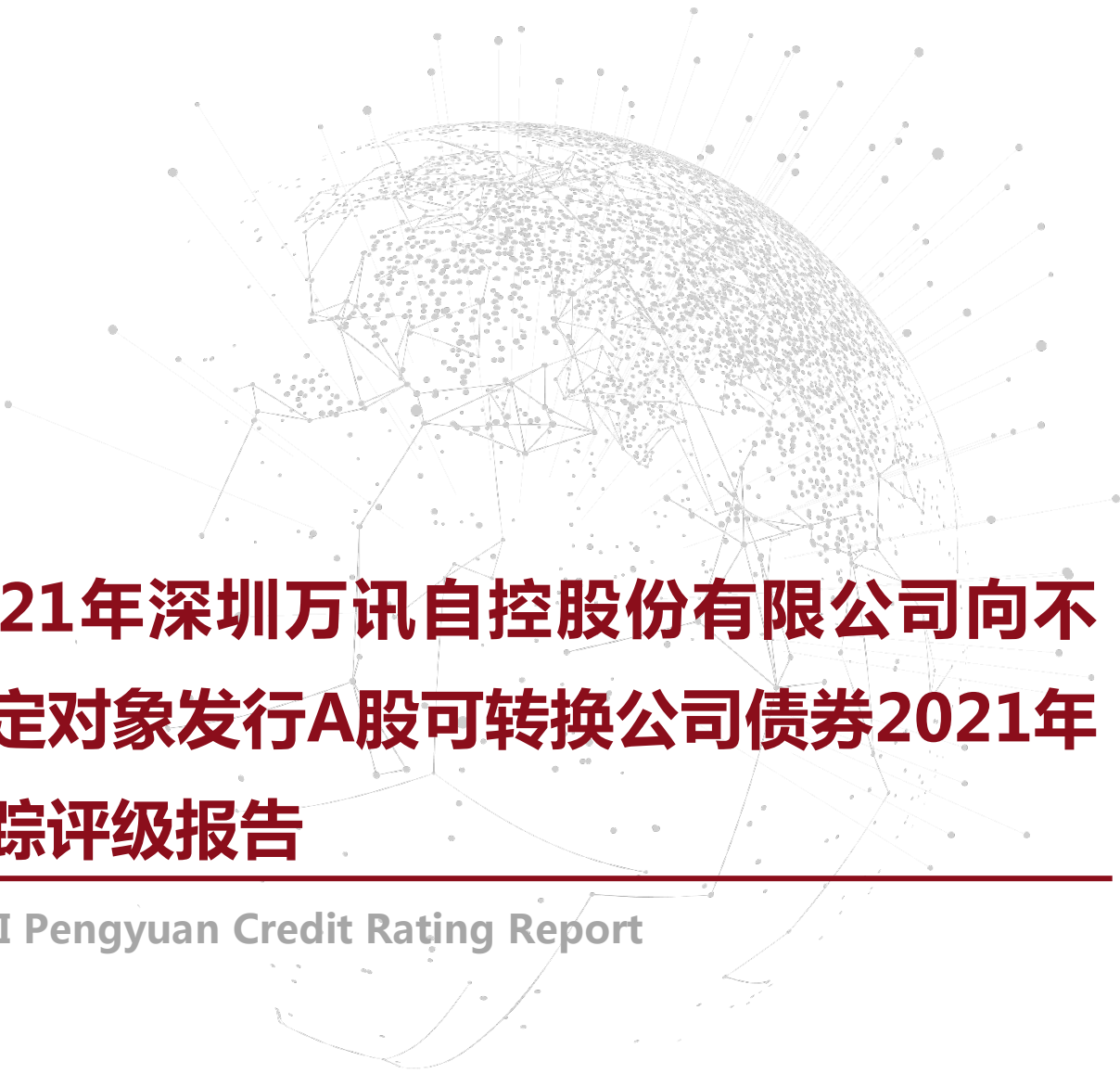




2021年深圳万讯自控股份有限公司向不 特定对象发行A股可转换公司债券2021年 跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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
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： 

2021年深圳万讯自控股份有限公司向不特定对象发行A股可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-23	2020-09-22

评级观点

- 中证鹏元对深圳万讯自控股份有限公司（以下简称“万讯自控”或“公司”，股票代码：300112.SZ）及其2021年4月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司2020年以来经营稳中有升，且公司经营现金流表现较好，债务负担仍较轻。同时中证鹏元也关注到，公司存在一定的商誉减值风险和应收账款回收风险，销售费率较高且税收优惠政策变动可能对业绩产生不利影响，在建项目可能存在效益不及预期等风险因素。

债券概况

债券简称：万讯转债

债券余额规模：2.46 亿元

债券到期日期：2027-04-08

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，附债券赎回及回售条款

未来展望

- 公司经营稳健，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.03	2020	2019	2018
总资产	13.60	13.81	12.66	12.16
归母所有者权益	10.70	10.63	10.01	9.60
总债务	0.33	0.31	0.29	0.20
营业收入	1.50	7.32	6.97	5.94
净利润	0.06	0.90	0.66	0.57
经营活动现金流净额	-0.14	1.06	0.89	0.42
销售毛利率	50.37%	53.85%	54.09%	54.21%
EBITDA 利润率	-	20.10%	17.44%	14.83%
总资产回报率	-	8.39%	6.58%	5.51%
资产负债率	17.21%	18.99%	18.81%	19.08%
净债务/EBITDA	-	-1.72	-2.20	-2.93
EBITDA 利息保障倍数	-	335.86	302.36	582.34
总债务/总资本	2.92%	2.76%	2.88%	2.02%
FFO/净债务	-	-31.01%	-20.54%	-6.42%
速动比率	2.47	2.36	2.66	2.60
现金短期债务比	9.15	10.83	12.44	24.03

资料来源：公司2017-2019年以及2020年1-6月三年一期连审审计报告，2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司 2020 年以来经营稳中有升。**公司具备一定的技术实力，产品种类齐全，客户定位中高端且集中度低。2020 年公司收入保持增长，销售毛利率维持在较高水平。同时，公司加强了费用管控，盈利提升。
- **公司经营现金流表现较好，债务负担仍较轻。**公司资产负债率较低，考虑到本期债券的发行后，债务负担仍较轻。且公司货币资产占比较充裕，经营现金流表现良好，流动性较好。

