信用等级公告

联合[2018] 3397 号

联合资信评估有限公司通过对中兴新通讯有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，“11 中兴新债/11 中兴新”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年十二月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中兴新通讯有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
11 中兴新债/11 中兴新	10 亿元	2019/10/28	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 12 月 28 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
现金类资产(亿元)	313.58	341.18	338.24	201.45
资产总额(亿元)	1291.73	1448.38	1470.66	1236.02
所有者权益(亿元)	441.29	419.67	464.42	348.25
短期债务(亿元)	287.43	314.44	308.45	234.72
长期债务(亿元)	85.87	74.10	69.50	40.06
全部债务(亿元)	373.30	388.54	377.95	274.78
营业收入(亿元)	1019.29	1028.88	1099.15	398.73
利润总额(亿元)	39.68	-3.99	69.17	-83.14
EBITDA(亿元)	64.94	32.95	108.11	--
经营性净现金流(亿元)	75.43	51.88	72.70	-48.35
营业利润率(%)	30.06	29.91	30.25	29.27
净资产收益率(%)	7.71	-2.51	11.97	--
资产负债率(%)	65.84	71.03	68.42	71.82
全部债务资本化比率(%)	45.83	48.07	44.87	44.10
流动比率(%)	139.84	125.90	125.84	117.61
全部债务/EBITDA(倍)	5.03	11.79	3.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.85	2.85	8.74	--
经营现金流动负债比(%)	10.43	5.63	8.30	--

注：1.现金类资产已剔除受限货币资金；2.2015~2017 年所有者权益中含 93.21 亿元永续中期票据；3.其他应付款中应收账款保理之银行拨款计入短期债务；4.长期应付款中长期应收款保理之银行拨款计入长期债务；5.2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数。

分析师

谭心远　张豪若　杨 恒
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

中兴新通讯有限公司（以下简称“公司”）从事通信设备及相关零部件研发、生产、制造和销售。下属主要经营主体中兴通讯股份有限公司（以下简称“中兴通讯”）为深圳交易所主板和香港联合交易所主板两地上市的通讯设备上市公司，在市场地位、技术研发实力等方面保持很强竞争优势。2017 年，受益于国内外 4G 系统设备需求的持续增长，公司销售规模持续增长，整体盈利能力保持稳定。2018 年以来，受美国出口管制处罚影响，中兴通讯主要经营活动发展受到较大影响，导致公司上半年业绩亏损。中兴通讯董事会成员及管理层人员发生变更，新的管理团队尚待磨合，管理水平有待进一步观察。目前，随着美国出口拒绝令的解除，中兴通讯生产经营已逐渐恢复。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司利润总额对非经营性损益依赖较大，资产减值损失对公司利润形成侵蚀等因素可能对公司信用基本面造成不利影响。

未来，随着中国国内 4G 网络建设的进一步推进，以及 5G 网络建设的逐渐发展，行业景气度有望持续向好，进而对公司信用基本面形成良好支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“11 中兴新债/11 中兴新”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 随着中国国内电信运营商 4G 网络建设持续推进，未来 5G 技术的发展，公司所处的通信设备制造行业有望获得较好的市场前景。
2. 核心子公司中兴通讯作为深圳交易所主板和香港联合交易所主板两地上市的通讯设备上市公司，行业地位稳固，技术实力雄厚。

3. 跟踪期内，受益于国内外 4G 系统设备需求的持续增长，公司收入规模持续扩张，主业盈利能力保持较好水平。
4. 2017 年，公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对“11 中兴新债/11 中兴新”的保障能力强。

关注

1. 2018 年 6 月 8 日（美国时间），公司子公司中兴通讯及其全资子公司深圳市中兴康讯电子有限公司与美国商务部工业安全局达成协议，中兴通讯支付 14 亿美元民事罚款，并移出出口管制实体名单。目前 10 亿美元已完成支付，另外 4 亿美元暂缓执行。中兴通讯的全部董事会成员根据协议已经全部更换。该罚款事项形成的大额营业外支出导致中兴通讯 2018 年前三季度业绩大幅亏损。
2. 公司期间费用控制能力有待加强，以应收账款坏账为主的资产减值损失对利润形成侵蚀，利润总额对非经营性损益依赖较大。
3. 跟踪期内，子公司中兴通讯董事会及管理层发生改组，新的管理团队尚待磨合，管理水平有待进一步观察。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中兴新通讯有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中兴新通讯有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中兴新通讯有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中兴新通讯有限公司（以下简称“公司”或“中兴新通讯”）成立于 1993 年 4 月 29 日，截至 2018 年 6 月底，公司注册资本为人民币 1 亿元，深圳市中兴维先通设备有限公司、西安微电子技术研究所、深圳航天广宇工业有限公司和珠海国兴睿科资本管理中心（有限合伙）分别持有公司 49%、34%、14.50%和 2.50%的股份，公司无实际控制人。其中，深圳市中兴维先通设备有限公司为民营企业，成立于 1992 年 10 月 23 日，法定代表人侯为贵，注册资本 1000 万元人民币，经营范围为开发、生产通讯传输、配套设备、计算机及周边设备（不含限制项目）；投资兴办实业（具体项目另行申报）。西安微电子技术研究所隶属中国航天电子技术研究院（是中国航天科技集团公司直属的航天电子技术专业研究院），属于国有大型科研事业单位，是国内唯一集半导体集成电路、混合集成电路、计算机研发生产于一体并相互配套的专业化研究所；深圳航天广宇工业有限公司隶属于航天科工深圳（集团）有限公司，属于国有独资企业。公司是深圳、香港两地上市的中兴通讯股份有限公司（以下简称“中兴通讯”）的相对控股股东，持股比例为 30.34%。截至 2018 年 9 月底，公司对中兴通讯股权无质押。

公司的经营范围包括：机柜机箱的设计和生产；机器视觉系统集成研发，机器人视觉系统集成研发，光学仪器、工业相机及器材、高端机械装备设计和生产，计算机系统集成，计算机视觉数据处理系统软硬件技术开发、技术转让、技术服务，技术咨询，技术进出口；自有房屋租赁；投资兴办实业；进出口业务。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 1470.66 亿元，所有者权益为 464.42 亿元（含少数股东权益 267.75 亿元）；2017 年实现营业收入 1099.15 亿元，利润总额 69.17 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总计 1236.02 亿元，所有者权益合计 348.25 亿元（其中包含少数股东权益 198.01 亿元）；2018 年 1～6 月，公司实现营业收入 398.73 亿元，利润总额-83.14 亿元。

公司注册地址：深圳市罗湖区莲塘鹏基工业区 710 栋 6 层；法定代表人：韦在胜。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2011 年 10 月发行“11 中兴新债/11 中兴新”，发行额度为 10 亿元，发行期限为 8 年，附第 5 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，前 5 年票面利率 6.50%；在第 5 年末，如果公司选择不上调票面利率，则本期债券在后 3 年的利率维持 6.50%不变，如果公司选择上调票面利率，则本期债券在后 3 年的利率为 6.50%加上上调点数。根据公司于 2016 年 9 月 22 日发布的相关公告，公司决定不上调票面利率。根据中央国债登记结算有限责任公司于 2016 年 10 月 31 日发布的《“11 中兴新债”（1180151）含权债券履行结果公告》，无投资人履行回售权。

截至 2018 年 6 月 30 日，公司已经使用募集资金 10 亿元，其中 8 亿元用于通讯动力系统太阳能逆变器产业化项目、一体化通信机房/方舱系统及配套产品研发生产项目、通讯基站高压直流电源系统研发生产项目和移动通讯

动力电源电池模块产业化项目四个项目，另外2亿元用于补充公司营运资金。存续期内正常付息。

表1 公司存续期内的债券情况

存续债券	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
11中兴新债/11中兴新	10亿元	10亿元	2011/10/28	2019/10/28

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1～6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1～6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1～6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1～6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1～6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比

增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1～6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对中国未来经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%～6.7%。

