



深圳市特发信息股份有限公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



深圳市特发信息股份有限公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
21 特信 01	AA	AA
21 特信 02	AAA	AAA
21 特信 03	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“21 特信 01”的信用等级为 AA，维持“21 特信 02”、“21 特信 03”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：公司股东背景强，电子设备收入持续增长，智慧服务业务对公司收入和现金流贡献较大，光纤光缆收入有所恢复，深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）为“21 特信 02”、“21 特信 03”提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了其信用水平。同时也关注到，深圳特发东智科技有限公司（以下简称“特发东智”）产生大额会计差错更正、2021 年大幅亏损，部分子公司经营不佳，公司通信设备销售业务收入大幅下滑，毛利率有所下降，营运资金占用明显，应收款项及存货减值存在风险，短期集中偿付压力加大等风险因素。

未来展望

- 公司整体经营平稳，未来随着客户订单的恢复及新增业务的发展，营业收入和经营现金流有望增加，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 29 日

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
zhaoj@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	83.36	83.24	100.86	70.90
归母所有者权益	19.84	19.77	24.32	23.77
总债务	43.07	46.93	46.57	25.13
营业收入	7.96	45.91	47.22	43.28
EBITDA 利息保障倍数	--	1.15	3.74	4.70
净利润	0.13	-6.02	0.58	3.67
经营活动现金流净额	-3.00	-5.78	0.65	-2.55
销售毛利率	18.47%	11.41%	18.68%	19.77%
EBITDA 利润率	--	3.77%	9.47%	9.79%
总资产回报率	--	-5.08%	2.80%	6.90%
资产负债率	69.79%	69.72%	70.50%	59.31%
净债务/EBITDA	--	15.79	3.38	4.34
总债务/总资本	63.10%	65.06%	61.02%	46.55%
FFO/净债务	--	-3.87%	12.12%	9.77%
速动比率	1.12	1.32	0.93	0.86
现金短期债务比	0.61	0.85	0.90	0.33

注：本文特发信息 2019-2020 年数据均采用差错更正后数据。

资料来源：公司 2019、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，公司关于前期会计差错更正的公告，中证鹏元整理

优势

- **公司股东背景强。**公司控股股东深圳市特发集团有限公司（以下简称“特发集团”）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”）直接控股子公司，深圳市国资委为公司实际控制人。
- **电子设备业务收入持续增长，盈利能力较强。**2021 年公司电子设备销售业务收入继续增加，毛利率水平仍然较高，盈利情况较好。
- **智慧服务业务对公司收入和现金流贡献较大。**2021 年智慧服务业务收入为公司主要收入来源之一，当期确认鹏城云脑 II 扩展型项目信息化工程第一阶段项目（以下简称“鹏城云脑项目”）收入 9.47 亿元，对公司收入及现金流形成较大贡献。
- **光纤光缆收入有所恢复，2022 年一季度毛利率水平有所回升。**受益于多年业务经验和优质客户的积累，2021 年公司光纤光缆销售量和销售收入均有所上升；但由于光纤光缆产品价格过低，叠加芯片短缺及原材料价格大幅上涨等因素，2021 年公司光纤光缆毛利率大幅下滑。2022 年一季度，由于运营商集采价格大幅上升，当期光纤光缆业务毛利率有所回升。
- **保证担保仍能有效提升两期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，深担增信主体信用级别为 AAA，其为“21 特信 02”、“21 特信 03”提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升两期债券的信用水平。

关注

- **因特发东智会计差错更正，大幅调减往年合并报表总资产及所有者权益规模。**2021 年公司发现深圳特发东智科技有限公司（以下简称“特发东智”）在收购前存在负债延迟入账、少计负债等重大会计差错，对 2015-2020 年公司年度财务报表进行会计差错更正追溯重述。其中对 2020 年合并资产负债表项目进行相应调减，合计调减总资产 5.34 亿元、调减未分配利润 5.37 亿元；对当年合并利润表项目不产生影响。
- **部分并购标的的经营不佳，需关注并购标的未来经营情况、业绩补偿款的回收和商誉减值风险。**因原团队经营不善导致产品固定成本偏高、应收账款减值、存货减值，2021 年特发东智大幅亏损 7.37 亿元，且截至 2022 年 5 月末，相关责任人仍未履行 0.70 亿元的补偿承诺；2022 年 1-3 月，特发东智、成都傅立叶电子科技有限公司（以下简称“成都傅立叶”）和四川华拓光通信股份有限公司（以下简称“四川华拓”）均为亏损状态，需持续关注上述标的的经营情况及商誉减值风险。
- **通信设备销售业务收入大幅下滑，毛利率有所下降。**受行业产能过剩、竞争严重影响，2021 年公司通信设备销售业务订单明显减少，收入大幅下滑；且受原材料价格上涨及特发东智经营不善影响，盈利空间被进一步挤压。
- **营运资金占用明显，应收款项及存货存在减值风险，短期集中偿债压力加大。**公司应收款项和存货规模较大，对营运资金形成占用，且因特发东智经营不善，公司大额计提减值准备及存货跌价准备；2021 年公司短期债务规模有所下降，但 2022 年一季度因货币资金减少导致短期偿债压力有所增加。

同业比较（单位：亿元）

指标	特发信息 000070.SZ	亨通光电 600487.SH	中天科技 600522.SH	长飞光纤 601869.SH
总资产	83.24	524.57	456.32	194.79
营业收入	45.91	412.71	461.63	95.36
净利润	-6.02	15.78	2.82	7.21
销售毛利率	11.41%	15.95%	16.01%	19.63%
资产负债率	69.72%	53.01%	39.21%	45.66%

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：IfinD，中证鹏元整理



本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较大
	经营状况	强		净债务/EBITDA	1
	公司规模	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	3
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	2
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	6		盈利状况	弱
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		较大
指示性信用评分					a+
调整因素		补充调整	调整幅度		1
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					1
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-9-18	王硕、张颜亭	技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2021V1.0） 、 外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）	阅读全文
AA/稳定	AA	2018-4-24	袁媛、王一峰	制造业企业主体长期信用评级方法（py_ff_2015V1.0） 、 制造业企业主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 特信 01	1.00	1.00	2021-6-22	2026-03-26
21 特信 02	3.00	3.00	2021-9-18	2024-10-21
21 特信 03	4.00	4.00	2021-9-18	2026-10-21



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年3月23日发行5年期1.00亿元“深圳市特发信息股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“21特信01”），募集资金原计划用于补充公司流动资金。截至2022年3月22日，“21特信01”募集资金专项账户余额为220.39元。

公司于2021年10月18日发行3年期3.00亿元深圳市特发信息股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种一）（以下简称“21特信02”）、5年期4.00亿元深圳市特发信息股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种二）（以下简称“21特信03”），募集资金原计划用于偿还有息负债。公司“21特信02”和“21特信03”募集资金专户包括中信银行、杭州银行和华兴银行三个账户，截至2022年3月21日，中信银行募集资金专项账户余额为699,550.36元；截至2022年4月30日，杭州银行募集资金专项账户余额为0.00元；截至2022年4月27日，华兴银行募集资金专项账户余额为0.00元。

三、发行主体概况

截至2022年5月末，公司注册资本仍为6.27亿元人民币。受可转债转股的影响，2022年3月末公司股本增至8.45亿元。公司控股股东仍为深圳市特发集团有限公司（以下简称“特发集团”），直接持有公司股权比例为37.07%。公司实际控制人仍为深圳市国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）。

2021年7月，公司完成董事会、监事会及总经理等的换届，其中高天亮新任公司董事长，伍历文新任公司董事、总经理，张昭宇、罗建钢新任公司独立董事，李松东新任公司监事。同时，公司法人变更为高天亮。

2021年公司一次性处置全资子公司深圳特发东智科技有限公司（以下简称“特发东智”）因对赌期内原股东经营不善产生的大额资产减值，致使当年特发东智利润大幅亏损7.37亿元，并对2015-2020年公司年度财务报表进行会计差错更正追溯重述。其中对2020年合并资产负债表项目进行相应调减，主要调减应收账款5.46亿元，调减总资产5.34亿元，调减未分配利润5.37亿元，调减所有者权益5.37亿元；对当年合并利润表项目不产生影响。

2021年公司新设2家子公司，因处置丧失对1家子公司的控制权，因注销减少1家子公司，具体变化如下表。截至2022年3月末，纳入合并范围的子公司共27家，详见附录四。

表1 2021 年及 2022 年 1-3 月内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、2021 年及 2022 年 1-3 月内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
四川华岭光子科技有限公司	100.00%	2,000.00	工业生产	新设
西安神州飞航科技有限公司	100.00%	1,000.00	工业生产	新设

2、2021 年及 2022 年 1-3 月内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	主营业务	不再纳入的原因
深圳市特发泰科通信科技有限公司	51.00%	工业生产	处置丧失控制权
深圳市玉昇信息技术有限公司	100.00%	软件开发	注销

