

广州赛意信息科技股份有限公司

**2020 年创业板公开发行可转换
公司债券信用评级报告**



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【96】号 01

分析师

姓名：
万蕾 罗力

电话：
010-66216006

邮箱：
wanl@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 3 月 12 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
软件开发企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

广州赛意信息科技股份有限公司 2020 年创业板公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：A+

发行主体长期信用等级：A+

发行规模：不超过 3.2 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，另附债券赎回及回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广州赛意信息科技股份有限公司（以下简称“广州赛意”或“公司”，股票代码“300687.SZ”）本次拟发行总额不超过 3.2 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 A+，该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。该等级的评定是考虑到公司营业收入持续增长，上市大幅提升公司资本实力，公司偿债指标表现较好；同时中证鹏元也关注到，公司客户集中度高，应收账款持续增加且应收对象相对集中，存在商誉减值风险，以及本期债券募投项目能否按期完工并实现预期收益尚待观察等风险因素。

正面：

- 公司营业收入持续增长，智能制造及工业互联网业务增长势头良好。公司是企业级数字化及智能制造综合解决方案提供商，主要提供以 ERP 为核心的相关业务运营管理软件、以 MES/MOM 为核心的相关智能制造及工业互联网综合解决方案的规划、咨询及实施开发服务。近年公司与主要客户合作关系稳定，随着客户企业信息化需求增加，公司营业收入持续增长，2016-2018 年公司分别实现营业收入 6.12 亿元、7.09 亿元和 9.09 亿元。智能制造及工业互联网作为公司现阶段发展重点，2018 年实现业务收入 1.47 亿元，收入占比由 2016 年的 4.16%提高至 2018 年的 16.18%，增长势头良好。
- 上市大幅提升公司资本实力，公司偿债指标表现较好。得益于 2017 年成功上市，公司资本实力大幅提升，2018 年末公司所有者权益合计 9.08 亿元，较 2016 年末增长 241.36%。偿债指标方面，2018 年末公司资产负债率、流动比率和 EBITDA

利息保障倍数分别为 21.27%、3.95 和 853.19，表现较好。

关注：

- **公司客户集中度高，业绩易受主要客户经营情况影响。**2018 年公司对前五大客户合计销售额占营业收入的比重为 53.43%，其中第一大客户对当年收入贡献比重为 45.24%，客户集中度高，存在由于主要客户经营不利而导致公司经营业绩下滑的风险。
- **公司应收账款持续增加且应收对象相对集中，需关注款项回收时间及坏账风险。**近年公司应收账款规模随业务扩张持续提高，2018 年末合计 4.57 亿元，2016-2018 年复合增长率为 29.16%，其中公司应收第一大欠款方 2.56 亿元，占总款项的 51.81%。较大规模的应收账款对营运资金形成占用，需关注客户财务状况变动对应收账款回收时间及坏账情况的影响。
- **若被收购企业经营业绩不达预期，公司将面临商誉减值风险。**2018 年公司收购上海景同信息科技股份有限公司（以下简称“景同科技”），年末确认商誉 0.98 亿元，未来公司与景同科技能否实现协同效应尚待检验，若被收购企业经营业绩不达预期，公司将面临商誉减值风险。
- **本期债券募投项目能否按期完工并实现预期收益尚待观察。**本期债券募投项目基于新一代通讯及物联技术的工业互联网云平台继续研发项目和智能制造解决方案升级项目计划总投资 3.21 亿元，建设期均为 2 年，受资金到位情况、研发情况、工程进度等因素影响，募投项目存在不能按期完成的可能性，同时募投项目建成后能否实现预期收益尚待观察。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	126,819.32	115,263.32	88,669.00	41,031.09
归属于母公司所有者权益	81,995.09	86,287.07	76,449.09	26,585.34
有息债务	6,500.00	2,800.00	0.00	3,000.00
资产负债率	23.43%	21.27%	13.78%	35.21%
流动比率	3.47	3.95	7.01	2.63
速动比率	3.46	3.95	7.01	2.63
营业收入	75,990.05	90,949.69	70,889.55	61,188.28
营业利润	5,544.69	12,526.30	11,145.38	8,722.98
净利润	5,506.87	11,951.90	10,101.11	8,199.95

综合毛利率	25.53%	32.27%	32.75%	31.38%
总资产回报率	-	12.80%	17.61%	26.78%
EBITDA	-	13,582.86	11,898.59	9,735.89
EBITDA 利息保障倍数	-	853.19	110.28	363.55
经营活动现金流净额	-500.50	6,150.42	3,208.91	4,686.62

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2005年1月10日，前身为广州赛意信息科技有限公司，初始注册资本为200万元，2015年10月更为现名。2017年8月，公司股票在深圳证券交易所创业板市场上市，股票代码“300687.SZ”，股票简称“赛意信息”。截至2019年9月末，公司注册资本为21,761.175万元，前十大股东合计持股14,500.20万股，占总股份比重的66.63%；自然人张成康、刘伟超、刘国华、欧阳湘英和曹金乔为一致行动人，合计持有公司44.33%的股份，系公司实际控制人。

表 1 截至 2019 年 9 月末公司前十大股东情况

股东名称	股份数量 (股)	持股比例	质押数量 (股)	质押股数占 其持股比例
张成康	35,712,943	16.41%	9,477,000	26.54%
佛山市美的投资管理有限公司	26,244,000	12.06%	0	-
刘伟超	19,810,980	9.10%	7,911,000	39.93%
刘国华	17,058,600	7.84%	7,911,000	46.38%
欧阳湘英	13,257,000	6.09%	6,910,920	52.13%
曹金乔	10,635,300	4.89%	7,911,000	74.38%
广州意拓投资合伙企业（有限合伙）	6,177,690	2.84%	0	-
广州意成投资合伙企业（有限合伙）	5,949,750	2.73%	0	-
广州意道投资合伙企业（有限合伙）	5,345,970	2.46%	0	-
珠海高瓴天成股权投资基金（有限合伙）	4,809,770	2.21%	0	-
合计	145,002,003	66.63%	40,120,920	-

注：广州意拓投资合伙企业（有限合伙）、广州意成投资合伙企业（有限合伙）、广州意道投资合伙企业（有限合伙）为员工持股的合伙企业；

刘伟超通过普通证券账户持有公司有限售条件的股份19,683,000股，通过西藏东方财富证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户持有公司股份127,980股，合计持有公司股份19,810,980股。

资料来源：公司 2019 年三季度报，中证鹏元整理

公司是企业级数字化及智能制造综合解决方案提供商，专注于面向制造、零售、服务等行业领域的集团及大中型客户提供完整的数字化及智能制造解决方案产品及相关实施服务。截至2019年9月末，公司纳入合并范围的二级子公司共8家。

表 2 截至 2019 年 9 月末纳入合并范围的二级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
赛意（上海）信息科技有限公司	1,000.00	100.00%	软件业
武汉荆楚赛意信息科技有限公司	500.00	100.00%	软件业
广州能量盒子科技有限公司	1,000.00	100.00%	软件业