五、行业分析

公司以通信设备及相关零部件研发、生产、制造为主，隶属于通信设备制造行业。

1. 行业概况

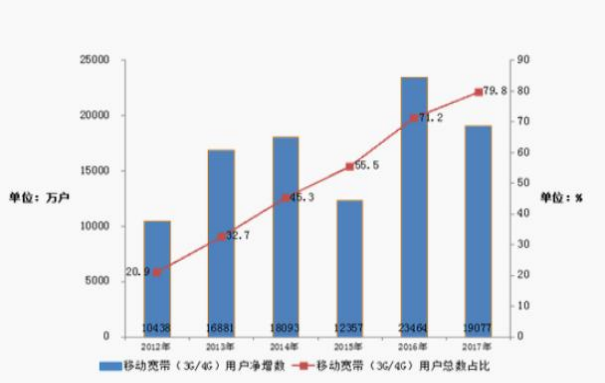
通信是社会的基础设施，是现代社会信息流通的主渠道，也是国家的支柱产业，对经济发展起着重要的作用。根据工信部通信业运营统计公报，2017 年，全国完成电信业务总量达到 27557 亿元（按照 2015 年不变单价计算），比上年增长 76.4%，增幅同比提高 42.5 个百分点。电信业务收入 12620 亿元，比上年增长 6.4%，增速同比提高 1 个百分点。全年固定通信业务收入完成 3549 亿元，比上年增长 8.4%。移动通信业务实现收入 9071 亿元，比上年增长 5.7%，在电信业务收入中占比为 71.9%，较上年回落 0.5 个百分点。总体看，通信行业 2017 年保持稳定发展。用户规模方面，2017 年，全国电话用户净增 8269 万户，总数达到 16.1 亿户，比上年增长 5.4%。其中，移动电话用户净增 9555 万户，总数达 14.2 亿户，移动电话用户普及率达 102.5 部/百人，比上年提高 6.9 部/百人，全国已有 16 省市的移动电话普及率超过 100 部/百人。固定电话用户总数 1.94 亿户，比上年减少 1286 万户，每百人拥有固定电话数下降至 14 部。2018 年 1～7 月，电信业务总量完成 31277 亿元，同比增长 136.70%。电信业务收入完成 7799 亿元，同比增长 3.7%。

4G 移动电话用户扩张带来用户结构不断优化，支付、视频广播等各种移动互联网应用普及，带动数据流量呈爆炸式增长。2017 年，移动互联网接入流量消费达 246 亿 GB，比上年增长 162.7%，增速较上年提高 38.7 个百分点。全年月户均移动互联网接入流量达到

1775MB/月/户，是上年的 2.3 倍，12 月当月户均接入流量高达 2752MB/月/户。其中，手机上网流量达到 235 亿 GB，比上年增长 179%，在移动互联网总流量中占 95.6%，成为推动移动互联网流量高速增长的主要因素。

截至 2017 年底，三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达 3.49 亿户，全年净增 5133 万户。其中，50Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户总数达 2.44 亿户，占总用户数的 70%，占比较上年提高 27.4 个百分点；100Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户总数达 1.35 亿户，占总用户数的 38.9%，占比较上年提高 22.4 个百分点。截至 2017 年底，移动宽带用户（即 3G 和 4G 用户）总数达 11.3 亿户，全年净增 1.91 亿户，占移动电话用户的 79.8%。4G 用户总数达到 9.97 亿户，全年净增 2.27 亿户。截至 2018 年 7 月底，三家基础电信企业的移动电话用户总数达 15.2 亿户，同比增长 11.1%，1～7 月净增 1.07 亿户。其中，移动宽带用户（即 3G 和 4G 用户）总数达 12.7 亿户，占移动电话用户的 83.4%；4G 用户总数达到 11.3 亿户，占移动电话用户的 73.9%，较上年末提高 3.6 个百分点。

图 2　2012～2017 年移动宽带用户发展情况

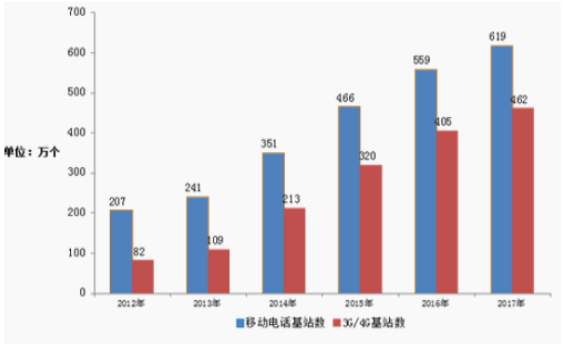


资料来源：工信部

通信业是一个全球性竞争行业，竞争领域涵盖了交换机、基站生产、光纤、光传输器件、手机等各设备制造领域。华为、爱立信、思科、阿尔卡特朗讯、诺基亚西门子、中兴通讯等大型设备制造商依靠资金、技术、品牌优势在无线通信、光通信和数据通信系统的高端产品市场上占据较高地位；华为、中兴作为中国两大通信设备制造商以无线通信设备为主要突破点，逐步提高系统集成与服务水平，加大对海外市场的扩张，市场竞争力快速增强，已步入全球前十大制造商。以中国普天、武汉邮科院、大唐集团为代表的国有控股通信设备制造商则凭借丰富的行业经验、细分市场的竞争优势实现了经营规模和市场影响力的较大发展。相反，一大批规模较小和技术薄弱的企业则面临被淘汰的局面。从通信系统子行业看，通信设备业的发展重心正在从局端为核心向终端为主的方向转移，研发流程创新、快速研发周期、低成本研发将构成通信设备企业核心竞争力的关键所在，中兴、华为等行业领军企业正是迎合了市场趋势，以快速交付力、定制化研发、良好服务质量获得全球认同。

2017 年，全国净增移动通信基站 59.3 万个，总数达 619 万个，是 2012 年的 3 倍。其中 4G 基站净增 65.2 万个，总数达到 328 万个，移动网络覆盖范围和服务能力继续提升。2018 年 1～6 月，国内累计移动通信基站达 624 万个，其中 3G/4G 基站总数达到 467 万个，占 74.90%。

图 3　2012～2017 年移动电话基站发展情况



资料来源：工信部

随着互联网、移动互联网业务应用的蓬勃发展，促进了数据中心和云计算等业务的快速兴起，作为通信基础网络的主要载体，国内光纤光缆产业也迎来了较快的发展。同时，“宽带中国”战略的出台、LTE 牌照的发放也

使光纤光缆行业直接受益。2017 年新建光缆线路长度 705 万公里，全国光缆线路总长度达 3747 万公里，比上年增长 23.2%。“光进铜退”趋势更加明显，截至 2017 年底，互联网宽带接入端口数量达到 7.79 亿个，比上年净增 0.66 亿个，增长 9.3%。其中，光纤接入（FTTH/0）端口比上年净增 1.2 亿个，达到 6.57 亿个，占互联网接入端口的比重由上年的 75.5%提升至 84.4%。xDSL 端口比上年减少 1639 万个，总数降至 2248 万个，占互联网接入端口的比重由上年的 5.5%下降至 2.9%。2018 年 1～6 月，全国新建光缆线路 276 万公里，光缆线路总长度达到 4024 万公里，同比增长 18.1%，保持较快增长态势。接入网光缆、本地网中继光缆和长途光缆线路所占比重分别为 65.4%、32%和 2.6%。

总体看，2017 全国通信行业运行平稳，电信业务总量大幅提高，电信收入增长有所加快，网络提速效果显著；高速率宽带用户占比大幅提升；移动数据流量消费等新兴业务继续大幅攀升。

2. 行业政策

2017 年 1 月 17 日，工信部印发了《信息通信行业发展规划（2016－2020 年）》（以下简称“《规划》”）。《规划》明确了“十三五”时期信息通信业发展主要指标：到 2020 年，信息通信业收入达 3.5 万亿元，年均增速 15.5%；信息通信基础设施累计投资 2 万亿元；ICT 发展指数全球排名上升至 72；移动宽带用户普及率达 85%，固定宽带家庭普及率达 70%；月户均移动互联网流量达到 3100M，年均增速 51.5%；行政村光纤通达率 98%。《规划》还一并印发了《物联网分册》，以促进物联网规模化应用为主线，提出了未来五年中国物联网发展的方向、重点和路径，到 2020 年，包含感知制造、网络传输、智能信息服务在内的总体产业规模突破 1.5 万亿元；公众网络 M2M 连接数突破 17 亿；研究制定 200 项以上国家和行业标准；打造 10 个特色产业集聚区，培育和发展 200 家左右产值超过 10 亿元的骨干企业。

2018 年 5 月，国资委联合发表《深入推进网络提速降费加快培育经济发展新动能 2018 专项行动的实施意见》，要求加快推进 5G 产业技术发展即推进标准化、研发、应用、产业链成熟和安全配套保障，组织实施“新一代宽带无线移动通信网”重大专项，完成第三阶段技术研发试验，推动形成全球统一 5G 标准。组织 5G 应用征集大赛，促进 5G 和垂直行业融合发展，为 5G 规模组网和应用做好准备。移动互联网带来的流量红利到了尾声，市场需要新的突破口，5G 的到来将成为行业和中国经济新的发展机遇。

