

启明星辰信息技术集团股份有限公司

2018 年公开发行可转换 公司债券信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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等级的变化情况。



鹏元资信评估有限公司
评级总监：李川

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道7008号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z【120】
号 02

分析师

姓名：
李君臣 王贞姬
电话：
010-66216006

邮箱：
lijch@pyrating.cn

评级日期：
2018年09月04日

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司
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.pyrating.cn

启明星辰信息技术集团股份有限公司 2018年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：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过10.45亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：5年

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对启明星辰信息技术集团股份有限公司（以下简称“启明星辰”或“公司”，股票代码“002439.SZ”）本次拟发行总额不超过10.45亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司是国内领先的信息安全综合提供商，通过投资并购等方式构建产业生态圈，整体实力不断增强；公司营业收入增长较快，盈利能力尚可，经营活动现金生成能力持续增强。同时鹏元也关注到，公司持续并购面临商誉减值风险和管理整合风险，应收账款持续增长且规模较大；本期债券募投项目能否按期竣工并实现预期收益存在一定的不确定性；若不能及时进行技术创新和业务模式创新，公司优势地位可能会受到威胁等风险因素。

正面：

- 公司是国内领先的信息安全综合提供商，安全产品线较完备，客户覆盖面广泛，研发能力较强。公司拥有较完善的专业安全产品线，横跨防火墙/UTM、入侵检测管理、网络审计、终端管理、加密认证等技术领域，共有百余个产品型号，销售客户遍及政府、军队/军工、电信、金融、能源、交通、烟草、制造、教育、媒体等多个领域；公司具备较强的研发能力，截至2017年末，公司拥有商标79项，主要专利204项，主要软件著作权527项。
- 公司通过投资并购等方式构建信息安全产业生态圈，竞争力得到增强。公司根据自身发展战略，自上市以来围绕自身的核心业务，采用战略联盟、技术合作、资产重组或投资、并购等方式，构建开发合作的产业生态圈，进一步扩大公司在信

息安全领域的产品覆盖面，并提高市场份额。根据公司提供的“赛迪顾问数据引用证明”，2016年公司在网络信息安全市场的份额为5.7%，在UTM、入侵检测与防御、安全管理平台、数据安全、终端安全市场中的份额分别为25.6%、17.2%、21.7%、9.3%、4.0%。

- **公司营业收入增长较快，盈利能力尚可，且经营活动现金生成能力持续增强。**2015-2017年公司营业收入分别为153,395.82万元、192,737.04万元和227,852.53万元，年均复合增长率达21.88%，收入的增长主要系业务规模扩张及合并范围扩大所致；毛利率虽然有所下降，但均高于60.00%；净利润分别为25,512.55万元、26,119.34万元和44,270.59万元，整体盈利能力尚可。同时，随着利润规模的提升，近年公司经营活动现金生成能力不断增强，2015-2017年公司FFO年均复合增长率为36.46%。

关注：

- **公司持续并购面临商誉减值风险和管理整合风险。**截至2017年末，公司商誉账面价值为70,568.69万元，包括广州启明、网御星云、合众数据、书生电子、安方高科、川陀大匠及赛博兴安，若未来上述子公司实际运营业绩不及交易评估时的预期，则公司将面临较大的商誉减值测试压力，进而带来资产减值风险；同时持续并购对公司管理水平提出了更高的要求，公司面临一定管理整合风险。
- **公司应收账款持续大幅增长且规模较大，需关注回款时间和回收风险。**截至2017年末，公司应收账款账面价值为122,050.15万元，占总资产的比重为28.55%，近三年年均复合增长率为38.11%，需关注应收账款持续增长给公司带来的营运资金压力及坏账风险。
- **本期债券募投项目能否按期竣工并实现预期收益存在一定的不确定性。**本期债券募投项目总投资达150,000.00万元，资金投入规模大，项目进度易受行业环境、资金到位时间、人才储备情况等因素影响，募投项目能否按期竣工并实现预期收益存在一定的不确定性。
- **若不能及时进行技术创新和业务模式创新，公司优势地位可能会受到威胁。**公司所处行业发展较快，随着网络技术与安全形势的不断变化，信息网络安全产品升级换代速度较快，若公司不能正确判断、把握行业的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，则可能无法在行业竞争格局中继续保持优势地位，持续盈利能力也可能受到不利影响。

主要财务指标:

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	427,501.17	325,495.25	282,761.66
归属于上市公司所有者权益(万元)	313,512.86	222,553.49	169,155.59
有息债务(万元)	590.00	0.00	10.00
资产负债率	25.69%	30.59%	36.36%
流动比率	2.32	2.31	2.01
速动比率	2.15	2.13	1.82
营业收入(万元)	227,852.53	192,737.04	153,395.82
营业利润(万元)	35,758.60	13,305.62	15,152.94
净利润(万元)	44,270.59	26,119.34	25,512.55
综合毛利率	65.18%	66.81%	68.50%
总资产回报率	12.48%	9.81%	11.44%
EBITDA(万元)	59,595.08	40,027.82	38,679.43
EBITDA 利息保障倍数	12,899.37	2,980.36	169.02
经营活动现金流净额(万元)	44,424.79	9,474.30	11,709.24

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告, 鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为北京启明星辰科技贸易有限公司，成立于1996年6月24日，初始注册资本为50万元，其中股东王佳出资80%，股东汪涌出资20%。经过股权转让及增资，截至1999年末，公司注册资本为200万元，其中王佳持股80%，严立持股20%。2001年10月25日，公司更名为北京启明星辰信息技术有限公司。2008年1月23日，公司整体变更为股份有限公司，注册资本为5,690万元。2010年5月20日，经中国证券监督管理委员会《关于核准北京启明星辰信息技术股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可[2010]664号）核准，公司公开发行人民币普通股2,500.00万股（每股面值1.00元，发行价格25.00元），本次公开发行股票后，公司股本为9,875.91万股。2010年6月23日，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市交易（股票简称：启明星辰；股票代码：002439）。2015年5月20日，公司名称变更为现名。

经过多次增资扩股，截至2017年末，公司总股本89,669.26万股，其中有限售条件股份32,130.21万股，无限售条件股份57,539.05万股。公司控股股东及实际控制人为王佳、严立夫妇，合计持有公司31,447.99万股，占总股本的35.07%，其中7,500.00万股处于质押状态。截至2017年末，公司前十名股东持股情况如下表所示：

表1 截至2017年末公司前十名股东持股情况

序号	股东名称	持股比例（%）	持股数量（股）
1	王佳	29.60	265,451,222
2	严立	5.47	49,028,652
3	BILL&MELINDA GATES FOUNDATION TRUST	1.97	17,636,437
4	中国工商银行—嘉实策略增长混合型证券投资基金	1.62	14,564,609
5	中国银行—嘉实成长收益型证券投资基金	1.58	14,201,501
6	不列颠哥伦比亚省投资管理公司—自有资金	1.41	12,620,420
7	香港中央结算有限公司	1.34	12,003,062
8	齐舰	1.32	11,791,805
9	刘科全	1.23	11,073,904
10	董立群	1.05	9,437,013
	合计	46.59	417,808,630

注：王佳与严立为夫妻关系

资料来源：公司提供

公司所属行业为信息网络安全，主营业务系为用户提供网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务及解决方案，主要产品包括安全网关、安全监测、数据安全与平台、安全

服务与工具、硬件及其他。截至2017年末，公司合并报表范围内共有32家子公司，具体情况详见附录五。

截至2017年12月31日，公司资产总额为427,501.17万元，归属于母公司的所有者权益为313,512.86万元，资产负债率为25.69%；2017年度，公司实现营业收入227,852.53万元，利润总额46,997.91万元，经营活动现金流净额44,424.79万元。

二、本期债券概况

债券名称：启明星辰信息技术集团股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过10.45亿元（含10.45亿元）；

债券期限：6年；

发行利率：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，提请公司股东大会授权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，到期归还本金和最后一年利息，附赎回和回售条款；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满6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：本期债券的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A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，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状况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格的向下修正条款：本期债券存续期间，当公司A股股票在任意连续20个交易日中至少有10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。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司A股股票交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

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，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）确定。此外，在转股期内，如果公司A股股票连续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%）时，或当本期债券未转股余额不足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2个计息年度内，如果公司A股股票在任何连续30个交易日收盘价格低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后2个计息年度内，本期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本期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，该计息年度不应再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权。若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，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，本期债券持有人享有一次回售的权利，即有权将其持有的本期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；

向原股东配售的安排：本期债券可向公司原A股股东优先配售，原A股股东有权放弃配售权，具体优先配售比例提请公司股东大会授权公司董事会根据具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

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10.45亿元，扣除发行费用后，募集资金投向明细如下：

表2 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
济南安全运营中心建设项目	9,200	5,700	61.96%
杭州安全运营中心建设项目	28,000	13,500	48.21%
昆明安全运营中心和网络安全培训中心建设项目	47,300	37,300	78.86%
郑州安全运营中心和网络安全培训中心建设项目	50,500	33,000	65.35%
补充流动资金	15,000	15,000	-
合计	150,000	104,500	

资料来源：公司公告

1. 济南安全运营中心建设项目

济南安全运营中心包括两部分：第一部分，成立全资子公司启明星辰企业管理（济南）有限公司¹，其作为项目实施主体，负责办公场所购置、装修、设备购置、运营后办公场所的物业管理、研发以及安全运营中心的运营；第二部分，在济南市建设城市级安全运营中心，服务覆盖山东省，建设内容主要包括安全检测中心、安全应急中心、安全研究中心、咨询服务中心及终端防护中心。

济南安全运营中心总投资9,200.00万元，其中建设投资5,700.00万元，研发资金2,500.00万元，铺底资金1,000.00万元。项目建设期为30个月，即从2017年11月到2020年5月全部建成。根据《济南安全运营中心可行性研究报告》预测，项目实施后，可实现年均销售收入5,774.85万元，内部收益率22.22%，静态投资回收期（税后，含建设期）5.93年。

2. 杭州安全运营中心建设项目

杭州安全运营中心的建设内容为在杭州市建设城市级安全运营中心，服务覆盖浙江省，主要包括安全检测中心、安全应急中心、安全研究中心、咨询服务中心、终端防护中心和云端防护中心，并在研发中心的基础上建立大数据安全研究中心、云计算安全研究中心、移动互联网安全研究中心、威胁情报研究中心、物联网和工业控制安全研发中心、人工智能安全研究中心、安全态势感知研发中心等多个前沿性安全研究和开发子中心。其中，终端防护中心包括移动终端、智能家居、车联网、视频摄像头；云端防护中心包括专家分析与研究平台、情报共享平台、云端数据存储环境。

