



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪357号

海能达通信股份有限公司：

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“海能达通信股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”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，维持本期债券信用等级为AAA。

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
二零一九年五月三十一日

海能达通信股份有限公司 2018 年 面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	海能达通信股份有限公司		
担保主体	深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司		
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保		
债券简称	18 海能 02		
债券代码	112826		
发行规模	人民币 5.00 亿元		
存续规模	人民币 5.00 亿元		
债券期限	3 年（2+1）		
存续期限	2018/12/18~2021/12/18		
上次评级时间	2018/11/30		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AA	评级展望 稳定

概况数据

海能达	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	47.55	56.50	61.15	59.80
总资产（亿元）	68.08	139.30	149.70	144.25
总债务（亿元）	7.93	46.67	58.70	-
营业总收入（亿元）	34.36	53.52	69.35	10.92
营业毛利率（%）	49.03	47.04	47.30	45.97
EBITDA（亿元）	6.11	6.65	11.84	0.76
所有者权益收益率（%）	8.45	4.33	7.80	-6.68*
资产负债率（%）	30.16	59.44	59.15	58.55
总债务/EBITDA（X）	1.30	7.02	4.96	-
EBITDA 利息倍数（X）	14.23	6.34	5.20	1.06
深圳中小担集团	2016	2017	2018	2019.Q1
总资产（亿元）	61.34	113.17	189.29	192.84
所有者权益（亿元）	28.43	97.44	103.86	106.66
营业总收入（亿元）	7.13	9.07	16.47	4.77
在保余额（亿元）	193.65	237.42	276.57	-
投资收益（亿元）	0.05	0.16	0.15	0.00
净利润（亿元）	3.35	4.10	9.17	2.93
累计代偿率（%）	0.07	0.07	0.06	-
净资产放大倍数（X）	6.81	2.44	2.66	-

注：1. 一年内到期的长期应付款非债务性质，不计入债务统计口径；
2. 所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
3. 加*指标经年化处理。

基本观点

跟踪期内，海能达通信股份有限公司（以下简称“海能达”或“公司”）积极拓展国内外市场，同时把握新兴市场专网“模转数”及宽带化的市场机遇，当年业务实现较快发展，盈利能力增强，经营性现金流改善趋势明显。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务规模扩大，期间费用规模较大，大幅吞噬经营所得以及较大的资本支出压力等因素对公司信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持海能达主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“海能达通信股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 AAA。上述债券级别主要考虑了深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小担集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 业务规模保持快速增长。2018 年公司国内外业务协同发展，在国家“一带一路”发展战略下，积极拓展国内外市场，同时把握新兴市场专网“模转数”及宽带化的市场机遇，当年实现营业总收入 69.35 亿元，同比增长 29.58%，收入规模保持快速增长。
- 盈利能力增强。受益于 2018 年整体业务规模的扩大以及对期间费用的控制，公司当年实现经营性业务利润 4.25 亿元，同比增长 164.07%，实现净利润 4.77 亿元，同比增长 94.72%，盈利情况显著改善。
- 经营性现金流改善趋势明显。2018 年公司经营活动净现金流为 0.97 亿元，经营活动净现金流由净流出转为净流入，2019 年 1~3 月，经营活动净现金流达到 3.09 亿元，经营性现金流状况改善趋势明显。
- 强有力的担保实力。担保方深圳中小担集团作

为专业性的担保机构，在行业内具有很强的综合实力和担保实力，由其提供的保证担保能有效提升本期债券本息到期偿付的安全性。

关 注

- 债务规模持续扩大，债务期限结构有待改善。为满足公司业务发展、在建工程及研发投入等资金需求，公司债务规模持续扩大，2018 年末总债务为 58.70 亿元，同比增长 25.78%，长短期债务比 2.04 倍，公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待改善。
- 期间费用规模较大，大幅吞噬经营所得。2018 年由于债务规模扩大、管理费用增长及研发投入增加等原因，当年公司期间费用合计 28.02 亿元，同比增长 21.51%，期间费用收入占比为达到 40.41%。近年来公司期间费用规模整体处于高位，大幅吞噬经营所得，中诚信证评将持续关注公司期间费用的增长情况以及对公司盈利产生的影响。
- 较大的资本支出压力。目前公司主要在建项目投资总额 50.70 亿元。截至 2019 年 3 月末，已投入 23.87 亿元，未来仍需投入 26.83 亿元，投资规模较大，后期面临较大的资本支出压力，将持续关注项目投入对公司债务规模及盈利产生的影响。

分 析 师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

芦婷婷 ltlu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月31日

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 and 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）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。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2018]901号文核准,公司于2018年12月通过向合格投资者公开发行面值总额人民币50,000万元(发行价格为每张面值100元,发行数量500万张)的公司债券,扣除与发行有关的承销费用后实际募集资金净额为人民币49,850万元,该项募集资金于2018年12月19日到位。截至2018年12月31日,公司债券募集资金已使用49,850万元,全部用于偿还贷款,公司募集资金用途与募集说明书约定的用途、使用计划及其他约定一致。

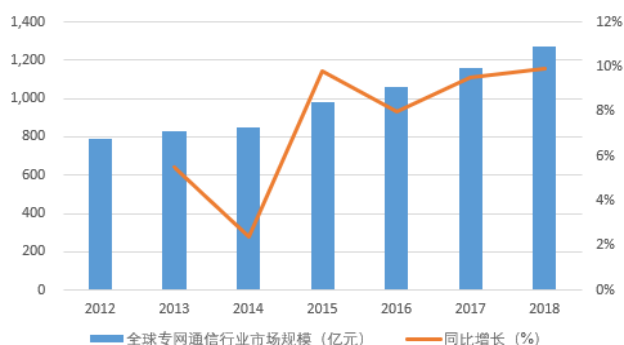
行业分析

国际经济、社会环境的变化,对信息传输提出了极高的要求;在信息安全的背景下,各国政府对公共安全越加重视,推动全球专网通信行业的不断发展

近年来,随着物联网、大数据等新技术、新业态的广泛应用,公共安全、社会管理、应急通信等政府和行业物联网应用领域,尤其是超高流量密度、超高连接数密度、超高移动性等多场景情况下,对海量信息接入和传输的安全性、可靠性、及时性提出了极高的要求。

近年来,全球经济下行压力持续加大,国际社会环境复杂多变,恐怖袭击和自然灾害频发,大型活动和赛事越来越多,各国政府对公共安全越加重视,从而推动全球专网通信行业的不断发展。据市场统计数据显示,2012~2017年全球专网通信行业复合增速在8%左右,到2017年市场规模约为1,158亿元,2018年行业市场保持9%以上的速度增长。

图1: 2012~2018年全球专网通信行业市场规模及增速

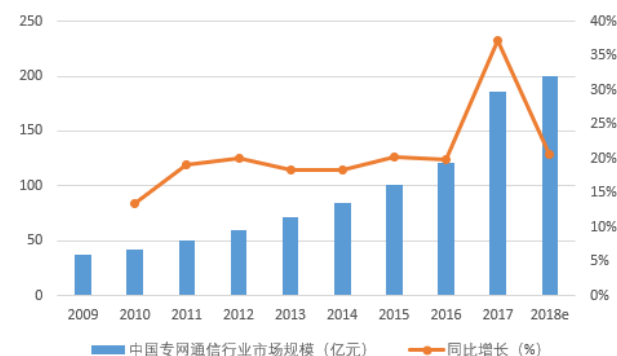


资料来源: 前瞻产业研究院, 中诚信证评整理

2018年,全球专网通信市场竞争逐渐加剧,技术领先同时拥有品牌及渠道优势的企业占据着行业大多数市场份额。在全球市场,摩托罗拉、海能达、健伍等前五家企业占据了80%以上的终端市场份额。根据IMS的数据显示,尽管最近几年摩托罗拉全球市场份额有所下滑,但仍处于绝对领先地位,市场占有率达到47%。

从国内专网通信发展情况来看,2017年7月国务院办公厅公开发布《国务院办公厅关于印发国家突发事件应急体系建设“十三五”规划的通知》,明确到2020年,建成与有效应对公共安全风险挑战相匹配、与全面建成小康社会要求相适应、覆盖应急管理全过程、全社会共同参与的突发事件应急体系;2018年3月十三届全国人大一次会议第四次全体会议,国务院机构改革方案提出,拟组建应急管理部,提升专网需求。以上规划及改革方案的提出,将利好专网通信行业。2009年我国专网通信市场规模达到37亿元,到2017年市场规模增长至166亿元,8年来复合增长率达到20%以上;据前瞻网测算,2018年市场规模将增长至200亿元。

