



2020年南京佳力图机房环境技术股份有限公司可转换公司债券2022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
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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年南京佳力图机房环境技术股份有限公司可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
佳力转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持南京佳力图机房环境技术股份有限公司（以下简称“佳力图”或“公司”，股票代码为“603912.SH”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“佳力转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：下游 IDC 行业市场空间仍广阔，公司核心客户资质仍较优，在手订单充足，以及控股股东提供的股票质押担保仍可对本期债券的偿付提供一定保障；同时也关注到，公司盈利能力有所下滑，经营业绩对单一客户依赖较大，主营业务仍存在一定垫资压力，本期债券募投项目建设进度和未来运营效益仍存在不达预期的风险。

未来展望

- 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。

评级日期

2022年05月17日

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：徐铭远
xumy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：万元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	199,142.40	197,847.20	165,412.40	139,925.52
归母所有者权益	103,286.78	101,734.91	95,209.17	78,897.44
总债务	64,629.34	57,332.56	34,473.19	14,296.34
营业收入	12,207.34	66,700.90	62,525.94	63,875.76
EBITDA 利息保障倍数	--	6.40	18.07	24.19
净利润	1,408.81	8,514.64	11,539.78	8,457.30
经营活动现金流净额	-1,156.19	7,393.07	2,725.26	23,284.82
销售毛利率	30.25%	33.06%	39.51%	36.39%
EBITDA 利润率	--	17.40%	23.42%	15.42%
总资产回报率	--	6.48%	8.99%	8.12%
资产负债率	48.13%	48.58%	42.29%	43.61%
净债务/EBITDA	--	-3.74	-4.03	-5.61
总债务/总资本	38.49%	36.04%	26.53%	15.34%
FFO/净债务	--	-11.80%	-15.96%	-3.03%
速动比率	2.34	2.34	2.91	1.68
现金短期债务比	3.51	4.82	10.11	4.98

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **下游 IDC 行业市场空间仍广阔。**公司机房空调业务作为 IDC 配套基础设施，未来市场需求仍有一定保障；同时通过发行本期债券并规划定增逐步切入下游的 IDC 业务，或将成为公司未来新的业绩增长点。
- **核心客户资质仍较优，在手订单充足。**公司主要客户仍主要为大型电信运营商，资质较优，截至 2022 年 3 月末，公司在手订单充足，预计短期内可为经营业绩提供一定支撑。
- **控股股东提供的股票质押担保仍可对本期债券的偿付提供一定保障。**出质人南京楷得投资有限公司（以下简称“南京楷得”）将其持有公司 2,863.44 万股的股票用于本期债券的担保，仍可在一定程度上提升本期债券的安全性。

关注

- **公司盈利能力有所下滑。**2021 年及 2022 年一季度公司销售毛利率下降明显，其中铜管、钢材等基础原材料涨价是主要原因之一，此外疫情影响了公司设备的现场安装及施工，确认收入受到一定限制。
- **公司经营业绩对单一客户依赖较大。**2021 年公司对其其中单一客户的销售占比较高，经营业绩对其需求规模较为依赖，面临一定的集中度风险。
- **公司议价能力不强，主营业务仍存在一定垫资压力。**公司主要通过投标方式获取订单，下游客户主要为通信运营商、数据中心等，其产业链地位相对强势；公司业务的验收及回款流程较长，2021 年新增银行借款以应对资金流动性压力，仍存在垫资压力。
- **本期债券募投项目建设进度不达预期，未来运营效益仍存在不确定性风险。**本期债券募投项目为南京楷德悠云数据中心项目（一期）已有所延期；此外公司规划定增对该项目的二、三期持续投入，若未来运营效益不佳，可能拖累公司整体业绩表现。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	7
	经营规模	2		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	2		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	4	
业务状况评估结果		弱	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0



独立信用状况	aa-
外部特殊支持调整	0
公司主体信用等级	AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-8	张伟亚、徐宁怡	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2019-12-30	田珊、张伟亚	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
佳力转债	3.00	2.98	2021-6-8	2026-7-30

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本期债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年7月30日发行6年期3亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于南京楷德悠云数据中心项目（一期）项目。截至2021年12月31日，本期债券募集资金余额为20,450.53万元。

三、发行主体概况

受本期债券转股影响，截至2021年3月末，公司股本较2020年末增长61,840股。公司控股股东仍为南京楷得，持有公司股权比例为38.11%，其中已质押部分占其持股比例的47.11%。何根林先生直接持有南京楷得31.10%股份；同时通过合伙企业南京佳成投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“佳成投资”）控制南京楷得20.00%股权，佳成投资由普通合伙人何根林先生担任执行事务合伙人，系南京楷得的实际控制人；故何根林先生通过直接和间接方式可对公司实施实际控制，仍为公司实际控制人。2021年公司为取得上海柏道信息科技有限公司（以下简称“上海柏道”）所持工业和信息化部颁发增值电信业务经营许可证，通过子公司南京楷德悠云数据有限公司（以下简称“楷德悠云”）按照协议价格10.00万元购入其100%股权，将其纳入合并范围。

表1 2021年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	主营业务	合并方式
上海柏道信息科技有限公司	100%	1,000.00	技术服务	收购

