信用等级公告

联合〔2019〕1644 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长期信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中兴新通讯有限公司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

二〇一九年六月二十一日

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

跟踪评级结果

本次主体长期评级结果：AA^+
上次主体长期评级结果：AA^+

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^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	341.18	338.24	271.66	338.14
资产总额(亿元)	1448.38	1470.66	1330.17	1453.08
所有者权益(亿元)	419.67	464.42	341.04	358.67
短期债务(亿元)	314.44	308.45	351.26	344.09
长期债务(亿元)	74.10	69.50	31.86	28.44
全部债务(亿元)	388.54	377.95	383.11	372.52
营业收入(亿元)	1028.88	1099.15	863.70	224.49
利润总额(亿元)	-3.99	69.17	-72.39	13.84
EBITDA(亿元)	32.95	108.11	-34.72	--
经营性净现金流(亿元)	51.88	72.70	-91.81	12.80
营业利润率(%)	29.91	30.25	32.07	38.33
净资产收益率(%)	-2.51	11.97	-20.08	75.32
资产负债率(%)	71.03	68.42	74.36	81.27
全部债务资本化比率(%)	48.07	44.87	52.91	50.95
流动比率(%)	125.90	125.84	108.26	109.17
全部债务/EBITDA(倍)	11.79	3.50	-11.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.85	8.74	-2.79	--
经营现金流动负债比(%)	5.63	8.30	-10.43	--

注：1.现金类资产已剔除受限货币资金；2.2016—2018 年所有者权益中含永续中期票据；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.长期应收款保理之银行拨款计入长期债务

分析师

张豪若　闫　力
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的竞争优势。2018 年，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。2018 年下半年以来，随着美国出口拒绝令的解除，中兴通讯生产经营和财务状况持续恢复，2019 年一季度利润总额 13.87 亿元，同比增长 125.00%。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司经营业绩稳定性受国别影响大，资产减值损失及信用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 网络建设的进一步完善，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. 2018 年，公司现金类资产和经营活动现金流入量对“11 中兴新债/11 中兴新”的保障能力强。

关注

1. 公司经营生产受国别风险影响大。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。该罚款事项形成的大额营业外支出导致中兴通讯 2018 年业绩大幅亏损。
2. 跟踪期内，受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。
3. 公司资产减值损失及信用减值损失对利润形成侵蚀。

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 2019 年 3 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 49.00%、34.00%、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、香港两地上市公司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，截至 2019 年 3 月底，持股比例为 28.40%，质押率为 8.29%。

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 2018 年底，公司（合并）资产总额为 1330.17 亿元，所有者权益为 341.04 亿元（含少数股东权益 199.83 亿元）；2018 年公司实现营业收入 863.70 亿元，利润总额-72.39 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1453.08 亿元，所有者权益 358.67 亿元（含少数股东权益 206.59 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 224.49 亿元，利润总额 13.84 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。

截至 2019 年 3 月底，“11 中兴新债/11 中兴新”募集资金 10 亿元已全部使用完毕，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，另外 2 亿元用于补充公司营运资金；存续期内公司正常付息。

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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017

年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持

续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

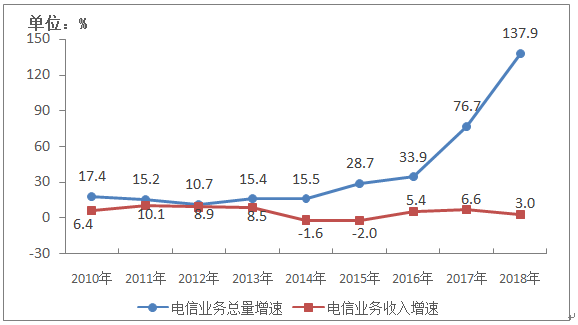
公司以通信设备及相关零部件研发、生产、制造为主，隶属于通信设备制造行业。

1. 行业概况

2018 年，国内电信行业实现收入 13010 亿元，同比增长 3.00%。全国完成电信业务总量达到 65556 亿元（按照 2015 年不变单价计算），比上年增长 138.90%，增幅同比提高 61.2 个百分点。信息技术不断发展，通信网络和业务更新迭代，用户通信水平和便利性得到极大提高。固定互联网宽带接入光纤化和 4G 网络快速覆盖，带动网络视频、手机购物、网络游戏、各种线上线下生活服务等互联网应用加快普及，刺激移动数据业务流量爆发式增长，2018 年移动数据及互联网业务总量同比增长 196.1%，在业务总量中占比 86%，是拉动电信业务总量高速增长的主要动力，也是通信业保持平稳发展的助推器。近几年，通信业积极落实提速降费政策，在取消国内流量漫游资费之后，继续下调国际漫游流量资费，推出大流量资费套餐等优惠政策，让利于民，电信综合价格指数逐年下降，2018 年综合价格指数同比下降 56.7%。2018 年移动流量平均资费不足 10 元/GB，按照每兆（元/M）价格计算的固定宽带接入平均资费仅为 2014 年的十分之一。

