

2019 年启明星辰信息技术集团股份有限公司

可转换公司债券 2019 年
跟踪信用评级报告



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【2019】跟踪
第【259】号 02

债券简称：启明转债

债券剩余规模：10.45 亿
元

债券到期日期：2025 年
03 月 27 日

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

分析师

姓名：
刘玮 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

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

2019 年启明星辰信息技术集团股份有限公司 可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 18 日	2018 年 09 月 04 日

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”）及其 2019 年 3 月 27 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：市场需求扩大及国家政策助推为网络安全市场发展提供了良好的环境，公司收入和盈利水平有所增长，公司产品线较为完备，研发实力较强；同时中证鹏元也关注到，公司应收账款及商誉规模较大，需关注款项回收情况及被收购企业经营情况，公司收入具有季节性特征，需关注税收优惠等政策的持续性，同时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：

- 市场需求扩大及国家政策助推为网络安全市场发展提供了良好的环境。随着互联网行业发展，网络安全问题日益复杂，2018 年网络安全事件层出不穷；与此同时多项加强网络安全执法或强化相关领域网络安全的文件发布，为网络安全市场发展提供了新的机遇。
- 公司安全产品线较完备，研发能力较强，新业务提升了公司收入水平，新产品弥补了细分领域上的部分短板。截至 2018 年末，公司拥有主要专利技术共 118 项，其中发明专利 110 项、实用新型 2 项、外观设计专利 6 项，取得软件著作权 588 项，牵头/联合参与制定国家及行业网络安全标准近 30 项，研发实力较强；公司拥

有较完善的专业安全产品线，2018 年智慧城市安全运营、工业互联网安全、云安全等新业务确认收入超过 2 亿元，同时新推出多款产品，进一步提升了公司产品的安全防护性能，并补足了细分领域上的部分短板，为业务发展奠定了一定基础。

- **公司收入和盈利水平有所增长。**得益于良好的市场环境，公司业务规模进一步扩大，2018 年公司实现营业收入 252,180.58 万元，同比增长 10.68%，同期公司实现净利润 56,012.55 万元，同比增长 26.52%。

关注：

- **公司应收账款及商誉规模较大，需关注回收情况及可能的商誉减值风险。**2018 年末公司应收账款账面价值 15.60 亿元，占公司资产总额的比重为 31.84%，规模及占比均有所提高，且部分款项账龄较长，需关注其回收情况；此外，2018 年末公司商誉账面价值 70,568.69 万元，若所收购企业未来运营情况不达预期，公司商誉将面临减值风险。
- **公司收入具有季节性特征，受此影响，一季度营业利润亏损。**受下游客户预算管理和产品采购制度影响，公司一般上半年订单数量较少，2019 年一季度公司实现营业收入 34,710.13 万元，由于公司收入存在季节性特征，而期间费用具有一定刚性，导致当期营业利润亏损。
- **需关注税收优惠等政策的持续性。**目前软件产业属于国家重点鼓励发展的产业，在税收、产业技术、知识产权保护等方面给予较多支持，其中税收优惠可直接影响到公司业绩，2018 年公司即征即退增值税占利润总额的比重为 27.10%，需关注相关政策持续性。
- **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。**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。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	469,063.66	490,022.23	427,501.17	325,495.25
归属于母公司股东权益合计	354,821.57	359,060.92	313,512.86	222,553.49
有息债务	0.00	0.00	590.00	0.00

资产负债率	23.73%	26.05%	25.69%	30.59%
流动比率	2.77	2.44	2.32	2.31
速动比率	2.58	2.30	2.15	2.13
营业收入	34,710.13	252,180.58	227,852.53	192,737.04
其他收益	3,895.98	18,044.19	16,576.11	0.00
营业利润	-5,635.45	55,868.83	35,758.60	13,305.62
净利润	-4,400.92	56,012.55	44,270.59	26,119.34
综合毛利率	63.49%	65.47%	65.18%	66.81%
总资产回报率	-	13.07%	12.48%	9.81%
EBITDA	-	72,542.55	59,595.08	40,027.82
EBITDA 利息保障倍数	-	552.18	12,899.37	2,980.36
经营活动现金流净额	-4,843.00	31,017.72	44,424.79	9,474.30

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年3月27日发行6年期10.45亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于济南安全运营中心建设项目、杭州安全运营中心建设项目、昆明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建设项目以及补充流动资金。募集资金扣除承销保荐费后的余额于2019年4月2日汇入公司指定的募集资金专户。截至2019年4月3日，本期债券募集资金专项账户余额为10.35亿元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、股本、控股股东及实际控制人均未发生变化，公司控股股东及实际控制人仍为王佳、严立夫妇。2018年公司处置了原子公司安方高科电磁安全技术（北京）有限公司（以下简称“安方高科”）及其子公司北京赫安辐源环境科技有限公司（以下简称“赫安辐源”），2018年公司新设广州启明星辰湾区信息安全技术有限公司等9家子公司，2019年1-3月新设青海启明星辰信息技术有限公司和攀枝花启明星辰信息安全技术有限公司2家子公司，详见表1。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例		注册资本	业务性质	合并方式
	直接	间接			
Venustech(s)PTE.LTD	-	100.00%	90 万美元	软件行业	新设
广州启明星辰湾区信息安全技术有限公司	-	100.00%	500	软件行业	新设
启明星辰（武汉）企业管理有限公司	-	100.00%	1,000	企业管理服务业	新设
天津启明星辰信息技术有限公司	-	100.00%	4,000	软件行业	新设
北京天镜星河科技有限公司	-	51.00%	100	软件行业	新设
启明星辰企业管理（天津）有限公司	-	100.00%	1,000	企业管理服务业	新设
无锡启明星辰信息安全技术有限公司	-	100.00%	5,000	软件行业	新设
青岛启明星辰信息安全技术有限公司	-	100.00%	1,000	软件行业	新设
江西启明星辰信息安全技术有限公司	-	100.00%	500	软件行业	新设
青海启明星辰技术有限公司	-	51.00%	1,000	软件行业	新设
攀枝花启明星辰信息安全技术有限公司	-	100.00%	1,000	软件行业	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例		注册资本	业务性质	不再纳入合并报表
	直接	间接			