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长

8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

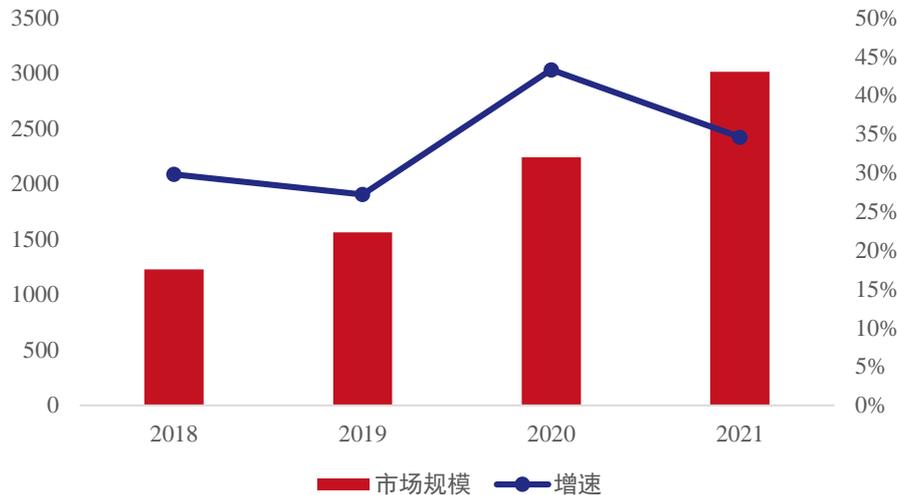
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

IDC行业持续受益于大数据生态扩容及云计算、通信等产业快速增长，未来市场广阔，机房空调作为IDC配套基础设施，未来需求有一定保障；新基建和碳达峰碳中和目标的加快推进利好高效率、低能耗机房空调设备厂商

机房空调是主要应用于机房环境的高精度空调，为数据中心机房等场所提供温度、湿度、空气洁净度检测服务以及稳定可靠的温度和湿度调节服务，具有高显热比、高能效比、高可靠性、高精度等特点。机房空调作为互联网数据中心（Internet Data Center，简称IDC）的重要基础设施，其市场需求主要受IDC产业景气度影响。随着近年国内市场数据生态持续扩容以及云计算、通信等产业快速发展，IDC作

为信息数据的传输、计算和储存中心，行业发展维持高景气度。根据IDC行业研究机构科智咨询数据，截至2021年末，我国IDC市场规模达到3,012.70亿元，同比增长34.6%，保持了近年来的较快增长速度。未来发展空间广阔。

图1 近年国内 IDC 市场规模（单位：亿元）

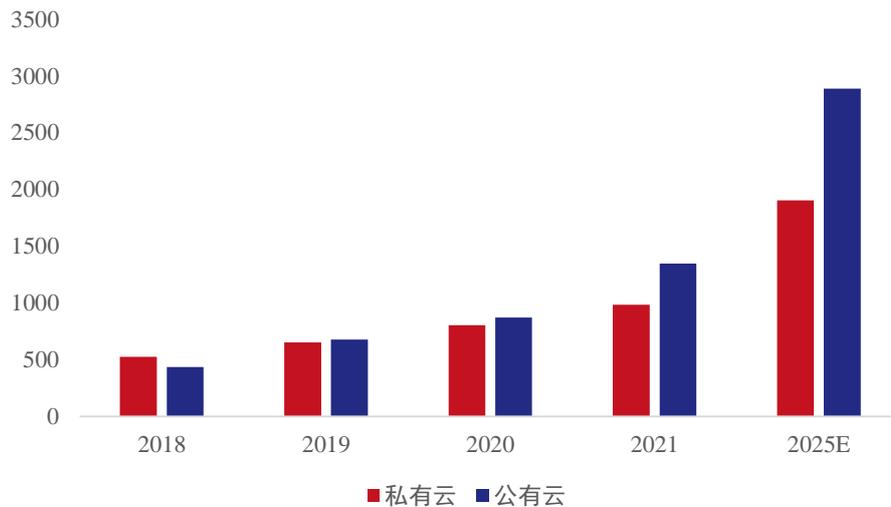


资料来源：科智咨询，中证鹏元整理

受益于政策驱动及信息产业发展趋势，我国大数据生态快速扩容，催生对上下游产业配套基础设施的需求。2021年1月，南京市人民政府办公厅发布《关于全面建设创新名城核心区加快塑造发展新优势的若干政策措施》，明确指出推动新经济加快发展、加快推进5G等新基建建设。2021年12月，国家发改委网站公布《贯彻落实碳达峰碳中和目标要求推动数据中心和5G等新型基础设施绿色高质量发展实施方案》；预计政策指导及技术进步将为大数据产业生态的构建和发展提供关键支撑。

云计算市场增长及通信行业资本开支扩张将对IDC需求形成有力支撑，进而保障机房空调市场需求。2021年我国云计算整体市场规模达2,330.6亿元，仍以公有云为主，预计到2025年市场规模将超过4,795.4亿元。通信行业方面，2021年三家基础电信企业和中国铁塔股份有限公司共完成固定资产投资4,058亿元，其中5G投资额占全部投资的45.6%。2021年移动互联网接入流量消费达2,216亿GB，比上年增长33.9%，达到2016年的23.6倍；移动互联网月户均接入流量（DOU）达13.36GB/户每月。未来随着5G商用化大范围展开，其高带宽、海量连接以及丰富的应用场景将带动大数据流量进一步增长，进而驱动对IDC的需求增长。

图2 国内公有云和私有云市场规模（单位：亿元）



资料来源：艾媒数据中心，中证鹏元整理

环保政策趋严背景下，绿色IDC建设目标明确，利好高效率、低能耗机房空调设备厂商。作为高能耗行业，IDC整体耗电量呈快速增长趋势。根据智研咨询统计，2020年，国内IDC年耗电量约为2,045亿千瓦时，占全社会用电量的2.7%；2025年，预计IDC年耗电量约为3,950亿千瓦时，占全社会用电量的4.1%。近年国家层面相继出台相关政策，从准入门槛、建设指引等多个方面出发，引导IDC产业向规范化和绿色化方向发展。2020年12月，《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》提出，到2025年大型、超大型数据中心运行电能利用效率降到1.3以下。