2018 年，全国移动电话用户总数达到 15.7 亿户，净增移动电话用户从 2017 年的不足 1 亿提高到 1.49 亿户，净增规模创十年新高。全国移动电话用户普及率达到 112.2 部/百人，比上年末提高 10.2 部/百人，已经高于全球平均的 104 部/百人。全国已有 24 个省市的移动电话普及率超过 100 部/百人，位居前三位的北京、上海和广东普及率均超过了 150%。近年来，三家基础电信企业认真落实提速降费要求，推出包括全终端套餐、大流量套餐、与互联网公司绑定的异业融合业务卡等让利于民的措施，深度挖掘用户需求，是新增用户规模创新高的主要推动因素。

图 1　2010—2018 电信业务总量与电信业务收入增长情况



资料来源：工信部

中国已建成全球最大 4G 网络，2018 年新建 4G 基站 43.9 万个，总数达到 372 万个，4G 网络向纵深覆盖，人口密度较大的农村地区均已实现较好覆盖，网络能力提升拉动 4G 用户规模快速扩大。截至 2018 年 12 月底， 4G 用户总数达到 11.7 亿户，全年净增 1.69 亿户，普及率接近 84%，低于国际领先的日本（近 110%）和韩国（99%）等国家和地区，仍有发展空间。大力发展 4G 同时，中国积极推进 5G 标准研究和技术试验，构建了全球最大 5G 试验外场，并完成第三阶段试验规范，初步形成全球领先优势。

2018 年，在国家网络强国战略和提速降费专项行动等政策指引下，中国宽带网络建设取得巨大成就，光纤化进程基本完成，光网城市全面建成，老旧小区光网改造基本完成，光网

改造效果显著。固定宽带接入用户普及水平持续快速攀升，已接近国际领先水平。截至 2018 年 12 月底，互联网宽带接入端口数量达到 8.86 亿个，比上年末净增 1.1 亿个。其中，光纤接入（FTTH/0）端口比上年末净增 1.25 亿个，达到 7.8 亿个，占互联网接入端口的比重由上年末的 84.4%提升至 88%。三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达 4.07 亿户，全年净增 5884 万户。其中，光纤接入（FTTH/O）用户 3.68 亿户，占固定互联网宽带接入用户总数的 90.4%，较上年末提高 6.1 个百分点。光纤宽带发展已经进入全球领先行列，光纤到户渗透率已经超过了韩国（76.8%）、日本（76.7%）、美国（12.6%）等国家。

光纤到户网络的部署为宽带用户接入速率持续提升提供了保障，随着光纤网络覆盖到位以及提速降费深入推进，主流宽带接入速率正在迈向 100Mbit/s 时代。截至 2018 年 12 月底，100Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户总数达 2.86 亿户，占固定宽带用户总数的 70.3%，占比较上年末提高 31.4 个百分点。可以预测，在百兆宽带普及后，千兆网络将成为固定宽带网络新的发展目标。

2018 年，移动互联网应用形态更加丰富，在社交、娱乐、购物等基础需求之外，与线下生活结合更为密切的服务类应用增长迅猛；小程序、短视频、视频直播等应用延长了用户使用手机时间，手机游戏、生活服务和移动购物等成为用户日常活动，生鲜送达、订餐订票等线下流量反哺线上趋势明显，刺激移动互联网接入流量消费保持高速增长。2018 年，移动互联网接入流量消费达 711 亿 GB，比上年增长 189.1%，增速较上年提高 26.9 个百分点。全年移动互联网接入月户均流量（DOU）达 4.42GB/月/户，是上年的 2.6 倍；2018 年 12 月当月 DOU 高达 6.25GB/月/户，已超过美国日本等发达国家，仅次于韩国等个别国家和地区。青海等西部省份 DOU 已接近 10GB/月/户，网络负载较重的部分省市 DOU 低于 5GB/月/户，但 5G 网络商用后消费潜力会得到释放。

通信企业大力拓展光纤宽带接入业务，积极参与数据中心等互联网基础设施建设，资源供给规模持续增长，拓展融合业务应用范围，用户价值不断提升。2018 年，固定数据及互联网业务收入比上年增长 5.1%，在电信业务收入中占比由上年的 15.6%提升到 15.9%。以云计算、物联网、企业服务等为代表的新兴业务快速增长成为仅次于移动数据业务的第二引擎。截至 2018 年 12 月底，三家基础电信企业发展 IPTV 用户比上年末增长 27.1%，全年净增 3316 万户，净增用户占净增光纤接入用户的 44.6%，IPTV 业务收入比上年增长 19.4%；基础电信企业基于网络接入和平台管理能力，依托物联网产业联盟和专业化运营机构，大力推进物联网在各领域的应用创新和产品推广。车载智能终端、医疗健康服务、智能城市建设等垂直领域需求不断释放，2018 年，蜂窝物联网用户净增 4 亿户，总数达 6.71 亿户，业务收入比上年大幅增长 72.9%。

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、中兴通讯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，中兴通讯、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。

2018 年，全国净增移动通信基站 29 万个，总数达 648 万个；其中 4G 基站净增 43.9 万个，总数达到 372 万个。

总体看，2018 年全国通信行业运行良好，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[1]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

