

无锡智能自控工程股份有限公司

公开发行 A 股可转换公司债券

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 概述

编号:【新世纪债评(2018)011181】

**评级对象:** 无锡智能自控工程股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券

**主体信用等级:** A<sup>+</sup>

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** A<sup>+</sup>

**评级时间:** 2018 年 11 月 30 日

**计划发行:** 2.3 亿元

**本期发行:** 2.3 亿元

**发行目的:** 项目建设

**存续期限:** 6 年

**偿还方式:** 按年单利计息, 每年付息一次

**增级安排:** 无

### 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.18	0.27	0.50	0.30
刚性债务	0.74	0.68	1.12	1.56
所有者权益	2.86	3.23	5.83	5.97
经营性现金净流入量	0.13	0.32	-0.09	-0.14
合并口径数据及指标:				
总资产	4.71	5.09	8.24	8.66
总负债	1.88	1.86	2.39	2.66
刚性债务	0.74	0.68	1.12	1.56
所有者权益	2.83	3.23	5.85	6.00
营业收入	2.55	2.74	3.07	1.90
净利润	0.43	0.46	0.48	0.24
经营性现金净流入量	0.07	0.38	-0.36	-0.15
EBITDA	0.63	0.65	0.69	—
资产负债率[%]	39.85	36.52	28.95	30.75
权益资本与刚性债务 比率[%]	383.09	474.92	521.70	383.68
流动比率[%]	171.37	182.05	296.23	264.35
现金比率[%]	32.70	27.87	48.96	22.44
利息保障倍数[倍]	13.92	17.34	15.05	—
净资产收益率[%]	16.04	15.09	10.49	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	4.38	20.46	-17.80	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	3.78	15.85	-98.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	15.90	19.62	16.92	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.95	0.92	0.77	—

注: 根据智能自控经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

### 分析师

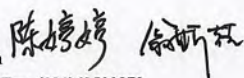
陈婷婷 ctt@shxsj.com

翁斯喆 wsz@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com



### 评级观点

#### 主要优势:

- **产品技术优势。**智能自控专业从事控制阀及相关检维修服务多年, 能够根据客户不同工况需求研发设计多种控制阀产品, 部分产品技术水平可实现进口替代。
- **客户优势。**智能自控为中国石化、中国海油、中国石油物资供应准入单位, 并与多家石化、能源类客户建立了合作关系。
- **具备债务融资空间。**智能自控于 2017 年完成 IPO 上市, 扩张了公司股本及融资渠道, 目前公司财务杠杆水平较低, 具备债务融资空间。

#### 主要风险:

- **下游市场需求波动风险。**控制阀行业与下游石化行业关联度较高, 而石化行业与宏观经济走势密切相关, 存在周期性波动。近年来随着宏观经济下行及石化行业固定资产投资增速放缓, 控制阀行业增速减慢, 市场竞争加剧。
- **规模较小且产品单一。**智能自控作为国内众多控制阀供应商之一, 规模较小且产品种类单一, 不利于公司自身风险分散。
- **销售回款压力加大。**由于国内控制阀产品在高端领域竞争力不足, 并受制于较为强势的下游客户, 智能自控经营环节被下游客户占用资金量大, 近年来公司营业周期持续延长, 销售回款压力加大。
- **存在短期债务周转压力。**智能自控债务集中于短期刚性债务, 而公司可自由支配的现金存量有限, 及应收账款和存货等核心资产周转率下降等, 公司存在一定短期债务周转压力。
- **新增产能释放风险。**智能自控在投、拟投多个产能扩建项目, 在下游固定资产投资减缓的背景下, 新增产能释放存在压力, 并在技术及销

售渠道开拓等方面给公司带来挑战。

- 可转债转股风险。若本期可转债转股不成功，智能自控需对可转债还本付息，从而增加公司资金压力。

#### ➤ 未来展望

通过对智能自控及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 A+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性较强，并给予本次债券 A+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 无锡智能自控工程股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

无锡智能自控工程股份有限公司（简称“智能自控”、“发行人”、“该公司”或“公司”，股票代码 002877.SZ）成立于 2001 年 11 月，最初系由孟少新、李耀武、吴畏、沈剑标等多名自然人共同出资成立的有限责任公司，初始注册资本 210 万元，后基于原股权结构分散及提高经营管理和决策效率的需要，2007 年 9 月沈剑标通过股权受让及增资的方式合计持有公司 51% 股权，成为公司控股股东，同时公司注册资本增至 2,100 万元。2012 年 7 月，公司整体变更为股份有限公司，并以截至 2012 年 3 月 31 日经审计净资产扣除利润分配后的金额，按 1.07: 1 的比例折为 8,500 万股。2012 年 12 月公司增资至 9,168 万元，计 9,168 万股。2017 年 5 月，经证监会核准，公司首次向社会公众公开发行 3,056 万股股票，并于 2017 年 6 月在深圳证券交易所上市，公司总股本扩大至 12,224.00 万股。2018 年 4 月，公司向全体股东每 10 股转增 7 股，公司总股本进一步扩大至 20,780.80 万股。截至 2018 年 6 月末，公司注册资本和实收资本均为 20,780.80 万元，其中沈剑标仍为公司控股股东和实际控制人，持有公司 37.48% 股份。

该公司主要在工业过程控制领域专业从事智能控制阀研发、制造、销售及相关检维修服务业务，是国内控制阀领域的主要供应商之一，公司具有自主研发技术及产品，在下游石油、化工等主要应用领域积累了一批优质客户。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司本次拟申请发行总额度不超过 2.30 亿元人民币、期限 6 年的可转换公司债券，该事项已于 2018 年 10 月 11 日获股东大会审议通过。公司拟将本次募集资金全部用于“特种阀门深加工项目”和“直行程智能控制阀制造基地”项目建设。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	无锡智能自控工程股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券
总发行规模:	不超过 2.30 亿元人民币（含）
本期发行规模:	不超过 2.30 亿元人民币（含）

本次债券期限:	6年
债券利率:	本次认购可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平,由股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况确定。 本次可转债在发行完成前如遇银行存款利率调整,则股东大会授权公司董事会对票面利率作相应调整。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式,到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。
转股期限	本次可转债转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期之日止。
初始转股价格	本次发行可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告之日前二十个交易日公司A股股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形,则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、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。具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况确定。  前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量;前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。
转股价格向下修正条款	<p>(1) 修正权限与修正幅度</p> <p>在本次发行的可转债存续期间,当公司A股股票在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90%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审议表决。</p> <p>若在上述交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算,在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。</p> <p>上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东进行表决时,持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于审议上述方案的股东大会召开日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一交易日公司A股股票交易均价的较高者。</p> <p>(2) 修正程序</p> <p>如公司决定向下修正转股价格,公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登股东大会决议公告,公告修正幅度、股权登记日(如需)及暂停转股的期间(如需)。从转股价格修正日起,开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。</p> <p>若转股价格修正日为转股申请日或之后、转换股份登记日之前,该类转股申请应按修正后的转股价格执行。</p>
赎回条款	<p>(1) 到期赎回条款</p> <p>在本次发行的可转债期满后五个交易日内,公司将赎回全部未转股的可转债,具体赎回价格由股东大会授权董事会根据市场情况等确定。</p> <p>(2) 有条件赎回条款</p> <p>在本次发行的可转换公司债券转股期内,当下述两种情形的任意一种出现时,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:①在本次发行的可转换公司债券转股期内,如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%);②当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时。</p>
回售条款	若公司本次发行的可转换公司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情况相比出现重大变化,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,可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后,可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售,该次附加回售申报期内不实施回售的,不能再次行使附加回售权。
增级安排:	无

资料来源:智能自控

截至报告日,该公司未在市场发行过债券或其他债务融资工具。

## (2) 募集资金用途

本次债券募集资金拟全部用于该公司新建“特种阀门深加工项目”和“直行程智能控制阀制造基地”项目。其中特种阀门深加工项目实施主体为全资子公司江苏智能特种阀门有限公司（简称“江苏智能”）。项目预计占地面积 12,730.9 平方米，建设地点位于海门经济技术开发区湘江路 489 号，总投资预计 1.52 亿元，主要建设内容为新建厂房及实验用房，项目建设周期 18 个月，项目目前处于前期准备工作阶段。

募投项目投产后，该公司将新增 3,000 套特种阀门产能，并可实现若干控制阀零部件的深加工，该项目的建成将进一步拓宽公司控制阀生产链，有助于实现公司产品结构的高端化升级。待项目建成达产后，公司预计年销售收入为 1.38 亿元，年均利润总额 0.36 亿元；经测算，项目税前投资回收期 6.24 年，税前财务内部收益率为 19.57%，与债券期限基本一致。

直行程智能控制阀制造基地项目实施主体为该公司本部。项目总用地面积约 16 亩，位于无锡市江溪街道南丰工业园，项目总投资 1.47 亿元，总建设期为 18 个月，目前已完成土地购买，处于前期准备工作阶段。该项目为直行程智能控制阀专业化生产及产能扩产项目，主要包括厂房、研发楼等建设及动力设备、检测设备等设施购置等，项目建成达产后将新增 6,000 套/年直行程智能控制阀的生产能力。根据可研报告，待项目达产后预计年销售收入为 1.09 亿元，年均利润总额 0.24 亿元；项目税前投资回收期 7.28 年，税前财务内部收益率为 15.47%。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况（单位：亿元）

项目名称	批准机关	总投资	拟使用募集资金
特种阀门深加工项目	海门市行政审批局	1.52	1.10
直行程智能控制阀制造基地	无锡新吴区经济发展局	1.47	1.20
合计	—	2.99	2.30

资料来源：智能自控

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、

财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不

断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全，同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