关注

- **公司存在一定的商誉减值风险和应收账款回收风险。**公司商誉占总资产比重较大，若标的公司未来经营状况出现恶化或者效益未能达到预期，则公司将面临商誉减值的风险，对盈利能力和经营业绩产生不利影响。此外，公司一年以上的应收账款余额占比较高，应收对象较为集中，需关注公司应收账款回款风险。
- **公司销售费率较高，同时需关注税收优惠政策变动对公司经营业绩产生的不利影响。**公司销售费率较高，此外 2020 年获得增值税即征即退款项占当期净利润的比重较高，需关注税收政策变动对公司经营业绩的影响。
- **公司在建项目规模较大，可能存在效益不及预期的风险。**仪器仪表行业竞争激烈，若在建项目出现进展不及预期导致募投项目产成品和市场需求错配或市场上出现更具竞争优势的产品等情况，可能存在效益不及预期的风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年4月8日发行6年期2.46亿元可转换公司债券，募集资金计划用于智能仪器仪表研发及产业化项目、燃气截止阀研发及扩产项目以及补充流动资金。截至2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为241,306,776元。

三、发行主体概况

2020年以来，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。由于限制性股票激励计划相关个人的离职及部分未达解锁条件，授予的股票予以回购注销，2020年5月公司注册资本由28,621.41万元变更为28,591.98万元，2021年1月变更为28,574.79万元。截至2021年5月末，公司注册资本及股本均为28,574.79万元，控股股东及实际控制人仍为傅宇晨，持股数较2020年初不变，持股比例为20.26%。

表1 截至2021年3月末公司前十大股东情况（单位：万股、%）

股东名称	持股		股权质押	
	数量	占总股本比例	数量	占总股本比例
傅宇晨	5,790.38	20.26	2,290.00	8.01
尊威贸易(深圳)有限公司	2,274.65	7.96	-	-
傅晓阳	1,778.03	6.22	1,206.40	4.22
孟祥历	792.42	2.77	507.87	1.78
王洪	740.30	2.59	-	-
高雅萍	602.23	2.11	-	-
郑维强	439.16	1.54	-	-
李光宇	268.71	0.94	-	-
熊礼文	213.80	0.75	-	-
计红姣	189.00	0.66	-	-
合计	13,088.68	45.80	4,004.27	14.01

注：股权质押数据口径为公司披露的质押公告。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年1月，刘点不再担任公司职工监事，新增职工监事彭玉兰。2021年2月，郑维强不再担任公司职工监事，新增职工监事李明炬。截至2021年3月末，公司股东傅宇晨、傅晓阳、孟祥历合计质押的股权数4,004.27万股，占总股本的14.01%。

2020年公司合并报表变化情况如下表。2020年，公司以现金5,100.00万元收购上海贝菲自动化仪表有限公司（以下简称“上海贝菲”）及其两家全资子公司51%股权，形成商誉2,153.62万元。

表2 2020 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、2020 年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	主营业务	合并方式	纳入合并范围时点
上海贝菲自动化仪表有限公司	51.00%	3,500.00	自动化仪表研发、生产、销售	现金收购	2020 年 8 月
江苏贝菲自动化仪表有限公司	51.00%	1,000.00	自动化仪表研发、生产、销售	现金收购	2020 年 8 月
江苏贝菲流量检测有限公司	51.00%	1,000.00	流量检测、流量校准、自动化仪表生产销售	现金收购	2020 年 8 月
深圳欧德思自控有限公司	72.33%	921.67	工业自动化系统制造和系统集成，数控系统	新设	2020 年 1 月
成都汇诚易联信息技术有限公司	70.00%	100.00	信息咨询、工控系统装置销售等	新设	2020 年 6 月
成都西斯特仪器仪表有限公司	70.00%	50.00	仪器仪表销售、技术服务等	新设	2020 年 10 月

2、2020 年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	主营业务	不再纳入的原因	不再纳入时点
深圳视科普机器人技术有限公司	35.93% ¹	3,334 万丹麦克朗	工业机器人 3D 视觉系统、机器人系统集成	持股比例被动下降，丧失控制权	2020 年 10 月

资料来源：公司 2020 年审计报告、Wind，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

¹ 原持股比例为 60%。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，

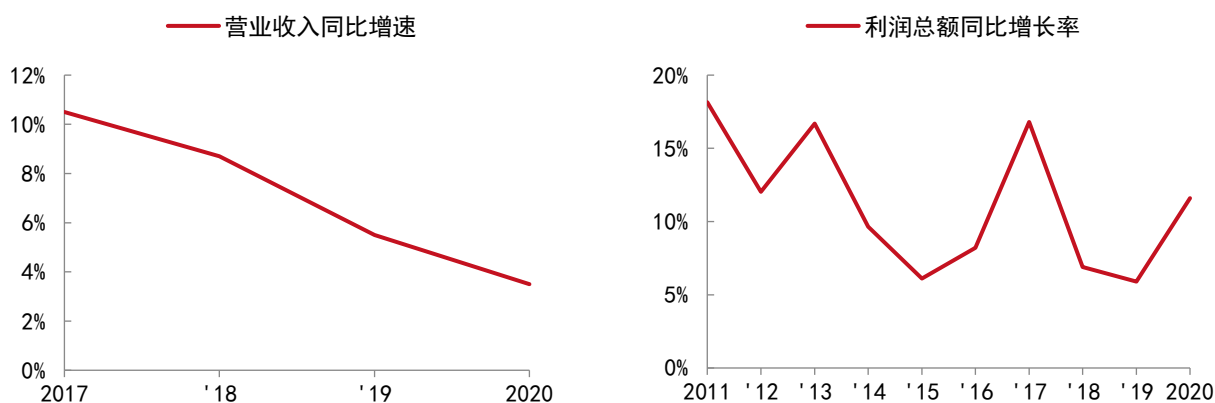
部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业经济环境

仪器仪表行业收入增速持续放缓，下游盈利改善或驱动收入增速反弹

仪器仪表行业作为传统行业，发展趋稳。近年规模以上工业企业营业收入持续增长，2020年合计达7,660亿元，但增速逐年下降。受下游盈利改善影响，2020年行业盈利情况有所回升，全年利润总额达819.70亿元。