从长期碳减排进程来看，IDC行业绿色发展是大势所趋。中国将力争于2030年前达到碳排放峰值，并努力争取2060年前实现碳中和。2021年“两会”的政府工作报告将“扎实做好碳达峰、碳中和各项工作”列为重点工作之一。随着环保政策不断趋严，新建IDC项目将采用更严格的环保标准，制冷与温度控制是数据机房电力消耗主力，因此机房空调将作为节能环保改进的主要载体，未来具备较高节能效率的空调设备厂商市场份额有提升空间。此外，各地政府对于新建IDC的审批日趋严格，相关资源目前有所稀缺，手握新建IDC指标的企业预计将从中受益。

机房空调行业仍以外资企业为主导，行业成熟度较高，竞争较为激烈；受下游IDC运营商需求影响，未来行业发展将向机房环境一体化方向转变，对经营及资金实力较强的企业形成利好

机房精密空调于上世纪80年代末由国外发达国家引入并开始在国内快速发展。在市场发展初期，国际厂商凭借其先发优势及品牌技术优势，占据行业主导地位。其中维谛技术有限公司占据国内机房精密空调市场30%左右的份额，技术以及品牌等竞争优势突出。内资企业近年借助国家政策支持以及行业大环境向好的契机，亦实现了较为明显的发展，对部分外资产品实现了国产替代。其中佳力图市场占有率全行业排名靠前，具备一定竞争力。从全行业来看，国内机房空调市场集中度较高，但近年不断有新企业加入参与，包括华为技术有限公司、烽火通信科技股份有限公司以及海信(山东)空调有限公司等，企业主要通过投标方式获取订单，终端市场价格较为透明，市场竞争程度日趋激烈，细分行业容量较为有

限。

随着数据中心朝着大型以及超大型化发展，下游客户开始倾向由供应商对整个机房环境进行一体化总承包，即由单一供应商负责包括数据中心机房内部的湿度、温度、环境监控和管理等一系列活动。由于对机房环境进行一体化承揽，对供应商的相关技术以及资金要求较高，经营和资金实力较强的企业竞争优势将有所凸显，对其未来业务发展形成一定程度利好。

原材料价格上涨挤压下游制造业的盈利空间

机房空调制造行业主营业务成本中原材料占比较高，基础原材料以铜材、钢材等为主。2020年二季度以来，疫情逐渐受到控制后全球需求逐渐回暖，铜材、钢材等大宗商品价格逐步回升。2021年铜价与钢价创下近年新高；2022年钢价有所下滑但仍居于高位，机房空调等下游制造业盈利空间因而受到一定程度挤压。

图3 铜、钢材价格持续居于高位（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2021年公司仍主要从事数据机房等精密环境控制领域相关产品的研发、生产和销售，为客户提供节能、控温设备以及相关节能技术服务，主要收入仍源自精密空调和机房环境一体化产品，应用于数据中心机房、通信基站以及其他恒温恒湿等精密环境。2021年公司精密空调业务增长较快，机房环境一体化产品的收入规模有所下降；公司主营业务销售毛利率下降6.92个百分点，其中精密空调业务毛利率降幅较大，对公司盈利表现形成一定拖累；2022年一季度公司净利润下降-36.37%。利润下滑一方面系上游原材料涨价而公司面对下游客户议价能力不强、难以进行有效传导，另一方面系疫情影响下公司现场施工及客户验收等环节受到一定限制，难以及时确认收入所致。

表2 公司主营业务构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
精密空调	30,619.77	30.83%	24,718.72	41.93%
机房环境一体化产品	32,248.63	31.08%	33,909.76	36.54%
代维及其他	2,611.85	69.70%	2,490.08	53.85%
合计	65,480.25	32.51%	61,118.56	39.43%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产能利用率进一步提升，核心客户资质仍较优，在手订单充足，但收入确认受疫情影响存在不确定性；销售规模对单一客户的依赖程度较大，公司议价能力不强，需关注其垫资压力

公司对于不同信用资质的客户收取10%-30%的定金后组织生产。受所处区域土地规划调整影响，公司产能扩张较为缓慢，IPO募投项目中的年产3,900台精密空调、150台磁悬浮冷水机组建设项目截至2021年末投入进度仅为13.69%。尽管2021年的南京疫情及限电等措施影响了公司接近一个季度的正常生产节奏，公司延长了正常的生产时长以弥补产能不足，精密空调和一体化产品产量均较上年有较快增长，产能利用率进一步提升。随着数据中心朝着大型以及超大型化方向发展，机房环境进行一体化总承包成为行业内业务发展的趋势，公司对其进行重点布局，长期以来积累的技术储备、供应链管理能力和资金实力对其未来业务发展形成一定程度利好，但受疫情影响公司难以进行现场的安装调试以确认收入，以致公司2021年着力推进的一体化产品销量有所下滑，拉低了公司的产销率水平；精密空调业务表现仍较好，产销率提升至93.31%。公司近年主要产品的产销率波动性较大，主要系产量和销量确认时点不匹配所致，公司主要产品精密空调、冷水机组需经过安装调试等流程待客户验收合格后方可确认为销量，存货中发出商品未计入销量，而产量则是按照实际生产产品数量确认。

表3 近年公司主要产品产销情况（单位：台）

年份	产品	标准产能（台/年）	实际产量	折算产量	销量	产能利用率	产销率
2021	精密空调	3,975	7,505	5,748	7,003	144.60%	93.31%
	一体化产品	1,610	3,963	2,019	5,123	125.40%	129.27%
2020	精密空调	3,697	4,895	3,745	4,073	101.30%	83.21%
	一体化产品	1,501	2,852	1,490	5,975	99.27%	209.50%