					的原因
安方高科电磁安全技术（北京）有限公司	-	100.00%	5,000.00	软件	股权转让
北京赫安辐源环境科技有限公司	-	100.00%	50.00	软件	股权转让

注：公司 2018 年 6 月 14 日召开的第三届董事会第四十次（临时）会议、2018 年 7 月 2 日公司召开的 2018 年第三次临时股东大会，审议通过了《关于公司全资子公司北京网御星云信息技术有限公司出售资产及签署股权转让相关协议的议案》，同意公司的全资子公司北京网御星云信息技术有限公司将其持有的控股子公司安方高科 100%的股权转让给自然人于天荣、自然人郭林，转让价款合计人民币 11,000 万元。本次股权转让完成后，公司不再持有安方高科的股权，安方高科及其全资子公司赫安辐源自 2018 年 10 月 31 日起不再纳入合并范围。

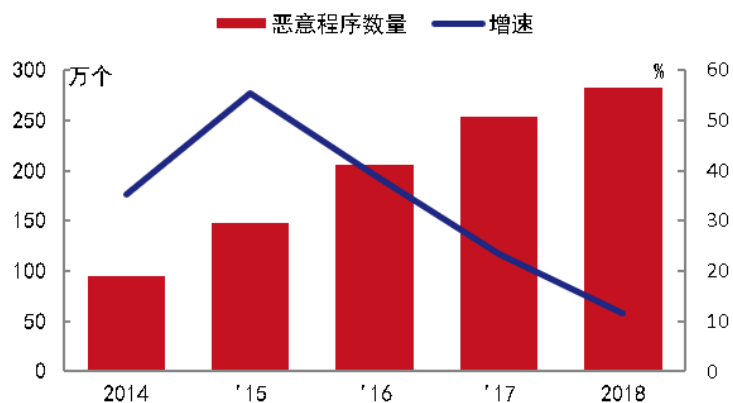
资料来源：公司提供及公开资料

三、运营环境

随着互联网市场的快速发展，信息网络安全问题日益复杂，安全风险进一步加大

近年来，我国互联网市场持续快速发展，网民规模及网络普及率日益提升，截至2018年末，我国网民规模达到8.29亿人，同比增长7.38%；2018年末我国互联网普及率已达到59.60%，较2017年末增长3.80个百分点。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。目前我国移动互联网网民数量已突破8.17亿人，金融服务、生活服务、支付业务等全面向移动互联网应用迁移，但窃取用户信息、发送垃圾信息、推送广告和欺诈信息等危害移动互联网正常运行的恶意行为在不断侵犯广大移动用户的合法利益。2018年，国家互联网应急中心（以下简称“CNCERT”）通过自主捕获和厂商交换获得移动互联网恶意程序数量283万余个，同比增长11.7%。此外，2018年数据泄露事件依然频繁、分布式拒绝服务攻击（以下简称“DDoS攻击”）问题仍较为严重、高危漏洞层出不穷，云平台 and 重要行业的关键信息成为发生网络攻击的重灾区。

图1 我国移动互联网恶意程序数量持续增长



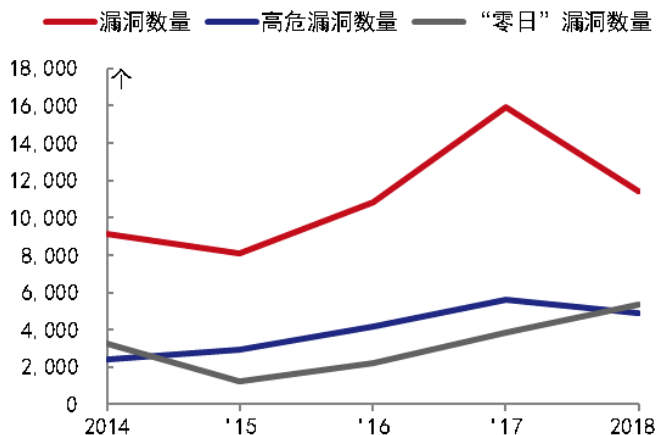
资料来源：国家互联网应急中心，中证鹏元整理

2018年3月，Facebook公司被爆出大规模数据泄露，且这些泄露的数据被恶意利用，引起国内外普遍关注。同年我国也发生了包括十几亿条快递公司的用户信息、2.4亿条某连锁酒店入住信息、900万条某网站用户数据信息、某求职网站用户个人求职简历等数据泄露事件，这些泄露数据包含了大量的个人隐私信息，如姓名、地址、银行卡号、身份证号、联系电话、家庭成员等，给我国网民人身安全、财产安全带来了安全隐患。

经过长期对DDoS攻击资源的专项治理，我国境内拒绝服务攻击频次总体呈现下降趋势，但经CNCERT抽样检测发现，2018年我国境内峰值流量超过Tbps级的DDoS攻击次数较往年增加较多，达到68起。其中2018年12月浙江省某IP地址遭DDoS攻击的峰值流量达1.27Tbps。