资料来源：公司提供，公开信息查询，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。



2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

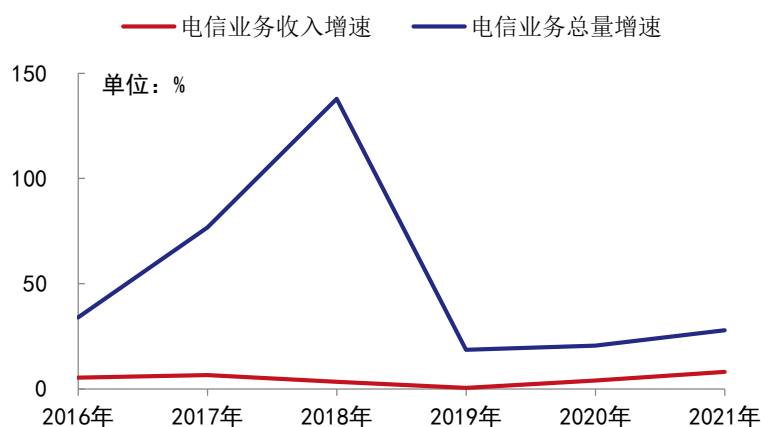
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业经济环境

2021年我国电信行业保持稳中向好运行态势，运营商资本开支的提升，5G网络建设与商用的有序推进为通信服务商带来新的发展契机

近年我国电信市场发展平稳，为通信设备业的发展提供了良好的基础。2021年我国电信业务收入稳步提升，电信业务总量较快增长。根据工信部网站，2021年电信业务收入累计完成1.47万亿元，同比增长8.0%，按照上年价格计算的电信业务总量1.7万亿元，比上年增长27.8%。其中数据及互联网业务收入平稳增长，仍是主要收入来源。固定数据及互联网业务收入完成2,601亿元，同比增长9.3%，在电信业务收入中占比由上年的17.4%提升到17.8%；移动数据及互联网业务收入6,409亿元，同比增长3.3%。新兴业务实现快速增长，对业务拉动作用增强。云计算、大数据等新兴业务发展加速，2021年实现相关业务收入2,225亿元，比上年增长27.8%，在电信业务收入中占比由上年的12.8%提升至15.2%。其中，数据中心、云计算、大数据业务比上年分别增长18.4%、91.5%和35.5%。语音业务收入持续下滑，占比不断缩小。互联网应用对语音业务替代效应持续显现，2021年，三家基础电信企业完成固定语音和移动语音业务收入224亿元和1155亿元，比上年分别下降9%和3%，在电信业务收入中总占比9.4%，占比较上年回落1.2个百分点。

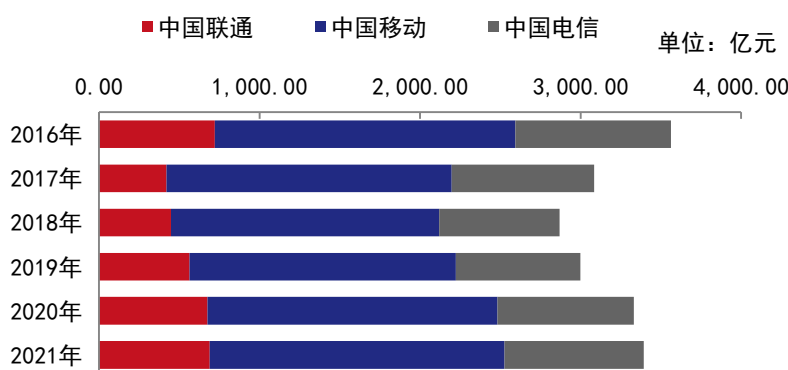
图 1 2016 年以来我国电信业务总量和业务收入规模持续提升



注：根据工信部网站，2016-2018 年按照 2015 年不变单价计算，2019-2021 年均按照上年不变单价计算。
资料来源：工信部，中证鹏元整理

为推进5G建设发展，2021年中国联通、中国移动和中国电信三大运营商资本开支均有所增加，2021年末全国移动通信基站总数达996万个，全年净增65万个，其中4G基站达590万个，5G基站为142.5万个，全年新建5G基站超65万个；2022年4月末5G基站总数达161.5万个，1-4月份新建5G基站19万个。5G时代的到来加快了数据流量和终端数的增加，由于5G需利用高频段进行信号传输，基站的密度将会增加，建设需求将随之提升，进而带动5G基础设施维护、5G设备支持等需求的增加，为通信服务商发展提供了利好支撑。

图 2 2021 年运营商资本开支有所提升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

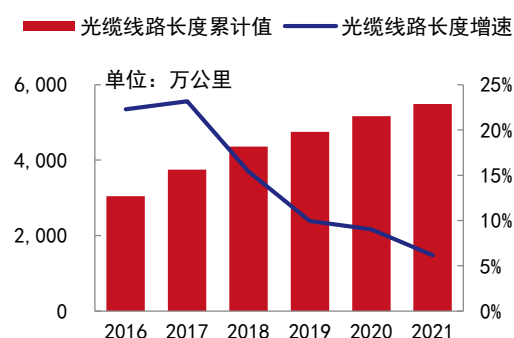
2021年我国光缆建设规模持续扩大，光缆产量明显回升，市场迎来需求上涨和价格触底反弹。但宽带接入网络基本实现全光纤化，光纤需求动力不足，且新的需求释放缓慢，短期内行业发展仍然低迷

光纤光缆在现代信息社会的发展中发挥着重要作用，目前已广泛应用到了电信网络接入网、城域网、骨干网和数据中心中。光纤光缆行业的主要产品包括光纤预制棒、光纤和光缆，光纤预制棒主要用于光

纤的拉制，为行业的上游产品，其技术含量高，供应相对短缺；光纤的角色主要为承担通信信号传输的媒介，通过再加工成为光缆；光缆则是现代通信线路的重要基础材料。

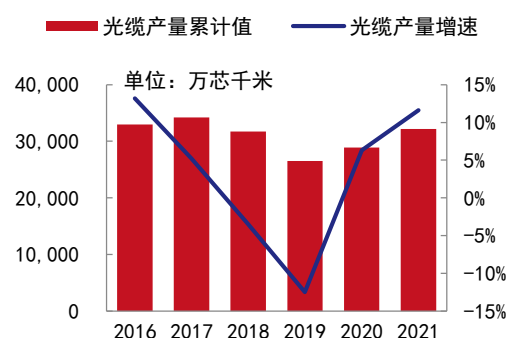
近年我国光缆规模持续扩大，2021年5G网络建设深入推进，新建光缆线路长度319万公里，全国光缆线路总长度为5,488万公里。2022年1-4月中国光缆产量达10,296.7万芯千米，同比增长8.2%。在5G和千兆光网的规模部署的背景下，2021年的光纤光缆市场迎来了需求上涨和价格触底反弹。2021年下半年以来，三大运营商关于普通光缆产品等集采招标呈现量价齐升的趋势，供需关系持续改善。根据CRU³于2022年1月发布的报告，全球光纤光缆总需求在经历了2018年下半年以来的下行压力后，于2021年度再度超过了5亿芯公里，全球主要区域需求均恢复了增长趋势。由于光纤光缆行业长期供过于求，短期内仍需关注光纤光缆行业去库存的压力。

图 3 光缆线路长度累计值及增速表现



资料来源：工信部，中证鹏元整理

图 4 光缆产量累计值及增速

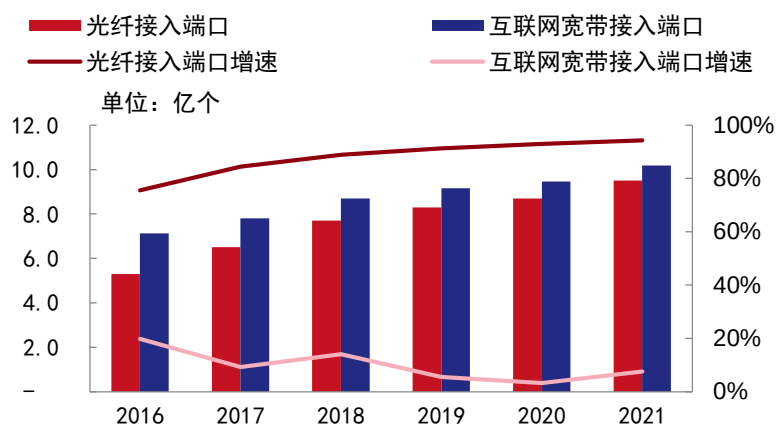


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

2021年我国光纤带宽继续升级，接入网络光纤化占比持续提升，当期末我国光纤接入端口9.60亿个，占互联网宽带接入端口的94.30%；2022年4月末光纤接入端口增至9.73亿个，占互联网宽带接入端口的比重增至94.90%，我国宽带网络已基本实现全光纤化。由于光纤宽带入户建设接近尾声，现有光纤需求动力不足，预计短期内光纤光缆行业发展仍然低迷。

³ 英国商品研究所。就光通信领域，CRU 为全球知名的独立第三方市场分析机构。其定期对全球的光纤预制棒、光纤及光缆产品的需求、生产、贸易、库存及价格情况，以及全球光通信重点市场如亚太、欧洲、北美和新兴市场进行深入分析。