[1] M2M 是 Machine-to-Machine/Man 的简称，是一种以机器终端智能交互为核心的、网络化的应用与服务。

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 2018 年底，公司直接控股的一级子公司有 13 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。2018 年，中兴通讯研发费用为 109.06 亿元，占营业收入的 12.75%。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 年底，中兴通讯专利资产累计超过 7.3 万件，其中授权专利累计超过 3.5 万件，公司持续在 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，截至 2018 年底，公司 5G 战略布局专利超过 3000 件。公司是全球 5G 技术研究和标准制定活动的主要参与者和贡献者，已向 ETSI 披露首批 3GPP 5G SEP(标准必要专利)超过 1200 族。在 5G 技术标准制定的重要国际标准组织 3GPP 中，担任 RAN3 副主席和 NOMA（Non Orthogonal Multiple Access，非正交多址接入）、2-Step RACH、CoMP、ATSSS 和 5G 切片增强等多个技术标准的报告人，并承担 NR 多连接、NG-RAN 数据传输和 NR 电磁兼容等多项技术标准的主编。在 IEEE 中，担任下一代车联网 NGV 工作组主席，IEEE-SA adhoc 主席和 NesCom 委员会委员，在 CESI（全国信息技术标准化委员会）中担任无线个域网工作组主席，在 ITU-T SG15（国际电信联盟）担任 WP3 主席，策划推动 5G 分组传送和光传送相关技术标准立项，并担任传送网媒体架构、管理等多个技术标准的主编。公司与中国移动联合实现 5G 承载 SPN 国际标准在 ITU-T SG15 成功立项。

税收优惠上，中兴通讯是国家级高新技术企业，2018 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4亿美元罚款[2]。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2018年底，中兴通讯资产总额为1293.51亿元，所有者权益（含少数股东权益38.11亿元）329.61亿元；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年中兴通讯实现营业总收入855.13亿元，同比下降21.41%，利润总额-73.50亿元，其中营业外支出68.81亿元。

中兴通讯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2018年呈大幅亏损。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

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。

商用时间表保持一致，为未来 5G 市场的扩展打下良好基础。2019 年一季度，中兴通讯实现营业收入 222.02 亿元，利润总额 13.87 亿元，同比增长 125.00%。根据中兴通讯 2019 年半年度业绩预告，2019 年上半年预计归属于上市公司普通股股东的净利润为 12.00~18.00 亿元，同比增长 115.34%~123.01%。

联合资信评估有限公司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

2018 年，受中兴通讯在禁售令期间订单下滑影响，公司实现营业收入 863.70 亿元，较上年下降 21.24%。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，2018 年三类业务收入占营业收入比重分别为 66.08%、23.23%和 10.68%。其中运营商网络收入及政企业务收入的比重较上年分别提高 8.05 个和 1.74 个百分点，消费者服务收入占比减少 9.79 个百分点。2018 年，运营商网络收入 570.76 亿元，同比下降 10.51%；消费者业务收入 200.66 亿元，较上年同期大幅下降 44.72%，主要系中兴通讯上半年合并范围内减少努比亚技术有限公司（以下简称“努比亚”，中兴通讯持股比例为 49.90%）所致；政企业务收入 92.28 亿元，较去年同期下降 6.13%。

从毛利率变动情况看，因毛利率较低的消费者业务收入占比下降，2018 年公司综合毛利率提升至 32.82%，较上年小幅增长 1.75 个百分点。

总体看，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，公司营业收入出现明显下降，但毛利率略有增长。公司业绩受外部处罚影响大。

表 2　2016—2018 年公司营业收入及毛利率(单位：亿元、%)

产品分类	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
运营商网络	588.81	57.23	39.12	637.82	58.03	40.04	570.76	66.08	40.37
消费者业务	351.03	34.12	14.34	363.02	33.03	15.32%	200.66	23.23	13.01
政企业务	89.04	8.65	37.09	98.31	8.94	29.25	92.28	10.68	29.24
合 计	**1028.88**	**100.00**	**30.75**	**1099.15**	**100.00**	**31.07**	**863.7**	**100.00**	**32.82**

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、业务及软件、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。

2018 年，中兴通讯实现主营业务收入 855.13 亿元，同比下降 21.41%。其中运营商网络和消费者业务分别占 66.75%和 22.46%，是最主要的两大业务；主营业务总体毛利率同比小幅增长至 32.91%。其中，受合并范围内减少努比亚影响，中兴通讯消费者业务收入大幅下降 45.43%至 192.10 亿元。从毛利率变动看，运营商网络同比增长 0.33 个百分点；政企业务毛利率保持稳定，为 29.24%；消费者业务毛利率下降 2.79 个百分点至 12.53%。

2018 年，中兴通讯主营业务收入以国内市场为主，达到 544.44 亿元（占 63.67%）；其次是亚洲地区（不含中国），收入达到 118.77 亿元（占 13.77%）；非洲地区收入为 4.08 亿元，占 4.77%；欧美及大洋洲地区实现收入 151.10 亿元，占 17.67%。2018 年度，中兴通讯向前五名大客户合计的销售金额为 466.14 亿元，占年度销售总额的 54.51%，集中度较高；