山东赛意信息科技有限公司	1,000.00	100.00%	软件业
广东赛意信息科技有限公司	1,000.00	100.00%	软件业
广东赛意信息产业投资中心（有限合伙）	-	55.69%	商务服务业
广州翼上云信息技术有限公司	100.00	100.00%	软件业
上海景同信息科技股份有限公司	1,818.18	100.00%	软件业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：广州赛意信息科技股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过3.2亿元（含）；

债券期限：6年；

债券利率：本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，在符合国家有关规定的前提下，由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和支付最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格的调整方式：在本次发行之后，若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、派送现金股利等情况，使公司股份发生变化时，转股价格相应调整。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本期债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本期债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视

具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本期债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据届时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日股票交易均价之间的较高者。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

如公司决定向下修正转股价格时，公司将在中国证监会指定的信息披露报刊及互联网网站上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间（如需）等。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日），开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行；

债券赎回条款：在本期债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本期债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日收盘价格低于当期转股价格的 70%，可转换公司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上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须

从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

在可转换公司债券最后两个计息年度内，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

附加回售条款：若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司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上当期应计利息价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过3.20亿元（含），扣除发行费用后将投资于“基于新一代通讯及物联技术的工业互联网云平台继续研发项目”和“智能制造解决方案升级项目”，具体如下：

表 3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
基于新一代通讯及物联技术的工业互联网云平台继续研发项目	5,986.04	5,900.00	98.56%
智能制造解决方案升级项目	26,131.19	26,100.00	99.88%
合计	32,117.23	32,000.00	-

资料来源：公司提供

1、项目基本情况

1) 基于新一代通讯及物联技术的工业互联网云平台继续研发项目

公司工业互联网设备管理云平台可通过应用新一代信息技术将海量工业设备数据采集上云，帮助企业及时对设备、产线进行健康诊断，避免非计划性停机所造成的业务损失，有效协助客户建设低时延高速率的工业灵敏神经系统。本项目将对公司现有工业互联网设备管理云平台的功能架构进行全面完善，进一步扩大应用场景，具体包括智能网关优化、技术平台升级和设备健康值模型扩展与优化。项目计划总投资5,986.04万元，其中基础设

施建设费用636.48万元，设备及软件购置1,926.58万元，开发费用3,422.98万元，建设期为2年，目前项目已取得广东省企业投资项目备案证，尚未开工建设。

2) 智能制造解决方案升级项目

智能制造解决方案升级项目将对公司智能制造解决方案产品进行全面升级，利用中台技术，构建“标准产品+行业套件+定制化服务”新业态，一方面通过产品化程度的提升进一步缩短交付周期，降低交付成本，另一方面通过提升自本地定制化开发到云化服务的多层次服务模式，不断提升客户覆盖率。项目计划总投资2.61亿元，其中基础设施建设3,488.40万元，设备及软件购置3,747.42万元，开发费用2,273.36万元，实施费用11,454.00万元，铺底流动资金5,168.01万元，建设期为2年，目前项目已取得广东省企业投资项目备案证，尚未开工建设。

2、项目效益分析

1) 基于新一代通讯及物联技术的工业互联网云平台继续研发项目

鉴于公司现有工业互联网设备管理云平台业务处于孕育阶段，且工业互联网平台行业亦处于发展初期，本项目不设定具体的经济效益核算指标。

2) 智能制造解决方案升级项目

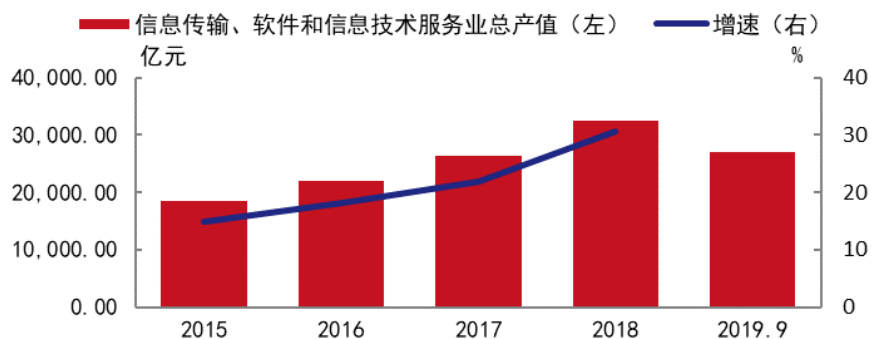
根据深圳大象投资顾问有限公司提供的项目可行性研究报告，项目建设完成后，预计税后内部收益率为27.57%，税后动态投资回收期为5.28年。

四、运营环境

我国软件和信息技术服务业处于高速发展的成长期，收入及利润规模持续增长且增速较快，因行业具有技术更新快、应用领域广等特点，若业内企业无法及时进行技术创新和业务模式创新，则会面临被淘汰的风险

软件与信息技术服务业是指利用计算机、通信网络等技术对信息进行生产、收集、处理、加工、存储、运输、检索和利用，并提供信息服务的业务活动，其业务形态包括但不限于信息技术咨询、信息技术系统集成、软件开发、信息技术外包、业务流程外包等。近年来，随着我国产业结构的不断升级调整，我国软件和信息技术服务业发展迅速，信息传输、软件和信息技术服务业生产总值持续增长，且增速显著高于国内生产总值增速，2018年我国信息传输、软件和信息技术服务业生产总值为32,432.10亿元，2015-2018年行业生产总值增速分别为14.80%、18.10%、21.80%和30.70%，同年国内生产总值增速均低于7%。2019年1-9月，我国信息传输、软件和信息技术服务业生产总值为27,062.40亿元，较上年同期增长13.50%。

图 1 我国信息传输、软件和信息技术服务业生产总值及增速持续增加（单位：亿元）

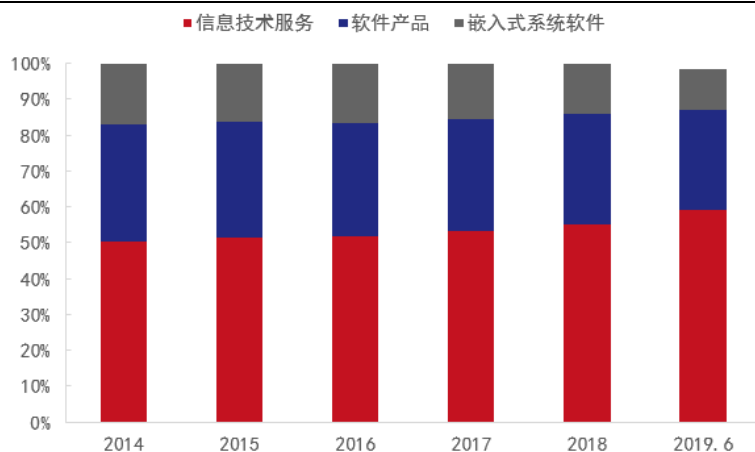


资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前，我国软件和信息技术服务业处于高速发展的成长期，软件产业盈利能力持续提升。2018年我国软件产业业务收入为63,061.00亿元，同比增长14.58%；利润总额为7,087.00亿元，同比增长10.90%，整体来看软件行业收入及利润增速存在一定波动，但仍维持在较高水平。