图2: 2009~2018年中国专网通信行业市场规模及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 中诚信证评整理

专网通信产品是各国公共安全部门实现有效指挥调度的必备装备,一般要求大型组网和高性能产品,因此政府与公共安全市场是专业无线通信行业最大的细分市场,从中国来看,占比达到48%;其次,交通运输、军队等部门为了提高生产运营效率和保障安全,也普遍有配套专网设备的需求。

对于国内市场来说,摩托罗拉依然是市场主导者,2018年摩托罗拉在国内专网通信终端市场占有率约30%(资料来源:前瞻经济学人),海能达以16%的市场占有率位于其后。在信息安全的大

背景下，中国在关键领域要求核心技术实现自主可控，因此，信息各领域的国产化进程开始提速。专网通信因其应用领域特殊，以公共安全和关系国计民生的公用事业为主，在信息安全的背景下，拥有自主知识产权技术的企业将受益并获得进一步发展。

专网通信设备企业产业链整合趋势明显，技术领先同时拥有品牌及渠道优势的企业占据大多数市场份额，导致行业集中度升高，竞争加剧

未来，专网通信设备企业将向融合解决方案发展，产业链整合趋势明显。专网通信的行业整合一般围绕行业布局和技术布局展开，国际上，欧宇航 2005 年 9 月便收购了诺基亚数字集群部门，整合之后成为全球第二大的专网通信企业；摩托罗拉在 2015 年收购英国通讯商 Airewave 进入英国专网宽带运营市场。中国专网通信行业的并购整合也日渐加剧。海能达于 2012 年收购德国 HMF 获得 TETRA 系统核心技术，2014 年收购南京宙达成为军用数字集群核心标准单位，2009 年收购赛格通信进入地铁通信领域，2013 年收购天海电子进入军用通信领域，2015 年收购运联通布局专网运营，2017 年 5 月海能达完成对 Sepura plc（以下简称“赛普乐”）的收购。海格通信则通过收购承联通信布局 PDT 系统，并且拟收购科立讯布局数字终端，整合公共安全和军用通信两大高端市场。随着技术的升级，并购整合还会加速，从而带来行业集中度的进一步提升，拥有一体化解决方案能力的企业在发展中优势会更明显。

2018 年，国内外市场均保持快速发展，技术领先且拥有品牌及渠道优势的企业占据大多数的市场份额，导致市场竞争日益加剧。随着国内对专网通信需求的不断上升，国家政策加码推进，海能达、北讯集团等行业领先企业将会优先受益，产业链将得到延伸。

总体来看，专网行业市场集中度高，市场竞争激烈，专网通信设备企业产业链整合趋势明显。在信息安全的背景下，各国政府尤其是国内对公共安全的重视，推动专网通信行业不断发展。

业务运营

公司是我国专网通信行业的领军企业和全球专网通信的技术领先企业，主要经营对讲机终端、集群系统等专业无线通信设备的研发、生产、销售和服务，主要产品与解决方案广泛应用于政府公共安全部门、公用事业以及工商业用户的应急通信、指挥调度和日常工作通信等领域。

2018 年公司原有业务与并购业务实现良好融合，在国家“一带一路”发展战略下，公司积极拓展国内外市场，同时把握新兴市场专网“模转数”及宽带化的市场机遇，当年收入实现快速增长。2018 年公司实现营业总收入 69.35 亿元，同比增长 29.58%，实现主营业务收入 68.67 亿元，同比增长 30.57%。分产品来看，专网通信产品实现收入 49.07 亿元，同比增长 11.11%，OEM 及其他业务实现收入 19.60 亿元，同比增长 132.46%。

表 1：2017~2018 年公司主营业务收入及占比情况

单位：亿元、%

业务种类		2017		2018	
		收入	占比	收入	占比
专网通信	终端产品	24.48	46.55	29.11	42.39
	系统产品	19.68	37.41	19.96	29.07
	合计	44.16	83.97	49.07	71.46
OEM 及其他		8.43	16.03	19.60	28.54
合计		52.60	100.00	68.67	100.00

注：上表小数点尾差由四舍五入导致

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年公司进一步聚焦核心业务，整合国内外市场资源，原有业务与赛普乐业务实现良好融合，协同效应凸显，同时，OEM 业务订单量增大，成为公司重要的收入补充，整体业务保持良好发展态势

2018 年公司进一步聚焦核心业务，在数字业务的基础上推行产品转型升级，加速专网通信从窄带向宽带化、智能化、信息化等新产品、新技术、新业务的过渡转型，推动专网通信业务的发展。目前公司已掌握关键数字无线集群通信技术，并成为能同时提供 TETRA、PDT、DMR、宽带集群、卫星通信等全系列标准产品的专网通信设备商。

2018 年公司专网通信产品主要围绕窄带专网

产品及解决方案、宽带智慧专网集群综合解决方案、指挥与调度平台产品及解决方案、卫星通信产品及解决方案和应急通信及物联网解决方案等多条业务线开展。其中，窄带专网产品及解决方案产品方面，公司持续整合英国子公司赛普乐的 TETRA 业务，完善在 TETRA 领域的产业布局，推出一系列 PDT 新产品及解决方案，国内市场份额领先，同时不断完善 DMR 常规系统功能和丰富 DMR 终端产品线，持续提升在全球公用事业及工商业市场的竞争力。卫星通信产品及解决方案方面，公司通过整合加拿大子公司 Norsat International Incorporation（以下简称“诺赛特”）业务以及发挥自主研发的优势，已拥有从卫星通信关键部件、天线产品、整机终端，到系统解决方案的全系列产品及研发能力。目前，公司能够为系统集成客户提供高频头（LNB）、功放器（BUC）等卫星通信部件，同时能够为行业客户提供车载、船载、便携式卫星通信天线等整机和解决方案产品。

同时，公司持续推动制造能力升级，坚持高端制造，逐步提高自动化率，提高交付的速度和质量，强化 OEM 业务的综合竞争优势。近年来公司不断拓展 OEM 市场，2018 年 OEM 业务在光通信和区块链领域订单量大幅提升，整体业务实现快速增长，当年光通信和区块链领域实现收入约占 OEM 业务收入的 60%。其中，光模块 OEM 业务加工精度及质量要求较高，且客户导入周期较长，2018 年公司通过客户验证，订单开始放量且有助于未来业务的增长。但由于光模块领域客户均来自于美国，在当前中美贸易摩擦的环境下，中诚信证评将持续关注贸易环境变化对公司业务产生的影响。

产销方面，随着技术实力的提升和全球销售渠道布局的逐步完善，公司产品整体竞争实力增强，国内外订单增加。2018 年公司对讲机终端产量继续保持增长态势，当年产销量分别为 1,821,721 台和 1,793,986 台，同比分别增长 3.82% 和 2.79%，产销率为 98.48%；受项目建设周期的影响，2018 年公司专网系统产品产销量下降，分别为 15,216 信道和 15,657 信道，同比分别减少 0.14% 和 1.54%，产销率为 102.90%。

表 2：2017~2018 年公司专网通信产品产销量情况

单位：台、信道、%

项目	2017	2018
终端产品	产量	1,754,726
	销量	1,745,363
	产销率	99.47
系统产品	产量	15,237
	销量	15,902
	产销率	104.36

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

销售方面，2018 年公司对国内外营销体系进行整合，聚焦公共安全、政务应急、轨道交通、能源等重点行业，大力拓展渠道覆盖，打造专网合作模式。目前，公司在全球设有超过 90 个分支机构，与全球多家分销商、集成商和合作伙伴紧密协作，销售和服务网络覆盖全球 120 多个国家和地区。已为多个国家的公共安全、轨道交通、共用事业、工商业等领域提供了专业无线通信网络。从国内业务情况来看，公司在公共安全行业拥有较高的市场份额，覆盖全国大部分省市公安用户，并在地铁、林业、铁路、石油石化等行业市场份额逐年提升。2018 年公司国内实现销售收入 29.24 亿元，同比增长 37.75%；国外业务方面，公司原有业务与赛普乐业务实现良好融合，协同效应显著，市场稳步拓展，当年国外市场实现销售收入 40.11 亿元，同比增长 24.21%。其中 2018 年赛普乐实现销售收入 11.24 亿元，对比 2017 年并表收入 6.73 亿元（8 个月收入），收入贡献增长 66.96%。

表 3：2017~2018 年公司国内外营业收入及占比情况

单位：亿元、%

区域	2017		2018	
	收入	占比	收入	占比
国内	21.22	39.66	29.24	42.16
国外	32.29	60.34	40.11	57.84
合计	53.52	100.00	69.35	100.00