3. 行业发展

未来，随着 5G 试点的展开，通信设备产业链内企业有望迎来新的增长空间。2014 年起，中兴通讯、爱立信等主流通信厂商已开始进行 5G 技术的研发。5G 的传输速度在试验条件下目前已突破每秒 25G，是 4G 网络传输速度的 250 倍左右，正式商用的传输速度预计也会在每秒 1G 左右。5G 提供数据、连接和基于场景的服务，将带来一个连接场景、万物互联的时代。随着 5G 网络的商用，更快的网络传输速度将推动移动互联网、物联网、车联网、工业互联网等聚合性应用，为政府、企业、金融机构、服务行业带来新的业务的管理模式，也将有助于加快传统产业的转型升级。根据国家电信联盟（ITU）会议提出的 IMT-2020 计划，5G 标准将于 2020 年制定完成。目前，欧美日韩及中国电信企业和运营商企业均已展开 5G 前期研究和试验工作；中兴通讯推出了 Pre5G 计划，华为、大唐电信等也先后发布了 4.5G 方案，欧盟内部已成立了一项高达 7 亿欧元的支持计划，支持科研机构和电信运营商联手推动 5G 技术研发。目前，由工信部组织的第三阶段 5G 测试验证已经启动。

总体看，随着 5G 网络试点的开展，为中国通信产业链相关企业提供了良好的发展空间，中国通信设备行业有望获得良好的市场机遇。

六、基础素质分析

截至 2018 年 9 月底，公司注册资本 1 亿元，其中深圳市中兴维先通设备有限公司、西安微电子技术研究所、深圳航天广宇工业有限公司和珠海国兴睿科资本管理中心（有限合伙）分别持有公司 49%、34%、14.50%和 2.50%的股份。公司无实际控制人。

公司是国务院确定的 520 家全国重点企业之一，属于国家高新技术企业。截至 2017 年底，公司直接控股的一级子公司有 12 家。

中兴通讯是公司最核心的资产，是公司最主要的收入和利润来源。中兴通讯是全球领先的综合通信信息解决方案提供商，为全球 160 多个国家和地区的客户，提供创新的技术与产品解决方案。2017 年，中兴通讯研发费用为 129.62 亿元，占营业收入的 11.91%，保持增长态势。持续性的产品和技术研发投入提升了中兴通讯无线接入、承载网、核心网、PON、业务及软件、政企网、终端等产品的竞争力。截至 2018 年 6 月底，中兴通讯专利资产累计超过 7.2 万件，其中授权专利累计超过 3.3 万件，持续在 5G/4G、智能终端、光通信、云计算、大数据等重点产品和技术领域构建技术和专利优势，不断加强专利风险防御能力。5G 技术研发方面，2017 年 9 月，中兴通讯完成中国 5G 技术研发试验第二阶段所有条目测试，包括连续广域覆盖、热点高容量（低频和高频）、低时延高可靠、低功耗大连接等七大场景测试；业内首家推出 Massive MIMO 商用产品，开启了 5G 技术 4G 化先河，Pre-5G 持续规模商用，在全球 60 余个国家部署了超过 110 个 Pre-5G 网络；产业推进上，始终坚持在 3GPP 主导下制定 5G 全球统一标准；2017 年初，中兴通讯正式加入 5G 汽车联盟（5G Automotive Association），加强 5G 垂直行业合作，拓展 5G 行业应用，打造开放、共赢的 5G 生态圈；与高通、中国移动携手开展基于 5G NR 规范的互操作性测试和 OTA（Over-the-Air Technology，空中传输技术）外场试验，进一步确立 5G 领导者地位。

税收优惠上，中兴通讯是国家级高新技术企业，2017 年的企业所得税税率为 15%；公司下属子公司深圳市中兴新地技术股份有限公司、深圳市中兴昆腾有限公司、深圳市中兴创新材料技术有限公司均享受高新技术企业的相关优惠政策，按 15%的税率计算企业所得税。

总体上，公司下属核心企业知名度高，研发投入大，技术优势明显，享有税收优惠政策。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员换届，现任高管 12 人。韦在胜先生任公司董事长，翟卫东先生任公司总经理，李静女士任公司副总经理兼财务总监。

公司董事长韦在胜先生，1962 年生。2004 年获得北京大学工商管理硕士学位。韦先生于 1988 年加入深圳市中兴半导体有限公司，1993 年至 1997 年曾任公司财务总监、总经理助理等职，1997 年至 2008 年期间曾任中兴通讯高级副总裁，2008 年至 2017 年 9 月任中兴通讯执行副总裁兼财务总监，2017 年 10 月至今任公司法定代表人、董事长。2008 年 11 月被财政部聘为中国会计信息化委员会委员、XBRL 中国地区组织指导委员会委员。现兼任深圳市中兴维先通设备有限公司董事。

公司总经理翟卫东先生，1967 年生。1996 年毕业于上海交通大学，硕士研究生学历，高级工程师职称。1996 年加入公司，1997 年加入中兴通讯，历任南京研究所视讯开发二室主任、深圳研发中心监控开发部部长、本部事业部监控产品总经理等职务；2005 年至 2014 年

任深圳中兴力维技术有限公司执行董事，总经理；2015 年 1 月至 8 月任中兴通讯高级副总裁助理；2015 年 9 月至今任本公司董事、总经理。

公司副总经理兼财务总监李静女士，1972 年生，中国国籍，有境外永久居留权（持有美国绿卡），中国注册会计师。1993 年毕业于长沙理工大学会计学专业，本科学历；2008 年毕业于香港城市大学国际会计专业，硕士荣誉学位。在中兴通讯有超过 19 年的财务管理和行政领导经验，其中，2004 年 5 月至 2006 年 5 月任中兴香港公司财务总监；2006 年 6 月至 2010 年 2 月任中兴通讯海外财务部副部长；2010 年 3 月至 2017 年 2 月任中兴通讯美国公司财务总监；2017 年 3 月至 2018 年 2 月，任中兴通讯全球营销财务总监；2018 年 3 月至今任公司副总经理兼财务总监。

跟踪期内，除上述高管人员变动外，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

（1）子公司中兴通讯拟非公开发行股票

2018 年 3 月 28 日，中兴通讯 2018 年第一次临时股东大会审议通过了《关于公司非公开发行 A 股股票方案的议案》（以下简称“《议案》”）。根据《议案》，中兴通讯计划非公开发行 A 股股票的数量不超过 686836019 股（含本数），募集资金总额不超过人民币 130 亿元（含人民币 130 亿元），扣除发行费用后的募集资金净额将用于面向 5G 网络演进的技术研究和产品开发项目（91.00 亿元）以及补充流动资金（39.00 亿元）。其中面向 5G 网络演进的技术研究和产品开发项目计划总投资 428.78 亿元，实施期为三年。该项目的建设内容包括蜂窝移动通讯网络技术研究和产品开发、核心网技术研究和产品开发、传输与承载网技术研究和产品开发、固网宽带技术研究和产品开发、大数据与网络智能技术研究和产品开发等。项目的实施有利于提升中兴通讯运营商网络业务的产品竞争力和全球市场地位，有助于中兴通讯在 5G 网络演进的过程中保持高强度研发，提升主流市场、主流产品的市场占有率。

中兴通讯于 2018 年 4 月 10 日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《中国证监会行政许可申请受理单》（受理序号：180390）。中国证监会对中兴通讯提交的上市公司非公开发行新股核准申请材料进行了审查，认为该申请所有材料齐全，决定对该行政许可申请予以受理。

中兴通讯本次非公开发行 A 股股票事项尚需取得中国证监会的核准。

（2）子公司中兴通讯受美国出口管制处罚

2018 年 4 月 20 日，子公司中兴通讯发布关于重大事项进展公告，根据该公告，美国商务部工业与安全局（以下简称“BIS”）签发了一项命令（以下简称“该命令”），根据该命令，依据和解协议原暂缓执行的为期七年的拒绝令（包括限制及禁止中兴通讯及全资子公司深圳市中兴康讯电子有限公司（以下简称“中兴康讯”）申请、使用任何许可证或许可例外，或购买、出售，或从事任何涉及受美国出口管制条例约束的任何物品、软件、或技术等交易）自 2018 年 4 月 15 日（美国时间）起被激活直至 2025 年 3 月 13 日（美国时间）止。因通信行业供应链全球化，自“该命令”签发日起公司主要经营活动无法进行。

2018 年 6 月，根据公告，中兴通讯和中兴康讯已与 BIS 达成《替代的和解协议》（以下简称“协议”）以替代于 2017 年 3 月与 BIS 达成的和解协议。BIS 于 2018 年 6 月 8 日（美国时间）通过《关于中兴通讯（包括中兴通讯及中兴康讯）的替代命令》（以下简称“2018 年 6 月 8 日命令”）批准协议立即生效。根据协议，中兴通讯将支付合计 14 亿美元民事罚款，包括在 BIS 签发 2018 年 6 月 8 日命令后 60 日内一次性支付 10 亿美元罚款，以及在 BIS 签发

