2020年瀛通通讯股份有限公司公开发行可转换公司债券2024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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
瀛通转债	A+	A+

评级日期
2024年06月25日

联系方式
项目负责人：董斌
dongb@cspengyuan.com
项目组成员：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com
评级总监：
联系电话：0755-82872897

评级观点

本次评级结果是考虑到：瀛通通讯股份有限公司（以下简称"瀛通通讯"或"公司"，股票代码：002861.SZ）作为声学产品及数据传输的制造厂商，仍具备一定的技术实力且已积累较丰富的客户资源，主要客户合作关系稳定，2023年以来收入保持增长，账面现金类资产较为充裕，短期流动性表现较好。同时中证鹏元也关注到，公司所处行业竞争日趋激烈，公司面临较大的成本控制及业绩压力，已连续三年亏损，产能布局偏大，未来盈利受订单拓展及资产折旧等仍存在不确定性，且可能面临瀛通转债（以下称"本期债券"）回售带来的资金压力等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	16.06	16.43	15.85	16.67
归母所有者权益	8.36	8.44	9.18	10.32
总债务	5.24	5.15	4.46	3.83
营业收入	1.62	7.54	7.25	10.47
净利润	-0.08	-0.79	-1.18	-0.36
经营活动现金流净额	-0.09	0.44	0.56	0.92
净债务/EBITDA	--	2.86	2.06	-0.22
EBITDA利息保障倍数	--	1.94	1.67	2.97
总债务/总资本	38.54%	37.91%	32.68%	27.05%
FFO/净债务	--	4.53%	-16.71%	-50.06%
EBITDA利润率	--	5.80%	3.82%	4.78%
总资产回报率	--	-3.55%	-6.09%	-1.58%
速动比率	2.10	2.07	2.31	2.35
现金短期债务比	9.24	9.90	8.66	8.62
销售毛利率	18.34%	18.14%	17.63%	19.34%
资产负债率	47.95%	48.64%	42.10%	38.10%

注：2021年末公司净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系公司净债务为负；2022年末公司FFO/净债务指标为负，系FFO为负。
资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

● 公司作为声学产品及数据传输的OEM、ODM厂商，积累了较丰富的客户资源，主要客户合作关系稳定。公司通过多年的经营积累，已进入多家消费电子品牌厂商的供应链，包括苹果、小米、GN、传音、Beats、Jlab、安克、联想、vivo、索尼、哈曼等，与主要客户的合作关系保持稳定，近年新导入客户订单逐步起量，2023年以来收入保持增长。

● 公司在声学产品、通讯线材领域仍具备一定的技术实力。公司通过与下游终端品牌厂商的长期配套研发，目前已掌握产品相关的全套设计、工艺制作、检测测试、精密制造等核心技术，具有独立开发新款产品的能力。2023年继续保持一定规模的研发投入，新增防胶水倒流的气压保护装置、扁平硅胶线剥除系统、数据线的自动测试设备等专利。

关注

● 电声行业竞争激烈，终端产品同质化突出，价格竞争激烈，公司作为该领域的中游制造厂商，亦面临较大的成本控制压力。全球TWS耳机市场进入成熟期，终端产品同质化现象突出，品牌竞争日趋激烈，终端产品价格下探倒逼中游电声制造商须通过成本控制以维持自身的利润空间。为此，国内中游制造厂商纷纷趋向低成本地区新建生产基地，随着国内制造成本优势弱化，多厂商亦在海外布局产能，多地一体的产能布局同时面临新增折旧等成本压力和多地区协调管理能力的挑战，未来中游制造商的盈利依赖于业务订单的开拓和生产管理效率的提升。

● 受持续较高的期间费用侵蚀以及商誉减值（截至2023年12月31日，公司商誉已全部减值完毕。）等因素影响，公司连续三年亏损，未来盈利受订单拓展及资产折旧等影响仍存在不确定性。受折旧摊销、研发投入等刚性费用支出较大影响，公司期间费用率持续处于行业较高水平。考虑到目前公司整体产能布局偏大，而东莞的瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目（简称"东莞新园区"）建成投产后将新增较多固定成本及折旧摊销费用，未来订单开拓较为关键，若后续产销量对新增折旧费用的覆盖表现不佳，公司业绩仍将面临不利影响。

● 用于本期债券质押担保的股权担保效力仍相对较弱，同时关注债券持有人可能提前回售所带来的资金压力。截至2024年6月14日，质押股票的市场价值仍低于本期债券未偿还本息总额的120%。同时本期债券转股价为21.20元/股，公司股票价格持续低于当前转股价，亦低于回售触发价格14.84元/股；而2024年7月2日起本期债券将进入有条件回售期，届时若公司股票价格变动触发有条件回售（有条件回售条款系本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。），本期债券持有人将有可能提前行使回售权，从而使得公司资金压力加大。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司在声学产品及数据线领域仍具备一定的技术实力，主要客户合作关系稳定且客户集中度不高，业务具有一定的可持续性。

同业比较（单位：亿元）

指标	歌尔股份（002241.SZ）	佳禾智能（300793.SZ）	朝阳科技（002981.SZ）	瀛通通讯（002861.SZ）
总资产	737.44	32.63	15.04	16.43
营业收入	985.74	23.77	14.30	7.54
净利润	10.19	1.32	1.19	-0.79
销售毛利率	8.95%	18.18%	23.95%	18.14%
期间费用率	7.91%	10.15%	13.93%	22.80%
资产负债率	57.25%	23.24%	36.75%	48.64%

