



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） 2021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.

技术领先，服务全球，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。

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

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

2021 年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-22	2021-03-11

评级观点

- 中证鹏元对深圳市特发信息股份有限公司（以下简称“特发信息”或“公司”股票代码为“000070.SZ”）及其 2021 年 3 月 26 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司股东背景强，军工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。同时也关注到，公司光纤光缆和通信设备销售业务收入均有所下降，部分并购标的的经营不佳，营运资金占用明显，短期集中偿付压力加大等风险因素。

债券概况

债券简称：21 特信 01

债券剩余规模：1.00 亿元

债券到期日期：2026-03-26

偿还方式：按年计息，每年付息一次，附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	93.79	106.20	76.24	75.53
归母所有者权益	30.29	29.69	29.14	23.17
总债务	40.60	46.57	25.13	29.08
营业收入	15.30	47.22	46.56	57.06
净利润	0.06	0.58	3.46	3.13
经营活动现金流净额	-3.65	0.65	-2.55	-0.81
销售毛利率	9.30%	18.68%	17.92%	16.30%
EBITDA 利润率	--	10.86%	15.01%	10.67%
总资产回报率	--	2.64%	6.38%	6.49%
资产负债率	62.34%	66.93%	55.11%	63.45%
净债务/EBITDA	--	3.43	2.49	3.31
EBITDA 利息保障倍数	--	4.28	7.75	6.53
总债务/总资本	53.48%	57.01%	42.34%	51.29%
FFO/净债务	--	14.13%	26.09%	18.25%
速动比率	1.15	1.02	1.00	0.92
现金短期债务比	0.77	0.83	0.38	0.43

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

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，股东背景强。
- **军工电子设备业务收入持续增长，盈利能力较强。**2020 年公司军工电子设备销售业务收入大幅增加，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。**2020 年公司新增较多智慧服务业务收入，且当期收到鹏城云脑 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”）回款规模较大，对公司收入及现金流形成较大贡献。

关注

- **光纤光缆收入仍有下降。**由于光纤光缆行业需求低迷，产品价格持续下滑，2020 年公司光纤光缆业务收入仍然下降。
- **通信设备销售业务收入大幅下滑，盈利水平不高。**受疫情及中美贸易摩擦影响，芯片短缺，2020 年公司通信设备销售业务订单明显减少，收入大幅下滑；且该业务行业竞争较为激烈，利润率水平仍然偏低。
- **部分并购标的的经营不佳，需关注并购标的未来经营情况和商誉减值风险。**2019 年深圳特发东智科技有限公司（以下简称“特发东智”）未实现业绩承诺，截至 2021 年 4 月，相关责任人仍未履行补偿承诺；2020 年特发东智大幅亏损，2021 年 1-3 月，特发东智和四川华拓光通信股份有限公司（以下简称“四川华拓”）等均为亏损状态，需持续关注上述标的业绩完成情况及商誉减值风险。
- **营运资金占用明显，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；2020 年公司短期债务规模扩大，短期集中偿债压力有所增加。

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

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年3月26日发行5年期1亿元公司债券，募集资金计划用于补充流动资金。截至2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为0.85亿元。

三、发行主体概况

受可转债转股的影响，2021年3月末公司股本增至8.26亿元，特发集团对公司的直接持股比例为35.68%，仍为公司的控股股东，实际控制人仍为深圳市国资委。

2020年3月，公司董事常琦先生因个人原因辞职。除上述情况外，截至2021年5月末公司董事、监事和高管均未发生变动。

业务发展方面，2020年公司立足于光通信主导产业，在光纤光缆、智能接入和军工信息化业务板块发展的同时，拓展至“新基建”和智慧城市业务，为客户提供5G前传解决方案、智能电网解决方案、在线监测解决方案、全光网传输与接入解决方案等多领域专业解决方案。

2020年公司收购深圳市特发信息技术服务有限公司（以下简称“特发技术服务”）；同期，公司与深圳市三奇科技有限公司合资成立深圳市特发三奇防务技术有限公司（以下简称“特发三奇”）。此外，子公司成都傅立叶电子科技有限公司（以下简称“成都傅立叶”）于2020年7月24日注销子公司香港傅立叶商贸有限公司。截至2021年3月末，纳入合并范围的子公司共25家（详见附录四）。

表1 2020年及2021年1-3月公司合并报表范围变化情况

1、2020年及2021年1-3月新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例		主营业务	合并方式
	直接	间接		
深圳市特发信息技术服务有限公司 ¹	100.00%	--	信息技术服务业	收购
深圳市特发三奇防务技术有限公司	90.00%	--	工业生产	设立

2、2020年及2021年1-3月不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务
-------	------	------

¹深圳市特发信息技术服务有限公司原名深圳市尚层建设工程有限公司，2020年7月更名为现名。

	直接	间接		不再纳入的范围
深圳市特发泰科通信科技有限公司	51.00%	--	工业生产	转让
深圳市玉昇信息技术有限公司	--	100.00%	软件开发	注销
香港傅立叶商贸有限公司	--	100.00%	贸易	注销