该公司主要从事的工业控制阀业务下游应用领域以石化行业居多，因此受控制阀行业发展状况及石化行业固定资产投资影响较大。

控制阀行业与石化、能源等主要下游应用市场具有较高关联度，近年来受宏观经济低迷及下游固定资产投资需求变化影响，控制阀行业呈现一定波动。我国控制阀行业起步较晚，高端领域依然由外资企业占据主导，大量中小企业在中低端领域形成激烈竞争，未来在工业化水平提高及国家政策引导下，将形成进口产品国产化趋势。

### A. 行业概况

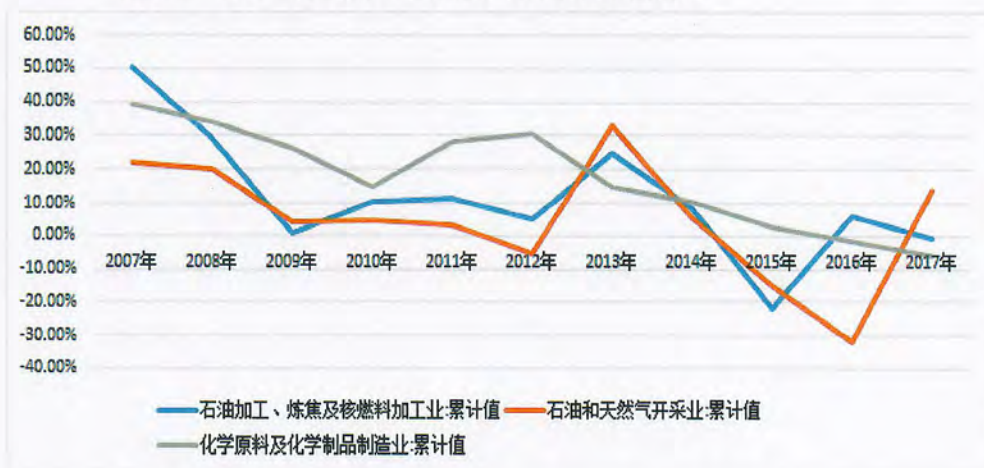
控制阀为通用仪器仪表的一种，适用于石化、冶金、能源等多个行业，是通过接收工业自动化控制系统的控制信号驱动调节阀的执行机构，实现调节阀开、关及开度调节，控制管道内介质的流量、温度、压力等工艺过程参数，实现自动化调节功能的最终控制元件，尤其在石油和化工领域高温、高压、高磨损等工况环境下应用最为广泛。根据《控制阀信息》统计，控制阀下游终端用户中石油化工行业所占比例最大，达到44%；石油天然气占比14%。



控制阀行业与下游石化等主要应用市场的关联度较高，控制阀需求与下游行业固定资产投资紧密相关。2007-2014 年我国石化行业进行了大量的固定资产投资，控制阀行业也因此迎来了较快发展。根据《控制阀信息》数据，我国控制阀行业整体市场规模从 2011 年的约 200 亿元增长到 2014 年超过 260 亿元，年均增长率 9.04%。2015 年受制于宏观经济低迷和下游行业固定资产投资放缓，控制阀行业规模下滑到 250 亿元。2016-2017 年在国家“去产能”的政策背景下，石化行业有所回暖，但不再像往年盲目扩张产能，固定资产投资增速仍较低迷，对控制阀需求支撑仍较弱。2017 年 30 家控制阀上市企业在下游行业回暖下，整体业绩表现好于上年，其中销售额同比增长的企业占比 73.33%，较上年提高 20.00 个百分点；净利润同比增长的企业占比 66.67%，较上年提高 13.34 个百分点，但是其中约一半企业增速出现下滑，且亏损企业数量由上年的 5 家扩大到 7 家，控制阀企业面临的经营压力仍较大。

未来几年我国石化行业仍将伴随着经济保持增长，但结构调整和转型升级中将对生产自动化和智能化提出更高要求，将促进控制阀行业转型升级。根据工控网《2016 年中国自动化市场白皮书》预测，未来我国整体自动化行业将进入中低速发展期，年均增长率将保持在 2% 左右。

图表 3. 近十年来石化行业固定资产投资增速变化情况



资料来源: Wind

### B. 政策环境

2013 年，“智能测控装置”由国家发改委列入《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》。2015 年，智能仪器仪表能力提升项目中的“高性能智能控制阀”由国家发改委和工信部列入《2015 年产业振兴和技术改造专项重点方向》。2016 年《智能制造发展规划（2016-2020 年）》将做优做强一批传感器、智能仪表、控制系统、伺服装置、工业软件等“专精特新”配套企业作为重点任务。2018 年江苏省经信委《2018 年度经信委工作要点》中明确在工程机械、机器人等重点行业引导企业开展联合攻关和产业化，全省储备实施 79 项、总投资 900 亿元左右的省重点强基项目；创建 10 家左右省级智能制造示范区，培育 30 家左右智能制造领军企业等。

总体看，我国对控制阀领域政策主要侧重于鼓励引导行业向智能制造方向

转型升级,支持国内企业提高自主创新能力及产品技术水平,以实现进口替代,将促进行业发展和竞争格局改善。

### C. 竞争格局/态势

控制阀企业之间主要竞争手段为技术及良好的产品质量和性能,体现在产品调节精准、密封性、安全可靠性等方面。现代工业生产过程中大型化和精细化需要控制阀在生产中表现出更好的重复性和更短的响应时间,并能够提供准确的流量控制,以更好的稳定性在高温高压的环境下安全运行,且随着工业化水平的提高,带有自动化控制技术的智能控制阀成为发展方向,对控制阀核心部件的研发与创新能力成为决定企业长期发展的关键竞争因素。

我国控制阀行业属于充分竞争行业,行业集中度较低,从业企业较多,其中在高端市场,基本为国外一线品牌和专业性品牌产品所占据,如 Fisher (费希尔公司)、Koso 公司、Pentair Valuesand Controls (原 Tyco 流体控制)、Flowserve (福斯公司)、Samson 公司、Masoneilan 公司等,其产品专业化程度、核心技术、市场竞争力方面具有优势,主要用于对产品可靠性及系统安全性要求较高的大型工业过程自动化控制装置,如:大型石化、煤化工、大型电站等,工况介质通常为高温、高压、强腐蚀或上述混合工况以及深冷介质。而国内控制阀制造企业技术水平相对不高,且核心基础零部件(元器件)、关键基础材料等很大程度上仍然依赖进口,自主品牌企业尚未形成规模,市场结构较为分散,在中低端市场形成较为激烈竞争。但也不乏技术水平较高的合资及部分国内企业,通过技术自主开发、选型能力、历年积累的使用经验,使产品具备一定适应性和可靠性,并被下游一些大中型企业所接受,进入中高端领域发展,可在次关键部位以及可靠性要求稍低的场合应用,甚至部分产品可以维修备品的方式替代国外产品在某些关键部位使用,代表性企业如中国自动化集团(原吴忠仪表)、川仪股份、江苏神通、该公司等。公司在其中产品结构较单一,收入规模较小,但是因 2017 年承接的大订单毛利率较高,因此当年公司毛利率相对偏高,2018 年上半年已回落至同业正常水平(35%左右)。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览(2017 年/末,亿元,%)

核心样本企业名称	核心经营指标(产品或业务类别)					核心财务数据(合并口径)				
	营业收入	毛利率	产量(万台)	存货周转率	应收账款周转率	总资产	资产负债率	归属母公司股东的权益/带息债务(倍)	净利润	经营性净现金流
福斯公司(Flowserve)	239.21	29.65	—	2.89	4.21	320.86	65.97	1.05	0.17	20.33
重庆川仪自动化股份有限公司	31.27	32.00	8.20	3.72	1.80	46.94	57.04	1.76	1.61	-1.00
中国自动化集团有限公司	12.25	15.73	—	2.27	1.00	40.32	66.06	0.89	-2.08	1.12
江苏神通阀门股份有限公司	7.56	36.57	—	1.03	1.45	29.06	40.79	4.75	0.62	1.52
中核苏阀科技实业股份有限公司	8.74	16.85	26.18	2.29	1.42	20.66	37.72	11.58	0.40	-0.77
无锡智能自控工程股份有限公司	3.07	40.65	1.34	1.85	1.58	8.24	28.95	6.89	0.48	-0.36

资料来源:新世纪评级整理。

控制阀行业上游主要为铸件、锻件、密封件等工业原材料生产行业,下游行业主要包括石化、核电、冶金、能源等,下游行业固定资产投资决定对控制

阀的需求，且由于控制阀市场结构较为分散，单个企业市场份额较小，很难对上下游企业形成较强议价能力，因此控制阀行业整体产业链地位不强，在业务经营中会存在资金被占用情况。

#### D. 风险关注

现阶段控制阀行业面临的风险主要来自：（1）行业增速放缓及下游需求波动风险。控制阀市场目前整体处于供大于求状态，且早几年下游行业大批量的固定资产投资导致产能过剩，面临本行业和下游行业均过剩的问题，且下游石化、钢铁等行业与宏观经济关联度高，存在周期性波动，在下游市场围绕化解结构性矛盾、出清过剩产能、降低杠杆率，产业转型升级和结构调整过程中，将持续对上游企业在市场竞争、合同承接、项目执行及资金回收等环节造成影响。（2）企业普遍缺少核心竞争力。国内控制阀企业起步较晚，技术上基本是在国外成熟技术基础上的再创造，缺乏技术上的沉淀，进而导致核心竞争力缺乏。（3）原材料价格波动风险。单个控制阀企业对上游原材料的议价能力较有限，一旦上游钢材价格持续上涨将对企业成本控制及采购渠道稳定性造成影响。此外，对于一些极为复杂的工况及产品智能化要求的提高，高端领域控制阀生产中需要的一些基础、关键材料，如控制元器件、特殊钢材等，依赖从外资企业采购。（4）企业经营中容易被下游客户占用资金，造成资金链紧张。（5）融资环境趋紧。在国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，民营企业融资环境趋紧，加大了行业内占比多数的民营企业流动性和再融资压力。

