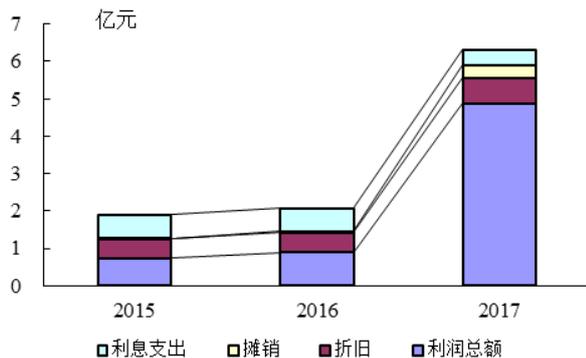
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体来看，公司 2017 年业务规模和毛利率水平迅速提升，盈利能力大幅提高；但网络安全业务季度性波动显著，同时电线电缆业务因原材料价格上涨，盈利能力持续收缩，2018 年一季度公司仍呈亏损状态，中诚信证评对公司未来收入及盈利情况保持关注。

### 偿债能力

从获现能力来看，2017 年公司 EBITDA 主要来源于利润总额和折旧摊销，当年公司利润总额大幅增长，同时折旧摊销因并表范围扩大而增加，受益于此，2017 年公司 EBITDA 增至 6.32 亿元，同比增长 205.66%；同期总债务/EBITDA 以及 EBITDA 利息倍数分别为 1.15 倍和 14.98 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度大幅提升。

图 8：2015~2017 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，2017 年公司业务规模扩大，同时整体货款回收速度加快，当年经营活动净现金流呈流入状态，当年经营活动净现金流为 1.29 亿元，同期经营活动净现金流/总债务为 0.18 倍，经营活动净现金流/利息支出为 3.06 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障程度有所改善。2018 年一季度，公司经营活动现金流呈净流出，但当期期末，公司账面货币资金达 9.94 亿元，其中受限金额为 0.09 亿元，流动性良好的货币资金对总债务规模形成覆盖，对债务本息的偿还有保障。

表 6：2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

单位：亿元

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总资产	31.56	89.45	96.25	95.46
总债务	11.28	6.84	7.29	8.30
资产负债率 (%)	43.01	38.22	16.52	16.64
总资本化比率 (%)	38.54	11.01	8.32	9.45
经营活动净现金流	1.88	-0.49	1.29	-0.90
经营活动净现金/总债务 (X)	0.17	-0.07	0.18	-0.43*
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.98	-0.81	3.06	-
EBITDA	1.90	2.07	6.32	-
总债务/EBITDA (X)	5.93	3.31	1.15	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.01	3.41	14.98	-

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 2017 年末，公司对子公司担保总额为 0.71 亿元，不存在对外担保。所有权受限资产方面，截至 2017 年末，公司所有权受到限制的资产共计 0.44 亿元，受限资产规模小。