从收入结构来看，软件和信息技术服务收入主要包括信息技术服务、软件产品及嵌入式系统软件，随着软件产品在信息产业中应用不断加深，近年软件技术服务在软件和信息技术服务收入中占比持续提升，2018年占比55.10%，较2014年提高4.7个百分点，软件产品及嵌入式系统软件占比持续下降，2019年1-6月，软件技术服务在软件和信息技术服务收入中占比继续提高至59.04%。

图 2 我国软件和信息技术服务业收入结构变化情况



资料来源：工信部，中证鹏元整理

随着研发投入的不断提升，我国软件和信息技术更新速度较快，云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能、虚拟现实、区块链等新一代信息技术快速演进，单点技术和单一产品的创新正加速向多技术融合互动的系统化、集成化创新转变，创新周期大幅缩

短，硬件、软件、服务等核心技术体系加速重构，新业态、新模式快速涌现。但值得注意的是，软件和信息技术服务业发展迅速，产品升级换代速度较快，若业内企业不能正确判断、把握市场动态和发展趋势，不能根据技术发展、行业标准和客户需求及时进行技术创新和业务模式创新，则会面临被淘汰的风险。同时，软件和信息技术服务业的业务开展需要高素质的研发人员、优秀的管理人员及优质的销售队伍，需持续关注人才流失风险。

我国政府出台了一系列鼓励、支持软件和信息技术服务业发展的政策法规，为行业发展提供了良好的政策环境

目前，我国经济发展进入新常态，发展动力加快转换，以改革创新为核心的新动能加速孕育。在中国制造2025、“一带一路”、“互联网+”行动计划、大数据、军民融合发展等国家战略的推进实施，以及国家网络安全保障的战略需求下，我国政府始终高度重视软件和信息技术服务业的发展，相继出台了一系列引导性及激励性的政策法规，为行业发展、企业技术创新能力的提升和核心竞争力的提升提供了良好的市场环境和政策保障。

表 4 软件和信息技术服务业主要法律法规和政策

序号	名称	年份	发布单位	相关内容
1	《信息产业发展规划》	2013	国家发改委、工信部	重点扶持信息系统咨询、规划设计、集成实施、运行维护、技术支持、数据处理等信息技术服务业。
2	《国务院关于加强发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》	2014	国务院	发展涉及网络新应用的信息技术服务，积极运用云计算、物联网等信息技术，推动制造业的智能化、柔性化和服务化，促进定制生产等模式创新发展。
3	《国务院关于印发促进大数据发展行动纲要的通知》	2015	国务院	推动大数据发展和应用在未来 5-10 年逐步实现如下目标：打造精准治理、多方协作的社会治理新模式；建立运行平稳、安全高效的经济运行新机制；构件以人为本、惠及全民的民生服务新体系；开启大众创业、万众创新的创新驱动新格局；培育高端智能、新兴繁荣的产业发展新生态。
4	《国家信息化发展战略纲要》	2016	中共中央办公厅、国务院办公厅	加快实施《中国制造2025》，推动工业互联网创新发展。以智能制造为突破口，加快信息技术与制造技术、产品、装备融合创新，推广智能工厂和智能制造模式，全面提升企业研发、生产、管理和服务的智能化水平。
5	《工业和信息化部关于印发软件和信息技术服务业发展规划（2016—2020 年）的通知》	2017	工信部	软件和信息技术服务业步入加速创新、快速迭代、群体突破的爆发期，加快向网络化、平台化、服务化、智能化、生态化演进。
6	《国家智能制造标准体系建设指南（2018 年版）》	2018	工信部、国家标准管理委员会	针对智能制造标准跨行业、跨领域、跨专业的特点，立足国内需求，兼顾国际体系，建立涵盖基础共性、关键技术和行业应用等三类标准的国家智能制造标准体系。
7	《科技领域中央与	2019	国务院办公	确定全方位支持科技发展的基本原则；中央财政

地方财政事权和支出责任划分改革方案》

厅

重点支持基础及重大领域，多个方面明确中央与地方责任；财政科技投入只增不减，强调配套保障。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

企业信息化需求推动ERP软件需求增长，目前工业发展进入智能时代，智能制造行业市场规模在技术发展和政策支持下持续扩张

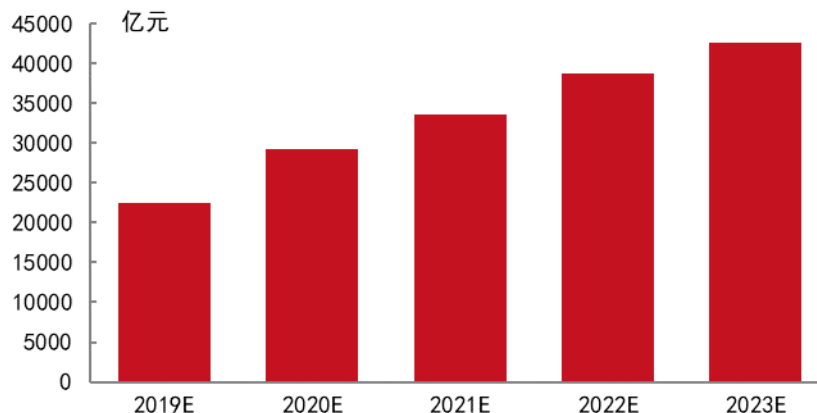
ERP是指在信息技术基础上，以系统化的管理思想，为企业决策层及员工提供决策运行手段的管理平台，即对物资资源管理（物流）、人力资源管理（人流）、财务资源管理（财流）、信息资源管理（信息流）集成一体化的企业管理软件，按应用行业可分为制造业ERP、流通业ERP、电力行业ERP、能源业ERP等。现阶段全球ERP软件开发商主要包括SAP、Oracle、Microsoft、Infor等，国内ERP软件开发企业为用友软件、金蝶国际、浪潮通软等。前瞻产业研究院数据显示，2018年中国高端ERP软件市场中，SAP和Oracle市场占有率分别为33%和20%。

企业信息化需求持续存在，在消费互联网转向产业互联网背景下，传统企业对提高生产效率的要求推动ERP软件需求增长。2018年我国ERP软件行业市场规模超过250亿元，2015-2018年市场规模增速均超过10%。目前ERP管理重心仍在企业内部，且系统模式无法满足不同企业个性化需求，未来ERP发展模式将注重对企业外部资源的协调管理，进一步加强与电子商务、客户关系管理、供应链管理等其他企业应用系统的整合。