2018 年 6 月 8 日命令后 90 日内支付至托管账户并在十年监察期内暂缓的额外的 4 亿美元罚款[1]。如果上述条件均满足，BIS 将终止其于 2018 年 4 月 15 日（美国时间）激活的拒绝令并将中兴通讯和中兴康讯从《禁止出口人员清单》中移除。该协议还包括其他重要条款，具体详见中兴通讯发布的《关于重大事项进展及复牌的公告》（公告编号：201847）

根据 BIS 于 2018 年 7 月 13 日（美国时间）发布的命令（以下简称“拒绝令解除令”），BIS 已终止 2018 年 4 月 15 日拒绝令并将中兴通讯和中兴康讯从《禁止出口人员清单》中移除。

按照与 BIS 达成的《替代和解协议》，截至目前，中兴通讯完成了相关罚款的支付并改组了董事会、管理层，同时聘任特别合规协调员（Special Compliance Coordinator）。此外，中兴通讯公布了新的《公司章程》、《董事会议事规则》、《董事会出口合规委员会工作细则》等内部管理制度。

截至 2017 年底，中兴通讯资产总额 1439.62 亿元，所有者权益为 453.80 亿元；2017 年实现营业收入 1088.15 亿元，利润总额 67.19 亿元。

截至 2018 年 9 月底，中兴通讯资产总额为 1242.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益 39.44 亿元）343.76 亿元；受主要经营活动因重大事项而无法进行导致的经营损失、预提损失以及支付 10 亿美元罚款的影响，2018 年 1～9 月中兴通讯实现营业总收入 587.66 亿元，同比下降 23.26%，利润总额-75.49 亿元，其中营业外支出 69.65 亿元。

中兴通讯是中兴新通讯控股的上市公司（截至 2018 年 9 月底，中兴新通讯持股比例为 30.34%），是中兴新通讯核心业务的主要经营实体。此次处罚事件对中兴通讯短期内经营业绩造成较大冲击，禁售令期间，因订单量减少导致营业收入规模同比明显下滑；支付罚款使得中兴通讯的货币资金等资产规模较上年底出现大幅下降，资金流动性略有影响；同时，中兴通讯全额计提了受此次处罚事件导致的经营损失、预提损失及计入营业外支出的罚款支出等，致使前三季度呈大幅亏损状况；根据中兴通讯 2018 年业绩预测，预计 2018 年全年归属于上市公司普通股东的净利润为亏损 62.00～72.00 亿元，同比下降 235.72%～257.61%。此外，董事会成员及管理层人员的更换或将影响中兴通讯的管理水平。拒绝令解除后，中兴通讯可正常向美国购买关键零部件，并于 2018 年 7 月 14 日启动了 T0 业务重建计划，目前，中兴通讯的全球业务得以逐渐恢复。中兴通讯在受美国出口管制期间，对于 5G 技术研发持续加大投入，确保 5G 产品和解决方案与全球 5G 商用时间表保持一致，为未来 5G 市场的扩展打下良好基础。联合资信将持续关注中兴通讯高管变更后的公司治理水平及业务恢复进展等情况。

九、经营分析

1．经营概况

2017 年，公司实现营业收入 1099.15 亿元，较上年增长 6.83%。从营业收入构成看，公司收入主要来源于运营商网络、消费者业务和政企业务三大板块，2017 年三类业务收入占营业收入比重分别为 58.03%、33.03%和 8.94%。其中运营商网络收入及消费者业务收入的比重较上年分别提高 2.05 个和 1.27 个百分点，政企业务收入占比减少 1.33 个百分点。2017 年，运营商网络收入 637.82 亿元，同比增长 7.49%；消费者业务收入 363.02 亿元，较去年同期增长 3.42%；政企业务收入 98.31 亿元，较去年同期增长 10.41%。

从毛利率变动情况看，2017 年公司综合毛利率为 31.07%，较上年小幅增长 0.32 个百分点。

2018 年上半年，公司实现营业收入 398.73

注 1：监察期内若中兴通讯及中兴康讯遵守协议约定的监察条件和 2018 年 6 月 8 日命令，监察期届满后 4 亿美元罚款将被赦免支付。

亿元，同比下降 27.10%。

总体看，2017 年，受益于国内外 4G 网络建设的投资规模加大，2017 年公司营业收入实现增长，公司整体毛利率保持在较好水平，盈利能力较强。2018 年以来，因中兴通讯遭受美国出口管制处罚，订单量下滑明显，收入也出现明显下降，公司业绩受外部处罚影响大。

表 2　2015～2017 年公司营业收入及毛利率(单位：亿元、%)

产品分类	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
运营商网络	572.23	37.06%	588.81	39.12%	637.82	40.04%
消费者业务	324.67	17.29%	351.03	14.34%	363.02	15.32%
政企业务	122.38	40.64%	89.04	37.09%	98.31	29.25%
合 计	**1019.28**	**31.03%**	**1028.88**	**30.75%**	**1099.15**	**31.07%**

资料来源：公司提供

2．中兴通讯经营状况

在公司的业务构架中，中兴通讯是公司主要经营实体。在通信设备制造领域，中兴通讯的产品涵盖无线、核心网、接入承载、业务、终端产品等五大产品领域，具备多种通信网综合解决方案提供能力。

2017 年，中兴通讯的营业收入 1088.15 亿元，其中运营商网络和消费者业务分别占 58.62%、32.35%，是最主要的两大业务。中兴通讯 2017 年营业收入较上年增长 7.49%，总体毛利率保持稳定，为 31.07%。从收入变动看，受国际手机产品及国内家庭终端产品营业收入上升影响，中兴通讯消费者业务收入增长 5.24%；政企业务收入 98.31 亿元，同比增长 10.41%，主要受益于政策支持带来的信息化服务和智慧城市业务的增长；运营商网络收入增长 8.32%，主要受益于公司在国内外 4G 系统产品、国内外光接入产品和国内光传输产品营业收入较快增长；从毛利率变动看，运营商网络同比增长 0.92 个百分点；受政企业务竞争加剧且中兴通讯进行结构调整影响，政企业务毛利率同比减少 7.84 个百分点；消费者业务毛利率小幅提升 0.98 个百分点至 15.32%。

2018 年上半年，中兴通讯实现营业收入 394.34 亿元，同比下降 26.99%，主要系中兴通讯受重大事项导致主要经营活动无法进行。具体来看，其中运营商网络和消费者业务收入同比分别下降 27.34%和 35.77%，分别为 235.07 亿元和 114.94 亿元，政企业务收入同比增长 17.74%至 44.33 亿元。同期，中兴通讯毛利率为 30.24%，同比下降 2.28 个百分点。

总体看，2017 年，随着 4G 网络建设及积极布局 5G 网络，中兴通讯主营业务收入增长，毛利率水平基本保持稳定，盈利能力较好。2018 年上半年，受重大事项影响，中兴通讯主要业务遭受经营损失，营业收入同比明显下滑。

表 3　2015～2017 年中兴通讯主营业务收入及毛利率（单位：亿元、%）

产品分类	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
运营商网络	572.23	37.06	588.81	39.12	637.82	40.04	235.07	41.24
消费者业务	324.67	17.29	334.49	14.34	352.02	15.32	114.94	8.38
政企业务	104.97	40.64	89.04	37.09	98.31	29.25	44.33	28.62
合 计	**1001.86**	**31.03**	**1012.33**	**30.75**	**1088.15**	**31.07**	**394.34**	**30.24**

资料来源：公司提供

（1）运营商网络

运营商网络主要为聚焦运营商网络演进需求，提供无线接入、有线接入、承载网络、核心网、电信软件系统与服务等创新技术和产

品解决方案，是中兴通讯收入的主要来源。2017 年，该业务板块实现营业收入 637.82 亿元，较去年同期增长 8.32%；毛利率为 40.04%，较去年同期上升 0.92 个百分点。2018 年上半年，受美国出口管制影响，该业务板块实现营业收入 235.07 亿元，较去年同期下降 27.34%；毛利率为 41.24%，较去年同期减少 0.55 个百分点。自 2018 年第三季度，中兴通讯生产经营逐渐恢复正常，多次中标三大运营商集采项目，积极参与 5G 网络内场、外场测试及国家测试，为中兴通讯在运营商网络业务的企稳回升夯实基础。

从细分产品看，中兴通讯运营商网络主要包括无线产品、有线及光通讯产品和云计算及 IT 产品。受国际运营商设备投资趋于理性，国内运营商 4G 牌照发放而逐步增加设备投资影响，国内 4G 产品及国际有线产品收入上升。