前五名供应商合计的采购金额为 71.26 亿元，占采购总额的 18.76%，集中度一般。

表 3　2016—2018 年中兴通讯主营业务收入及毛利率（单位：亿元、%）

产品分类	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
运营商网络	588.81	39.12	637.82	40.04	570.76	40.37
消费者业务	334.49	14.34	352.02	15.32	192.10	12.53
政企业务	89.04	37.09	98.31	29.25	92.28	29.24
合 计	**1012.33**	**30.75**	**1088.15**	**31.07**	**855.13**	**32.91**

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。2018 年，受美国出口管制影响，该业务板块实现营业收入 570.76 亿元，较去年同期下降 10.51%；毛利率为 40.37%，较去年同期小幅上升 0.33 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。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 三阶段测试，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。2018 年，中兴通讯联合中国电信率先打通基于三层解耦和 SA 架构的 5G 核心网 First call；中兴通讯与中国移动率先完成基于 SA 架构的 5G 核心网一阶段内场测试；中兴通讯率先完成 5G 终端与系统 NSA 端到端调通。中兴通讯持续聚焦电信运营商市场，通过全系列创新产品方案，匹配客户 4G 网络性能演进、容量提升、面向 5G 平滑演进等主流需求，稳步推进与多家主流运营商的 5G 试验网。

在有线领域，中兴通讯聚焦国际主流运营商市场和价值客户，抓住移动承载、大视频、下一代 PON、SDN/NFV 等技术变革契机，持续优化产品市场格局。

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。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 7 月 27 日，中兴通讯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。2018 年，受美国出口管制及合并范围减少努比亚影响，中兴通讯消费者服务实现营收 192.10 亿元，同比大幅下降 45.43%；该业务板块毛利率为 12.53%，较去年同期减少 2.79 个百分点。

总体看，2018 年，受重大事项及合并范围减少努比亚影响，消费者业务收入同比明显下滑。

（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。2018 年，该业务板块收入同比下降 6.13%，为 92.28 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稳固，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。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 12 家子公司。

（1）中兴新地

2018 年中兴新地围绕公司的发展战略和年初制定的经营计划，各事业部均有所布局：光通讯整合资源集中优势，进行产品线的深化布局，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。截至 2018 年底，中兴新地拥有发明专利 25 项，实用新型专利 50 项，外观专利 8 项。

2018 年，因有线类及无线类产品销售下滑，中兴新地实现营业收入 4.76 亿元，同比下降 14.21%；利润总额 2484 万元，同比下降 63.98%。

（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。

2018 年中兴新材实现营业收入 1.62 亿元，受市场价格竞争影响，同比下降 19%，利润总额 3672 万元，同比下降 45%。

4．未来发展

展望2019年，预计信息消费和流量持续高速增长，5G 产业持续推进，公司将在以下方面面临新的发展机遇：5G 进入商用部署的关键阶段，全球主要国家将陆续启动5G 预商用，为5G 规模商用做准备；5G 将驱动各行业数字化转型，提升运营效率，实现业务创新和升级；5G 商用推动产业链成熟，芯片、模块、终端逐步走向市场，带动新应用的创新发展。2019年，公司将坚持核心技术自主创新，以技术为先导，引领5G 创新；持续聚焦价值客户和核心产品，以客户为核心，深化与客户、伙伴的开放合作和协同；继续夯实“合规、人才、内控”三大基石，推动员工和企业的共同发展，强化合规流程建设，优化企业治理结构，防范经营风险。

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9.33亿元，截至2019年3月底已经投入4.95亿元。根据中兴通讯2018年年报，截至2018年底，中兴通讯在建工程合计预算 109.60 亿元，投资项目主要是中兴通讯总部大厦（预算56.31亿元）、人才公寓项目（10.18亿元）和河源生产研发培训基地一期（预算 10.30 亿元）。整体看，公司本部未来投资规模可控。

表4　截至2019年3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2019年3月底投资额	2019年4-12月计划投资额	2020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	93274.00	49501.00	20659.00	23114.00	股权融资+借款+政府补贴

注：主要在建项目中不含中兴通讯
资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报告，该财务报告经大华会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司2019年一季报未经审计。

从公司合并财务报表范围来看，截至2018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2017年新增1家合并子公司，为新设的深圳市中兴新云服务有限公司。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为1330.17亿元，所有者权益为341.04亿元（含少数股东权益 199.83 亿元）；2018 年实现营业收入863.70亿元，利润总额-72.39亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额1453.08亿元，所有者权益358.67亿元（含少数股东权益206.59亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入 224.49 亿元，利润总额13.84亿元。

1．资产质量

截至2018年底，公司资产总额为1330.17亿元，其中流动资产占比71.63%，非流动资产占比28.37%，资产结构仍以流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产总额为952.86亿元，同比下降13.57%，主要是货币资金及应收账款的下降。2018年底公司流动资产主要由货币资金（占26.83%）、应收账款（占23.59%）和存货（占26.53%）构成。