注：以上各指标均为2023年/2023年末数据。
资料来源：Wind，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_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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
瀛通转债	3.0000	2.9940[1]	2023-6-26	2026-7-2

注1：债券余额截至2024年6月19日。

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2020年7月发行6年期3.00亿元公司债券，募集资金扣除发行费用后计划用于智能无线电声产品生产基地新建项目和补充流动资金。根据公司2022年10月28日发布的《关于部分募投项目重新论证并延期的公告》，公司基于审慎原则，在不改变募投项目的用途、实施主体及实施方式的情况下，公司拟将"智能无线电声产品生产基地新建项目"实施期限进行调整，即将项目达到预定可使用状态日期由2022年12月31日调整为2024年6月30日。2023年以来公司考虑到前期产能可满足当时需求，审慎控制募投项目进度并放缓了募投项目的建设和募集资金的使用，以保证项目建设进度与市场订单需求相匹配。根据2024年4月26公司发布的公告，公司对"智能无线电声产品生产基地新建项目"重新论证并拟就实施期限进行调整，即项目达到可使用状态的日期由2024年6月30日调整为2025年12月31日。

截至2023年12月31日，本期债券募集资金余额为20,476.41万元，其中以现金管理方式进行理财但尚未到期的募集资金金额20,000.00万元，募集资金监管专户余额476.41万元。截至2024年5月31日，本期债券转股价格为21.20元/股，公司股票价格持续低于当前转股价，亦低于回售触发价格14.84元/股；而2024年7月2日起本期债券将进入有条件回售期，届时若公司股票价格变动触发有条件回售，本期债券持有人将有可能提前行使回售权，公司或面临因回售带来的资金压力。

三、发行主体概况

2023年以来公司名称、控股股东及实际控制人、实收资本均未发生变化。截至2024年3月末公司股本仍为1.56亿元，实际控制人仍为黄晖（直接持股28.74%）和左笋娥（直接持股6.26%），此外黄晖持有通城县瀛海投资管理有限公司（以下简称"瀛海投资"）11.05%股份，而瀛海投资直接持有公司1.13%股份，左贵明、左娟妹、曹玲杰、左美丰、黄修成系实际控制人的一致行动人，实际控制人及一致行动人合计控制43.99%的公司股份，公司股权结构图详见附录二。

根据公司2024年6月14日公告的《关于控股股东、实际控制人部分股份质押的公告》，黄晖先生新增质押了750.00万股，占其所持股份的16.77%，占公司总股本的4.82%，质押起始日为2024年6月12日，质权人为深圳市担保集团有限公司，质押用途为经营周转。截至上述公告披露日，公司实际控制人黄晖、左笋娥质押股份占其所持股份比例分别为51.25%、66.75%，黄晖先生及其一致行动人累计质押公司股份2,941.49万股，主要系为本次债券提供的质押担保，质押股份合计占其持股的44.11%，占公司总股本的18.91%（总股本以2024年6月10日155,552,744股计算）。

2023年以来公司主营业务未发生变化，仍主要从事声学产品、电源、数据传输产品及精密零组件的生产及销售。同时在巩固发展现有"大声学、大传输"业务的基础上，公司积极探索发展"大健康"业务，并于2023年公司投资设立了1家子公司湖北瀛德智能医疗器械有限公司，该子公司拟从事助听器、助眠音响等医疗器械及智能健康等产品的研发、生产、销售，目前尚未形成量产。同期，公司注销1家二级子公司。截至2023年末，纳入公司合并范围内子公司为12家，具体如附录四所示。

表12023年纳入合并报表范围子公司变化情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得/处置方式
湖北瀛德智能医疗器械有限公司	1,000.00	100%	医疗器械销售	投资设立
贵州联韵声学科技有限公司	2,000.00	100%	电声产品制造	注销

资料来源：公司2023年年报、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地"一揽子化债方案"。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、"平急两用"公共基础设施"三大工程"的建设，完善"市场+保障"的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

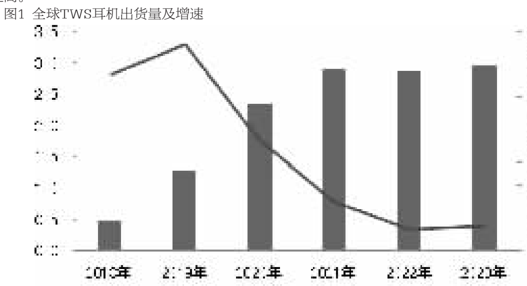
行业环境

2024年全球消费电子终端有望企稳，其中TWS耳机市场趋于饱和，开放式耳机产品类型需求预期增长较快。电声行业竞争激烈，终端产品同质化突出、价格竞争，国内中游制造厂商纷纷趋向低成本地区新建生产基地，随着国内制造成本优势弱化，多厂商亦在海外布局更多产能，未来订单开拓和多地生产管理能力是创造盈利空间的关键

2024年手机终端需求回升、智能家居和智能穿戴设备等产品普及率提升有望带动全球消费电子行业回暖。手机终端方面，2023年下半年华为、苹果、小米、VIVO等智能手机陆续推出，同时2020年下半年出货高峰期购机的消费者陆续进入设备更新周期，2023年4季度以来手机出货量在经历三年下行周期后出现回升。随着5G、人工智能等技术的发展，消费电子产品正变得更加智能化和互联化，智能家居和智能穿戴设备等产品将更加普及，推动设备间的互联互通，同时随着健康意识的提高和健身行业的不断发展，可穿戴设备增长具备潜力，IDC指出，2023年全球可穿戴设备出货量增长1.7%，同时预计2024年增幅将提高至10.5%。整体来看，消费电子产品朝更加智能化、个性化的方向发展，跨界融合和新兴技术的应用将成为未来的发展趋势。