为提高工业竞争力，2013年德国政府提出“工业4.0战略”，即利用物联网信息系统将生产中的供应、制造、销售信息数据化、智慧化，最后达到快速、有效、个人化的产品供应。随着工业发展进入智能时代，2015年国务院正式印发《中国制造2025》，2016年工业和信息化部、财政部联合制定《智能制造发展规划（2016年-2020年）》，此后一系列智能制造政策出台加速我国制造业智能化水平提升。

智能制造技术包括自动化、信息化、互联网和智能化四个层次，产业链涵盖智能装备、工业互联网、工业软件、3D打印以及将上述环节有机结合的自动化系统集成及生产线集成等。在政府支持下，随着云计算、大数据、机器人等相关技术发展，我国智能制造行业实现快速发展，行业规模自2015年的1.00万亿元增长至2018年的1.74万亿元，预计2019年达到2.25万亿元。

图3 智能制造行业市场规模预计持续扩张



资料来源：前瞻产业研究院，中证鹏元整理

软件及信息技术服务行业属于充分竞争的市场化程度较高的行业，行业内企业业务发展方向多元，根据行业相关性与业务结构相似性划分，选取上海汉得信息技术股份有限公司（以下简称“汉得信息”）、博彦科技股份有限公司（以下简称“博彦科技”）、高伟达软件股份有限公司（以下简称“高伟达”）和启明信息技术股份有限公司（以下简称“启明信息”）作为国内可比上市公司，其中汉得信息是国内最早从事ERP实施服务的专业咨询公司之一，以Oracle和SAP实施业务作为核心主业，与公司业务相关性较高；博彦科技为面向全球的IT咨询、行业解决方案与服务提供商；高伟达主要面向金融领域，为金融信息化软件产品和综合服务提供商；启明信息主要针对汽车业管理软件提供开发、应用集成及管理咨询业务。

软件及信息技术服务行业企业竞争力体现于项目经验、客户资源、人才技术等，近年公司资产及收入规模逐步扩大，但与可比上市公司相比仍存在一定差距，从毛利率水平看，公司盈利情况在行业中表现优于平均。

表5 同行业主要上市公司财务情况（单位：亿元）

项目	公司简称	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	汉得信息	38.18	31.47	26.37
	博彦科技	33.50	28.74	26.66
	高伟达	23.89	22.37	17.00
	启明信息	19.77	18.24	17.21
	赛意信息	11.53	8.87	4.10
营业收入	博彦科技	28.83	22.51	19.34
	汉得信息	28.65	23.25	17.10
	高伟达	15.92	13.20	9.73

	启明信息	15.88	17.12	12.70
	赛意信息	9.10	7.09	6.12
应收账款占营业收入比重	博彦科技	26.05%	24.93%	22.33%
	启明信息	28.78%	19.97%	15.51%
	高伟达	33.68%	41.56%	40.27%
	赛意信息	50.27%	47.86%	44.79%
	汉得信息	60.90%	60.96%	63.85%
综合毛利率	汉得信息	35.76%	37.60%	39.19%
	赛意信息	32.27%	32.75%	31.38%
	博彦科技	23.99%	29.06%	29.60%
	高伟达	22.88%	23.11%	24.15%
	启明信息	16.04%	14.57%	18.87%
经营性净现金流	高伟达	2.38	-0.80	0.53
	汉得信息	2.02	-0.25	-2.70
	博彦科技	1.47	1.70	1.78
	赛意信息	0.62	0.32	0.47
	启明信息	0.35	0.25	1.39
资产负债率	赛意信息	21.27%	13.78%	35.21%
	汉得信息	23.02%	21.99%	21.43%
	博彦科技	27.10%	26.45%	30.23%
	启明信息	38.75%	36.86%	34.23%
	高伟达	49.11%	51.12%	38.58%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

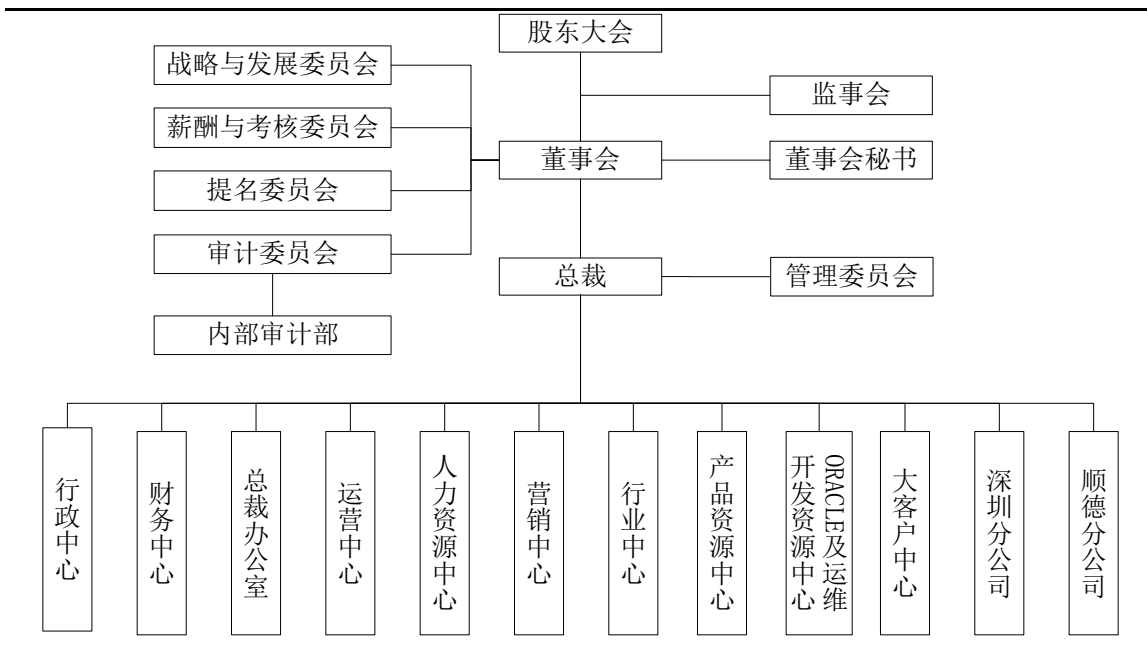
五、公司治理与管理

公司系在深圳证券交易所创业板挂牌的上市公司，根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》等相关法律、法规、规范性文件的要求及自身实际情况建立了较为完善的治理结构及内部控制制度。

公司建立了股东会、董事会和监事会及其议事规则，并对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。截至2019年9月末，公司董事会由7名董事组成，其中董事长1名，独立董事3名。公司董事会下设战略与发展委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会四个专门委员会，各专门委员会成员全部由董事组成。目前公司监事会由3名监事组成，监事会设主席1人。近年公司股东大会、董事会、监事会及董事会各专门委员能依据相关工作程序，履行职责、实施权

