

# 跟踪评级公告

联合〔2019〕1693号

蓝盾信息安全技术股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

**蓝盾信息安全技术股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**蓝盾信息安全技术股份有限公司公开发行的“蓝盾转债”的债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 蓝盾信息安全技术股份有限公司

## 可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：AA  
跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定  
上次评级结果：AA 评级展望：稳定  
债项信用等级：AA

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
蓝盾转债	1.01 亿元	6 年	AA	AA	2018 年 6 月 12 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 22 日

### 主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	63.02	82.89	98.89	96.62
所有者权益 (亿元)	36.04	40.89	45.74	48.83
长期债务 (亿元)	8.43	10.69	11.56	9.15
全部债务 (亿元)	16.18	27.03	37.33	35.56
营业收入 (亿元)	15.74	22.16	22.82	4.31
净利润 (亿元)	3.24	4.41	4.22	0.71
EBITDA (亿元)	5.57	7.73	8.65	--
经营性净现金流 (亿元)	3.43	0.36	1.69	-4.09
营业利润率 (%)	51.31	53.85	58.41	60.38
净资产收益率 (%)	13.31	11.47	9.74	1.50
资产负债率 (%)	42.81	50.67	53.75	49.46
全部债务资本化比率 (%)	30.99	39.79	44.94	42.14
流动比率 (倍)	2.32	1.66	1.28	1.22
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.34	0.29	0.23	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.81	6.45	4.68	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	5.52	7.66	8.57	--

注：1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；3、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 评级观点

跟踪期内，蓝盾信息安全技术股份有限公司（以下简称“公司”）作为我国重要的信息安全解决方案提供商之一，继续保持了在产品和业务上的差异化优势以及在研发创新上的技术优势，网络安全产品和电商运营服务业务收入增长，综合毛利率有所提高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司安全解决方案业务和电商运营服务业务所产生应收及预付款项对营运资金占压较大、期间费用对利润侵蚀明显以及大额商誉所存在减值风险等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

未来，随着全社会对网络安全产品需求的增长，公司在技术实力、业务渠道等方面的优势有望持续发挥，盈利能力有望提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“蓝盾转债”的债项信用等级为 AA。

### 优势

1. 公司所处的网络信息安全行业属国家支持发展的行业，近期我国在网络信息安全等级保护方面制定了新的国家标准，将对我国信息安全行业产生重大影响，并为信息安全行业的发展提供广阔的空间。

2. 2018 年，公司利用在产品和业务上的差异化优势以及在研发创新上的技术优势，毛利率有所上升。

### 关注

1. 公司安全解决方案板块合同执行及结算周期普遍较长，电商运营服务板块子公司给予客户一定的信用政策，2018 年公司应收账款大幅增加，应收账款和预付账款对公司运营资金占压较大。

<sup>1</sup> 截至 2019 年 6 月 20 日

2. 信息技术行业迭代较快，对公司经营能力及产品研发效率提出较高要求。

3. 公司近年来并购重组所形成商誉规模较大，若并购标的效益未达预期，可能对公司经营业绩造成影响并产生商誉减值风险。

4. 公司实际控制人及其一致行动人所持公司股份质押比例高，若质押权对应的主债权到期不能清偿或公司股价大幅下跌，将可能导致质押股份被处置，出现实际控制人变更的风险。

## 分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

蓝盾信息安全技术股份有限公司（以下简称“蓝盾股份”或“公司”）原名广东天海威数码技术有限公司，于1999年10月在广东省工商行政管理局注册成立，初始注册资本人民币100.00万元，其中自然人股东盘绍基、李根森分别以货币出资60.00万元和40.00万元；经多次增资和股权转让，截至2009年6月底，公司注册资本6,500.00万元；2009年7月，公司整体变更为股份有限公司，更名为蓝盾信息安全技术股份有限公司，股本为6,500.00万股。2009年12月，公司引进新增股东，股本增至7,350.00万股。2012年3月，公司首次公开发行A股2,450万股，股本增加至9,800万股；同月，公司股票在并实现创业板上市，股票代码：300297.SZ，股票简称：蓝盾股份。

公司上市后，经过多次增资扩股，截至2019年3月底，公司总股本增加至122,592.54万股；公司股东中，柯宗贵、柯宗庆和中经汇通有限责任公司（以下简称“中经汇通”）系一致行动人，合计持有公司股票46,733.15万股，占股本总额的38.12%，柯宗贵与柯宗庆为公司的实际控制人。截至2019年6月17日，柯宗贵、柯宗庆和中经汇通所持公司股份中，分别有89.10%和82.14%和77.28%处于质押状态，质押比例高，若质押股权到期不能解押或公司股价大幅下跌，可能导致所质押股份被用于清偿债务，存在实际控制人变更的风险。

表1 截至2019年3月底公司前十名股东情况

序号	股东名称	持股比例	持股数量 (股)
1	柯宗贵	14.60%	179,008,904
2	柯宗庆	14.34%	175,807,544
3	深圳市博益投资发展有限公司	9.33%	114,400,000
4	中经汇通有限责任公司	9.18%	112,515,042
5	华鑫国际信托有限公司-华鑫信托-国鑫27号集合资金信托计划	2.26%	27,674,259
6	田泽训	1.18%	14,470,746
7	鹏华资产-浦发银行-华宝信托-华宝-银河6号集合资金信托	1.04%	12,704,224
8	萍乡市瑞兴达投资管理合伙企业(有限合伙)	1.03%	12,596,424
9	西部利得基金-浦发银行-西部利得-蓝盾股份1期定增资产管理计划	0.83%	10,235,013
10	中国证券金融股份有限公司	0.52%	6,328,056

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

跟踪期内，公司对职能部门设置进行了调整，截至2018年底，公司设立了技术服务中心、研发中心、营销中心、市场部、采购部、生产部、行政人事部、财务中心、法务部、基建办、规划部、投融资部、商务部、资产管理部、产业发展部、证券部和内审部等共17个职能部门（详见附件1），拥有38家全资或控股子公司；截至2018年底，母公司及主要子公司拥有在职员工1,941名。

截至2018年底，公司合并资产总额98.89亿元，负债总额53.15亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计45.74亿元，其中归属于母公司所有者权益为44.44亿元。2018年，公司实现营业收入22.82亿元，净利润（含少数股东损益）4.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.98亿元；经营活动现金流量净额1.69亿元，现金及现金等价物净增加额-5.50亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额96.62亿元，负债总额47.79亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计48.83亿元，其中归属于母公司所有者权益为47.49亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入4.31亿元，净利润（含少数股东损益）0.71亿元，其中归属于母公司所有者的净利润

为 0.67 亿元；经营活动现金流量净额-4.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.36 亿元。