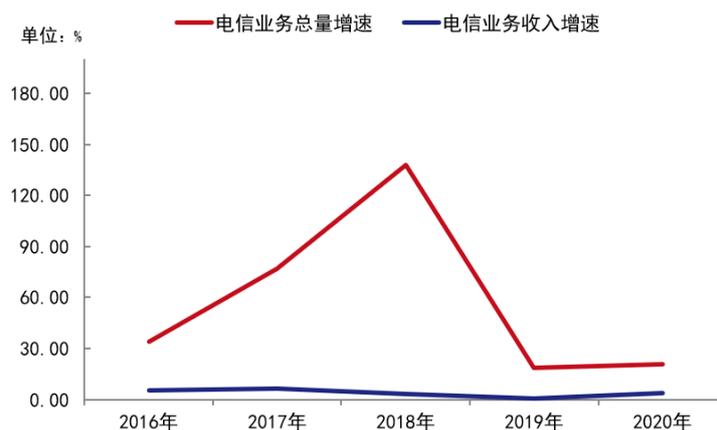
资料来源：公司提供

四、运营环境

2020年我国电信市场平稳发展，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。根据工信部网站，2020年电信业务收入累计完成1.36万亿元，同比增长3.6%，按照上年价格计算的电信业务总量1.5万亿元，比上年增长20.6%。从业务收入构成来看，固定通信业务收入完成4,673亿元，同比增长12%，在电信业务收入中占34.5%；移动通信业务收入8,891亿元，同比下降0.4%，占电信业务收入的65.5%。其中，固定数据及互联网业务收入完成2,376亿元，同比增长9.2%，在电信业务收入中占比由上年的16.6%提升到17.5%；移动数据及互联网业务收入6,204亿元，同比增长1.7%。随着应用云计算、大数据、物联网、人工智能等新兴业务的拓展，固定增值业务收入贡献度不断提升，数据及互联网业务发展缓慢，但仍为收入的主要来源。

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

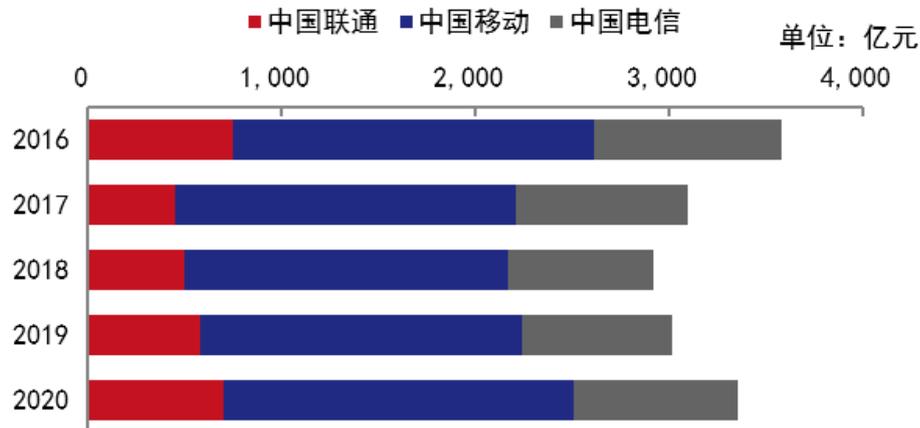


注：根据工信部网站，2016-2018 年按照 2015 年不变单价计算，2019-2020 年均按照上年不变单价计算。
 资料来源：工信部，中证鹏元整理

为推进5G建设发展，2020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，2020年末全国移动通信基站总数达931万个，全年净增90万个，其中新建5G基站超60万个，全部已开通5G基站超过71.8万个。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 2020 年运营商资本开支有所提升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2020年我国光缆建设规模持续扩大，光缆产量明显回升，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，2020年5G网络建设加快推进，新建光缆线路长度428万公里，全国光缆线路总长度为5,169万公里，2021年3月末增至5,249万公里。此外，随着“新基建”政策的推进，5G建设周期开启，通信网络架构提振光纤光缆需求，2020年光缆产量大幅回升。“新基建”的发展为光纤光缆带来新的发展机遇，但由于光纤光缆行业长期供过于求，且新的需求释放需要时间，供应商集采价格下滑，预计短期内光纤光缆行业仍处于去库存阶段。