杭州安全运营中心的实施主体为杭州合众数据技术有限公司，其负责购买设备、研发以及安全运营中心的运营和办公场所购置、装修以及运营后办公场所的物业管理。

杭州安全运营中心投资总额28,000.00万元，其中建设投资13,500.00万元，研发费用12,000.00万元，铺底资金2,500.00万元。建设期为2.5年。根据《杭州安全运营中心建设项目可行性研究报告》预测，项目实施后，可实现年均销售收入17,294.00万元，内部收益率20.74%，项目的静态投资回收期（税后，含建设期）6.14年。

3. 昆明安全运营中心和网络安全培训中心建设项目

昆明安全运营中心和网络安全培训中心包括三部分：第一部分，成立全资子公司云南启明星辰信息安全技术有限公司和启明星辰企业管理（昆明）有限公司，共同作为项目实施主体，其中云南启明星辰信息安全技术有限公司负责购买设备、研发以及安全运营中心和网络安全培训中心的运营，启明星辰企业管理（昆明）有限公司负责购置土地、基建、安装、装修和运营后办公场所的物业管理；第二部分，在昆明市建设城市级安全运营中心，

¹ 实际注册名称为济南云子可信企业管理有限公司。

服务覆盖云南省，建设内容主要包括安全监测中心、安全应急中心、安全研究中心、咨询服务及终端防护中心；第三部分，建立面向西南地区辐射东南亚的网络安全培训中心。

昆明安全运营中心和网络安全培训中心总投资47,300.00万元，其中建设投资37,300.00万元，研发投入6,000.00万元，铺底4,000.00万元。项目的建设期3年，拟从2018年3月份开始，2021年3月份结束。根据《昆明安全运营中心和网络安全培训中心可行性研究报告》预测，项目实施后，可实现年均销售收入34,619.58万元，税后内部收益率为20.78%，静态投资回收期（税后，含建设期）为6.33年。

4. 郑州安全运营中心和网络安全培训中心建设项目

郑州安全运营中心和网络安全培训中心包括三部分：第一部分，成立全资子公司郑州启明星辰信息安全技术有限公司和启明星辰企业管理（郑州）有限公司²，共同作为项目实施主体，其中郑州启明星辰信息安全技术有限公司负责购买设备、研发以及安全运营中心和网络安全培训中心的运营，启明星辰企业管理（郑州）有限公司负责购置办公场所、装修和运营后办公场所的物业管理；第二部分，在郑州市建设城市级安全运营中心，服务覆盖河南省，建设内容主要包括：安全检测中心、安全应急中心、安全研究中心、咨询服务中心、终端防护中心和云端防护中心，并在研发中心的基础上建立大数据安全研究中心、云计算安全研究中心、移动互联网安全研究中心、威胁情报研究中心、物联网和工业控制安全研发中心、人工智能安全研究中心、安全态势感知研发中心等多个前沿性安全研究和开发子中心，其中终端防护中心包括移动终端、智能家居、车联网、视频摄像头，云端防护中心包括专家分析与研究平台、情报共享平台、云端数据存储环境；第三部分，建立面向华中地区的网络安全培训中心。

郑州安全运营中心和网络安全培训中心总投资50,500.00万元，其中建设投资37,500.00万元，研发投入10,000.00万元，铺底3,000.00万元。建设期为3年。根据《郑州安全运营中心和网络安全培训中心可行性研究报告》预测，项目实施后，可实现年均销售收入38,325.95万元，税后内部收益率为20.36%，静态投资回收期（税后，含建设期）为6.38年。

截至2018年3月末，上述募投项目均已取得备案证明，具体备案信息如下表所示：

表3 本期债券募投项目备案情况

项目	项目代码	备案时间
济南安全运营中心建设项目	2017-370100-65-03-066757	2017年12月
杭州安全运营中心建设项目	2017-330108-65-03-084415-000	2017年12月

² 实际注册名称为郑州市启明星辰企业管理有限公司。

昆明安全运营中心和网络安全培训中心建设项目 2018-530121-65-03-019623

2018年02月

郑州安全运营中心和网络安全培训中心建设项目 2017-410152-65-03-045245

2017年12月

资料来源：公司提供，鹏元整理

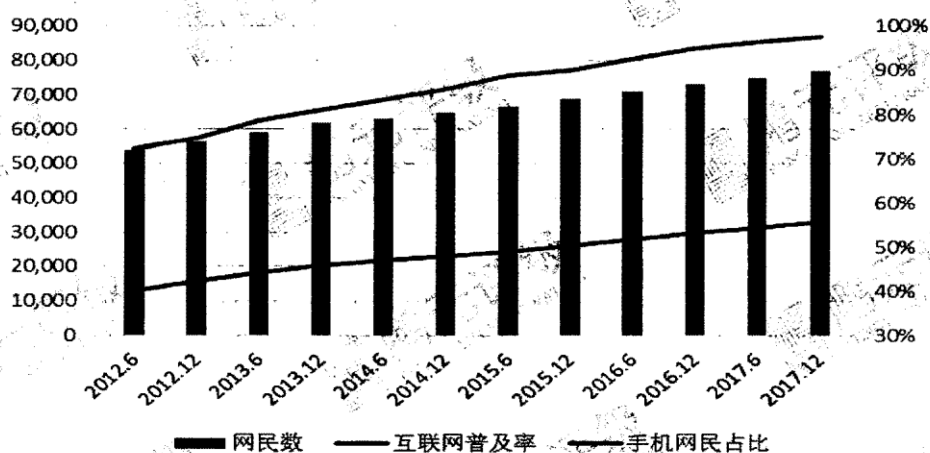
考虑到公司所处行业升级换代迅速、市场竞争愈发激烈，市场环境变化、产业政策变动、产品技术变革、公司项目管理出现疏漏及项目实施过程中出现的其他意外因素都可能对募投项目的按期实施及正常运转造成不利影响，公司存在募投项目无法实现预期收益的风险。另外，募投项目实施过程中，如果出现行业发生重大不利变化，核心骨干人员流失或公司未能按照预期招聘到符合条件和相应数量的技术人员，或由于市场因素使得人力成本快速上升，将对公司募投项目的实施及收益造成不利影响。

四、运营环境

随着互联网市场的持续发展，网络安全问题日益复杂，网络攻击事件层出不穷

近年来，我国互联网市场发展迅速，网民规模及普及率日益提升，移动互联网主导地位强化，互联网经济逐渐成为我国经济社会发展的主导力量。截至2017年12月末，我国网民规模达7.72亿人，全年共计新增网民4,074万人，增长率为5.6%；互联网普及率为55.8%，较上年末提升2.6个百分点；手机网民规模达7.53亿人，占网民总规模的比重为97.5%，较上年末增长2.4个百分点。同时，以互联网为代表的数字技术正在加速与经济社会各领域深度融合，成为促进我国消费升级、经济社会转型的重要推动力，且在线政务民生、共享出行、移动支付等领域的快速发展，对改善民生、增进社会福利作用巨大。

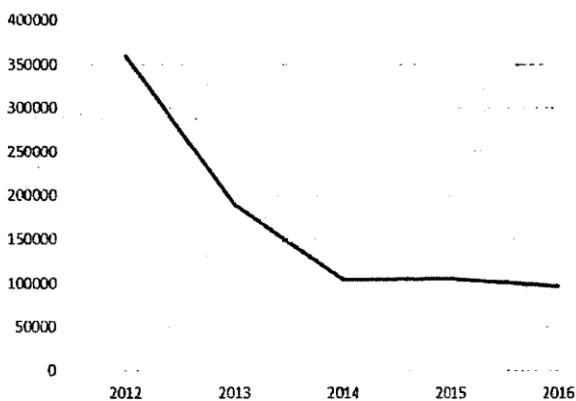
图1 我国网民规模、互联网普及率和手机网民占比（单位：万人）



资料来源：CNNIC，鹏元整理

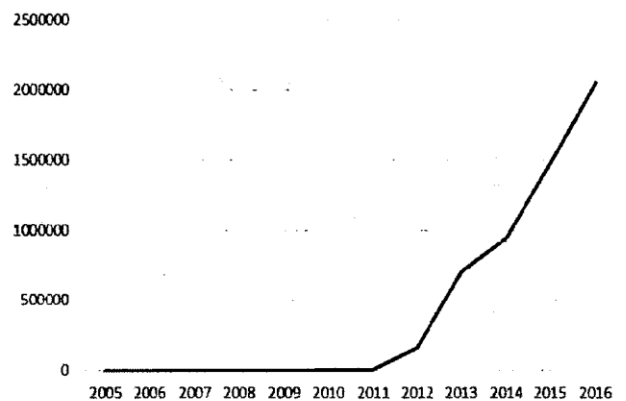
然而，随着互联网市场的持续发展，信息技术创新发展伴随的安全威胁与传统安全问题相互交织，使得网络空间安全问题日益复杂隐蔽，面临的网络安全风险不断加大，各种网络攻击事件层出不穷。根据国家互联网应急中心（CNCERT/CC）发布的《2016年中国互联网网络安全报告》，2016年约9.7万个木马和僵尸网络控制服务器控制了我国境内1,699万余台主机，且在监测发现的因感染恶意程序而形成的僵尸网络中，规模在100台主机以上的僵尸网络数量4,896个，其中规模在10万台以上的僵尸网络数量52个。2016年CNCERT/CC通过自主捕获和厂商交换获得的移动互联网恶意程序数量205万余个，较上年增长39.0%，近7年来保持持续高速增长。2016年CNCERT/CC监测到1Gbit/s以上的DDoS攻击事件数日均452起，较2015年下降60%，但大流量攻击事件数量全年持续增加，10Gbit/s以上的攻击事件数量第四季度日均攻击次数较第一季度增长1.1倍，100Gbit/s以上的攻击事件数量日均在6起以上，且监测发现阿里云多次遭受500Gbit/s以上的攻击。2016年国家信息安全漏洞共享平台（CNVD）共收录通用软硬件漏洞10,822个，较上年增长33.9%，其中高危漏洞收录数量高达4,146个，较上年增长29.8%；漏洞主要覆盖Google、Oracle、Adobe、Microsoft、IBM、Apple、Cisco、Wordpress、Linux、Mozilla、Huawei等厂商产品，且CNVD针对重点关注方向子漏洞库影响情况进行巡查，全年通报涉及政府机构、重要信息系统部门以及行业安全漏洞事件24,246起，较上年增长3.1%。2016年CNCERT/CC监测发现约17.8万个针对我国境内网站的仿冒页面，约4万个IP地址对我国境内8万余个网站植入后门，约1.7万个网站被篡改，其中被篡改的政府网站有467个。