公司注册地址：广东省广州市天河区天慧路 16 号，法定代表人：柯宗贵。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2018〕1063 号文核准，公司于 2018 年 8 月 13 日公开发行可转换公司债券“2018 年蓝盾信息安全技术股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“本次可转债”或“蓝盾转债”），募集资金 5.38 亿元。本次可转债存续起止日期为 2018 年 8 月 13 日至 2024 年 8 月 13 日，已于 2018 年 9 月 13 日在深圳证券交易所挂牌上市，简称“蓝盾转债”，债券代码“123015.SZ”。

本次可转债利率第一年为 0.4%、第二年为 0.6%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 1.8%、第六年为 2.0%。本次可转债采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转债发行首日，即 2018 年 8 月 13 日，每年的付息日为发行首日起每满一年的当日。偿还方式上，在本次可转债期满后五个交易日内，公司将以本次可转债的票面面值上浮 8%（含最后一期年度利息）的价格赎回投资者全部未转股的可转债。

转股期限方面，蓝盾转债转股期自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至到期日止，即 2019 年 2 月 18 日至 2024 年 8 月 13 日止。

转股价格方面，蓝盾转债的初始转股价格为 7.89 元/股。因公司股价出现“任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%（7.89 元/股×85%=6.7065 元/股）”的情况，公司自 2018 年 12 月 11 日起将转股价格向下修正为 5.82 元/股。截至 2019 年 6 月 20 日，共有面值为 43,704.99 万元的“蓝盾转债”已转换公司股票，剩余可转债票面余额为 10,095.01 万元。

跟踪期内，蓝盾转债尚未到第一个付息日。

截至 2018 年底，蓝盾转债募集资金已按募集说明书的要求，全部用于蓝盾大安全研发与产业化基地的投入和补充流动资金。

## 三、行业分析

跟踪期内，公司营业收入主要来自信息安全领域，同时，电商运营服务对公司主营业务收入构成了一定的补充，以上两项业务分别属于信息安全行业和电子商务行业。

### 1. 信息安全行业

2018 年，我国信息安全产业继续保持较快增长。根据赛迪顾问统计数据，2018 年我国信息安全产业规模由上年度的 415 亿元增长至 495.2 亿元，增幅达到 19.3%，预计到 2021 年我国信息安全市场的规模将达到 926.8 亿元。在我国信息系统面对的安全威胁多样化和复杂化的背景下，各行业和部门对信息安全具有持续紧迫的需求，预计在未来信息安全行业将面临广阔的市场空间。

我国的信息安全市场的参与者包括国内信息安全产品及服务提供商和国际 IT 咨询服务提供商，后者具有丰富的实战经验、案例资源和较高的品牌，但一般只为客户的 IT 框架系统提供整体规划和战略咨询，不涉及具体的实务操作环节和细分市场的竞争；同时，在信息安全产品“国产化”和“自主可控”原则的指导下，政府部门及国有企事业单位的信息安全系统原则上需要由本土厂商承做。信息安全行业在人才与技术、经营资质、综合服务能力等方面存在一定门槛，但资本壁垒较低，目前国内企业数量众多，细分市场竞争较激烈；竞争主要集中在各个细分领域内，没有任何一个企业

可以掌握信息安全领域的所有技术，因此市场总体的品牌集中度相对较低。

行业上游方面，我国信息安全行业的上游企业主要包括工控机、服务器、芯片、集成电路等 IT 硬件生产与制作厂商，所需配件大多为电子产品通用配件，技术相对成熟，生产厂商数量众多，市场竞争激烈，采购方可以按市场均价大规模购买所需产品，且产品质量保持在相对稳定的水平。

行业下游方面，信息安全产业的下游行业目前以政府、教育、军工、金融、电信等行业用户为主，并已逐步发展到交通、能源、卫生等领域。随着互联网技术的发展和普及，信息安全问题也与日俱增，各类黑客技术和木马攻击不断出现，推动了下游用户对于信息安全保障产品及服务的需求增加，带动了信息行业的快速发展。此外，得益于政府“安网工程”、“等级保护”以及电子政务领域的建设，行业发展空间进一步扩大。

行业政策方面，继公安部于 2018 年 6 月发布了《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》后，2019 年 5 月，《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全设计技术要求》作为国家标准（以下称“等保 2.0”）正式发布。“等保 2.0”明确了政府落实网络安全等级保护制度的职责任务，重点体现在组织领导、技术支持、保障考核、宣传培训和鼓励创新等方面，从国家层面保障支持等级保护制度的实施和落地；规定了网络安全等级保护制度体系的基本框架、具体内容、要求和相关主体的责任义务；提出了涉密网络安全保密总体要求，以及涉密网络分级保护要求和涉密网络使用管理要求；明确提出密码配备使用、管理和应用安全性评估的有关要求，对网络的密码保护做出规定；规定了公安机关、行业主管（监管）部门等在网络安全监督管理中的职责和监管要求。“等保 2.0”的颁布，对我国信息安全行业的长远发展将产生助推作用。

行业关注方面，我国信息安全行业发展速度较快，但规模和实力整体仍落后于先进国家，行业中的大部分厂商处于发展阶段，产业链仍不够完善，因此信息安全行业中企业竞争力的提升在一定程度上依赖于行业的进一步成长和产业链的整体提升；相对于整个 IT 产业以及发达国家的信息安全产业，我国信息安全市场规模仍然较小，导致企业在高端人才吸引和新产品研发投入方面相对缺乏力度，制约了我国信息安全企业的进一步发展。由于国内信息安全行业起步较晚，行业中仍存在一定程度的低水平竞争，主流产品的市场竞争仍以低价为主要手段，劣质产品和仿冒现象时有出现，在一定程度上伤害了市场和产业发展，对国产品牌的形象也产生了不利影响。信息安全行业的发展需要在前沿技术的研发和新产品的开发上投入大量资金，但国内安全厂商基本靠自有资金滚动发展，在资金不足的情况下只能集中投向防火墙、入侵检测、防病毒等成熟产品，导致对前沿性技术研发和投入不足，不能有效实现技术升级和新产品开发，使企业在与国外厂商的竞争中处于劣势。

未来发展方面，目前国内信息安全需求主要集中在政府、金融、电信和能源等关系到国计民生的重要行业，上述四大行业市场份额合计超过 60%。随着国际间网络安全竞争形势的日益紧张和国家层面对网络安全的日益重视，在上述由政府 and 大型国企主导领域的信息安全需求仍将呈现继续增长的势头；另外，对于快速发展的互联网行业来说，新的信息技术和应用方向不断涌现，必将带来全新的具有挑战性的信息安全问题，移动互联网安全、云计算安全、工业控制系统安全等领域有望成为未来行业内快速发展的新方向，新领域的需求将给行业带来新的增量。