## 2. 业务运营

该公司从事控制阀及相关检维修业务多年，在技术、客户资源方面形成一定积累，公司产品定位中高端，加上产品非标准化定制的特点，产品毛利率处于较高水平，但是作为国内众多控制阀供应商之一，公司业务规模不大，且下游客户集中处于石化行业，近年来受石化行业周期性波动影响，公司业务规模呈现一定波动。公司积极推进扩产项目建设，有助于未来业务发展及核心竞争力提高，但在下游固定资产投资增速放缓背景下，新增产能释放仍存压。

该公司自成立以来主要从事控制阀生产、销售及相关检维修服务，可根据客户需求提供各类气动、电动直行程和角行程调节阀及开关阀，产品应用领域以石化等行业居多，可通过自主开发应对客户多种工况下不同需求，在供货、配套等方面具备一定订单获取能力。目前，公司产品处于中端，部分可以在高端领域做到进口替代，并被下游一批国内大中型企业集团所接受。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
控制阀及检维修服务	国内/中国石化、中国石油、中国海油、荣盛石化集团、恒逸石化集团、兖矿集团、中冶集团、中盐集团、中国昆仑工程公司、益海嘉里、粮油集团等	技术/管理/规模等

资料来源：智能自控

该公司 70%左右客户来自石化行业，因此产品销售与下游石化行业固定资产投资及项目中标情况密切相关，近年来受下游石化行业周期性波动影响，公司收入及利润规模呈现一定波动，2015-2017 年及 2018 年上半年公司分别实现营业收入 2.55 亿元、2.74 亿元、3.07 亿元和 1.90 亿元，同比增速分别为-10.84%、7.16%、12.35%和 29.85%。其中 2015 年收入下滑系当年宏观经济低迷影响石化行业景气度，相关固定资产投资减少导致公司订单量下降所致，2016 年以来，公司检维修服务收入增长，加上下游行业阶段性回暖、新客户开拓等影响下，营业收入实现不断增长。

该公司以控制阀及相关检维修为核心业务，近年来核心业务收入占营业收入比例保持在 90%以上。此外，公司还因厂房租赁及废料出售产生其他业务收入，但规模很小，2015-2017 年及 2018 年上半年分别仅为 119 万元、115.56 万元、45.13 万元和 21.87 万元，2017 年以来其他收入下降主要是出租的厂房收回自用所致。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年度	2017 年上半年度
营业收入合计	2.55	2.74	3.07	1.90	1.46
其中：核心业务营业收入（亿元）	2.38	2.56	2.98	1.80	1.37
在营业收入中所占比重（%）	93.30	93.66	96.80	94.79	93.79
其中：（1）控制阀（亿元）	2.25	2.24	2.65	1.58	1.20
在核心业务收入中所占比重（%）	94.59	87.43	89.20	87.75	87.56
（2）检维修服务（亿元）	0.13	0.32	0.32	0.22	0.17
在核心业务收入中所占比重（%）	5.41	12.57	10.80	12.25	12.44
毛利率（%）	46.88	42.80	40.65	35.13	42.37
其中：控制阀（%）	46.28	39.71	37.84	32.19	38.10
检维修服务（%）	57.70	67.67	64.43	52.87	72.26

资料来源：智能自控

#### A.控制阀

##### 规模

该公司控制阀业务市场份额不大，目前市场占有率不足 2%，且产品销售受下游需求变化及订单获取情况影响存在一定波动。2015-2017 年及 2018 年上半年公司控制阀业务分别实现营业收入 2.25 亿元、2.24 亿元、2.65 亿元和 1.58 亿元。2017 年以来下游石化行业阶段性回暖，公司控制阀产品销售收入增加，目前公司在手订单量相对充足，截至 2018 年 6 月末在手订单金额 2.10 亿元，但是下游固定资产投资增速仍较乏力，业务持续增长仍有待关注。

该公司控制阀生产主体为公司本部，目前在无锡拥有 3.27 万平方米的生产基地（简称“无锡工厂”）。无锡工厂于 2012 年投产，目前拥有 1.3 万台标准控制阀的生产能力，近年来公司产能持续处于满负荷生产状态，成为制约公司

业务量增长的瓶颈，为此，公司利用上市募集资金在江苏海门投资年产 1 万台高性能智能控制阀项目，目前仍处于在建状态。

**图表 7. 公司产能分布情况**

生产基地名称	位置	占地面积	投产时间	产能情况
无锡工厂	无锡锡达路 258 号	32,667 平方米	2012 年	13,000 台
海门工厂	海门市珠江路	53,333 平方米	尚未投产	10,000 台

资料来源：智能自控

### 购销管理

该公司下游石化、能源等行业生产装置上的流体多为高温、高压、易腐蚀的介质，工况条件复杂，公司需对每个客户合同进行单独定制，因而经营模式上具有多品种小批量特点，且经营中采用“以销定产”的模式，依据销售合同组织设计、采购、生产，因此公司产销率整体处于较高水平，但公司销售需经下游客户验收才能完成，单个订单的验收进度不一，造成产销率存在波动。

**图表 8. 2015-2017 年及 2018 年上半年公司产能利用率情况<sup>1</sup>**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
产能（台/套）	13,000	13,000	13,000	6,500
折合产量（台/套）	16,375	15,218	17,166	10,222
产能利用率（%）	125.96	117.06	132.05	157.26
产销率（%）	85.51	116.23	100.38	92.98

资料来源：智能自控

**图表 9. 2015-2017 年及 2018 年上半年公司实际产销情况**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
实际产量（个）	10,087	9,858	13,426	7,676
实际销量（个）	8,625	11,458	13,487	7,137
产销率（%）	85.51	116.23	100.45	92.98

资料来源：智能自控

该公司采用客户订单驱动的拉动式生产模式，一般先对单个合同进行参数和编码的确认，如属于特殊要求产品，则组织专门技术协议会审、特殊要求评审等会议研究具体技术实现方案，然后编制指示单、生产交期计划表及生产实施计划，根据计划组织采购、物料配送、生产、质检及安装入库等，完成产品的整个生产过程。公司产品生产周期一般在 30 天以内，整个合同完成交货周期在 180 天左右。公司产品多应用于大型石化工程项目，对产品的使用寿命要求较高，正常产品使用寿命在 15 年以上。

**图表 10. 2015-2017 年及 2018 年上半年公司采购情况**

名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年	
毛坯及阀本体	当年采购数量（吨）	1,839.88	1,638.09	2,693.61	2,648.33

<sup>1</sup> 产能利用率计算中产量用的是折合产量，折合产量=产量\*折合系数。该公司产能设计是以标准控制阀年生产能力进行生产线设计，但由于公司实际生产控制阀为“一单一议”，其非标准性质决定了其产能利用率需要将实际产量\*折合系数换算为折合产量后进行产能利用率计算。

名称		2015年	2016年	2017年	2018年上半年
执行机构	平均采购单价（万元/吨）	2.97	2.62	2.92	2.96
	当年采购数量（吨）	1,780	6,024	10,316	2,405
	平均采购单价（万元/吨）	0.16	0.42	0.35	0.58
定位器	当年采购数量（吨）	5,275	4,969	8,822	3,617
	平均采购单价（万元/吨）	0.53	0.39	0.48	0.49

资料来源：智能自控

该公司控制阀产品的直接材料约占生产成本的 80%，直接人工成本占比 3.57%；制造费用占比 5.62%。公司控制阀产品所需的原材料主要为铸件（毛坯）、板材、管材、棒材等，经加工后形成阀本体，其余各大部件还包括执行机构、定位器和其他控制辅件等。公司铸件、板材等原材料相对同质，潜在供应商数量众多且价格波动频繁，近年来钢材价格上升，造成供应渠道紧张并一定程度上抬升成本，且有部分执行机构、控制附件等需从外资企业购买。公司与无锡市卫星铸造有限公司、张家港市长江泵阀制造有限公司等供应商建立了合作关系，但是由于公司定制小批量的生产模式导致单笔采购金额较小，因此供应商分散，无法形成采购价格优势。

图表 11. 2015-2017 年及 2018 年上半年公司供应商情况（单位：万元）

年份	单位名称	产品名称	采购额	占年度采购总额比例
2015年	科福龙阀门集团有限公司	阀本体	892.49	5.67%
	星域控制	定位器	775.27	4.92%
	张家港市长江泵阀制造有限公司	阀芯、球阀、阀座等	642.72	4.08%
	无锡市卫星铸造有限公司	阀芯、球阀、阀座等	518.25	3.29%
	无锡富盛阀业有限公司	阀本体	406.14	2.58%
2016年	凯东集团有限公司	阀本体等	530.48	3.99%
	江苏恒旺石化设备有限公司	过滤器、装车泵等	381.40	2.87%
	西安久桑电气自动化设备有限公司	执行机构	375.56	2.83%
	浙江超众阀门制造有限公司	阀本体等	309.87	2.33%
	星域控制	附件、定位器	301.40	2.27%
2017年	苏州康气通自动化科技有限公司	执行机构	973.45	4.88%
	无锡市卫星铸造有限公司	阀芯、球阀、阀座等	839.11	4.21%
	张家港市长江泵阀制造有限公司	阀芯、球阀、阀座等	635.31	3.19%
	江苏弘焯精密铸造有限公司	铸件（阀体、阀板、阀芯、上盖）	635.31	3.19%
	江苏荣元铸业有限公司	铸件（阀体、上盖）	582.49	2.92%
2018年上半年	凯东集团有限公司	闸阀	1173.85	11.43%
	星域控制	附件、定位器	532.89	5.19%
	江苏荣元铸业有限公司	铸件（阀体、上盖）	422.41	4.11%
	无锡市卫星铸造有限公司	铸件（阀体、上盖）	332.45	3.24%
	江苏弘焯精密铸造有限公司	铸件（阀体、阀板、阀芯、上盖）	313.67	3.06%