图2 我国木马和僵尸网络控制端数量（单位：个）



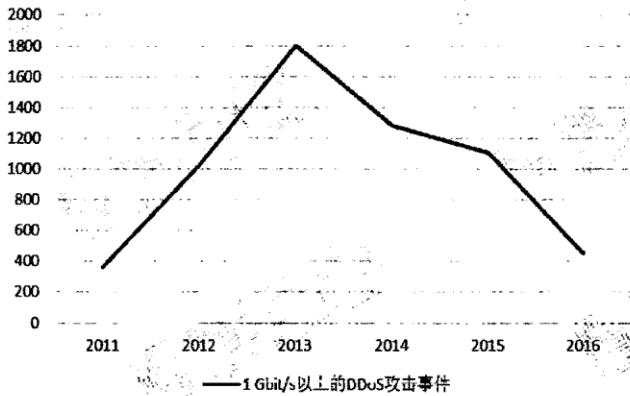
资料来源：国家互联网应急中心，鹏元整理

图3 我国移动互联网恶意程序数量（单位：个）



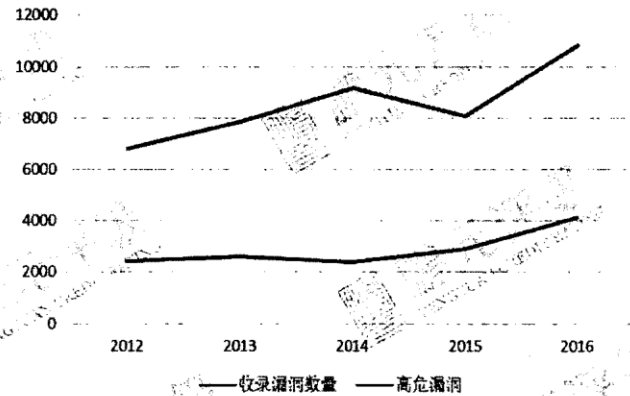
资料来源：国家互联网应急中心，鹏元整理

图4 我国 DDoS 攻击数量（单位：起/日均）



资料来源：国家互联网应急中心，鹏元整理

图5 我国 CNVD 收录的漏洞数量（单位：个）



资料来源：国家互联网应急中心，鹏元整理

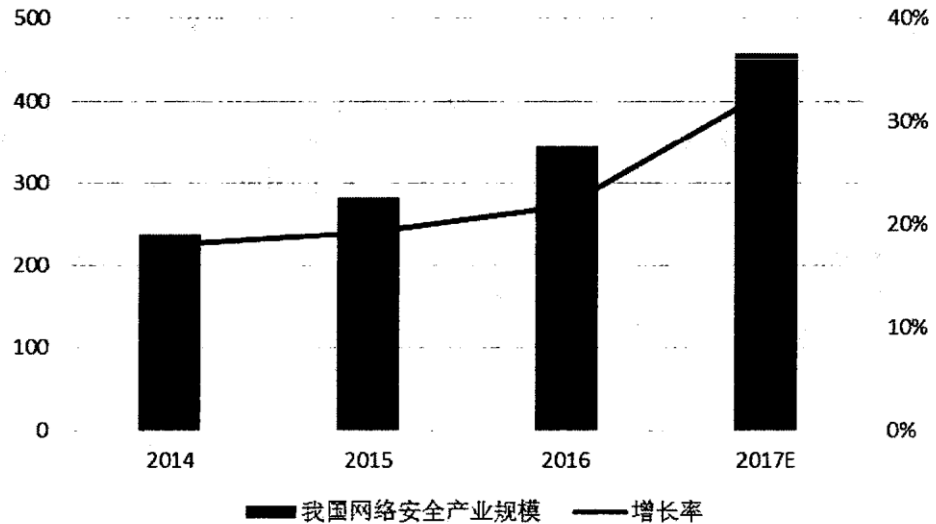
受益于市场需求的不断扩大，我国网络安全产业发展迅速，安全产业公司整体表现良好；但若安全产业公司无法根据网络技术及安全形势的变化及时进行技术创新，则面临被市场淘汰的风险

国际电信联盟（ITU）对网络安全的定义为可用于保护网络环境、机构组织以及用户资产的政策、理念、技术等集合。从网络安全的定义和传统网络安全产业的范围来看，网络安全产业主要提供保障网络可靠性、安全性的产品和服务，传统产品形态主要有防火墙、防病毒产品等。随着网络技术的演变与安全形势的复杂化，网络安全也被赋予了新的内涵外延，如云计算的广泛引用引入了虚拟化安全、云安全等概念，工业互联网的演进让工业网络安全成为新的焦点。同时，新的安全威胁也进一步拓展了网络安全的范畴，如利用物联网终端发起攻击、车联网全权等。网络安全产业的范畴将随着网络安全保障需求不断延伸扩展。

随着信息技术的不断发展，网络安全问题日益凸显，安全产品及服务的市场需求不断扩大，促使网络安全产业快速发展。根据中国信息通信研究院统计测算³，2016年我国网络安全产业规模约为344.09亿元，较上年增长21.7%，预计2017年达到457.13亿元。且近年来，我国网络安全产业正由产品主导向服务主导转型，态势感知、监测预警、云安全服务等新技术业态层出不穷，网络安全技术密集化、产品平台化、产业服务化等特征不断显现。

³ 测算以国内近百家安全企业调研数据为基础，按照细分市场分类测算方式进行估算，并参考样本企业平均增长率对产业规模进行了修正。

图6 我国网络安全产业规模及增长情况（单位：亿元）



资料来源：公开资料，鹏元整理

在网络安全产业快速发展的大环境下，我国信息安全产业公司整体表现良好，近年来营业收入及利润总额持续增长，其中启明星辰收入规模较大，在行业内居于前列。

表4 我国网络安全产业主要上市信息安全产业公司营业收入及利润总额（单位：亿元）

股票简称	2017年1-9月		2016年		2015年		2014年	
	营业收入	利润总额	营业收入	利润总额	营业收入	利润总额	营业收入	利润总额
启明星辰	11.76	0.29	19.27	2.98	15.34	2.97	11.96	2.05
卫士通	10.33	1.15	17.99	1.96	16.03	1.82	12.36	1.42
蓝盾股份	14.50	2.67	15.74	3.73	10.01	1.43	5.25	0.41
绿盟科技	5.33	0.54	10.91	2.59	8.78	2.15	7.03	1.59
美亚柏科	5.92	0.66	9.98	2.02	7.63	1.73	6.03	1.37
榕基软件	4.54	0.24	7.03	0.21	6.24	0.15	5.98	0.24
任子行	6.50	0.99	6.63	1.37	3.60	0.67	2.97	0.43
北信源	2.80	0.22	4.92	0.86	4.70	0.78	2.63	0.74

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

随着网络安全问题日益复杂，市场对安全产品及服务的要求不断提升，若信息安全产业公司不能根据网络技术与安全形势的变化及时进行技术创新，则可能面临被市场淘汰的风险。同时，对于网络安全产业来说，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，需持续关注信息安全产业公司的人才流失风险。

我国网络安全相关法律法规及发展规划的出台，为行业发展提供了良好的政策环境

国家政策支持是网络安全产业发展的重要因素，近年来国家出台了一系列政策，为网

络安全产业的发展、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。2016年11月7日,《中华人民共和国网络安全法》正式公布,并于2017年6月1日起施行,其是我国第一部全面规范网络空间安全管理方面的基础性法律。随着《中华人民共和国网络安全法》的实施和网络安全相关规划的不断推进,相关政策为网络安全产业的发展提供了新的契机和更有利的支持。

表5 近年来我国网络安全领域相关政策及规划文件

时间	相关文件	主要内容
2007年6月	《信息安全等级保护管理办法》	国家通过制定统一的信息安全等级保护管理规范和技术标准,组织公民、法人和其他组织对信息系统分等级实行安全保护,对等级保护工作的实施进行监督、管理。
2008年5月	《企业内部控制基本规范》	企业应当加强对信息系统开发与维护、访问与变更、数据输入与输出、文件储存与保管、网络安全等方面的控制,保证信息系统安全稳定运行。
2009年3月	《软件产品管理办法》	为了加强软件产品管理,促进我国软件产业的发展等。
2010年1月	《通信网络安全防护管理办法》	为了加强对通信网络安全的管理,提高通信网络安全防护能力,保障通信网络安全畅通,根据《中华人民共和国电信条例》,制定本办法。
2011年1月	《互联网信息服务管理办法》(修订)	从事经营性互联网信息服务,应当具备下列条件:“(三)有健全的网络与信息安全保障措施,包括网络安全保障措施、信息安全保密管理制度、用户信息安全管理制度。
2012年6月	《国务院关于进一步推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	将信息安全提到与信息化发展同等重要的地位,提出要健全安全防护和管理,保障重点领域信息安全;加快能力建设,提升网络与信息安全保障水平。
2013年8月	《国家发展改革委办公厅关于组织实施2013年国家信息安全专项有关事项的通知》	按照信息安全等级保护的相关要求,在金融、能源、交通、电子政务、电子商务和互联网服务领域,支持重点骨干企业,围绕主要业务应用,采用安全可控的技术和产品,开展云计算和大数据安全应用试点示范。
2016年11月	《中华人民共和国网络安全法》	指出国家坚持网络安全与信息化发展并重,遵循积极利用、科学发展、依法管理、确保安全的方针,推进网络基础设施建设和互联互通,鼓励网络技术创新和应用,支持培养网络安全人才,建立健全网络安全保障体系,提高网络安全保护能力。
2016年12月	《“十三五”国家信息化规划》	在信息安全领域提出要强化网络安全顶层设计,构建关键信息基础设施安全保障体系、全天候全方位感知网络安全态势。
2016年12月	《国家网络空间安全战略》	为贯彻落实习近平主席关于推进全球互联网治理体系变革的“四项原则”和构建网络空间命运共同体的“五点主张”,阐明中国关于网络空间发展和安全的重大立场,指导中国网络安全工作,维护国家在网络空间的主权、安全、发展利益,制定本战略。
2017年1月	《软件和信息技术服务业发展规划(2016-2020年)》	明确提出,云计算、大数据、移动互联网、物联网、信息安全等领域的创新发展向更高层次跃升。到2020年,信息安全产品收入达到2000亿元,年均增长20%以上。
2017年1月	《信息通信网络与信息安全规划(2016-2020)》	到2020年建成“责任明晰、安全可控、能力完备、协同高效、合作共享”的信息通信网络与信息安全保障体系。
2017年4月	《云计算发展三年行动》	高度重视云计算应用和服务发展带来的网络安全问题与挑