总体看，2018 年我国信息安全行业市场规模继续保持较快增长，目前行业集中度较低，细分市场较为激烈；未来在下游行业需求的拉动和国家政策的引导下，行业面临着较为广阔的发展空间。

## 2. 电子商务及第三方支付

行业发展状况方面，2018年，随着互联网（特别是移动互联网）技术及其应用的快速发展，物流和支付手段的完善，电子商务的标的越来越广，交易金额仍处于高速增长中。国家统计局统计数据表明，2018年全国网上零售额9.01万亿元，比上年增长23.9%；其中实物商品网上零售额7.02万亿元，增长25.4%，占社会消费品零售总额的比重为18.40%，比上年提高3.4个百分点；非实物商品网上零售额1.99万亿元，增长18.7%。随着电子商务行业的高速发展，第三方支付已经成为我国金融支付体系中的重要组成部分，同时也是我国互联网经济高速发展的源动力和向纵深发展的推手。根据Wind数据，2018年中国第三方互联网支付市场规模达到26.52万亿元，同比增长8.07%。随着智能手机的普及和二维码支付市场的爆发，第三方移动支付增长迅速，2018年，第三方移动支付市场规模为190.50万亿元，增长率58.35%。

行业竞争方面，根据Analysys易观数据，2018年中国B2C网络零售市场（包括开放平台式与自营销售式，不含品牌电商）交易规模达5.02万亿元，较上年增长31.03%。主要电商平台近期市场份额方面，2018年第四季度，天猫成交总额同比增长29.5%，占比61.5%，继续排名第一；京东成交总额同比增长21.1%，占据24.2%的市场份额，排名第二；苏宁易购、唯品会和国美分别列第三至第五位，市场份额分别位6.7%、3.7%和0.7%。从2018年第四季度情况看，前五大电商平台市场份额已超过93%，而其他电商平台市场份额之和不足7%，网络零售行业的市场集中度进一步提高。中国B2C网络零售市场的格局虽然大体趋于稳定，但仍面临着洗牌，在互联网行业“丛林法则”影响下，强者愈强趋势将在零售电商行业内继续凸显，中小电商平台和独立创业者面临较大压力。与此同时，市场在逐渐向着规范化、品质化和多元化的方向演变；未来将是各电商细分业务的阶段，如农村电商、跨境电商、母婴电商、消费金融、物流服务等，各电商将以此来提升自己的市场渗透率，从而稳固各自的行业地位。

行业政策方面，2018年8月，十三届全国人大常委会第五次会议表决通过《电子商务法》，自2019年1月起施行。《电子商务法》对电子商务经营者、电子商务合同的订立与履行、电子商务争议解决与电子商务促进和法律责任做出了规定，使电子商务行业的发展有法可依，明确了国家要促进和鼓励电子商务发展的基调，使电子商务行业与实体经济的关系进一步在法律层面得到了明确。

未来发展方面，从零售商角度看，实体零售商和网络零售商将长期共存：传统零售商在积极地在线上拓展业务，以获得渠道拓展，打造跨渠道消费体验，为消费者提供更多样和有价值的服务；淘宝、京东等网上零售商也在向线下部署业务，如建立线下提货点、开门店或体验店、与实体店联合促销等，以期获得商品展示、方便消费者试用、降低配送复杂度、提供跨渠道消费体验等。大数据分析未来将在零售业务的关键领域扮演重要角色，零售商之间的竞争将从后台移向前台，重点通过大数据分析和前后台协同来满足消费者的个性化需求，如通过追踪消费者习惯和变化，在消费者决定购买之前对其行为进行判断和预测，将消费者的需求通过零售商传递给供应商，提供个性化的产品、服务和营销手段等。

总体看，2018年，我国电子商务和第三方支付行业平稳较快增长，未来随着国民经济的发展、移动互联技术的进步，电子商务将在大数据分析、满足消费者全渠道需求以及跨行业协作的业务模式创新等方面获得良好的发展。

## 四、管理分析

跟踪期内，公司进行了董事会换届，原董事会8名成员中，非独立董事谭晓燕、独立董事黎奇



离任，其余 6 名董事留任；股东大会选举蔡镇顺为独立董事，余曜青、张越非独立董事；董事会成员增加至 9 人，满足了公司章程的要求。

跟踪期内，公司原副总裁谭晓燕（兼任董事）、韩炜离任，董事会聘任魏树华为副总裁，景丽为财务总监。

总体看，跟踪期内，公司进行了正常的董事会换届，人员变动较小，主要管理制度连续，管理运作正常。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

2018 年，公司主营业务方向未发生实质性变化，公司为规范业务分类的统计口径，对收入的产品类型名称进行了调整，调整前产品分类划分为安全及安防产品、安全及安防集成、安全及安防服务、电商运营服务，调整后产品分类划分为安全产品、安全解决方案、安全服务、电商运营服务。

2018 年，公司营业收入较上年增长 2.95% 至 22.81 亿元，增速明显低于上年 40.86% 的水平，主要系当期未进行新的并购，以及安全解决方案业务有所萎缩所致；其中主营业务收入占比接近 100%，主营业务仍很突出。具体来看，2018 年，公司安全解决方案收入较上年下降 19.95% 至 8.15 亿元，在营业收入中的占比下降至 35.70%，主要系该项业务部分最终客户（地方政府）因财政资金总体偏紧而延缓原有规划的执行所致；电商运营服务收入较上年增长 22.44% 至 6.08 亿元，在营业收入中的占比上升至 26.65%；安全产品收入较上年增长 8.69% 至 5.98 亿元，在营业收入中的占比上升至 26.19%；安全服务收入 2.62 亿元，较上年增长 71.66%，主要系子公司满泰科技在金融行业中标多项网络安全服务项目所致，在营业收入中的占比上升至 11.47%。

表 2 近三年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
安全产品	37,822.03	24.04	54.77	54,975.23	24.80	60.30	59,752.94	26.19	70.63
安全解决方案	81,114.01	51.55	42.58	101,759.17	45.91	41.53	81,456.55	35.70	44.19
安全服务	8,320.48	5.29	56.44	15,248.83	6.88	53.91	26,176.45	11.47	36.75
电商运营服务	30,093.95	19.13	74.78	49,664.41	22.41	74.72	60,807.61	26.65	78.37
合计	<b>157,350.46</b>	<b>100.00</b>	<b>52.40</b>	<b>221,647.64</b>	<b>100.00</b>	<b>54.48</b>	<b>228,193.56</b>	<b>100.00</b>	<b>59.37</b>