TWS耳机市场需求趋于饱和，开放式耳机产品类型预期增长较快。近年智能语音交互功能越发成熟、传输稳定性性能不断提升，主动降噪产品的需求趋于饱和，TWS耳机进入瓶颈期，但开放式耳机迅速发展。开放式耳机产品主要包含骨传导和气传导两种技术，相较于传统的声波经过空气传导的入耳式耳机，开放式耳机能够有效解决入耳式耳机长时佩戴耳朵胀痛、气导开放耳道耳机漏音严重等问题。根据沙利文的报告，2019年至2023年全球不入耳开放式耳机产品市场规模年复合增长率达到75.5%，随着短视频、直播等有声应用场景增多，用户对长时间佩戴耳机的用耳健康及舒适度要求提高，开放式耳机需求预期提高。

图1 全球TWS耳机出货量及增速



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

电声终端产品竞争较激烈，产品价格下探倒逼中游制造厂商成本控制。电声行业主要形成了品牌商、制造商中下游竞争赛道，其中品牌商主要采取品牌运营、品牌制造的经营模式，直接面向消费者提供电声产品；制造商主要采取OEM、ODM 等经营模式，根据品牌商等客户的需求，进行产品的开发和生产。2023年全球主要的TWS耳机品牌厂商出货量除苹果稳居首位，其他品牌竞争较为激烈，终端产品同质化现象突出，各品牌为此不断推出新品，在品质、功能方面加大升级换代力度，以应对技术创新带来的产品竞争升级，IDC指出随着市场竞争日趋激烈电声产品价格下探，终端产品价格竞争倒逼中游电声制造商必须通过成本控制以维持自身的利润空间。

图2 2023年各季度全球TWS耳机出货量占比前五大品牌商

资料来源：canalys，中证鹏元整理

电声行业中游制造商的竞争集中在客户资源、研发能力、生产规模、产品品质、供货速度等方面，在中高端产品上这一竞争特征更为明显。我国大部分中小规模的制造企业集中于中低端产品的生产，凭借一定的生产、业务经验，能够灵活快速地满足客户的小规模需求，但缺乏自主研发能力和大规模生产能力。相比之下，国内具有较大规模的制造企业，如歌尔股份、立讯精密等，现已经进入到全球知名消费电子品牌的供应链当中，服务于国际品牌苹果、三星、哈曼等。但中游制造商主要参与企业多数对大客户依赖度较高，面对下游大客户议价能力较低，成本转嫁能力较弱，随着下游产品价格下探，挤压制造厂商利润空间。

为降低生产成本，我国主流电声行业制造厂商纷纷于三四线城市新建生产基地。此外，近年随着我国劳动力供求关系的结构性矛盾以及老龄化加速带动劳动力成本进入上升通道，生产用工成本不断上涨，叠加大宗原材料及海运费用均有所上涨，国内制造成本优势弱化，同时为争夺海外市场份额、避免贸易制裁，多家制造商亦出海建厂，布局多产地协调生产。但需要关注的是，多地一体的产能布局同时面临新增折旧等成本压力和多地区协调管理能力的挑战，未来盈利空间依赖于业务订单的开拓和生产管理能力的提升。

五、经营与竞争

公司为国内声学及数据线的OEM、ODM厂商，主要客户合作关系稳定，客户集中度一般，近年新导入客户订单逐步起量，2023年以来收入持续回升，但净利润受商誉减值以及期间费用侵蚀等因素影响仍较大。公司在国内外布局多个生产基地，整体产能布局偏大，未来需关注订单拓展对东莞新园区投产后新增折旧费用的覆盖情况

公司主要产品包括声学产品、电源及数据传输产品、以及相关产品的精密零组件，聚焦消费电子领域的同时，公司持续拓宽声学及传输技术应用边界，增加在虚拟现实、无线充电、汽车、医疗、安防、辅听助听等各类领域的应用。

2023年以来公司主营业务维持相对稳健，当期营业收入7.54亿元，同比小幅增长4.05%，声学产品由于市场竞争激烈，毛利率表现一般，数据传输产品毛利率相对较高，叠加收入增加，数据传输产品对公司利润的贡献度提升。受益消费电子终端回暖趋势以及上年同期的低基数影响，2024年1-3月，公司营业收入实现1.62亿元，同比增长34.19%，由于固定成本分摊下降等，销售毛利率提升。

表2公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024年1-3月 金额	2024年1-3月 占比	2024年1-3月 毛利率	2023年 金额	2023年 占比	2023年 毛利率	2022年 金额	2022年 占比	2022年 毛利率
声学产品及精密零组件	11,431.71	70.59%	16.63%	51,463.27	68.23%	15.11%	50,397.48	69.53%	15.80%
电源、数据传输产品及精密零组件	4,615.93	28.50%	21.71%	22,413.84	29.72%	22.08%	19,716.70	27.20%	21.93%
其他业务收入	146.97	0.91%	45.83%	1,544.76	2.05%	61.74%	2,373.87	3.27%	20.75%
合计	16,194.62	100.00%	18.34%	75,421.86	100.00%	18.14%	72,488.04	100.00%	17.63%