	计划》	战, 结合云计算发展特点, 进一步提升网络安全技术保障能力, 制定完善安全管理制度标准, 形成健全的安全防护体系, 落实企业安全责任。
2017年6月	《国家网络安全事件应急预案》	建立健全国家网络安全事件应急工作机制, 提高应对网络安全事件能力, 预防和减少网络安全事件造成的损失和危害, 保护公众利益, 维护国家安全、公共安全和秩序。
2017年7月	《关键信息基础设施安全保护条例(征求意见稿)》	对关键信息基础设施的范围、各监管部门的职责、运营者的安全保护义务以及安全检测评估制度提出了更加具体、操作性也更强的要求, 为开展关键信息基础设施的安全保护工作提供了重要的法律支撑。
2017年8月	《一流网络安全学院建设示范项目管理办法》	以习近平总书记关于网络安全重要指示为指引, 以建设世界一流网络安全学院为主要目标, 以探索网络安全人才培养新思路、新体制、新机制为主要内容, 改革创新, 先行先试, 从政策、投入等多方面采取措施, 经过十年左右的努力, 形成4-6所国内公认、国际上具有影响力和知名度的网络安全学院。
2018年1月	《工业控制系统信息安全行动计划(2018—2020年)》	到2020年, 全系统工控安全管理工作体系基本建立, 全社会工控安全意识明显增强。建成全国在线监测网络, 应急资源库, 仿真测试、信息共享、信息通报平台(一网一库三平台), 态势感知、安全防护、应急处置能力显著提升。培育一批影响力大、竞争力强的龙头骨干企业, 创建3-5个国家新型工业化产业示范基地(工业信息安全), 产业创新发展能力大幅提高。

资料来源: 公开资料, 鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》等法律、法规和规范的要求, 不断完善公司治理结构, 建立健全内部管理和控制制度。

股东大会是公司的权力机构, 公司按照法律、行政法规、规范性文件、《公司章程》及《股东大会议事规则》的相关规定, 规范股东大会的召集、召开、表决和决议。公司股东大会由董事会依法召集, 董事长主持。公司控股股东及实际控制人为王佳、严立夫妇, 公司与控股股东在业务、人员、资产、机构、财务等方面相互独立。2015-2017年, 公司分别召开2次、5次和4次股东大会。

公司设董事会, 对股东大会负责。董事会由7名董事组成, 其中独立董事3名, 设董事长1名。董事由股东大会选举或更换, 每届任期3年。董事会按照股东大会的有关决议, 设立战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核等专门委员会, 专门委员会成员全部由董事组成。公司设监事会, 由3名监事组成, 并设监事会主席1人。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表, 其中职工代表的比例不低于1/3, 职工代表由公司职工民主选举产生。

公司设有独立的安全研发中心、研究开发中心、产品管理中心、客户服务中心等总部技术中心负责核心技术和产品的技术创新、产品开发、产品规划、推广策划和售后服务，由供应链部门负责原材料采购、产品的生产及供应，并建立了覆盖全国主要区域和行业立体化营销服务网络。公司具备独立完整的产、供、销及研发系统，拥有独立的生产经营场所和完整的业务体系，具有面向市场自主经营的能力。

内部管理方面，公司设各区域营销平台、大客户事业部、各产品线、公共研究部门、集团客户服务中心、人力资源部、财务部、行政管理部、商务部、信息中心、供应链、投资管理部等，各职能部门之间职责明确，相互牵制，并有相关的制度做支撑。

人员构成方面，截至2017年末，公司共有员工3,781人，其中技术人员2,233人，占员工总数的59.06%。公司对外提供网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务及解决方案等需要大量的技术人员，较高比例的技术人员为公司主营业务的正常运营及技术研发提供了较大的保障。从学历结构来看，公司本科及以上学历员工2,699人，占员工总数的71.38%。公司人员素质相对较高，人员构成较为合理。

表6 截至2017年末公司员工构成情况（单位：人）

员工构成的类别	员工人数	占员工总数的比例
技术人员	2,233	59.06%
销售人员	788	20.84%
职能人员	360	9.52%
管理人员	198	5.24%
生产人员	96	2.54%
财务人员	70	1.85%
行政人员	36	0.95%
合计	3,781	100.00%

学历	员工人数	占员工总数的比例
硕士及以上	359	9.49%
本科	2,340	61.89%
专科	963	25.47%
其他	119	3.15%
合计	3,781	100.00%

资料来源：公司提供

发展战略方面，公司将在深耕网络安全市场的基础上，向数据安全、应用/业务安全、密码/加密等多个信息安全行业的细分市场挺进，并将继续保持核心技术研发力度，紧密跟进云计算、大数据、移动互联、工业互联网、物联网、智慧城市、智能制造等新领域的安全趋势和技术走向，积极部署产品升级换代、新产品市场投放及业务模式创新。同时，

公司将继续围绕核心业务采用战略联盟、技术合作、资产重组或投资、并购战略，构建开放合作的产业生态圈，进一步扩大公司在信息安全领域的产品覆盖面，提高市场份额。

六、经营与竞争

公司是网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商，主营业务为信息安全产品的研发、生产、销售与提供专业安全服务。近年来，公司收入规模持续增长，2015-2017年分别实现营业收入153,395.82万元、192,737.04万元及227,852.53万元，主要系业务规模扩张及合并范围增加所致。毛利率方面，由于规模较大的研发支出不体现在营业成本中，公司毛利率水平较高，但受行业竞争加剧及合并企业影响，近年公司毛利率持续下滑；2015-2017年公司综合毛利率分别为68.50%、66.81%和65.18%。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
信息网络安全	225,750.51	65.11%	190,514.31	66.88%	151,411.27	68.43%
其他	2,102.02	72.37%	2,222.73	60.71%	1,984.56	73.73%
合计	227,852.53	65.18%	192,737.04	66.81%	153,395.82	68.50%

注：其他业务收入主要为房租收入。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司是国内领先的信息安全综合提供商，拥有完善的专业安全产品线，客户覆盖面广泛，近年来公司信息网络安全收入持续增长，毛利率维持在较高水平；但公司所处行业发展较快，若不能及时进行技术创新和业务模式创新，公司优势地位可能会受到威胁

公司是国内领先的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务及解决方案的综合提供商，主要从事信息安全产品的研发、生产、销售与提供专业安全服务，产品主要包括安全网关、安全监测、数据安全与平台、安全服务与工具、硬件及其他。近年来，受益于安全产品市场需求的扩大及公司合并范围的增加，公司各类信息网络安全产品销售收入均有所增长。同时，公司信息网络安全产品毛利率多处于较高水平，近年来安全网关、安全监测、数据安全与平台的毛利率均超过70%，安全服务与工具毛利率均超过40%。

表8 公司信息网络安全收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
安全网关	68,713.94	74.82%	62,350.05	77.84%	50,070.64	78.56%
安全检测	149,295.48	77.54%	42,726.22	77.09%	35,575.55	81.79%

数据安全与平台	48,085.71	79.18%	36,910.26	80.72%	29,518.77	80.43%
安全服务与工具	33,413.04	45.23%	30,597.42	46.58%	16,950.00	61.14%
硬件及其他	21,242.34	8.98%	17,930.36	10.62%	19,296.32	5.54%
合计	225,750.51	65.11%	190,514.31	66.88%	151,411.27	68.43%

资料来源：公司提供，鹏元整理

产品方面，公司拥有较完善的专业安全产品线，横跨防火墙/UTM、入侵检测管理、网络审计、终端管理、加密认证等技术领域，共有百余个产品型号，主要包括UTM、入侵检测与防御、安全管理平台、安全性审计、安全专业服务、防火墙、Web应用防火墙、漏洞扫描、互联网行为管控、终端安全、数据防泄密、无线安全引擎、应用交付、网闸、数据安全交换、大数据处理/安全、电子印章/签名、工控安全等多个产品类型。随着云计算的持续发展，公司已完成大部分产品的虚拟化、云化工作，并推出满足政务云/行业云、大数据应用、智慧城市、态势感知、移动互联安全等新需求的新产品与解决方案。根据公司提供的“赛迪顾问数据引用证明”，2016年公司在网络信息安全市场的份额为5.7%，在UTM、入侵检测与防御、安全管理平台、数据安全、终端安全市场中的份额分别为25.6%、17.2%、21.7%、9.3%、4.0%。公司产品线较为完备，且产品市场份额较高，竞争优势明显，但随着网络技术与安全形势的不断变化，信息网络安全产品升级换代速度较快，若公司不能正确判断、把握行业的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，则可能无法在行业竞争格局中继续保持优势地位，持续盈利能力也可能受到不利影响。

表9 公司产品介绍

产品类别	类别介绍
安全网关	部署于网络边界、出口的安全产品，主要包括防火墙、NGFW、UTM、VPN、网关、网闸、抗DDoS攻击等。
安全检测	部署于网络内部中深层的安全产品，主要包括入侵检测/防御IDS/IPS、网络审计、内网安全管理等。
数据安全与平台	以网络/系统数据为基础或对象的安全产品，主要包括SOC、4A、DLP、数据管控、大数据处理分析等。
安全服务与工具	包括风险评估、监控应急、安全运维、安全保障、产品售后等服务以及相关工具类产品。
硬件及其他	为用户提供安全解决方案、系统集成项目而用到的第三方硬件等。

资料来源：公司提供

销售方面，公司采用直销与分销相结合的方式销售。对于重点行业客户，以及比较复杂、客户要求公司直接参与、含有较多服务内容的项目，公司通常采用直销模式，通过招投标获取订单，发货并收到客户的验收报告后确认收入。对于广大的地市市场，公司主要采用分销模式，通过分销商来开发区域市场，向客户提供适应其需求的相关安全系统

和标准化产品；公司设有信用管理政策，根据不同分销商的信用情况要求其支付部分或全部预付款后才予以发货，出货后确认收入。

公司信息安全产品的销售客户遍及政府、军队/军工、电信、金融、能源、交通、烟草、制造、教育、媒体等多个领域，其中政府及军队/军工产生的收入占公司营业收入的比重近年来均超过60%。2015-2017年公司前五名客户销售收入合计分别为23,552.33万元、32,101.25万元和31,896.36万元，占当期销售总额的比例分别为15.35%、16.66%和14.00%，公司客户较为分散，集中度不高。目前，公司主要客户通常采取预算管理和产品集中采购制度，从而使公司营业收入和利润呈季节性分布，第四季度占比较高。

表10 公司前五名客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占当期销售总额比例
2017年	客户1	8,486.79	3.72%
	客户2	7,024.87	3.08%
	客户3	5,668.28	2.49%
	客户4	5,617.21	2.47%
	客户5	5,099.21	2.24%
	合计	31,896.36	14.00%
2016年	客户1	14,026.12	7.28%
	客户2	5,949.80	3.09%
	客户3	5,597.36	2.90%
	客户4	3,366.16	1.75%
	客户5	3,161.82	1.64%
	合计	32,101.25	16.66%
2015年	客户1	6,788.45	4.43%
	客户2	6,463.37	4.21%
	客户3	3,964.39	2.58%
	客户4	3,223.64	2.10%
	客户5	3,112.48	2.03%
	合计	23,552.33	15.35%