注：1、限制公司精密空调产能的主要因素为换热器的产能。根据使用的制冷模组的数量，空调分为单模组、双模组以及多模组（三个以上模组）精密空调，每一模组需匹配一组换热器。公司机房空调产品销售以双模组为主，因此以双模组机房空调为标准产品进行产能和产量折算。

2、标准产能按一班制8小时工作时间计算。

3、因统计口径调整，2020年冷水机组和部分一体化合同内精密空调产品的产能、产量和销量计入一体化产品。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要客户为大型通信运营商及数据中心等，客户资质仍较好。公司与客户的主要合作模式为招投标，终端市场价格较为透明，公司议价能力不强。由于大型客户招标采购标准较为严格，通常对供货厂商的规模、品牌声誉、研发能力、管理能力、售后服务等方面进行综合考核，公司在规模、质量管控、信誉等方面综合实力较强，并且具备一体化产品的稳定供货能力，因此与核心客户的合作基础仍较为稳

固。2021公司对单一客户的依赖仍较大，面临一定的客户集中度风险；截至2022年3月末，公司在手订单为7.63亿元，在短期内仍能为公司的经营业绩提供一定支撑，但需关注疫情影响了现场安装及施工环节，公司无法及时获得验收单并确认收入，未来的疫情影响仍存在不确定性。

表4 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占销售总额比例
2021年	1	客户1	31,496.97	47.22%
	2	客户2	3,308.75	4.96%
	3	客户3	1,560.96	2.34%
	4	客户4	1,502.44	2.25%
	5	客户5	1,302.55	1.95%
			合计	39,171.67
2020年	1	客户1	31,779.96	50.83%
	2	客户2	8,963.99	14.34%
	3	客户3	2,360.58	3.78%
	4	客户4	976.27	1.56%
	5	客户5	952.96	1.52%
			合计	45,033.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

结算方面，跟踪期内公司信用政策未发生较大变化，仍面临一定的垫资压力。对于通信运营商类客户，公司与客户签订合同约定发货前、到货后以及验收合格不同阶段支付金额不等的货款，终验合格前货款支付至总额的70%-90%左右；待终验合格后支付余款10%-30%不等的质保金，具体支付比例视客户资质等条件确定。公司着力推进的一体化产品业务回款情况取决于项目初验、试用、终验等流程实施进度，项目余款回收往往还要经过一定的质保期，整体资金回款情况存在不确定性，对公司营运资金形成一定占用。综合来看2021年公司给予客户的账期仍保持在一年左右；但加强了对于客户应收账款的管理力度，以致回款和现金流状况有所改善。

以铜管、钢材为代表的原材料价格上涨给公司带来了较大的成本管控压力

从公司成本构成来看，2021年直接材料占总成本的比重略有下降，但占比仍在70%以上，其他主要为安装成本、人工及制造费用，规模扩张快于公司的营收增速。直接材料主要为铜管、钢材等基础原材料以及压缩机、风机等机电配件；铜材、钢材等大宗商品价格在跟踪期内价格上涨明显，目前仍处于相对高位，考虑到公司面对下游的议价能力不强，原材料价格的波动将对公司成本管控形成较大压力。从供应渠道来看，2021年公司的供应商集中度仍处于较低水平，但是较上年出现较大幅度提升，前五大供应商集中度增加11.84个百分点，系公司生产规模扩张后增加对单一供应商的采购所致。

表5 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	比例	金额	比例

直接材料	32,627.95	73.83%	28,770.24	77.71%
安装成本	7,631.73	17.27%	5,369.63	14.50%
制造费用	1,407.46	3.18%	880.24	2.38%
直接人工	1,244.49	2.82%	852.6	2.30%
运输费用	492.41	1.11%	-	-
其他	791.36	1.79%	1,149.17	3.10%
合计	44,195.40	100%	37,021.88	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购金额	占采购总额比例
2021年	1	供应商 1	5,458.43	9.19%
	2	供应商 2	3,396.23	5.72%
	3	供应商 3	3,128.81	5.27%
	4	供应商 4	3,044.19	5.12%
	5	供应商 5	2,667.33	4.49%
		合计		17,694.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目有利于公司切入下游IDC运营业务，但项目建设进度和运营效益存在不达预期的风险

公司逐步尝试进一步对产业链环节进行延伸，目前在建项目主要为南京楷德悠云数据中心项目，运营模式为向客户提供机柜租用及运维服务等IDC基础服务，IDC未来市场空间较为广阔，该项目作为公司布局行业下游IDC运营业务的切入点，有利于发挥与现有业务的协同效应，为公司未来业绩提供新的增长点。该项目实施主体为公司全资子公司楷德悠云，总投资规模15.00亿元，分三期实施，其中一期为本期债券募集资金投向，项目合计投资约4.31亿元，拟使用募集资金2.93亿元，规划建设2,800架标准服务器20A机柜；第二、三期合计投资约10.69亿元，规划建设20A机柜和30A机柜各2800架，公司计划通过非公开发行股票募集资金，此次定增已获得证监会的核准批复；整体投资进度主要取决于公司资金安排与项目运营情况。截至2021年末，本期债券募投项目已完成土建封顶，已使用募集资金9,570.02万元。受5G技术应用与云服务发展催生较大IDC增量需求，有利于公司未来开展IDC运营业务；目前IDC资源过于集中在一线城市，为避免对城市能耗、环境等带来较大负担，北京、上海已出台政策限制IDC建设，部分二线城市对于新建IDC的审批也日趋严格，公司的南京楷德悠云数据中心项目预计将因相关资源的稀缺性而从中受益，该业务板块有望成为公司未来新的业绩增长点。但需关注政策环境与行业环境中长期演变存在一定不确定性，同时受实际建设情况及公司经营管理能力等影响，项目建设进度存在一定不确定性，公司已将一期项目进行延期；且建成后运营效益仍存在不达预期的可能。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司购买上海柏道100%股权，将其纳入合并范围。