截至2018年底，公司货币资金255.63亿元，受支付罚金影响，同比下降25.54%；构成主要为银行存款（占86.78%），其中受限制货币资金31.13亿元（主要是各类保证金及科技拨款）。

截至2018年底，公司应收账款218.90亿元，较上年下降11.21%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中（按账面余额计算），账

龄在 1 年以内的占 73.89%，1—2 年占 6.40%，2—3 年占 5.12%，3 年以上占 14.59%，账龄一般。截至 2018 年底，公司累计计提坏账准备 124.34 亿元，计提比例为 36.23%，计提充分。应收账款中前五位单位合计 82.51 亿元，占应收账款总额比例为 24.04%，集中度一般。截至 2018 年底，公司应收账款保理 5.88 亿元，同比下降 45.59%。

截至2018年底，公司合同资产账面价值（指企业已向客户转让商品而有权收取对价的权利）84.62亿元，包括已计提减值准备1.52亿元。

截至2018年底，公司存货账面价值252.77亿元，主要由发出商品及其他（占64.05%）、原材料（占16.73%）和库存商品（占13.14%）构成。2018年底，公司累计提存货跌价准备32.13亿元，计提比例为11.27%，计提较为充分。

截至2018年底，公司其他应收款21.99亿元，同比下降40.12%，主要系外部单位往来及其他减少所致。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中（按账面余额计算），账龄在1年以内的占58.23%，1—2年的占22.49%，2—3年的占12.97%，3年以上的占6.31%；公司其他应收款主要为外部单位往来款及员工借款，前五名欠款共计9.43亿元，占39.71%，集中度较高。公司其他应收款共计提减值准备1.74亿元，计提比例较低。

截至2018年底，公司其他流动资产59.50亿元，同比下降23.34%，主要为增值税进项税额58.66亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产 377.32 亿元，主要由固定资产（占 24.39%）、无形资产（占 22.84%）、长期股权投资（占 8.88%）和其他非流动资产（占 11.35%）构成。

截至 2018 年底，公司长期应收款 12.75 亿元，较上年同比大幅下降 66.89%，主要系来自长期应收保理款的下降所致；从构成看，包括长期应收保理 4.32 亿元和分期收款提供通信系统建设工程 8.43 亿元。

截至2018年底，固定资产账面价值92.02亿元，主要由房屋及建筑物（占60.71%）、机器设备（占16.47%）和办公设备及其他（占21.02%）构成。截至2018年底，公司共计提固定资产减值准备0.41亿元，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72.30亿元。

截至2018年底，公司无形资产86.18亿元，同比增长79.13%，主要是购置土地导致土地使用权上升所致。截至 2018 年底，公司无形资产中开发支出 26.85 亿元，土地使用权 50.79 亿元。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 33.52 亿元，同比下降 22.74%，主要系根据仲量联行（北京）咨询有限公司出具的评估报告，截至 2018 年底，中兴通讯持有努比亚 49.90%股权的可回收金额约为 12.81 亿元人民币，低于中兴通讯对努比亚剩余股权的账面余额 23.75 亿元，因此中兴通讯对联营企业努比亚长期股权投资计提减值准备 10.94 亿元。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 42.82 亿元，主要为受限资金 27.45 亿元，保证金 3.55 亿元和预付工程及设备款 6.67 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 80.06 亿元，其中主要包括受限的货币资金 31.12 亿元，受限的其他非流动资产 31.00 亿元，受限的固定资产 12.13 亿元，受限的无形资产 1.98 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产规模进一步增至 1453.08 亿元。资产构成上，流动资产占 72.92%，非流动资产占 27.08%，较 2018 年底变化不大。流动资产中，公司货币资金增至 324.51 亿元，应收票据及应收账款（分别为 215.16 亿元和 2.51 亿元）账面价值下降至 217.68 亿元，存货增长至 270.72 亿元；非流动资产中长期应收款为 16.76 亿元，较上年底增长 31.43%，其余科目较 2018 年底变动不大。

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。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 989.14 亿元，同比下降 2.22%。其中流动负债和非流动负债分别占 88.98%和 11.02%，流动负债比重同比有所提升。

截至 2018 年底，公司流动负债 880.15 亿元，主要由短期借款（占 28.10%）、应付账款（占 22.43%）、应付票据（占 9.14%）、其他应付款（占 12.94%）和合同负债（占 16.45%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 247.35 亿元，同比大幅增长 66.34%；主要为信用借款 182.51 亿元和票据贴现借款 33.27 亿元。

截至 2018 年底，公司应付账款 197.46 亿元，同比下降 17.39%。账龄主要集中在 1 年以内（占 96.96%）；应付票据 80.46 亿元，同比下降 27.04%，包括银行承兑汇票 37.04 亿元和商业承兑汇票 43.42 亿元。