资料来源：公司提供

公司生产流程以软件灌装为主，成本中直接材料成本占比较大；公司采购金额不大，供应商集中度较高

生产方面，公司根据销售预测编制日生产计划，按计划生产相应型号产品，进行装配、调试、高温、检验、包装等工序，公司生产的关键点为软件灌装。从公司整体来看，随着公司业务规模的增长及合并范围的扩大，营业成本规模持续增长，2015-2017年公司营业成本分别为48,325.94万元、63,966.63万元及79,341.37万元，其中直接材料成本占比较大，

近年来直接材料成本占总成本的比重均在75%左右，直接材料价格及质量对公司信息网络安全业务的业绩及正常运营存在一定影响。

表11 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	59,607.64	75.13%	48,432.09	73.71%	36,936.19	76.49%
直接人工	12,821.57	16.16%	10,157.90	15.88%	8,324.30	17.23%
制造费用	6,331.41	7.98%	4,503.25	7.04%	2,544.20	5.26%
其他业务	580.72	0.73%	873.39	1.37%	521.25	1.08%
合计	79,341.37	100.00%	63,966.63	100.00%	48,325.94	100.00%

注：公司研发人员费用体现在管理费用中，未包含在上表中的直接人工成本。

资料来源：公司提供

采购方面，公司对外采购的原材料主要为工控机和相关辅料，以及集成业务中所需的第三方产品与设备，由于公司所处行业有别于制造业，采购的硬件设备仅为信息网络安全产品的载体，总体采购金额不大。对于工控机等主料的供应商及采购价格，公司通过邀标的方式竞标确认；对于辅料的供应商和价格，公司一般通过竞争性谈判确认；对于集成业务中所需的第三方产品与设备，若客户有明确要求，公司将根据其要求进行指定采购。针对供应商，公司会通过杂志、媒体、网络 and 同行推荐等方式确定供应商选择范围，对供应商产品进行测试，测试后组织采购、研发、硬件、售后等部门对潜在合格供应商进行资质审核和现场审核，通过考核的供应商会编入公司《合格供应商名录》并成为公司的长期合作单位。近年来，公司供应商集中度较高，2015-2017年公司前五名供应商采购金额占当期采购总额的比例分别为64.47%、56.55%和58.72%。

表12 公司前五名供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占当期采购总额比例
2017年	供应商 1	10,309.40	25.91%
	供应商 2	7,078.80	17.79%
	供应商 3	3,379.02	8.49%
	供应商 4	1,349.16	3.39%
	供应商 5	1,249.47	3.14%
	合计	23,365.85	58.72%
2016年	供应商 1	6,306.58	24.78%
	供应商 2	3,905.33	15.34%
	供应商 3	1,721.47	6.76%
	供应商 4	1,437.35	5.65%
	供应商 5	1,022.41	4.02%

	合计	14,393.14	56.55%
2015年	供应商 1	6,318.03	21.58%
	供应商 2	4,053.88	13.84%
	供应商 3	3,894.80	13.30%
	供应商 4	3,085.29	10.54%
	供应商 5	1,526.35	5.21%
	合计	18,878.35	64.47%

资料来源：公司提供

公司拥有强大的技术团队，近年持续加大研发投入，拥有多项发明专利，核心竞争力不断提升，但面临研发投入效果不及预期的风险

公司的研究开发以市场为导向，采用关键核心产品和关键核心技术自主开发、非核心产品和非关键技术委托或合作开发相结合的方式。同时，公司研究和开发彼此相对独立，研究部门负责关键技术的攻关和创新研究，开发部门负责研究成果的产品化。在研发管理方面，公司建立了基于IPD和CMMI的、规范的产品研发机制，将产品的开发周期划分为概念、计划、开发、验证、发布、维护等五个阶段，该机制可以在确保产品能够满足客户需求的前提下，有效地缩短开发周期；此外，分阶段的开发模式可以增强对产品开发过程的控制，提高产品质量，并能够尽早发现产品开发风险，有效控制研发成本。近年来，公司研发项目主要包括泰合新一代信息安全运营中心系统研发项目、工控系列产品研发项目、提供SaaS安全服务形态的云子可信云、入侵分析中心（DAC）研发项目、大数据安全管控系统DSM项目、新一代防火墙NGFW产品研发项目、云管端一体的数据防泄漏项目等。

公司根据业务运营需要建立技术团队，包括积极防御实验室（ADLab）、核心技术研究院、产品研发中心、泰和团队、北斗安全运营中心、VenusEye金睛监测团队、VF安全咨询专家团、Vetrix云安全团队、安全系统集成团队等，构成了公司重要的核心竞争力。为推动产品持续更新换代以满足日益变化的客户需求，公司不断加大研发投入，2015-2017年公司研发投入金额分别为31,922.25万元、42,976.21万元和46,966.82万元，占营业收入的比例分别为20.81%、22.30%和20.61%。

表13 公司研发情况

项目	2017年	2016年	2015年
研发投入金额（万元）	46,966.82	42,976.21	31,922.25
研发投入占营业收入比例	20.61%	22.30%	20.81%
研发人员数量（人）	1,412	1,341	1,206
研发人员数量占比	37.34%	38.99%	40.46%

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司拥有商标79项，其中62项为原始取得，17项为受让取得；拥有主要专利204项，其中发明专利156项，实用新型38项，外观设计10项；拥有主要软件著作权527项，其中497项为原始取得，30项为受让或承受所得。此外，公司是国家认定的企业级技术中心、国家规划布局内重点软件企业，拥有最高级别的涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质，并获得国家火炬计划软件产业优秀企业、中国电子政务IT100强等荣誉。公司拥有国家级网络安全研究基地，参与制订了国家及行业网络安全标准，完成了包括国家发改委产业化示范工程、国家科技部863计划、国家科技支撑计划、核高基重大专项等国家级可研项目上百项，并获得了多项资质、许可及证书。

总体来看，公司拥有强大的研发队伍，近年研发投入规模较大，有利于增强公司核心竞争力。但是若公司研发投入未能取得预期效果、未能形成新产品和知识产权并最终取得销售收入，将对公司业绩造成不利影响。

公司通过投资并购等方式构建产业生态圈，有助于公司扩大产品覆盖面、提高市场份额；但并购形成了较大规模的商誉，若并购标的业绩不达预期，则存在减值风险，同时持续并购对公司管理水平提出了更高的要求，公司面临一定管理整合风险

根据公司的发展战略，自上市以来公司围绕自身的核心业务，采用战略联盟、技术合作、资产重组或投资、并购等方式，构建开发合作的产业生态圈，进一步扩大公司在信息安全领域的产品覆盖面，并提高市场份额。近年来，公司投资并购情况如下表所示。

表14 截至2017年末公司上市以来完成的投资并购（单位：万元）

时间	企业名称	所属行业	收购金额	持股比例
2011年	广州启明星辰信息技术有限公司	软件开发生产和销售	1,620.73	100.00%
	恒安嘉新(北京)科技股份有限公司(原名为恒安嘉新(北京)科技有限公司)	科学研究和技术服务业	3,000.00	14.21%
	北京方物软件有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	400.00	6.17%
2012年	北京网御星云信息技术有限公司	软件行业	22,999.18	100.00%
	杭州攀克网络技术有限公司	科学研究和技术服务业	100.00	10.71%
	北京远鉴科技股份有限公司	科学研究和技术服务业	461.54	3.42%
2013年	北京太一星辰信息技术有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	796.50	38.22%
	北京泰然神州科技有限公司	科学研究和技术服务业	400.00	22.22%
	广州优逸网络科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	700.00	12.28%
2014年	杭州合众数据技术有限公司	软件行业	17,850.00	51.00%
	北京书生电子技术有限公司	软件行业	9,180.00	51.00%

2015年	联信华奥软件(北京)有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	703.70	17.59%	
	杭州磐联科技有限公司	软件和信息技术服务业	24.00	10.00%	
	北京国保金泰信息安全技术有限公司	科学研究和技术服务业	500.00	8.00%	
	北京中关村软件园中以创新投资发展中心(有限合伙)	租赁和商务服务业	200.00	6.67%	
	SKSpruceHoldingLtd	软件行业	1,630.62	4.80%	
	北京永信至诚科技股份有限公司	科学研究和技术服务业	560.00	4.53%	
	启明星辰日本株式会社	软件行业	25.70	49.00%	
	北京星源壹号信息安全创业投资基金管理中心(有限合伙)	租赁和商务服务业	3,000.00	30.00%	
	上海安言信息技术有限公司	科学研究和技术服务业	322.22	25.00%	
	上海安阖在创信息技术有限公司	软件和信息技术服务业	500.00	22.50%	
	北京书生移动技术有限公司	科学研究和技术服务业	25.00	4.34%	
	苏州北极光正源创业投资合伙企业(有限合伙)	租赁和商务服务业	1,000.00	1.59%	
	2016年	安防高科电磁安全技术(北京)有限公司	软件行业	22,185.00	100.00%
		南京川陀大匠信息技术有限公司	软件行业	3,176.47	100.00%
		北京娜迦信息技术发展有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	1,050.00	8.05%
NEWSKY SECURITY LLC		软件行业	199.04	7.50%	
北京赛博兴安科技有限公司		软件行业	57,915.00	90.00%	
长沙市智为信息技术有限公司		信息传输、软件和信息技术服务业	1,000.00	30.00%	
宁波梅山保税港区星源大珩股权投资合伙企业(有限合伙)		租赁和商务服务业	600.00	20.00%	
2017年	北京中海双创教育科技有限公司	科学研究和技术服务业	17.60	3.52%	
	Cloudminds Inc.	科学研究和技术服务业	6,774.40	2.50%	
	北京创董创新实业有限公司	房地产业	600.00	6.00%	
	FarsightSecurity, INC	科学研究和技术服务业	200.00	5.00%	

注：2016年公司收购杭州合众数据技术有限公司剩余49.00%股权，支付对价15,435.00万元；
2015年公司收购北京书生电子技术有限公司剩余75%-51%股权，支付对价5,202.56万元；2016年收购
剩余25%股权，支付对价6,600.00万元；
杭州磐联科技有限公司已于2017年8月注销。

资料来源：公司提供

随着公司不断在信息网络安全领域并购子公司，公司资产规模、所有者权益大幅增加，
截至2017年末，公司资产总额为427,501.17万元，所有者权益为317,682.24万元，较2015