资产结构与质量

项目投入及股权购买增加了公司的总资产规模，未来相关资产的收益情况存在不确定性

主要受部分理财产品到期和回款管理加强的影响，公司货币资金规模有所上升；其中因用作银行承兑汇票保证金和保函保证金而使用受限的资金为1,029.40万元，规模不大。公司交易性金融资产系其持有的银行理财产品，截至2021年末部分理财到期，期末余额出现下降，在手现金类资产较为充裕。

2021年公司加强了回款管理，应收账款规模下降，对公司的资金占用有所减少，但业务性质导致公司仍面临一定的垫资压力。从账龄来看，截至2021年末一年以上账龄部分的余额占比为37.99%，较上年有所下降；公司对不同期限账龄的坏账准备计提比例与上年保持一致，截至2021年末坏账准备占比增加1.15个百分点至12.69%，继续面临一定的回款风险；集中度方面，2021年受客户的市场需求调整影响，公司应收账款的分散程度有所上升，前五大应收对象的占比下降19.11个百分点至34.39%。

2021年公司为应对价格上涨而增加了原材料储备，以致存货规模有所增加；从结构来看仍以发出商品为主，疫情使得公司收入确认受到了一定限制。截至该年末，公司存货跌价准备余额为1,361.20万元，规模与上年基本持平，主要系对发出商品和库存商品计提。

2021年公司长期股权投资规模大幅增加，对镇江佳航楷信股权投资合伙企业（有限合伙）补缴了600万元认缴资金，持股比例仍为40%；此外，为加强与中国电信业务合作，新并入子公司上海柏道在2021年12月末以2,800.00万元的对价买入上海电信住宅宽频网络有限公司（以下简称“上海宽频”）20%股权，其系中国电信子公司。主要受折旧影响，公司固定资产规模较2020年末略有下降，仍主要由厂房及设备构成。

公司2021年加大对数据中心项目投入，其中包括对本期债券募投项目投入募集资金9,570.02万元，以致在建工程规模大幅增加。此外，公司计划通过非公开发行股票募集不超过9.16亿元资金投入南京楷德悠云数据中心项目（二、三期）的建设，预计未来公司项目投入将持续增加，带动公司在建工程及固定资产规模扩张。但是受市场需求和建设进度等因素影响，存在一定的收益不达预期的风险。公司无形资产主要系土地使用权。随着公司对于数据中心项目建设投入，公司预付设备款大幅增加，以致其他非流动资产较2020年出现大幅增长。

总体来看，公司受限资产规模较小，资产流动性尚可；仍面临一定的垫资压力，且跟踪期内对项目建设和股权购买等投入较大，持续带动公司资产规模扩张，但未来存在一定的效益不及预期风险。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

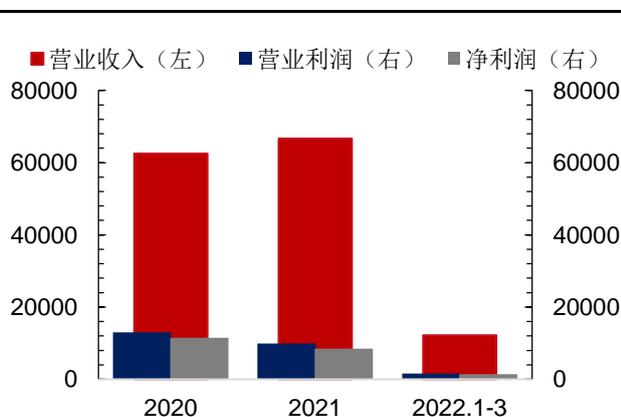
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	57,636.75	28.94%	81,767.04	41.33%	65,820.53	39.79%
交易性金融资产	41,301.02	20.74%	20,136.36	10.18%	29,084.09	17.58%
应收账款	23,566.56	11.83%	22,920.94	11.59%	25,130.79	15.19%
存货	25,382.05	12.75%	24,088.58	12.18%	22,775.31	13.77%
流动资产合计	158,271.66	79.48%	158,181.91	79.95%	143,923.99	87.01%
长期股权投资	5,766.60	2.90%	5,766.60	2.91%	2,374.99	1.44%
固定资产	7,165.16	3.60%	7,173.96	3.63%	7,413.27	4.48%
在建工程	14,760.17	7.41%	13,459.44	6.80%	2,166.87	1.31%
无形资产	5,925.28	2.98%	5,927.31	3.00%	6,086.25	3.68%
其他非流动资产	5,799.17	2.91%	5,765.70	2.91%	1,589.80	0.96%
非流动资产合计	40,870.74	20.52%	39,665.29	20.05%	21,488.41	12.99%
资产总计	199,142.40	100.00%	197,847.20	100.00%	165,412.40	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

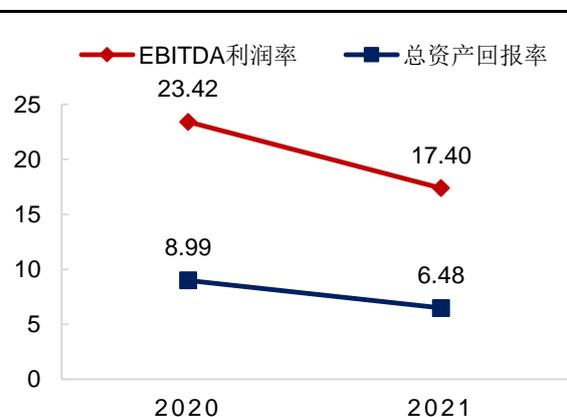
盈利能力

原材料涨价以及疫情冲击下，公司盈利能力有所下滑，未来有望得到一定修复

2021年公司营业收入规模增长6.8%，但是净利润下滑26.21%，一方面系公司面对下游客户议价能力不强，难以将上游原材料涨价压力进行转嫁；另一方面系公司收入确认受到疫情等因素的影响；2022年一季度，公司收入同比有所减少，净利润延续下跌势头；公司在手订单数量较为充足，可对未来业绩形成一定支撑，但是收入确认尚存不确定性。从盈利情况来看，2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降，盈利能力有所减弱，预计随着原材料价格的逐步企稳和疫情影响的逐步消退，未来公司盈利能力有望得到一定修复。