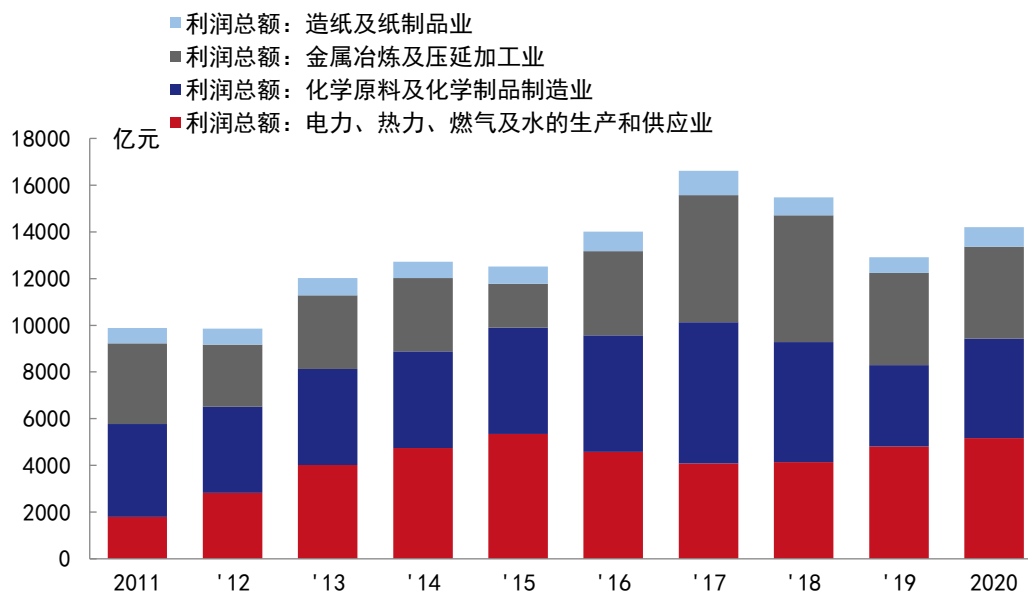
图1 2020年仪器仪表行业营业收入增速持续放缓，但盈利情况有所回升



注：以上数据口径为仪器仪表行业规模以上工业企业。
 数据来源：Wind，中证鹏元整理

工业自动化仪器仪表下游主要为能源资源等行业，受宏观环境影响呈现周期性变动。对于大部分工业自动化仪器仪表，终端客户产品更新需求周期大致为2-5年，而增量需求主要取决于下游盈利状况改善而进行的扩产或产能升级。电力、热力、燃气及水的生产与供应业自2018年以来盈利情况逐步改善，化学原料及化学制品制造业、金属冶炼及压延加工业在经历了2017年以来供给侧改革背景下盈利的快速下降后，2020年有所反弹。下游行业盈利改善或驱动工业自动化仪器仪表行业收入增速反弹。

图 2 工业自动化仪器仪表下游行业盈利情况逐步改善



注：以上数据口径为规模以上工业企业
 数据来源：Wind，中证鹏元整理

行业集中度有望提高，高端仪器仪表国产替代率将逐步提升

我国工业自动化仪器仪表行业整体技术水平不高，行业集中度较低。仪器仪表一般由传感器、控制器、执行器组成，其中传感器对于高端仪表的精度和稳定性影响极大，目前我国仪器仪表行业产品主要分布于中低端市场，部分传感器仍依赖于进口。由于自动化仪器仪表产品种类繁多跨度较大，同类产品需求量小，且中低端产品市场进入壁垒较低，导致供给分散竞争激烈，根据上海仪器仪表协会数据，2020年自动化仪器仪表行业主营收入合计2,829.70亿元，由此估算行业集中度CR4²为2.81%。

兼并重组及国产替代是行业发展的主要路径。部分企业通过持续的兼并重组，扩大生产规模及产品品类，以构建广泛的销售网络从而形成规模效应。且随着下游行业的进一步发展，尤其是国家关于仪器仪表监测数据监管从严的政策导向，未来将逐渐淘汰规模小、经营不规范和不具备成熟市场竞争力的中小仪器仪表生产商，具有一定市场知名度和技术实力的企业则通过较高的研发能力、规模效应、完善的销售网络不断提高市场份额。此外，部分企业依靠持续的研发投入或技术引进实现技术水平提升，从而进入高端产品市场，以低成本优势实现国产替代。《中国制造2025》提出，我国需加快发展智能制造装备和产品，突破新型传感器、智能测量仪表和工业控制系统等智能核心装置，推进工程化和产业化进程。预计在政策的积极引导下，高端仪器仪表国产替代率将逐步提升。

² 工业自动化仪器仪表主要上市公司主营收入前四合计数占行业主营收入合计数比例。

五、经营与竞争

公司产品为工业自动化仪器仪表，主要应用于冶金、化工、电力、造纸等过程工业的自动化生产中对流体的信息采集、传送和控制执行。2020年公司实现营业收入73,220.22万元，同比增长5.03%。其中，核心产品现场仪表收入较稳定；二次仪表及压力仪表收入大幅增长，该等产品目前收入规模相对较小，是公司市场开拓的重点方向。公司具备一定的技术实力，毛利率仍然维持在较高的水平。其中2021年一季度由于成本端压力，公司销售毛利率较上年同期略微下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
现场仪表	8,237.03	51.74%	59,637.07	54.20%	59,250.62	54.64%
二次仪表及其他	5,180.88	51.09%	6,774.11	58.84%	5,028.59	56.27%
压力仪表及配件	977.59	45.93%	4,177.42	47.96%	3,480.92	50.81%
工程安装	436.38	28.41%	1,834.31	31.36%	1,293.70	22.41%
其他业务	128.06	41.82%	797.31	67.57%	661.08	67.20%
合计	14,959.94	50.37%	73,220.22	53.85%	69,714.91	54.09%

资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及公司提供的 2021 年一季度数据，中证鹏元整理。

公司具备一定的技术实力，产品种类齐全且客户集中度低，2020年以来经营稳中有升

公司产品种类齐全，具备一定的技术实力。公司主营业务是工业自动化仪器仪表的研发、生产与销售，主要产品包括现场仪表和二次仪表，其中现场仪表包括电动执行器、楼宇执行器、气体探测器、电磁阀、流量计、物位计、工业阀门、压力变送器、压力开关、温度变送器及压力检测仪等，二次仪表包括信号调理器、安全栅、电量变送器等，是国内行业目前产品最多、型号最齐全的企业之一，客户定位大多为中高端客户。公司一方面完善自身研发体系，另外一方面加强与高校科研院所合作，坚持自主研发，持续加大研发投入。2020年研发投入6,018.72万元，占营业收入的8.22%。此外，截至2020年末，公司参与起草的国家行业标准达32项。