注：上表小数点尾差由四舍五入导致

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司专网通信系统主要应用于公安、轨道交通、铁路、港口、航空和能源领域，整体应用较为广泛，其中公安领域占比较大。2018 年由于 OEM 客户订单量的增加，当年前两大客户均来自 OEM 业务。从客户集中度来看，目前公司客户集中度较

为分散，2018 年前五大客户实现销售收入 13.86 亿元，占营业总收入的 19.99%。

表 4：2018 年公司前五大客户情况

单位：亿元、%

客户	客户类型	销售金额	占比
第一名	OEM 客户	6.04	8.70
第二名	OEM 客户	2.51	3.62
第三名	直接客户	2.25	3.24
第四名	直接客户	1.63	2.35
第五名	直接客户	1.44	2.08
合计		13.86	19.99

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年国外子公司稳定运营，公司把握“一带一路”和新兴市场机遇，发挥国外市场协同优势，项目承接发展势头良好

2018 年，公司把握“一带一路”地区和新兴市场专网“模转数”及宽带化的市场机遇，在公共安全领域逐步构建大集成能力，同时在美洲市场稳步开拓，并实现与赛普乐团队的良好融合。

2018 年公司为巴布新几内亚举办的 APEC 峰会提供全面的通信保障，以指挥调度和专网通信为核心，成功集成视频监控、UPS、方仓等产品方案；在乌兹别克斯坦的“一带一路”战略合作项目基于原框架合作协议，签订第二阶段采购合同，在数字产品的基础上增加多模终端、宽带自组网、指挥调度中心等新产品销售；为俄罗斯世界杯提供通信保障，网络覆盖俄罗斯 11 座城市的体育场、训练地点、酒店和中间路线，并确保网络在整个活动期间顺利运行；成功中标了巴西阿拉戈斯州公共安全部、巴西塞阿拉州公共安全部、圣保罗地铁 4 号线等重点项目。此外，在海外交通运输和能源行业实现突破性进展，双模终端、防爆机等产品在能源及轨交行业得到规模使用。随着公司整合效应的不断显现，以及整体实力的进一步提升，为大项目的持续落地夯实基础。2019 年，公司陆续中标了菲律宾国家警察专业无线通信设备采购项目（0.40 亿元）、巴西 CEARA 州公共安全专网通信网络项目（2.14 亿元）、北美洲某城市轨道交通 TETRA 通信系统项目（0.55 亿元）、巴西 GOIAS 州公共安全部 TETRA 终端采购项目（0.47 亿元）及西欧某国公共安全

TETRA 终端设备采购项目（1.13 亿元）等。

此外，公司海外子公司管理效率全面提升，业务稳步发展。截至 2018 年末，赛普乐公司总资产为 224,985.59 万元，负债合计为 162,565.34 万元，所有者权益合计为 62,420.25 万元；2018 年，赛普乐公司实现营业收入 112,365.99 万元，净利润 5,685.70 万元。诺赛特业务保持稳定，融合进展顺利，截至 2018 年末，诺赛特公司总资产为 43,806.53 万元，负债合计为 10,167.06 万元，所有者权益合计为 33,639.47 万元；2018 年，诺赛特公司实现营业收入 23,249.78 万元，净利润 547.68 万元。此外，2018 年公司子公司 Hytera Mobilfunk GmbH（以下简称“HMF”）大项目运作顺利，当年荷兰 C2000 项目在原有 Part 1 部分全部完成安装的基础上，与荷兰安全与司法部达成协议，由 HMF 承接荷兰现有调度指挥系统与新网络系统的迁移服务。

2018 年公司研发投入规模继续扩大，加大产品创新力度，随着新产品的不断推出，核心竞争力提升，为公司业务发展奠定基础，而大规模办公场所投建计划将加大公司未来资本支出压力

2018 年公司持续加大研发投入，当期研发费用投入 10.72 亿元，同比增长 17.16%。公司在全球 5 个国家设有研发中心，覆盖中国深圳、哈尔滨、南京、鹤壁、德国巴特明德、西班牙萨拉戈萨、英国剑桥、加拿大温哥华等地，并计划在东莞松山湖高新技术产业开发区投资建设研发中心。同时，公司建有多个国际领先水平的射频、环境可靠性、交互设计、行业准入测试等专业化实验室。

表 5：2017~2018 年公司研发投入情况

单位：亿元、%

	2017	2018
研发投入	9.15	10.72
研发投入收入比	17.10	15.46

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

研发投入的持续增长，使得公司在技术的进步、新产品的推出和项目的承接上取得显著的成果，公司的核心竞争力得以提升。2018 年公司共完成专利申请 398 项，专利授权 156 项，累计申请专利 2,030 项，累计授权 851 项。

2018 年公司继续加大产品创新力度，推出宽带多媒体集群解决方案、PoC 解决方案等，进一步丰富和完善现有产品系列和功能，宽窄带融合产品实现量产交付，第三代融合指挥中心综合解决方案正式规模商用。通过与赛普乐的整合，TETRA 系统能力全面增强，并实现全球协同开发和共平台开发能力；宽带集群系统取得关键技术突破，并发布多款产品，加快宽带系统解决方案在公共安全、应急救援等行业的商用布局，已交付产品市场反响良好，随着新数字系统产品的推出，公司系统产品覆盖更多的应用场景，高可靠性通信系统业务的增加，推动公司业务发展。同时，公司不断创新和优化终端产品线，涵盖数字窄带终端、宽窄融合终端、宽带多模终端、PoC 智能终端以及智能化的专用执法终端、移动卫星终端，满足客户多样化的场景应用需求，并且凭借业界领先的公网对讲终端深入推进国内外运营商的平台入网。

此外，随着业务规模的扩大，公司为缓解人员快速扩张带来的办公场地紧张压力，集中开展南京办公大楼建设项目（一期）、天津办公大楼建设项目、松山湖研发中心建设项目和后海全球总部大楼建设项目，以上项目投资总额 50.70 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司已投入 23.87 亿元，未来仍需投入 26.83 亿元，投资规模较大，后期面临较大的资本支出压力，中诚信证评将持续关注项目投入对公司债务规模及盈利产生的影响。

表 6：公司主要在建项目情况

单位：亿元			
项目名称	投资总额	截至 2019 年 3 月末已投入	预计完工时间
南京办公大楼建设项目（一期）	5.20	3.40	2019
天津办公大楼建设项目	2.50	0.87	待定
松山湖研发中心建设项目	7.80	0.91	2021
后海全球总部大楼建设项目	35.20	19.55	2022
合计	50.70	23.87	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司产业链布局较为完善，在“一带一路”和新兴市场专网“模转数”及宽带化的背景下，通过聚焦核心业务、整合国内外市场资源等方式，公司 2018 年业务保持快速发展，但仍需要关

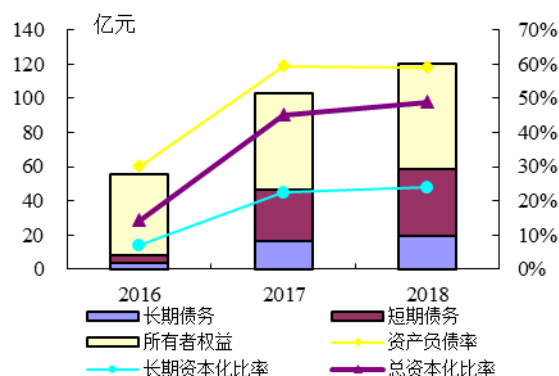
注在建项目后续投入带来的资本支出压力。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

图 3：2016~2018 年公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2018 年公司业务规模继续扩大、在建项目推进和研发项目的持续投入使得公司对资金的需求增加，推动资产规模和负债规模的提升，截至 2018 年末公司总资产和总负债分别为 149.70 亿元和 88.55 亿元，同比增长分别为 7.47% 和 6.96%。自有资本方面，2018 年公司实施第一限制性股票激励计划进行增资，同时随着公司增资及留存收益的累积，公司自有资本实力不断增强，2018 年末所有者权益总额为 61.15 亿元，同比增长 8.22%。2019 年公司资产规模继续保持增长，截至 2019 年 3 月末资产总额 144.25 亿元，负债总额 84.45 亿元，所有者权益合计 59.80 亿元。

财务杠杆方面，虽然公司自有资本实力提升，但仍不能满足业务发展及在建项目对资金的需求，当年外部融资规模增加，推动财务杠杆比率进一步提高，截至 2018 年末资产负债率和总资本化比率分别为 59.15% 和 48.98%。