安全漏洞方面，2014年以来国家信息安全漏洞共享平台收录的安全漏洞数量年均增长15%，2018年收录的安全漏洞数量同比下降11%，为14,2101个，高危漏洞收录数量为4,898个，同比减少12.8%，但近年来较为危险的“零日”漏洞收录数量持续走高，2018年收录的安全漏洞数量中，“零日”漏洞收录数量占比37.9%，高达5,381个，同比增长39.6%。

图2 我国收录的“零日”漏洞数量波动增长



资料来源：国家互联网应急中心，中证鹏元整理

此外，由于云平台将大量系统部署到云上，涉及国计民生、企业运营的数据和用户个人信息，而云服务存在低成本、高带宽、高性能等特征，且云网络流量的复杂性有利于攻击者隐藏真实身份，成为攻击者的新目标。目前国内主流云平台使用的IP地址数量仅占我国境内全部IP地址数量的7.7%，但在各类型网络安全事件数量中，云平台上的DDoS攻击次数、被植入后门的网站数量、篡改网站数量均占比超过50%。

2018年全球专业网络安全机构发布了各类高级威胁研究报告478份，涉及已被确认的APT攻击组织53个，主要分布在中东、亚太、美洲和欧洲地区，受攻击的领域主要包括军

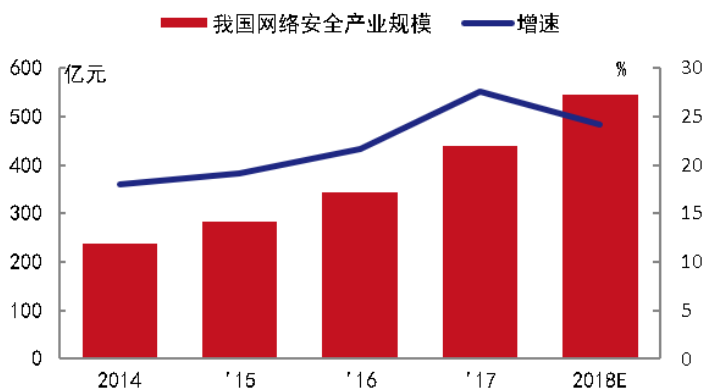
队国防、政府、金融、外交和能源等，医疗、传媒、电信等国家服务性行业领域也逐渐成为APT攻击的新目标。2018年我国APT攻击活动持续活跃，多个重要行业遭受攻击。随着关键信息基础设施承载的信息价值越来越大，针对国家关键信息基础设施的网络攻击将会愈演愈烈。

市场需求扩大及国家政策助推为网络安全市场发展提供了良好的基础，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

2018年，全国人大常委会发布《十三届全国人大常委会立法规划》，包含个人信息保护、数据安全、密码等方面。党中央、国务院各部门相继发力，网络安全方面法规、规章、司法解释等陆续发布或实施。《网络安全等级保护条例》已向社会公开征求意见，《公安机关互联网安全监督检查规定》、《关于加强跨境金融网络与信息服务管理的通知》、《区块链信息服务管理规定》、《关于加强政府网站域名管理的通知》等加强网络安全执法或强化相关领域网络安全的文件发布。2018年5月《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》等国家标准正式发布，云计算、移动互联网、物联网、工业控制等加入标准范围，原有保护对象主要为物理主机、应用、数据、传输安全，而新标准对象基本涵盖全部计算机控制系统，新等级保护标准促进了新一代信息化系统的深度融合，为网络安全市场发展提供了新的发展机遇。

安全威胁日益加重及良好国家产业政策的推动，促进我国网络安全市场快速发展。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。与全球网络安全市场相比，我国网络安全行业起步较晚，市场规模较小，但发展速度较快，根据中国信息通信研究院测算，2017年我国网络安全产业规模达到439.2亿元，较2016年增长27.6%，预计2018年将达到545.49亿元，预计增速约24.2%，远超全球平均增速（根据Gartner统计数据，2017年全球网络安全产业增速7.9%）。

图3 我国网络安全产业规模持续扩大



资料来源：中国信息通信研究院，中证鹏元整理

但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。

四、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。随着公司业务规模扩大，2018年实现信息网络安全业务收入249,809.49万元，同比增长10.66%；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，公司维持了较高的毛利率水平，2018年为65.38%，较2017年略有提升。此外，公司其他业务收入主要为房租收入，2018年收入规模为2,371.09万元。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
信息网络安全	34,164.95	63.30%	249,809.49	65.38%	225,750.51	65.11%
其他业务	545.18	75.42%	2,371.09	75.33%	2,102.02	72.37%
合计	34,710.13	63.49%	252,180.58	65.47%	227,852.53	65.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有丰富的专业安全产品线，2018年公司信息网络安全业务收入有所增长，盈利能力维持较高水平，但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及解决方案，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、硬件等。2018年公司安全检测、数据安全与平台、安全服务与工具以及硬件及其他业务收入有所增长，但受特定行业项目影响，公司安全网关收入有所下降，部分细分行业由于竞争较为激烈，毛利率略有下降。整体来看，公司信息网络安全业务收入仍呈增长趋势，盈利能力仍维持较高水平。

表 3 公司信息网络安全收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
安全网关	60,211.45	75.60%	68,713.94	74.82%
安全检测	55,259.04	75.65%	49,295.48	77.54%
数据安全与平台	61,011.53	78.54%	48,085.71	79.18%
安全服务与工具	42,746.77	54.93%	38,413.04	45.23%
硬件及其他	30,581.69	14.91%	21,242.34	8.98%
合计	249,809.49	65.36%	225,750.51	65.11%