资料来源：智能自控

该公司采用直销模式，现已成为中国石化、中国海油、中国石油物资供应

准入单位，并与荣盛石化集团、恒逸石化集团、兖矿集团、中冶集团、中盐集团、中国昆仑工程公司、益海嘉里、粮油集团等一批客户建立了业务合作关系，客户类型以大中型国有企业为主，也有部分民营上市公司或中外合资企业。公司下游客户所处行业较为集中，其中 70% 客户来自石化行业，且销售区域主要集中于华东、华南和东北地区，其中以长三角经济带为核心的华东地区销售收入占比超过 50%。

该公司主要通过公开招投标的方式获取订单，大订单的中标情况对公司客户结构存在较大影响，2015-2017 年及 2018 年上半年公司前五大客户集中度分别为 49.94%、41.97%、27.44% 和 52.24%，其中 2017 年客户集中度下降主要是由于当年中标的主要为小额订单所致。总体看公司客户及订单稳定性一般。

图表 12. 2015-2017 年及 2018 年上半年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	单位名称	所属行业	产品名称	销售收入	销售占比
2015 年	中国石化及其附属公司	石化	开关阀、调节阀、配件、检修	4,909.81	19.23%
	汉邦（江阴）石化有限公司	石化	开关阀、调节阀、配件、检修	4,594.77	17.99%
	荣盛石化及其附属公司	石化、PTA	开关阀、调节阀、配件、检修	1,228.10	4.81%
	上海润控流体控制设备有限公司	贸易商	开关阀、调节阀、配件、检修	1,194.56	4.68%
	中海油气（泰州）石化有限公司	石化	开关阀、调节阀	825.35	3.23%
2016 年	汉邦（江阴）石化有限公司	石化	R 型调节阀，M 型调节阀，P 型调节阀等	5,043.99	18.43%
	中国石化及其附属公司	石化	W 型调节阀，M 型调节阀，P 型调节阀等	2,903.73	10.61%
	内蒙古伊泰化工有限责任公司	石化	开关阀、调节阀、配件	1,380.33	5.04%
	阳泉煤业集团平定化工有限责任公司	煤化工	开关阀、调节阀、配件	1,231.57	4.50%
	中石油及其附属公司	石化	开关阀、调节阀	928.25	3.39%
2017 年	中国石化及其附属公司	石化	开关阀、调节阀、配件、检修	3,486.38	11.34%
	石横特钢及其附属公司	钢铁	开关阀、调节阀、配件、检修	1,528.72	4.97%
	山东岱岳精制盐有限公司	化工	开关阀、调节阀	1,252.95	4.08%
	中海油及其附属公司	石化	开关阀、调节阀、配件、检修	1,148.42	3.74%
	北京三聚环保新材料股份有限公司	煤化工	开关阀、调节阀、配件	1,017.35	3.31%
2018 年上半年	恒力石化及其附属公司	石化	开关阀、调节阀、配件、检修	3,137.25	16.55%
	中石化及其附属公司	石化	开关阀、调节阀、配件、检修	2,431.20	12.82%
	北京三聚环保新材料股份有限公司	煤化工	开关阀、调节阀、配件	2,168.84	11.44%
	荣盛石化及其附属公司	石化	开关阀、调节阀、配件	1,139.22	6.01%
	福建永荣科技有限公司	石化	开关阀、调节阀、配件	1,026.89	5.42%

资料来源：智能自控

公司产品大多为非标产品，公司一般根据工艺技术难度、成本费用估算，最终以合同谈判确定产品价格，因此受阀门口径大小和制造工艺不同影响，近年来公司销售均价存在波动，公司产品售价在行业内处于中等水平，在价格上相对外资竞争对手具有一定优势。但由于公司产业链地位弱于下游客户，在原材料价格上涨的情况下较难向下游有效传导。

**图表 13. 2015-2017 年及 2018 年上半年公司产品销售均价情况**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
销售均价 (万元/个)	2.61	1.96	1.99	2.21

资料来源：智能自控

结算方面，该公司与上游客户采用现金和银行承兑汇票（4.5:5.5）相结合的结算方式，并按照 60-180 天账期付款。公司在与下游客户结算上也采用现金和银行承兑汇票（6:4）相结合的方式，但随着市场竞争的加剧，宏观经济增速的下滑，下游客户给出的招标条件中对合同付款条件趋向苛刻，如安装调试款比例上升，预付款比率下降等，从而在客观上延长了部分客户的信用期限，使得公司销售回款时间延长，实际结算中公司大多数情况下需要垫资生产并待客户验收合格后才能进行结算，加上下游客户放缓新增生产线的调试和运行，其调试周期也因安全与环保要求拉长，销售回款进一步延缓，实际账期在 30-360 天不等，导致公司应收账款规模一直较大且增长较快。

### 技术研发

该公司经过多年项目经验积累，在工艺、技术和产品研发上形成了自身技术储备，成功解决过多例高温高压差、强酸腐蚀、高流速等极端工况下项目技术难题，尤其在热高分高压切断球阀、热高分高压串式调节阀、高压大口径三偏心蝶阀，及高压差防空化、阀门降噪音、阀内件抗磨损等方面形成技术优势，部分产品技术上可以做到进口替代。

该公司为国家火炬计划重点高新技术企业，建有江苏省调节阀工程技术中心，公司生产的 WINNER 牌控制阀被认定为无锡市名牌产品，公司开发的 SIL3 钛材金属密封球阀在 2016 年获得江苏省科技进步三等奖，2017 年取得美国石油协会 API6D、API600、API609 证书，并获得《中华人民共和国特种设备制造认可证》（压力管道元件）。截至 2018 年 6 月末，公司研究人员 57 人。目前，公司的研发成果包括 163 项专利技术，其中 101 项实用新型专利，53 项发明专利，9 项外观设计专利。2015-2017 年，公司研发费用分别为 1,109.26 万元、1,020.52 万元和 1,011.39 万元，占同期营业收入的 4.34%、3.73%和 3.29%。

该公司控制阀的生产工序包括阀本体的铸造、焊接、热处理、机械加工、材料表面硬化、装配调试和涂装等，工序较多且较为复杂，产品具备一定技术门槛。但是公司目前部分加工设备与工装设备性能与国外还有一定差距，短期内难以满足高性能智能控制阀的生产需要，因此产品在调节精度和使用寿命上与进口产品仍存在一定差距。

### B. 检维修服务

该公司成立初期即从事阀门检维修服务，但是规模一直不大，目前主要为控制阀产品提供配套及增值服务。公司已获得中国特种设备检测研究院《石油化工检维修资质证书》及 E4-I 类控制阀检维修专项资质，目前公司检维修人员 53 人。

控制阀产品大多应用于露天、强腐蚀等严酷工况环境，折旧损耗较为严重，



用户需定期检修或停车维修，以确保其正常工作。该公司一般会跟踪现有客户和潜在客户控制阀使用情况，一旦用户装置中控制阀发生故障需要停车检修或紧急抢修，公司将为其提供检维修服务，并按照工时标准收费维修服务费。

2015-2017年及2018年上半年该公司分别实现检维修服务收入1,289.44万元、3,221.71万元、3,213.42万元和2,201.93万元。其中2015年下游景气度低迷需求减弱，当年检维修收入较上年下降25.34%，2016年公司加大对检维修业务的营销力度，加上存量客户的增多，导致2016年收入同比增加较明显。公司检维修服务业务盈利能力较强，同期毛利率分别达57.70%、67.67%、64.43%和52.87%。

## (2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构



资料来源：根据智能自控所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司专注于主业，盈利主要由主业产生的经营收益贡献。公司产品定位中高端，加上产品属于非标准化定制的特点，产品毛利率处于较高水平，2015-2017年及2018年上半年分别为46.88%、42.80%、40.65%和35.13%，但受近年来原材料价格上涨及市场竞争影响，公司毛利率水平存在不断下滑趋势。受此影响，近年来公司营业毛利增速慢于同期收入增速，且随着收入波动而呈现小幅波动，同期分别为1.20亿元、1.17亿元、1.25亿元和0.67亿元，同比增速分别为-5.68%、-2.16%、6.70%和7.66%。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015年度	2016年度	2017年度	2018年上半年度	2017年上半年度
营业收入合计(亿元)	2.55	2.74	3.07	1.90	1.46
毛利(亿元)	1.20	1.17	1.25	0.67	0.62
期间费用率(%)	23.60	20.47	20.45	19.26	20.63
其中：财务费用率(%)	1.78	1.30	1.25	1.27	1.23
全年利息支出总额(亿元)	0.04	0.03	0.04	-	-
其中：资本化利息数额(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

2015-2017年及2018年上半年该公司期间费用分别为0.60亿元、0.56亿元、0.63亿元和0.37亿元。近年来公司期间费用规模总体保持相对稳定，主要由管理费用和销售费用构成，其中管理费用主要为职工薪酬、研发费用等，公司作为高新技术企业，每年按照营业收入的3-4%比例投入研发费用。公司销售费用主要为销售人员薪酬、业务招待费等，近年来公司加大产品营销力度，销售费用总体有所增长。公司刚性债务规模较小，财务费用规模不大。同期公司期间费用率分别为23.60%、20.47%、20.45%和19.26%，在同行业中处于较低水平，且逐年有所下降。此外，公司资产减值损失很小，同期资产减值损失分别仅为0.07亿元、0.04亿元、0.03亿元和0.01亿元。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 上半年度	2017 年 上半年度
投资净收益（万元）	-	-	32.06	133.72	-
营业外收入（含其他收益，万元）	146.50	151.77	118.24	23.25	55.15