资产结构方面，公司流动资产规模与非流动资产规模相当，随着项目建设的进行及研发投入规模的增长，非流动资产规模占比呈上升趋势。2018 年末流动资产合计 75.34 亿元，占资产总额的 50.33%，

主要包括货币资金11.03亿元、应收票据及应收账款40.04亿元和存货19.18亿元，占流动资产的比重分别为14.64%、53.15%和25.45%。具体来看，货币资金主要为银行存款（8.37亿元）和其他货币资金（2.66亿元），其他货币资金主要包括承兑汇票保证金存款1.21亿元、在途资金0.51亿元、履约保证金存款0.45亿元和协定存款0.49亿元。应收票据及应收账款包括应收票据1.21亿元和应收账款38.83亿元，当年销售规模的增加导致当年末应收账款同比增长20.65%，应收账款周转率为1.95次，与上年同期持平，此外纳入长期应收款核算的分期付款销售规模增大（2018年末为4.96亿元），整体的销售回款速度较为缓慢。考虑到终端客户多为政府单位，且对公司提供的售后服务存在一定的依赖性，应收账款的安全性和可回收性较高，公司2018年计提坏账准备金额1.15亿元，当年末坏账准备余额3.42亿元。存货主要为原材料、发出商品和库存商品，随着业务的增长，公司对原材料的备货增加，当年末存货规模同比增长12.81%。

2018年末公司非流动资产合计74.36亿元，占总资产的49.67%，主要由长期应收款4.96亿元、固定资产14.41亿元、在建工程5.96亿元、无形资产35.12亿元和开发支出5.64亿元构成，占非流动资产的比重分别为6.67%、19.37%、8.02%、47.22%和7.59%。长期应收款为分期收款销售商品产生的应收款项，近年来，公司采用分期收款形式的项目规模扩大，长期应收款规模逐年增大，2018年末长期应收款规模同比增长41.96%。固定资产主要包括房屋及建筑物和机器设备，随着南京海能达大楼、天津海能达大楼和东莞海能达大楼项目（一期）等项目建设的进行，当年末在建工程同比增长39.90%。无形资产主要包括土地使用权（19.07亿元）、专利权（14.61亿元）和非专利技术（6.86亿元）。随着公司对研发投入的增加，开发支出规模逐年增大，2018年末开发支出同比增长28.22%至5.64亿元。

截至2019年3月末，公司流动资产70.27亿元，占总资产的48.72%，其中包括货币资金8.17亿元、应收票据及应收账款36.08亿元和存货20.82亿元；非流动资产73.98亿元，占总资产比例为51.28%，主

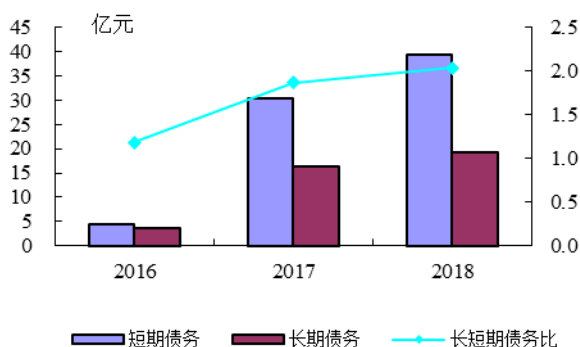
要包括长期应收款4.87亿元、固定资产14.10亿元、在建工程6.38亿元、无形资产34.21亿元和开发支出6.08亿元。

负债结构方面，公司以流动负债为主。截至2018年末，公司流动负债64.32亿元，占负债总额的72.63%，主要包括短期借款30.87亿元、应付票据及应付账款19.18亿元、其他应付款1.24亿元和一年内到期的非流动负债5.72亿元，占流动资产的比例分别为48.00%、29.82%、1.93%和8.89%。其中，公司短期借款主要为保证借款，为满足业务发展、资金周转及研发投入需要，当年末短期借款同比增长23.19%。应付票据及应付账款包括应付票据2.59亿元和应付账款12.39亿元，由于自有业务规模的扩大，当年末应付票据及应付账款同比增长20.81%。其他应付款主要为应付利息和限制性股票回购义务等，2018年公司支付购买深圳市宗地编号T107-0084土地使用权的剩余款项9.05亿元，当年末其他应付款同比减少87.93%。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款5.71亿元。当年末公司非流动负债合计24.24亿元，占负债总额的27.37%，主要为长期借款9.37亿元和应付债券9.97亿元。由于部分长期借款将在一年内到期，当期末长期借款同比减少42.48%；应付债券为2018年公开发行的两期公司债券，发行规模均为5.00亿元。

截至2019年3月末，公司流动负债60.58亿元，占总负债的71.73%，主要包括短期借款30.34亿元、应付票据及应付账款17.94亿元、其他应付款1.77亿元和一年内到期的非流动负债3.19亿元；非流动负债23.88亿元，占总负债比例为28.27%，主要包括长期借款9.15亿元和应付债券9.97亿元。

债务期限结构方面，2018年末公司总债务58.70亿元，同比增长25.78%，其中短期债务39.36亿元，长期债务19.34亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为2.04倍。目前公司债务以短期债务为主，且短期债务规模不断扩大，面临较大的短期偿债压力，债务期限结构有待进一步改善。

图 4：2016~2018 年公司债务结构分析

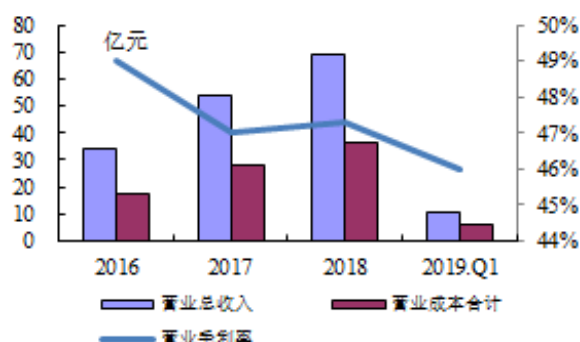


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体看，2018 年公司业务规模继续扩大、在建项目推进和研发项目的持续投入使得公司对资金的需求增加，负债规模及负债率呈上升趋势，短期债务规模不断扩大，财务结构稳健性不足，面临一定的流动性压力。

盈利能力

图 5：2016~2019.Q1 公司收入成本情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2018 年公司原有业务与赛普乐业务融合良好，协同优势开始体现，市场规模不断拓展，同时 OEM 业务迅速扩张，2018 年实现营业总收入 69.35 亿元，同比增长 29.58%，其中主营业务收入 68.67 亿元，同比增长 30.57%，包括专网通信产品业务收入 49.07 亿元，同比增长 11.11%，OEM 及其他业务收入 19.60 亿元，同比增长 132.46%。

毛利率方面，2018 年公司营业毛利率维持稳定，当年综合毛利为 47.30%。具体来看，终端产品由模拟终端产品向毛利率较高的数字终端转化，当年终端产品毛利率同比上升 3.82 个百分点至 58.02%；随着新数字产品的上市，公司高端系统产品业务规模扩大，推动系统产品毛利率增长迅速，当年毛利率上升 7.56 个百分点至 55.32%；2018 年签

订部分毛利水平较低的 OEM 订单使得当期 OEM 及其他业务毛利率下降较快，下降 2.76 个百分点至 24.03%。

表 7：2016~2018 年公司分产品毛利率情况

单位：%			
产品	2016	2017	2018
终端产品	55.99	54.20	58.02
系统产品	49.64	47.76	55.32
OEM 及其他	29.31	26.79	24.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司对营销体系进行整合，逐步完善全球市场布局，销售费用增至 10.38 亿元，同比增长 13.55%；管理费用主要为职工薪酬、法务费和房租费用等，2018 年公司诉讼费增加、人工成本上升，当年管理费用同比（2017 年扣除研发费用后，管理费用合计 5.98 亿元）增长 25.93%；作为技术密集型企业，公司逐年加大研发投入力度，2018 年研发费用为 7.74 亿元，同比增长 10.56%；由于借款增加及市场利率上升，公司利息支出增加，致使当年财务费用同比增长 151.95%。2018 年公司期间费用合计 28.02 亿元，同比增长 21.51%，期间费用收入占比同比下降 2.68 个百分点至 40.41%。总体来看，2018 年公司对期间费用管理有所加强，但整体规模仍处于高位，大幅吞噬经营所得，须持续关注公司期间费用规模的增长情况，以及对公司盈利产生的影响。2019 年 1~3 月，期间费用合计 6.39 亿元，受公司收入季节性确认影响，当期期间费用收入占比增至 58.50%。