年末均大幅增加。同时，通过并购子公司形成了较大规模的商誉，截至2017年末，公司商誉账面价值为70,568.69万元，包括广州启明、网御星云、合众数据、书生电子、安方高科、川陀大匠及赛博兴安。经过减值测试，公司对收购安方高科形成的商誉原值9,480.15万元全额计提减值，同时除安方高科外其他公司未出现减值情况。根据公司公告，安方高科及书生电子均未完成承诺业绩，安方高科2016年与2017年合计承诺业绩完成率仅为18.43%，书生电子2016年与2017年合计承诺业绩完成率为85.89%；合众数据及赛博兴安均完成了承诺业绩，合众数据2015-2017年合计承诺业绩完成率为103.33%，赛博兴安2017年承诺业绩完成率为100.67%。若未来上述子公司实际运营业绩不及交易评估时的预期状态，则公司将面临较大的商誉减值测试压力，进而带来资产减值风险。同时，持续并购对公司管理水平提出了更高的要求，公司面临一定管理整合风险。

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。其中，2017年公司开始执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》及《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，导致会计政策发生变更。执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》之前，公司将取得的政府补助计入营业外收入；与资产相关的政府补助确认为递延收益，在资产使用寿命内平均摊销计入当期损益。执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》之后，对2017年1月1日之后发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收支。

截至2017年末，公司合并报表范围内共有32家子公司，近三年合并报表范围变化情况如表15所示。

表15 公司合并报表范围变化情况

项目	2017年	2016年	2015年
合并子公司家数	32家	19家	13家
其中：当年增加或减少数	增加13家	增加6家	增加2家
增加或减少原因	并购或新设	并购或新设	新设
增加或减少子公司名称	赛博兴安、赛博长城、北京云子、昆明企管、云南启明、深	辰信领创、唯平叔贤、长沙云子、安方高科、	成都企管、成都启明

圳启明、郑州启明、郑州企管、
三峡启明、武汉启明、济南企
管、杭州企管、香港启明。

赫安福源、川陀大匠

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，应收账款及商誉占比较大，需关注应收账款回款时间和回收风险，以及商誉减值风险

受益于业务规模扩张及合并范围增加，近年来公司资产规模持续增长，2015-2017年总资产年复合增长率为22.96%，截至2017年末，公司资产总额为427,501.17万元。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至2017年末流动资产占资产总额的比重为56.68%。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	59,637.92	13.95%	52,221.81	16.04%	79,589.86	28.15%
应收账款	122,050.15	28.55%	92,558.16	28.44%	63,983.39	22.63%
存货	17,856.04	4.18%	16,709.89	5.13%	18,573.14	6.57%
其他流动资产	30,580.10	7.15%	41,546.47	12.76%	23,625.44	8.36%
流动资产合计	242,308.46	56.68%	214,793.95	65.99%	195,476.48	69.13%
可供出售金融资产	19,857.86	4.65%	10,089.01	3.10%	5,758.47	2.04%
长期股权投资	11,725.14	2.74%	8,953.31	2.75%	7,705.91	2.73%
投资性房地产	8,291.90	1.94%	8,923.79	2.74%	9,518.14	3.26%
固定资产	25,206.74	5.90%	22,854.12	7.02%	17,284.18	6.11%
无形资产	19,120.46	4.47%	20,813.38	6.39%	14,789.65	5.23%
商誉	70,568.69	16.51%	29,462.17	9.05%	24,118.52	8.53%
其他非流动资产	18,579.97	4.35%	2,198.20	0.68%	0.00	0.00%
非流动资产合计	185,192.71	43.32%	110,701.30	34.01%	87,285.17	30.87%
资产总计	427,501.17	100.00%	325,495.25	100.00%	282,761.66	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要为货币资金、应收账款、存货及其他流动资产。截至2017年末，公司货币资金为59,637.92万元，其中其他货币资金1,854.58万元，全部为使用受限的保函保证金及相关利息。近年来随着业务规模的扩大，公司应收账款规模持续增长，2017年末应收账款账面价值为122,050.15万元，占总资产的比重为28.55%，账龄一年以内的占比为67.07%，公司对应收账款计提了19,122.18万元坏账准备；前五大应收对象合计占比为21.92%。公司应收账款规模较大，且部分应收账款账龄较长，故需关注其回款时间及回收

风险。公司存货主要为原材料、库存商品、在建项目及少量在产品，截至2017年末存货账面价值为17,856.04万元，计提跌价准备3,592.35万元，近年来存货规模的波动主要系公司根据市场需求预测对库存进行调整所致。截至2017年末，公司其他流动资产为30,580.10万元，主要为理财产品。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产、商誉及其他非流动资产。可供出售金融资产主要为公司对其他企业的投资，2017年末账面价值为19,857.86万元，系对北京星源壹号信息安全创业投资基金管理中心（有限合伙）、Cloudminds Inc.、北京娜迦信息科技发展有限公司等企业的投资，已计提减值准备997.89万元。长期股权投资主要为公司对联营企业的投资，2017年末账面价值为11,725.14万元，已计提减值准备427.35万元，2017年权益法下确认的投资收益248.33万元。截至2017年末，公司投资性房地产账面价值为8,291.90万元，较2015年末略有下降；主要系部分原用于出租的房屋改为自用所致。公司固定资产主要为房屋建筑物及电子设备，近年来规模持续增长，2017年末账面价值为25,206.74万元，其中未办妥产权证书部分为2,589.66万元。公司无形资产主要为非专利技术、专利技术及著作权，2017年末账面价值为19,120.46万元，其中公司内部研究开发形成的无形资产占无形资产余额的比例为44.66%。公司商誉为收购企业形成，2017年末账面价值为70,568.69万元，占资产总额的比重为16.51%，系合并广州启明、网御星云、合众数据、书生电子、安方高科、川陀大匠、赛博兴安等子公司所形成，其中收购安方高科形成的商誉原值为9,480.15万元，经减值测试，已对其全部计提减值。公司商誉规模较大，若所收购企业未来运营业绩不及交易评估时的预期状态，公司商誉将面临减值风险。

表17 截至2017年末公司商誉情况（单位：万元）

被投资单位名称或形成商誉的事项	账面原值	减值准备余额
广州启明	125.53	-
网御星云	8,279.85	-
合众数据	11,036.64	-
书生电子	4,676.49	-
安方高科	9,480.15	9,480.15
川陀大匠	2,061.18	-
赛博兴安	4,388.99	-
合计	80,048.84	9,480.15

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

总体来看，近年来公司资产规模持续增长，应收账款及商誉占比较大，需关注应收账款

款回款时间和回收风险，以及商誉减值风险。

资产运营效率

公司净营业周期较为稳定，但整体资产周转率较低

近年公司应收账款及营业收入均持续增长，但受应收账款增幅较大影响，公司应收账款周转天数持续上升；业绩提升加快了存货周转效率，公司存货周转天数持续下降；公司应付账款周转天数有所波动，表现为先降后升。2015-2017年公司净营业周期分别为71.96天、73.99天和72.58天，整体较为稳定。

受商誉规模较大影响，公司整体资产周转效率较低，2015-2017年总资产周转天数分别为613.67天、568.06天和594.86天。

表18 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数	169.54	146.20	145.89
存货周转天数	78.42	99.29	112.36
应付账款周转天数	175.38	171.50	186.29
净营业周期	72.58	73.99	71.96
流动资产周转天数	361.10	383.16	410.92
固定资产周转天数	37.97	37.49	39.62
总资产周转天数	594.86	568.06	613.67

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入增长较快，主业盈利能力尚可，但期间费用率较高，对利润形成较大的侵蚀

受益于业务规模扩张及合并范围增加，公司营业收入持续增长，2015-2017年分别实现营业收入153,395.82万元、192,737.04万元及227,852.53万元，年均复合增长率为21.88%，其中信息安全业务对营业收入的贡献较大，信息安全业务收入占营业收入的比重均超过98%。毛利率方面，由于公司信息安全产品生产过程中大部分支出发生在研发阶段，体现在管理费用中，营业成本仅包括硬件设备采购费用、软件灌装费用等直接费用，因此公司综合毛利率较高。公司业务扩张及合并范围增加的同时，相应营销人员薪酬、差旅费、业务招待费等销售费用不断增加，公司加大研发投入导致管理费用逐年增长，因此公司期间费用增加较快，2015-2017年复合增长率为16.35%，期间费用率较高一定程度上

降低了公司的盈利能力。公司资产减值损失主要为坏账损失及商誉减值损失。投资收益主要为处置长期股权投资产生的投资收益及理财产品收益，2016年表现为净损失主要系权益法核算的长期股权投资损失规模较大所致。

2015-2017年公司营业利润分别为15,152.94万元、13,305.62万元和35,758.60万元，2017年公司营业利润大幅提升主要系营业收入增加，以及会计准则变更使得政府补助计入其他收益所致。此外，2015-2016年公司分别实现营业外收入14,889.45万元、16,871.49万元，主要为政府补助，并以增值税退税为主；2017年公司实现营业外收入11,503.26万元，主要为业绩承诺补偿款，营业外收入对公司利润形成了较好的补充。近年公司净利润规模增长较快，盈利能力尚可。

表19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入	227,852.53	192,737.04	153,395.82
营业利润	35,758.60	13,305.62	15,152.94
资产减值损失	10,885.74	11,209.09	2,745.12
投资收益	2,347.51	-299.5	2,104.88
营业外收入	11,503.26	16,871.49	14,889.45
利润总额	46,997.91	29,827.13	29,673.73
净利润	44,270.59	26,119.34	25,512.55
综合毛利率	65.18%	66.81%	68.50%
期间费用率	51.71%	52.80%	56.55%
营业利润率	15.69%	6.90%	9.88%
总资产回报率	12.48%	9.81%	11.44%
净资产收益率	16.29%	12.87%	14.94%
营业收入增长率	18.22%	25.65%	28.29%
净利润增长率	69.49%	2.38%	40.09%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金生成能力较强，但为继续布局相关领域投资或收购及维持较大规模的研发投入，预计公司融资规模将扩大

2015-2017年公司收现比分别为1.23、0.92和1.00，资金回笼情况较好。随着利润规模上升，近年公司FFO表现较好，公司经营活动现金生成能力不断增强，2015-2017年公司FFO年复合增长率为36.46%。尽管公司收现比情况较好，但由于经营性应收项目的大幅增加，对营运资金占用较大，导致2016年及2017年公司营运资本有所下降。

公司投资活动现金流入主要为收回理财产品产生的现金流入，投资活动现金流出主要为购买理财产品、购建长期资产、投资并购支付的现金。目前，公司的筹资方式主要是发行股份，随着公司持续布局网络安全产业，未来或继续在相关领域进行对外投资和收购，同时为推动产品持续更新换代以满足日益变化的市场需求，公司仍需较大规模的研发投入，预计公司仍有较大的资金需求，未来融资规模可能将扩大。