由于公司产品应用广泛，不同客户对产品的性能、参数等要求不同，公司主要产品采用以销定产的定制化生产模式，对于部分需求存在一定季节性的产品，备货相对较多。公司采取直销和经销相结合的运作方式，并在市场需求量较大的区域设置销售中心或办事处，负责区域内客户推广、经销商支持与管理以及售后维护工作。

2020年，公司产能继续扩张，新增产能1,145,473台，同比增长41.45%，主要系子公司成都特恩达燃气设备有限公司（以下简称“特恩达”）扩产所致，特恩达产品单价相对较小。自2020年以来，公司产能利用率小幅波动但仍接近饱和。产销率持续下降，主要系上游原材料价格上涨，公司战略性备货所致。产品销售价格方面，由于公司产品种类繁多，价格跨度大，平均价格受销售结构影响存在波动。由于销

售结构的变化，2020年在销量同比增长34.42%的情况下，主营业务收入仅增长4.88%。

表4 公司自动化仪器仪表产品产销率情况（单位：台、万元、元/台）

项目	2021 年 1-3 月	2020 年度	2019 年度
产能	954,203	3,908,695	2,763,222
产量	906,493	3,791,435	2,616,125
产能利用率	95.00%	97.00%	94.68%
销量	739,910	3,496,349	2,601,019
产销率	81.62%	92.22%	99.42%
主营业务收入	14,831.88	72,422.91	69,053.83
平均单价	200.46	207.14	265.49

注：平均单价=主营业务收入/销量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

仪器仪表行业应用范围广，产品种类繁多，各细分领域需求规模有限，且客户对产品性能要求差异较大，公司单个客户销售规模占比小。此外，行业需求受下游客户固定资产投资和技术改造投资影响较大，产品复购情况因终端客户需求不同差异较大，公司经营业绩的稳定性对公司市场开拓能力和技术创新的要求较高，若市场开拓不及预期、核心客户效益下滑或研发成果和市场需求错配，均会对公司业绩造成不利影响。2020年公司前五大客户销售占比均在1-2%之间，客户集中度低。前五合计占比相较于上年降低4.58个百分点，客户集中度小幅下降。

表5 近年公司销售前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售额	占主营业务收入比重
2021 年 1-3 月	第一名	292.08	1.97%
	第二名	244.44	1.65%
	第三名	239.31	1.61%
	第四名	228.16	1.54%
	第五名	227.09	1.53%
	合计	1,231.08	8.30%
2020 年	第一名	1,305.84	1.80%
	第二名	952.30	1.31%
	第三名	909.80	1.26%
	第四名	817.01	1.13%
	第五名	800.46	1.11%
	合计	4,785.41	6.61%
2019 年	第一名	4,636.70	6.71%
	第二名	976.26	1.41%
	第三名	929.10	1.35%
	第四名	668.50	0.97%
	第五名	517.21	0.75%
	合计	7,727.77	11.19%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司部分产品零部件需进口，需关注其短缺风险

近年公司营业成本中原材料占比在85%以上，主要原材料包括机箱、外壳、力矩马达组件、电气转

换模块、直流无刷电机等标准结构件，传感器等零部件，以及PCB、片二极管、片集成电路、线材、电源等电子件物料。公司设立采购部进行自主采购，大部分零部件通过集中议价以获得一定价格优惠，采用“以产定采”的采购模式，少数零部件则采取委托外协厂商进行加工方式。结算方面，由于公司部分核心零部件主要依赖进口经销商，一般要求先付款后发货，而公司对下游客户则是给予90天左右的账期，综合影响下增加了公司营运资金占用压力。

工业自动化仪器仪表行业集中度低，竞争激烈，对下游议价能力较弱。自2020年下半年以来，钢铁有色等大宗商品价格一路上涨，PCB等电子元器件产能紧缺，原材料涨价挤压公司盈利空间。公司通过积极备货以应对原材料价格上涨。2021年一季度销售毛利率略微下降。

从前五大供应商来看，近三年公司前五大供应商采购总额占当期采购金额比重均在20%左右，集中度不高，公司部分产品零部件需要进口，需关注海外新冠疫情等外部不确定性事件对于公司核心零部件采购的影响。

表6 近年公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占当期采购金额比例
2021年1-3月	第一名	784.24	9.88%
	第二名	356.88	4.50%
	第三名	190.38	2.40%
	第四名	183.74	2.32%
	第五名	166.32	2.10%
	合计	1,681.56	21.19%
2020年	第一名	2,721.14	8.28%
	第二名	1,214.97	3.70%
	第三名	856.08	2.61%
	第四名	829.39	2.52%
	第五名	773.31	2.35%
	合计	6,394.89	19.46%
2019年	第一名	2,827.09	9.07%
	第二名	836.26	2.68%
	第三名	721.03	2.31%
	第四名	649.92	2.08%
	第五名	593.19	1.90%
	合计	5,627.49	18.05%

资料来源：公司未经审计的2021年第一季度报告、公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目较多，新增产能规模较大，存在效益不及预期风险

截至2020年末，公司在建项目投资总额为3.95亿元，已投资434.55万元，尚需投入3.91亿元。截至2020年末，公司货币资金余额2.54亿元，考虑到本期债券已成功发行融资2.46亿元（其中1.73亿元拟投入本期债券募投项目），公司资金缺口不大。

本期债券募投项目为智能仪器仪表研发及产业化项目、燃气截止阀研发及扩产项目，均为公司现有

产品的升级扩产。根据公司公告的本期债券募集说明书，智能仪器仪表研发及产业化项目建设期3年，建成后两年内逐步达产，预计2025年完全达产后可实现年收入5.04亿元。燃气截止阀研发及扩产项目建设期2年，建成后3年内达产，预计2025年完全达产后可实现年收入8,970.00万元。由于公司所处行业竞争激烈，在建项目扩产规模较大，若在研及在建项目出现进展不及预期导致募投项目产成品和市场需求错配或市场上出现更具竞争优势的产品等情况，可能存在效益不及预期的风险。