资料来源：2023年年报及公司提供，中证鹏元整理

公司积累了较为丰富的客户资源，客户集中度一般且合作关系保持稳定，在声学产品制造领域维持一定的市场份额，2023年以来销量保持增长，营业收入及毛利率同比均有所提升

公司产品主要为声学产品和数据线产品两大类，2023年产品销售仍为直销模式，销售结算周期未发生重大变化，仍主要根据客户的资产规模、信用度以及合作关系、结算习惯等要素给予不同账期，一般账期为月结30 -120天。

受益订单增加，2023年以来声学及数据线产品产销量同比均出现一定增长，毛利率维持相对稳定。收入占比看，声学产品仍为公司营业收入的重要来源，但数据线产品收入增幅较快，2023年收入占比提升至30%，且该产品毛利率表现较好，毛利占比提升至36%。

表3公司产品产销量情况（单位：万条、万米、万个）

产品	2023年	2022年	同比
销售量	20,927.78	18,568.83	12.70%
生产量	20,895.85	18,077.89	15.59%

资料来源：2023年年报

外销业务毛利率表现较好，但需注意汇率波动风险。从销售区域来看，2023年公司内销收入规模同比继续有所下降，主要系国内消费疲软且竞争激烈下产品售价不高等所致，当期内销毛利率为14.19%，同比下降1.42个百分点；公司外销业务表现较好，收入保持增长，毛利率进一步提升至21.69%。但外销业务结算以美元为主，虽然2023年公司实现汇兑收益431.08万元，但美元兑人民币汇率波动频繁，未来仍需关注外销业务可能受美元贬值影响下对盈利带来的负面影响，以及国际贸易环境变化对公司海外业务经营可能带来的不利影响。

表4公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2023年 金额	2023年 占比	2022年 金额	2022年 占比
内销	35,709.60	47.35%	36,673.78	50.59%
外销	39,712.26	52.65%	35,814.27	49.41%
合计	75,421.86	100.00%	72,488.04	100.00%

资料来源：2022-2023年年报，中证鹏元整理

公司客户集中度一般，与主要客户合作关系保持稳定。公司通过与下游终端品牌厂商的长期配套研发，凭借多年的经营积累，在电声产品及通讯线材领域积累了较为丰富的客户资源，截至2023年末已进入苹果、小米、GN、传音、Beats、Jlab、安克、联想、vivo、索尼、哈曼等客户供应链，其中Jlab、安克、传音等客户在2023年继续贡献较大订单，公司与其合作关系保持稳定。2023年公司前五大客户销售占比为43.50%，客户集中度一般。值得注意的是，当前声学产品制造商在研发实力、生产规模、精密制造水平、品控管理等多方面面临激烈竞争，未来若公司无法满足客户的需求而未能持续获得重要客户认可，或若无法有效开拓新客户或新项目，公司经营仍将面临较大的业绩压力。

表5公司2023年前五大客户销售情况（单位：万元）

前五大客户	销售金额	占比
客户一	10,344.90	13.72%
客户二	7,515.50	9.96%
深圳传音控股股份有限公司	5,926.76	7.86%
客户四	5,104.55	6.77%
客户五	3,916.17	5.19%
合计	32,807.89	43.50%

资料来源：公司2023年年度报告

公司当前产能布局较充足，预计短期资本开支较小，关注新园区投产后产能消化情况。此外，本期债券募投项目建设期再次延长，需关注该项目推进进度及未来预期收益实现情况

公司生产的产品定制化程度高，产能调节较为灵活。公司耳机微细通讯线材及数据线产品类型繁多、规格不同，线材内部结构和具体生产工艺操作上的不同会导致产能弹性较大，同时耳机半成品、成品生产多采用流水线模式，生产员工人数的变化会直接影响理论产能，因此公司生产不存在标准产能和利用率水平。2023年公司订单增加，相应生产人员也有所增加，产量提升15.59%，因"以销定产"模式，产销率仍保持较高水平。

为降低人工成本、平衡生产效率等，公司生产基地覆盖高低薪区（即人工成本高低的区域），包括湖北咸宁、广东东莞、惠州、广西钦州、越南、印度共六个生产基地，其中印度、越南两个基地的生产运营主要服务区域包括台湾、越南、印度以及美洲等地区。

2023年公司购建固定资产等支付现金1.17亿元，资本开支规模基本与上年持平，资金主要投入位于东莞的瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目以及武汉总部基地项目，本期债券募投项目新增投入仍较小，公司已公告预计投产时间再次延期至2025年12月31日。

东莞新园区计划总投资包括一期和二期，截至2024年4月（年报出具日），一期项目主体结构已封顶，公司正在推进装修及验收工作；考虑整体产能布局偏大，二期短期暂未启动，后续将根据行业及市场环境、资金安排等情况适时推进。

此外，公司于2024年4月26日发布《瀛通通讯股份有限公司关于拟出售全资子公司股权的公告》，公司拟向东莞市恒越实业有限公司（以下简称"恒越实业"）转让子公司东莞市瀛通电线有限公司（以下简称"东莞瀛通"）100%股权，交易价格为1.068亿元。东莞瀛通转让后，其名下的厂房将一并转出，公司在东莞的老厂区产能将全部由东莞新园区承接。此次股权转让有利于公司回流现金并优化产能，但新园区投产后将新增较多固定资产折旧，未来需持续关注订单拓展对新增折旧费用的覆盖情况。