图 5 我国互联网宽带接入端口数据



资料来源：工信部，中证鹏元整理

五、经营与竞争

光纤光缆、智慧服务和通信设备的销售收入为公司2021年营业收入的主要构成。2021年公司光纤光缆销售、智慧服务业务、电子设备销售收入均有所增长；通信设备销售收入有所下降，主要系行业产能过剩、竞争严重导致订单减少；物业租赁业务、材料销售及其他业务发展平稳，但二者收入规模不大。2022年1-3月，公司收入同比大幅降低，系2021年同期大额确认鹏城云脑项目收入所致。

毛利率方面，2021年公司光纤光缆销售毛利率同比大幅下降，主要是受疫情影响、产品价格过低、芯片短缺及纤缆主要原材料价格大幅上涨等；因行业竞争严重及特发东智经营不善，通信设备销售毛利率同比下滑；电子设备销售毛利率同比下滑系产品主要为定制，毛利率每年有所不同；受上述因素影响，2021年公司销售毛利率同比下滑7.27个百分点。2022年1-3月光纤光缆销售毛利率较2021年同期大幅上升，系2021年底运营商中标框架合同芯公里光缆价格较2020年上升所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
光纤光缆销售	4.17	20.53%	14.90	1.82%	13.72	22.15%
通信设备销售	1.09	-4.08%	11.60	6.42%	15.25	10.92%
电子设备销售	0.60	48.67%	4.27	46.74%	4.06	55.55%
智慧服务	1.65	8.68%	13.29	10.27%	12.76	10.00%
物业租赁	0.28	64.18%	1.10	59.19%	0.94	51.64%
材料销售及其他	0.18	26.79%	0.74	28.29%	0.49	19.49%
合计	7.96	18.47%	45.91	11.41%	47.22	18.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

光纤光缆业务客户质量较好，盈利表现平稳，但受产品价格过低、芯片短缺及原材料价格大幅上



涨等因素的影响，2021年公司光纤光缆业务毛利率大幅下降

光纤光缆业务为公司传统业务，该项业务的主要客户为三大电信运营商及电网，产品主要应用于国家及省级运营商的一级干线网、国家级电网公司、集成商及海外客户的重点建设工程。

公司光纤光缆业务的主要生产运营主体包括公司光缆制造中心及公司子公司深圳特发信息光纤有限公司（以下简称“特发光纤”）、深圳市特发信息光网科技股份有限公司（以下简称“特发光网”）、深圳市特发信息光电技术有限公司（以下简称“特发光电”）、常州特发华银电线电缆有限公司（以下简称“特发华银”）、重庆特发信息光缆有限公司（以下简称“特发光缆”）、山东特发光源光通信有限公司（以下简称“特发光源”）等。截至2022年3月末，公司合并范围内光纤年产能约1,100万芯公里，待在建东莞光纤扩产项目达产后，将新增800万芯公里的光纤产能；光缆年产能约为2,300万芯公里。但公司仍无光棒生产能力，未形成完整的产业链，由于光纤预制棒是生产光纤的核心原料，在整个光纤光缆产业链中利润最高，公司在光棒方面对供应商的依赖较大。2022年4月底，公司与长飞光纤光缆股份有限公司（以下简称“长飞光纤”）合资成立的长飞特发光棒潜江有限公司（以下简称“合资公司”）在东莞光纤厂正式开工合作，主要经营光纤预制棒的生产和销售，项目目前处于前期投产阶段，预计合资公司将逐步形成年产600吨光纤预制棒的产能，以满足公司光纤光缆的配套生产。

从销售模式来看，公司对运营商和电网公司采取不同的销售模式。运营商方面，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。电网公司方面，公司主要通过招投标获取国家电网和南方电网的订单，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，公司光纤光缆客户还包括广播电视、军队、政府、交通等专网市场，但规模相对较小。

受益于多年业务经验的积累，以及优质的客户质量，2021年公司光纤光缆销售量和销售收入均有所上升，但受近年光纤光缆行业需求低迷，光纤光缆产品价格过低影响，2021年光纤光缆毛利率同比大幅下滑。由于运营商集采价格大幅上升，2022年一季度光纤光缆业务毛利率增加至20.53%。

表3 公司光纤光缆产销情况

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
销售量（万芯公里）	405.80	2,114.41	1,645.52
生产量（万芯公里）	413.27	2,102.54	1,773.91
库存量（万芯公里）	428.22	420.75	432.61
产销率	98.19%	100.56%	92.76%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年及2022年1-3月光纤光缆业务前五大客户集中度有一定增加，但销售规模仍然较小，且前五大客户有所变动，需关注客户变动对公司经营的影响。



表4 公司光纤光缆业务前五大客户销售情况（单位：万元）

	前五大客户	销售金额	占年度销售金额的比重
2022 年 1-3 月	客户一	5,590.78	7.02%
	客户二	2,500.46	3.14%
	客户三	1,359.14	1.71%
	客户四	1,066.99	1.34%
	客户五	897.43	1.13%
	合计	11,414.81	14.34%
2021 年	客户一	9,929.97	2.16%
	客户二	6,602.45	1.44%
	客户三	4,488.50	0.98%
	客户四	4,452.96	0.97%
	客户五	3,597.10	0.78%
	合计	29,070.99	6.33%
2020 年	客户一	7,024.90	1.49%
	客户二	4,584.38	0.97%
	客户三	3,765.23	0.80%
	客户四	2,972.56	0.63%
	客户五	2,924.33	0.62%
	合计	21,271.40	4.50%

资料来源：公司提供

行业竞争严重导致订单减少，通信设备销售业务收入大幅下滑，且受原材料价格上涨及特发东智经营不善影响，盈利空间被进一步挤压

通信设备销售业务主要由公司子公司特发东智、光网科技和四川华拓等运营，主要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。特发东智提供有源接入设备，主要从事无源光纤网络终端、无线路由器、IPTV机顶盒、分离器和智能路由器等产品的研发、生产和销售，主要采用ODM模式，为国内多家通讯设备领域领军企业提供产品设计和生产外包服务。光网科技提供无源接入设备，主要从事光通信器件的研发、生产和服务，为客户提供设备、接入光缆、光器件、工程方案咨询、施工及“一站式”光网络配线整体解决方案。四川华拓是集研发、生产、销售和服务为一体的光模块制造商，业务领域涉及光器件、模块化产品直至子系统的研发、生产和销售产品广泛应用于无线、传输和数据中心等领域，并面向全球用户提供高效便捷的光通讯解决方案。

公司通信设备销售业务采取以销定产的方式，由客户下达订单并提出产品规格、性能方面的要求，再根据客户需求分设生产线。受行业产能过剩、竞争严重影响，2021年客户订单减少，通信设备销售量有所下降，生产量和库存量相应调整，均有所下降。



表5 公司通信设备产销及库存情况（单位：万套）

项目	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年
销售量	682.77	2,957.52	3,191.98
生产量	645.09	2,798.88	3,440.58
库存量	654.7	692.38	851.03

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于电子代工市场竞争加剧，产品价格整体偏低且持续下降，特发东智原团队经营不善，2021年通信设备销售毛利率进一步下降。由于大客户订单大幅减少，无线猫和PON等主要产品销量大幅下滑，2021年通信设备销售收入下降较多，对公司收入贡献下降。

受大客户采购减少的影响，2021年公司通信设备业务前五大客户销售占比下降。需关注客户的稳定性对业务收入及利润的影响。

表6 公司通信设备销售业务前五大客户销售情况（单位：万元）

	前五大客户	销售金额	占年度销售金额的比重
2022 年 1-3 月	客户一	6,721.84	8.44%
	客户二	2,417.67	3.04%
	客户三	2,113.75	2.66%
	客户四	2,009.94	2.52%
	客户五	1,445.49	1.82%
	合计	14,708.68	18.48%
2021 年	客户一	20,410.09	4.45%
	客户二	4,686.27	1.02%
	客户三	3,343.36	0.73%
	客户四	5,799.49	1.26%
	客户五	3,734.96	0.81%
	合计	37,974.17	8.27%
2020 年	客户一	20,603.07	4.36%
	客户二	18,036.21	3.82%
	客户三	16,908.40	3.58%
	客户四	7,031.44	1.49%
	客户五	5,623.55	1.19%
	合计	68,202.67	14.44%

资料来源：公司提供

从通信设备生产的原材料采购成本看，2021年IC价格大幅提升，PCB及电源价格有所上升，其余原材料价格下降，对公司毛利形成挤压；2022年1-3月，随着原材料价格普遍上涨，进一步挤压公司毛利。

表7 公司通信设备主要原材料采购单价情况

项目	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年
----	--------------	--------	--------



IC（元/件）	8.45	7.34	2.32
IC（BOSA）（元/件）	9.54	9.7	13.17
阻容（元/百件）	0.85	0.83	1.10
PCB（元/件）	5.99	4.26	4.08
电源（元/件）	6.47	6.49	6.34
五金塑胶件（元/件）	1.12	0.68	1.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司智慧服务业务对收入和现金流贡献仍较大