表7 截至 2020 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	基本情况	投资总额	已投资金额	后续资金来源
万讯大厦拆除重建	建成集总部、产品研发、生产、与科技孵化等功能于一体的万讯大厦	14,435.21	266.13	自有及自筹资金
智能仪器仪表研发及产业化项目	公司产品升级扩产	20,081.50	15.19	本期债券募集资金、自有及自筹资金
燃气截止阀研发及扩产项目	特恩达燃气截止阀产品升级扩产	4,974.10	153.23	本期债券募集资金、自有及自筹资金
合计		39,490.81	434.55	-

注：本期债券募投项目“智能仪器仪表研发及产业化项目”包含了万讯大厦房屋建设所需资金的 9,650.00 万元，上表格列示数据将重叠部分在“万讯大厦拆除重建项目”予以剔除。

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年以及2020年1-6月三年一期连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司现金收购3家公司、新设3家子公司，因持股比例下降丧失对1家子公司的控制，合并报表范围变动详见表1。

资产结构与质量

公司货币资金规模较大，固定资产受限比例不高仍存在融资弹性，整体资产流动性尚可；但应收账款及商誉规模较大，需关注回收及减值风险

受益于利润留存，2020年公司资产规模稳步增长。公司资产结构较稳定，流动资产占比维持在53%左右。

2020年末，公司货币资金规模及占比稳定，绝大部分为银行存款，其中204.85万元因开立履约保函保证金受限。2020年末应收账款账龄结构同比较稳定，其中账龄在1年以上占比为30.52%，已计提坏账准备4,358.81万元，坏账计提比例为16.35%。公司一年以上应收账款占比较高，仍需关注公司应收账款回款风险。应收账款期末余额前五占比达19.92%，集中度较高，公司对大客户议价能力较弱。公司应收款项融资为银行承兑汇票，2020年末规模大幅下降，未计提坏账准备且无质押情况。公司存货以原材料

及库存商品为主，2020年两者合计计提跌价准备净值360.73万元。

投资性房地产主要为出租的房屋建筑物和土地使用权，以成本法计量，2020年以来的新增部分主要为部分固定资产和无形资产的转入，截至2020年年末，公司投资性房地产中受限资产账面价值为99.66万元。公司固定资产以房屋建筑物、机器设备为主，2020年末分别为1.56亿元、0.37亿元，2020年末固定资产小幅增长主要系企业合并增加所致。2020年末受限固定资产303.72万元，受限比例不高仍存在融资弹性。公司无形资产主要包括土地使用权、非专利技术和专利技术，2020年末土地使用权账面价值为0.19亿元，均为工业用地，新增300.00万元系并入上海贝菲所致；专利和非专利技术合计账面价值为0.43亿元，同比下降大幅下降主要系摊销所致。2020年8月公司现金收购上海贝菲，导致商誉新增2,153.62万元。上海贝菲承诺在2020年6月1日至2021年12月31日、2022-2023年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于500万元、1000万元、1500万元。截至2020年末，公司商誉规模达1.80亿元，规模较大需关注商誉减值风险。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

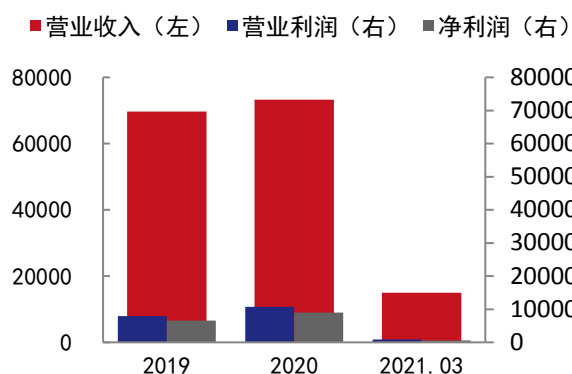
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21,461.96	15.78%	25,446.01	18.43%	25,264.05	19.96%
应收账款	21,119.62	15.53%	22,298.67	16.15%	21,965.00	17.36%
应收款项融资	4,497.26	3.31%	4,509.92	3.27%	6,148.09	4.86%
存货	17,571.28	12.92%	16,053.17	11.63%	12,272.64	9.70%
流动资产合计	69,511.32	51.12%	72,076.77	52.20%	67,731.79	53.52%
投资性房地产	6,765.57	4.98%	5,640.06	4.09%	5,132.98	4.06%
固定资产	23,251.49	17.10%	20,662.12	14.97%	19,803.00	15.65%
无形资产	6,517.17	4.79%	6,715.19	4.86%	7,736.33	6.11%
商誉	18,001.98	13.24%	18,001.98	13.04%	15,848.37	12.52%
非流动资产合计	66,455.31	48.88%	65,988.12	47.80%	58,819.85	46.48%
资产总计	135,966.62	100.00%	138,064.89	100.00%	126,551.64	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

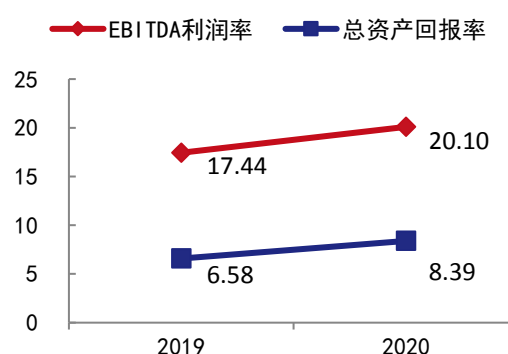
盈利能力

2020年公司收入保持增长，盈利提升。但销售费率较高，同时需关注税收政策变动对公司经营业绩的影响

2020年公司收入稳步增长，同比增速为5.03%。2020年销售毛利率为53.85%，同比基本持平。2021年一季度由于成本端压力，公司销售毛利率有所下降。

图 3 公司收入及利润情况（单位：万元）


资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年公司加强了费用管控，期间费用率为 40.28%，较上年下降 2.84 个百分点。除销售费用外，其余费用均有不同程度的下降。叠加与资产相关的政府补贴大幅增长，公司盈利提升，实现净利润 9,009.05 万元，同比增长 36.48%，EBITDA 利润率及总资产回报率较上年分别提高 2.66、1.81 个百分点。

但值得注意的是，公司期间费用率仍较高，其中 2020 年销售费率为 23.38%。此外，2020 年获得增值税即征即退款项为 1,413.27 万元，占当期净利润的比重为 15.69%，占比较高，需关注税收政策变动对公司经营业绩的影响。