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

总体看，该公司产品具有一定盈利能力，但是受限于业务规模，经营收益规模不大，2015-2017年及2018年上半年经营收益分别为0.50亿元、0.53亿元、0.56亿元和0.27亿元。公司非经常性损益主要为投资收益和营业外收入。其中投资收益主要为理财收益，营业外收入为政府补助、赔偿款等，规模均很小，对盈利的影响有限。同期公司分别实现净利润0.43亿元、0.46亿元、0.48亿元和0.24亿元，增幅分别为-20.76%、7.15%、4.16%和7.86%，增幅变化基本与收入增速相一致，但由于盈利压力加大，增速相对较为缓慢。

### （3）运营规划/经营战略

未来，该公司将继续专注控制阀主业，推进产品向高端、特种阀门领域发展转型，巩固并提高公司在控制阀行业的市场占有率。公司目前在建项目包括年产1万套高性能智能控制阀项目、科技中心项目和营销导向型区域服务中心总部建设项目，上述项目计划总投资2.23亿元，目前均处于建设阶段，截至2018年6月末已累计投入资金0.83亿元。

图表 17. 公司在建项目投资情况（单位：万元）

在建项目名称	项目实施主体	预计总投资	截至2018年6月末已完成投资	预计竣工时间	投资资金来源
年产1万套高性能智能控制阀项目	江苏智能	10,411.00	1,683.01	2019年12月31日	上市募集资金
科技中心项目	公司本部	8,000.00	5,256.05	2019年12月31日	上市募集资金
营销导向型区域服务中心总部建设项目	公司本部	3,881.36	1,401.38	2019年12月31日	上市募集资金
合计	-	22,292.36	8,340.44	-	-

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司年产1万套高性能智能控制阀项目实施主体为子公司江苏智能，项

目建设期 18 个月，主要用于新建特殊阀门产能，一方面可缓解公司现有产能瓶颈，另一方面有助于产品升级及满足进口产品国产化的增长需求。公司将在维护现有客户的基础上，通过加大市场开拓力度的方式消化新增产能，根据可研预测，项目预计年营业收入 3.13 亿元，净利润 0.59 亿元，投资内部收益率（所得税后）28.51%，投资回收期 5.59 年。但是在下游固定资产投资整体仍较为低迷背景下，新增产能有效消化仍有待关注。

科技中心项目主要用于新建科技中心大楼、实验生产车间、软硬件建设及人才引进等，目前第一期建设处于收尾阶段。营销导向型区域服务中心总部建设项目主要用于加强公司的营销能力，项目拟在 3 年内在全国重点目标区域建设由无锡总部下辖的 9 个营销导向型区域服务中心，长期看上述项目有助于增强公司产品核心竞争力。

此外，该公司还拟利用本次可转债募集资金投资直行程智能控制阀基地项目和特种阀门深加工项目，根据公司未来三年投资计划，预计 2020 年将集中投入资金 2.99 亿元。另外，公司经营中持续存在一定资金缺口，预计 2018-2020 年将新增债务融资 3.2 亿元以补充资金缺口。

**图表 18. 公司 2018 年~2020 年投融资规划**

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	1.63	0.7	2.99
其中：1 万套高性能智能控制阀项目（亿元）	0.70	0.50	-
科技中心项目（亿元）	0.55	0.20	-
营销导向型区域服务中心总部建设项目（亿元）	0.38	-	-
直行程智能控制阀基地项目（亿元）	-	-	1.47
特种阀门深加工项目（亿元）	-	-	1.52
营运资金需求（净额，亿元）	2	1	0.2
融资安排（净额，亿元）	2	1	0.2
其中：权益类融资（亿元）	0	0	0
债务类融资（亿元）	2	1	0.2

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司为民营上市公司，控股股东及高层管理团队较为稳定，公司依据上市公司规则建立和完善企业管理制度，整体运作较为规范。

<sup>2</sup> 包括 R1 系列高性能开关球阀、R4 系列高压差旋转阀、R9 系列高性能控制球阀、WT 系列高压密封蝶阀、Z1-Z6 系列物料角阀。

### (1) 产权关系

该公司控股股东及实际控制人均为自然人沈剑标。自公司创立初期以来，沈剑标一直是公司最大股东，虽经过新引入个人股东及实现上市，股权比例不断稀释，但公司控制权未发生变化。截至 2018 年 6 月末，沈剑标直接持有公司 37.48% 股份，并通过无锡天亿信投资有限公司（简称“天亿信”）间接控制公司 1.53% 股份。公司其余前十大股东主要为创始人或高管层，持股比例较小。公司产权状况详见附录一。

目前该公司实际控制人外部投资企业除天亿信主要用于投资持股，无其他外部投资企业，未来实际控制人仍将聚焦控制阀生产业务，并以公司为产业发展核心主体。此外，公司上市不久，目前控股股东所持股份仍处于限售期且无抵质押情况。

### (2) 主要关联方及关联交易

该公司在变更为股份公司之前，通过收购及吸收合并方式将实际控制人外部投资企业整合进入公司，以减少关联交易。此外，公司在《关联交易制度》等制度中对关联方及关联交易的类型、关联方的回避措施、关联交易的披露等问题进行了规定，以规范及约束关联交易。

近年来除关联担保外，该公司未发生其他经常性关联交易或偶发性关联交易。截至 2018 年 6 月末，关联方为公司借款提供担保的情况如下：

图表 19. 公司关联担保情况（单位：万元）

担保人	担保金额	担保期限	担保方式
沈剑标夫妇	1,980.00	2017/4/13-2020/4/13	连带责任保证
	1,500.00	2017/7/11-2018/7/10	连带责任保证
	500.00	2017/7/13-2018/7/12	连带责任保证
	1,000.00	2017/7/14-2018/7/13	连带责任保证
	1,000.00	2018/5/19-2019/5/19	连带责任保证

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

### (3) 公司治理

该公司作为上市公司，已按照《公司法》和《证券法》及其他有关法律、法规的规定，制订了《公司章程》，设有股东大会、董事会和监事会，并就其人员构成、职责权限、选聘程序和议事规则等作出了明确规定，治理结构较健全。公司的股东大会是公司最高权力机构，董事会对股东大会负责。公司董事会由 7 人组成，其中独立董事 3 人，设董事长 1 人，由董事会选举产生，董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满可连选连任。监事会由 3 人组成，设监事会主席 1 人，职工监事 1 人，监事会主席由全体监事选举产生。

该公司核心管理成员均为创始团队，具有多年从业经验及管理经历。目前公司董事长及总经理均由实际控制人沈剑标担任，控制权较为集中。

近三年，该公司现任董事、监事和高级管理人员无违法、严重违规和重大违约记录。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

该公司根据实际业务需要建立组织机构，设立生产制造营运中心、产品技术营运中心、总工程师办公室、销售市场营运中心和行政证券营运中心，分别管理 22 个职能部门，并明确了相应的部门职责，通过制度化管理，以保证公司的正常运作。

该公司制定了一系列内部控制制度，包括《对外担保制度》、《对外投资管理制度》、《关联交易制度》、《内部审计制度》、《募集资金管理制度》、《销售与收款管理制度》、《成本费用管理制度》、《财务管理制度》等。

生产管理方面，该公司在实行 ERP、CRM 等管理平台的基础上，推行 MES 生产执行管理体系，实现生产运行信息化动态管理模式。公司为每台出厂的产品建立档案，对产品在生产过程中的所有图纸、生产过程信息、检验及出厂试验及客户使用信息反馈等均进行记录。公司依据档案信息来改进产品设计、生产、制造流程以及考核内部员工和供应商。

产品质量管理方面，该公司建立了质量保证管理体系，规定总经理为质量管理组织总负责人，授权质保工程师负责保证体系的建立、实施、保持、改进工作和压力管道元件制造过程中的质量控制。公司还设立了技术负责人、设计负责人、工艺责任人等 11 个系统质量控制责任人岗位，明确了质控责任人员、公司管理者和有关部门责任人的主要职责。

研发管理方面，该公司下设江苏省调节阀工程技术研究中心、博士后研发工作站等研发机构，并制定人才培养计划，每年针对科研人员的技术创新成果、核心期刊论文发表数量、专利申请数量、成果转化等进行科学评估，进行薪酬、福利等多种形式的激励。

### (2) 经营决策机制与风险控制

该公司重大投融资决策、重大资本运作、资产经营项目等均需由董事会批准，并由战略委员会进行研究并提出建议，最后由股东大会批准通过。

该公司经营环节资金占用量大，为了降低应收账款坏账损失风险，公司制定了《销售与收款管理制度》、《销售及收款管理业务流程》等内控制度。公司在签订销售合同前对客户的资质情况进行综合评价，保证应收账款的质量。公司财务部定期与客户核对应收账款余额，保证应收账款账面的真实、准确、完整。此外，公司制订了应收账款催收制度，安排专人对应收账款回收情况进行统计并对超期款项及时提示，对于超期应收账款，由财务部及时提示管理层和销售人员加强应收账款的催收工作。

### (3) 投融资及日常资金管理

在投融资管理方面，该公司制定了《对外投资管理制度》，规定公司对外投资活动由董事会根据具体情况指定投资管理部门具体负责，同时财务部门和其他有关部门协作实施，且要求必须对拟投资项目进行经营效益可行性分析，使投资项目能够获得预期的投资回报。

资金管理方面，该公司制定了《货币资金管理制度》，规定货币资金支付的批准权限统一由公司总经理行使，总经理的审批权限由公司董事会批准。公司总经理也可根据需要授权财务总监或分管副总。对已支付的货币资金建立以“谁批准，谁负责”为原则的责任追究制度，批准人要对本人批准支付的货币资金负责任，以防范或货币资金风险。