图 3 2020 年光缆线路长度增速表现平稳



资料来源: 工信部, 中证鹏元整理

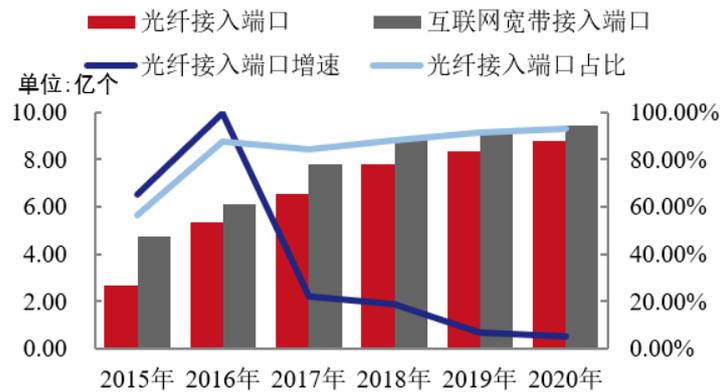
图 4 2020 年光缆产量有所回升



资料来源: 国家统计局, 中证鹏元整理

2020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8.80亿个，占互联网宽带接入端口的93.02%；2021年3月末光纤接入端口增至9.00亿个，占互联网宽带接入端口的比重增至93.24%，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。

图 5 2020 年我国光纤接入端口维持高位



资料来源：工信部，中证鹏元整理

五、经营与竞争

光纤光缆和通信设备的销售收入仍是公司营业收入的主要构成，2020年公司光纤光缆销售收入有所下降，主要系疫情影响导致招标延迟，且光纤光缆行业需求低迷所致；受中美贸易摩擦及疫情影响，客户订单减少，通信设备销售收入仍下滑较多；公司电子设备销售收入有所增长，物业租赁业务发展平稳，但二者收入规模不大。受益于新增智慧服务业务对收入贡献较大，2020年公司营业收入规模整体提升。2021年1-3月，公司按进度确认鹏城云脑项目收入，且其他业务均同比上升，导致当期收入同比大幅增长。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年 1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
光纤光缆销售	2.49	5.21%	13.72	22.15%	15.42	22.21%
通信设备销售	4.37	2.43%	15.25	10.92%	26.78	11.48%
电子设备销售	0.45	58.27%	4.06	55.55%	2.83	44.12%
智慧服务	7.59	10.14%	12.76	10.00%	0.00	-
物业租赁	0.29	56.04%	0.94	51.64%	1.15	62.39%
材料销售及其他	0.10	-8.83%	0.49	19.49%	0.38	-32.62%
合计	15.30	9.30%	47.22	18.68%	46.56	17.92%

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，但受行业需求低迷、产品价格下滑等因素的影响，2020年公司光纤光缆收入仍有所下滑

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2021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，2020年光棒价格的变动对公司利润产生一定影响。

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。

2020年光纤光缆行业需求低迷，产品价格持续下滑，公司光纤光缆销售量和销售收入均有所下降，但受益于多年业务经验的积累，加上客户质量较好，毛利率表现平稳。2021年一季度，由于运营商集采价格大幅下降，且部分原材料价格提升，当期光纤光缆业务毛利率降至5.21%。

表3 公司光纤光缆产销情况

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
销售量（万芯公里）	481.63	1,645.52	1,366.77
生产量（万芯公里）	551.17	1,773.91	1,269.51
库存量（万芯公里）	502.15	432.61	304.22
产销率	87.38%	92.76%	107.66%
销售单价（元/芯公里）	51.64	83.40	112.80
销售金额（万元）	24,873.38	137,234.63	154,171.49

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于行业特性，2020年及2021年1-3月光纤光缆业务前五大客户销售规模仍然较小，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
2021年1-3月	客户一	3,222.91	2.11%
	客户二	2,056.23	1.34%
	客户三	1,050.44	0.69%
	客户四	669.01	0.44%
	客户五	668.76	0.44%
	合计	7,667.35	5.01%
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%
2019年	客户一	11,550.13	2.48%
	客户二	6,005.58	1.29%
	客户三	4,662.80	1.00%
	客户四	3,694.41	0.79%
	客户五	3,580.87	0.77%
	合计	29,493.80	6.33%

资料来源：公司提供

通信设备销售业务收入大幅下滑，盈利水平不高

通信设备销售业务主要由公司子公司特发东智运营，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。特发东智主要采取代工生产的模式，生产基地位于深圳市龙岗区，下游客户包括中兴、华为等企业。

特发东智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。受中美贸易摩擦及疫情影响，市场芯片短缺，2020年客户订单明显减少，通信设备销售量下降较多，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	2021年1-3月	2020年	2019年
销售量	1,032.80	3,191.98	4,600.47
生产量	916.39	3,440.58	4,553.30
库存量	734.61	851.03	602.42

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，2020年通信设备销售毛利率仍然较低。由于大客户订单大幅减少，机顶盒、无线猫和PON等主要产品销量大幅下滑，2020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，2020年及2021年1-3月，公司通信设备业务前五大客户销售占比下降，客户粘性降低，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
2021年1-3月	客户一	13,607.99	8.89%
	客户二	6,707.19	4.38%
	客户三	3,222.53	2.11%
	客户四	2,223.66	1.45%
	客户五	2,160.87	1.41%
	合计	27,922.23	18.25%
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%
2019年	客户一	52,684.56	11.32%
	客户二	50,785.94	10.91%
	客户三	30,849.35	6.63%
	客户四	27,282.48	5.86%
	客户五	8,968.11	1.93%
	合计	170,570.44	36.64%