截至 2018 年底，公司合同负债为 144.79 亿元，为已取得收取合同对价权利 76.36 亿元和已收取合同对价 68.43 亿元。

截至 2018 年底，公司其他应付款（不含应付利息及应付股利）为 113.93 亿元，同比增长 35.05%，主要是应付外部单位款增加 41.45 亿元至 95.01 亿元所致；从构成看，公司其他应付款主要为应付外部单位款（对美国相关部门分期支付的罚金，占 79.12%）、应收账款保理之银行拨款（占 5.20%）、预提费用（占 5.13%）和其他（占 8.36%）等。

截至 2018 底，公司非流动负债 108.99 亿元，同比下降 16.31%，主要由长期借款（占 25.25%）、递延收益（占 18.48%）、预计负债（19.89%）和其他非流动负债（占 33.62%）构成。截至 2018 年底，公司长期借款 27.51 亿元，其中抵押借款 3.85 亿元、信用借款 23.13 亿元、保证借款 0.54 亿元；公司预计负债 21.68 亿元，同比大幅增长 306.59%，主要是子公司中兴通讯新增合同预计亏损 14.94 亿元；公司递延收益 20.15 亿元；公司其他非流动负债 36.64 亿元，同比下降 41.74%，主要是长期应收款保理之银行拨款大幅下降所致，构成主要包括员工安居房递延收益 9.19 亿元、长期应收款保理之银行拨款 4.34 亿元和其他 17.71 亿元（应付外部单位款）等。

截至 2018 年底，公司全部债务总额 383.11 亿元，同比增长 4.35%，其中短期债务占 91.68%，长期债务占 8.32%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 1094.40 亿元，较 2018 年底增长 10.64%，构成上，流动负债占比为 88.69%。其中短期借款 327.61 亿元，较上年底新增 80.27 亿元；应付票据及应收账款（分别为 297.69 亿元和 2.00 亿元）99.69 亿元，较 2018 年底增长 7.83%；其他应付款较 2018 年底下降 23.53%至 87.12 亿元，其他非流动负债较 2018 年底增长 44.07%至 52.79 亿元，系按照 2019 年新会计准则要求新增列报的租赁负债 103.17 亿元所致。其余科目变化不大。

截至 2018 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 74.36%、52.91%和 8.54%，分别较 2017 年底上升 5.94 个百分点、上升 8.76 个百分点和下降 4.48 个百分点。

2015 年中兴通讯发行永续中期票据“15 中兴通讯 MTN001”，本金总额 60 亿元。考虑到上述永续中期票据在清偿顺序、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。如将上述永续中期票据调整计入长期债务后，公司全部债务为 445.63 亿元，其中长、短期债务占比分别为 21.17%和 78.83%。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 79.27%、61.68%和

25.85%。

总体看，跟踪期内公司债务以短期债务为主，债务规模仍维持在较高水平。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 341.04 亿元，其中少数股东权益 199.83 亿元，所有者权益同比下降 26.57%，主要是公司赎回永续中期票据“15 中兴通讯 MTN002”和“15 中兴通讯 MTN003”导致其他权益工具下降，以及归属于少数股东权益的综合收益下降所致。公司未分配利润同比下降 43.48%至 27.05 亿元，主要系本期归属于母公司股东的净利润亏损所致。其他权益工具为子公司中兴通讯 2015 年 1 月份发行的“15 中兴通讯 MTN001”，发行额度 60 亿元，期限 5+N。截至 2018 年底，归属母公司所有者权益合计 141.21 亿元，其中实收资本、资本公积、未分配利润分别占 0.71%、39.55%、19.15%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 358.67 亿元，较 2018 年底增长 5.17%，主要是资本公积新增 14.62 亿元，系公司减持中兴通讯股票所致。

整体看，公司所有者权益中，少数股东权益占比高，归属母公司所有者权益中其他权益工具占比高，结构稳定性较弱。

3. 盈利能力

2018 年，受拒绝令影响，中兴通讯订单量下滑，业务规模缩减，导致公司营业收入同比下降 21.42%至 863.70 亿元。2018 年，公司营业成本为 580.20 亿元，同比下降 23.27%。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，2018 年公司利润总额为-72.39 亿元。同期营业利润率为 32.07%，较上年上升 1.82 个百分点。

2018 年，公司销售费用为 91.33 亿元，同比下降 24.90%；管理费用 37.75 亿元，较上期发生额增长 17.97%（剔除研发费用影响）；财务费用 3.45 亿元，同比下降 69.11%，主要系汇兑损失同比大幅下降至-5.06 亿元所致；研发费用 109.81 亿元，较上期发生额下降 15.88%。跟踪期内，公司期间费用同比下降 17.94%，期间费用占营业收入比重 28.06%，较上年增长 1.19 个百分点。

2018 年，公司资产减值损失 21.29 亿元，较上年下降 16.52%，主要包括公司存货跌价损失 8.88 亿元和长期股权投资减值损失 10.02 亿元（主要为子公司中兴通讯对联营公司努比亚的减值计提）；信用减值损失 36.55 亿元，主要是应收账款减值损失 34.43 亿元。