表6截至2024年3月末公司主要在建产能情况（单位：万元）

项目	计划投资	已投资	规划新建产能	资金来源
瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目（位于东莞）	51,000.00	27,313.93	投产后年生产耳机722.5万套，数据线1,550万条	银行贷款、自有资金
智能无线电声产品生产基地新建项目（位于湖北咸宁）	24,045.00	2,341.16	年产840万件电声产品	本期债券募投资金、剩余自筹
武汉总部基地项目	6,400.00	4,945.45	--	自筹
印度生产基地	5,177.00	2,267.22	--	自筹
合计	86,622.00	36,867.77	--	--

备注：瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目计划总投资5.1亿元系包括一期、二期，其中一期基本完工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司营业成本以材料采购为主，生产所需原材料种类多、市场供应充分，供应商较为分散；由于生产线对人工的依赖度较高，人工成本上升对公司带来一定的成本控制压力

2023年人工成本上升较快。公司营业成本主要由直接材料、直接人工、制造费用等构成，其中直接材料占比最高。公司产品的主要原材料有PCBA、电池、喇叭、Type-C插头及连接器、胶料、充电盒、塑胶件（包括外罩、耳塞外壳、基板、套管等）、无氧铜材、彩盒、芳纶丝等，生产所需多数原材料主要由公司自行采购，部分终端品牌客户会指定公司某型产品的原材料供应商。2023年数据线收入占比进一步提升，产品结构变化导致直接材料及委外加工费下滑，但生产人员增加且人工成本上涨导致直接人工费用同比增长17.96%，增幅较大，对公司成本控制带来一定压力。

表7公司成本构成情况（单位：万元）

项目	2023年 金额	2023年 占营业成本比重	2022年 金额	2022年 占营业成本比重
直接材料	38,937.58	63.07%	39,371.91	65.94%
直接人工	11,345.02	18.37%	9,617.81	16.11%
制造费用	8,703.53	14.10%	7,518.35	12.59%
委外加工费	2,753.64	4.46%	3,202.61	5.36%

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

公司对单一原材料采购的占比均不高，且供应商较为分散。公司生产用原材料、零部件产业规模较大、市场供应充分，公司生产所用原材料的供应商较多，2023年前五大供应商采购占比为35.25%，对原材料供应商依赖程度不高。

2023年以来公司在电声元器件的研发方面持续保持一定规模的投入，在声学产品、通讯线材领域仍具备一定的技术实力

公司通过与下游终端品牌厂商的长期配套研发，目前已掌握了产品相关的全套设计、工艺制作、检测测试、精密制造等核心技术，具有独立开发新款产品的能力。2023年公司继续保持一定规模的研发投入，研发费用占收入的比重维持在行业平均水平。当期公司新增防胶水倒流的气压保护装置、扁平硅胶线剥除系统、数据线的自动测试设备等专利，并通过受让深圳市领昕技术有限公司新增多声道音频系统、新型不入耳式耳机、多咪头的一体化麦克风音箱、内置麦克风的音响结构、麦克风一体化音箱、麦克风音箱一体化音响、不入耳耳机共计七项专利。子公司东莞市开来电子有限公司（以下简称"东莞开来"）投资专注于无线充电技术解决方案的深圳瀛芯公司，是公司在无线能量传输领域的重要布局。

2023年公司重点推进各类声学技术的研发与应用，其中骨声纹降噪系统已在产品中批量出货，开放式音频TWS耳机已量产出货，研制出全景声空间耳机，搭建的耳机和线材仿真能力为智能耳机高端音频奠定了基础。公司位于东莞园区的实验室获得中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认证，建立的消音室底噪低至7.9db，配备了声学、电子测试系统B&K和APX555等设备，测试技术方法逐步完善。

表8近年公司研发投入情况

项目	2023年	2022年
研发投入（万元）	4,412.92	4,989.34
占营业收入比重	5.85%	6.88%
技术/研发人员（人）	206	222
总员工人数（人）	2,017	1,934
研发人员数量占比	10.21%	11.48%

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

六、财务分析

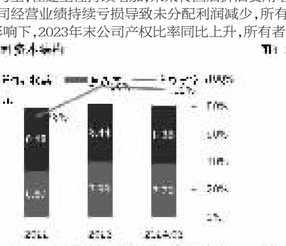
财务分析基础说明

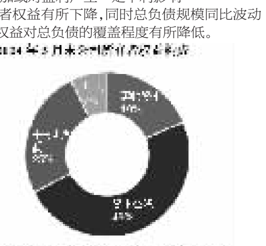
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2021-2023年审计报告及未经审计2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围内分别新增及减少1家子公司，合并范围变动对公司经营及业绩未产生重大影响。

资本实力与资产质量

2023年以来公司资产规模变动不大，持续亏损导致净资产有所减少。期末资产仍以现金类资产和生产用厂房等为主，在建工程持续增加，未来转固后折旧费用增加或对盈利产生一定不利影响

近年公司经营业绩持续亏损导致未分配利润减少，所有者权益有所下降，同时总负债规模同比波动增长，综合影响下，2023年末公司产权比率同比上升，所有者权益对总负债的覆盖程度有所降低。