表 8：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元				
指标	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	5.95	9.14	10.38	1.86
管理费用	6.78	12.98	7.53	1.53
研发费用	-	-	7.74	1.99
财务费用	0.14	0.94	2.38	1.01
期间费用合计	12.88	23.06	28.02	6.39
营业总收入	34.36	53.52	69.35	10.92
期间费用收入占比	37.48%	43.09%	40.41%	58.50%

注：根据财会[2018]15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，之前年度未重述。

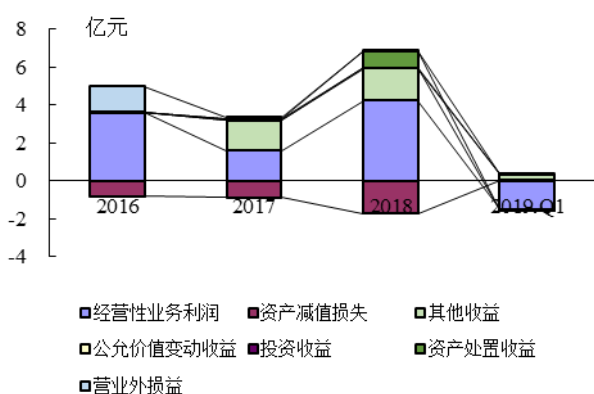
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2018 年公司利润总额主要由经营性业务利润

(经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-期间费用)、其他收益和资产处置收益构成。2018年公司实现经营性业务利润4.25亿元,同比增长164.07%;2018年公司获得软件产品销售增值税退税款0.82亿元,与日常经营相关的政府补助0.87亿元,其他收益合计1.69亿元,同比增长5.98%;同期获得处置资产收益0.88亿元。同时,计提坏账损失和存货跌价损失金额有所增长,当年资产减值损失合计1.72亿元,同比增长97.89%,但受益于自有业务盈利能力的增强及对期间费用的控制,2018年公司利润总额快速增长。2018年公司利润总额为5.17亿元,同比增长109.77%;净利润4.77亿元,同比增长94.72%;净资产收益率为8.11%,同比提高3.40个百分点,经营效益显著提高。

2019年1~3月,由于公司下游客户多为各级公安部门等客户,生产运营具有明显的季节性,收入多集中在第四季度确认,当期公司经营性业务利润为-1.48亿元(2018年1~3月经营性业务利润为-1.39亿元),资产减值损失-0.03亿元,其他收益为0.33亿元;当期公司利润总额和净利润分别为-1.13亿元和-1.00亿元,同比减亏12.17%和3.97%。

图6: 2016~2019.Q1公司利润总额分析

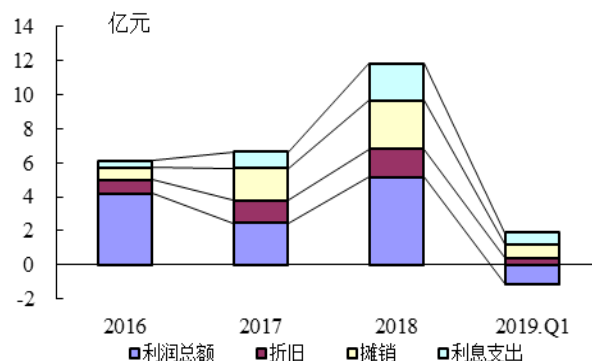


资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体看, 受益于国家政策的推动和良好的市场环境与发展机遇, 2018年公司收入规模显著增长, 盈利能力增强。

偿债能力

图7: 2016~2019.Q1公司EBITDA构成情况



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 公司 EBITDA 由利润总额、折旧、摊销和利息支出构成。2018 年公司盈利能力增强, 新增厂房、生产设备和专利带来的折旧与摊销规模增加以及利息支出的增加, 当年 EBITDA 增至 11.84 亿元, 同比增长 78.01%。从 EBITDA 对债务利息保障程度来看, 公司当年总债务/EBITDA 为 4.96 倍, EBITDA 利息保障倍数为 5.20 倍, EBITDA 对债务利息的保障程度较高。2019 年 1~3 月, 由于经营亏损, EBITDA 仅为 0.76 亿元, EBITDA 利息保障倍数为 1.06 倍。

从经营性现金流情况来看, 2018 年公司经营效益提升, 使得公司经营性现金流质量有所提升。2018 年公司经营活动产生的现金净流量为 0.97 亿元, 经营性现金流由净流出转为净流入。同期公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.02 倍, 经营活动净现金流利息保障倍数为 0.43 倍, 经营活动净现金流对债务利息的覆盖能力较上年有所提升。2019 年 1~3 月, 公司销售回款继续改善, 当期经营活动净现金流增至 3.09 亿元 (2018 年同期经营活动净现金流为-4.15 亿元)。

表 9：2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	4.30	30.38	39.36	-
总债务（亿元）	7.93	46.67	58.70	-
资产负债率（%）	30.16	59.44	59.15	58.55
总资本化比率（%）	14.29	45.23	48.98	-
经营活动净现金流（亿元）	-4.04	-2.43	0.97	3.09
经营净现金流/总债务（X）	-0.51	-0.05	0.02	-
经营活动净现金/利息支出（X）	-9.41	-2.32	0.43	4.28
EBITDA（亿元）	6.11	6.65	11.84	0.76
EBITDA 利息倍数（X）	14.23	6.34	5.20	1.06
总债务/EBITDA（X）	1.30	7.02	4.96	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司共获得国有银行及地方商业银行授信额度共计 76.45 亿元，其中未使用授信额度为 12.20 亿元，除此之外，公司作为上市公司，直接融资渠道较通畅。

或有事项方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，对子公司担保 7.83 亿元，担保总额占公司净资产的比例为 12.81%，或有负债风险可控。此外，截至 2018 年末，公司重大诉讼（仲裁）13 项，其中，海能达诉摩托罗拉系统（中国）有限公司、广州腾远通讯设备有限公司专利侵权案，涉案金额 5,000 万元；海能达诉摩托罗拉系统（中国）投资有限公司、摩托罗拉系统（中国）有限公司、摩托罗拉系统（中国）有限公司北京分公司滥用市场支配地位案，涉案金额 6,000 万元；海能达诉摩托罗拉解决方案有限公司在成本优化型专网通信标准必要专利许可市场滥用市场支配地位案，涉案金额 7,000 万元；海能达诉摩托罗拉解决方案有限公司，请求法院确认原告实施一件美国专利和一件澳大利亚专利的行为，不构成专利侵权案，涉案金额 5,000 万元。截至当年末，公司重大诉讼（仲裁）涉诉金额合计 2.58 亿元，尽管公司诉讼标的金额占净资产的比例较小，但涉案类型以专利权纠纷为主，若诉讼事项不能顺利解决，或将对公司未来经营造成一定阻碍，中诚信证评将对此保持密切关注。

过往债务履约方面，截至 2019 年 5 月 6 日，根据中国人民银行征信报告，公司无债务违约情况。

总体来看，2018 年为满足资金周转及在建项目投资等资金需求，公司财务杠杆比率进一步提升。随着市场的拓展，新产品的推出，公司当年盈利能力增强，同时经营活动现金流得以改善，EBITDA 和经营活动净现金流对债务利息的保障程度较高，整体债务偿还能力很强。

担保措施

深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小担集团”）作为本期债券担保人，为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

深圳中小担集团

概况

深圳中小担集团原名深圳市中小企业信用担保中心，成立于 1999 年 12 月，是深圳市人民政府（以下简称“深圳市政府”）为解决中小企业融资难、扶持中小企业健康发展而设立的专业担保机构。2018 年深圳中小担集团以资本公积转增资本 25.05 亿元，截至当年末，深圳中小担集团注册资本为 80.0 亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司持股比例为 65%，第二大股东中国东方资产管理股份有限公司持股比例为 35%，深圳中小担集团实际控制人系深圳市国资委。

深圳中小担集团系国内最早成立的专业担保机构之一，致力于为中小科技企业发展提供融资担保服务，主要定位于孵化期和初创期的科技型企业。目前，深圳中小担集团提出“投保联动”的业务理念，为中小企业提供从初创期到成熟期的个性化投融资服务，形成了以融资担保、发债增信、保函担保、委托贷款和投资为主，小额贷款和典当贷款为辅的业务格局。

截至 2018 年 12 月 31 日，深圳中小担集团总资产为 189.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 103.86 亿元，在保笔数约为 3,005 家，同比增长 84.92%，在保责任余额为 276.57 亿元，净资产放大倍数为 2.66 倍；2018 年深圳中小担集团实现营业收入总收入 16.47 亿元，其中担保业务收入为 7.83 亿元，实现净利润 9.17 亿元。