此外，为加强对募集资金管理，该公司制定了《募集资金管理制度》，对募集资金的存储、使用、投向变更、管理与监督等作出制度规定，要求不得随意改变募集资金的投向，并对募集资金投资项目的可行性进行充分论证，确信项目具有较好的市场前景和盈利能力，以防范投资风险。

### (4) 不良行为记录

根据公开信息披露，该公司因下游客户逾期不支付货款，与下游客户发生多笔买卖合同纠纷诉讼事件，截至查询日，公司共涉及诉讼 5 笔，涉及金额 156.05 万元，目前均已结案，其中 136.13 万元因被执行人不具有履约能力，尚未执行完毕。

图表 20. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.10	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.10	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台、公开信息披露	2018.10	无	涉及诉讼 5 笔	无
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2018.10	不涉及	无	无
质量	企业说明	2018.10	不涉及	无	无
安全	企业说明	2018.10	不涉及	无	无

资料来源：根据智能自控所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

## 财务

该公司上市不久，现阶段财务结构较为稳健。公司营运环节被客户占用资金，存在债务融资需求，近年来随着业务规模扩大，公司债务规模总体呈现增长，且债务期限上以短期刚性债务为主。随着下游客户账期延长及提前备货生产需要，公司资产周转效率减慢，经营性现金流有所弱化。目前公司现金类资

金较充足，但是大部分为尚未使用完毕的上市募集资金，因此存在一定短期债务周转压力。

## 1. 数据与调整

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》、企业会计制度及其补充规定。2017 年根据财政部最新发布的《企业会计准则第 16 号——政府补助》（修订）、《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》等相关规定，公司对资产处置收益、营业外收入和营业外支出等会计科目进行调整，涉及调整金额很小，影响不大。

截至 2018 年 6 月末，该公司合并范围内子公司数量为 3 家，均系全资控股子公司，近年来公司合并范围未发生变化。

图表 21. 公司合并范围子公司情况（单位：万元）

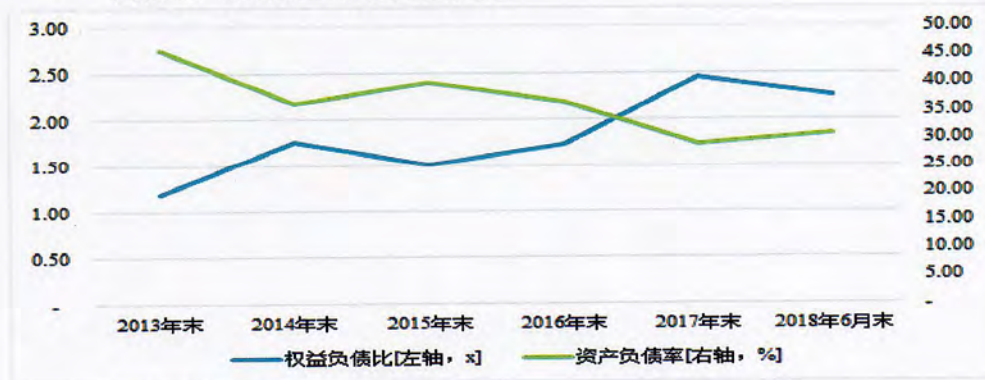
子公司名称	注册资本	持股比例	主要产品或业务
无锡莱谱尔科技有限公司	410.00	100%	主要从事控制阀所需阀门制品、相关配件的采购和销售业务，业务规模很小。
上海沃瑞斯谱自动化控制设备有限公司	210.00	100%	贸易型业务，主要从事进出口业务及为公司采购生产控制阀所需原材料，业务规模很小。
江苏智能特种阀门有限公司	5,000.00	100%	海门生产基地投资主体。

资料来源：智能自控。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据智能自控所提供数据绘制。

该公司经营中被客户占用较多资金，存在债务融资需求，近年来随着业务规模扩大，公司债务规模总体呈现增长。2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司负债总额分别为 1.88 亿元、1.86 亿元、2.39 亿元和 2.66 亿元。同期末公司权益资本分别为 2.83 亿元、3.23 亿元、5.85 亿元和 6.00 亿元。其中 2017 年公司完成股票上市，募集资金净额 2.23 亿元，较好的增强了公司的资本实力。公司资产负债率总体有所降低，同期末分别为 39.85%、36.52%、28.95%

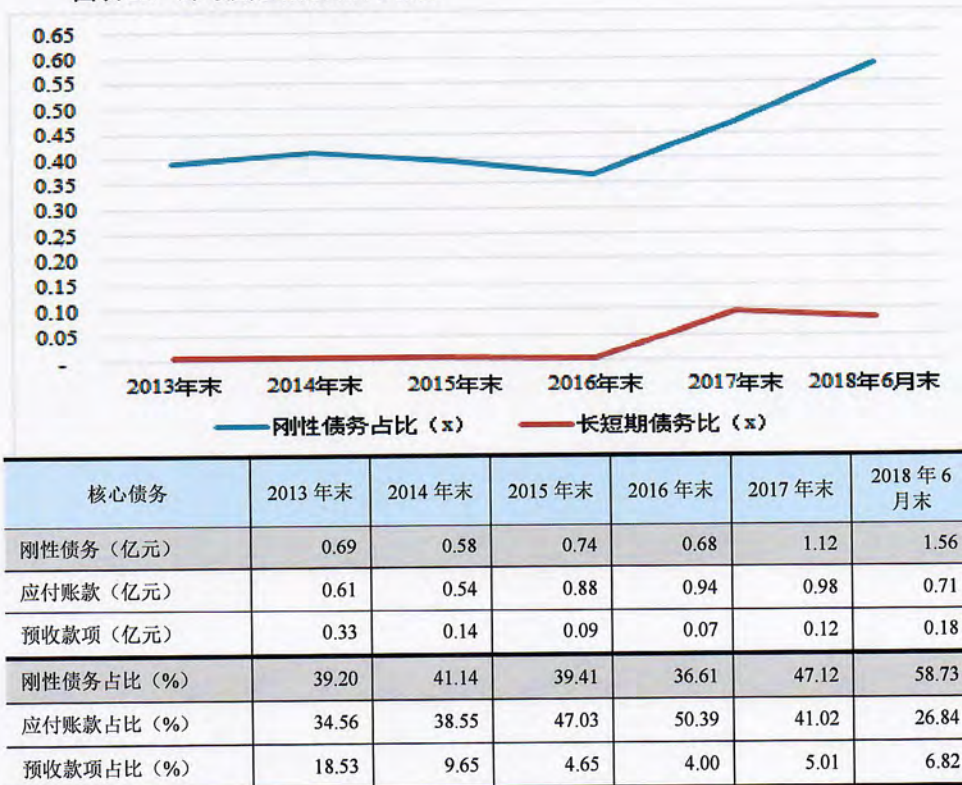
和 30.75%；权益资本对刚性债务的比率分别为 383.09%、474.92%、521.70% 和 383.68%，权益资本对刚性债务的保障度较高。

该公司权益资本主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2018 年 6 月末合计占比 94.31%，其中未分配利润占比达 36.05%。从近年来股利分配情况看，2015-2016 年公司均采用现金分红，但分红金额不大。2017 年公司采取现金和股利分配政策，因此 2018 年上半年实收资本占比有所上升，资本稳定性虽有所增强，但是未分配利润占比仍较大，若公司后续采取较为激进的现金分红政策，将影响公司权益资本稳定性。

根据该公司未来 3 年投融资计划，公司将在营运资金及项目建设方面存在较大债务融资需求，预计公司债务规模增长将快于权益资本补充速度，公司财务杠杆水平存在上升趋势。

## (2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据智能自控所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司融资主要为补充流动资金缺口，因此债务高度集中为流动负债，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末流动负债占负债总额的比重分别达 99.55%、99.60%、91.47%和 92.38%；同期末长短期债务比分别为 0.45%、0.41%、9.33%和 8.25%。2017 年公司新增一笔长期借款，因此长短期债务比有所增长，但仍处于低水平。

从债务构成来看，该公司负债主要由刚性债务和应付账款构成，2017 年末占负债总额的比重分别为 47.12%和 41.02%。2015-2017 年末及 2018 年 6



月末，公司刚性债务分别为 0.74 亿元、0.68 亿元、1.12 亿元和 1.56 亿元，近年来由于业务规模扩大及下游客户结算账期延长、存货占用资金量增加等，公司营运资金缺口扩大，为此公司加大债务融资力度，导致近年来刚性债务规模明显增长。公司应付账款系商业信用产生的应付供应商采购款，同期末余额分别为 0.88 亿元、0.94 亿元、0.98 亿元和 0.71 亿元。

### (3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
短期刚性债务合计	0.69	0.58	0.74	0.68	0.92	1.37
其中：短期借款	0.69	0.58	0.71	0.68	0.65	0.83
应付票据	-	-	0.03	-	0.27	0.54
中长期刚性债务合计	-	-	-	-	0.20	0.20
其中：长期借款	-	-	-	-	0.20	0.20
综合融资成本 (年化, %)	6.28	6.32	5.87	5.45	4.65	4.76

资料来源：根据智能自控所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

该公司刚性债务以短期刚性债务为主，截至 2018 年 6 月末，公司刚性债务为 1.56 亿元，其中短期刚性债务比重为 87.82%，存在较大债务集中偿付压力。从刚性债务构成看，公司上市前融资渠道较为单一，刚性债务均由银行借款和应付票据构成。其中银行借款以保证借款为主，担保人为实际控制人夫妇。2017 年以来公司新增票据、长期借款等综合授信，故应付票据和长期借款融资量有所增加。2017 年 6 月公司上市后融资渠道有所拓宽，但由于募集资金定向用于募投项目建设，短期内较难缓解公司的债务压力。