资料来源：公司年报

从毛利率水平看，公司 2018 年综合毛利率为 59.37%，较上年提高 4.89 个百分点。其中，安全产品毛利率较上年提高 10.33 个百分点，主要系“等保 2.0”推动公司订单结构变化所致；安全服务业务毛利率较上年下降 17.16 个百分点，主要系市场竞争加剧所致；安全解决方案业务、电商运营服务业务毛利率较上年略有提高但变化不大。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.31 亿元，较上年同期减少 18.85%，主要系安全解决方案业务萎缩所致；实现净利润 0.71 亿元，较上年同期增长 5.69%，主要系毛利率较高的安全产品收入增长、公司加强费用控制所致。

总体看，2018 年，公司销售收入继续增长，但增速明显下降，综合毛利率提高。

### 2. 安全产品

2018 年，公司安全产品运营主体仍为子公司蓝盾信息安全技术有限公司（以下简称“蓝盾安全”）、

深圳市蓝盾满泰科技发展有限公司（以下简称“满泰科技”）和广州华炜科技有限公司（以下简称“华炜科技”）；安全产品仍主要涉及物理及工控安全、网络及应用安全、云计算大数据安全、移动安全、风险管控及安全管理、电商安全及个人安全、城市应急及生产应急安全、军工及保密安全等方面。由于“等保 2.0”的推进，2018 年公司安全产品的收入、毛利率均有所增长。

2018 年，公司安全产品板块生产研发模式无重大变化，产品所需硬件依靠外采及外协加工取得，软件则主要由母公司和下属子公司研发部门进行开发。

采购方面，2018 年公司采购模式、结算及付款方式均无重大变化；所采购原材料、硬件产品仍主要包括防雷模块、钢材、工控机、数据系统和模块、加固显示器组件及电子元器件、EPSON 网络端口等。从采购量看，以防雷模块、钢材为例，2018 年公司采购防雷模块 28.6 万个、钢材 4,225 吨，较上年分别减少 8.92%和 8.71%，2018 年硬件采购量整体有所下降，与该板块销售收入变动趋势相反，主要系“等保 2.0”征求意见及推进，公司产品中软件价值占比总体上升所致。采购集中度方面，2018 年，公司安防产品前五大供应商集中度为 23.70%，集中度一般。

销售方面，2018 年公司销售模式仍为直销与渠道销售相结合；因信息安全行业的区域性特征，公司近年来加强与各地渠道商的合作，截至 2018 年底合作渠道商已达上百家，渠道模式销售占比有所提高（公司未提供详细统计数据）。从销售区域分布看，2018 年来自华南以外区域的营业收入占公司营业收入的比重为 22.60%，较上年上升 3.40 个百分点，随着北京、成都、西安等研发中心及运营中心的相继设立，公司未来的业务拓展能力及渠道资源有望得到进一步强化。从客户行业分布看，2018 年，公司安全产品下游客户中，政府机关占比 5.16%、系统集成商占比 86.93%、教育机构占比 1.36%、制造商和贸易商占比 3.36%；公司对前五大客户销售集中度为 9.18%。

总体看，由于政策环境对下游行业的影响，2018 年公司安全产品的收入、毛利率均有所提高。

### 3. 安全解决方案业务

目前，公司安全解决方案和安全服务业务的运营主体为蓝盾安全和华炜科技。2018 年，公司安全解决方案业务实现收入 8.14 亿元，较上年下降 19.95%，主要系部分最终用户（以地方政府为主）因资金问题推迟或压缩原有规划项目所致。

2018 年，公司安全解决方案业务的运营模式未发生变化，所需软件由母公司和下属子公司研发部门进行开发；原材料采购分为两类，一类为公司自身生产安全产品所需的工控机、硬盘、内存、CPU 等相关硬件设备；另一类为在安全系统集成中所采购的如服务器、电脑、路由器、各种系统软件、测试软件和应用软件以及其他电子电器设备等第三方产品与设备。由于外采硬件占比较高，该项业务的毛利率明显低于安全产品业务。

原材料采购方面，公司所需硬件产品市场供应充足、价格透明度高，2018 年公司仍沿用既有的采购模式、流程，对前五大供应商采购额占比 22.54%，采购集中度一般。

销售方面，公司安全解决方案业务的销售模式与安全服务业务一致。从业务量看，2018 年公司完成合同额 17.85 亿元，较上年增长 12.55%；而新签合同额和在手合同额分别为 11.40 亿元和 2.16 亿元，较上年分别下降 48.44%和 74.91%。客户集中度方面，2018 年前五大客户在同类业务占比为 16.70%，集中度不高。

销售款回收方面，公司与客户一般约定在合同签署后 6 到 8 个月完成初验，客户支付 60%合同款；初验完成 3 到 6 个月后完成终验，客户支付 30%合同款；剩余尾款在终验并正常运行 1 年后支付。但因部分最终用户（以地方政府为主）资金紧张，2018 年，公司安全解决方案业务实际回款速度明显下降。

总体看，公司安全解决方案业务经营模式较为成熟，受各地财政资金状况的影响，2018年该板块收入、新签合同额和在手合同额出现下降，部分合同执行期及结算周期延长，对营运资金占压较严重。

#### 4. 电商运营服务

公司电商运营服务板块的运营主体为2016年并购的中经汇通电子商务有限公司（以下简称“中经电商”）及汇通宝支付有限责任公司（以下简称“汇通宝”），收入来源为上游合作商户（目前主要为油品零售商户）给予的折扣金额和下游合作方（目前主要为银行、保险、电信运营商）给予的推广服务费。

公司的电商运营服务仍采用平台电商模式，仅提供交易平台、服务和支付渠道，成本主要为刷卡手续费、折旧摊销和人力成本。2018年，公司在既有模式下开展业务，毛利率继续提高3.65个百分点至78.37%。

上游方面，2018年，公司利用通过互联网搭建的电子商务平台，继续向油品零售商户以及商场、超市、餐饮、汽车服务等其他商户提供网络营销、运营管理、客户管理以及积分管理等一系列推广运营服务。截至2018年底，业务终端覆盖油品零售商户4,962个，其他合作商户12,136个，分别较年初增加约5.13%和5.81%。公司与中国石油、中国石化、中国海油的省级销售公司及合资销售公司继续保持密切合作，在广东、福建、上海、湖北、湖南等省市油品领域保持着较强的竞争力。从公司电商运营服务前五大供应商看，2018年，前五大供应商集中度为47.49%，较上年下降3.79个百分点，交易产品主要为油品（不存在实际油品交割），交易金额在单一行业的集中程度较高。公司对上游合作商户的结算方式仍为预付款，对营运资金形成一定占用。