资料来源：公司提供

从通信设备生产的原材料采购成本看，2020年除电源和五金塑胶件价格有所提升，其余原材料价格下降，但公司订单下滑较多，原材料价格下降对盈利贡献有限；2021年1-3月，市场需求旺盛，原材料价格普遍上涨，对公司毛利形成挤压。

表7 公司通信设备主要原材料采购单价情况

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
IC（元/件）	6.48	2.32	3.70
IC（BOSA）（元/件）	10.05	13.17	20.64
阻容（元/百件）	1.91	1.10	0.92
PCB（元/件）	8.85	4.08	5.10
电源（元/件）	7.43	6.34	3.48
五金塑胶件（元/件）	2.80	1.48	0.52

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，共同推动军工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，2020年公司军工产品定制化业务增加，产品产销量均有所下降；受益于定制化产品单价较高，2020年公司电子设备销售收入及毛利增长较快；2021年1-3月该业务板块延续高毛利态势，但由于军工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	2021年1-3月	2020年	2019年
销售量(套)	4,008	33,833	48,208
生产量(套)	2,591	26,997	53,046
库存量(套)	1,882	3,299	10,135
平均销售单价(元/套)	11,303.03	12,000.51	5,878.71
销售金额(万元)	4,530.25	40,601.34	28,340.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司新增智慧服务业务，对收入和现金流贡献较大

智慧服务业务为公司2020年新增业务，该业务的运营主体为公司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。

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。

2020年10月，公司中标鹏城云脑项目，根据协议约定，公司可从该项目中取得24.97亿元，由于该项目已经实施，2020年12月公司收到项目款20.20亿元。根据收入确认准则，该合同属于在某一时刻履行的履约义务，2020年公司确认智慧服务业务收入12.76亿元，均来自鹏城云脑项目。

2021年1-3月，鹏城云脑项目仍为智慧服务收入的主要来源。同时，公司与华为组成联合体成功中标智慧小梅沙顶层设计服务项目，与深圳移动等达成合作意向，共同开展智慧服务业务。随着智慧城市

创展基地建设项目的完工，以及在“新基建”的背景下，公司智慧服务业务收入持续性较好。

公司物业租赁收入有所下降，但盈利情况较好，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2021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16.83万平方米。

由于公司物业位置较好，出租率水平整体较高。受疫情影响，部分客户退租，2020年特发信息港大厦和特发信息科技大厦出租率有所下滑；同时，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，导致2020年租赁收入和毛利同比有所下降。

表9 截至2021年3月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	2019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	93,024.40	68,443.26	98.82%	95.42%	475
特发信息科技大厦	深圳市南山区科技园琼宇路	39,434.81	29,475.86	90.27%	78.51%	178
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	70,393.86	100.00%	100.00%	48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年特发东智大幅亏损，仍未实现业绩承诺，需关注收购标的的经营情况及商誉减值风险

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年特发东智实现合并口径下扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润2,051.28万元，未完成业绩承诺；截至2021年4月21日，陈传荣尚未履行补偿承诺。

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，2020年及2021年1-3月均有所亏损，需持续关注其未来收入及利润的实现情况。其中，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-3.61亿元，仍未完成当期业绩承诺，公司应收陈传荣的业绩补偿款1.52亿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。

表10 特发东智主要财务数据（单位：万元）

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
总资产	193,491.53	193,491.53	251,571.97
净资产	30,512.42	30,512.42	69,564.02

营业收入	19,597.94	128,157.77	206,417.41
净利润	-3,159.55	-39,106.84	1,033.94

资料来源：特发东智 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

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。

2020年成都傅立叶经审计的净利润为5,286.85万元，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。由于军工业务产品交付大多集中在下半年，2021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	2021年1-3月	2020年	2019年
总资产	50,862.37	50,862.37	36,540.64
净资产	24,155.58	24,155.58	18,868.73
营业收入	1,158.68	24,388.35	14,212.90
净利润	-365.54	5,286.85	1,486.44

资料来源：成都傅立叶 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

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。

表12 北京神州飞航主要财务数据（单位：万元）

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
总资产	35,174.85	35,174.85	24,532.33
净资产	18,341.98	18,341.98	12,708.56
营业收入	3,371.57	20,998.75	15,944.86
净利润	523.41	5,633.42	4,291.02

资料来源：北京神州飞航 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

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年四川华拓实现净利润1,840.61万元，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。由于并购后，四川华拓产品结构有所变化，2020年收入大幅下滑，但净利润有所提升；受产品价格下降的影响，2021年1-3月四川华拓略有亏损。

表13 四川华拓主要财务数据（单位：万元）

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
总资产	24,806.21	24,806.21	17,764.69
净资产	7,609.94	7,609.94	5,769.33
营业收入	4,737.74	2,543.61	16,299.26
净利润	-314.85	1,840.61	1,009.12