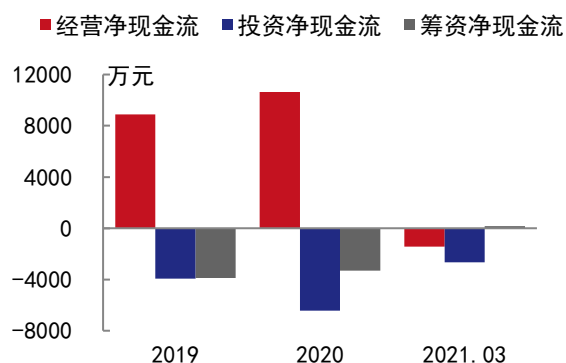
现金流

公司主营业务现金生成能力和经营活动现金流表现较好

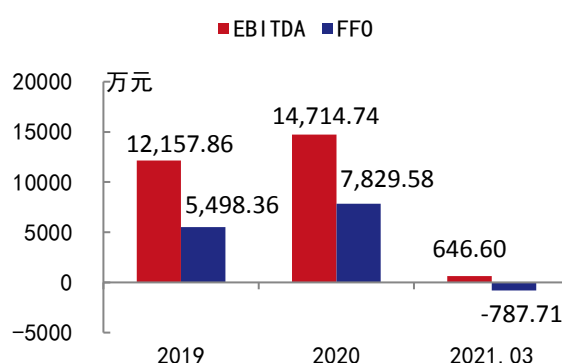
受益于公司营业收入增加且回款情况良好，2020 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 68,537.78 万元，同比增长 8.63%，略高于同期营业收入的增速 5.03%。叠加往来款的净流入，公司经营活动净现金流为 10,623.84 万元，同比增长 19.63%。2020 年，公司 EBITDA 和 FFO 分别增长 21.03%、42.41%。总的来看，公司主营业务现金生成能力和经营现金流表现较好。

投资活动现金流变动因素主要为理财支出与成都安可信气体厂房投入，2020 年公司投资活动现金流出扩大，实现净流出 6,433.28 万元。公司筹资活动现金支出主要为分配股利、利润或偿付利息的支出，2020 年仍为净流出状态。

整体来看，公司经营活动现金流表现良好，尚能满足公司资本支出及债务偿还的需求。

图 5 公司现金流结构


资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

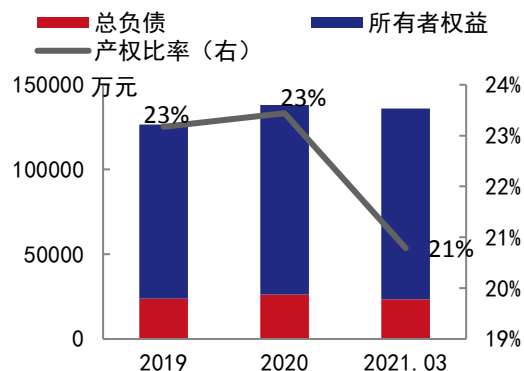
图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

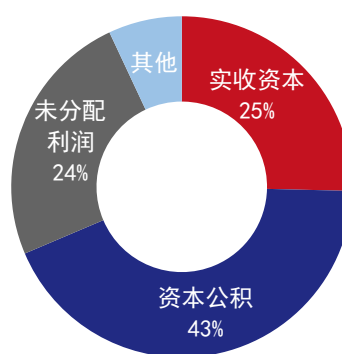
资本结构与偿债能力

公司资本实力持续增强，债务负担较轻

随着经营利润的积累，公司资本实力持续增强，2021年3月末，所有者权益为112,567.53万元，较2019年末增长9.56%。2020年以来公司所有者权益结构变动不大，资本公积仍是最主要的组成部分。2021年3月末，公司负债总额为23,399.09万元，较2019年末下降1.71%。综合影响下，公司产权比率小幅下降，资产对负债的保障程度仍较强。

图 7 公司资本结构


资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

图 8 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，主要为短期借款和经营性负债，2020年流动负债占比继续提升。2020年末，公司短期借款账面价值为1,487.15万元，规模较小，主要为保证借款。应付账款为经营业务形成，包括应付货款、应付费用款和应付资产采购款，2020年末大幅增长。公司预收账款主要为预收的货款，

2020年，公司按照会计准则将预收账款转入合同负债或其他流动负债科目，总的来看同比变化不大。公司一年内到期的非流动负债主要为收购特恩达约定的分期股权转让款及购买无形资产的分期支付款。

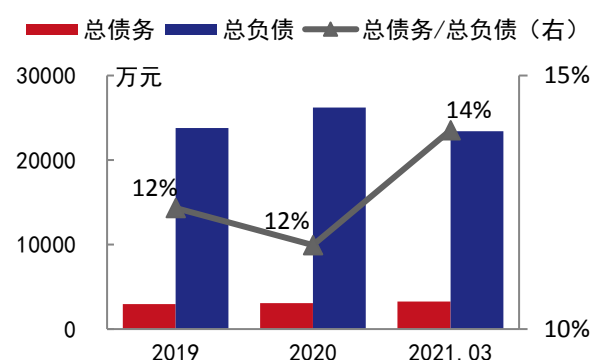
表9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,688.78	7.22%	1,487.15	5.67%	912.06	3.83%
应付账款	8,387.35	35.84%	9,675.29	36.91%	7,238.42	30.40%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3,286.78	13.81%
合同负债	3,745.26	16.01%	3,059.23	11.67%	0.00	0.00%
应付职工薪酬	3,733.27	15.95%	5,381.69	20.53%	4,414.12	18.54%
一年内到期的非流动负债	2,015.00	8.61%	2,015.00	7.69%	1,468.86	6.17%
流动负债合计	21,049.90	89.96%	23,714.36	90.46%	20,851.76	87.59%
非流动负债合计	2,349.19	10.04%	2,502.31	9.54%	2,955.14	12.41%
负债合计	23,399.09	100.00%	26,216.68	100.00%	23,806.90	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理。

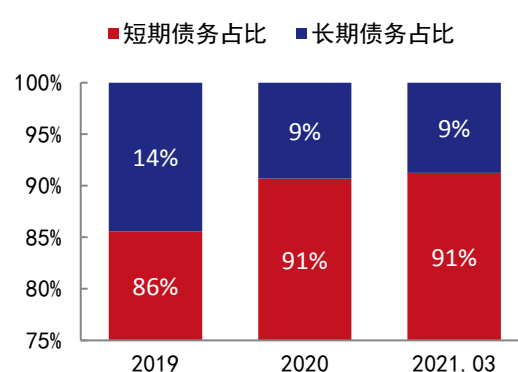
公司债务主要为短期债务。由于短期借款的增长，公司总债务在总负债中的占比不断提升，2021年3月末上升至14%，但占比仍不高，债务负担不重。截至2021年3月末，公司总债务规模为3,257.40万元，考虑到同期末公司账上资金相对充裕，公司债务偿付压力不大。