下游方面，公司客户按来源主要分为两类，一类为加油站的车队客户和私家车客户，为其提供服务需要付出一定的优惠折让，收益率相对较低；另一类为通过与银行、保险、运营商等机构合作所开发客户，为其提供的服务无需优惠折让，收益率较高。2018年，公司利用已掌握的上游合作渠道和自主研发的信息系统、成熟的服务模式，加大与银行、保险、电信运营商等机构的合作力度，终端客户继续增长。截至2018年底，公司终端机构用户、终端个人用户分别达1.40万个和2,440万个，个人用户较年初增长近一倍。在客户基础扩大的同时，2018年公司根据不同类别客户的特点，尝试对业务进行调整、优化，对收益较低、服务成本较高的客户予以控制，降低其交易金额；而对来自银行、保险公司、电信运营商等渠道、可产生较高收益率的客户，则给予更好的条件。从交易金额和营业收入看，2018年，公司电商运营服务交易金额为33.91亿元，较上年下降23.23%；而因银行等机构推广服务费增加，实现营业收入6.08亿元，较上年增长22.44%。从交易金额的构成看，2018年，非油品合作商户交易金额占比21.58%，较上年提高1.42个百分点，油品合作商户交易金额占比78.42%，对单一行业的依赖程度略有下降。从下游结算方式看，公司要求普通客户以购买消费卡的形式预收消费款，而对规模较大、资质较好的客户，一般要求在其完成消费后按实际消费额在一定期限内付款，具体的信用额度、信用期限视客户资质由双方协商确定，2018年公司此项业务应收账款增长较快，公司承担了较大的垫资压力。

总体看，2018年，公司电商运营服务业务上游合作商户、下游终端客户数继续增长，公司调整资源，在降低交易金额的同时保证了收入和毛利率的提高；但因与上下游的结算方式，公司该项业务对营运资金的占压较大。

## 5. 重大在建项目

随着公司业务规模持续扩大，为了满足研发、生产、运营、销售各环节持续增长的场地、人员需求，以及在全国范围内拓展业务布局，公司在建工程增长总体较快。截至2018年底，公司的在建工程主要系蓝盾信息安全产业基地-萝岗基地、蓝盾信息西南总部及研发基地项目以及蓝盾西咸新区研发产业园基地项目，建设资金主要通过外部融资。

截至2019年3月底，公司主要在建项目计划总投资17.11亿元，已投资12.09亿元，尚需投资5.02亿元。

表3 截至2019年3月底公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

在建项目	计划投资总额	期末余额	工程投入占预算比例
蓝盾信息安全产业基地-萝岗基地	40,980.86	35,360.72	86.29
蓝盾信息西南总部及研发基地项目	60,000.00	49,751.73	82.92
蓝盾西咸新区研发产业园基地	70,078.50	35,782.76	51.06
<b>合计</b>	<b>171,059.36</b>	<b>120,895.21</b>	<b>70.67</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司主要在建工程规模较大，建成后企业的经营规模将进一步扩大；公司主要在建工程尚需投入资金较大，公司有一定资金支出压力。

## 6. 经营效率

2018年，公司应收账款周转次数为0.87次，较上年下降0.50次，主要系安全解决方案业务的最终客户（多数为政府机关）付款时间拉长，电商运营服务业务终端客户数量增长且其中的加油站车队客户回款速度受宏观经济环境影响有所放缓所致；公司存货周转次数为3.94次，较上年下降1.80次，主要系安全解决方案业务开展中项目结转速度下降，尚未经客户验收的项目形成较大金额的存货所致；总资产周转次数为0.25次，较上年下降0.05次。

总体看，2018年，公司主要经营效率指标均有明显下降，整体经营效率较低。

## 7. 经营关注

(1) 公司安全解决方案业务的合同执行期及结算周期普遍较长，电商运营服务业务需给予客户一定的信用政策，该两项业务对公司营运资金形成了较大占压。

(2) 信息技术行业迭代较快，对公司经营能力及产品研发效率提出较高要求。

(3) 近年来并购重组为公司管理带来挑战，若并购标的效益未达预期，可能对公司经营业绩造成影响以及商誉减值风险。

## 8. 未来发展

未来公司计划长期专注于信息安全领域，尤其是云安全、工控安全、车联网安全、基础设施安全等细分市场，持续推进“云战略”，并努力实现全线安全产品的国产化替代。通过持续改善和优化技术研究体系、产品开发体系、市场营销体系、服务支撑体系和组织管理体系，巩固并提升公司在行业内的市场份额。

总体看，公司的战略规划对其经营管理具有较强的指导作用，可实施性较强。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2018 年财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2019 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项有关规定编制。会计政策变更方面，根据财政部颁布的《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》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号），公司对财务报表格式及会计政策进行了调整，会计政策变化对财务数据可比性影响较小。合并范围变动方面，2018 年公司合并范围子公司增加 3 家，因均为新投资设立，对财务数据可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 98.89 亿元，负债总额 53.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 45.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益 44.44 亿元。2018 年，公司实现营业收入 22.82 亿元，净利润（含少数股东损益）4.22 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.98 亿元；经营活动现金流量净额 1.69 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.50 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 96.62 亿元，负债总额 47.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 48.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 47.49 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.31 亿元，净利润（含少数股东损益）0.71 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.67 亿元；经营活动现金流量净额-4.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.36 亿元。

### 2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 98.89 亿元，较年初增长 19.31%，主要系公司利用外部融资和滚存利润进行固定资产投资所致；其中流动资产占比 52.22%，非流动资产占比 47.78%，公司资产构成较为均衡。

#### 流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 51.64 亿元，较年初增长 3.36%；公司流动资产主要由货币资金（占 21.85%）、应收账款（占 53.36%）和预付账款（占 17.04%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 11.28 亿元，较年初减少 32.30%，主要系应收账款对营运资金占用大幅增加所致；公司货币资金主要由银行存款（占 91.26%）和其他货币资金（占 8.57%）构成；其他货币资金全部为银行承兑汇票保证金和履约保证金等使用受限资金，公司货币资金受限规模较小。

截至 2018 年底，公司应收账款 27.56 亿元，较年初增长 45.19%，主要系安全解决方案业务和电商运营服务业务板块下游企业付款周期延长所致。应收账款余额中，单项金额重大并单独计提坏账准备的共 0.94 亿元（占比 0.30%），已全额计提坏账准备；按信用风险特征计提坏账准备的共 31.09 亿元（占比 99.70%），从账龄来看，1 年以内的占 59.76%，1~2 年的占比 26.19%，2~3 年的占比 8.89%，3 年以上的占比 5.16%；公司对应收账款共计提坏账准备 3.63 亿元，计提比例为 11.64%。公司应收账款账龄较长，存在一定回收风险。截至 2018 年底，公司应收账款金额前五名欠款合计 3.06 亿元，占应收账款账面余额的 9.82%，集中度较低。