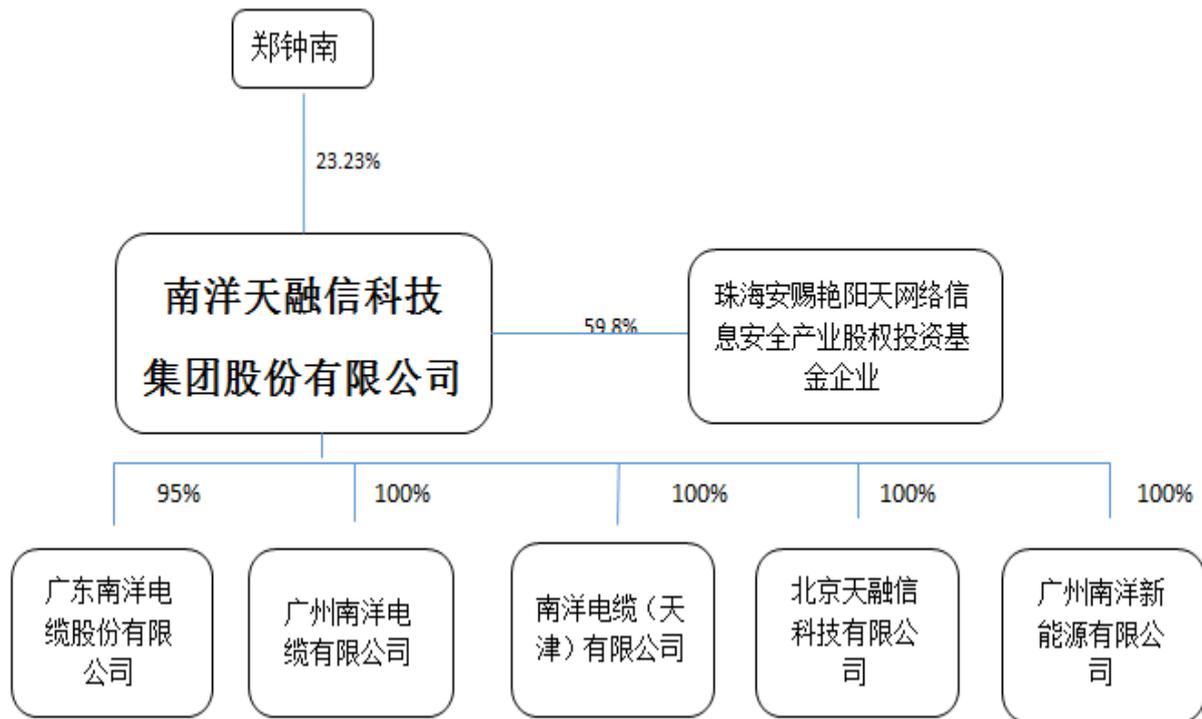
财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司取得各银行授信总额为 14.40 亿元，未使用的授信额度为 12.94 亿元，备用流动性较为充足。

整体而言，2017 年公司传统优势电线电缆业务持续发力，同时新增网络安全业务对收入及利润形成重要补充，当年盈利能力大幅提升；同时，公司财务杠杆比率较低，债务期限合理，EBITDA 对债务本息的保障程度显著改善，同时考虑到公司较为充足的流动性，整体偿债风险可控。

### 结论

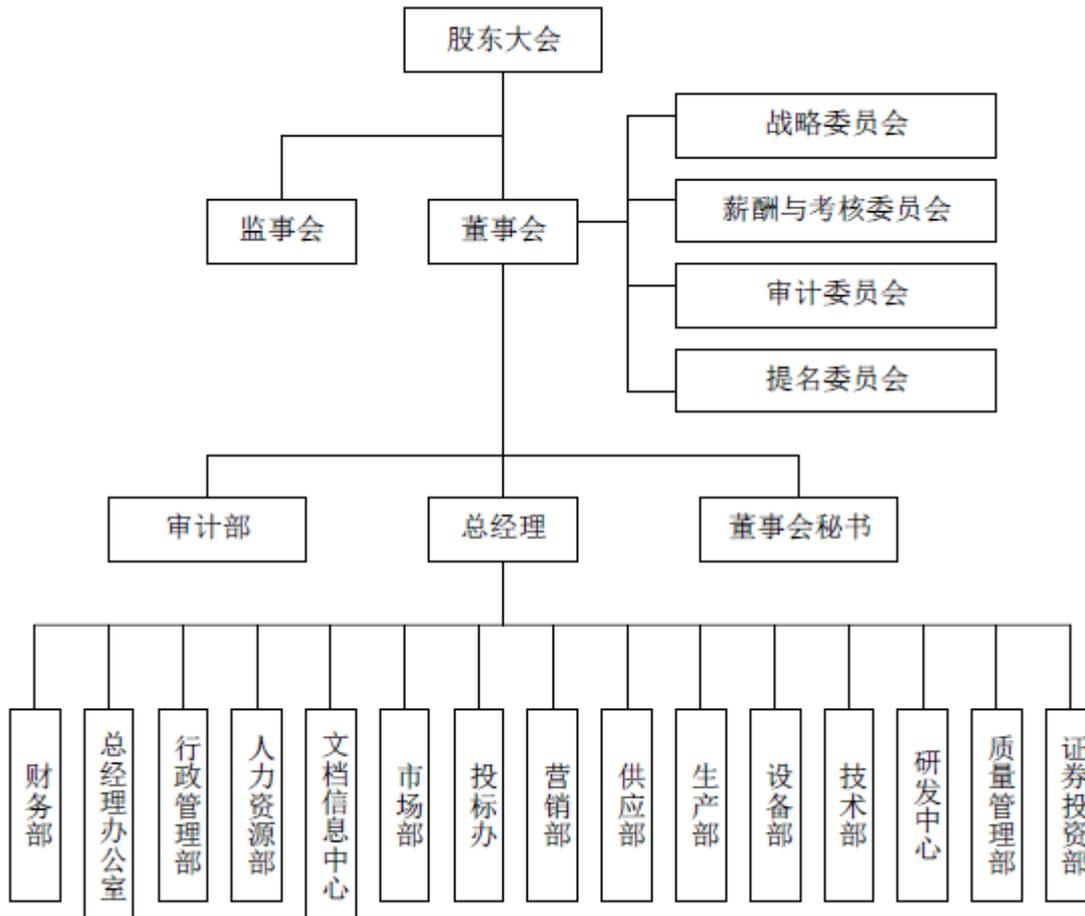
综上，中诚信证评维持南洋天融信科技集团股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“广东南洋电缆集团股份有限公司 2013 年公司债券”信用级别 **AA**。