公司智慧服务业务运营主体为子公司深圳市特发信息数据科技有限公司（以下简称“特发数据科技”）和特发技术服务。特发数据科技负责智慧城市创展基地建设项目等数据中心相关项目，主要为客户提供包括模块定制、区域封闭、传输组网、运维外包等定制方案，并且联合运营商以及第三方服务商，为客户提供包括网络、传输、公有云连接等全类别服务。特发数据科技已经取得ISP（增值电信业务经营许可证）和IDC（互联网数据中心）两大运营资质。深圳市特发信息股份有限公司2020年可转换公司债券（以下简称“特发转2”）募投项目智慧城市创展基地建设项目即为特发数据科技负责的项目，项目包括智慧城市创展基地及云计算数据中心两部分，智慧城市创展基地通过创展基地写字楼和展厅出租收入实现盈利；云计算数据中心通过普通机柜出租收入、增值服务机柜出租收入、宽带出租收入等方式实现盈利。项目总投资5.00亿元，截至2022年3月末已投3.67亿元。项目原计划于2020年9月末完成建设，受疫情影响进度略有延期，目前预计将于2022年9月完工，其中创展基地待竣工验收、数据中心基本完工，已投金额较小主要是部分款项尚未结算导致。需关注募投项目建设进度不及预期及收益不及预期的风险。

特发技术服务为公司2020年新设立子公司，主要基于自主创新的物联网智能管控平台及终端产品优势，以大数据服务平台产品为核心，聚焦智慧园区、智能建筑、智慧照明、数据中心等领域，提供智能物联整体解决方案。

2021年公司智慧服务业务收入主要是确认鹏城云脑项目收入9.47亿元和中原人工智能计算中心项目收入3.57亿元，后者系2021年新增的公司总承包项目，承包内容包括但不限于项目的初步设计、施工图设计、施工、设备采购、安装调试、竣工验收和缺陷责任修补及参年的运营和维护服务等，且满足所有建设功能需求的全部工作，该项目合同总价款4.27亿元。

2022年1-3月，智慧服务收入的主要来源是公司与华为技术有限公司、深圳移动等的合作项目。随着智慧服务业务的发展，在“新基建”的背景下，公司智慧服务业务收入持续性较好。

电子设备销售收入规模扩大，盈利能力较强

公司电子设备销售业务主要由子公司成都傅立叶、北京神州飞航科技有限责任公司（以下简称“北京神州飞航”）和深圳市特发三奇防务技术有限公司（以下简称“特发三奇”）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。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。2020年公司与深圳市三奇科技有限公司合资成立特发三奇，共同推动电子设备信息化研发项目落地。

相对于标准化产品，定制产品数量较少、价格较高，2021年公司电子设备产品定制化业务持续增加，产品销量有所下降；受益于定制化产品单价较高，2021年公司电子设备销售收入略有增长；2022年1-3月该业务板块延续高毛利态势，但由于电子设备产品交付大多集中在下半年，当期收入规模较小。

表8 公司电子设备产销情况

项目	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年
销售量（套）	2,221	26,936	33,833
生产量（套）	2,975	36,366	26,997
库存量（套）	13,483	12,729	3,299

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司物业租赁收入有所增加，盈利情况较好，仍可为公司带来一定的现金流入

公司物业管理业务均委托深圳市特发服务股份有限公司（以下简称“特发服务”，为公司控股股东控制下的关联企业）进行管理，采取“包干制”，由特发服务自负盈亏。截至2022年3月末，公司可租物业仍为特发信息港大厦、特发信息科技大厦和特发信息光通信产业园，可租面积约10.14万平方米，较上年下降主要是特发信息光通信产业园自用面积增加所致。

由于公司物业位置较好，出租率水平整体较高。2020年1-2月，公司落实免租降费政策，免除自有园区民企租户租金，因此2021年公司租金收入、毛利率较上年均有所增加。因出租面积略有下降，2022年1-3月租金收入同比略有下降。

表9 截至 2021 年末公司物业基本情况（单位：平方米、个）

项目名称	位置	建筑面积	可租面积	2021 年出租率	2020 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	72,513.26	67,349.54	96.55%	96.75%	532
特发信息科技大厦	深圳市南山区科技园琼宇路	29,822.40	29,598.36	85.33%	80.46%	180
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	50,442.45	4,480.00	100.00%	100.00%	48

注：2020 年出租率以此表格为准；建筑面积变动系本年统计口径为地上建筑面积，上年为地上建筑与地下建筑面积之和；可租面积较上年均有下降系自用面积增加。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司收并购活动频繁，但部分并购标的的经营不佳，存在商誉减值风险，需关注并购标的未来经营情况和业绩补偿回收情况



1、特发东智

公司于2015年收购特发东智，根据业绩补充承诺：特发东智2018-2020年净利润均不低于2017年承诺净利润（即5,860万元）。如经审计确认特发东智在补充业绩承诺期内当年实现的实际净利润数低于5,860万元的，则陈传荣应以现金方式一次性向公司补足其差额。

2019-2020年，特发东智经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为2,051.28万元和-3.61亿元，均未完成当期业绩承诺；截至2021年12月31日，公司已收到陈传荣支付业绩承诺补偿款1.20亿元，公司剩余应收陈传荣的业绩补偿款0.70亿元计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；截至2022年5月末，相关责任人仍未履行0.70亿元的补偿承诺。

自2021年起，公司派出核心团队全面接管特发东智，经过公司对其部分业务及相关事项内部核查发现，特发东智在收购前存在负债延迟入账、少计负债等行为，导致并购日的净资产多计以及2015年度至2020年度财务报表之未分配利润、应付账款、存货、营业收入、营业成本等相关科目会计核算存在会计差错。因前述差错调整事项累计影响，2020年末公司应收账款调减5.46亿元，总资产调减5.34亿元，未分配利润调减5.37亿元，所有者权益调减5.37亿元。

受疫情及中美贸易摩擦影响，特发东智主要客户订单减少，产品销售量大幅下滑，叠加原团队经营不善导致的产品固定成本偏高、应收账款减值、存货减值影响，2021年特发东智大幅亏损。2022年1-3月特发东智收入有所恢复，仍为亏损状态，需持续关注其未来经营的改善情况及收入、利润的实现情况。

表10 特发东智主要财务数据（单位：万元）

项目	2022年 1-3月	2021年	2020年
总资产	73,360.38	73,102.72	140,093.64
净资产	-98,862.00	-96,906.21	-23,199.43
营业收入	7,687.58	16,651.63	51,853.63
营业成本	8,493.78	29,421.56	52,653.66
净利润	-1,907.58	-73,700.61	-39,106.84

注：特发东智 2020 年数据采用 2021 年审计报告期初数。

资料来源：特发东智 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

2、成都傅立叶

公司于2015年收购成都傅立叶，根据戴荣等人就成都傅立叶2018-2020年业绩单独作出的补充承诺：2018-2020年净利润均不低于2017年承诺净利润（即3,500万元），如经审计确认成都傅立叶在补充业绩承诺期内当年实现的实际净利润数低于3,500万元的，则管理层股东应以现金方式一次性向公司补足其差额。戴荣对阴陶、林峰就此利润差额部分的现金补偿义务承担连带责任。

2019年成都傅立叶扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润未完成业绩要求，补偿责任人应对未完成的业绩承诺差额2,202.43万元以现金方式补偿给公司；2020年成都傅立叶扣除非经常性损益



后归属于母公司股东的净利润（扣除增资成本后）为4,931.22万元，完成补充业绩承诺。截至2021年12月31日，公司已收到补偿责任人支付业绩承诺补偿款771.21万元，公司剩余应收成都傅立叶原股东的业绩补偿款1,431.22万元计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

由于电子设备业务产品交付大多集中在下半年，2022年1-3月成都傅立叶表现亏损。

表11 成都傅立叶主要财务数据（单位：万元）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
总资产	48,894.51	54,400.41	50,862.37
净资产	23,212.07	23,659.25	24,155.58
营业收入	1,129.25	15,727.89	24,388.35
净利润	-447.18	503.67	5,286.85

资料来源：成都傅立叶 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

3、北京神州飞航

公司于2018年收购北京神州飞航，根据收购时的业绩承诺，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。业绩承诺期内，如北京神州飞航2018-2020年三年累计实际净利润数低于累计承诺净利润数的，则转让方应当以现金方式对公司进行补偿。

2020年北京神州飞航实现净利润5,633.42万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为5,608.81万元，完成业绩承诺。受定制化业务持续增加影响，2021年、2022年1-3月北京神州飞航营业收入同比均有所增加。

表12 北京神州飞航主要财务数据（单位：万元）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
总资产	43,980.65	48,238.49	35,174.85
净资产	23,115.09	22,656.03	18,341.98
营业收入	4,925.12	25,822.38	20,998.75
净利润	279.88	5,314.05	5,633.42

资料来源：北京神州飞航 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

4、四川华拓

公司于2020年收购四川华拓，根据收购时的业绩承诺，2019-2021年为四川华拓业绩承诺期，绵阳华拓力合企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“绵阳华拓”）、刘慧、范魏承诺2019年、2020年、2021年的净利润分别不低于1,200万元、1,440万元、1,728万元。若四川华拓2019-2021年三年累计实际净利润数小于三年累计承诺净利润数的，则绵阳华拓、刘慧应以现金方式对公司进行补偿。