资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

产品方面，公司拥有丰富的专业安全产品线，横跨网关、检测、数据安全与平台、安全服务与工具等技术领域，共有百余个产品型号。具体包括入侵检测与防御（IDS/IPS）、统一威胁管理（UTM）、安全管理平台（SOC）、数据安全、数据库安全审计与防护、堡垒机、网闸、防火墙（FW）、Web应用防火墙、漏洞扫描、互联网行为管控、防病毒、终端安全管理、数据防泄密、无线安全引擎、应用交付、数据隔离与安全处理、大数据处理/安全、电子印章/签名、工控安全、云虚拟安全资源池等多个产品领域以及态势感知、关键信息基础设施保护、移动互联安全等相关解决方案等。2018年公司三大战略新业务即智慧城市安全运营、工业互联网安全、云安全实现销售收入约4亿元，确认收入超过2亿元，新推出的重要产品包括网络用户实体行为智能安全分析系统V-UEBA，飞腾入侵检测系统、高性能飞腾防火墙、高性能飞腾安全网关系统，新一代云安全资源池产品以及关键信息基础设施安全防护管理平台产品等，新产品进一步提升了公司产品的安全防护性能，并补充了细分领域如云安全上的部分短板，为业务发展奠定了一定基础。

公司产品线较为完备，且产品市场份额较高，具有一定的竞争优势，但由于信息安全市场竞争较为充分，除了传统的安全厂商外，随着信息安全与IT融合的行业发展趋势，诸多非传统安全厂商纷纷进入市场，公司市场竞争压力有所增加。同时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 4 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、出口的安防产品，主要包括防火墙、NGFW、UTM、VPN 网关、网闸、抗 D 攻击等；
安全检测	部署于网络内部中深层的安防产品，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管产品，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

公司客户较为分散，不存在对单一客户过度依赖的情况；受下游客户影响，公司产品销售具有明显季节性特征

公司用户涵盖政府、军队、电信、金融、制造业、能源、交通、传媒、教育等各个行业等，由于公司主要客户是政府机关、电信、金融等行业的大型国有企业，这些客户通常采取预算管理和产品集中采购制度，一般为下半年制定次年年度预算和固定资产投资计划，审批通常集中在次年上半年，设备采购招标一般则安排在次年年中或下半年，因此公司一般上半年订单数量较少，订单从7-8月份开始明显增加，设备交货、安装、调试和验收则集中在下半年尤其是四季度，回款方面，公司根据客户不同信用等级给予了一定时间账期，以一个月为主，最长可至三个月。

2019年1-3月，公司实现信息安全产品销售收入34,164.95万元，相较于2018年同期有所增长，但不足2018年全年的15%，同时由于费用具有一定刚性，因此公司2019年一季度利润亏损。

从公司主要客户来看，2018年前五大客户合计实现销售收入34,819.77万元，占公司当期销售总额的比重为13.94%，公司客户较为分散，不存在对单一客户过度依赖的情况。

表 5 公司前五大客户情况（单位：万元）

2018 年			2017 年		
客户名称	销售金额	占当期销售总额比重	客户名称	销售金额	占当期销售总额比重
客户 1	10,007.78	4.01%	客户 1	8,486.79	3.72%

客户 2	9,139.44	3.66%	客户 2	7,024.87	3.08%
客户 3	5,646.51	2.26%	客户 3	5,668.28	2.49%
客户 4	5,629.92	2.25%	客户 4	5,617.21	2.47%
客户 5	4,396.12	1.76%	客户 5	5,099.21	2.24%
合计	34,819.77	13.94%	合计	31,896.36	14.00%

资料来源：公司提供

公司生产成本构成较为稳定，其中直接材料占比较大，供应商集中度仍较高

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。从生产成本构成来看，公司主要成本为直接材料，主要包括工控机类、服务器类、模块类、工具箱等，2018年其成本占公司总成本的比重为75.54%，与2017年相比略有提升。

表 6 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	65,779.30	75.54%	59,607.64	75.13%
直接人工	13,759.89	15.80%	12,821.57	16.16%
制造费用	6,983.93	8.02%	6,331.44	7.98%
其他业务	557.12	0.64%	580.72	0.73%
合计	87,080.24	100.00%	79,341.37	100.00%

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、相关辅料及集成业务中所需要的第三方设备与产品。公司对工控机等主料的采购，公司仍通过邀标的方式竞标确认；对于辅料公司仍主要采用竞争性谈判确认；对于集成业务中所需的第三方设备与产品，若客户有明确要求，公司将根据其要求进行指定采购，供应商一般会给予公司一定账期，对于长期合作的供应商账期更长。

2018年公司主要供应商未发生变化，其中前两大供应商较为稳定，公司主要从上述两家公司采购工控机、板卡等，公司从前五大供应商采购金额占采购总额的比重由2017年的58.72%下降至2018年的55.47%，集中度有所下降，但仍较高。

表7 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占当期采购总额比例
2018 年	供应商 1	9,693.90	23.09%
	供应商 2	8,370.22	19.94%
	供应商 3	1,887.12	4.50%
	供应商 4	1,870.62	4.46%
	供应商 5	1,465.81	3.49%

	合计	23,287.67	55.47%
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%

资料来源：公司提供

公司研发实力较强，2018年研发投入进一步增加，目前在研项目较多，若能顺利完成将丰富公司产品线及产品竞争力

2018年公司结合市场的需求和发展要求，在继续加强完善原有系列产品功能与性能升级改造基础上，加大研发创新投入，2018年公司研发投入金额54,732.89万元，同比增长27.36%，占营业收入的比重为21.70%。公司研发重点围绕在人工智能、大数据安全、云计算安全、工业互联网安全、物联网安全、视频安全等领域方向和安全独立运营服务的技术支撑平台，同时积极推动主要网络安全产品的全国产化。2018年公司完成TSOC-EAS1 v3.0.10.2、泰合网络安全态势感知平台V3.0.210.3、资产发现与管理系统V3.0.270.3、天清Web应用安全网关V7.0.7.9、超融合检测探针V7.0.7.0、天清入侵防御系统V6.0.7.8、可信网关系统、合众BAP平台U+产品项目等项目的研发。