无线产品方面，中兴通讯在国内市场份额名列前茅，海外市场持续发展。跟踪期内，中兴通讯在 5G 频谱技术、5G 核心网技术、5G 承载技术、5G 高低配系列基站、5G 芯片等领域持续创新和实践，技术验证和产品化开发保持全球领先，标准话语权提升，完成了国家 5G 二阶段测试和全球 20 多家主流运营商的测试，与全球主流运营商达成战略合作协议，共同推进 5G 技术和市场应用。中兴通讯与国内三大运营商、德国电信、Telefonica、日本软银、韩国电信等运营商达成合作协议，共同开发 5G 技术和市场应用。截至 2018 年 6 月底，中兴通讯与中国移动在国内 30 个以上的省份进行了 Pre-5G MassiveMIMO 规模部署，并在全球 60 多个国家部署超过 110 张 Pre-5G 网络。

在有线领域，中兴通讯抓住视频流量快速增长、5G 业务快速发展、固网接入光纤化、SDN 虚拟化等机会，实现了收入的大幅增长，在国内市场运营商集采项目中多个产品市场份额领先。中兴通讯发布的 5G 承载方案“5G Flexhaul”及多款 5G 承载预商用设备获得较多认可。

在物联网、芯片、云计算、大数据、AI 等新兴技术领域，中兴通讯也不断加大布局力度。2017 年，中兴通讯支持 Pre-5G 的多模软基带芯片已向国内外高端运营商规模发货，物联网芯片也完成与不同设备商、模组厂家、芯片厂家的互联互通测试。云计算和大数据方面，中兴通讯大视频 PVP 解决方案在印度、南非和加拿大市场实现商用落地，并率先将大视频 VR 直播解决方案应用于社会大型活动。

总体看，在运营商网络业务领域，中兴通讯坚持技术创新，具有较强竞争实力。

（2）消费者业务

消费者业务为聚焦消费者的智能体验，兼顾行业需求，开发、生产和销售智能手机、移动数据终端、家庭信息终端、融合创新终端等产品，以及相关的软件应用与增值服务。2017 年，中兴通讯消费者服务实现营收 352.02 亿元，同比增长 5.24%。2018 年上半年，受美国出口管制影响，该业务板块实现营业收入 114.94 亿元，较去年同期下降 35.77%，其中智能手机销量下降较大；该业务板块毛利率为 8.38%，较去年同期减少 6.84 个百分点。

总体看，2017 年，中兴通讯消费者业务收入稳定增长。2018 年上半年，受重大事项及合并范围减少努比亚技术有限公司（以下简称“努比亚”。具体见财务分析-长期股权投资项）影响，收入同比明显下滑。

（3）政企业务

政企业务为聚焦政企客户需求，基于“通讯网络、物联网、大数据、云计算”等产品，为政府以及企业提供各类信息化解决方案。中兴通讯致力于为各行业客户提供专业、高效的 ICT 解决方案，重点聚焦“政府、交通、能源、金融、企业、教育”等行业，向客户提供了 50 个跨应用场景的综合解决方案和超过 100 个面向行业的子方案。中兴通讯从技术架构创新、管理模式创新、商业模式创新三个维度对智慧城市整体解决方案进行升级，并率先提出“智慧城市 3.0”概念及设计理念，在秦皇岛、银

川、沈阳等城市打造复杂智慧城市的典型样板，稳步提升国内市场地位，同时在海外市场，包括南非、马来西亚、英国、意大利等在内的全球140多个国家和地区的国家宽带和智慧政务等面向政府客户的解决方案实现了规划化商用。2017年，受益于政策支持带来的信息化服务和智慧城市业务的增长，使得该业务板块收入同比增长10.41%，达到98.31亿元。2018年上半年，受益于在手订单和智慧城市方案逐步落地实施，政企业务收入保持稳定增长态势，同比增长17.74%，达到44.33亿元。

总体看，中兴通讯在运营商网络具有较强的竞争力，5G 技术处于领先地位；政企业务在国内外市场地位逐步提升，面临良好的发展机遇；拒绝令解除后，中兴通讯生产经营逐步恢复，订单量企稳回升。未来随着5G商用的推广实施，中兴通讯拥有较好的发展空间。

3．其他业务经营状况

除中兴通讯外，公司其他各子公司的业务规模相对较小，主要包括深圳市中兴新地通信器材有限公司（以下简称“中兴新地”）、上海中兴派能能源科技有限公司（以下简称“中兴派能”）等11家子公司。

（1）中兴新地

2017 年中兴新地围绕公司的发展战略和年初制定的经营计划，各事业部都有所布局：光通讯整合资源集中优势产品线的深化布局，继续开发重要客户，全面提升产品质量，大规模进行自动化改造和开发软件模块提高了生产效率；精密加工剥离低利产品，整合客户资源开发新业务，手机外观件精密加工已成为明星业务；结构件进一步开发优质客户，拓展市场，钣金加工已为国内医疗产品主要厂家所接受并认可，并取得良好业绩。全年中兴新地开展新技术、新产品、新工艺的自主研发项目共8项，并有4项已进行专利申报，2017年全年取得8项专利授权（其中2项于本年度申请，6项于以前年度申请）。

2017 年，中兴新地实现营业收入5.55亿元，同比下降4.50%；利润总额6895万元，同比下降1.49%。

（2）中兴新材

深圳中兴创新材料技术有限公司（以下简称“中兴新材”）成立于2012年8月21日，主营锂离子电池隔膜及特种高分子膜材料的研发、生产、销售及服务；中兴新材隔膜采用干法单向拉伸工艺，产品技术水平、销量处于国内同类工艺厂商前三位，主要客户为比亚迪、CATL、力神、比克、星恒、多氟多、中天等国内主流动力电池厂商。

中兴新材为国家级高新技术企业，授权发明专利排国内隔膜行业第二名，多个项目获得国家部委和地方政府的支持；中兴新材行业符合国家战略性新兴产业发展方向，以电动汽车为代表的动力锂离子电池目前处于爆发性增长阶段，产品市场前景广阔。

2017年中兴新材实现营业收入1.98亿元，受市场价格竞争影响，同比下降 6%，利润总额6700万元，同比大幅增长228%。

4．未来发展

展望 2018 年下半年，网络数据流量的高速增长、第一阶段全功能完整版 5G 标准的正式出台，公司面临新的发展机遇。这些机遇体现为：网络基础设施持续升级，5G 试点部署工作将进入实质的落地推进阶段，5G 商用进程推进加速；智能终端需求旺盛；新技术、新模式不断出现，人工智能、物联网、智慧家庭等新增长点不断涌现。

运营商网络方面，公司继续坚持创新导向，实现主力产品竞争力领先，以客户满意度为导向，注重客户价值提升。5G 是未来运营商网络的重点业务，公司 5G 产品和解决方案与全球 5G 商用时间表保持节奏一致，已具备系统商用能力，并与客户进行了 5G 的测试和验证。2018 下半年，公司将持续提升产品竞争力，为客户提供有竞争力的产品和解决方案，

在5G商用的过程中助力客户打造高价值的5G网络，协同推动5G产业链的成熟商用，坚定客户信心，为把握住5G时间窗带来的机遇。

政企业务方面，公司将始终坚持“合作伙伴优先，共建云网生态”的政企战略，进一步通过核心技术能力的优势，把握全行业数字化转型催生的市场发展机会，聚焦重点行业，为行业客户提供专业、高效的ICT解决方案。

消费者业务方面，公司将重视5G手机研发投入，通过与国内外主流运营商合作5G项目，与5G系统设备协同，形成5G端到端的解决方案。

2018年下半年，公司将持续聚焦价值客户和核心产品，加快技术创新步伐，加强与客户及行业伙伴的合作。同时，加强人才、合规和内控，完善公司内部管理，实现公司的稳健和可持续发展。

在建工程方面（不含中兴通讯），公司在建工程主要为武汉生产研发基地项目，计划投资11.20亿元，截至2018年9月底已经投入3.75亿元。根据中兴通讯2018年半年报，截至2018年6月底，中兴通讯在建工程合计预算42.93亿元，期末余额18.47亿元，投资项目较为分散。整体看，公司未来投资规模可控。

表4　截至2018年9月底公司主要在建项目建设情况（单位：万元）

项目名称	计划投资总额	截至18年9月底投资额	2018年10-12月计划投资额	2019年计划投资金额	资金来源及筹集情况
武汉生产研发基地项目	112000	37543	8600	65857	股权融资+借款+政府补贴

资料来源：公司提供

注：主要在建项目中不含中兴通讯。

十、财务分析

公司提供了2017年合并财务报告，该财务报告经大华国际会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司2018年半年报未经审计。

从公司合并财务报表范围来看，截至2017年底，纳入公司合并财务报表范围的直接控制的一级子公司共计12家，较2016年减少1家合并子公司；2018年公司合并财务报表范围较2017年无变化。