公司现金类资产主要由货币资金和交易性金融资产构成，2023年末受限货币资金994.02万元系因项目专用款及保证金而受限，交易性金融资产主要为银行理财产品。2023年末应收账款余额中账龄超一年的占比7.41%，未来可能面临一定的回款风险。公司存货主要由原材料及库存材料构成，2023年计提存货跌价准备0.21亿元，期末转销0.22亿元，当期存货跌价损失同比大幅增加84.48%，主要受子公司惠州联韵声学科技有限公司（以下简称"联韵声学"）计提了较大规模的存货跌价损失影响，考虑到产品定制化程度高，未来若客户仍出现未及时提货等情况，公司仍可能面临一定的存货减值风险。公司固定资产主要为厂房及生产用设备，在建工程主要由瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目、武汉总部基地等构成，随着上述项目建设投入推进，在建工程规模持续增长，截至2024年3月末在建工程账面价值达3.05亿元，其中瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目接近完工。公司无形资产仍由土地使用权以及专利权等构成，同比变动不大。

其他资产方面，公司账上商誉系2018年12月完成收购联韵声学形成0.72亿元商誉，联韵声学主要生产耳机产品，2019-2021年期间联韵声学完成收购时业绩承诺未出现商誉减值情况；2022年以来联韵声学因业绩未达预期，分别于2022年、2023年计提商誉减值损失0.53亿元、0.19亿元，截至2023年末公司账面已无商誉，商誉减值风险已释放完。

整体上，公司资产主要为现金类资产及固定资产及在建工程等构成，期末受限资产合计账面价值1.37亿元，其中固定资产及无形资产分别受限0.71亿元、0.56亿元，均因抵押借款而受限。

表9公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月 金额	2024年3月 占比	2023年 金额	2023年 占比	2022年 金额	2022年 占比
货币资金	0.96	5.97%	1.50	9.11%	1.47	9.25%
交易性金融资产	2.82	17.54%	2.62	15.94%	2.63	16.61%
应收账款	1.47	9.16%	1.93	11.73%	1.58	9.99%
存货	1.02	6.35%	0.85	5.19%	1.04	6.58%
流动资产合计	6.58	40.97%	7.13	43.40%	6.93	43.71%
固定资产	4.27	26.58%	4.35	26.46%	4.37	27.58%
在建工程	3.05	18.97%	2.76	16.81%	1.83	11.56%
无形资产	1.46	9.11%	1.48	9.00%	1.54	9.74%
非流动资产合计	9.48	59.03%	9.30	56.60%	8.92	56.29%
资产总计	16.06	100.00%	16.43	100.00%	15.85	100.00%

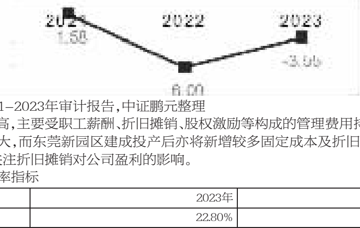
资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年以来订单增加带动收入增长，同时受益产品结构变化、产量提升后固定成本分摊下降等，毛利率亦有所提升，但较高的期间费用以及商誉减值等对利润侵蚀较多，净利润仍未扭亏，未来盈利受人工成本、折旧摊销等刚性支出影响仍存在不确定性

2023年公司订单增加，产品产销量维持一定增长，当期营业收入7.54亿元，同比小幅增长4.05%；受益消费电子终端回暖趋势以及上年同期的低基数影响，2024年1-3月营业收入实现1.62亿元，同比增长34.19%。同时由于毛利率表现较好的数据线产品贡献收入占比提升以及产量提升导致的单位固定成本分摊下降等，2023年以来销售毛利率有所提升，但仍处于行业一般水平。在毛利率提升以及商誉减值损失减小带动下，2023年主要盈利指标EBITDA利润率出现提升；但由于持续处于经营亏损，总资产回报率表现仍不佳。

图5公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

公司期间费用率较高，主要受职工薪酬、折旧摊销、股权激励等构成的管理费用持续较高水平。考虑到公司整体产能布局偏大，而东莞新园区建成投产后亦将新增较多固定成本及折旧摊销费用，未来订单开拓较为关键，需持续关注折旧摊销对公司盈利的影响。

表10公司期间费用率指标

项目	2023年	2022年
期间费用率	22.80%	24.24%
管理费用率	11.88%	12.99%
销售费用率	3.58%	3.33%
研发费用率	5.85%	6.88%

资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营性现金表现一般，2023年以来总债务小幅提升，债务以长期债务为主，短期流动性表现较好，但需关注本期债券在2024年7月2日之后可能面临债券持有人提前回售所带来的资金压力

公司总债务小幅增长，债务以长期为主，短期债务压力可控。公司经营性负债为应付账款，包括应付的材料款、工程和设备款，整体呈波动增加。债务方面，短期借款为流动资金贷，规模较小且较为稳定；长期借款为抵押贷款，采用十年分期还款方式，2023年以来新增长期借款资金主要用于瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目建设；应付债券系本期债券。从债务期限来看，公司总债务以长期债务为主，主要为本期债券和银行长期借款，短期债务压力可控。但我们关注到，根据本期债券相关条款，截至本评级报告出具日本期债券转股价为21.20元/股，公司股票价格持续低于本期债券转股价，亦低于本期债券回售触发价格14.84元/股；2024年7月2日本期债券将进入有条件回售期，若届时公司股票价格变动触发有条件回售，本期债券持有人将有可能提前行使回售权，从而使得公司资金压力加大。