截至 2018 年底，公司预付款项 8.80 亿元，较年初减少 20.97%，主要系中经电商用户发生的消费金额逐步抵减预付账款额度，期末未执行完毕的合同减少所致；其中账龄在 1 年以内的占 88.68%，账龄在 1~2 年的占 11.13%。公司预付款项规模较大，形成了一定的资金占用。

## 非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 47.25 亿元，较年初增长 43.50%，主要系公司进行固定资产投资，固定资产、在建工程、无形资产和商誉增加所致；非流动资产主要由固定资产（占 21.42%）、在建工程（占 25.26%）、无形资产（占 10.39%）、商誉（占 26.34%）和其他非流动资产（占 12.54%）组成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 10.12 亿元，较年初增长 57.38%，主要系购置电子设备所致；固定资产由房屋及建筑物（占 17.95%）、机器设备（占 3.37%）、电子设备（占 75.26）和运输设备（占 2.68%）构成。截至 2018 年底，公司固定资产累计计提折旧 3.61 亿元，计提减值准备 3.62 万元，成新率为 73.73%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司在建工程 11.94 亿元，较年初增长 122.29%，主要系公司加大对重点在建项目的投入所致；公司在建工程主要为蓝盾信息安全产业基地-萝岗基地、蓝盾信息西南总部及研发基地项目和蓝盾大安全研发与产业化基地。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 4.91 亿元，较年初增长 20.59%，主要系公司购置土地使用权和软件著作权所致；公司无形资产主要为土地使用权（占 35.56%）和软件著作权（占 63.84%，包括投资和外购取得），公司未对无形资产计提减值准备。

截至 2018 年底，公司商誉账面价值 12.45 亿元，较年初减少 4.46%，主要系对并购华炜科技所形成商誉计提减值准备 0.58 亿元所致。截至 2018 年底，公司已计提商誉减值准备 0.59 亿元；公司商誉规模较大，若华炜科技、中经电商、汇通宝和满泰科技未来经营未能达到预期收益，公司商誉则将存在减值风险。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 5.93 亿元，较年初增长 117.62%，主要系预付工程款和预付设备款增加所致；公司其他非流动资产主要为预付工程款（占 45.28%）和预付设备款（占 54.68%）。

截至 2018 年底，公司使用权或所有权受到限制的资产合计 4.49 亿元，占合并报表资产总额的 4.54%；除此之外，公司已将所持华炜科技 100% 的股权和成都蓝盾网信科技有限公司 100% 的股权质押用于取得借款（相应主债务共 2 笔，金额共 6.00 亿元）。公司受限资产规模一般。

表 4 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	受限金额	占资产总额比例	受限原因
货币资金	9,664.85	0.97	银行汇兑汇票保证金、履约保证金
固定资产	27,463.03	2.78	抵押用于借款
无形资产	5,301.46	0.54	抵押用于借款
其他流动资产	2,500.00	0.25	定期保证金，质押用于借款
<b>合计</b>	<b>44,929.34</b>	<b>4.54</b>	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 96.62 亿元，较年初小幅下降 2.30%，其中非流动资产占比较年初提高 4.86 个百分点至 52.63%，主要系公司使用货币资金预付设备款和工程款所致。

总体看，因进行较大规模的固定资产投资，2018 年公司资产规模大幅增长，非流动资产占比提高；流动资产中应收账款和预付款项对运营资金占压较为严重，非流动资产中较高的商誉面临一定减值风险，公司整体资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债总额 53.15 亿元，较年初增长 26.56%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比 75.99%，非流动负债占比 24.01%，负债构成以流动负债为主。

#### 流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债 40.39 亿元，较年初增长 34.36%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款（占 52.53%）、应付账款（占 9.22%）、预收款项（占 18.80%）和一年内到期的非流动负债（占 9.55%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 21.22 亿元，较年初增长 65.50%，主要系公司应收账款占压资金严重，为缓解运营资金压力而增加借款所致；其中保证借款占比 72.47%、信用借款占比 7.63%，其余为抵押借款和质押借款等。

截至 2018 年底，公司应付账款 3.72 亿元，较年初增长 7.11%，主要系安全产品、安全解决方案业务产业链上下游付款速度整体下降所致；公司应付账款主要为安全产品业务及安全解决方案业务的应付材料款。

截至 2018 年底，公司预收款项 7.60 亿元，较年初减少 7.76%，主要系预收的消费充值款减少所致。公司预收款项主要为安全产品及安全解决方案业务形成的预收货款、预收工程款、预收培训费，以及电商运营业务形成的消费充值款和客户备付款。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.86 亿元，由一年内到期的长期借款（占 40.83%）、一年内到期的应付债券（占 38.88%）和一年内到期的融资租赁款（占 20.29%）构成。

#### 非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债 12.76 亿元，较年初增长 6.92%，主要系发行可转债所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 47.72%）、应付债券（占 34.67%）、长期应付款（占 8.20%）和递延收益（占比 7.94%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 6.09 亿元，较年初减少 20.55%，主要系部分借款即将到期，转入流动负债所致；公司对长期借款均提供了抵押或质押担保；从长期借款到期期限看，2021 年到期的 2.52 亿元、2022 年到期的 2.40 亿元，2023 年到期的 1.17 亿元，公司长期借款分布较均匀。

截至 2018 年底，公司应付债券账面价值 4.42 亿元，较年初增长 47.75%，主要系发行蓝盾转债所致；公司应付债券全部为蓝盾转债。

截至 2018 年底，公司长期应付款 1.05 亿元，较年初增加 1.02 亿元，主要系公司经营活动和投资活动资金需求增加所致；公司长期应付款全部为应付融资租赁款。

截至 2018 年底，公司递延收益 1.01 亿元，较年初下降 10.13%，主要系当期摊销所致；公司递延收益主要为政府补助（占 98.79%）。

从债务结构看，截至 2018 年底，公司全部债务 37.33 亿元，较年初增长 38.12%；其中短期债务占比 69.03%，较年初上升 8.57 个百分点，长期债务占 30.97%，以短期债务为主。从债务指标看，截至 2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 53.75% 和 44.94%，较上年分别上升 3.08 个百分点和 5.15 个百分点；长期债务资本化比率为 20.18%，较上年下降 0.54 个百分点，债务负担有所加重，且短期债务支付压力加大。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 47.79 亿元，较年初减少 10.10%；其中流动负债 78.47%，较年初提高 2.48 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 35.56 亿元，较年初减少 4.74%；其中短期债务占 74.26%，长期债务占 25.74%，短期债务占比较进一步提高。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.46%、42.14% 和 15.79%，分