利，进行表决或发表相应意见。为规范日常经营活动，公司管理层下属分支包括行政中心、财务中心、运营中心、营销中心等。

图 4 公司组织结构图



资料来源：公司提供

截至2018年末，公司在职员工合计3,406人，从专业构成看，公司技术人员合计3,113人，占总员工比重为91.40%；从学历构成看，本科及大专以上学历员工合计占总员工比重为96.95%。

表 6 截至 2018 年末公司在职员工构成情况（单位：人）

专业构成	人数	占员工总数的比例
销售人员	67	1.97%
技术人员	3,113	91.40%
财务人员	20	0.59%
行政人员	19	0.56%
管理人员	25	0.73%
其他职能人员	162	4.76%
合计	3,406	100.00%
学历构成	人数	占员工总数的比例
硕士及以上	77	2.26%
本科及大专	3,302	96.95%
大专以下	27	0.79%
合计	3,406	100.00%

资料来源：公司 2018 年年报，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司是企业级数字化及智能制造综合解决方案提供商，客户主要为制造、零售、服务等行业领域的集团及大中型客户。公司当前主要产品及服务分为三大板块：（1）面向制造、零售及现代服务等行业的集团及大中型企业客户提供以ERP为核心的相关业务运营管理软件、以MES/MOM为核心的相关智能制造及工业互联网综合解决方案的规划、咨询及实施开发服务；（2）相关解决方案的专业维护服务；（3）相关软硬件的衍生性销售业务。2016-2018年公司分别实现营业收入6.12亿元、7.09亿元和9.09亿元，其中泛ERP业务收入规模占各年收入比重较高，在该业务中，公司基于Oracle ERP等软件，为客户提供咨询实施及相关二次开发服务；智能制造及工业互联网业务作为公司现阶段发展重点，2018年实现业务收入1.47亿元，收入占比由2016年的4.16%提高至2018年的16.18%，增长势头良好；系统维护服务及软硬件代理分销业务作为相关衍生业务，整体收入规模较小；公司其他业务为景同科技子公司上海景志电子商务有限公司第三方电商平台上的代理销售洋酒业务。

盈利方面，2016-2018年公司综合毛利率分别为31.38%、32.75%和32.27%，其中泛ERP业务为公司利润主要来源，2016-2018年毛利率分别为32.98%、36.09%和35.09%，2019年1-9月，泛ERP业务员工成本增加，此外受贸易战影响，为协助主要客户抵抗外部压力，公司为其提供一定产品折扣，产业利润空间有所下降，当期业务毛利率为25.36%；由于智能制造及工业互联网业务尚处起步阶段，该业务毛利率波动增长，2018年为29.97%；系统维护服务业务为客户提供用户支持、系统支持及其他服务，成本主要为员工成本，业务盈利性较强，近年平均毛利率约为40%；软硬件代理分销业务是公司实施开发服务的延伸性业务，在实施开发服务前期根据客户需要进行相关软、硬件销售，该业务毛利率水平较低，近年毛利率不超过10%。

表 7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年 9 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
泛 ERP	55,139.95	25.36%	67,607.42	35.09%	59,605.26	36.09%	56,108.84	32.98%
智能制造及工业互联网	15,004.72	28.90%	14,712.02	29.97%	7,346.69	14.48%	2,542.56	12.87%
系统维护服务	1,897.15	39.18%	1,433.72	43.79%	811.4	42.19%	548.14	37.44%
软硬件代理分销	2,698.18	9.17%	6,310.23	8.05%	3,126.20	9.46%	1,988.73	8.32%
其他	1,250.05	7.51%	886.30	9.16%	0.00	-	0.00	-

合计	75,990.05	25.53%	90,949.69	32.27%	70,889.55	32.75%	61,188.28	31.38%
----	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在赛意S-MOM产品、工业互联网方面不断加大研发投入，拥有多项软件著作权，考虑到研发情况对公司业务发展影响重大，需关注公司可能面对的技术创新风险以及募投项目收益实现情况

公司业务范围涵盖从企业信息化规划、流程咨询到管理应用软件及智能制造解决方案的实施服务及开发，从本地部署实施到云应用开发交付，从企业桌面应用到企业移动手机端应用，提供覆盖企业信息化全生命周期的系统解决方案。

图 5 公司 360° 数字化及智能制造解决方案全景图



资料来源：公司提供

业务模式方面，根据业务特点，公司为客户提供项目型交付及定制化服务，前期通过招投标或议标等方式获得销售合同，在向客户提供定制化的信息化解决方案及相应的实施开发服务后，收取项目合同款。

针对泛ERP和智能制造及工业互联网业务，公司项目实施开发主要分为两类：一是基于项目合同的整体性实施开发，公司根据项目合同的要求，直接提供实施开发服务，公司需对项目交付质量负责，并对项目实施风险进行控制管理；二是人天外包类的实施开发，即公司向客户提供实施人员和技术人员，并以实际发生的人天数与客户进行服务结算。公司项目开发周期视项目复杂程度而定，一般采取“5+1”或“6+1”的开发模式，即开发期5-6个月，运维测试期1个月。

系统维护服务和软硬件代理分销业务是公司泛ERP和智能制造及工业互联网业务的衍生性业务，公司根据泛ERP和智能制造及工业互联网业务客户要求，依据项目合同为客户提供定期或不定期软件维护、客户化开发、现场咨询和服务、系统安装和升级、培训等

服务，销售相关软件产品及配套服务器等硬件产品。

产品及服务方面，泛ERP业务中，公司服务领域自大型核心ERP解决方案，横向向企业供应链上下游的数字化采购管理及数字化营销管理领域延伸，产品及服务应用领域包括企业资源计划领域、客户关系管理领域、供应商关系管理领域、商务智能领域、制造执行系统领域、移动应用领域。

智能制造及工业互联网业务中，公司通过自主研发产品以及与国外软件厂商开展合作双路径发展，提供自主研发仿真设计-车间制造执行-设备互联-智能仓储及物流管理一体化的智能制造领域解决方案。为进一步推进制造业的数字化和智能化，公司结合赛意S-MOM智能制造工业软件套件、工业互联网平台和工业手环形成“智能工厂一体化解决方案”，其中自主智能制造软件S-MOM集成了计划排程、物流管理、生产管理、品质管理、设备管理、运营管理共六大核心业务模块；赛意工业互联网平台透过物联网、大数据和云端智能融合IT（信息技术）与OT（工厂营运技术）；“赛意工业手环”实时监测工业设备，优化生产运营效率。

为满足技术发展需要，近年公司在赛意S-MOM产品、工业互联网方面不断加大研发投入，研发投入规模和其占收入比重持续增加，2018年公司研发投入金额为0.71亿元，较2016年增长132.35%，当年研发投入占营业收入比重为7.85%。公司上市募集资金承诺投资的研发项目为企业管理软件实施交付能力提升项目和基于智能制造与移动应用的行业解决方案项目，2018年末上述项目已完成投资并实现预期收益。