2020年四川华拓扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为1,751.43万元，实现业绩承诺。2021年四川华拓扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为1,653.94万元，未实现业绩承诺。截



至2021年12月31日，根据《关于四川华拓光通信股份有限公司的附条件生效的股权转让及增资协议书》的约定，因公司并购款项尚未完全支付，公司须向业绩补偿方支付剩余款项。受产品价格持续下降的影响，2022年一季度四川华拓略有亏损。

表13 四川华拓主要财务数据（单位：万元）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
总资产	38,411.06	37,929.46	24,806.21
净资产	8,992.13	9,439.73	7,609.94
营业收入	3,377.82	25,783.00	25,436.11
净利润	-447.60	1,829.79	1,840.61

资料来源：四川华拓 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

整体来看，近年公司并购活动频繁，其中特发东智存在大额会计差错导致大幅亏损，且未实现的业绩承诺仍未完成补偿；此外成都傅立叶、四川华拓2022年一季度均有所亏损，后续仍需关注并购标的经营情况、业绩补偿回收情况及商誉减值风险。

六、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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年及2022年1-3月，合并报表范围变化情况如表1所示。

资产结构与质量

公司总资产同比下滑，应收账款和存货规模大，对营运资金占用明显，需关注其减值风险

因特发东智存货减值及鹏城云脑项目贷款归还，2021年末公司总资产同比下滑，资产结构仍以流动资产为主。

因归还鹏城云脑项目贷款12.93亿元，2021年末公司货币资金大幅下降，其中受限货币资金包括保函保证金、银承汇票保证金、冻结资金和履约保证金等合计0.56亿元；由于偿还银行借款，2022年3月末货币资金有所下降。

应收账款主要系光纤光缆和通信设备销售款，因中原人工智能计算中心项目收入形成的3.97亿元未达账期，2021年末同比有所上升。由于应收对象中存在部分民企及特发东智部分应收款涉诉案件未结，客户的偿还能力较差，已计提坏账准备，存在一定的回收风险，且应收账款占比较高，对公司营运资金的占用较明显。因特发东智存货减值以及结转鹏城云脑项目成本，2021年末公司存货规模大幅下滑57.50%；公司计提存货跌价准备和合同履约成本减值准备4.22亿元，主要是特发东智积压的存货；此外

公司对积压及存在质量缺陷的存货进行清理，转回或转销存货跌价准备4.31亿元，仍需关注公司存在一定的存货跌价风险；2022年3月末存货有所上升，系公司为适应生产需求购置原材料增加及订单生产未发货影响所致。

公司固定资产仍主要包括房屋及建筑物、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，2021年及2022年1-3月规模变动不大。在建工程主要包括智慧城市创展基地建设项目、东莞光纤扩产项目、基建项目、ERP项目及生产线设备等，由于智慧城市创展基地项目投入增长较多，2021年末在建工程增长较快，随着公司项目投入的增加，2022年3月末在建工程进一步增加。公司商誉主要由于并购产生，2021年商誉账面价值变化不大，当期末累计计提商誉减值准备1,003.54万元，由于特发东智连续两年未实现业绩承诺，公司已于2020年审计报告中就特发东智全额计提商誉减值准备，但仍需关注其他并购标的的经营情况对商誉减值的影响。2021年末其他非流动资产仍主要是公司应收深圳市恒利科创实业有限公司的泰科大厦回迁物业补偿款。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.92	14.30%	18.18	21.84%	30.06	29.80%
应收账款	23.33	27.99%	20.65	24.81%	16.44	16.30%
存货	11.41	13.69%	9.42	11.32%	22.18	21.99%
流动资产合计	55.38	66.44%	55.60	66.79%	82.92	76.92%
投资性房地产	3.31	3.97%	3.35	4.03%	3.53	3.50%
固定资产	4.99	5.99%	5.13	6.16%	5.63	5.59%
在建工程	5.82	6.98%	5.29	6.36%	3.48	3.46%
商誉	5.02	6.02%	5.02	6.03%	5.02	4.98%
其他非流动资产	3.35	4.02%	3.37	4.05%	2.29	2.27%
非流动资产合计	27.98	33.56%	27.64	33.21%	23.28	23.08%
资产总计	83.36	100.00%	83.24	100.00%	100.86	100.00%

资料来源：公司2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

整体看，公司2021年末受限资产总规模0.92亿元，占总资产的1.11%，但应收账款和存货占比仍较高，对营运资金占用明显，存货存在一定的跌价风险。

盈利能力

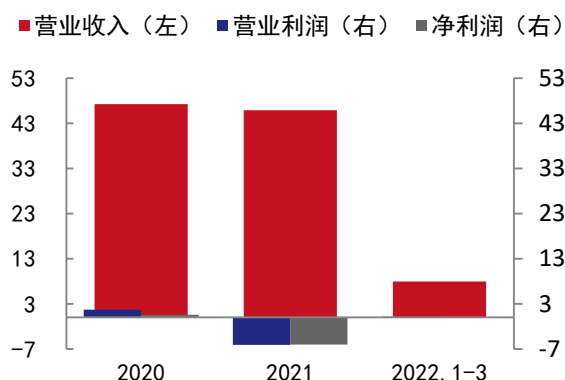
公司营业收入有所下降，主业盈利能力减弱

2021年公司光纤光缆销售收入、电子设备销售收入、智慧服务收入均有所上升；受行业产能过剩、竞争严重导致订单减少、特发东智经营不善的影响，通信设备销售业务收入下降较多，受此影响，2021年收入略有下滑。2022年一季度，公司营业收入较上年同期大幅下降，主要系上年确认鹏城云脑项目收

入较多所致。

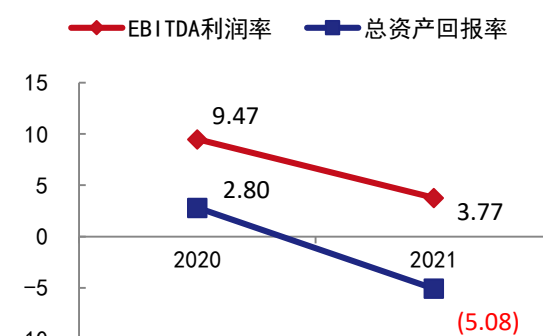
2021年公司毛利润规模降低，叠加坏账准备增加及公司大额计提存货跌价准备，综合导致当期利润大幅亏损，EBITDA利润率和总资产回报率均大幅下滑，主业盈利能力减弱。2022年1-3月，受益于光纤光缆合同价回升，公司销售毛利率较上年同期大幅提升。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

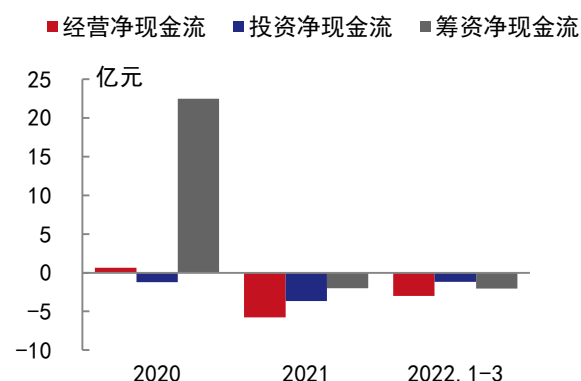
公司经营活动现金流转负，未来仍存在一定的融资需求

因中原人工智能计算中心项目年度未达回款条件以及鹏城云脑项目应付票据到期解付，2021 年公司经营活动净现金流转负；由于 2022 年 1-3 月预付原材料款增加，当期经营活动现金流净额表现为负。受利润下滑的影响，2021 年公司 EBITDA 和 FFO 大幅下滑。

投资活动方面，因 2021 年公司智慧城市创展基地项目支出及厂房购置，同时购买理财产品规模扩大，当期投资活动现金净流出增加；随着项目投资的推进及理财产品的购买，2022 年 1-3 月投资活动现金仍为净流出。

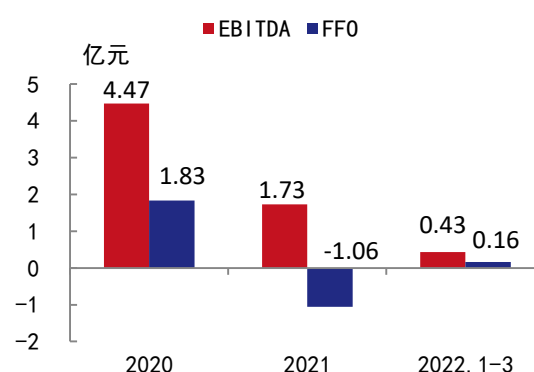
公司现有融资渠道主要为银行借款和发行债券。2021 年，公司成功发行“21 特信 01”、“21 特信 02”、“21 特信 03”，同时公司新增部分长期贷款，筹资活动现金流入规模较大。同时公司归还鹏城云脑项目融资贷款及提前归还部分长期贷款，筹资活动现金流出规模增加，整体筹资现金呈现净流出。