表8 公司研发情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
研发投入金额	54,732.89	42,976.21
研发投入占营业收入比例	21.70%	22.30%
研发人员数量（人）	1,645	1,341
研发人员数量占比	42.58%	38.99%

资料来源：公司提供

2018年末公司主要在研项目包括合众超级地图项目、准入网关系统等，若后续研发成功预计将进一步丰富公司的产品线，提升公司产品竞争力。此外，截至2018年末公司拥有主要专利技术共118项，其中发明专利110项、实用新型2项、外观设计专利6项，取得软件著作权588项，牵头/联合参与制定国家及行业网络安全标准近30项，并于2018年获得国家信息安全测评信息安全服务资质证书（安全工程类三级）及多项荣誉。

表9 2018年末公司主要在研项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	项目进度	已投资额	预期成果
合众超级地图项目	1,600.00	在研	507.84	实现用户在地图上画圈选定范围的功能需求

准入网关系统	-	在研	1,293.00	通过对入终端进行身份认证, 解决终端入网实名问题; 通过对终端入网的安全测评, 对不符合要求的终端隔离修复, 确保入网终端始终处于安全状态, 解决终端入网安全问题; 解决内网安全管理问题的强大基础设施, 让各种安全管理规范落地; 通过对终端的准入控制, 防止外部或内部不安全的设备接入网络, 解决终端非法接入问题; 对网络资产的收集, 自动发现网络、设备及连接关系, 清晰展现全网线上资产与安全状态, 解决网络运维管理问题; 与其它终端安全管理产品协同, 解决内网安全管理的问题。
一体化***系统	462.00	在研	256.90	屏蔽隔离无线信道的信道特点, 为 MM 设备提供统一的抽象链路协议, 提供统一的同步模式; 能适配包括 CDMA、TDMA、ATM、GB、FDMA 等。
高速综合***系统	460.00	在研	344.59	实现支持 GD01 协议的千兆级 VPN, 加解密速率达到千兆限速, 并进行产品化设计, 能够定型销售; 实现支持 GD01 协议的万兆级 VPN, 加解密速率大于 3Gbps, 并进行产品化设计, 能够定型销售。

资料来源: 公司提供

公司并购子公司较多, 对管理水平提出了较高要求, 同时形成了较大规模的商誉, 需关注收购企业的经营状况及可能给公司带来的资产减值风险; 此外需关注募投项目建设进度及后期收益

公司前期在信息网络安全领域并购了多家子公司, 截至2018年末, 商誉账面价值70,568.69万元, 包括收购北京赛博兴安科技有限公司(以下简称“赛博兴安”)、杭州合众数据技术有限公司(以下简称“合众数据”)、北京网御星云信息技术有限公司、北京书生电子技术有限公司(以下简称“书生电子”)、南京川陀大匠信息技术有限公司、广州启明星辰信息技术有限公司等形成的商誉。其中经过减值测试, 安方高科形成的商誉原值9,480.15万元, 已全额计提减值。2018年, 因安方高科产品和公司产品结合度有限, 公司处置了安方高科及其子公司赫安辐源, 处置价款11,000.00万元。

根据公司公告, 2018年赛博兴安完成业绩承诺, 2018年书生电子经审计的扣除非经常性损益的净利润为人民币1,785.01万元, 2016-2018年净利润合计人民币4,959.34万元, 未完成承诺业绩, 完成率为81.10%。此外, 根据签订的相关协议, 安方高科及合众数据未完成约定的应收款项回收承诺, 2018年公司确认合众数据、安方高科的应收账款补偿款, 书生电子的业绩补偿款合计3,279.55万元, 计入营业外收入。未来需关注被收购企业的经营情况及可能给公司带来的资产减值风险。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。

截至2019年4月末, 募投项目中济南安全运营中心建设项目、昆明安全运营中心和网络安全培训中心建设项目分别完成投资3,815.68万元和1,804.57万元, 募投项目计划总投资13.5亿元, 合计尚需投资12.94亿元。根据相关项目可行性研究报告预测, 济南安全运营中

心建设项目、杭州安全运营中心建设项目、昆明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建设项目实施后，分别可实现年均销售收入5,774.85万元、17,294.00万元、34,619.58万元和38,325.95万元，需关注后续项目建设进度及收益实现情况。

五、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2018年审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制，2017年数据采用2018年审计报告期初数。2018年，公司合并范围新增子公司9家，处置子公司2家，即安方高科及其子公司赫安辐源。

根据财政部于2018年6月15日发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），公司对财务报表格式进行了修订，对公司财务科目的影响见下表。

表 10 公司 2017 年 12 月 31 日/2017 年度受影响的财务科目明细（单位：万元）

调整前		调整后	
科目	金额	科目	金额
应收票据	2,304.25	应收票据及应收账款	124,354.39
应收账款	122,050.15		
应收利息	157.16	其他应收款	6,318.48
应收股利	11.35		
其他应收款	6,149.98		
固定资产	25,206.74	固定资产	25,206.74
应付账款	42,561.30	应付票据及应付账款	42,561.30
其他应付款	7,035.32	其他应付款	7,035.32
管理费用	61,626.43	管理费用	14,765.91
		研发费用	46,860.52

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产中应收账款及商誉占比较大，需关注应收账款的回收情况，以及商誉减值风险