业务运营

目前深圳中小担集团已经形成了以融资担保和非融资性担保业务为主，委托贷款、投资、小额贷款和典当贷款等业务为辅的多元业务格局。2018年，深圳中小担集团实现营业总收入 16.47 亿元，同比增长 81.57%，业务规模继续增大。

表 10：2017~2018 年深圳中小担集团收入结构情况

单位：亿元、%			
指标	2017	2018	同比增减
(一) 担保业务收入	4.67	7.83	67.59
其中：贷款担保收入	1.74	2.84	63.44
保函担保收入	1.27	2.09	64.55
发债担保收入	1.07	1.77	66.01
其他业务收入	0.52	1.05	100.58
担保评审费收入	0.08	0.09	10.36
(二) 委贷利息收入	3.93	7.12	81.27
(三) 其他业务收入	0.47	1.51	223.62
其中：贷款利息收入	0.39	0.73	87.85
手续费及佣金收入	0.05	0.38	725.09
其他收入	0.03	0.41	1,157.88
营业总收入	9.07	16.47	81.57

资料来源：深圳中小担集团年报，中诚信证评整理

担保业务

深圳中小担集团担保业务主要包括融资性担保（贷款担保、发债增信、财政专项资金无息借款担保等）和非融资性担保（保函担保和诉讼担保等）。2018 年末，深圳中小担集团期末担保责任余额为 276.57 亿元，同比增长 16.49%，对外担保规模进一步扩大。

深圳中小担集团融资担保业务目前仍以贷款担保为主，即其向银行提供作为客户获取各项银行贷款的担保。非融资性担保主要为保函担保，保函担保主要系深圳中小担集团为需要开立银行保函的企业提供担保或直接出具保函业务。

表 11：2017~2018 年末深圳中小担集团担保业务发生及

代偿情况

单位：亿元、%

指标	2017	2018
担保责任余额	237.42	276.57
当期担保发生额	326.17	392.95
当年代偿额度	0.70	0.45
当年收回额度	0.50	0.44
年度损失率	0.00	0.00
累计损失率	0.00	0.00

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

从业务拓展渠道来看，目前银行推荐为深圳中小担集团最主要的业务来源，同时，还有证券公司、评级机构和保险公司等合作机构的项目推荐。得益于良好的股东背景及公司自身的稳健经营，深圳中小担集团与当地银行建立了广泛而深入的合作关系。深圳中小担集团无需向合作银行缴纳保证金，同时与合作银行约定了“八二分担”的风险分担机制，即在项目发生代偿时，由合作银行承担 20% 的分保责任，是广东省唯一一家与银行拥有“八二分担”银担比例的担保机构，在行业内处于领先地位。目前，深圳中小担集团已与建设银行、平安银行等 35 家中资银行及 3 家外资银行建立合作关系，截至 2018 年末，合作银行授信额度为 660 亿元，较上年增加约 90 亿元，尚未使用授信额度 464 亿元。

由于深圳中小担集团在初期承担较多政策性的融资担保职能，积累了一定的代偿压力，近年来又受到中小企业经营困难、偿债能力减弱的影响，2018 年，深圳中小担集团发生代偿金额 0.45 亿元，同比下降 35.92%，当年累计代偿率为 0.06%，较上年下降 0.01 个百分点。与同行业相比，深圳中小担集团代偿率仍处于较低水平，加之深圳中小担集团近年来不断加强风险管理，使得代偿风险得到一定控制。代偿回收方面，2018 年深圳中小担集团代偿回收金额为 0.44 亿元。考虑到目前计提的各类担保风险准备金合计数在 4 亿元左右，且提高了业务准入门槛、代偿项目有资产抵（质）押和第三方担保等反担保措施，深圳中小担集团代偿风险仍在可控范围内。

总体来看，凭借清晰的业务定位、良好的银企关系，深圳中小担集团担保业务发展基础良好，近

年来业务规模增长速度较快。

组合风险管理

在担保组合方面，担保深圳中小担集团的经营特性要求承保组合应实现合理的风险分散，如果对单一客户、单一产品或单一市场的担保额度过高，深圳中小担集团的损失风险可能会高度依赖于该客户、产品或市场信用状况的波动，从而成为公司财务实力中最薄弱的环节。因此，担保公司需要合理分布业务，通过选择低损失担保业务或者充分分散担保客户地区、行业分布和个体分布来降低客户集中度风险并降低损失。

从行业集中度来看，截至 2018 年末，深圳中小担集团担保业务前十大行业在保责任余额合计 224.04 亿元，前十大行业合计占比达到深圳中小担集团担保业务的 81.01%，其中第一大行业建筑业及第二大行业电子业的期末在保余额占比分别为 36.68% 和 19.50%，担保业务集中于建筑及电子行业。从业务区域方面来看，按照相应的政策要求，深圳中小担集团业务主要集中于深圳市，少量业务位于除深圳以外的其他珠三角地区。从客户个体风险集中度来看，截至 2018 年末，深圳中小担集团最大单一客户在保责任余额为 5 亿元，占深圳中小担集团期末在保责任余额的比例为 1.81%，其占比较上年末下降 0.89 个百分点；最大十家客户在保余额合计为 37.89 亿元，占深圳中小担集团期末在保责任余额的比例为 13.70%，其占比较年初下降 3.45 个百分点。总体上看，由于单一客户在保责任余额的减小及总体在保责任余额的增大，深圳中小担集团担保业务的客户集中度在 2018 年继续下降。从担保业务期限结构来看，深圳中小担集团担保业务期限结构以短期为主，较短的担保期限降低了深圳中小担集团控制流动性风险的难度，但未来仍需对深圳中小担集团的业务期限结构保持持续关注。

总体来看，深圳中小担集团业务主要集中于深圳地区，行业集中度及客户集中度均处于较低水平，担保业务期限结构以短期为主，业务期限结构较优，整体业务风险可控。需要关注的是，深圳中小担集团主要服务中小企业，近年来国内中小企业经营压力上升，需持续关注未来可能出现的代偿情

况。

资产管理业务

为了提高自有资金的使用效率，深圳中小担集团在担保业务的基础上开展了投资业务、委托贷款、典当、小额贷款等一系列资产管理业务，为客户提供自初创期到成熟期的综合性、个性化的金融服务。

深圳中小担集团委托贷款业务的投资决策由自身负责，根据客户情况安排相应的子公司深圳市汇博成长创业投资有限公司（以下简称“汇博创投”）负责日常管理。自有资金委托贷款业务主要是运用自有资金委托银行向中小企业发放贷款的业务品种，业务模式主要为采用投保联动的方式开发项目，项目资源多数来自于担保业务积累的优质资源，随着注册资本金的增加，自有资金的委托贷款业务规模呈现逐年增长的趋势。

截至 2018 年末，深圳中小担集团前十大委托贷款客户贷款余额合计 19.49 亿元，占期末委托贷款余额的 24.82%，前十大委托贷款客户包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用连带责任保证、资产抵（质）押等反担保措施。需要关注的是，2018 年，深圳中小担集团自有资金委托贷款业务规模上升较快，随着新的监管政策出台，在监管机构要求担保公司回归担保业务本源的环境下，公司委托贷款业务或将面临调整压力；此外，公司委托贷款业务与担保业务在客户选择上有重合，面临一定业务集中风险，风险管理压力有所提升。

深圳中小担集团典当业务由控股子公司深圳市金鼎信典当行有限公司（以下简称“金鼎信典当”）负责运营，金鼎信典当成立于 2004 年，注册资本 6,000 万元，深圳中小担集团持股比例 60.00%。典当业务操作流程相对简化，主要是为中小企业提供过桥资金；2018 年典当金额为 5.28 亿元。

表12：2017~2018年深圳中小担集团典当业务概况

单位：个、万元		
指标	2017	2018
当期典当项目单数	56	46
当期典当金额	64,680	52,760

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

小额贷款业务由其下属子公司深圳市中小担

小额贷款有限公司（以下简称“中小担小贷”）负责经营，中小担小贷成立于 2009 年，注册资本金 1.6 亿元，致力于服务优质中小型企业的企业主和高净值人群客户，为其提供融资服务。2018 年深圳中小担集团小贷业务累计放贷金额合计 24.46 亿元。

表13：2017~2018年深圳中小担集团小额贷款业务概况

单位：万元

指标	2017	2018
当期放贷金额	69,326	244,640
期末贷款余额	40,372	125,580

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

2018 年，为化解深圳本地上市公司的股票质押风险，深圳市政府推出了“风险共济”驰援计划，安排数百亿的专项资金，从债权和股权两个方面入手，构建风险共济机制，改善上市公司及控股股东的流动性风险，而深圳中小担集团作为债权方式的两家管理机构之一，通过委托贷款、过桥贷款、向实际控制人借款、受让股票质押债权、提高股票质押率等多种方式，向上市公司或实际控制人提供资金，缓解流动性危机，截至 2018 年末，深圳中小担集团共济专项资金账面余额 50.39 亿元。