图 4 公司收入及利润情况（单位：万元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

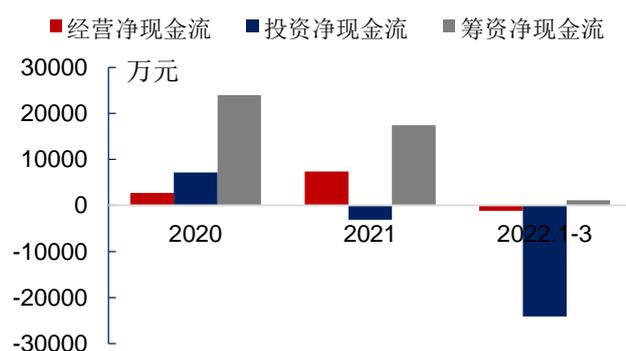
年 1-3 月财务报表

现金流

公司经营活动净现金流有所改善，对外部融资存在一定依赖

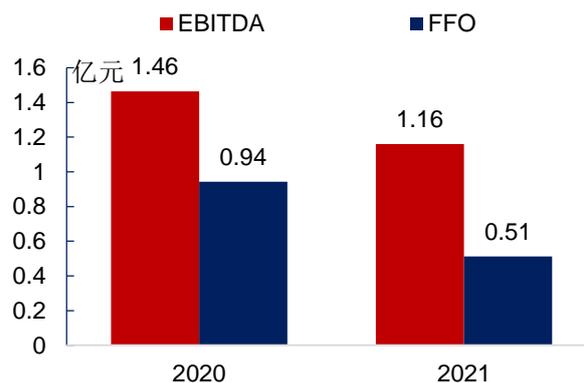
2021年公司加强了对于客户的账期管理，回款情况有所改善，以致经营活动现金净流入较上年有较大增长。公司2021年对数据中心等项目持续投入，并对联营企业进行投资，受此影响，公司投资活动现金流呈现净流出状态，2021年公司借款规模及偿债行为均大幅增加，综合影响下筹资活动现金净流入规模较2020年有所下降。公司近年融资力度有所增加，且非公开发行股票项目已经证监会审批通过，预计未来短期内融资活动现金流仍将呈现净流入状态，公司经营及扩产对外部融资存在一定依赖。2021年受原材料涨价影响，公司毛利率受到一定程度的压缩，债务规模的增加也扩大了公司的利息支出，以致EBITDA和FFO较上年均有下滑。

图 6 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况

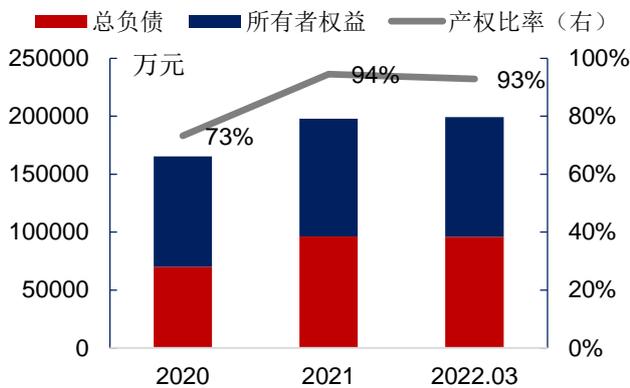
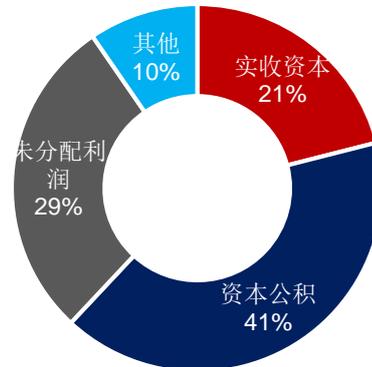


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长较快，短期债务占比有所提升

公司总负债规模增长较快，以致产权比率较2020年末出现较大幅度增加，净资产对于总负债的覆盖程度有所下降。截至2021年末，公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成。

图 8 公司资本结构

图 9 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

2021 年为应对未来的资本开支，增加了借款的储备规模，短期信用借款规模增至 2.00 亿元，占公司负债的比重大幅上升至 20.82%。公司应付账款系应付货款和设备款，随着公司产能建设的逐步投入规模有所增长。同时公司对部分客户收取预收款，计入合同负债。公司应付职工薪酬较 2020 年略有增长。2021 年公司对符合条件的激励对象所获授的部分限制性股票实施解锁，计入其他应付款的限制性股票得以大幅下降，此外公司投标规模加大，应付的保证金规模增长较多，购买上海宽频款项在分批支付后仍剩余 840.00 万元的应付投资款，以致其他应付款的总体规模较上年有所下降。

2021 年公司增加长期借款作为资金储备，均为信用借款，年化利率为 3.5%。2021 年本期债券转股金额为 16.20 万元，目前余额为 2.98 亿元，经过利息调整和计提票面利息后，截至 2022 年 3 月末，计入应付债券的部分金额为 2.63 亿元。

表 8 公司主要负债构成情况 (单位: 万元)