截至2019年末，公司拥有129项计算机软件著作权、8项发明专利、3项实用新型专利和2项外观设计专利。考虑到公司所处行业有技术密集型特征，研发情况对公司业务发展影响重大，如果误判技术趋势或研发产出效益不达预期，将对公司发展产生不利影响，需关注公司可能面对的技术创新风险。

此外，本期债券募投项目将对公司智能制造解决方案产品和工业互联网设备管理云平台的功能架构进行升级与完善，若研发成功投入生产后，将有助于提升公司产品竞争力，但需关注受资金到位情况、研发情况、工程进度等因素影响，募投项目存在不能按期完成的可能性，同时募投项目建成后能否实现预期收益尚待观察。

表 8 2016-2018 年公司研发投入情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
研发人员数量（人）	752	412	356
研发人员数量占比	22.08%	15.11%	14.60%
研发投入金额（万元）	7,136.06	3,893.98	3,071.31
研发投入占营业收入比例	7.85%	5.49%	5.02%

资料来源：公司提供

公司客户主要为综合实力较强的大中型企业，近年客户集中度持续下降但仍较高，需关注主要客户经营不利而导致公司经营业绩下滑的风险

销售方面，公司采用直销的方式向客户提供产品与服务，2016-2018年综合毛利率分别为31.38%、32.75%和32.27%，2019年1-9月，受员工成本增加、产业利润空间下降影响，收入占比较大的泛ERP业务毛利率下滑，当期公司综合毛利率为25.53%。

公司主要通过公开招标、邀请招标、竞争性谈判和原有业务延续等方式获取业务，客户主要为信誉较高的各行业头部企业，具体行业客户包括华为技术有限公司、美的集团股份有限公司、松下电器（中国）有限公司等。公司头部客户具有较强的企业信息化需求，近年公司与主要客户合作关系稳定，已形成一定客户粘性。随着客户投资规模增加、合作期限增长，服务商更换将对客户产生一定替换成本，若公司产品质量及服务水平保持稳定，易形成较强的客户粘性。

近年公司前五大客户集中度随业务规模扩大持续下降，公司对前五大客户合计销售额占营业收入的比重由2016年的80.30%减少至2018年的53.43%，但2018年公司第一大客户对当年收入贡献比重为45.24%，客户集中度仍较高，存在由于主要客户经营不利而导致公司经营业绩下滑的风险。

泛ERP和智能制造及工业互联网业务回款方面，公司对华为技术有限公司按项目验收并开具发票后两个月内收款，对其他公司通常按签订合同日、解决方案/系统上线、验收和质保期四个阶段回款。近年公司应收账款规模随业务扩张持续增长，考虑到公司主要客户为知名大中型企业，信誉度较高，应收账款回收风险相对可控，但未来需关注主要客户财务状况对公司回款情况的影响。

表 9 2016-2018 年公司前五大客户情况（单位：万元）

时间	客户	销售金额	占当期营业收入比例
2018 年	客户一	41,141.25	45.24%
	客户二	2,995.86	3.29%
	客户三	1,615.92	1.78%
	客户四	1,607.83	1.77%
	客户五	1,228.24	1.35%
	合计	48,589.10	53.43%
2017 年	客户一	42,983.90	60.64%
	客户二	1,565.27	2.21%
	客户三	1,126.94	1.59%
	客户四	981.79	1.38%

	客户五	734.83	1.04%
	合计	47,392.72	66.85%
2016 年	客户一	43,004.91	70.28%
	客户二	3,406.84	5.57%
	客户三	1,258.48	2.06%
	客户四	795.48	1.30%
	客户五	670.25	1.10%
	合计	49,135.96	80.30%

资料来源：公司提供

采购方面，公司对原材料需求较少，主要采购品为服务器、存储设备等电子设备和第三方软件。近年公司前五大供应商集中度不断下降，2018年公司第一大供应商采购金额占当年总采购额比重为9.78%，对前五大供应商采购合计占当年总采购额比重为29.03%。

表 10 2016-2018 年公司前五大供应商情况（单位：万元）

时间	客户	采购金额	占当期总采购额比重
2018 年	供应商一	1,694.76	9.78%
	供应商二	1,145.31	6.61%
	供应商三	829.94	4.79%
	供应商四	690.08	3.98%
	供应商五	669.71	3.87%
	合计	5,029.80	29.03%
2017 年	供应商一	908.35	11.99%
	供应商二	796.51	10.51%
	供应商三	600.39	7.92%
	供应商四	532.68	7.03%
	供应商五	317.52	4.19%
	合计	3,155.45	41.64%
2016 年	供应商一	967.00	18.69%
	供应商二	541.91	10.48%
	供应商三	514.96	9.96%
	供应商四	383.39	7.41%
	供应商五	155.66	3.01%
	合计	2,562.92	49.55%

资料来源：公司提供

公司通过系列收购提高ERP、智能制造业务领域优势，若被收购企业经营业绩不达预期，公司将面临商誉减值风险

公司早期ERP业务基于Oracle ERP系统帮助企业实现一体化管理，除Oracle外，SAP

ERP系统在ERP软件市场中亦占据较高份额。景同科技主营业务包括SAP ERP及周边关联系统的实施、运维及IT外包服务，为扩大客户资源覆盖面、提升综合竞争力，公司于2018年5月以自有资金1.326亿元收购景同科技51%股权，并于年末确认商誉0.98亿元。

景同科技创始团队承诺景同科技经公司聘请的具有证券、期货从业资格的会计师事务所审计的2018年、2019年、2020年对应的合并报表归属于景同科技股东的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于1,400万元、1,890万元和2,551.5万元。景同科技2018年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为1,518.18万元，完成当年预测盈利的108.44%。2019年9月，公司公告由子公司广州能量盒子科技有限公司以自有或自筹资金1.274亿元收购景同科技剩余49%股权。

近年公司致力于发展智能制造及工业互联网业务，广东鑫光智能系统有限公司（以下简称“鑫光智能”）专注于智能制造整体解决方案，拥有系统集成、软件开发、工业互联网、先进装备制造的技术优势，2019年11月，公司公告将以收购及增资方式取得鑫光智能19%股权，业绩承诺为鑫光智能经审计的2019年、2020年、2021年累计税后净利润分别达到2,000万元、3,000万元（含）和4,000万元（含）。

公司系列收购有助于提高ERP、智能制造业务领域优势，未来公司与景同科技、鑫光智能能否实现协同效应尚待检验，此外，若被收购企业经营业绩不达预期，公司将面临商誉减值风险。

七、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）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年审计报告及2019年1-9月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2016年末纳入合并范围的子公司共3家；2017年公司投资设立山东赛意信息科技有限公司；2018年公司收购景同科技、设立赛意信息科技有限公司、广东赛意信息科技有限公司和广东赛意信息产业投资中心（有限合伙）；2019年广州翼上云信息技术有限公司纳入合并范围，转让赛意信息科技有限公司，截至2019年9月末，公司纳入合并范围的二级子公司共8家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，资产流动性较好，考虑到近年公司应收账款持续增加且应收对象相对集中，未来需关注款项回收时间及坏账风险