财务分析

以下财务分析基于深圳中小担集团提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所审计的深圳中小担集团 2016 年及经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的深圳中小担集团 2017~2018 年审计报告，已审财务报告均为合并口径，审计意见类型均为标准无保留意见。

资本充足性

资本是担保公司从事担保业务的基础，也是开展担保业务保障代偿的资金来源，因此资本实力强大与否对担保业务扩张规模至关重要。随着 2018 年资本公积转增资本完成，截至当年末深圳中小担集团注册资本为 80.0 亿元，净资产放大倍数为 2.66 倍，较上年下降 0.23 倍。

准备金提取方面，深圳中小担集团按照当期融资担保业务的担保费收入的 50%提取未到期责任准备金，且深圳中小担集团提取的未到期责任准备金不得低于当期担保费收入的 50%，实行差额提取；深圳中小担集团按照资产负债表日未终止担保

责任余额的 1%计提担保赔偿准备金，累计达到担保责任余额的，实行差额计提。2018 年，深圳中小担集团计提未到期担保责任准备金和担保赔偿准备金共计 0.33 亿元，同期风险准备金充足率为 1.68%。深圳中小担集团准备金规模一般，对担保业务代偿的保障程度一般。

总体来看，深圳中小担集团融资担保放大倍数适中，目前资本实力能够较好满足现阶段业务发展需要。深圳中小担集团风险准备金规模一般，对未来的风险偿付保障有待进一步提升。

资产流动性

担保机构流动性风险主要来源于表内资产和表外或有负债在期限上的错配，流动性压力也通常来源于代偿的集中发生或投资资产流动性的降低。

深圳中小担集团目前持有的高流动性资产分别为货币资金和可供出售金融资产。近年来，深圳中小担集团高流动性资产维持较大规模，2018 年末为 46.30 亿元，同比增长 83.81%，主要因为当期货币资金同比增长 90.47%至 44.51 亿元，高流动性资产占比亦有所提升，当年末高流动性资产/总资产为 24.46%，较上年上升 2.20 个百分点；高流动性资产/在保责任余额为 16.74%，上年末增加 6.13 个百分点。考虑到深圳中小担集团主业仍是担保业务，因此深圳中小担集团将统筹兼顾收益性和流动性，在监管准许的范围内，合理配置产品结构与投资期限，完善投资限额管理和流动性应急预案，防范投资管理中单一大额投资以及担保业务中客户信用状况出现较大变动可能对其流动性带来的不利影响。

盈利能力

深圳中小担集团收入来源主要为担保业务、委贷业务和小贷业务等；2018 年，深圳中小担集团实现营业总收入 16.47 亿元，其中担保业务受益于当年担保责任发生额的增加，同比增长 67.59%至 7.83 亿元；委贷利息收入同比增长 81.27%至 7.12 亿元；同时，随着小贷业务放款规模的增大及典当等业务继续保持增长，2018 年包括贷款利息收入、手续费及佣金收入等在内的其他业务收入大幅增长 223.62%至 1.51 亿元。

2018 年，深圳中小担集团营业总成本主要由营业成本、管理费用和资产减值损失等构成，其中营业成本主要包括职工薪酬、提取未到期担保责任准备金及赔偿准备金、委托贷款相关费用及共济资金费用等。随着公司业务规模的增大，公司营业总成本呈增长趋势，2018 年同比增长 10.15%至 4.05 亿元，其中营业成本、管理费用和资产减值损失分别为 3.31 亿元、0.67 亿元和 0.19 亿元，其中资产减值损失为针对贷款类资产计提的减值准备。

总体来看，2018 年，随着担保及委托贷款业务规模的快速增大，深圳中小担集团营业总收入和净利润快速增加，盈利能力继续增强。但考虑到公司业务潜在风险仍然客观存在，随着公司业务规模的持续扩张和业务周期的延伸，公司风险准备金计提力度仍需加强，以应对未来一定比例的代偿和损失对公司盈利水平的提升形成的压力。

表 14：2017~2018 年深圳中小担集团利润表摘要

单位：亿元、%

	2017	2018
营业总收入	9.07	16.47
其中：担保业务收入	4.67	7.83
委贷利息收入	3.93	7.12
其他业务收入	0.47	1.51
营业成本	3.07	3.31
其中：未到期责任准备	-0.04	0.07
担保赔偿准备	0.22	0.26
资产减值损失	0.23	0.19
期间费用合计	0.30	0.46
投资收益	0.16	0.15
营业利润	5.55	12.57
营业外收支净额	0.00	0.00
税前利润	5.55	12.57
净利润	4.10	9.17
平均资产回报率	4.70	6.06
平均净资产回报率	6.52	9.11

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

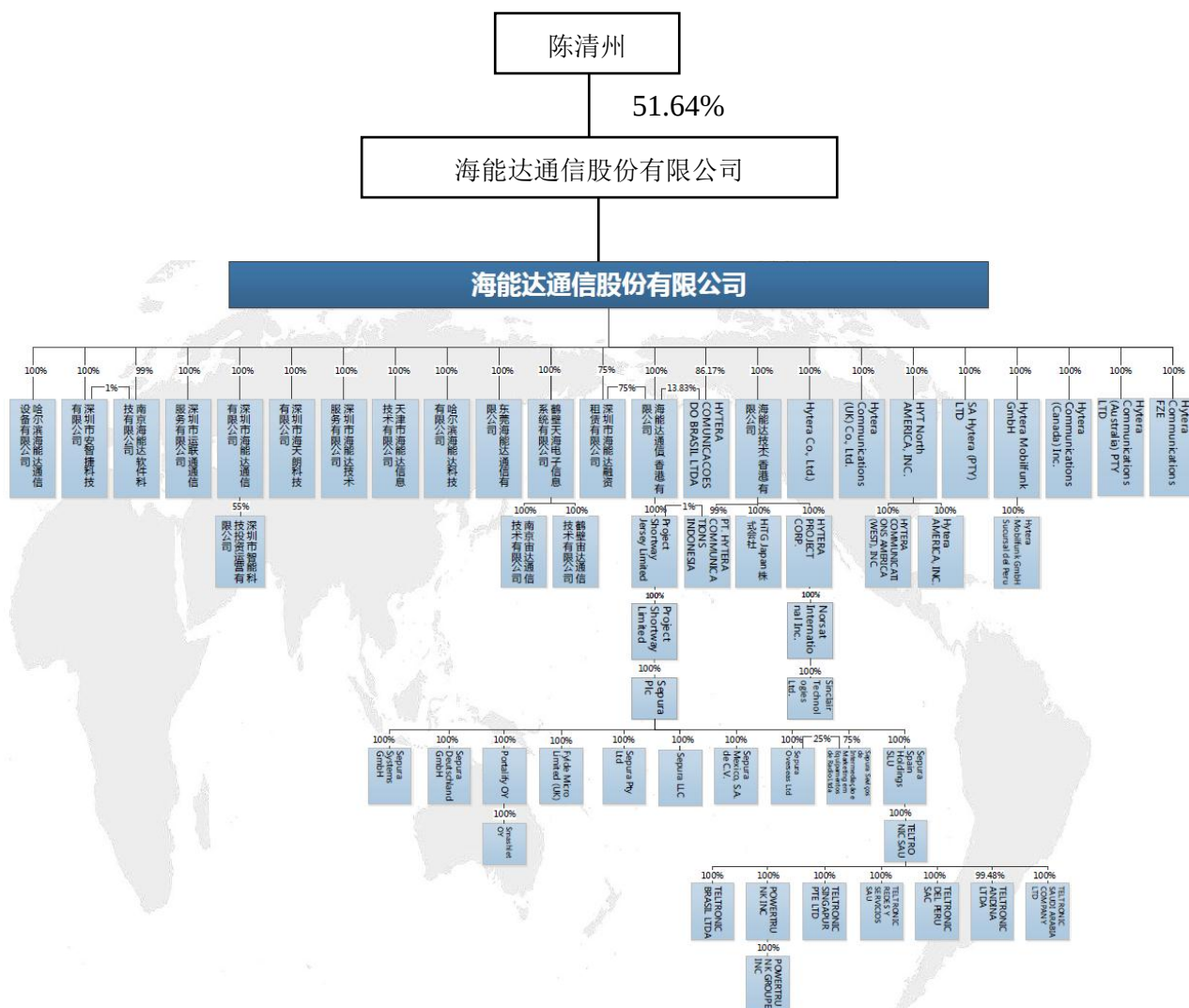
整体来看，深圳中小担集团在深圳担保行业处于领先地位，作为深圳市中小企业融资担保的主要平台之一，获得股东支持力度大，且担保决策机制较完善，风险管理能力较强，股东增资后，整体代偿能力将进一步增强。同时，深圳中小担保集团作为专业性的担保机构，具备很强综合实力，能够有