图表 25. 截至 2018 年 6 月末公司银行借款情况 (单位：亿元)

借款类别	保证借款	信用借款	合计
短期借款	0.40	0.43	0.83
长期借款	0.20	-	0.20
合计	0.60	0.43	1.03

资料来源：智能自控

融资成本方面，该公司综合融资成本处于 4.65-6.32%之间，随着公司信用资质的增强，整体呈下降态势。公司 2017 年以来获得的银行借款利率均处于 4-5%的水平，且票据融资不进行贴现无需支付利息，整体融资成本较适中。

图表 26. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构 (亿元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)
4%-5% (不含 5%)	0.65	-	0.20	-
合计	0.65	-	0.20	-

资料来源：智能自控。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 27. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上 半年度
营业周期 (天)	322.69	291.27	395.47	402.34	428.79	-
营业收入现金率 (%)	61.49	59.38	60.01	75.71	59.31	75.48
业务现金收支净额 (亿元)	0.12	0.50	0.28	0.61	-0.11	-0.01
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.19	-0.19	-0.21	-0.23	-0.25	-0.14
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-0.07	0.30	0.07	0.38	-0.36	-0.15
EBITDA (亿元)	0.76	0.76	0.63	0.65	0.69	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	1.11	1.20	0.95	0.92	0.77	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	-	18.01	15.90	19.62	16.92	-

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司作为制造型企业，采购和生产周期较长，加上交货后客户回款不及时，公司应收账款、存货规模较大，且近年来受下游客户账期延长及为保证供货预留安全库存等影响，公司应收账款、存货周转率均有所下降，营业周期不断延长。公司营业收入现金率处于较低水平，且受不同客户回款进度影响存在一定波动。公司主业产生的现金流规模不大，且存在波动，2015 年-2017 年及 2018 年上半年业务现金收支净额分别为 0.28 亿元、0.61 亿元、-0.11 亿元和 -0.01 亿元。2017 年以来受下游客户回款减慢及订单量增加带来原材料和人工等生产投入增加等叠加影响，公司业务现金收支净额由净流入转为净流出。此外，公司与其他单位之间存在一定往来款，持续呈净流出状态，同期公司经营环节产生的现金流量净额分别为 0.07 亿元、0.38 亿元、-0.36 亿元和 -0.15 亿元，公司业务经营获现能力有所弱化。

该公司 2015-2017 年 EBITDA 分别为 0.63 亿元、0.65 亿元和 0.69 亿元，主要由利润总额构成。近年来，公司利润总额不断增加，导致 EBITDA 逐年小幅增长，但由于公司刚性债务本息增速较快，导致 EBITDA 对刚性债务本息的覆盖率均有所下降，同期，公司 EBITDA/利息支出分别为 15.90 倍、19.62 倍和 16.92 倍；同期 EBITDA/刚性债务分别为 0.95 倍、0.92 倍和 0.77 倍，债务偿付的现金流保障度存在减弱趋势。

#### (2) 投资环节

图表 28. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上 半年度
回收投资与投资支付净流入额	-	-	-	-	-1.54	0.20

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年上半年度
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.18	-0.06	-0.01	-0.08	-0.19	-0.44
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-	0.00	0.01
投资环节产生的现金流量净额	-0.18	-0.06	-0.01	-0.08	-1.73	-0.23

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司上市之前受限于资金问题，除 2013 年因无锡生产基地建设投入较多资金外，其余年份投资活动产生的现金支出很少，主要为一些生产线改造、办公软件等支出。2017 年公司完成上市后，因募投项目建设及闲置募集资金购买理财产品等，投资活动现金支出明显增加，2015-2017 年及 2018 年上半年投资环节产生的现金流量净额分别为-0.01 亿元、-0.08 亿元、-1.73 亿元和 -0.23 亿元。其中 2018 年上半年公司回收部分理财投资，投资活动现金净流出规模有所减少。未来 3 年公司将继续推进募投项目建设，预计投资环节现金流仍将呈净流出状态。公司募投项目主要用于发展核心主业，投产后预计会带来净现金流增加，且投资周期与长期资金来源较为匹配，但短期内可能会带来财务杠杆的上升。

### (3) 筹资环节

图表 29. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年上半年度
权益类净融资额	-	-	-	-	2.32	-
债务类净融资额	-0.04	-0.30	-0.001	-0.14	0.04	0.06
筹资环节产生的现金流量净额	0.004	-0.29	-0.02	-0.15	2.29	0.06

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款和股票上市等方式募集资金。2015-2017 年及 2018 年上半年，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-0.02 亿元、-0.15 亿元、2.29 亿元和 0.06 亿元。其中 2017 年公司完成股票上市，筹资环节产生的现金流量由净流出转为净流入。根据未来 3 年投融资计划，公司在营运资金方面仍存在融资需求，预计债务规模将继续有所扩大。

## 4. 资产质量

图表 30. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年6月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	2.46	2.39	3.20	3.37	6.46	6.50
	63.98%	61.27%	67.98%	66.21%	78.46%	75.10%
其中：现金类资产（亿元）	0.18	0.12	0.19	0.33	2.07	1.69
应收账款（亿元）	0.93	1.35	1.64	1.70	2.20	2.67
存货（亿元）	0.78	0.50	0.86	0.69	1.29	1.55

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	1.39	1.51	1.51	1.72	1.77	2.16
	36.02%	38.73%	32.02%	33.79%	21.54%	24.90%
其中：固定资产（亿元）	0.68	0.65	0.61	0.57	0.57	0.60
在建工程（亿元）	0.31	0.46	0.50	0.76	0.81	0.91
无形资产（亿元）	0.32	0.31	0.30	0.30	0.29	0.29
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	-	0.51	0.47	1.88	1.58
受限资产账面余额/总资产（%）	-	-	10.73	9.26	22.82	18.24

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

近年来，该公司资产规模不断扩大，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末分别为 4.71 亿元、5.09 亿元、8.24 亿元和 8.66 亿元，并以流动资产为主，期末占资产总额的比重分别为 67.98%、66.21%、78.46%和 75.10%。

该公司的流动资产主要由应收账款、存货、现金类资产构成，2017 年末在流动资产中占比分别为 34.06%、19.97%和 32.04%。2015-2017 年末及 2018 年 6 月末公司现金类资产分别为 0.19 亿元、0.33 亿元、2.07 亿元和 1.69 亿元。公司现金类资产主要由货币资金和银行理财（计入其他流动资产）。2017 年 6 月公司完成股票上市，募集资金净额 2.23 亿元，导致现金类资产明显增多，但是上述资金定向用于募投项目建设，2018 年 6 月末公司可动用的货币资金存量仅为 0.24 亿元。同期末公司应收账款 1.64 亿元、1.70 亿元、2.20 亿元和 2.67 亿元，近年来受宏观经济低迷影响，下游石化行业经济下行压力增大，使得公司下游主要客户的大型投资项目中采购贷款的审批、支付流程及后期的安装调试、验收等流程相应变慢，造成公司的应收账款回款时间变长，导致近年来公司应收账款增速普遍快于同期收入增速。从账龄看，公司 1 年以内应收账款维持在较高水平，2017 年末占比 73.97%，同比下降 9.56 个百分点；1-2 年应收账款占比 18.60%，同比提高 4.73 个百分点，公司总体账龄有所延长，导致公司应收账款周转速度由 2015 年的 1.71 次/年下降到 2017 年的 1.58 次/年。公司按照账龄计提坏账准备，2017 年末计提坏账准备余额为 0.21 亿元，公司坏账计提政策与同行业上市公司基本一致。但仍存在因部分客户经营状况不佳无法履约造成坏账的风险。公司应收账款客户主要为汉邦（江阴）石化有限公司、江苏海伦石化有限公司等石化行业客户，总体客户质量尚可。同期末存货分别为 0.86 亿元、0.69 亿元、1.29 亿元和 1.55 亿元，其中 2017 年以来公司存货增长较快，一方面是由于订单量增加，公司原材料和在产品增多所致，另一方面为了保证供货，公司提前采购了一批铸件，2017 年末和 2018 年 6 月末分别为 0.17 亿元和 0.20 亿元，公司存货周转速度减慢，存货周转速度由 2015 年的 2.00 次/年下降到 2017 年的 1.85 次/年。公司存货主要由原材料、在产品和库存商品构成，2017 年末占存货的比重分别为 27.90%、37.21%和 11.63%，其中在产品比重较高显示出公司存在较大生产和交货压力。公司采取以销定产的模式组织生产，存货基本有销售合同对应，且公司产品毛利率相对较高，存货跌价风险较小，但是公司提前采购的铸件

价格存在波动，需关注对存货减值的影响。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，2017 年末在非流动资产中占比分别为 31.92%、45.69%和 16.49%。公司固定资产和无形资产主要为生产基地土地及厂房、设备等，2017 年末分别为 0.57 亿元 0.29 亿元。在建工程主要为募投项目投入资金，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末分别为 0.50 亿元、0.76 亿元、0.81 亿元和 0.91 亿元，随着募投项目建设推进逐年增长。

受限资产方面，2018 年 6 月末该公司受限资产为 1.58 亿元，占同期末资产总额的 18.24%，包括用于开具银行承兑汇票存放的保证金 0.15 亿元及上市募集资金余额 1.43 亿元，总体看公司现金类资产受限规模较大，但是土地、房产等均不存在抵质押情况，存在再融资空间。

## 5. 流动性/短期因素

图表 31. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动比率 (%)	140.68	170.58	171.37	182.05	296.23	264.35
速动比率 (%)	93.54	133.26	123.37	142.50	232.19	196.00
现金比率 (%)	10.14	8.78	32.70	27.87	48.96	22.44