图 8 公司现金流结构



资料来源：公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投资 2.79 亿元，主要是智慧服务项目和光纤光缆建设项目。考虑到公司项目建设的资金投入，以及未来或需要继续扩大业务规模，公司仍存在一定的融资需求。

表 15 截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

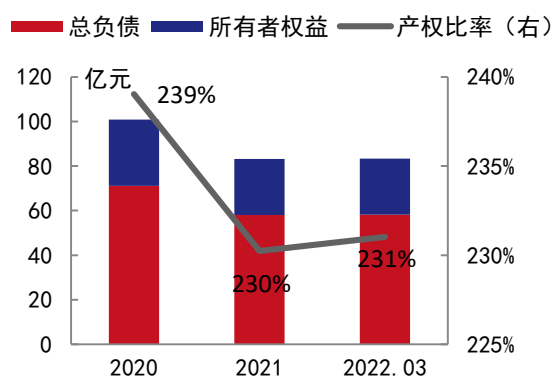
项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资	预计投产/实现收益时间
智慧城市创展基地建设项目	50,000.00	36,741.77	13,258.23	2023 年年中
东莞光纤扩产项目	24,026.00	16,692.53	7,333.47	2022 年 4 月
特发华银金坛厂房建设项目	13,000.00	10,471.63	2,528.37	2022 年年末
成都傅立叶测控地面站数据链系统项目	9,200.00	4,467.03	4,732.97	2022 年年中
合计	96,226.00	68,372.96	27,853.04	-

资料来源：公司提供

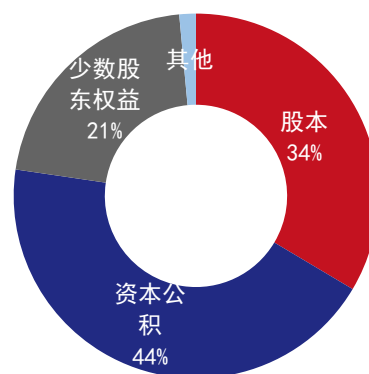
资本结构与偿债能力

公司负债规模仍较大，短期集中偿债压力加大

2021 年公司因应付账款支付及鹏城云脑项目结算，当期末总负债规模大幅下降；受特发东智大幅亏损影响，所有者权益有所下降。综合影响下，公司产权比例高位小幅波动。

图 10 公司资本结构


资料来源：公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债结构仍以流动负债为主。受鹏城云脑项目融资归还影响，2021年末公司短期借款规模大幅下降，随着部分款项的偿付，2022年3月末短期借款有所下降。2021年末公司应付票据规模与上年末相当，其中已到期未支付的应付票据总额为1,148.16万元。2021年末公司应付账款规模同比大幅减少，主要是公司现金较充裕，故支付部分应付账款。2021年末公司合同负债大幅下降系按进度确认鹏城云脑项目收入所致。

2021年末公司长期融资规模同比大幅增加，主要为长期借款、应付债券和租赁负债。长期借款多为信用借款，2021年末大幅增加；2021年末应付债券主要系“21特信01”、“21特信02”、“21特信03”和“特发转2”。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

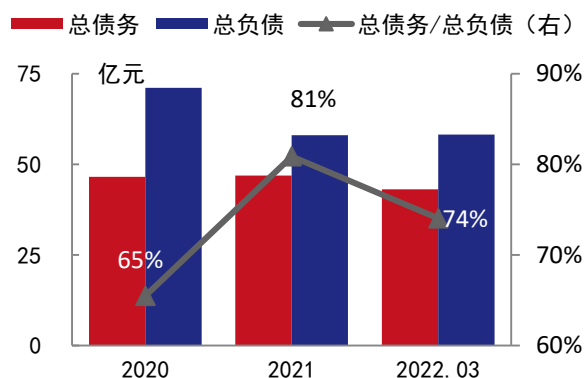
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.52	24.97%	16.44	28.33%	28.41	39.96%
应付票据	7.88	13.54%	7.36	12.68%	7.74	10.89%
应付账款	8.03	13.80%	4.79	8.26%	11.43	16.07%
合同负债	0.61	1.05%	0.78	1.35%	6.31	8.88%
流动负债合计	39.30	67.56%	34.89	60.12%	59.48	83.69%
长期借款	4.83	8.30%	9.16	15.78%	5.12	7.19%
应付债券	11.80	20.28%	11.71	20.18%	5.12	7.19%
租赁负债	1.42	2.44%	1.43	2.47%	0.00	0.00%
非流动负债合计	18.87	32.44%	23.14	39.88%	11.60	16.31%
负债合计	58.17	100.00%	58.03	100.00%	71.11	100.00%

资料来源：公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司总债务规模与上年末相当，从债务结构来看，2021年由于公司增加长期借款，债务期

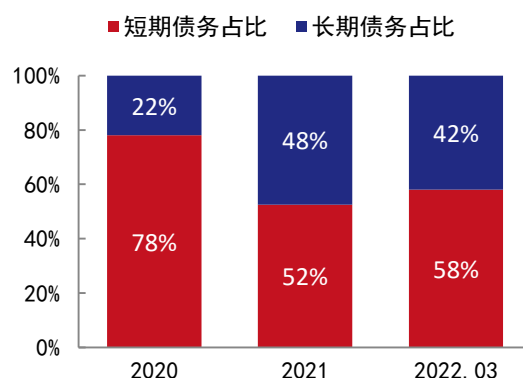
限结构得到优化，但短期债务占比仍较高。

图 12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率小幅下降，但借款规模的增加及利润的下滑，导致净债务与EBITDA比重攀升，EBITDA利息保障倍数下降，利润总额对负债的覆盖程度降低；同时，公司总资本及现金流对债务的覆盖程度下降，公司偿债压力增加。

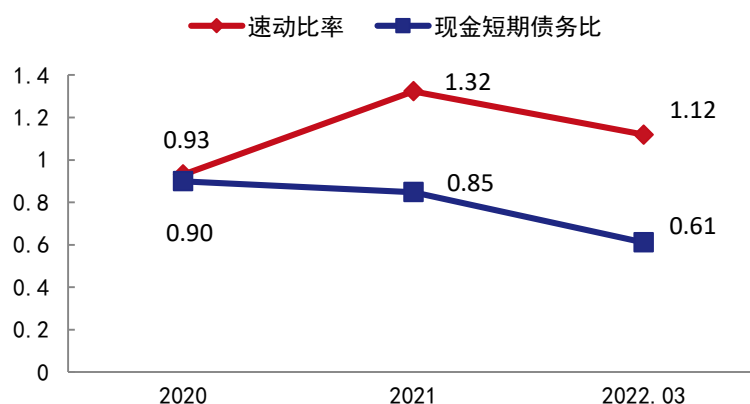
表17 公司杠杆状况指标

指标名称	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	69.79%	69.72%	70.50%
净债务/EBITDA	--	15.79	3.38
EBITDA 利息保障倍数	--	1.15	3.74
总债务/总资本	63.10%	65.06%	61.02%
FFO/净债务	--	-3.87%	12.12%

资料来源：公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司现金短期债务比略有下滑，随着现金类资产减少，2022年3月末现金短期债务比较2021年末进一步下滑，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱；因存货大幅减少，同期末公司速动比率明显提升，整体流动性有所增加。截至2022年3月末，公司尚未使用的授信额度合计45.25亿元，授信充裕，具有一定的融资弹性。

图 14 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2022年6月13日）及子公司特发东智（查询日2022年6月13日）、成都傅立叶（查询日2022年6月13日）、北京神州飞航（查询日2022年6月13日）、四川华拓（查询日2022年6月13日）、深圳市特发信息光网科技股份有限公司（查询日2022年6月13日）、深圳市特发信息技术服务有限公司（查询日2022年6月13日）、深圳市特发信息数据科技有限公司（查询日2022年6月13日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

2021年末，公司已到期未支付的应付票据总额为1,148.16万元。根据上海票据交易所发布的《截至2022年2月28日持续逾期名单》，公司及特发东智、特发光电以及特发光源等3家子公司被列入该名单，名单公司为2021年9月1日至2022年2月28日出现3次以上付款逾期，且截至2022年2月28日有逾期余额或2022年2月当月出现付款逾期的承兑人。根据公司出具的说明，票据逾期是付款时由于操作失误导致当天解付未成功，公司发现后已立即完成解付。根据上海票交所查询显示，截至2022年6月23日，四家公司均已无票据逾期。需关注公司票据逾期风险及引发的相关风险。

八、抗风险能力分析

2021年我国电信行业保持稳中向好运行态势，运营商资本开支的提升，以及5G网络建设与商用的有序推进为通信服务商带来新的发展契机。同时我国光缆建设规模持续扩大，光缆产量明显回升，市场迎来需求上涨和价格触底反弹。同时需关注宽带接入网络基本实现全光纤化，光纤需求动力不足，且新

的需求释放缓慢，短期内行业发展仍然低迷。

公司为深圳市国资委直接控股子公司特发集团下属子公司，主要收入来源为光纤光缆、智慧服务和通信设备的销售收入。并购标的特发东智往年差错更正及存货大额减值准备计提，导致2020年末未分配利润大幅下滑、2021年利润大幅亏损。但公司电子设备业务收入持续增长，盈利能力较强；智慧服务业务对公司收入和现金流贡献仍较大；光纤光缆收入有所恢复，毛利率水平大幅下滑后有所回升。除特发东智外经营较为平稳。