效提高本期债券的偿付安全性。

结 论

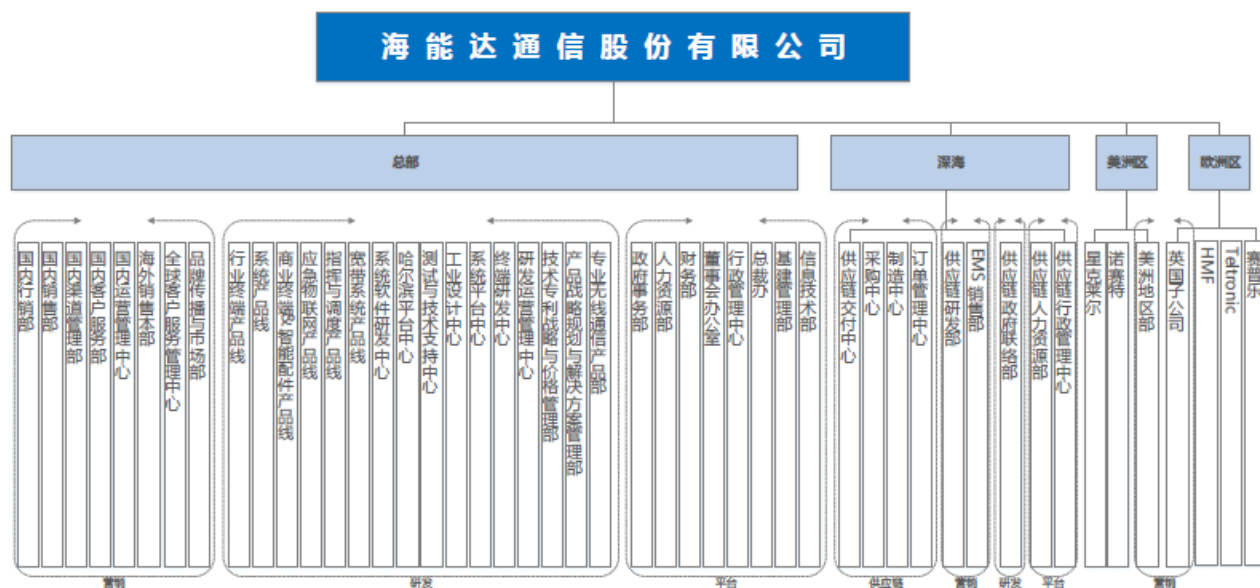
综上，中诚信证评维持海能达通信股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“海能达通信股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第二期）”信用级别为 **AAA**。

附一：海能达通信股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 5 月 24 日）



资料来源：公司提供

附二：海能达通信股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 5 月 24 日）



资料来源：公司提供

附三：海能达通信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	50,437.87	159,189.41	110,325.58	81,741.47
应收账款净额	226,568.05	321,868.77	388,326.06	356,857.56
存货净额	88,754.83	169,973.92	191,753.44	208,245.17
流动资产	405,500.12	705,632.96	753,374.12	702,720.93
长期投资	2,041.19	2,041.19	2,041.19	2,041.19
固定资产	145,788.01	189,093.37	205,761.11	206,855.39
总资产	680,813.70	1,392,982.78	1,497,003.68	1,442,491.39
短期债务	42,979.33	303,820.48	393,582.04	-
长期债务	36,321.62	162,849.16	193,388.57	191,231.49
总债务	79,300.95	466,669.64	586,970.61	-
总负债	205,320.56	827,939.84	885,524.71	844,541.23
所有者权益（含少数股东权益）	475,493.14	565,042.94	611,478.97	597,950.16
营业总收入	343,550.33	535,153.23	693,453.37	109,172.79
期间费用前利润	164,727.12	246,692.75	322,706.90	49,104.09
投资收益	314.28	911.02	0.00	0.00
净利润	40,182.84	24,486.21	47,680.48	-9,981.48
EBITDA	61,092.87	66,505.34	118,389.17	7,616.28
经营活动产生现金净流量	-40,387.53	-24,326.13	9,683.20	30,897.28
投资活动产生现金净流量	-114,954.35	-296,500.41	-173,147.47	-14,234.61
筹资活动产生现金净流量	151,413.03	429,050.15	96,726.06	-33,851.56
现金及现金等价物净增加额	-4,039.28	102,679.95	-63,554.31	-17,735.59
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	49.03	47.04	47.30	45.97
所有者权益收益率（%）	8.45	4.33	7.80	-6.68*
EBITDA/营业总收入（%）	17.78	12.43	17.07	6.98
速动比率（X）	2.05	0.87	0.87	0.82
经营活动净现金/总债务（X）	-0.51	-0.05	0.02	-
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.94	-0.08	0.02	0.33
经营活动净现金/利息支出（X）	-8.78	-2.32	0.43	4.28
EBITDA 利息倍数（X）	14.23	6.34	5.20	1.06
总债务/EBITDA（X）	1.30	7.02	4.96	-
资产负债率（%）	30.16	59.44	59.15	58.55
总资本化比率（%）	14.29	45.23	48.98	-
长期资本化比率（%）	7.10	22.37	24.03	24.23

注：1.一年内到期的长期应付款非债务性质，不计入债务统计口径；
2.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；
3.加*指标经年化处理。

附四：深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司主要财务数据及担保组合数据

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	169,190.33	233,679.62	445,099.90	459,885.84
其他应收款	20,660.71	11,578.21	13,173.10	12,088.35
委托贷款	314,543.64	724,568.12	785,182.91	846,476.34
其他流动资产	16,690.80	35,923.51	296,923.65	333,872.65
流动资产合计	535,769.68	1,021,311.42	1,690,950.13	1,757,832.56
发放贷款及垫款	34,814.10	51,453.56	135,328.76	104,942.66
长期股权投资	5,307.42	12,310.02	12,787.41	12,323.05
资产总计	613,407.39	1,131,732.77	1,892,860.76	1,928,449.84
存入保证金	12,772.81	16,874.43	66,873.83	68,469.80
担保赔偿准备	23,589.48	26,709.12	29,862.81	31,305.57
未到期责任准备	10,161.73	9,790.14	10,458.19	10,906.40
负债合计	329,143.52	157,319.38	854,216.48	861,892.54
所有者权益合计	284,263.87	974,413.39	1,038,644.29	1,066,557.30
贷款担保费收入	15,317.82	17,358.40	28,370.78	-8,635.51
投资收益	514.64	1,578.60	1,520.82	0.00
利润总额	45,336.15	55,484.75	125,705.82	36,596.45
净利润	33,533.70	41,039.80	91,671.34	29,277.16
担保组合数据（单位：亿元）	2016	2017	2018	2019.Q1
期末在保余额	193.65	237.42	276.57	-
年新增担保额	281.16	326.17	392.95	-
当年代偿金额	0.74	0.70	0.45	-
当年代偿回收金额	0.31	0.50	0.44	-

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

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

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

期间费用前利润=营业总收入-营业成本-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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

期间费用收入比=（财务费用+管理费用+销售费用+研发费用）/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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用

附六：主要担保业务指标计算公式

现金及投资资产 = 现金及现金等价物 + 银行存款 + 交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期证券 + 长期股权投资 + 投资物业 + 委托贷款

担保损失准备金 = 未到期责任准备金 + 担保赔偿准备金

核心资本 = 所有者权益 + 担保损失准备金 - 长期股权投资

在保责任余额 = 在保余额 - 分保余额（含分出担保责任）

营业利润 = 担保业务净收入 + 利息收入 + 投资收益 + 公允价值变动损益 + 其他业务净收入

年度承保费用率 = (管理费用 + 财务费用 + 营业税金及附加 + 其他费用支出) / 已实现承保收入

年内代偿率 = 年内解除担保项目代偿支出 / 年度解除担保额

累计代偿率 = 成立以来累计代偿支出 / 成立以来累计解除担保额

担保损失准备金覆盖率 (X) = (担保赔偿准备金 + 担保责任准备金) / 累计代偿支出

核心资本担保放大倍数 = 在保责任余额 / 核心资本

净资产担保放大倍数 = 在保责任余额 / 净资产

附七：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
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。