资料来源：四川华拓 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

整体来看，近年公司并购活动频繁，但特发东智2020年经营不佳且未实现业绩承诺，且成都傅立叶和四川华拓2021年一季度均有所亏损，后续仍需关注并购标的业绩完成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2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年及2021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

公司现金类资产充裕，受限资产占比低，但应收账款和存货规模大，对营运资金占用明显

随着业务规模的扩大，2020年末公司总资产增长较快，资产结构仍以流动资产为主。

由于鹏城云脑项目回款较多，2020年末公司货币资金大幅增长，其中受限货币资金包括银承保证金、履约保证金和资金冻结等合计0.97亿元；由于偿还短期借款和支付到期票据，2021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，由于客户订单的减少，2020年末有所下降；随着新业务的拓展，2021年3月末应收账款规模扩大，由于应收对象中存在部分民企，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。由于鹏城云脑项目备货增加，2020年末公司存货规模增长较多，计提存货跌价准备2.90亿元，存在一定的存货跌价风险；随着鹏城云脑项目收入的结转，2021年3月末存货有所下降。

公司固定资产主要包括光纤拉丝所需的拉丝塔以及电子设备生产所需的贴片机等，2020年及2021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、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，2020年末在建工程增长较快，随着项目投入的增加，2021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，2020年商誉账面价值变化不大，当期末计提商誉减值准备1,003.54万元，由于特发东智连续两年未实现业绩承诺，虽公司已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。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.76	23.20%	30.06	28.30%	8.35	10.95%
应收账款	23.41	24.96%	21.90	20.62%	25.07	32.89%
存货	16.16	17.23%	22.21	20.92%	15.55	20.40%
流动资产合计	69.71	74.33%	82.92	78.08%	54.55	71.55%
固定资产	5.55	5.91%	5.63	5.30%	5.83	7.64%
在建工程	4.15	4.42%	3.48	3.28%	1.74	2.29%
商誉	5.02	5.35%	5.02	4.73%	5.02	6.58%
非流动资产合计	24.08	25.67%	23.28	21.92%	21.69	28.45%
资产总计	93.79	100.00%	106.20	100.00%	76.24	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

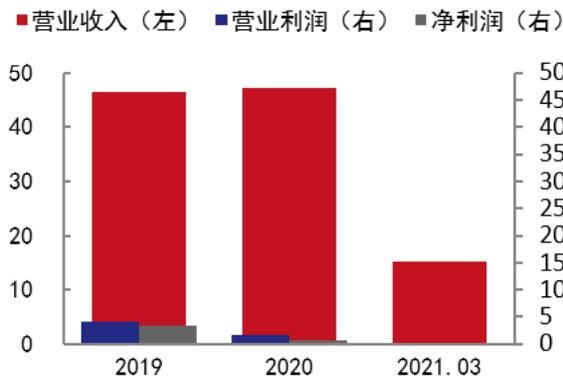
整体看，公司现金类资产较为充裕，2020年末受限资产仅占总资产的1.26%，但应收账款和存货占比较高，对营运资金占用明显，存货存在一定的跌价风险。

盈利能力

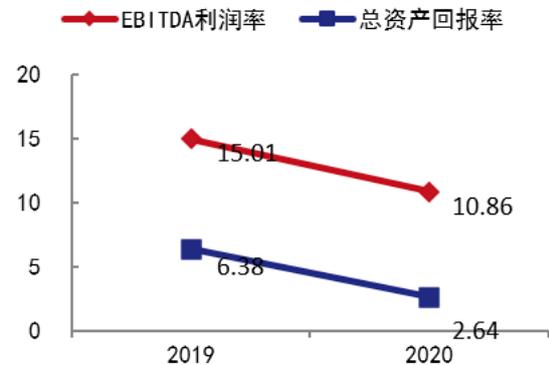
公司营业收入有所增长，但主业盈利能力减弱

2020年公司光纤光缆销售收入继续下降；受客户采购量订单减少的影响，通信设备销售业务收入下降较多；军工电子设备销售业务较为稳定，2020年收入继续增加，但规模相对较小；2020年新增智慧服务业务收入对公司收入贡献较大，上述因素综合导致公司2020年营业收入略有增加。2021年一季度，公司营业收入较2020年一季度大幅增长，主要系上年同期减免租金且开工延迟，以及2021年按进度确认鹏城云脑项目收入较多所致。

由于2019年确认泰科大厦资产处置收益2.11亿元，叠加疫情及国际贸易摩擦导致的客户订单减少，同时根据市场环境变化，2020年公司计提的坏账准备及存货跌价准备规模提升，综合导致当期利润下滑，EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降，主业盈利能力减弱。2021年1-3月，公司销售毛利率为9.30%，较上年同期略有提升。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，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 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