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	21,510.29	22.44%	20,007.34	20.82%	6,000.00	8.58%
应付账款	16,572.19	17.29%	20,706.52	21.54%	17,824.89	25.48%
合同负债	7,789.22	8.13%	8,383.35	8.72%	7,552.49	10.80%
应付职工薪酬	938.84	0.98%	1,998.90	2.08%	1,869.37	2.67%
其他应付款	2,384.52	2.49%	2,936.39	3.06%	3,786.12	5.41%
流动负债合计	56,879.76	59.34%	57,257.91	59.57%	41,635.71	59.52%
长期借款	10,007.17	10.44%	10,008.37	10.41%	0.00	0.00%
应付债券	26,267.64	27.40%	26,106.04	27.16%	25,086.25	35.86%
非流动负债合计	38,975.86	40.66%	38,854.37	40.43%	28,318.58	40.48%
负债合计	95,855.62	100.00%	96,112.28	100.00%	69,954.28	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

2021年公司长短期借款规模均有较大幅度增长，带动公司总债务规模快速扩张，总债务/总负债比重提升至60.00%。2021年公司短期借款增加较多，以致短期债务占比较上年增加约10个百分点，仍以长期债务为主。

图 10 公司债务占负债比重

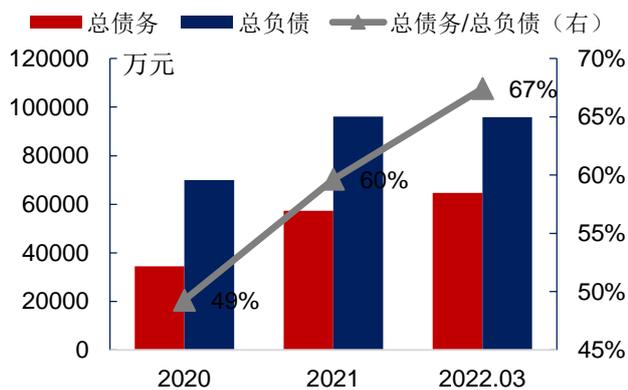
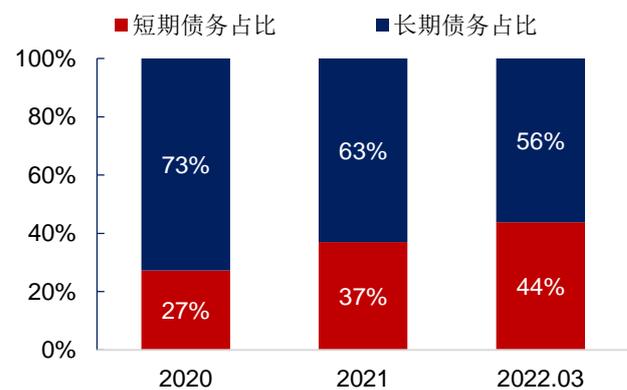


图 11 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

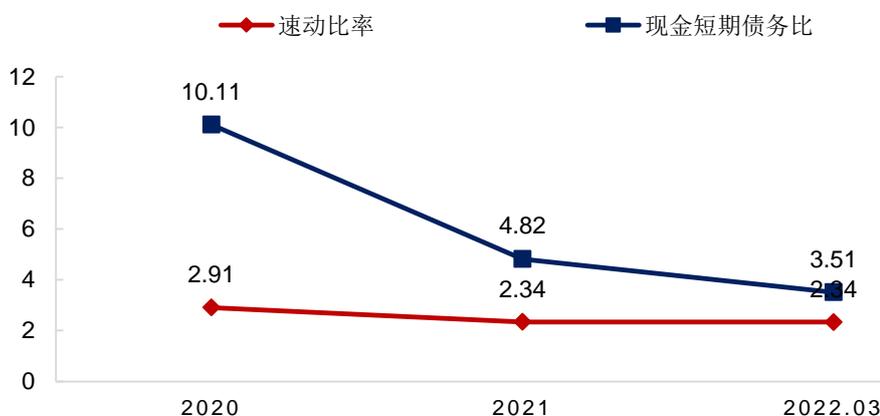
在债务规模快速扩张带动下，截至2021年末，公司资产负债率提升6.29个百分点，总债务/总资本上升至36.04%，财务杠杆水平抬升较快；公司非公开发行股票已经获得证监会核准批复，若成功发行，可对公司杠杆形成一定压降。公司IPO项目投入缓慢，本期债券募投项目仍处于在建阶段，尚有较大规模的资金沉淀，结合公司自身经营积累，以致总债务金额小于盈余现金，净债务/EBITDA和FFO/净债务均为负。债务规模的扩张加大了公司的利息支付压力，2021年EBITDA对其的保障程度大幅下降，但仍处于较好水平。

表9 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	48.13%	48.58%	42.29%
净债务/EBITDA	--	-3.74	-4.03
EBITDA 利息保障倍数	--	6.40	18.07
总债务/总资本	38.49%	36.04%	26.53%
FFO/净债务	--	-11.80%	-15.96%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

2021年公司的资金投入集中在资产长端的项目建设，而短期借款增加幅度较大，受此影响，公司速动比率较上年出现较大下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度有所下滑，但公司流动性比率仍处相对较好水平。

图 12 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

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 2019 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 4 月 12 日），公司本部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。

八、抗风险能力分析

公司所处的机房空调作为 IDC 配套基础设施，在手订单充足，市场需求有一定保障，尚处于在建阶段的 IDC 板块为公司提升业绩表现提供了较好的切入机会。公司 2021 年营业收入保持增长，客户资质仍处于较好水平，但是垫资对公司资金形成一定占用，收入确认也受到疫情的一定限制；同时受上游原材料涨价及行业竞争激烈影响，公司盈利能力出现下滑，但仍能对债务利息的偿付形成较好支撑。公司总债务规模扩张较快，短期债务占比提升，流动性比率有所下降，但总体表现尚可，公司仍具备较强的抗风险能力。