公司应收款项和存货对资金占用仍较大，且存在减值风险，但2021年公司长短期债务结构有所优化，未来随着客户订单的恢复及新增业务的发展，营业收入和经营现金流有望增加，经营风险和财务风险相对稳定。综合来看，公司股东实力强，除特发东智外公司整体经营较为稳定，公司抗风险能力尚可。

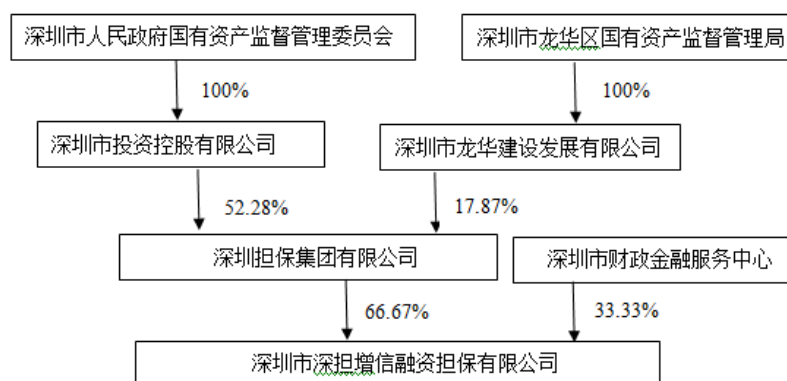
九、债券偿还保障分析

深担增信为“21特信02”、“21特信03”提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了其信用水平

根据深担增信提供的仅用于“21特信02”、“21特信03”发行备案及评级使用的担保函，在保证期间内，深担增信对“21特信02”、“21特信03”承担无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用；保证期间为“21特信02”、“21特信03”发行首日至“21特信02”、“21特信03”到期日后2年止。

深担增信由深圳担保集团有限公司（以下简称为“深圳担保集团”）于2019年11月5日投资设立，初始注册资本为60亿元。截至2021年末，深担增信注册资本和实收资本均为60亿元，深圳担保集团为深担增信的控股股东，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会为深担增信的实际控制人。深担增信的股权结构如下图所示。

图 15 截至 2021 年末深担增信股权结构图



资料来源：深担增信提供及公开资料，中证鹏元整理



为优化深圳担保集团的业务结构，规范各专业子公司的业务范围，深圳担保集团投资设立深担增信，其主要从事债券增信和其他大额融资担保业务，深担增信债券增信业务涵盖短期融资券、中期票据、公司债、企业债、ABS、CMBS、地方性交易所的私募产品等多种类型的非信贷类固定收益产品，未来深圳担保集团新增的直接融资担保业务将由深担增信承接。2019年深担增信收入为资本金存款取得的利息收入以及发放委贷利息收入，2020年深担增信开始开展担保业务，依托深圳担保集团客户资源优势，深担增信债券担保业务规模快速增长。截至2021年末，深担增信担保余额为524.60亿元，其中直接融资担保余额为479.69亿元，同比大幅增长。

表18 深担增信担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
期末担保余额	524.60	22.36	0.00
其中：间接融资担保余额	9.02	0.00	0.00
直接融资担保余额	479.69	22.36	0.00
保函担保余额	35.89	0.00	0.00

资料来源：深担增信提供

从担保业务覆盖区域来看，以深圳市为主，并逐步扩展至珠三角及其他地区。从客户情况来看，截至2021年9月末，深担增信直接融资担保业务前十大客户担保余额合计28.48亿元，相当于期末权益总额的45.48%。深担增信直接融资担保业务被担保客户中中小规模民营企业居多，抗风险能力相对较弱，在宏观经济下行的背景下，需持续关注相关客户信用风险变化情况。

表19 截至 2021 年 9 月末深担增信直接融资担保业务前十大客户情况（单位：亿元）

客户名称	担保余额	占期末权益总额比例	企业性质
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	7.60	12.14%	国企
深圳茂业商厦有限公司	6.00	9.58%	民营
天安数码城（集团）有限公司	4.00	6.39%	中外合资
深圳市赋安安全系统有限公司	3.00	4.79%	民营
华润投资创业（深圳）有限公司	3.00	4.79%	民营
北京爱奇艺互联科技有限公司	2.00	3.19%	外资
深圳前海联动云汽车租赁有限公司	1.13	1.80%	民营
摩比天线技术（深圳）有限公司	0.65	1.04%	民营
深圳劲嘉集团股份有限公司	0.60	0.96%	民营
深圳市铂科新材料股份有限公司	0.50	0.80%	民营
合计	28.48	45.48%	-

资料来源：深担增信提供，中证鹏元整理

担保行业分布方面，深担增信担保业务主要分布于租赁和商务服务业、建筑业和零售业等行业。截至2021年9月末，前三大行业担保余额合计42.86亿元，占期末担保余额总额的73.49%，相当于期末权益总额的68.45%。



表20 截至 2021 年 9 月末深担增信担保余额行业分布情况（单位：亿元）

行业名称	担保余额	占比
租赁和商务服务业	17.35	29.75%
建筑业	15.60	26.75%
零售业	9.91	16.99%
工业	5.82	9.98%
农林牧渔业	3.29	5.63%
软件和信息技术服务业	2.72	4.66%
制造业	2.01	3.45%
交通运输业	1.43	2.44%
仓储业	0.20	0.34%
合计	58.32	100.00%

资料来源：深担增信提供，中证鹏元整理

深担增信与九江银行、华夏银行等9家银行建立了合作关系，截至2021年9月末，尚未使用额度为103.68亿元，额度较为充足，可为深担增信业务开展提供有力支撑。

表21 截至 2021 年 9 月末银行对深担增信融资担保授信情况（单位：亿元）

合作银行	未使用额度
九江银行	30.00
华夏银行	20.00
华兴银行	14.70
北京银行	10.00
广州银行	10.00
邮储银行	8.98
东莞银行	5.00
招商银行	3.00
交通银行	2.00
合计	103.68

资料来源：深担增信提供，中证鹏元整理

除担保业务外，为提升资金使用效率，深担增信还利用自有资金发放委托贷款和进行债券投资。委托贷款方面，贷款客户主要为上市公司或上市公司股东，一般采取股票质押的方式，2021年以来公司收缩委托贷款规模，委托贷款余额较之前年度大幅减少，年末委托贷款存量余额合计5.26亿元，占期末权益总额的比例为8.03%。在信用风险高发以及股票市场价格波动较大的背景下，需关注深担增信委托贷款业务面临的潜在风险。债券投资方面，深担增信于2020年起开展债券投资业务，投资标的主要为自身担保的债券，现阶段债券投资规模较小，截至2021年末，深担增信债券投资余额为2.04亿元。

表22 深担增信资金业务情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
----	--------	--------	--------



委托贷款	5.26	20.00	20.60
债券投资	2.04	2.94	0.00

资料来源：深担增信 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年来深担增信业务规模快速增长，带动营业收入和净利润增加。深担增信财务费用主要为银行存款取得的利息收入，投资收益为债券投资利息收入。深担增信融资担保业务展业时间较短，尚未出现代偿情况。

表23 近年来深担增信主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	3.60	2.97	0.14
营业成本	1.14	1.64	0.04
财务费用	-0.09	-0.49	-0.10
投资收益	0.16	0.06	0.00
营业利润	2.76	1.86	0.09
利润总额	2.76	1.86	0.09
净利润	2.07	1.42	0.04
净资产收益率	3.31%	2.34%	-

资料来源：深担增信 2019-2021 年审计报告及深担增信提供，中证鹏元整理

受益于经营积累，深担增信资产规模保持增长，截至2021年末，总资产为65.86亿元，其中货币资金为47.66亿元，其中因定期存单和保证金受限部分占比27.32%，资产流动性较高，整体代偿能力极强。年末其他应收款为10.82亿元，主要为深担增信对深圳担保集团的拆借款。2021年末深担增信负债规模为2.33亿元，资产负债率为3.54%，处于较低水平，债务压力较小。随着业务规模的快速扩大，2021年末深担增信融资担保放大倍数大幅上升至8.26，未来担保业务发展空间有待拓展。

表24 近年来深担增信资产负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	47.66	36.09	39.50
其他应收款	10.82	3.29	0.08
委托贷款	5.26	19.90	20.50
流动资产合计	63.81	59.45	60.09
持有至到期投资	2.04	2.94	0.00
非流动资产合计	2.05	2.97	0.00
资产总计	65.86	62.41	60.09
其他流动负债	1.08	0.38	0.00
负债总计	2.33	0.95	0.05
所有者权益合计	63.53	61.46	60.04
融资担保责任余额	490.86	19.04	0.00
融资担保放大倍数	8.26	0.31	-