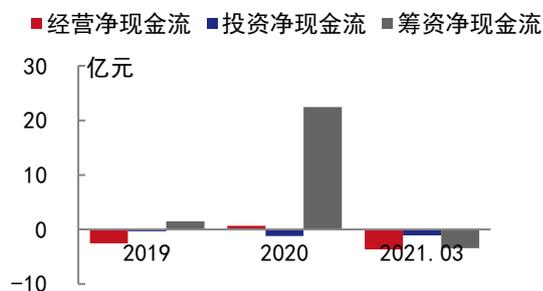
现金流

公司经营活动现金流表现一般，未来仍存在一定的融资需求

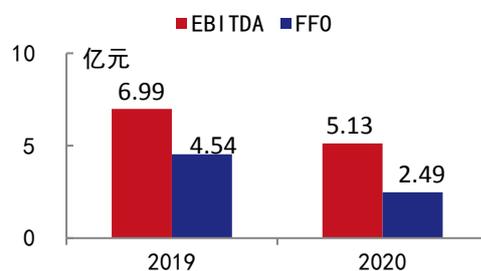
受益于鹏城云脑项目的回款，2020 年公司经营活动现金流入规模扩大，经营净现金流转正；由于 2021 年 1-3 月特发三奇预付货款增多，当期经营活动现金流净额表现为负。受利润下滑的影响，且存货对资金占用增加，2020 年公司 EBITDA 和 FFO 均有所下降，经营活动现金流整体表现仍然一般。

投资活动方面，2020 年公司智慧城市创展基地项目支出较多，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，2021 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。2020 年，公司成功发行“特发转 2”，同时鹏城云脑项目融资增加，筹资活动现金流入规模扩大。考虑到公司项目建设的资金投入，以及未来或继续通过并购等方式扩大业务规模，公司仍存在一定的融资需求。

图 8 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


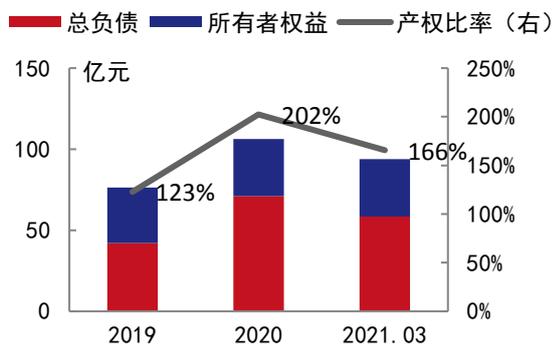
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司负债规模扩大，短期集中偿债压力加大

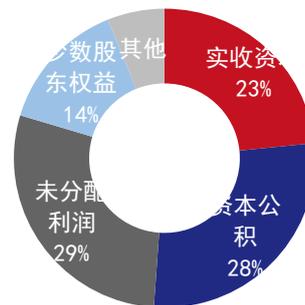
受可转债转股的影响，2020年及2021年3月末公司所有者权益均略有增加。为满足项目支出，2020年公司总债务规模扩大，当期末总负债规模大幅增长，随着部分债务的到期偿付，2021年3月末总负债有所下降。

图 10 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 11 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司负债结构仍以流动负债为主。由于公司现金类资产较为充裕，短期融资可满足大部分资金需求。受鹏城云脑项目融资增加的影响，2020年末公司短期借款规模大幅提升，随着部分款项的偿付，2021年3月末短期借款有所下降。

公司长期融资规模相对较小，均为长期借款和应付债券，长期借款多为信用借款，2020年末随着项目建设的增加而有所增长；2020年末应付债券主要系“特发转2”，随着本期债券的发行，2021年3月末公司应付债券规模有所提升。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	24.08	41.18%	28.41	39.97%	13.69	32.58%
应付账款	11.42	19.54%	11.40	16.04%	9.42	22.41%
流动负债合计	46.41	79.37%	59.48	83.68%	39.04	92.92%
长期借款	5.07	8.68%	5.12	7.20%	1.03	2.45%
应付债券	5.64	9.65%	5.12	7.20%	0.58	1.37%
非流动负债合计	12.06	20.63%	11.60	16.32%	2.98	7.08%
负债合计	58.47	100.00%	71.08	100.00%	42.02	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