截至2017年底，公司（合并）资产总额为1470.66亿元，所有者权益为464.42亿元；2017年实现营业收入1099.15亿元，利润总额69.17亿元。

截至2018年6月底，公司资产总计1236.02亿元，所有者权益合计348.25亿元（其中包含少数股东权益198.01亿元）；2018年1～6月，公司实现营业收入398.73亿元，利润总额-83.14亿元。

1．资产质量

截至2017年底，公司资产总额为1470.66亿元，其中流动资产占比74.96%，非流动资产占比25.04%，资产结构仍以流动资产为主。

截至2017年底，公司流动资产总额为1102.41亿元，同比下降4.01%。2017年公司流动资产主要由货币资金（占31.14%）、应收账款（占31.53%）和存货（占24.07%）构成。

截至2017年底，公司货币资金343.33亿元，主要为银行存款（占89.80%），其中受限制货币资金30.84亿元（银行借款保证金及专项拨款）。

截至2017年底，公司应收账款价值347.47亿元，较上年下降8.34%，从账龄结构看，账龄在1年以内的占70.27%，1～2年占11.09%，2～3年占7.15%，3年以上占11.50%，账龄一般。截至2017年底，公司累计计提坏账准备91.98亿元，计提比例为23.42%，计提充分。应收账款中前五位单位合计70.04亿元，占应收账款总额比例为15.94%，集中度较低。截至

2017 年底，公司应收账款中含应收工程合约款 90.12 亿元，主要为通信系统设备建设工程合约款。子公司中兴通讯对预计合同总成本超出预计合同中收入的工程项目，按照预计合同成本超出预计合同收入的金额与该合同已确认损失金额之间的差额计提合同预计损失准备，计入当期损益。公司应收账款中含应收账款保理 10.80 亿元，同比下降 52.22%。

截至2017年底，公司存货账面价值265.40亿元，主要由发出商品及其他（占54.51%）、原材料（占21.21%）和库存商品（占22.67%）构成。2017年底，公司累计提存货跌价准备25.10亿元，计提比例为8.64%，计提较为充分。

截至2017年底，公司其他应收款36.73亿元，同比下降20.86%，主要系外部单位往来减少所致，其中账龄在1年以内的占70.06%，1～2年的占22.84%，2～3年的占4.73%，3年以上的占2.37%；公司其他应收款主要为外部单位往来款、发放贷款及垫款和其他，前五名欠款共计19.58亿元，占52.63%，集中度高。公司其他应收款共计提减值准备0.16亿元，计提比例低。

截至2017年底，公司其他流动资产77.62亿元，同比变化不大，主要为增值税进项税额75.69亿元。

截至 2017 年底，公司非流动资产 368.26 亿元，主要由固定资产（占 24.26%）、无形资产（占 13.06%）、长期应收款（占 10.46%）、长期股权投资（占 11.78%）和其他非流动资产（占 11.43%）构成。

截至 2017 年底，公司长期应收款 38.53 亿元，较上年同比增长 39.17%，主要系来自应收保理款的增长所致；从构成看，包括长期应收保理 26.08 亿元和分期收款提供通信系统建设工程 12.77 亿元。

截至2017年底，固定资产账面价值89.33亿元，主要由房屋及建筑物（占54.80%）、机器设备（占21.44%）和办公设备及其他（占21.69%）构成。截至2017年底，公司共计提固定资产减值准备0.60亿元，主要为房屋及建筑物和办公设备及其他减值准备，累计计提折旧72.33亿元。

截至 2017 年底，公司无形资产 48.11 亿元，同比增长 147.61%，主要是当期开发支出转入所致。截至 2017 年底，公司无形资产中开发支出 24.52 亿元，土地使用权 13.44 亿元。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 43.39 亿元，同比增长 306.00%，主要系子公司中兴通讯于 2017 年 7 月 27 日与南昌高新新产业投资有限公司签订股权转让协议，以 7.27 亿元转让其所持控股子公司努比亚 10.1%股权，导致对努比亚持股比例下降至 49.9%，自 2017 年 8 月 17 起不再纳入中兴通讯合并报表范围，对于努比亚的股权投资在长期股权投资项下按照权益法进行核算。截至 2017 年底，公司对努比亚投资余额为 32.34 亿元。截至 2017 年 8 月 17 日，努比亚资产总额 53.59 亿元，所有者权益 23.63 亿。2017 年 1 月 1 日至 8 月 17 日期间，努比亚实现营业收入 37.16 亿元，净利润-2.81 亿元。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 42.08 亿元，主要为风险补偿金 14.62 亿元和预付工程及设备款 24.05 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总计 1236.02 亿元，较 2017 年底下降 15.95%，流动资产与非流动资产占比分别为 72.72%和 27.28%。公司流动资产中，货币资金因公司营业收入及业务回款规模较上年同期大幅减少，并支付 10 亿美元罚金而较 2017 年底大幅下降 42.12%至 198.72 亿元；应收账款因公司主要经营活动无法进行而较 2017 年底大幅下降 39.16%至 211.41 亿元；非流动资产中，长期应收款因公司优化资本结构，减少有息负债（减少长期应收款保理）而较 2017 年底大幅下降 60.21%至 15.33 亿元，其他科目均保持相对稳定。

截至 2018 年 6 月底，公司受限资产合计 32.63 亿元，其中受限的货币资金 31.00 亿元，

受限的固定资产 0.52 亿元，受限的应收票据 0.84 亿元，受限的无形资产 0.26 亿元。

总体看，公司资产以流动资产为主，流动资产中货币资金较为充裕，应收款项和存货占比较高，坏账及存货跌价准备计提充分；非流动资产中固定资产、无形资产和长期股权投资资产占比较大，整体资产质量良好。2018 年上半年，受罚款影响使得公司货币资金等资产规模缩减，流动性略有影响。

2．负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债总额 1006.24 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 87.06%和 12.94%，非流动负债比重有所提升。

截至 2017 年底，公司流动负债 876.01 亿元，主要由短期借款（占 16.97%）、应付账款（占 36.47%）、应付票据（占 12.59%）、预收款项（占 9.96%）和其他应付款（占 9.63%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 148.70 亿元，同比小幅下降 3.01%；主要为信用借款 139.50 亿元。

截至 2017 年底，公司应付账款 319.52 亿元，同比小幅增长 1.77%。账龄主要集中在 1 年以内（占 98.23%）。应付票据 110.28 亿元，同比下降 7.15%，包括银行承兑汇票 46.98 亿元和商业承兑汇票 63.30 亿元。

截至 2017 年底，公司预收款项为 87.21 亿元，同比增长 7.31%，主要为预收系统工程款 76.75 亿元和预收终端产品款 10.27 亿元。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 84.36 亿元，同比大幅缩减 47.90%，主要系期内支付了应付美国政府部门的 56.95 亿元罚金所致；从构成看，公司其他应付款主要为应付外部单位款（占 64.19%）、应收账款保理之银行拨款（占 12.80%，在部分应收账款保理业务中，公司存在承担应收账款转让后的部分债务人违约风险的可能，倘若债务人拖欠还款超过一定期间，公司需要向银行承担部分延迟还款的利息）、其他（占 11.52%）和预提费用（占 9.85%）等。

截至 2017 底，公司非流动负债 130.23 亿元，同比上升 11.71%，主要由长期借款（占 23.05%）、递延收益（占 13.26%）和其他非流动负债（占 48.29%）。截至 2017 年底，公司应付债券 10 亿元，为 2011 年公司发行的 10 亿元 8 年期企业债券“11 中兴新债/11 中兴新”，将于 2019 年到期；公司其他非流动负债 62.89 亿元，同比增长 111.29%，主要由员工安居房递延收益 10.77 亿元、长期应收款保理之银行拨款 29.48 亿元和其他 17.71 亿元（应付外部单位款）构成。

截至 2017 年底，公司全部债务总额 377.95 亿元，同比变化不大，其中短期债务占 81.61%，长期债务占 18.39%。

截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.42%、44.87%和 13.02%，分别较 2016 年底下降 2.61 个百分点、3.20 个百分点和 1.99 个百分点。

2015 年公司子公司中兴通讯发行三期永续中票，净募集金额 93.21 亿元，计入所有者权益科目。考虑到上述三期永续中票在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。如将上述三期永续中票调整计入长期债务后，公司全部债务为 471.16 亿元，其中长、短期债务占比分别为 34.53%和 65.47%。公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 70.30%、50.36%和 25.95%。

截至 2018 年 6 月底，公司负债总额较 2017 年底下降 15.95%，其中流动负债规模较 2017 年底下降 12.75%，非流动负债较 2017 年底下降 5.19%。截至 2018 年 6 月底，公司全部债务为 274.78 亿元，短期债务下降至 234.72 亿元。同期，资产负债率、全部债务资本化比率及长

期债务资本化比率分别为 71.82%、44.10%、10.32%。如将永续中票调整计入长期债务后，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别上升至 77.98%、56.31%、29.91%.