2018 年，公司投资收益为 5.24 亿元，同比大幅下降 80.41%，主要是上年中兴通讯处置努比亚产生的投资收益 24.53 亿元，导致当年投资收益规模较大所致。

2018 年，公司其他收益为 21.00 亿元，为软件产品增值税退税 15.91 亿元和其他类 5.10 亿元。

2018 年，公司营业外收入为 1.95 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，2018 年公司利润总额为亏损 72.39 亿元。公司总资本收益率及净资产收益率均呈负值，分别为-7.74%和-20.08%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 224.49 亿元，营业利润率为 38.33%，利润总额 13.84 亿元。2018 年 7 月，拒绝令解除后，中兴通讯主营业务持续恢复。2019 年 1—3 月，中兴通讯实现营业收入 222.02 亿元，利润总额 13.87 亿元，同比增长 125.00%。根据中兴通讯 2019 年半年度业绩预告，2019 年上半年预计归属于上市公司普通股股东的净利润为 12.00~18.00 亿元。

总体看，2018 年受美国出口管制事宜受罚影响，中兴通讯经营损失、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，2018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分别同比下降21.49%和19.94%，为916.38亿元和1027.60亿元。2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比下降16.22%，为659.35亿元；2018年，公司支付其他经营活动有关的现金同比增长25.18%，为186.70亿元，主要系支付罚款及保证金大幅增长所致。2018年，公司经营活动产生的现金流量净流出91.81亿元。2018年，公司现金收入比为106.10%，同比略有下降。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入75.04亿元，其中收回投资收到的现金同比增长50.91%至35.12亿元，收到其他与投资活动有关的现金（主要为收到深圳投资控股有限公司合作款22.00亿元[3]）同比增至24.68亿元；2018年，公司投资活动现金流出87.80亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付53.57亿元，投资支付的现金31.56亿元。2018年公司投资活动现金流出较上年下降10.18%，投资活动现金流量净流出额同比降至12.76亿元。

2018年，公司筹资活动现金流入302.69亿元，其中取得借款收到的现金300.57亿元。公司筹资活动现金流出287.95亿元，其中偿还债务支付的现金234.69亿元，支付其他与筹资活动有关的现金30.32亿元（主要为其他类30.00亿元，为兑付永续票据所支付的现金）。公司筹资活动产生的现金流量净额为14.74亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流量净额为12.80亿元；投资活动现金净流量-2.55亿元；筹资活动方面，当期公司筹资活动现金流量净额57.88亿元。

总体看，受罚款支出影响，2018年公司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，公司资本性支出及研发投入仍维持较大规模，外部融资需求较强。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，2018年底，公司流动比率和速动比率均较上年有所下降，分别为108.26%和79.54%。2019年3月底，上述指标分别上升至109.17%和81.27%。2018年，公司经营现金流动负债比由正转负，为-10.43%。考虑到公司货币资金较为充裕，业务恢复对公司资产流动性的改善，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2018年，受禁售令及支付罚款影响，公司EBITDA为-34.72亿元。考虑到偿债能力禁售令解除后，公司业务逐步恢复，公司长期偿债能力有望增强。

截至报告出具日，公司本部获得金融机构授信共 12.50 亿元，其中 4.85 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年底，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提供合计2878.48万元的对外担保额度，整体对外担保规模较小。

6. 母公司财务分析

截至2018年底，公司母公司资产总额68.59亿元，主要为货币资金（7.42亿元）、其他应收款（9.10亿元）和长期股权投资（49.78亿元）；负债合计21.01亿元，以短期借款（9.75亿元）和一年内到期的非流动负债（10.00亿元）为主。截至2018年底，母公司资产负债率为30.63%，债务结构以短期债务为主。

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。2018年，公司母公司实现营业收入1.36亿元，利润总额0.62亿元，其中投资收益1.75亿元。

总体看，公司母公司长期股权投资规模

[3] 2018 年 9 月 19 日，中兴通讯与深圳投资控股有限公司签订了《合作框架协议》，拟就公司直接或间接持有的深圳市南山区西丽工业园北区（以及深圳市龙岗区布吉片区的土地及物业资产与深投控进行交易。2019 年 3 月 19 日，中兴通讯与深圳投资控股有限公司就《合作框架协议》终止安排及相关事宜，签订了《关于<合作框架协议>终止及相关事项的备忘录》。

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 2019 年 1 月 9 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2018年底，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”。

截至2018年底，公司现金类资产（剔除受限部分）对一年内到期债券（10.00亿元）的保障倍数为27.17倍，保障程度高。2018年，公司经营活动现金流入量为1027.60亿元，为公司11中兴新债/11中兴新的102.76倍。总体看，2018年公司现金类资产对“11中兴新债/11中兴新”余额覆盖倍数高。

表5 公司合并范围存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	2018 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	27.17
存续债券余额	70.00
经营活动现金流入量/存续债券余额	14.68