附一：南洋天融信科技集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



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 2018 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	36,009.31	128,881.43	48,862.94	99,364.73
应收账款净额	70,704.97	102,602.77	130,702.17	106,956.44
存货净额	46,800.70	55,332.46	76,304.27	96,309.65
流动资产	243,319.25	315,853.47	361,980.92	349,923.79
长期投资	3,300.00	15,357.98	33,776.51	37,277.65
固定资产合计	55,843.35	68,313.55	67,172.30	65,224.08
总资产	315,561.66	894,463.97	962,474.38	954,554.45
短期债务	47,580.00	3,746.88	7,421.54	17,530.59
长期债务	65,205.80	64,612.60	65,487.54	65,477.02
总债务（短期债务+长期债务）	112,785.80	68,359.47	72,909.08	83,007.61
总负债	135,736.46	341,849.89	159,029.52	158,874.47
所有者权益（含少数股东权益）	179,825.20	552,614.07	803,444.86	795,679.98
营业总收入	228,149.05	287,071.33	513,310.90	98,008.85
三费前利润	33,476.80	34,725.79	123,752.85	11,707.00
投资收益	5,525.68	6,136.94	3,865.75	483.71
净利润	5,638.05	7,027.58	42,620.35	-1,998.79
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	19,029.49	20,681.62	63,216.36	-
经营活动产生现金净流量	18,836.38	-4,912.88	12,906.32	-9,020.24
投资活动产生现金净流量	1,121.71	142,235.81	-301,677.18	53,135.43
筹资活动产生现金净流量	-7,436.69	-40,193.07	208,040.04	6,688.59
现金及现金等价物净增加额	12,557.07	97,240.86	-80,800.50	50,670.12
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	14.95	12.60	24.76	12.32
所有者权益收益率（%）	3.14	1.27	5.30	-0.25
EBITDA/营业总收入（%）	8.34	7.20	12.32	-
速动比率（X）	2.90	0.96	3.26	2.92
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	-0.07	0.18	-0.43*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.40	-1.31	1.74	-2.06*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.98	-0.81	3.06	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.01	3.41	14.98	-
总债务/EBITDA（X）	5.93	3.31	1.15	-
资产负债率（%）	43.01	38.22	16.52	16.64
总资本化比率（%）	38.54	11.01	8.32	9.45
长期资本化比率（%）	26.61	10.47	7.54	7.60

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、2018 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

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

### 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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。