总体看，跟踪期内公司债务以短期债务为主，债务规模有所下降，仍维持在较高水平。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 464.42 亿元，其中少数股东权益 267.75 亿元，所有者权益同比增长 10.67%，主要由于少数股东权益和子公司中兴通讯未分配利润增长所致。其他权益工具中包含子公司中兴通讯发行的共三期永续中期票据：2015 年 1 月份，中兴通讯发行 2015 年第一期永续中期票据“15 中兴通讯 MTN001”，发行额度 60 亿元，期限 5+N；2 月份，中兴通讯发行 2015 年第二期永续中期票据“15 中兴通讯 MTN002”，发行额度 15 亿元，期限 3+N；11 月份，中兴通讯发行 2015 年第三期永续中期票据“15 中兴通讯 MTN003”，发行额度 15 亿元，期限 3+N。截至 2017 年底，归属母公司所有者权益合计 196.67 亿元，其中实收资本、资本公积、未分配利润分别占 0.51%、28.39%、24.33%。

截至 2018 年 6 月底，受主营业务无法进行及支付罚款影响，公司出现大额亏损，且中兴通讯 15 亿元永续中期票据“15 中兴通讯 MTN002”于 2018 年 2 月份赎回，导致所有者权益较上年底下降 25.01%至 348.25 亿元，其中未分配利润较上年底下降 52.41%，为 22.78 亿元；少数股东权益较上年底下降 26.05%，为 198.01 亿元。

整体看，公司所有者权益结构稳定性较弱。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 1099.15 亿元，同比增长 6.83%。2017 年，公司营业成本为 757.12 亿元，同比增长 6.30%，低于营业收入增长速度。2017 年公司实现利润总额 69.17 亿元，营业利润率为 30.25%，较上年上升 0.34 个百分点。

2017 年，公司销售费用为 121.62 亿元，同比下降 2.93%，管理费用 162.54 亿元，同比增长 4.18%。2017 年，公司汇兑损失 4.24 亿元（2016 年为汇兑收益 6.16 亿元），使得当期财务费用增至 11.15 亿元，同比大幅增长 276.52%。跟踪期内，公司期间费用保持稳定，同比提升 3.88%，期间费用占营业收入比重 26.87%，较上年下降 0.76 个百分点，公司期间费用控制能力有待进一步加强。

2017 年，公司资产减值损失 25.50 亿元，较上年下降 11.68%，主要包括公司存货跌价损失 1.28 亿元和坏账损失 22.94 亿元（主要为应收账款坏账计提）。

2017 年，公司投资收益为 26.72 亿元，同比大幅增长 32.89%，主要为处置努比亚产生的投资收益 24.53 亿元。

2017 年，公司其他收益为 30.42 亿元，为软件产品增值税退税 21.23 亿元和其他类 9.22 亿元。

2017 年，公司营业外收入为 2.00 亿元。2017 年公司实现利润总额为 69.17 亿元。公司总资本收益率及净资产收益率较上年均有明显回升，分别为 8.17%和 11.97%。

受拒绝令影响，2018 年 1～6 月，中兴通讯订单量下滑，业务规模缩减，公司营业收入同比下降 27.10%至 398.73 亿元；因中兴通讯支付美国政府巨额罚款形成营业外支出 67.28 亿元，且中兴通讯全额计提了拒绝令期间导致的经营损失、预提损失，导致公司利润总额为 -83.14 亿元；同期，公司营业利润率为 29.27%。

2018 年前三季度，核心子公司中兴通讯实现营业总收入 587.66 亿元，同比下降 23.26%，利润总额-75.49 亿元。拒绝令解除后，中兴通讯主营业务持续恢复。从第三季度来看，中兴通讯实现营业收入 192.32 亿元，环比增长 62.36%，实现利润总额 8.77 亿元，环比增长

130.50%。

总体看，2018 年受美国出口管制事宜受罚影响，中兴通讯主要经营活动无法进行形成经营损失、预提损失及大额的营业外支出导致公司收入规模下滑，呈亏损状态。截至目前，中兴通讯业务已逐渐恢复，未来经营业绩及盈利能力有望逐步回升。联合资信将持续关注公司业务经营的恢复情况。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017年公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入量有所增长，分别同比增长2.40%和2.84%。2017年，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比下降6.13%，为787.05亿元；支付给职工以及为职工支付的现金同比增长10.45%，为200.25亿元；2017年，公司支付其他经营活动有关的现金同比增长56.21%，为149.14亿元，主要系付现的其他费用大幅增长所致。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为72.70亿元，同比增长41.52%。2017年，公司现金收入比为106.19%，同比略有下降。

从投资活动看，2017年，公司投资活动现金流入50.46亿元，其中收回投资收到的现金同比下降31.93%至23.27亿元，收到其他与投资活动有关的现金（主要为收到与万科合作款17.71亿元）同比增加17.85亿元；2017年，公司投资活动现金流出97.74亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付61.71亿元，投资支付的现金29.55亿元。2017年公司投资活动现金流出较上年增长18.42%，投资活动现金流量净额进一步降至-47.28亿元，主要由于购建固定资产和无形资产支付的现金增长。

2017年，公司筹资活动现金流入358.72亿元，其中取得借款收到的现金353.89亿元。公司筹资活动现金流出376.37亿元，其中偿还债务支付的现金352.38亿元。公司筹资活动产生的现金流量净额为-17.64亿元。

2018年1～6月，公司经营活动、投资活动、筹资活动的现金流量净额分别为-48.35亿元、-12.24亿元以及-83.24亿元。由于公司优化有息负债结构，减少有息负债占比，导致2018年1～6月筹资活动现金流量净额较2017年底大幅减少。

总体看，受罚款支出影响，导致2018年上半年经营活动现金流呈净流出。随着中兴通讯业务恢复后货款的回收，短期资金压力将得到一定缓解。但长期来看，公司对外投资支出仍然较大，外部融资需求依然较强。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，2017年底，公司流动比率和速动比率均较上年变化不大，2017年分别为125.84%和95.55%。2017年，公司经营现金流动负债比为8.30%，较上年增长2.67个百分点。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2017年，公司EBITDA为108.11亿元，较上年大幅增长228.16%；全部债务/EBITDA为3.40倍，较上年有明显下降；EBITDA利息倍数8.74倍，较上年有所增长。总体看，公司长期偿债能力强。

截至目前，公司获得金融机构授信共 10 亿元，其中 5.25 亿元尚未使用。公司拥有 1 家上市公司中兴通讯，直接融资渠道畅通。

截至2018年6月底，公司子公司中兴通讯对北京富华宇祺信息技术有限公司和浙江信电技术股份有限公司有合计2878.48万元人民币的对外担保额度，整体对外担保规模较小。

6. 母公司财务分析

截至2017年底，公司母公司资产总额60.27亿元，主要为长期股权投资（49.97亿元）；负债合计12.81亿元，以应付债券（10.00亿元）为主。截至2017年底，母公司资产负债率为21.25%，全部债务10.73亿元，长期债务占93.20%。

盈利能力方面，公司主要经营实体为下属子公司，母公司层面收入规模很小，盈利水平

对投资收益依赖大。2017年，公司母公司实现营业收入4.43亿元，利润总额0.43亿元，其中投资收益1.47亿元。

总体看，公司母公司长期股权投资规模大，债务负担适宜，利润依赖投资收益。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1044030300030420W），截至 2018 年 12 月 12 日，公司无未结清的不良信贷信息记录。已结清信贷信息中存在一笔欠息，公司已于 2008 年 4 月 21 日结清。

8. 抗风险能力

公司为国务院确定的全国 520 户重点国有企业之一，是“国家火炬计划重点高新技术企业”，为中国电信市场的主导通信设备供应商之一，其各大类产品已经成功进入国际电信市场。在中国国内，公司各系列电信产品处于市场领先地位。基于对公司经营及财务状况及发展前景的综合分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

十一、存续期内债券偿还能力

截至目前，公司一年内将到期的存续债券为“11中兴新债/11中兴新”，额度为10亿元；此外，公司合并范围内存续期债券还有2015年子公司中兴通讯发行的60亿元“15中兴通讯MTN001”，共计70亿元。

截至2017年底，公司现金类资产对一年内到期债券（10.00亿元）的保障倍数为33.82倍，保障程度高。2017年，公司EBITDA为108.11亿元，对存续债券（合计70.00亿元）的覆盖倍数为1.54倍（对“11中兴新债/11中兴新”的覆盖倍数为10.81倍）。2017年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为1283.30亿元和72.70亿元，为公司存续期债券的18.33倍和1.04倍（为“11中兴新债/11中兴新”的128.33倍和7.27倍）。总体看，2017年公司现金类资产对一年内到期债券余额覆盖倍数高；经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力强。