别较年初下降 4.29 个百分点、2.80 个百分点和 4.39 个百分点，债务负担有所降低，但短期债务规模较大，存在一定短期偿债压力。

总体看，2018 年，公司债务负担加重，且短期债务占比高，存在一定的短期偿付压力。

### 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 45.74 亿元，较年初增长 11.85%，主要系利润积累所致；其中归属于母公司所有者权益 44.44 亿元，占比 97.16%；归属于母公司所有者权益主要由股本（占 26.44%）、资本公积（占 42.64%）和未分配利润（占 28.66%）构成，股本和资本公积占比较高，公司所有者权益的稳定性较强。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 48.83 亿元，较年初增长 6.76%，主要系部分蓝盾转债持有者进行转股所致；所有者权益中，归属于母公司所有者权益为 47.49 元，占比 97.25%，主要由股本（占 25.81%）、资本公积（占 44.92%）、未分配利润（占 28.20%），结构较年初变化不大。

总体看，2018 年以来，因利润积累和可转债持有者转股，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性较强。

### 4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 22.82 亿元，较上年增长 2.95%，增速明显下降，主要系安全解决方案业务因各地政府财政资金总体偏紧而有所收缩所致；2018 年，公司营业成本 9.27 亿元，较上年下降 7.11%，主要系收入结构变化，较多依赖外部采购、毛利率相对较低的安全解决方案业务占比下降所致。2018 年，公司实现营业利润 4.95 亿元、净利润 4.22 亿元，较上年分别下降 5.08% 和 4.41%，主要系资产减值损失增加所致。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 7.11 亿元，较上年增长 7.87%，主要系财务费用和研发费用增加所致；其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别占 20.31%、25.75%、30.74% 和 23.20%，以研发费用和管理费用为主。2018 年，公司财务费用 1.65 亿元，较上年增长 36.67%，主要系有息债务规模扩大所致；研发费用 2.18 亿元，较上年增长 7.86%，主要系研发部门折旧及摊销增加所致；2018 年公司销售费用、管理费用较上年变化不大，分别为 1.44 亿元和 1.83 亿元。2018 年，公司费用收入比 31.14%，较上年上升 1.42 个百分点，期间费用对营业利润的侵蚀明显。

2018 年，公司计提资产减值损失 2.20 亿元，较上年增长 117.71%，主要系公司因应收账款余额大幅增长而计提坏账损失增加，以及因预测华炜科技未来现金流入能力下降而对相应的商誉计提减值 0.58 亿元所致；2018 年，公司计提的资产减值损失相当于营业利润的 44.39%，资产减值损失对营业利润侵蚀较为严重。

公司其他收益主要为政府补助，2018 年，公司实现其他收益 0.74 亿元，较上年下降 14.59%；其他收益占利润总额的比重为 15.22%，公司利润对政府补助存在一定依赖。

2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 7.64%、7.07% 和 9.74%，分别较上年下降 1.41 个百分点、1.38 个百分点和 1.73 个百分点，公司盈利能力有所减弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.31 亿元，较上年同期减少 18.85%，主要系安全解决方案业务收入继续下降所致；公司加强成本费用控制，实现净利润 0.70 亿元，较上年同期增长 5.69%。

总体看，2018 年，公司营业收入增速下滑，资产减值损失和期间费用对利润的侵蚀明显，盈利能力有所减弱。



## 5. 现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动产生的现金流入量为52.50亿元，较上年减少14.03%，主要系安全解决方案和电商运营服务板块下游企业付款周期延长所致；经营活动现金流出量为50.80亿元，较上年减少16.31%，主要系安全解决方案板块项目投入资金减少、电商运营服务板块依据对合作商户的评估调整预付额度所致。受上述因素影响，2018年，公司经营活动现金流入净额为1.69亿元。由于电商运营服务板块销售商品收到的现金按照终端客户对公司预付或支付的消费款核算，购买商品支付的现金按公司预付给合作商户（目前主要是油品零售商）的款项进行核算，而营业收入仅核算合作商户给予公司的折扣金额和合作方（银行、保险公司、运营商等）给予公司的推广服务费，其销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入之间，购买商品、接收劳务支付的现金与营业成本之间均存在较大差异。公司2018年应收账款增幅远高于营业收入的增幅，经营活动现金流入净额远低于净利润，收入的实现质量、净利润现金含量有待提高。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入为2.22亿元，其中收回理财产品收到的现金占79.09%，处置固定资产收到的现金占20.73%；投资活动现金流出为19.03亿元，其中用于购买设备与无形资产、投入在建工程项目的资金占90.24%，用于购买理财产品的资金占9.76%。受上述因素影响，2018年公司投资活动产生的现金流量净额为-16.80亿元，净流出规模继续扩大。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入34.13亿元，主要为取得借款和发行可转债所收到的现金、收回的银行承兑汇票保证金；公司筹资活动现金流出24.51亿元，主要用于偿还债务本金、支付利息和存入银行承兑汇票保证金。受上述因素影响，2018年公司筹资活动产生的现金流量净额为9.62亿元。

2019年1~3月，经营活动产生的现金流量净额为-4.09亿元，投资活动产生的现金流量净额为-3.94亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.33亿元。

总体看，2018年，公司经营活动现金流呈净流入状态，但净流入规模较小；因购建固定资产等资本性支出，公司投资活动现金净流出规模扩大，现金流对外部融资活动存在较大依赖。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率、速动比率分别由年初的1.66倍和1.59倍下降至1.28倍和1.22倍，流动资产对流动负债的保护程度仍较高；公司现金短期债务比从年初的1.03倍下降至0.44倍，现金类资产对短期债务的保护能力下降明显；公司经营现金流动负债比率由上年的1.19%提高至4.19%，但仍处于较低水平。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为8.65亿元，较上年增长11.89%，主要系主营业务毛利增加所致；其中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额分别占16.67%、9.05%、17.87%和56.41%，仍以利润总额为主但其占比有所下降。2018年，公司EBITDA全部债务比由上年的0.29倍下降至0.23倍，EBITDA利息倍数由上年的6.45倍下降至4.68倍，EBITDA对债务本金和利息的覆盖程度仍属较高。

截至2019年3月底，公司无重大未决诉讼等或有事项和对外担保事项。

截至2019年3月底，公司共获得银行授信额度35.47亿元，其中已使用额度30.78亿元，尚未使用额度4.69亿元，间接融资渠道有待拓宽。作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1044010600739780M），截至2019年4月26日，公司未结清和已结清债务信息中无不良/违约和关注类信息，存在两笔欠息，目前均已结清，据公司介绍，主要系公司财务人员工作失误造成。