图9 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

图10 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

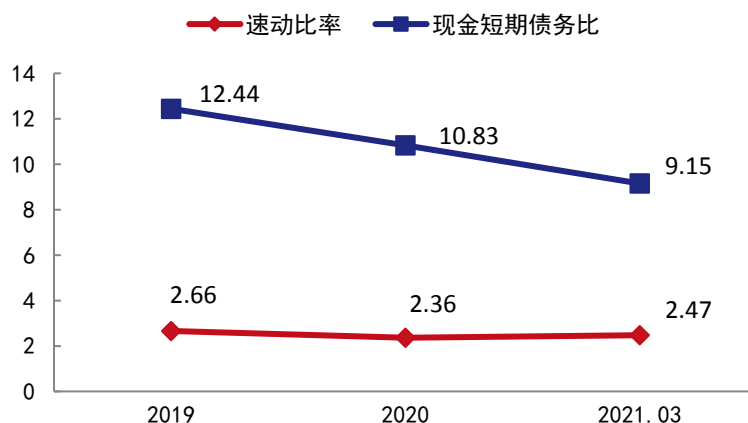
2020年以来，公司资产负债率稳定在较低的水平。公司净债务仍然为负，债务负担较小。随着公司盈利的提升，EBITDA利息保障倍数大幅提高。但由于债务规模的增长，总债务/总资本小幅提高。考虑到本期债券发行后公司债务规模大幅提升，但资产负债率仍较低。总的来看，公司债务负担较小。

表10 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	17.21%	18.99%	18.81%
净债务/EBITDA	-	-1.72	-2.20
EBITDA 利息保障倍数	-	335.86	302.36
总债务/总资本	2.92%	2.76%	2.88%
FFO/净债务	-	-31.01%	-20.54%

资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度数据，中证鹏元整理。

2020 年，公司速动比率及现金短期债务比均呈现下降趋势，主要系短期借款规模的增长所致。2020 年公司流动性指标有所下降，但仍维持在较高的水平。公司资产负债率及资产受限比例均较低，具有融资弹性。

图 11 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（查询日为 2021 年 5 月 26 日）及重要子公司成都安可信电子股份有限公司（查询日为 2021 年 6 月 21 日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

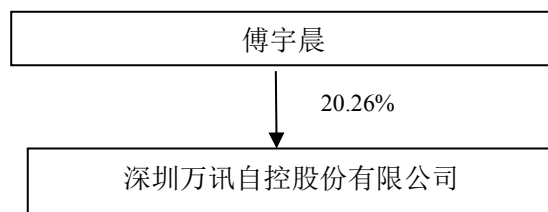
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为 AA-。

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）	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	21,461.96	25,446.01	25,264.05	23,417.72
应收票据及应收账款	21,366.44	22,571.66	22,323.93	25,222.27
其中：应收账款	21,119.62	22,298.67	21,965.00	19,346.47
存货	17,571.28	16,053.17	12,272.64	12,289.10
流动资产合计	69,511.32	72,076.77	67,731.79	62,603.99
固定资产	23,251.49	20,662.12	19,803.00	20,973.65
商誉	18,001.98	18,001.98	15,848.37	15,848.37
非流动资产合计	66,455.31	65,988.12	58,819.85	58,982.90
资产总计	135,966.62	138,064.89	126,551.64	121,586.90
短期借款	1,688.78	1,487.15	912.06	403.05
应付账款	8,387.35	9,675.29	7,238.42	7,073.55
合同负债	3,745.26	3,059.23	0.00	0.00
应付职工薪酬	3,733.27	5,381.69	4,414.12	3,428.98
一年内到期的非流动负债	2,015.00	2,015.00	1,468.86	1,509.18
流动负债合计	21,049.90	23,714.36	20,851.76	19,353.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	784.62	784.62	425.36	1,267.40
非流动负债合计	2,349.19	2,502.31	2,955.14	3,842.28
负债合计	23,399.09	26,216.68	23,806.90	23,195.68
总债务	3,257.40	3,055.77	2,949.29	1,952.42
归属于母公司的所有者权益	106,998.21	106,272.88	100,070.54	96,049.99
营业收入	14,959.94	73,220.22	69,714.91	59,354.85
净利润	575.30	9,009.05	6,601.18	5,740.67
经营活动产生的现金流量净额	-1,432.57	10,623.84	8,880.38	4,214.73
投资活动产生的现金流量净额	-2,665.64	-6,433.28	-3,936.97	-7,469.10
筹资活动产生的现金流量净额	173.26	-3,309.81	-3,875.38	-4,608.74
财务指标	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	50.37%	53.85%	54.09%	54.21%
EBITDA 利润率	-	20.10%	17.44%	14.83%
总资产回报率	-	8.39%	6.58%	5.51%
产权比率	20.79%	23.44%	23.17%	23.57%
资产负债率	17.21%	18.99%	18.81%	19.08%
净债务/EBITDA	-	-1.72	-2.20	-2.93
EBITDA 利息保障倍数	-	335.86	302.36	582.34
总债务/总资本	2.92%	2.76%	2.88%	2.02%
FFO/净债务	-	-31.01%	-20.54%	-6.42%
速动比率	2.47	2.36	2.66	2.60