表5 公司合并范围存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

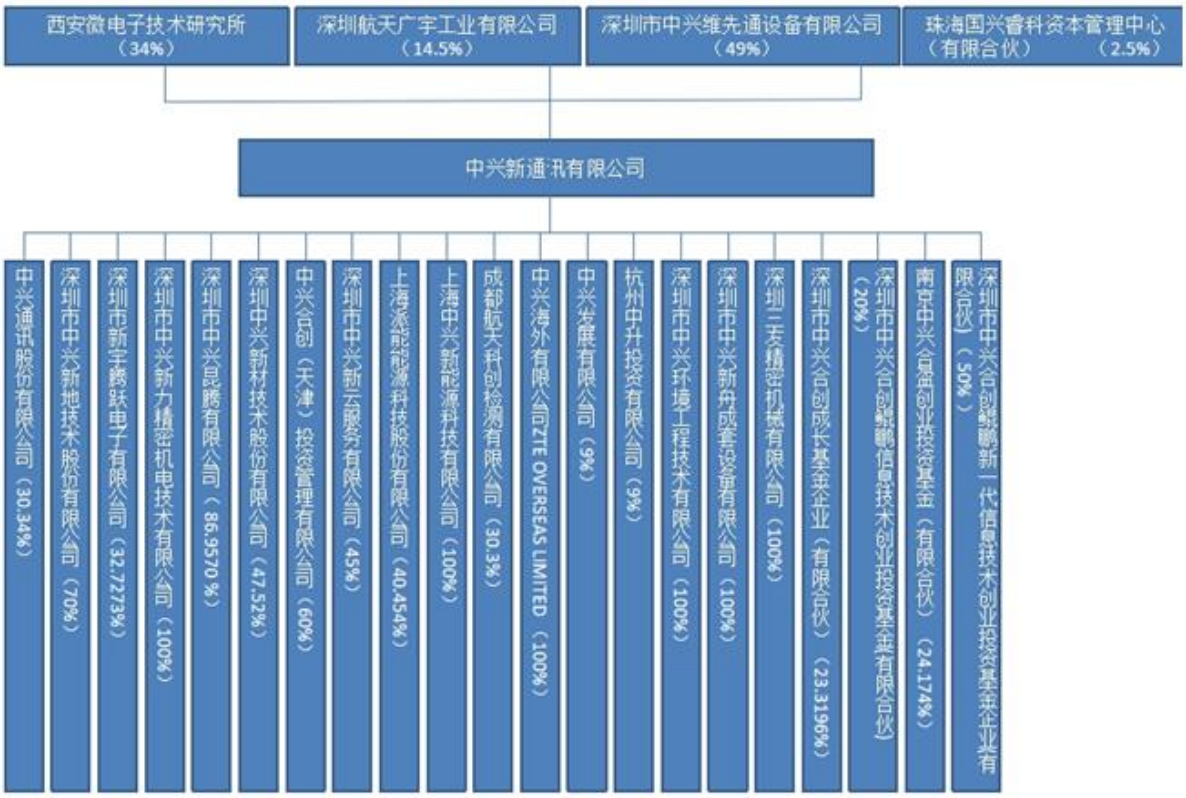
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	33.82
存续债券余额	70.00
经营活动现金流入量/存续债券余额	18.33
EBITDA/存续债券余额	1.54

资料来源：联合资信整理

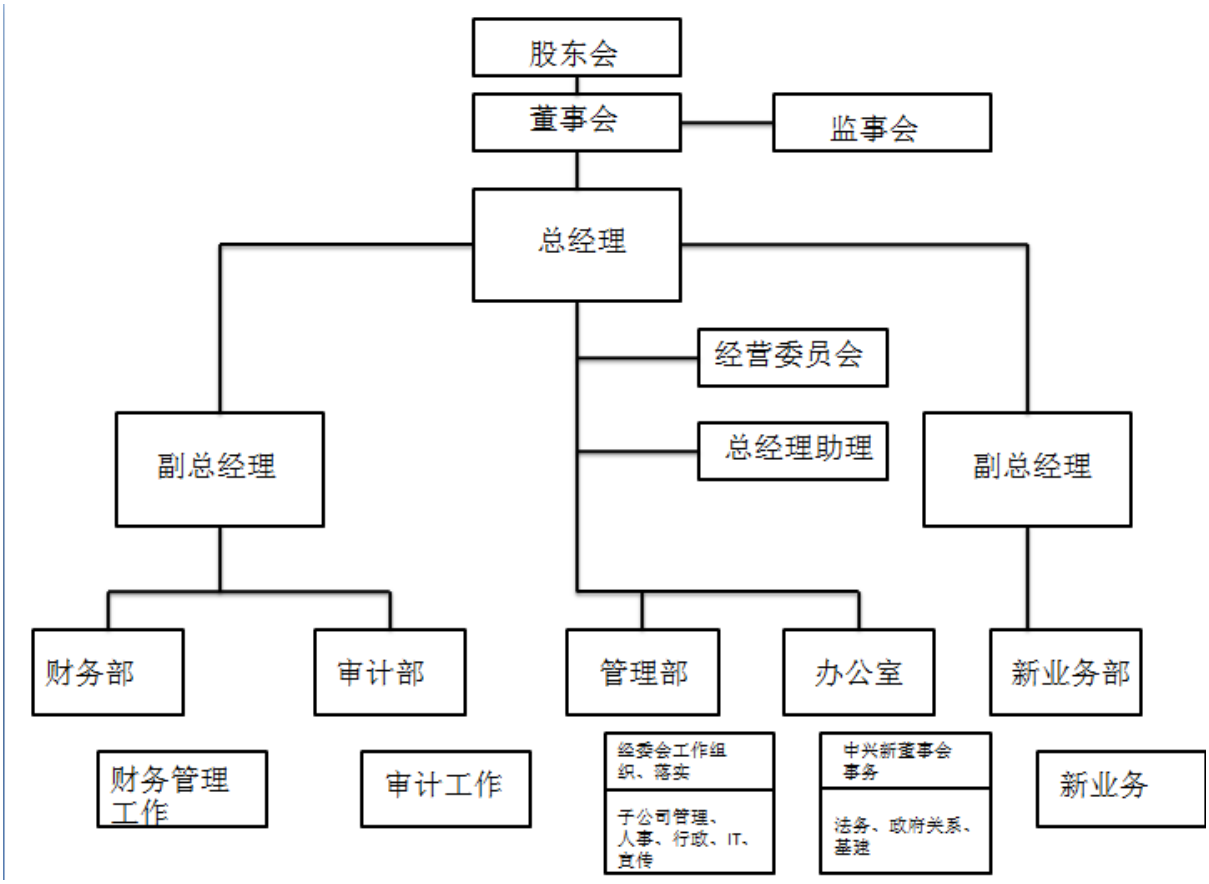
十二、结论

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“11 中兴新债/11 中兴新”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	313.58	341.18	338.24	201.45
资产总额(亿元)	1291.73	1448.38	1470.66	1236.02
所有者权益(亿元)	441.29	419.67	464.42	348.25
短期债务(亿元)	287.43	314.44	308.45	234.72
长期债务(亿元)	85.87	74.10	69.50	40.06
全部债务(亿元)	373.30	388.54	377.95	274.78
营业收入(亿元)	1019.29	1028.88	1099.15	398.73
利润总额(亿元)	39.68	-3.99	69.17	-83.14
EBITDA(亿元)	64.94	32.95	108.11	--
经营性净现金流(亿元)	75.43	51.88	72.70	-48.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.32	2.41	2.84	2.66
存货周转次数(次)	3.45	3.00	2.82	2.09
总资产周转次数(次)	0.85	0.75	0.75	0.59
现金收入比(%)	106.75	110.78	106.19	133.17
营业利润率(%)	30.06	29.91	30.25	29.27
总资本收益率(%)	5.82	0.13	8.17	--
净资产收益率(%)	7.71	-2.51	11.97	--
长期债务资本化比率(%)	16.29	15.01	13.02	10.32
全部债务资本化比率(%)	45.83	48.07	44.87	44.10
资产负债率(%)	65.84	71.03	68.42	71.82
流动比率(%)	139.84	125.90	125.84	117.61
速动比率(%)	111.96	96.07	95.55	82.78
经营现金流动负债比(%)	10.43	5.63	8.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.85	2.85	8.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.03	11.79	3.50	--

注：1.现金类资产已剔除受限货币资金；2.2015~2017 年所有者权益中含 93.21 亿元永续中期票据；3.其他应付款中应收账款保理之银行拨款计入短期债务；4.长期应付款中长期应收款保理之银行拨款计入长期债务；5. 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。