总体看，公司长、短期偿债能力指标整体表现较好，考虑到信息安全行业良好的发展前景支持、公司在行业内所处地位以及公司对所并购企业整合后所形成协同效应的逐步释放，公司整体偿债能力很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 3.38 亿元，为蓝盾转债剩余本金（10,095.01 万元）的 3.34 倍；净资产为 48.83 亿元，为债券本金的 48.37 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对蓝盾转债的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 8.65 亿元，为债券本金的 8.57 倍，公司 EBITDA 对蓝盾转债的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 52.50 亿元，为债券本金的 52.00 倍，公司经营活动现金流入量对蓝盾转债的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、技术水平以及所处行业前景等方面所具有的优势，联合评级认为，公司对蓝盾转债的偿还能力很强。

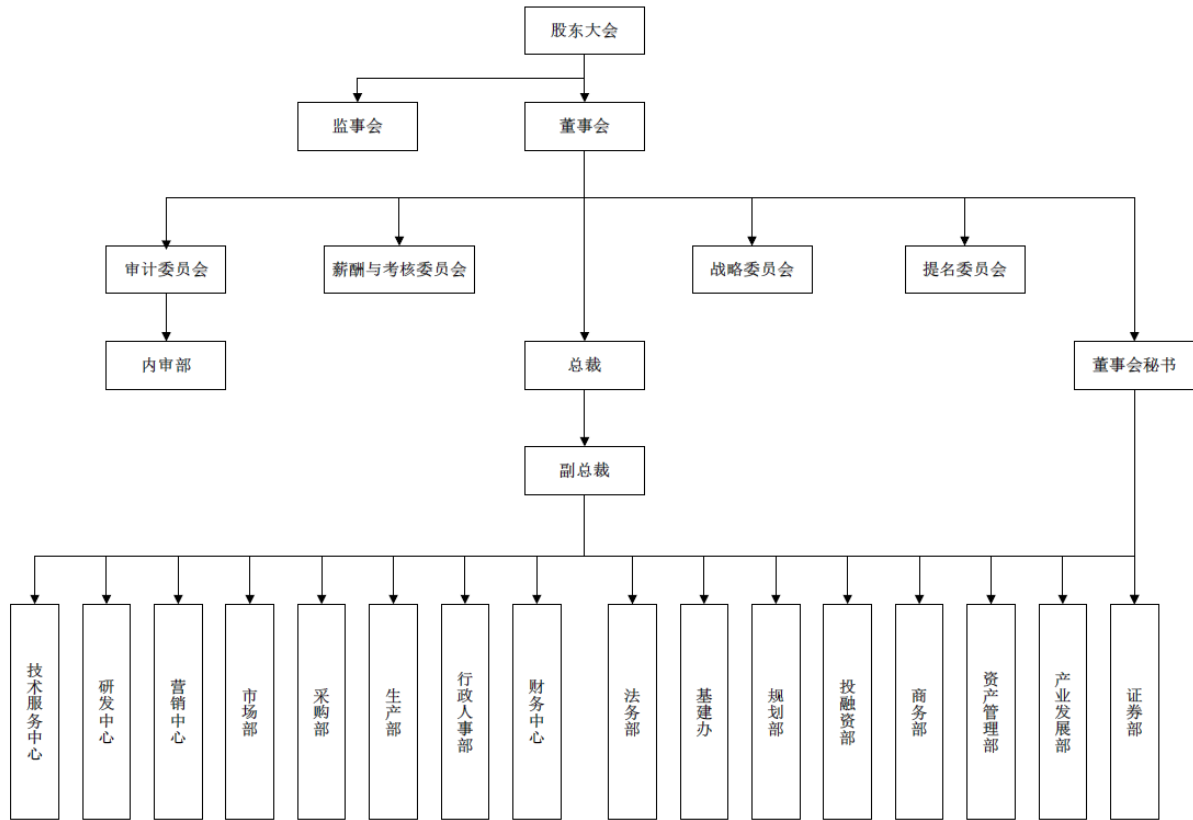
## 八、综合评价

跟踪期内，公司作为我国重要的信息安全解决方案提供商之一，继续保持了在产品和业务上的差异化优势以及在研发创新上的技术优势，网络安全产品和电商运营服务业务收入增长，综合毛利率有所提高。同时，联合评级也关注到公司安全解决方案业务和电商运营服务业务所产生应收及预付款项对营运资金占压较大、期间费用对利润侵蚀明显以及大额商誉所存在减值风险等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

未来，随着全社会对网络安全产品需求的增长，公司在技术实力、业务渠道等方面的优势有望持续发挥，盈利能力有望提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“蓝盾转债”的债项信用等级为 AA。

### 附件 1 蓝盾信息安全技术股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 蓝盾信息安全技术股份有限公司

### 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	63.02	82.89	98.89	96.62
所有者权益 (亿元)	36.04	40.89	45.74	48.83
短期债务 (亿元)	7.76	16.34	25.77	26.41
长期债务 (亿元)	8.43	10.69	11.56	9.15
全部债务 (亿元)	16.18	27.03	37.33	35.56
营业收入 (亿元)	15.74	22.16	22.82	4.31
净利润 (亿元)	3.24	4.41	4.22	0.71
EBITDA (亿元)	5.57	7.73	8.65	--
经营性净现金流 (亿元)	3.43	0.36	1.69	-4.09
应收账款周转次数 (次)	1.76	1.37	0.87	--
存货周转次数 (次)	7.07	5.74	3.94	--
总资产周转次数 (次)	0.37	0.30	0.25	0.04
现金收入比率 (%)	253.45	269.51	217.11	185.21
总资本收益率 (%)	11.02	9.05	7.64	--
总资产报酬率 (%)	10.20	8.46	7.07	--
净资产收益率 (%)	13.31	11.47	9.74	1.50
营业利润率 (%)	51.31	53.85	58.41	60.38
费用收入比 (%)	28.01	29.72	31.14	23.57
资产负债率 (%)	42.81	50.67	53.75	49.46
全部债务资本化比率 (%)	30.99	39.79	44.94	42.14
长期债务资本化比率 (%)	18.95	20.72	20.18	15.79
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.81	6.45	4.68	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.34	0.29	0.23	--
流动比率 (倍)	2.32	1.66	1.28	1.22
速动比率 (倍)	2.25	1.59	1.22	1.15
现金短期债务比 (倍)	2.72	1.03	0.44	0.13
经营现金流动负债比率 (%)	19.92	1.19	4.19	-10.90
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	5.52	7.66	8.57	--

注：1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；3、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100 (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1] × 100
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 企业主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。