得益于业务发展及成功上市，公司资产规模持续提高，2018年末为11.53亿元，较2016年末增长180.92%，其中流动资产占总资产比重为83.31%；2019年9月末公司资产规模进一步提高至12.68亿元。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 9 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36,389.83	28.69%	19,854.60	17.23%	22,843.05	25.76%	9,535.21	23.24%
应收账款	46,920.62	37.00%	45,722.52	39.67%	33,929.57	38.27%	27,406.94	66.80%
其他流动资产	13,181.50	10.39%	27,082.30	23.50%	26,529.75	29.92%	364.09	0.89%
流动资产合计	102,348.86	80.70%	96,022.59	83.31%	85,711.78	96.66%	37,928.42	92.44%
商誉	9,755.26	7.69%	9,755.26	8.46%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动资产合计	24,470.47	19.30%	19,240.73	16.69%	2,957.22	3.34%	3,102.66	7.56%
资产总计	126,819.32	100.00%	115,263.32	100.00%	88,669.00	100.00%	41,031.09	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2016-2018年末公司货币资金分别为0.95亿元、2.28亿元和1.99亿元，其中2017年末规模提高系当年上市融资所致，2018年末公司124.56万元货币资金为保函担保金，使用受限。随着经营回款和理财资金回收，2019年9月末公司货币资金增至3.64亿元。公司应收账款主要为应收客户欠款，近年款项规模随业务扩张持续提高，2018年末合计4.57亿元，2016-2018年复合增长率为29.16%，其中账龄1年以内应收账款共4.56亿元，公司对前五大应收对象合计应收2.89亿元，应收第一大欠款方2.56亿元，占总款项的51.81%。较大规模的应收账款对营运资金形成占用，考虑到公司主要应收对象为知名大中型企业，回款风险相对可控，但需关注客户财务状况变动对应收账款回收时间及坏账情况的影响。公司其他流动资产主要系2017年购入的理财产品，2018年末余额2.71亿元，2019年部分产品到期回收，其他流动资产减少至1.32亿元。公司商誉于2018年收购景同科技时确认，2018年末为0.98亿元。

整体来看，近年公司资产规模持续增长，2019年9月末货币资金和其他流动资产合计占总资产比重为39.08%，资产流动性较好，但考虑到近年公司应收账款持续增加且应收对象相对集中，未来需关注款项回收时间及坏账风险。

资产运营效率

公司应收账款周转速度放缓，资金周转效率及资产运营效率有所下降

根据业务特点，公司为客户提供项目型交付及定制化服务，泛ERP和智能制造及工业互联网业务回款方面，公司对华为技术有限公司按项目验收并开具发票后两个月内收款，对其他公司通常按签订合同日、解决方案/系统上线、验收和质保期四个阶段回款。近年公司应收账款随业务规模扩大持续增长，其周转速度有所下降，受此影响，公司净营业周期持续提高，2018年为153.31天，较2016年增加17.88天。此外，公司总资产周转天数亦随着资产增长持续增加，2016-2018年分别为203.11天、329.33天和403.61天，公司资金周转效率及资产运营效率均有所下降。

表 12 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	157.64	155.74	140.44
存货周转天数	0.46	0.00	0.00
应付账款周转天数	4.79	6.40	5.01
净营业周期	153.31	149.34	135.43
流动资产周转天数	359.67	313.94	188.87
固定资产周转天数	1.42	1.74	3.03
总资产周转天数	403.61	329.33	203.11

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入持续增长，期间费用有所提高

泛ERP和智能制造及工业互联网业务拓展使得公司收入持续增长，2016-2018年公司分别实现营业收入6.12亿元、7.09亿元和9.09亿元，其中泛ERP业务收入规模占各年收入比重较高，智能制造及工业互联网作为公司现阶段发展重点，业务收入占比持续提升。盈利方面，2016-2018年公司综合毛利率分别为31.38%、32.75%和32.27%，2019年1-9月，受员工成本增加、产业利润空间下降影响，收入占比较大的泛ERP业务毛利率下滑，当期公司综合毛利为25.53%。

公司期间费用随着经营规模扩大和研发投入增加有所提高，2018年期间费用率为18.15%，较2016年提高2.17个百分点。得益于收入水平提升，近年公司净利润持续增长，2018年为1.20亿元，2016-2018年复合增长率为20.73%，但受所有者权益规模扩张速度较快影响，公司净资产收益率由2016年的36.47%降至2018年的14.30%。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年 1-9 月	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	75,990.05	90,949.69	70,889.55	61,188.28
营业利润	5,544.69	12,526.30	11,145.38	8,722.98
利润总额	5,608.11	13,032.55	11,309.78	9,218.40
净利润	5,506.87	11,951.90	10,101.11	8,199.95
综合毛利率	25.53%	32.27%	32.75%	31.38%
期间费用率	-	18.15%	16.24%	15.98%
营业利润率	-	13.77%	15.72%	14.26%
总资产回报率	-	12.80%	17.61%	26.78%
净资产收益率	-	14.30%	19.61%	36.47%
营业收入增长率	-	28.30%	15.85%	49.81%
净利润增长率	-	18.32%	23.19%	90.27%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司主业现金生成能力较好，但经营性应收项目对营运资金占用持续增加

近年公司净利润保持增长，计入非付现费用及非经营损益调整后，2018年公司FFO为1.26亿元，2016-2018年复合增长率为19.01%，主业现金生成能力持续提高。公司经营性应收项目规模持续增长，导致对2016-2018年营运资本占用分别净增加0.42亿元、0.79亿元和0.66亿元。受上述因素影响，2016-2018年公司经营活动现金流净额分别为0.47亿元、0.32亿元和0.62亿元。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流出主要用于购买理财产品，2018年除理财产品投资支出外，公司其他投资现金支出主要用于收购景同科技及投入研发，2017-2018年公司投资活动现金净流出金额分别为2.66亿元和1.26亿元。筹资活动方面，公司现金流入主要来自上市发行新股募集资金和借款，现金流出用于支付债务本息及分配利润。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年 1-9 月	2018 年	2017 年	2016 年
净利润	5,506.87	11,951.90	10,101.11	8,199.95
FFO	-	12,612.92	11,104.38	8,905.86
营运资本变化	-	-6,562.00	-7,895.47	-4,219.22
其中：存货减少（减：增加）	-	-83.82	0.00	0.00
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-8,810.33	-8,700.18	-7,433.19
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	2,332.15	804.71	3,213.97

经营活动产生的现金流量净额	-500.50	6,150.42	3,208.91	4,686.62
投资活动产生的现金流量净额	140.10	-12,573.17	-26,567.97	251.61
筹资活动产生的现金流量净额	16,705.66	3,341.82	36,654.75	1,673.22
现金及现金等价物净增加额	16,345.26	-3,080.94	13,295.70	6,611.46