从债务结构来看，短期债务是公司总债务的主要构成，随着长期债务的增加，短期债务占比逐年下降，但短期债务规模整体扩大，公司短期集中偿债压力加大。

图 12 公司债务占负债比重

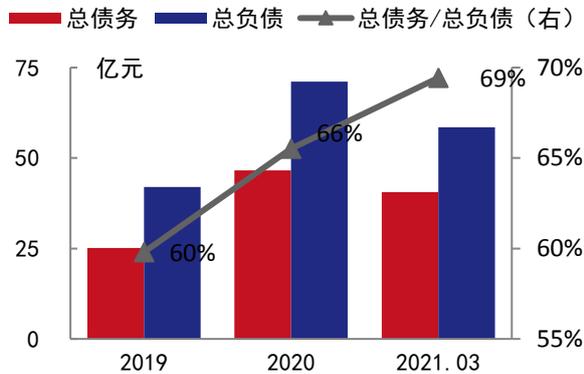
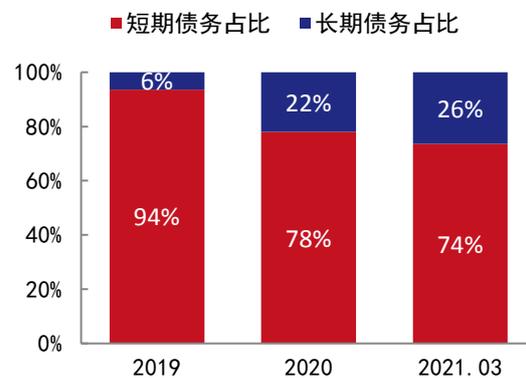


图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

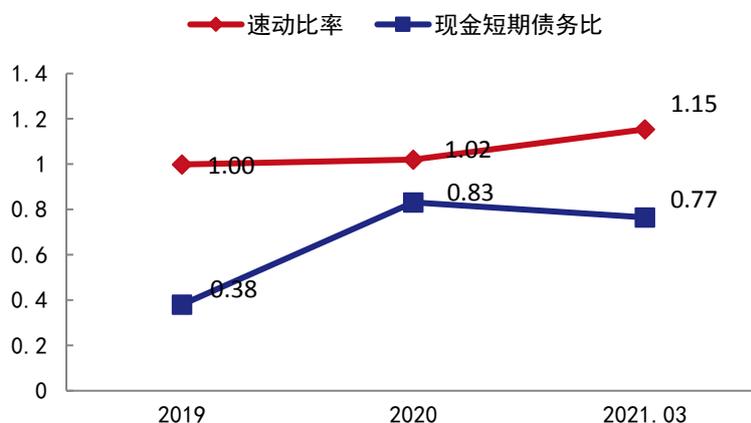
公司负债规模的扩大导致资产负债率整体提升，2021年3月末公司资产负债率为62.34%，较2019年末提升7.23个百分点。借款规模的增加及利润的下滑，导致净债务与EBITDA比重攀升，EBITDA利息保障倍数下降，利润总额对负债的覆盖程度降低；同时，公司总资本及现金流对债务的覆盖程度下降，公司偿债压力增加。

表16 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	62.34%	66.93%	55.11%
净债务/EBITDA	--	3.43	2.49
EBITDA 利息保障倍数	--	4.28	7.75
总债务/总资本	53.48%	57.01%	42.34%
FFO/净债务	--	14.13%	26.09%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020年鹏城云脑项目回款增加，公司现金短期债务比提升，现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可；同期公司速动比率略有提升，整体流动性变动不大。截至2021年3月末，公司尚未使用的授信额度合计62.50亿元，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 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，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2018年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2021年5月10日）及子公司特发东智（查询日2021年5月20日）、成都傅立叶（查询日2021年5月10日）、北京神州飞航（查询日2021年5月6日）、四川华拓（查询日2021年5月10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。

或有事项分析

2016年6月，记忆电子有限公司（以下简称“记忆电子”）称特发东智与其签订BOHS订单及货款，特发东智共欠其货款300.79万美元，特发东智查实订单系由已于2016年4月解除职务的原采购部经理完成，所签合同公章经司法鉴定为伪造。2016年10月，记忆电子提起诉讼请求特发东智支付300.79万美元货款、未执行订单损失13.28万美元、涉诉公证费1.74万港币、律师费20万元及其资金占用利息等，2016年11月，记忆电子申请财产诉讼保全，查封特发东智银行存款2,176.74万元。2019年7月1月，一审法院以周嘉骏的行为构成职务代理为由判决特发东智支付记忆电子货款2,024.37万元以及相应利息，利息从2016年5月21日起计算至付清之日止。按照一审判决特发东智应计提预计负债2,463.30万元。2019年7月15日，特发东智向深圳市中级人民法院提起上诉。2021年3月30日，深圳市中级人民法院二审判决特发东智上诉理由不成立，驳回上诉，维持原判。