表11公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月 金额	2024年3月 占比	2023年 金额	2023年 占比	2022年 金额	2022年 占比
短期借款	0.30	3.90%	0.30	3.75%	0.30	4.50%
应付账款	1.87	24.35%	2.22	27.81%	1.69	25.33%
一年内到期的非流动负债	0.11	1.46%	0.12	1.46%	0.17	2.60%
流动负债合计	2.64	34.35%	3.03	37.87%	2.55	38.20%
长期借款	1.54	20.01%	1.47	18.43%	0.75	11.31%
应付债券	3.26	42.28%	3.22	40.29%	3.12	46.71%
非流动负债合计	5.06	65.65%	4.97	62.13%	4.12	61.80%
负债合计	7.70	100.00%	7.99	100.00%	6.67	100.00%
总债务	5.24	68.08%	5.15	64.47%	4.46	66.77%
其中：短期债务	0.41	5.35%	0.42	5.21%	0.47	7.10%
长期债务	4.83	62.73%	4.74	59.26%	3.98	59.67%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司收现比持续大于1，经营业务收现能力表现较好，2023年经营活动现金继续为净流入，但规模同比有所下降。因公司营业收入和销售毛利率提升，2023年EBITDA与FFO同比有所改善，EBITDA利息保障倍数提升，总资本对总债务的覆盖程度较高，FFO/净债务表现一般。

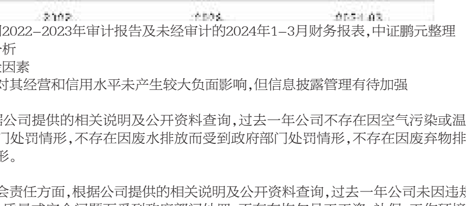
表12公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.09	0.44	0.56
FFO（亿元）	--	0.06	-0.10
资产负债率	47.95%	48.64%	42.10%
净债务/EBITDA	--	2.86	2.06
EBITDA利息保障倍数	--	1.94	1.67
总债务/总资本	38.54%	37.91%	32.68%
FFO/净债务	--	4.53%	-16.71%
经营活动现金流净额/净债务	-5.87%	35.57%	97.57%
自由现金流/净债务	-27.56%	-58.26%	-114.61%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司短期流动性表现较好，因短期债务规模小而账面现金类资产较为充裕，2024年3月末公司现金短期债务比仍维持较高水平，但仍需关注未来可能面临的回售压力。公司为民营上市公司，截至2024年3月末公司有一定规模的银行授信，且受限资产占比较小，整体而言公司仍具备一定的融资弹性。

图6公司流动性比率情况



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG风险因素

公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响，但信息披露管理有待加强

环境因素

环境方面，根据公司提供的相关说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

安全生产及社会责任方面，根据公司提供的相关说明及公开资料查询，过去一年公司未因违规经营、违反政策法规、产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生重大安全事故。

公司治理

目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。公司实际控制人黄晖和左笋娥均为公司创始人，股权结构较为稳定。根据说明，公司于 2023 年 8 月 25 日收到公司控股股东、法定代表人、董事长、总经理黄晖先生家属的通知，其收到了惠州市监察委员会于 2023 年 8 月 24 日签发的《留置通知书》，黄晖先生因涉嫌行贿被实施留置措施。2023 年11月 21日，公司收到惠州市监察委员会出具的《解除留置通知书》，惠州市监察委员会对黄晖先生的留置措施于当日解除。在黄晖先生留置期间，公司董事会选举了公司董事曾子路先生代为履行公司法定代表人、董事长、总经理职责，以及代为履行公司董事会相关委员会成员的职责，同时授权曾子路先生代表公司对外签署相关文件。此外，2024年3月20日，公司因信息披露不及时受到监管关注，深圳证券交易所上市公司管理二部对公司出具了监管函。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（公司本部及联韵声学、东莞开来征信报告查询日分别为2024年5月13日、2024年6月11日、2024年6月11日。），公司本部及子公司联韵声学、东莞开来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。

根据中国执行信息公开网查询信息，截至2024年6月16日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、债券偿还保障分析

公司股东以其持有的限售股份进行质押为本期债券偿付继续提供一定的保障，但因公司股价相对低迷且上述股东未追加担保物，本期债券担保物的担保效力仍较弱

本期债券采用股份质押的担保方式，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。2020年7月20日，出质人黄晖、左笋娥以及萧锦明将其合计持有瀛通通讯2,171.49万股的人民币普通股用于本期债券的担保，股权质押已完成相关手续。截至2024年6月14日，前述质押股票公允价值为1.97亿元（该数值以2024年6月14日公司股票收盘价9.07元/股计算而得。）。质押担保的范围为债务人因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（本期债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用，全体债券持有人为质押权益的受益人。出质人为主债权提供担保的期限：自股份质押合同下的登记之日起至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

根据募集说明书约定，在质权存续期间内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券未偿还本息总额的120%，质权人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本息总额的比率高于150%；追加的资产限于瀛通通讯人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内瀛通通讯收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的瀛通通讯人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个工作日，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券所产生的全部债务的150%。

跟踪期内，公司股价走势相对低迷。截至2024年6月14日，质押股票的市场价值仍低于本期债券未偿还本息总额的120%，且公司股东未增加担保物，本期债券担保物的担保效力仍较弱。

九、结论

公司作为电声及数据传输领域的制造厂商，通过与下游终端品牌客户的长期配套研发及多年经营积累，具备一定的研发实力且积累了较为丰富的客户资源，主要客户合作关系稳定，近两年新导入客户的订单逐步起量，2023年以来收入同比持续增长。盈利方面，由于全球TWS耳机市场进入成熟期，电声产品同质化现象突出，品牌竞争日趋激烈，终端产品价格竞争持续下探挤压中游电声制造商的利润空间，公司面临较大的成本控制压力；叠加折旧摊销、研发投入、商誉减值、存货跌价损失等对利润的侵蚀，2023年以来仍未扭亏，未来公司业绩压力仍较大。另一方面，公司账面现金类资产较为充裕，且债务结构以长期债务为主，现金短期债务比维持在较高水平，但需关注2024年7月2日本期债券即将进入有条件回售期，届时若持有人行使回售权，公司仍可能面临资金压力。整体来看，公司抗风险能力一般。