资料来源：联合资信整理

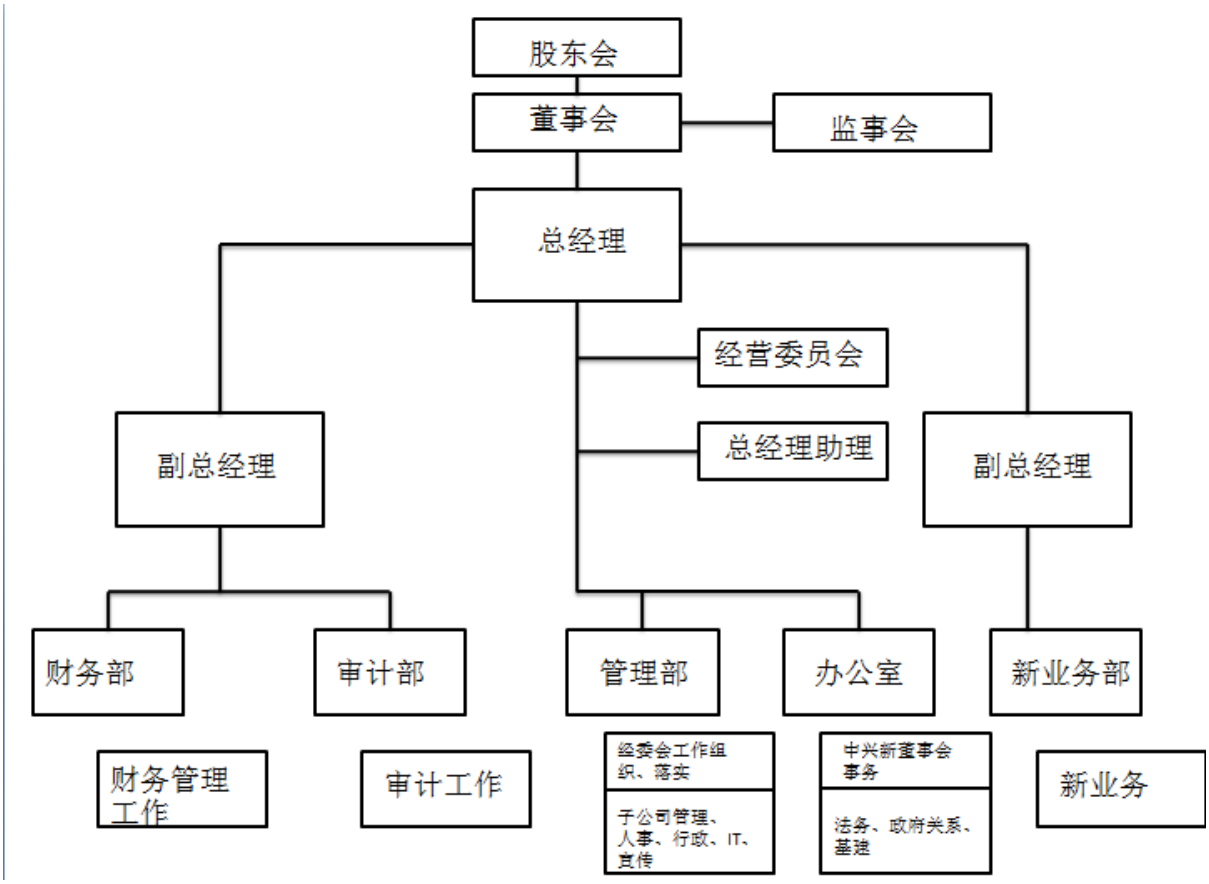
十二、结论

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　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	341.18	338.24	271.66	338.14
资产总额(亿元)	1448.38	1470.66	1330.17	1453.08
所有者权益(亿元)	419.67	464.42	341.04	358.67
短期债务(亿元)	314.44	308.45	351.26	344.09
长期债务(亿元)	74.10	69.50	31.86	28.44
全部债务(亿元)	388.54	377.95	383.11	372.52
营业收入(亿元)	1028.88	1099.15	863.70	224.49
利润总额(亿元)	-3.99	69.17	-72.39	13.84
EBITDA(亿元)	32.95	108.11	-34.72	--
经营性净现金流(亿元)	51.88	72.70	-91.81	12.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.41	2.84	2.76	--
存货周转次数(次)	3.00	2.82	2.24	--
总资产周转次数(次)	0.75	0.75	0.62	--
现金收入比(%)	110.78	106.19	106.10	94.44
营业利润率(%)	29.91	30.25	32.07	38.33
总资本收益率(%)	0.13	8.17	-7.74	--
净资产收益率(%)	-2.51	11.97	-20.08	--
长期债务资本化比率(%)	15.01	13.02	8.54	7.35
全部债务资本化比率(%)	48.07	44.87	52.91	50.95
资产负债率(%)	71.03	68.42	74.36	75.32
流动比率(%)	125.90	125.84	108.26	109.17
速动比率(%)	96.07	95.55	79.54	81.27
经营现金流动负债比(%)	5.63	8.30	-10.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.85	8.74	-2.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.79	3.50	-11.04	--

注：1.现金类资产已剔除受限货币资金；2.2016—2018 年所有者权益中含永续中期票据；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.长期应收款保理之银行拨款计入长期债务

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　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。

附件 4-3　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