表20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	1.00	0.92	1.23
净利润	44,270.59	26,119.34	25,512.55
非付现费用	23,478.29	21,396.35	11,521.98
非经营损益	-4,565.07	-15.47	-3,104.37
FFO	63,183.81	47,500.21	33,930.16
营运资本变化	-18,759.01	-38,025.90	7,779.08
其中：存货减少（减：增加）	-730.49	2,621.17	-7,203.56
经营性应收项目的减少（减：增加）	-26,318.92	-26,926.17	-6,788.13
经营性应付项目的增加（减：减少）	8,285.40	-13,720.91	21,770.77
经营活动产生的现金流量净额	44,424.79	9,474.30	41,709.24
投资活动产生的现金流量净额	-50,912.87	-41,296.21	19,395.91
筹资活动产生的现金流量净额	7,163.22	4,021.43	-7,740.70
现金及现金等价物净增加额	625.29	-27,801.22	53,364.54

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率不高，有息债务规模较小，财务安全性较高，但需关注本期债券成功发行带来的偿债压力加大

截至2017年末，公司负债总额为109,818.93万元，较上年末增长10.31%。随着经营积累及合并范围增加，公司所有者权益逐年增加，2017年末公司所有者权益合计317,682.24万元，2015-2017年复合增长率为32.87%。受益于所有者权益的持续大幅增长，2017年末公司产权比率为34.57%，所有者权益对负债的覆盖程度较高。

表21 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	109,818.93	99,556.65	102,810.70
所有者权益	317,682.24	225,938.59	179,950.95
产权比率	34.57%	44.06%	57.13%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，近年公司流动负债占总负债的比重均在93%以上，主要包括应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费及其他应付款。公司应付账款主要为应付货款，2017年末账面余额42,561.30万元，占负债总额的比例为38.76%。公司预收款项系根据销售合同收取的客户预付款，2017年末账面余额为19,438.89万元。公司应付职工薪酬主要系期末尚未支付的职工薪酬福利，应交税费主要系应交增值税、企业所得税等。公司其他应付款主要为与相关单位及个人的往来款，近年来规模持续增加，2017年末账面余额为7,035.32万元。公司非流动负债主要为递延收益，系尚待递延期内摊销的政府补助，2017年末账面余额为3,915.82万元。截至2017年末，公司有息债务为短期借款，规模为590.00万元。

表22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	590.00	0.54%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	42,561.30	38.76%	34,743.41	34.90%	26,201.28	25.48%
预收款项	19,438.89	17.70%	25,577.46	25.69%	42,738.52	41.57%
应付职工薪酬	14,339.65	13.06%	12,188.38	12.24%	11,718.33	11.40%
应交税费	20,630.72	18.79%	15,622.73	15.69%	13,202.93	12.84%
其他应付款	7,035.32	6.41%	4,928.53	4.95%	3,343.88	3.25%
流动负债合计	104,595.89	95.24%	93,060.51	93.47%	97,204.94	94.55%
递延收益	3,915.82	3.57%	4,966.18	4.99%	4,308.64	4.19%
非流动负债合计	5,223.04	4.76%	6,496.15	6.53%	5,605.76	5.45%
负债合计	109,818.93	100.00%	99,556.65	100.00%	102,810.70	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

从主要偿债指标来看，公司资产负债率不高，2017年末资产负债率为25.69%。短期偿债指标方面，2017年末公司流动比率和速动比率分别为2.32和2.15，短期偿债指标表现尚可；长期偿债能力指标方面，公司EBITDA增长较快，且由于利息支出规模较小，EBITDA利息保障倍数高。总体来看，公司资产负债率不高，有息债务规模较小，偿债压力不大，但如本期债券成功发行，公司负债率将有所上升，偿债压力也随之加大。

表23 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年	2015年
资产负债率	25.69%	30.59%	36.36%
流动比率	2.32	2.31	2.01
速动比率	2.15	2.13	1.82
EBITDA (万元)	59,595.08	40,027.82	38,679.43

EBITDA 利息保障倍数	12,899.37	2,980.36	169.02
有息债务/EBITDA	0.01	0.00	0.00
债务总额/EBITDA	1.84	2.49	2.66
经营性净现金流/流动负债	0.42	0.10	0.43
经营性净现金流/负债总额	0.40	0.10	0.41

注：2017 年公司计入财务费用的利息支出为-11.70 万元，其中政府补助中银行贴息 16.32 万元，利息支出 4.62 万元；本报告以 4.62 万元计算 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，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

本期债券募投项目实施后运营带来的现金流入是本期债券还本付息资金的主要来源。根据可研报告，济南安全运营中心、杭州安全运营中心、昆明安全运营中心和网络安全培训中心、郑州安全运营中心和网络安全培训中心可实现的年均销售收入分别为 5,774.85 万元、17,294.00 万元、34,619.58 万元、38,325.95 万元。但我们同时也关注到，本期债券募投项目建设规模较大，回收期均在 6 年左右，如果在项目建设过程中出现行业环境发生重大变化、资金到位不及时、项目不能按期竣工等情况，将会对项目运营及收益的实现产生不利影响。

公司经营活动现金流入是本期债券还本付息资金的另一重要来源。2015-2017 年公司分别实现营业收入 153,395.82 万元、192,737.04 万元和 227,852.53 万元；净利润分别为 25,512.55 万元、26,119.34 万元和 44,270.59 万元；收现比分别为 1.23、0.92 和 1.00。公司营业收入逐年增加，主营业务盈利能力尚可，且资金回笼情况较好，为公司债务偿还提供一定的保障。但若不能根据网络技术及安全形势及时进行技术创新和业务模式创新，公司盈利能力将会受到不利影响。同时，为继续布局相关领域投资或收购及维持较大规模的研发投入，预计公司现金流出规模将持续扩大，从而对本期债券的还本付息产生一定影响。

同时，截至 2017 年末公司其他流动资产中理财产品 30,160.00 万元，可供出售金融资产 19,857.86 万元，必要时可考虑通过变现相关资产来补充偿债资金。但部分资产的变现价值、变现时限存在一定的不确定性。

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，但我们也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

附录一 合并资产负债表 (单位: 万元)

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	59,637.92	52,221.81	79,589.86
应收票据	2,304.25	2,726.34	3,034.13
应收账款	122,050.15	92,558.16	63,983.39
预付款项	3,561.52	4,097.36	2,549.96
应收利息	157.16	0.00	0.00
应收股利	11.35	0.00	0.00
其他应收款	6,149.98	4,933.91	4,120.57
存货	17,856.04	16,709.89	18,573.14
其他流动资产	30,580.10	41,546.47	23,625.44
流动资产合计	242,308.46	214,793.95	195,476.48
可供出售金融资产	19,857.86	10,089.01	5,758.47
长期股权投资	11,725.14	8,953.31	7,705.91
投资性房地产	8,291.90	8,923.79	9,218.14
固定资产	23,206.74	22,854.12	17,284.18
在建工程	0.00	0.00	10.07
无形资产	19,120.46	20,843.38	14,789.65
开发支出	3,864.46	1,029.71	2,378.11
商誉	70,568.69	29,462.17	24,118.52
长期待摊费用	579.88	590.05	223.21
递延所得税资产	7,397.61	5,787.56	5,798.92
其他非流动资产	18,579.97	2,198.20	0.00
非流动资产合计	185,192.71	110,701.30	87,285.17
资产总计	427,501.17	325,495.25	282,761.66
短期借款	590.00	0.00	0.00
应付账款	42,561.30	34,743.41	26,201.28
预收款项	19,438.89	25,577.46	42,738.52
应付职工薪酬	14,339.65	12,188.38	11,718.33
应交税费	20,630.72	15,622.73	13,202.93
其他应付款	7,035.32	4,928.53	3,343.88
流动负债合计	104,595.89	93,060.51	97,204.94
递延收益	3,915.82	4,966.18	4,308.64
递延所得税负债	1,307.22	1,529.97	1,297.12
非流动负债合计	5,223.04	6,496.15	5,605.76
负债合计	109,818.93	99,556.65	102,810.70

股本	89,669.26	86,894.23	83,024.67
资本公积	96,103.05	43,849.60	18,667.87
其他综合收益	-289.61	1.77	0.00
盈余公积	4,972.10	4,070.20	3,753.21
未分配利润	123,058.06	87,737.69	63,709.84
归属于母公司股东权益合计	313,512.86	222,553.49	169,155.59
少数股东权益	4,169.38	3,385.10	10,795.36
股东权益合计	317,682.24	225,938.59	179,950.95
负债和股东权益总计	427,501.17	325,495.25	282,761.66

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	227,852.53	192,737.04	153,395.82
其中：营业收入	227,852.53	192,737.04	153,395.82
二、营业总成本	211,017.55	179,131.92	140,347.76
其中：营业成本	79,341.37	63,966.63	48,325.94
税金及附加	2,958.44	2,198.95	2,230.05
销售费用	56,510.93	47,445.50	46,500.78
管理费用	61,626.43	55,041.32	40,740.81
财务费用	-305.36	-729.58	-194.96
资产减值损失	10,885.74	11,209.09	2,745.12
加：投资收益（损失以“-”号填列）	2,347.51	-299.50	2,104.88
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	248.33	-1,490.01	-447.36
其他收益	16,576.11	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	35,758.60	13,305.62	15,529.94
加：营业外收入	11,503.26	16,871.49	14,889.45
其中：非流动资产处置利得	1.32	0.83	0.75
减：营业外支出	263.96	349.97	368.66
其中：非流动资产处置损失	39.97	92.02	12.53
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	46,997.91	29,827.13	29,673.73
减：所得税费用	2,727.32	3,707.79	4,161.18
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	44,270.59	26,119.34	25,512.55
归属于母公司股东的净利润	45,189.20	26,517.19	24,412.72
少数股东损益	-918.61	-397.85	1,099.83