八、结论

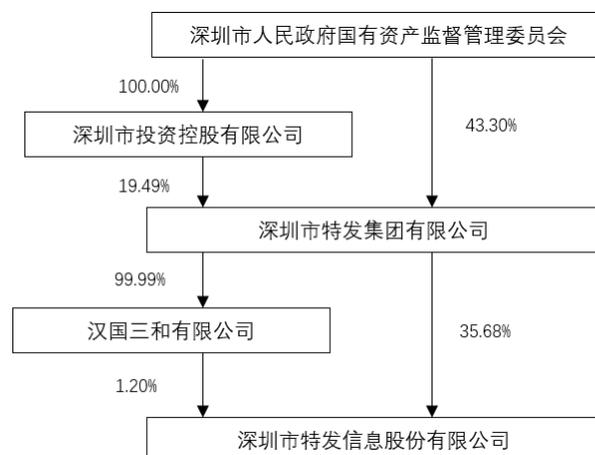
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	21.76	30.06	8.35	9.59
应收账款	23.41	21.90	25.07	24.85
存货	16.16	22.21	15.55	17.18
流动资产合计	69.71	82.92	54.55	56.45
非流动资产合计	24.08	23.28	21.69	19.08
资产总计	93.79	106.20	76.24	75.53
短期借款	24.08	28.41	13.69	11.11
应付账款	11.42	11.40	9.42	11.64
一年内到期的非流动负债	0.18	0.18	0.35	0.27
流动负债合计	46.41	59.48	39.04	42.75
长期借款	5.07	5.12	1.03	1.38
应付债券	5.64	5.12	0.58	3.36
非流动负债合计	12.06	11.60	2.98	5.18
负债合计	58.47	71.08	42.02	47.92
总债务	40.60	46.57	25.13	29.08
归属于母公司的所有者权益	30.29	29.69	29.14	23.17
营业收入	15.30	47.22	46.56	57.06
净利润	0.06	0.58	3.46	3.13
经营活动产生的现金流量净额	-3.65	0.65	-2.55	-0.81
投资活动产生的现金流量净额	-1.09	-1.23	-0.31	-6.55
筹资活动产生的现金流量净额	-3.41	22.46	1.50	8.12
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	9.30%	18.68%	17.92%	16.30%
EBITDA 利润率	--	10.86%	15.01%	10.67%
总资产回报率	--	2.64%	6.38%	6.49%
产权比率	165.54%	202.38%	122.79%	173.57%
资产负债率	62.34%	66.93%	55.11%	63.45%
净债务/EBITDA	--	3.43	2.49	3.31
EBITDA 利息保障倍数	--	4.28	7.75	6.53
总债务/总资本	53.48%	57.01%	42.34%	51.29%
FFO/净债务	--	14.13%	26.09%	18.25%
速动比率	1.15	1.02	1.00	0.92

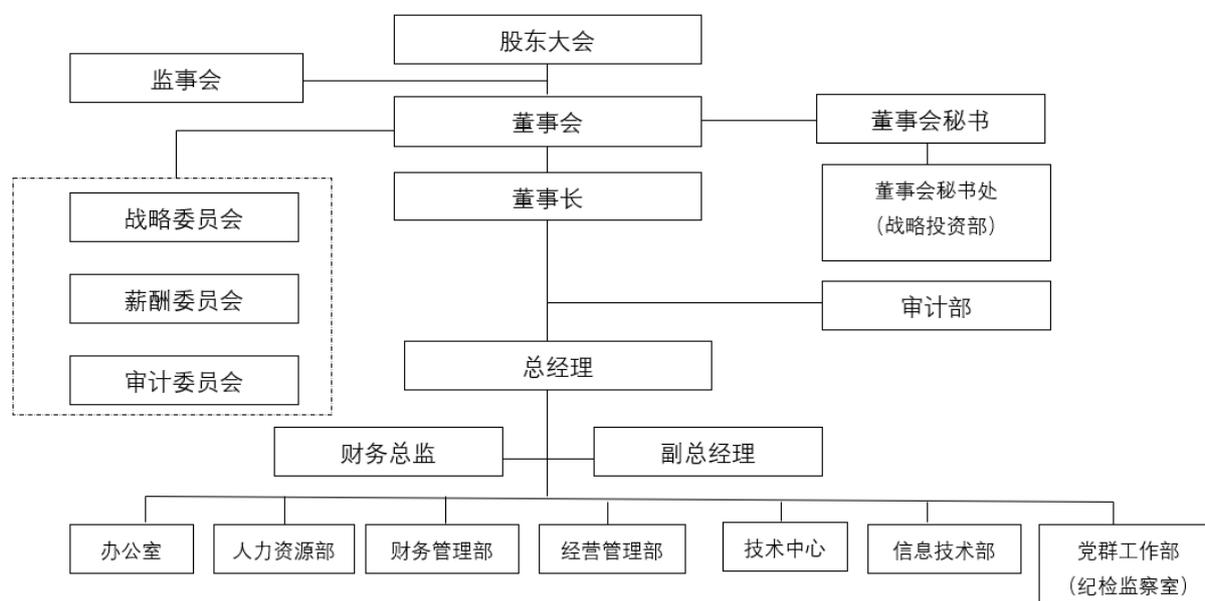
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021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	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	10060.18	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	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	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、软件和信息技术服务业
21	SDGI INDIA PRIVATE LIMITED	印度	8 亿卢比	100.00	--	工业生产
22	四川华拓光通信股份有限公司	成都市	3,146.7857	70.00	--	工业生产
23	FOUR FIBER TECHNOLOGY	香港	10,000.00 港元	--	100.00	工业生产
24	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
25	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

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	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。