注：货币资金包括大额存单。



资料来源：深担增信 2019-2021 年审计报告及深担增信提供，中证鹏元整理

综上所述，深担增信股东实力强，近年来担保业务规模增长快，资产流动性好，代偿能力极强。但中证鹏元也关注到，2021年深担增信融资担保放大倍数大幅上升，未来业务发展空间有待拓展；主要客户群体为民营企业，需对代偿风险保持关注；深担增信成立时间较短，后续经营业绩、风险管理制度执行情况与实际风控水平有待观察。经中证鹏元综合评定，深担增信主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。“21特信02”、“21特信03”由深担增信提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，提升了债券的信用水平。

十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21特信01”的信用等级为AA，维持“21特信02”、“21特信03”的信用等级为AAA。



附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

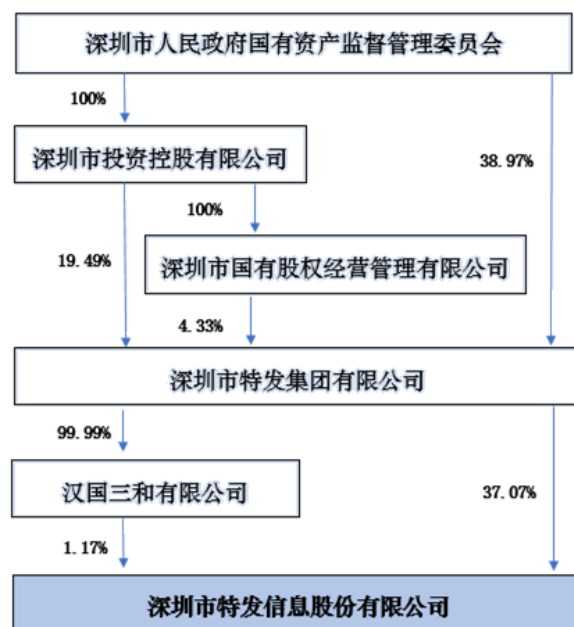
财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	11.92	18.18	30.06	8.35
应收账款	23.33	20.65	16.44	19.61
存货	11.41	9.42	22.18	15.52
流动资产合计	55.38	55.60	77.58	49.21
非流动资产合计	27.98	27.64	23.28	21.69
资产总计	83.36	83.24	100.86	70.90
短期借款	14.52	16.44	28.41	13.69
应付票据	7.88	7.36	7.74	9.48
应付账款	8.03	4.79	11.43	9.45
一年内到期的非流动负债	2.62	0.82	0.18	0.35
流动负债合计	39.30	34.89	59.51	39.07
长期借款	4.83	9.16	5.12	1.03
应付债券	11.80	11.71	5.12	0.58
非流动负债合计	18.87	23.14	11.60	2.98
负债合计	58.17	58.03	71.11	42.05
总债务	43.07	46.93	46.57	25.13
归属于母公司的所有者权益	19.84	19.77	24.32	23.77
营业收入	7.96	45.91	47.22	43.28
净利润	0.13	-6.02	0.58	3.67
经营活动产生的现金流量净额	-3.00	-5.78	0.65	-2.55
投资活动产生的现金流量净额	-1.17	-3.66	-1.23	-0.31
筹资活动产生的现金流量净额	-2.05	-2.02	22.46	1.50
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	18.47%	11.41%	18.68%	19.77%
EBITDA 利润率	--	3.77%	9.47%	9.79%
总资产回报率	--	-5.08%	2.80%	6.90%
产权比率	231.02%	230.24%	239.02%	145.76%
资产负债率	69.79%	69.72%	70.50%	59.31%
净债务/EBITDA	--	15.79	3.38	4.34
EBITDA 利息保障倍数	--	1.15	3.74	4.70
总债务/总资本	63.10%	65.06%	61.02%	46.55%
FFO/净债务	--	-3.87%	12.12%	9.77%
速动比率	1.12	1.32	0.93	0.86
现金短期债务比	0.61	0.85	0.90	0.33

注：本文特发信息 2019-2020 年数据均采用差错更正后数据。

资料来源：公司 2019、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，公司关于前期会计差错更正的公告，中证鹏元整理



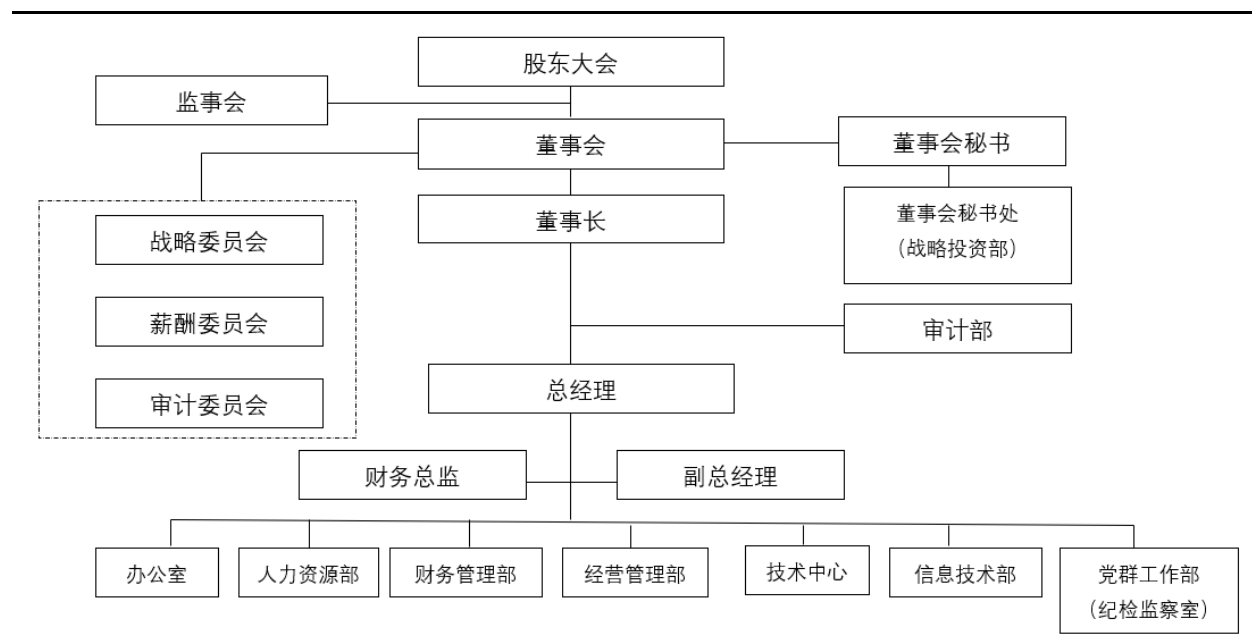
附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供



附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

序号	子公司名称	主要经营地	注册资本	持股比例（%）		主营业务
				直接	间接	
1	深圳市特发信息光网科技股份有限公司	深圳市	16,409.08	51.00		工业生产
2	深圳市特发光网通讯设备有限公司	深圳市	280.00		51.00	工业生产
3	深圳市特发光网通信有限公司	深圳市	500.00		100.00	工业生产
4	特发信息光网科技（越南）有限公司	越南	161.78 亿越南盾		100.00	工业生产
5	深圳市特发信息光电技术有限公司	深圳市	3,760.00	51.00		工业生产
6	深圳市佳德明通信科技有限公司	深圳市	100.00		100.00	贸易
7	广东特发信息光缆有限公司	东莞市	3,700.00	100.00		工业生产
8	重庆特发信息光缆有限公司	重庆市	6,210.00	100.00		工业生产
9	深圳特发信息光纤有限公司	深圳市	38,651.83	64.64		工业生产
10	特发信息光纤（东莞）有限公司	东莞市	3,000.00		100.00	工业生产
11	常州特发华银电线电缆有限公司	常州市	10,060.18	67.80		工业生产
12	常州华银电线电缆有限公司	常州市	500.00		100.00	工业生产
13	山东特发光源光通信有限公司	枣庄市	10,000.00	55.00		工业生产
14	成都傅立叶电子科技有限公司	成都市	5,380.00	100.00		工业生产
15	成都傅立叶信息技术有限公司	成都市	100.00		100.00	工业生产
16	深圳特发东智科技有限公司	深圳市	22,000.00	100.00		工业生产
17	深圳森格瑞通信有限公司	深圳市	1,000.00		51.00	电子通讯
18	香港元湘工贸有限公司	香港市	10,000.00 港元		100.00	贸易
19	北京神州飞航科技有限责任公司	北京市	428.57	70.00		工业生产
20	西安神州飞航科技有限公司	西安市	1,000.00		100.00	工业生产
21	深圳市特发信息数据科技有限公司	深圳市	50,000.00	92.20		信息传输、软件和技术服务业
22	SDGIINDIAPRIVATELIMITED	印度	8 亿卢比	100.00		工业生产
23	四川华拓光通信股份有限公司	成都市	3,146.79	70.00		工业生产
24	FOURFIBERTECHNOLOGYCO.,LIMITED	香港	10,000.00 港元		100.00	工业生产
25	四川华岭光子科技有限公司	绵阳市	2,000.00		100.00	工业生产
26	深圳市特发信息技术服务有限公司	深圳市	4,000.00	100.00		信息技术服务业
27	深圳市特发三奇防务技术有限公司	深圳市	4,000.00	90.00		工业生产

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 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。