九、债券偿还保障分析

公司控股股东以其持有公司股份进行质押仍能为本期债券的偿付提供一定保障

2020 年 7 月 24 日，出质人南京楷得将其持有公司 1,777.58 万股的限售人民币普通股用于本期债券的担保；2020 年 12 月，南京楷得以 424.57 万股公司无限售流通股追加质押；2021 年 3 月 11 日，南京楷得以其持有的 661.29 万股公司无限售流通股追加质押，相关质押手续均已办理完成，追加质押后南京楷得用于本期债券担保的合计质押股份数为 2,863.44 万股。截至 2022 年 5 月 5 日，前述抵押股票公允价值为 4.25 亿

元，是本期债券当前本金的142.69%。质押担保的范围为债务人因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（本期债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用，全体债券持有人为质押权益的受益人。出质人为主债权提供担保的期限：自股份质押合同下的登记之日起至债务人履约期限届满之日起三年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

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）持续低于本期债券未偿还本息总额的110%，质权人有权要求出质人在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总额的比率高于130%；追加的资产限于佳力图人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内佳力图收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的佳力图人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个工作日，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券未偿还本息总额的200%，出质人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）不得低于本期债券所产生的全部债务的130%。

十、结论

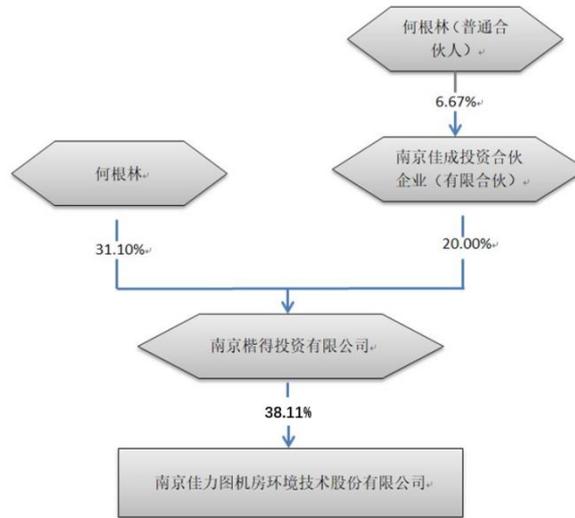
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA-。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	57,636.75	81,767.04	65,820.53	57,803.89
交易性金融资产	41,301.02	20,136.36	29,084.09	13,217.46
应收账款	23,566.56	22,920.94	25,130.79	23,627.58
存货	25,382.05	24,088.58	22,775.31	24,620.75
流动资产合计	158,271.66	158,181.91	143,923.99	121,403.52
非流动资产合计	40,870.74	39,665.29	21,488.41	18,522.00
资产总计	199,142.40	197,847.20	165,412.40	139,925.52
短期借款	21,510.29	20,007.34	6,000.00	5,000.00
应付账款	16,572.19	20,706.52	17,824.89	15,230.77
流动负债合计	56,879.76	57,257.91	41,635.71	57,720.39
长期借款	10,007.17	10,008.37	0.00	0.00
应付债券	26,267.64	26,106.04	25,086.25	0.00
非流动负债合计	38,975.86	38,854.37	28,318.58	3,307.69
负债合计	95,855.62	96,112.28	69,954.28	61,028.08
总债务	64,629.34	57,332.56	34,473.19	14,296.34
归属于母公司的所有者权益	103,286.78	101,734.91	95,209.17	78,897.44
营业收入	12,207.34	66,700.90	62,525.94	63,875.76
净利润	1,408.81	8,514.64	11,539.78	8,457.30
经营活动产生的现金流量净额	-1,156.19	7,393.07	2,725.26	23,284.82
投资活动产生的现金流量净额	-24,140.17	-3,077.79	7,208.17	-6,536.89
筹资活动产生的现金流量净额	1,168.75	17,448.24	23,971.36	-857.66
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	30.25%	33.06%	39.51%	36.39%
EBITDA 利润率	--	17.40%	23.42%	15.42%
总资产回报率	--	6.48%	8.99%	8.12%
产权比率	92.81%	94.47%	73.28%	77.35%
资产负债率	48.13%	48.58%	42.29%	43.61%
净债务/EBITDA	--	-3.74	-4.03	-5.61
EBITDA 利息保障倍数	--	6.40	18.07	24.19
总债务/总资本	38.49%	36.04%	26.53%	15.34%
FFO/净债务	--	-11.80%	-15.96%	-3.03%
速动比率	2.34	2.34	2.91	1.68
现金短期债务比	3.51	4.82	10.11	4.98

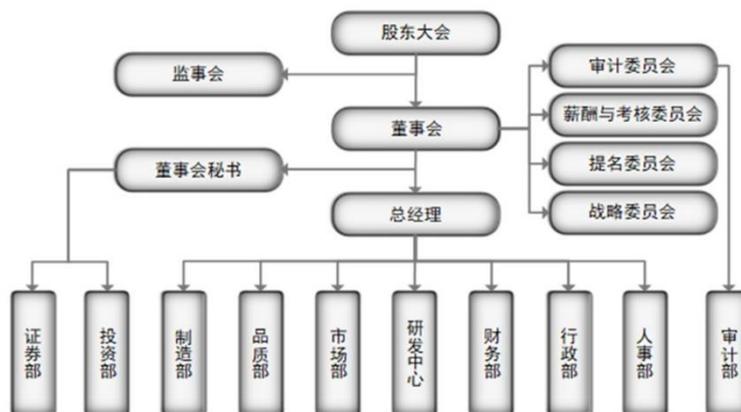
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 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 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021年12月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
南京楷德悠云数据有限公司	10,000.00	100%	技术服务
南京壹格软件技术有限公司	500.00	100.00%	软件技术

资料来源：公开资料，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。