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司流动资产与流动负债较为匹配，近年来流动比率和速动比率处于较高水平，但是随着流动负债的较快增长，2018 年上半年上述指标存在下降趋势，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末流动比率分别为 171.37%、182.05%、296.23%和 264.35%；速动比率分别为 123.37%、142.50%、232.19%和 196.00%。而由于应收账款和存货占用资金量增加，货币资金存量同比减少，导致 2018 年 6 月末现金比率降幅较大，公司流动性压力有所加大。

## 6. 表外事项

截至 2018 年 6 月末，该公司未发生对并表范围内部及外部企业提供担保事项，也不存在重大资产减值待计提，关键客户或供应商出现重大负面状况（含违约，破产，停业等），推进中的重大资产重组、资产出售等表外事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司为公司核心的经营、生产主体，在合并范围内处于主导地位，资产、负债分布与合并范围较一致，截至 2017 年末母公司总资产 8.14 亿元，其中流动资产 6.22 亿元，主要是应收账款 2.18 亿元，存货 1.26 亿元，现金类资产 2.04 亿元。公司债务全部在母公司名下，同期末母公司负债总额 2.31 亿元，其中刚性债务 1.12 亿元，且主要为短期刚性债务 0.92 亿元。

该公司控制阀及检维修业务产生的收益主要来自公司本部，2015-2017 年

及 2018 年上半年，公司本部营业收入分别为 2.48 亿元、2.67 亿元、3.02 亿元和 1.89 亿元；净利润分别为 0.40 亿元、0.44 亿元、0.45 亿元和 0.23 亿元，同期公司本部经营性现金流净额分别为 0.13 亿元、0.32 亿元、-0.09 亿元和 -0.14 亿元。

总体看，该公司本部偿债来源主要为自身主业产生的收益，且公司本部对下属子公司管控力度强，信用状况与合并口径较一致。

## 外部支持因素

该公司与多家国有商业银行建立了合作关系，截至 2018 年 6 月末公司共获得银行综合授信额度 5 亿元，其中贷款授信 2.40 亿元，剩余授信额度为 1.38 亿元，尚存在一定债务融资空间。

图表 32. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	5	2.4	1.02	4.5-4.8%	-
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	2.8	2	0.65	4.5-4.8%	担保增信
其中：大型国有金融机构占比（%）	56.00	83.33	63.73	-	-

资料来源：根据智能自控所提供数据整理（截至 2018 年 6 月 30 日）。

## 债项信用分析

### 担保措施及效果

本次可转债采用股份质押和保证的担保方式。出质人沈剑标（即该公司实际控制人）将其持有部分公司人民币普通股出质给质权人，为公司本次发行的可转债提供质押担保。目前沈剑标所持股份不存在质押情况，也无减持计划。沈剑标承诺在签署股份质押合同后，不再在质押股权上设置其他质押权、优先权或者其他第三方权利，未经质权人代理人书面同意，不得采取转让该质押股权或作出其他损害质权人权利的行为。股份质押担保合同签订后及本次可转债有效存续期间，如公司进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致沈剑标所持公司的股份增加的，沈剑标应当同比例增加质押股票数量。初始质押的公司股票数量=（本次可转换债券发行规模×160%）/首次质押登记日前 1 交易日收盘价，不足一股按一股计算。

在质权存续期内，如在连续 30 个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 130%，质权人代理人有权要求沈剑标在 30 个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本息的比率高于 160%；追加股份的价值为连续 30 个交易日内该公司收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人沈剑标

追加提供相应数额的公司人民币普通股作为质押标的，以使质押资产的价值符合上述规定。若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续 30 个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的 200%，沈剑标有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的 160%。

此外，沈剑标为本次发行可转债提供连带责任保证。担保范围为该公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。总体看，上述担保措施能够起到一定担保效果。

## 评级结论

该公司从事控制阀及相关检维修业务多年，在技术、客户资源方面形成一定积累，公司产品定位中高端，加上产品非标准化定制的特点，产品盈利能力较强，但是作为国内众多控制阀供应商之一，公司业务规模不大，且下游客户集中处于石化行业，近年来受石化行业周期性波动影响，公司业务规模呈现一定波动。公司积极推进募投项目建设，有助于未来业务发展及核心竞争力提高，但在下游固定资产投资增速放缓背景下，新增产能释放仍存压。

该公司上市不久，现阶段财务结构较为稳健，公司营运环节被下游客户占用资金，存在债务融资需求，近年来随着业务规模扩大，公司债务规模总体呈现增长，且债务期限上以短期刚性债务为主，而随着下游客户账期延长及提前备货生产需要，公司资产周转效率减慢，经营性现金流有所弱化，因此存在一定短期债务周转压力。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

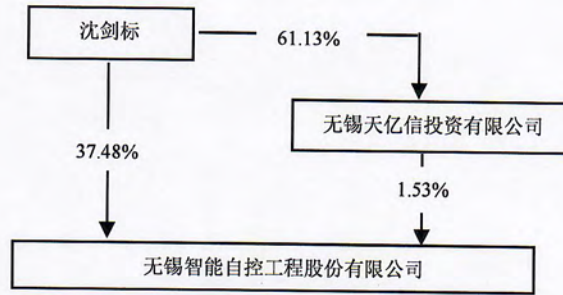
在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。



附录一：

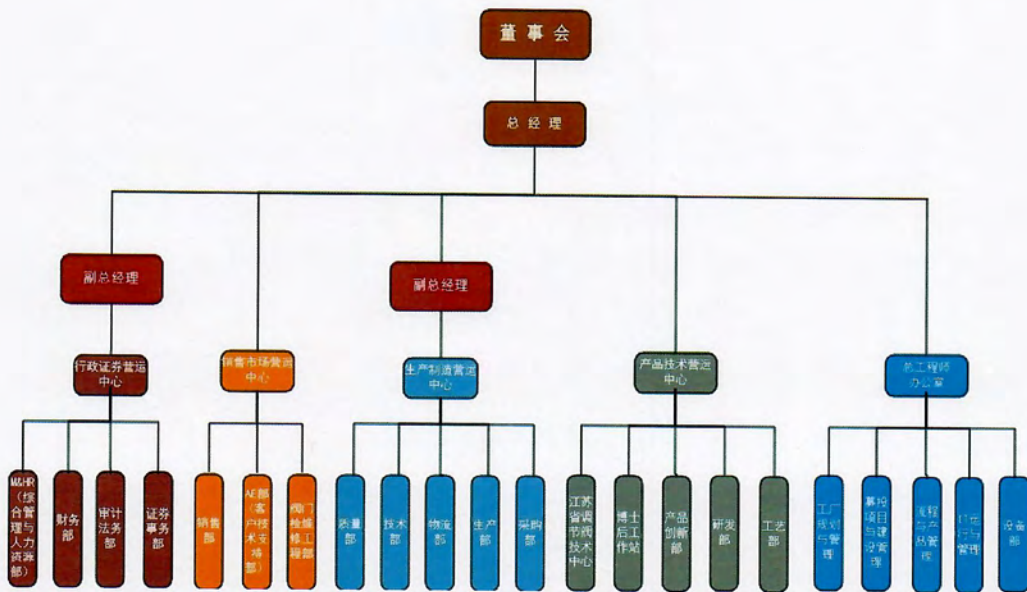
公司与实际控制人关系图



注：根据智能自控提供的资料绘制（截至 2018 年 6 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据智能自控提供的资料绘制（截至 2018 年 6 月末）。

**附录三：**
**相关实体主要数据概览**

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
无锡智能自控工程股份有限公司	智能自控	本级	-	控制阀及检维修服务	1.12	5.83	3.02	0.45	-0.09	-	
无锡莱谱尔科技有限公司	莱谱尔	子公司	100	控制阀配件	0	0.041	0.18	0.02	-0.13	0.03	
上海沃瑞斯谱自动化控制设备有限公司	沃瑞斯谱	子公司	100	贸易	0	0.021	0.06	0.007	-0.12	0.008	
江苏智能特种阀门有限公司	江苏智能	子公司	100	特种阀门	0	0.5	0	-0.005	-0.002	-0.002	

注：根据智能自控 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 上半年度
资产总额 [亿元]	4.71	5.09	8.24	8.66
货币资金 [亿元]	0.19	0.33	0.52	0.34
刚性债务[亿元]	0.74	0.68	1.12	1.56
所有者权益 [亿元]	2.83	3.23	5.85	6.00
营业收入[亿元]	2.55	2.74	3.07	1.90
净利润 [亿元]	0.43	0.46	0.48	0.24
EBITDA[亿元]	0.63	0.65	0.69	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.07	0.38	-0.36	-0.15
投资性现金净流入量[亿元]	-0.01	-0.08	-1.73	-0.23
资产负债率[%]	39.85	36.52	28.95	30.75
权益资本与刚性债务比率[%]	383.09	474.92	521.70	383.68
流动比率[%]	171.37	182.05	296.23	264.35
现金比率[%]	32.70	27.87	48.96	22.44
利息保障倍数[倍]	13.92	17.34	15.05	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	395.47	402.34	428.79	—
毛利率[%]	46.88	42.80	40.65	35.13
营业利润率[%]	19.49	19.45	18.59	15.12
总资产报酬率[%]	12.77	11.81	9.21	—
净资产收益率[%]	16.04	15.09	10.49	—
净资产收益率*[%]	16.04	15.09	10.49	—
营业收入现金率[%]	60.01	75.71	59.31	75.48
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.38	20.46	-17.80	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.78	15.85	-98.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	15.90	19.62	16.92	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.95	0.92	0.77	—

注：表中数据依据智能自控经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] +报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2] }
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[ (期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[ (期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《装备制造行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。