随着公司业务规模扩大及外部融资增加，2018年末公司资产总额490,022.23万元，同比增长14.62%；由于一季度应收款项有所下降，2019年3月末公司资产总额有所下降。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2018年末占资产总额的比重为60.63%。

公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货及其他流动资产构成。2018年末公司货币资金为67,162.92万元，其中包括3,220.15万元的其他货币资金，系使用受限制的保函保证金及相关利息。2019年3月末公司交易性金融资产规模为25,973.86万元，系根据新金融工具准则将前期计入可供出售金融资产划分至交易性金融资产及其他权益工具投资列示所致。2018年末公司应收账款账面价值156,008.40万元，占当期资产总额的比重为31.84%，随着收入规模的扩大有所增长；其中账龄在一年以内的占应收账款余额的比重为67.24%，部分款项账龄较长，2018年末公司坏账准备金额19,521.16万元，前五大应收对象应收余额占公司应收账款余额的比重为24.84%，公司应收账款规模较大，需关注其回收风险。2018年末公司存货账面价值17,038.09万元，主要为原材料、库存商品及在建项目等，2018年末公司累计对原材料及库存商品计提跌价准备4,385.67万元。公司其他流动资产主要为公司购买的理财产品。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	61,158.01	13.04%	67,162.92	13.71%	59,637.92	13.95%
交易性金融资产	25,973.86	5.54%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收票据及应收账款	146,133.17	31.15%	163,539.96	33.37%	124,354.39	29.09%
其中：应收账款	137,343.37	29.28%	156,008.40	31.84%	122,050.15	28.55%
存货	20,218.24	4.31%	17,038.09	3.48%	17,856.04	4.18%
其他流动资产	28,716.18	6.12%	38,882.59	7.93%	30,580.10	7.15%
流动资产合计	292,530.45	62.36%	297,117.14	60.63%	242,308.46	56.68%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	32,778.43	6.69%	19,857.86	4.65%
固定资产	24,835.97	5.29%	24,891.25	5.08%	25,206.74	5.90%
无形资产	18,093.54	3.86%	18,950.22	3.87%	19,120.46	4.47%
商誉	70,568.69	15.04%	70,568.69	14.40%	70,568.69	16.51%
其他非流动资产	18,838.00	4.02%	15,746.28	3.21%	18,579.97	4.35%
非流动资产合计	176,533.21	37.64%	192,905.09	39.37%	185,192.71	43.32%
资产总计	469,063.66	100.00%	490,022.23	100.00%	427,501.17	100.00%

资料来源：公司2018年审计报告及2019年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、固定资产、无形资产、商誉及其他非流动资产。2018年末公司可供出售金融资产账面价值32,778.43万元，较2017年末有所增加，

主要系新增对恒安嘉新（北京）科技股份有限公司（以下简称“恒安嘉新”）的投资（持股比例13.68%），并追加了对宁波梅山保税港区星源大珩股权投资合伙企业（有限合伙）等公司的投资。公司固定资产主要为房屋、运输设备、电子设备等，2018年末账面价值24,891.25万元。公司无形资产主要为土地使用权、专利权、非专利技术等。2018年末公司商誉账面价值70,568.69万元，占公司资产总额的14.40%，主要系收购合众数据、赛博兴安等形成，2018年公司处置了原子公司安方高科，但安方高科前期已全额计提减值准备，因此2018年末公司商誉账面价值未变动，公司商誉规模较大，若所收购企业未来运营业绩不及预期，公司商誉将面临减值风险。公司其他非流动资产主要为预付购买北京市房山区长阳镇FS00-LX10-0092等地块的预付土地款。

整体来看，公司资产规模有所波动，应收账款及商誉占比较大，需关注应收账款的回收风险以及商誉和存货的减值风险。

资产运营效率

公司资金运营效率有所提升，但总资产周转效率有所下降

2018年末公司应收账款进一步增长，2018年公司应收账款周转天数同比延长28.93天；业绩提升推动公司存货周转天数有所下降；应付账款大幅增长推动公司应付账款周转天数延长32.07天，整体来看，2018年公司净营业周期缩短至63.15天，资金运营效率有所提升。

2018年公司资产规模增速较高，导致总资产周转天数进一步延长，总资产周转效率有所下降。

表 12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数	198.47	169.54
存货周转天数	72.13	78.42
应付账款周转天数	207.45	175.38
净营业周期	63.15	72.58
流动资产周转天数	385.03	361.10
固定资产周转天数	35.76	37.97
总资产周转天数	654.90	594.86

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司收入及利润水平有所增长，受季节性因素影响，2019年一季度公司利润亏

损；同时需关注税收优惠等政策的持续性及可能对公司利润造成的影响

公司收入主要来源于信息网络安全业务，2018年公司实现营业收入252,180.58万元，同比增长10.68%。2019年1-3月实现营业收入34,710.13万元，与2018年同期相比增长18.64%。毛利率方面，公司信息网络安全产品生产过程中大部分支出发生在研发阶段，体现在期间费用中，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及人工成本，因此公司维持了较高的综合毛利率，2018年为65.47%。

公司期间费用主要包括职工薪酬、房租物业费、无形资产摊销、折旧费、研发费用等，近年公司期间费用维持较高水平，2018年期间费用率为51.55%，对利润形成侵蚀。由于公司收入存在季节性特征，而期间费用具有一定刚性，2019年1-3月公司期间费用率高达88.34%，对公司利润侵蚀严重，导致2019年1-3月公司营业利润为-5,635.45万元。