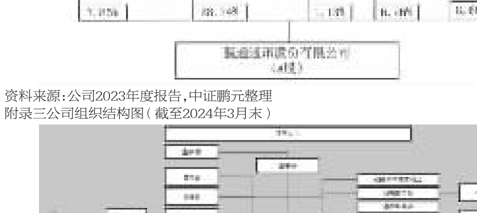
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持"瀛通转债"的信用等级为A+。

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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	0.96	1.50	1.47	1.89
交易性金融资产	2.82	2.62	2.63	2.33
应收账款	1.47	1.93	1.58	2.27
存货	1.02	0.85	1.04	1.37
流动资产合计	6.58	7.13	6.93	8.15
固定资产	4.27	4.35	4.37	4.65
在建工程	3.05	2.76	1.83	0.49
无形资产	1.46	1.48	1.54	1.60
非流动资产合计	9.48	9.30	8.92	8.52
资产总计	16.06	16.43	15.85	16.67
短期借款	0.30	0.30	0.30	0.30
应付账款	1.87	2.22	1.69	1.94
一年内到期的非流动负债	0.11	0.12	0.17	0.19
流动负债合计	2.64	3.03	2.55	2.88
长期借款	1.54	1.47	0.75	0.18
应付债券	3.26	3.22	3.12	3.00
非流动负债合计	5.06	4.97	4.12	3.47
负债合计	7.70	7.99	6.67	6.35
总债务	5.24	5.15	4.46	3.83
其中：短期债务	0.41	0.42	0.47	0.49
所有者权益	8.36	8.44	9.18	10.32
营业收入	1.62	7.54	7.25	10.47
营业利润	-0.06	-0.71	-1.14	-0.43
净利润	-0.08	-0.79	-1.18	-0.36
经营活动产生的现金流量净额	-0.09	0.44	0.56	0.92
投资活动产生的现金流量净额	-0.50	-0.96	-1.45	-2.74
筹资活动产生的现金流量净额	0.10	0.48	0.36	-0.44
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	0.44	0.28	0.50
FFO（亿元）	--	0.06	-0.10	0.05
净债务（亿元）	1.48	1.25	0.57	-0.11
销售毛利率	18.34%	18.14%	17.63%	19.34%
EBITDA利润率	--	5.80%	3.82%	4.78%
总资产回报率	--	-3.55%	-6.09%	-1.58%
资产负债率	47.95%	48.64%	42.10%	38.10%
净债务/EBITDA	--	2.86	2.06	-0.22
EBITDA利息保障倍数	--	1.94	1.67	2.97
总债务/总资本	38.54%	37.91%	32.68%	27.05%
FFO/净债务	--	4.53%	-16.71%	-50.06%
经营活动现金流净额/净债务	-5.87%	35.57%	97.57%	-835.85%
自由现金流/净债务	-27.56%	-58.26%	-114.61%	433.24%
速动比率	2.10	2.07	2.31	2.35
现金短期债务比	9.24	9.90	8.66	8.62
净营业周期（天）	47.25	25.03	58.95	64.57
存货周转天数（天）	138.91	55.28	72.64	75.20
应收账款及应收票据周转天数（天）	163.52	83.92	95.99	85.36
应付账款及应付票据周转天数（天）	255.18	114.07	109.40	95.84
期间费用率	23.31%	22.80%	24.24%	22.55%
管理费用率	12.51%	11.88%	12.99%	9.71%
销售费用率	3.22%	3.58%	3.33%	2.58%
研发费用率	6.54%	5.85%	6.88%	8.59%

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

附录二公司股权结构图（截至2023年末）



资料来源：公司2023年度报告，中证鹏元整理

附录三公司组织结构图（截至2024年3月末）

资料来源：公司提供

附录四2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
湖北瀛通电子有限公司	2,420.64	100%	电声产品及数据线产品制造
东莞市瀛通电线有限公司	1,000.00	100%	电声产品及数据线产品制造
东莞市开来电子有限公司	16,118.00	100%	电声产品及数据线产品制造
湖北瀛新精密电子有限公司	8,000.00	100%	电声产品及数据线产品制造
瀛通（香港）科技有限公司	85.21	100%	贸易
瀛通（越南）电子科技有限公司	1,961.55	100%	电声产品及数据线产品制造
瀛通（印度）电子科技有限公司	5,766.43	100%	电声产品及数据线产品制造
浦北瀛通智能电子有限公司	12,180.00	100%	电声产品及数据线产品制造
惠州联韵声学科技有限公司	7,175.00	100%	电声产品制造
东莞市瀛洲贸易有限公司	3,000.00	100%	贸易
武汉瀛通智能科技有限公司	5,000.00	100%	声学、光学、无线通信产品技术开发等
湖北瀛德智能医疗器械有限公司	1,000.00	100%	医疗器械产品的销售

注：武汉瀛通智能科技有限公司曾用名为武汉瀛通智能音频技术研究院有限公司。
：资料来源：公司2021年年报，中证鹏元整理

资料来源：公司2023年年报，公开信息等，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。