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	228,452.01	176,880.94	189,210.84
收到的税费返还	14,802.33	15,388.03	12,183.91
收到其他与经营活动有关的现金	22,379.54	15,867.52	10,334.83
经营活动现金流入小计	265,633.87	208,136.49	211,729.59
购买商品、接受劳务支付的现金	74,094.47	56,941.99	55,711.31
支付给职工以及为职工支付的现金	78,436.66	68,710.30	55,571.60
支付的各项税费	27,362.08	24,877.84	25,488.28
支付其他与经营活动有关的现金	41,315.88	48,132.06	33,249.16
经营活动现金流出小计	221,209.08	198,662.18	170,020.35
经营活动产生的现金流量净额	44,424.79	9,474.30	41,709.24
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	1,539.66	0.00	1,548.97
取得投资收益收到的现金	662.07	952.27	1,245.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	15.23	1.18	2.66
收到其他与投资活动有关的现金	95,150.00	191,320.00	168,300.00
投资活动现金流入小计	97,366.66	192,273.45	171,097.12
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	29,848.89	15,912.23	8,518.01
投资支付的现金	13,276.46	4,714.81	1,383.20
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	15,644.17	3,262.61	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	89,510.00	209,680.00	141,800.00
投资活动现金流出小计	148,279.52	233,569.66	151,701.21
投资活动产生的现金流量净额	-50,912.87	-41,296.21	-19,395.91
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	16,473.88	9,300.00	0.00
取得借款收到的现金	590.00	0.00	2,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	831.85	3,909.00
筹资活动现金流入小计	17,063.88	10,131.85	6,409.00
偿还债务支付的现金	0.00	427.05	6,635.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,971.54	2,174.34	2,312.14
支付其他与筹资活动有关的现金	929.12	3,509.04	5,202.56
筹资活动现金流出小计	9,900.66	6,110.42	14,149.70
筹资活动产生的现金流量净额	7,163.22	4,021.43	-7,740.70

四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-49.86	-0.74	0.09
五、现金及现金等价物净增加额	625.29	27,801.22	53,364.54
加：期初现金及现金等价物余额	50,658.05	78,459.27	25,094.73
六、期末现金及现金等价物余额	51,283.34	50,658.05	78,459.27

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料 (单位: 万元)

项目	2017年	2016年	2015年
将净利润调整为经营活动现金流量:			
净利润	44,270.59	26,119.34	25,512.55
加: 资产减值准备	10,885.74	11,209.09	2,745.12
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,634.03	3,003.38	2,600.01
无形资产摊销	8,750.74	6,978.78	6,011.26
长期待摊费用摊销	207.78	205.10	165.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	0.00	91.19	11.78
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	38.65	0.00	0.00
财务费用(收益以“-”号填列)	119.00	14.17	228.94
投资损失(收益以“-”号填列)	-2,347.51	299.50	-2,104.88
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	1,308.72	84.17	-1,296.79
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-828.49	-504.51	56.57
存货的减少(增加以“-”号填列)	730.49	2,621.17	7,203.56
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-26,313.92	-26,926.17	-6,788.13
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	8,285.40	13,720.91	21,770.77
经营活动产生的现金流量净额	44,424.79	9,474.30	41,709.24

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数	169.54	146.20	145.89
存货周转天数	78.42	99.29	112.36
应付账款周转天数	175.38	171.50	186.29
净营业周期	72.58	73.99	71.96
流动资产周转天数	361.10	383.16	410.92
固定资产周转天数	37.97	37.49	39.62
总资产周转天数	594.86	568.06	613.67
综合毛利率	65.18%	66.81%	68.50%
期间费用率	51.71%	52.80%	56.75%
营业利润率	15.69%	6.90%	9.88%
总资产回报率	12.48%	9.81%	11.44%
净资产收益率	16.29%	12.87%	14.94%
收现比	1.00	0.92	1.23
资产负债率	25.69%	30.59%	36.36%
流动比率	2.32	2.31	2.01
速动比率	2.15	2.13	1.82
EBITDA (万元)	59,595.08	40,027.82	38,679.43
EBITDA 利息保障倍数	12,899.37	2,980.36	169.02

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2017 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	全文简称	注册资本	持股比例		业务性质
			直接	间接	
启明星辰信息安全投资有限公司	安全投资	46,000.00	100.00%	-	投资业
北京启明星辰信息安全技术有限公司	安全公司	29,500.00	-	100.00%	软件行业
上海启明星辰信息技术有限公司	上海启明	1,000.00	-	100.00%	软件行业
广州启明星辰信息技术有限公司	广州启明	10.00	-	100.00%	软件行业
成都启明星辰信息安全技术有限公司	成都启明	2,000.00	-	100.00%	软件行业
云南启明星辰信息安全技术有限公司	云南启明	1,000.00	-	100.00%	软件行业
启明星辰企业管理（昆明）有限公司	昆明企管	1,000.00	-	100.00%	企业管理服务业、软件行业
深圳启明星辰信息安全技术有限公司	深圳启明	5,000.00	-	100.00%	软件行业
郑州启明星辰信息安全技术有限公司	郑州启明	5,000.00	-	100.00%	软件行业
郑州市启明星辰企业管理有限公司	郑州企管	1,000.00	-	100.00%	企业管理服务业、软件行业
启明星辰三峡（湖北）信息安全技术有限公司	三峡启明	2,000.00	-	100.00%	软件行业
武汉启明星辰信息安全技术有限公司	武汉启明	1,000.00	-	100.00%	软件行业
南京川陀大匠信息技术有限公司	川陀大匠	58.82	-	100.00%	软件行业
北京辰信领创信息技术有限公司	辰信领创	8,000.00	-	49.50%	软件行业
北京网御星云信息技术有限公司	网御星云	10,000.00	-	100.00%	软件行业
安方高科电磁安全技术（北京）有限公司	安方高科	5,000.00	-	100.00%	软件行业
北京赫安辐源环境科技有限公司	赫安辐源	50.00	-	100.00%	软件行业
北京书生电子技术有限公司	书生电子	3,000.00	-	100.00%	软件行业
天津书生软件技术有限公司	天津书生	2,000.00	-	100.00%	软件行业

子公司名称	全文简称	注册资本	持股比例		业务性质
			直接	间接	
上海天问投资有限公司	上海天问	1,800.00	-	100.00%	投资业
唯圣投资有限公司	唯圣投资	5.00 万美元	-	100.00%	投资业
启明星辰企业管理有限公司	企业管理	33,650.00	100.00%	-	企业管理服务业
启明星辰企业管理（上海）有限公司	上海企管	8,500.00	-	100.00%	企业管理服务业、软件行业
启明星辰企业管理（成都）有限公司	成都企管	6,000.00	-	100.00%	企业管理服务业、软件行业
长沙云子可信企业管理有限公司	长沙云子	3,500.00	-	100.00%	企业管理服务业、软件行业
北京云子企业管理有限公司	北京云子	15,100.00	-	100.00%	企业管理服务业、软件行业
济南云子可信企业管理有限公司	济南企管	1,000.00	-	100.00%	软件行业
杭州合众数据技术有限公司	合众数据	5,700.00	100.00%	-	软件行业
杭州启明星辰企业管理有限公司	杭州企管	1,000.00	-	100.00%	企业管理服务业、软件行业
Venusense HK Limited	香港启明	\$90.00 万美元	100.00%	-	投资业
北京赛博兴安科技有限公司	赛博兴安	5,000.00	90.00%	-	软件行业
北京赛博长城信息科技有限公司	赛博长城	1,000.00	-	90.00%	软件行业

注：公司之全资子公司安全公司持有辰信领创股权比例为 49.50%，北京赛博兴安企业管理咨询中心（有限合伙）持股比例为 5.50%，北京赛博兴安企业管理咨询中心（有限合伙）与安全公司签订一致行动协议，故安全公司实质表决权比例为 55.00%，可以实施控制。

资料来源：公司提供

附录六 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	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
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

附录七 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较小，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。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。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。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.pyrating.cn）、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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
 类型 其他股份有限公司（非上市）
 住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
 法定代表人 张剑文
 成立日期 1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告，商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



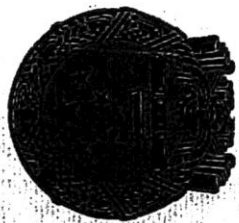
此复印件仅供使用
 启明号
 再复印无效

登记机关

2018年11月08日



中华人民共和国国家工商行政管理总局监制



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



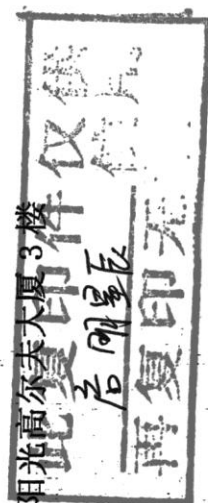
公司名称:鹏元资信评估有限公司
业务许可种类:证券市场资信评级
法定代表人:张剑文

注册地址:深圳市福田区深南大道7008号阳光大厦门3楼
编号: ZPJ002



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年4月6日



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：王贞姬

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务（其他）

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030213050002



证书取得日期 2013-05-26



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：李君臣

性别：男

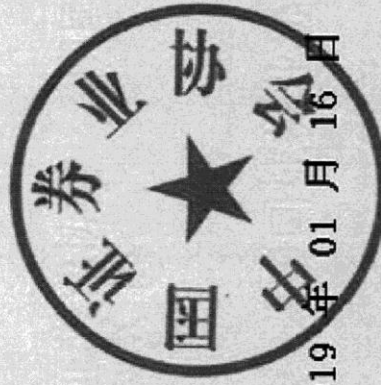
执业岗位：证券投资咨询业务（其他）

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030217100001



证书取得日期 2017-10-04



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中证鹏元资信评估股份有限公司

更名公告

经深圳市市场监督管理局核准，我公司名称自 2018 年 11 月 5 日起由“鹏元资信评估有限公司”更名为“中证鹏元资信评估股份有限公司”，原名称同时终止。

公司更名后，经营范围、业务主体以及法律关系不变。以原名称与客户、合作方及其它相关第三方签署的各项合同、协议、证明等有关文件，在其有效期内仍将继续有效。若因此造成不便，敬请谅解。

特此公告。

附件：《变更（备案）通知书》

中证鹏元资信评估股份有限公司

二〇一八年十一月十三日



变更（备案）通知书

21802275959

中证鹏元资信评估股份有限公司：

我局已于二〇一八年十一月五日对你企业申请的（股东信息、认缴注册资本总额(万元)、企业类型、法定代表人信息、名称）变更予以核准；对你企业的（董事成员、章程）予以备案，具体核准变更（备案）事项如下：

备案前董事成员： 张剑文（董事长）

备案后董事成员： 张剑文（董事长）

变更前认缴注册资本总额(万元)： 25364 币种：人民币

变更后认缴注册资本总额(万元)： 30000 币种：人民币

变更前企业类型： 有限责任公司

变更后企业类型： 其他股份有限公司（非上市）

变更前法定代表人信息： 张剑文

变更后法定代表人信息： 张剑文

变更前名称： 鹏元资信评估有限公司

变更后名称： 中证鹏元资信评估股份有限公司



税务部门重要提示：如您在国税使用防伪税控系统开具增值税发票，因变更名称、住所，需到原国税主管税务机关办税服务厅办理防伪税控设备变更发行。