2018年公司资产减值损失3,787.77万元，主要为计提坏账损失及存货跌价损失。2018年公司实现其他收益18,044.19万元，较2017年进一步提升，主要包括即征即退的增值税16,253.32万元，以及公司获得的各项补贴及专项资金等，值得关注的是，目前软件产业属于国家重点鼓励发展的产业，在税收、产业技术、知识产权保护等方面给予较多支持，其中税收优惠可直接影响到公司业绩，2018年公司即征即退增值税占利润总额的比重为27.10%，后续需关注相关政策持续性。

2018年公司实现投资收益9,579.30万元，主要系公司原将对恒安嘉新的投资计入长期股权投资，2018年一季度恒安嘉新章程进行调整，公司不再参与其经营决策，丧失重大影响后，将其转入可供出售金融资产时按公允价值计量，投资方法转换确认投资收益所致。2018年公司获得营业外收入4,488.14万元，主要系公司收到的研究开发技术更新及改造的补助以及安方高科、合众数据、北京书生信息技术有限公司原股东的补偿款，其他收益、营业外收入等对公司利润形成一定补充。

收入规模扩大及其他收益、投资收益等增长推动公司2018年实现利润总额59,968.01万元，同比增长27.60%。整体来看，2018年公司收入及利润水平均有所增长，利润总额有所提升，但受收入季节性影响，2019年一季度利润亏损。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	34,710.13	252,180.58	227,852.53
资产减值损失	472.20	3,787.77	10,885.74
其他收益	3,895.98	18,044.19	16,576.11
投资收益	193.51	9,579.30	2,347.51

营业利润	-5,635.45	55,868.83	35,758.60
营业外收入	74.27	4,488.14	11,503.26
利润总额	-5,574.63	59,968.01	46,997.91
净利润	-4,400.92	56,012.55	44,270.59
综合毛利率	63.49%	65.47%	65.18%
期间费用率	88.34%	51.55%	51.71%
营业利润率	-16.24%	22.15%	15.69%
总资产回报率	-	13.07%	12.48%
净资产收益率	-	30.92%	16.29%
营业收入增长率	-	10.68%	18.22%
净利润增长率	-	26.52%	69.49%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现尚可，但应收款项对营运资本形成一定占用

2018年公司收现比为0.93，获现能力较2017年有所下降。由于部分业务尚未回款导致公司经营应收项目有所增长，同时随着业务规模扩大，存货有所增长，应收款项和存货对营运资金的占用有所加大。2018年公司经营活动现金净流入31,017.72万元，较2017年有所下降，但表现尚可。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入主要为处置原子公司安方高科收到的现金，以及收回理财产品和定期存款收到的现金；投资活动现金流出主要为购置房产等现金支出以及购买理财产品和定期存款支付的现金。筹资活动现金流入主要为2018年公司通过借款收到现金5,510.00万元，筹资活动现金流出主要由偿还债务本息、支付股利及支付现金回购股份等事项产生。

整体来看，应收款项对营运资本形成一定占用，但经营活动现金流表现尚可。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.93	1.00
净利润	56,012.55	44,270.59
营运资本变化	-31,965.73	-18,759.01
其中：存货减少（减：增加）	-3,808.05	-730.49
经营性应收项目的减少（减：增加）	-52,586.41	-26,313.92
经营性应付项目的增加（减：减少）	24,428.73	8,285.40
经营活动产生的现金流量净额	31,017.72	44,424.79

投资活动产生的现金流量净额	-19,651.12	-50,912.87
筹资活动产生的现金流量净额	-9,741.36	7,163.22
现金及现金等价物净增加额	1,659.42	625.29

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体负债水平较低，本期债券成功发行或将一定程度增加公司的债务压力

2018年末公司负债总额127,674.81万元，同比增长16.26%；随着公司业务规模扩大和利润累积，2018年末公司股东权益合计362,347.41万元，同比增长14.06%，但由于2019年一季度公司利润亏损，导致2019年3月末股东权益有所下降。2018年末公司产权比率为35.24%，股东权益对负债的保障程度较好。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	111,305.36	127,674.81	109,818.93
股东权益合计	357,758.29	362,347.41	317,682.24
产权比率	31.11%	35.24%	34.57%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，约占公司负债总额的95%左右。公司流动负债主要包括应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费、其他应付款等。公司应付账款主要为应付货款，2018年末应付账款余额57,798.97万元，其中账龄在一年之内的占比为92.66%。公司预收款项主要为根据销售合同收取的客户预付款，2018年末余额为15,021.29万元，根据项目情况近年有所波动。公司应付职工薪酬主要包括应付工资、奖金、社会保险费等，2018年末余额19,900.76万元，随着公司规模扩大而有所增长。公司应交税费主要包括应交增值税、企业所得税、城市维护建设税和个人所得税等。公司其他应付款主要为应付单位及个人的往来款，2018年末余额为7,117.03万元。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，2018年末余额为3,829.02万元。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	45,770.51	41.12%	57,798.97	45.27%	42,561.30	38.76%
预收款项	17,520.34	15.74%	15,021.29	11.77%	19,438.89	17.70%
应付职工薪酬	20,014.09	17.98%	19,900.76	15.59%	14,339.65	13.06%
应交税费	13,307.37	11.96%	22,007.34	17.24%	20,630.72	18.79%

其他应付款	9,114.46	8.19%	7,117.03	5.57%	7,035.32	6.41%
流动负债合计	105,726.78	94.99%	121,845.39	95.43%	104,595.89	95.24%
递延收益	3,638.91	3.27%	3,829.02	3.00%	3,915.82	3.57%
非流动负债合计	5,578.58	5.01%	5,829.42	4.57%	5,223.04	4.76%
负债合计	111,305.36	100.00%	127,674.81	100.00%	109,818.93	100.00%
其中：有息债务	0.00	0.00%	0.00	0.00%	590.00	0.54%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末公司无有息债务，公司于2019年3月27日成功发行本期债券，发行规模10.45亿元，本期债券募集资金扣除承销保荐费后的余额已由保荐机构于2019年4月2日汇入公司指定的募集资金专户。本期债券的发行将增加公司的负债率及债务压力，但本期债券为可转换公司债券，若能顺利转股，在转股期转股后无需还本付息，需关注因股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