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

上市大幅提升公司资本实力，近年公司主要偿债指标表现较好

近年公司负债总额波动增长，2016-2018年末分别为1.44亿元、1.22亿元和2.45亿元；得益于2017年成功上市，公司资本实力大幅提升，2018年末公司所有者权益合计9.08亿元，较2016年末增长241.36%，年末公司产权比率为27.01%。2019年9月末，公司负债总额和所有者权益均有所提高，期末产权比率小幅增至30.60%。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	29,712.72	24,511.68	12,219.91	14,445.74
所有者权益	97,106.60	90,751.64	76,449.09	26,585.34
产权比率	30.60%	27.01%	15.98%	54.34%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司有息债务均为短期借款，根据经营需要，公司通过短期借款补充流动资金，2018年末余额合计0.28亿元，2019年9月末增至0.65亿元。2016-2017年公司其他应付款主要为预提费用，2018年末款项规模大幅增长，主要系当年收购景同科技尚有未支付的股权投资对价及当年新增股权激励投资认购款所致，2019年9月末公司其他应付款账面余额0.90亿元。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 9 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6,500.00	21.88%	2,800.00	11.42%	0.00	0.00%	3,000.00	20.77%
应付职工薪酬	6,904.56	23.24%	8,726.07	35.60%	7,141.41	58.44%	6,907.75	47.82%
应交税费	3,544.18	11.93%	4,528.39	18.47%	3,456.99	28.29%	2,313.49	16.02%
其他应付款	8,992.07	30.26%	6,048.67	24.68%	486.86	3.98%	684.18	4.74%
流动负债合计	29,517.51	99.34%	24,296.04	99.12%	12,219.91	100.00%	14,424.94	99.86%
非流动负债合计	195.21	0.66%	215.64	0.88%	0.00	0.00%	20.80	0.14%
负债总计	29,712.72	100.00%	24,511.68	100.00%	12,219.91	100.00%	14,445.74	100.00%
其中：有息债务	6,500.00	21.88%	2,800.00	11.42%	0.00	0.00%	3,000.00	20.77%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力方面，2018年末公司资产负债率为21.27%，短期偿债指标随当年末短期借款规模变动而变化，2018年末流动比率为3.95，整体偿债指标表现较好。得益于利润总额增长，公司EBITDA持续提高，2016-2018年分别为0.97亿元、1.19亿元和1.36亿元，均能覆盖当年有息债务本息。受债务规模增长较快影响，公司经营性净现金流对债务的保障程度下滑，2018年经营性净现金流对年末流动负债之比为0.25。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	23.43%	21.27%	13.78%	35.21%
流动比率	3.47	3.95	7.01	2.63
速动比率	3.46	3.95	7.01	2.63
EBITDA（万元）	-	13,582.86	11,898.59	9,735.89
EBITDA 利息保障倍数	-	853.19	110.28	363.55
有息债务/EBITDA	-	0.21	0.00	0.31
债务总额/EBITDA	-	1.80	1.03	1.48
经营性净现金流/流动负债	-	0.25	0.26	0.32
经营性净现金流/负债总额	-	0.25	0.26	0.32

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，公司自身经营所产生的收益及现金流入是本期债券还本付息资金的主要来源。近年公司收入及利润规模保持增长，经营活动现金持续流入，但需关注未来公司业务发展对营运资金需求的增加，可能导致公司经营活动净现金流的波动，此外，公司客户集中度高，2018年公司第一大客户对当年收入贡献比重为45.24%，需关注主要客户经营情况对公司业绩的影响。

其次，本期债券募投项目经营收益是本期债券还本付息资金的重要来源。智能制造解决方案升级项目建设完成后，预计税后内部收益率为27.57%，税后动态投资回收期为5.28年，但受资金到位情况、研发情况、工程进度等因素影响，募投项目存在不能按期完成的可能性，同时募投项目建成后能否实现预期收益尚待观察。

此外，本期债券为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但我们也需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年1月14日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

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：万元）	2019年9月	2018年	2017年	2016年
货币资金	36,389.83	19,854.60	22,843.05	9,535.21
应收账款	46,920.62	45,722.52	33,929.57	27,406.94
其他流动资产	13,181.50	27,082.30	26,529.75	364.09
商誉	9,755.26	9,755.26	0.00	0.00
总资产	126,819.32	115,263.32	88,669.00	41,031.09
短期借款	6,500.00	2,800.00	0.00	3,000.00
应付职工薪酬	6,904.56	8,726.07	7,141.41	6,907.75
应交税费	3,544.18	4,528.39	3,456.99	2,313.49
其他应付款	8,992.07	6,048.67	486.86	684.18
总负债	29,712.72	24,511.68	12,219.91	14,445.74
有息债务	6,500.00	2,800.00	0.00	3,000.00
所有者权益合计	97,106.60	90,751.64	76,449.09	26,585.34
营业收入	75,990.05	90,949.69	70,889.55	61,188.28
营业利润	5,544.69	12,526.30	11,145.38	8,722.98
净利润	5,506.87	11,951.90	10,101.11	8,199.95
经营活动产生的现金流量净额	-500.50	6,150.42	3,208.91	4,686.62
投资活动产生的现金流量净额	140.10	-12,573.17	-26,567.97	251.61
筹资活动产生的现金流量净额	16,705.66	3,341.82	36,654.75	1,673.22
财务指标	2019年9月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	157.64	155.74	140.44
存货周转天数	-	0.46	0.00	0.00
应付账款周转天数	-	4.79	6.40	5.01
净营业周期	-	153.31	149.34	135.43
流动资产周转天数	-	359.67	313.94	188.87
固定资产周转天数	-	1.42	1.74	3.03
总资产周转天数	-	403.61	329.33	203.11
综合毛利率	25.53%	32.27%	32.75%	31.38%
期间费用率	-	18.15%	16.24%	15.98%
营业利润率	-	13.77%	15.72%	14.26%
总资产回报率	-	12.80%	17.61%	26.78%
净资产收益率	-	14.30%	19.61%	36.47%
营业收入增长率	-	28.30%	15.85%	49.81%
净利润增长率	-	18.32%	23.19%	90.27%
资产负债率	23.43%	21.27%	13.78%	35.21%

流动比率	3.47	3.95	7.01	2.63
速动比率	3.46	3.95	7.01	2.63
EBITDA（万元）	-	13,582.86	11,898.59	9,735.89
EBITDA 利息保障倍数	-	853.19	110.28	363.55
有息债务/EBITDA	-	0.21	0.00	0.31
债务总额/EBITDA	-	1.80	1.03	1.48
经营性净现金流/流动负债	-	0.25	0.26	0.32
经营性净现金流/负债总额	-	0.25	0.26	0.32

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
FFO	净利润 + 资产减值准备 + 固定资产折旧 + 投资性房地产摊销 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 处置固定资产损失 + 固定资产报废损失 + 投资损失 + 递延所得税资产减少
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。