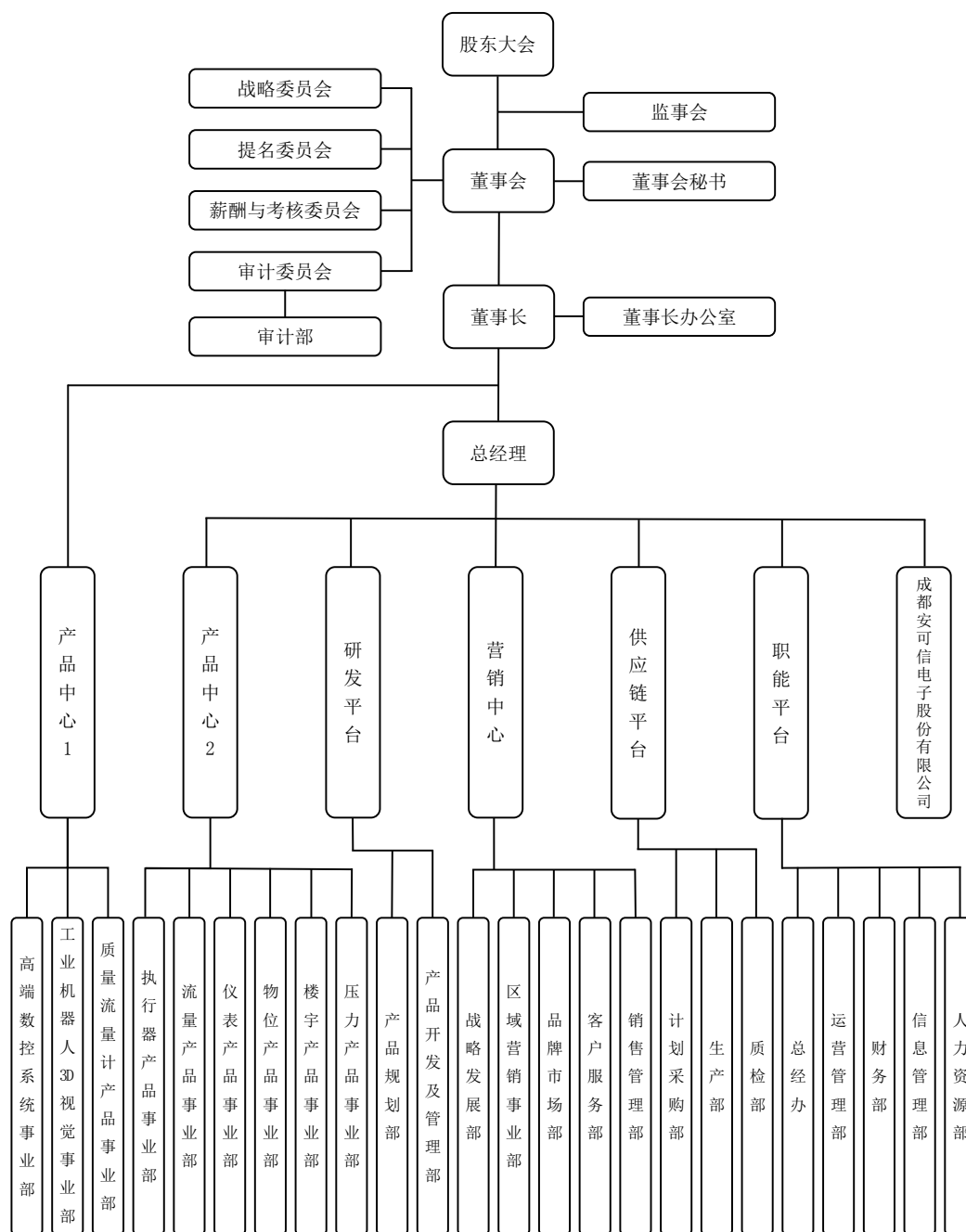
资料来源：公司 2017-2019 年以及 2020 年 1-6 月三年一期连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年公司纳入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	主营业务
香港万讯有限公司	1 万港元	100.00%	销售速动器、销售阀门
江阴万讯自控设备有限公司	8,118.95	100.00%	过程自动化仪器仪表研究、生产、销售、检修服务
深圳市万讯智能科技有限公司	300.00	100.00%	计算机软硬件技术开发、咨询、销售
天津西斯特仪表有限公司	2,000.00	100.00%	计量器具（经营项目以计量器具许可证为准）、机械配件制造、销售
天津市亿环自动化仪表技术有限公司	1,200.00	57.895%	自动化仪器仪表及机械配件技术开发、咨询、检测、服务、转让
上海雄风自控工程有限公司	1,000.00	100.00%	通讯设备（除专控）、五金交电、汽配、自控系统等的批发零售、代购代销及售后服务
上海普菱柯仪器仪表有限公司	25.00 万美元	60.00%	生产、加工仪器仪表及其配套件，销售公司自产产品并提供相关技术支持和售后服务
上海妙声力仪表有限公司	600.00	51.00%	工业自动化设备仪器仪表生产加工及销售。
广州森纳士仪器有限公司	293.72	100.00%	机械零部件加工;工业自动控制系统装置制造
江阴万讯恩泰传感器有限公司	1,300.00	100.00%	传感器、变速器、仪器仪表的制造、研发、销售
常州欧德思电机电器有限公司	2,000.00	86.00%	电气机械及器材、仪器仪表等制造及销售
成都安可信电子股份有限公司	2,640.00	100.00%	设计、开发、生产、销售工业、民用自动控制系统、电气信号设备装置、各类探测器等
成都安可信气体设备有限公司	1,000.00	100.00%	开发、生产、销售电子产品、自动控制系统、检测器控制器、防爆仪器仪表及软件
成都安可信时代科技有限公司	100.00	100.00%	研发、销售软件；计算机网络、通信系统设计并提供技术咨询；计算机系统集成
成都新安可信消防技术服务有限公司	500.00	100.00%	消防技术服务；销售：工业自动控制系统装置、电子产品、仪器仪表、社会公共安全设备并提供相关技术服务
成都特恩达燃气设备有限公司	1,050.00	100.00%	电磁阀、阀门和旋塞、燃气设备、仪器仪表的设计、生产、销售
西斯特控制设备（天津）有限公司	900.00	90.00%	控制设备、计量器具（经营项目以计量器具许可证为准）、机械配件制造、销售
三艾斯自控（江阴）有限公司	500.00	57.50%	自动控制软件、仪器仪表的生产、销售、开发、维修
深圳欧德思自控有限公司	921.67	72.33%	工业数字控制器，专用及通用数控系统，伺服驱动器，伺服电机，工业控制软件产品开发生产和服务
成都汇诚易联信息技术有限公司	100.00	70.00 %	信息技术咨询服务；软件开发；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广
上海贝菲自动化仪表有限公司	3,500.00	51.00%	自动化仪表研发、生产、销售
江苏贝菲自动化仪表有限公司	1,000.00	51.00%	自动化仪表研发、生产、销售
江苏贝菲流量检测有限公司	1,000.00	51.00%	流量检测、流量校准、自动化仪表生产销售
成都西斯特仪器仪表有限公司	50.00	70.00%	仪器仪表销售

资料来源：2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 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。