从主要偿债指标来看，2018年末公司资产负债率为26.05%；流动比率和速动比率分别为2.44和2.30，较2017年末有所提升，公司短期偿债能力指标表现尚可。长期偿债能力指标方面，得益于利润增长，2018年公司EBITDA为72,542.55万元，较2017年增长21.73%；同时公司有息债务规模很小，EBITDA对有息债务本息的保障程度较高。总体来看，公司资产负债率不高，有息债务规模很小，但随着本期债券成功发行，公司负债率将有所上升，偿债压力或将随之加大。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	23.73%	26.05%	25.69%
流动比率	2.77	2.44	2.32
速动比率	2.58	2.30	2.15
EBITDA（万元）	-	72,542.55	59,595.08
EBITDA 利息保障倍数	-	552.18	12,899.37
有息债务/EBITDA	-	0.00	0.01
债务总额/EBITDA	-	1.76	1.84
经营性净现金流/流动负债	-	0.25	0.42
经营性净现金流/负债总额	-	0.24	0.40

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 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部（信用报告查询日期：2019年5月21日）及子公司北京网御星云信息技术有限公司（信用报告查询日期：2019年5月14日）、启明星辰信息安全技术有限公司（信用报告查询日期：2019年5月21日），自2016年1月1日至信用报告查询日，不存在未结清不良类信贷记录，公司及子公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

互联网行业快速发展，网络安全事件层出不穷，市场需求持续扩大，同时多项加强网络安全执法或强化相关领域网络安全的文件发布，为网络安全市场发展提供了新的机遇；2018年公司业务规模进一步扩大，收入及利润水平均有所增长；公司研发实力较强，并拥有较为完备的产品线，2018年新产品的推出进一步提升了公司产品性能，并补足了部分细分领域的短板。

但值得关注的是，公司应收账款规模持续增长，部分款项账龄较长，需关注回收情况，商誉规模较大，若所收购企业未来运营情况不达预期，公司商誉将面临减值风险；受客户采购计划影响，公司收入具有季节性特征，但期间费用率较高且具有刚性，对公司利润形成侵蚀；公司目前所在行业享受国家多项优惠政策，其中税收优惠直接影响公司利润，需关注相关政策的持续性；随着网络技术与安全形势不断变化，信息网络安全产品升级换代速度较快，若公司不能及时进行创新，优势地位可能会受到威胁。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	61,158.01	67,162.92	59,637.92	52,221.81
应收账款及应收票据	146,133.17	163,539.96	124,354.39	95,284.50
商誉	70,568.69	70,568.69	70,568.69	29,462.17
资产总额	469,063.66	490,022.23	427,501.17	325,495.25
短期借款	0.00	0.00	590.00	0.00
应付票据及应付账款	45,770.51	57,798.97	42,561.30	34,743.41
预收款项	17,520.34	15,021.29	19,438.89	25,577.46
应付职工薪酬	20,014.09	19,900.76	14,339.65	12,188.38
应交税费	13,307.37	22,007.34	20,630.72	15,622.73
总负债	111,305.36	127,674.81	109,818.93	99,556.65
有息债务	0.00	0.00	590.00	0.00
股东权益合计	357,758.29	362,347.41	317,682.24	225,938.59
营业收入	34,710.13	252,180.58	227,852.53	192,737.04
营业利润	-5,635.45	55,868.83	35,758.60	13,305.62
净利润	-4,400.92	56,012.55	44,270.59	26,119.34
经营活动产生的现金流量净额	-4,843.00	31,017.72	44,424.79	9,474.30
投资活动产生的现金流量净额	605.02	-19,651.12	-50,912.87	-41,296.21
筹资活动产生的现金流量净额	-59.15	-9,741.36	7,163.22	4,021.43
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	198.47	169.54	146.20
存货周转天数	-	72.13	78.42	99.29
应付账款周转天数	-	207.45	175.38	171.50
净营业周期	-	63.15	72.58	73.99
流动资产周转天数	-	385.03	361.10	383.16
固定资产周转天数	-	35.76	37.97	37.49
总资产周转天数	-	654.90	594.86	568.06
综合毛利率	63.49%	65.47%	65.18%	66.81%
期间费用率	88.34%	51.55%	51.71%	52.80%
营业利润率	-16.24%	22.15%	15.69%	6.90%
总资产回报率	-	13.07%	12.48%	9.81%
净资产收益率	-	30.92%	16.29%	12.87%
营业收入增长率	-	10.68%	18.22%	25.65%
净利润增长率	-	26.52%	69.49%	2.38%
资产负债率	23.73%	26.05%	25.69%	30.59%

流动比率	2.77	2.44	2.32	2.31
速动比率	2.58	2.30	2.15	2.13
EBITDA（万元）	-	72,542.55	59,595.08	40,027.82
EBITDA 利息保障倍数	-	552.18	12,899.37	2,980.36
有息债务/EBITDA	-	0.00	0.01	0.00
债务总额/EBITDA	-	1.76	1.84	2.49
经营性净现金流/流动负债	-	0.25	0.42	0.10
经营性净现金流/负债总额	-	0.24	0.40	0.10

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 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	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 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	负债总额 / 资产总额 * 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。