

深圳市金证科技股份有限公司

2019 年公开发行公司债券
(面向合格投资者)信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【326】号 01

分析师

姓名：
万蕾 罗力
电话：
010-66216006
邮箱：
wanl@cspengyuan.com

评级日期：
2019年6月21日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
软件开发企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

深圳市金证科技股份有限公司 2019 年公开发行 公司债券（面向合格投资者）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过3亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：不超过5年（含）

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司

再担保主体：广东省融资再担保有限公司

债券偿还方式：本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，并附第3年末上调票面利率和回售选择权

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对深圳市金证科技股份有限公司（以下简称“金证股份”或“公司”，股票代码：600446.SH）本次拟发行总额不超过3亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司为国内金融证券软件开发商之一，所处金融IT行业进入壁垒较高，公司子公司深圳市齐普生科技股份有限公司（以下简称“齐普生”）是新华三技术有限公司（以下简称“华三”）和杭州迪普科技股份有限公司（以下简称“迪普”）的全国总代理商，近年公司收入规模增长较快，同时经营性现金流增加，较大规模的在手订单为未来收入来源提供保障，且深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深中小担”）提供的保证担保及广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供的再担保有效提升了本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司IT设备销售业务毛利率较低，人员成本上升对公司利润有一定侵蚀，2018年公司利润因计提商誉减值及坏账损失而大幅亏损，近年公司有息债务大幅增长，2019年面临一定的偿债流动性压力等风险因素。

正面：

- 公司是国内金融证券软件开发商之一，所处的金融IT行业进入壁垒较高。公司为国内金融证券软件开发商之一，所处的金融IT行业由于专业性较强，且客户更换

系统的成本较高，客户粘性较强，行业进入壁垒较高。

- **公司子公司齐普生是华三和迪普中国区总代理，建立了全国性销售网络布局，公司 IT 设备销售收入不断增长。**公司子公司齐普生主营 IT 设备分销，是华三和迪普在中国区的总代理商，截至 2019 年 3 月末，公司在全国 23 个地区有销售机构，共有 640 家活跃的二级代理商，建立了全国的销售网络。2016-2018 年，公司分别实现 IT 设备商品销售收入 22.22 亿元、26.93 亿元和 32.75 亿元，规模持续增长。
- **在手订单规模较大，未来收入来源较有保障。**截至 2019 年 3 月末，公司前五大待履行系统集成合同预期可实现收入 2.61 亿元，前五大在建建安工程预期可实现收入 1.09 亿元；截至 2019 年 4 月 30 日，公司证券和基金客户在手软件业务订单金额合计 6.8 亿元左右，公司未来收入来源较有保障。
- **深中小担提供的保证担保及广东再担保提供的再担保有效提升了本期债券的信用水平。**深中小担为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，同时，广东再担保就深中小担对本期债券应承担的担保责任向本期债券的持有人提供无条件不可撤销的连带责任保证再担保。深中小担及广东再担保实力较强，经中证鹏元综合评定，深中小担主体长期信用等级为 AAA，广东再担保主体长期信用等级为 AAA，深中小担及广东再担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司 IT 设备销售业务毛利率较低。**在市场竞争压力及扩大市场份额的考虑下，近年公司 IT 设备销售业务毛利率持续降低，2016-2018 年及 2019 年 1-3 月，公司商品销售业务毛利率分别为 8.21%、7.22%、6.02%及 3.09%，应关注后续市场竞争压力对毛利率可能产生的影响。
- **人员成本上升对利润有一定侵蚀。**近年随着业务规模扩大，公司人才需求增加，随着 IT 行业人工成本上升，2016-2018 年公司职工薪酬分别为 48,748.71 万元、61,445.58 万元和 75,754.25 万元，年均复合增长率为 24.66%，2016-2018 年公司期间费用率分别为 16.25%、20.50%和 20.43%，人员成本上升对利润有一定侵蚀。
- **主要受计提商誉减值及坏账损失影响，2018 年公司利润大幅亏损。**2018 年，主要受公司对子公司北京联龙博通电子商务技术有限公司（以下简称“联龙博通”）计提商誉减值损失 24,095.19 万元、对眉山市基础设施建设项目（BT 项目）工程款计提减值准备 7,180.25 万元影响，导致公司 2018 年度净利润亏损 1.27 亿元。
- **近年公司有息债务大幅增长，2019 年面临一定的偿债流动性压力。**公司 IT 设备采

购资金需求量较大，随着公司外部融资的增加，2019 年一季度末有息债务为 8.43 亿元，较 2016 年末增长 3.94 倍。受资产规模减少影响，2018 年末公司资产负债率同比上升 2.57 个百分点至 52.50%，同时受利润大幅亏损影响，2018 年公司 EBITDA 降至负值，其对有息债务本息的保障程度大幅下降。2019 年 3 月末，公司于当年到期的有息债务合计 47,598.04 万元，公司面临一定的偿债流动性压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	373,586.96	384,270.15	454,681.99	317,453.35
归属于母公司所有者权益合计	158,844.20	162,626.54	188,805.42	146,992.50
有息债务	84,329.10	79,803.58	99,555.14	17,064.26
资产负债率	52.39%	52.50%	49.93%	46.22%
流动比率	1.69	1.60	1.80	1.47
速动比率	1.21	1.08	1.23	0.88
营业收入	128,920.10	489,061.25	422,774.60	366,560.66
营业利润	-8,089.72	-9,123.66	24,808.37	31,139.06
净利润	-7,745.06	-12,707.65	21,657.79	27,922.83
综合毛利率	10.95%	23.09%	26.14%	25.48%
总资产回报率	-	-2.08%	6.70%	10.62%
EBITDA	-	-440.32	29,199.87	36,085.49
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.09	11.30	16.54
经营活动现金流净额	-23,396.26	31,935.19	10,737.31	2,091.82

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

担保方：深中小担主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	1,146,331.04	1,131,732.77	613,407.39	532,559.52
所有者权益	992,674.04	974,413.39	284,263.87	260,773.81
期末在保责任余额	1,177,055	1,288,877	1,004,172	909,783
风险准备金覆盖率	3.94%	3.31%	3.98%	4.00%
融资担保放大倍数	1.22	1.34	3.6	3.56
当期担保代偿率	0.13%	0.25%	0.28%	0.30%

资料来源：深中小担 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 6 月财务报表、深中小担提供，中证鹏元整理

再担保方：广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	842,468.55	845,692.79	800,181.36
所有者权益	716,478.44	731,007.77	692,080.32
担保责任余额	2,367,606.00	1,926,910.00	1,951,313.00
准备金覆盖率	4.32%	3.92%	3.82%
融资担保放大倍数	2.39	2.10	1.51
直保业务当期代偿率	6.84%	0.00%	0.00%
再担保业务当期代偿率	0.03%	0.12%	0.00%

注：2016年财务数据采用2017年审计报告期初数

资料来源：广东再担保2017-2018年审计报告、广东再担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于1998年8月，原名深圳市金证高科技有限公司，初始注册资本3,000万元，四位自然人赵剑先生、杜宣先生、李结义先生及徐岷波先生分别持股25%。2000年11月，经深圳市人民政府“深府函[2000]70号”文件批准，公司整体变更为股份有限公司，并更名为深圳市金证科技股份有限公司，注册资本变更为5,072万元。

2003年12月，经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发行字[2003]142号《关于核准深圳市金证科技股份有限公司公开发行股票的通知》核准，公司于上海证券交易所上市发行（股票代码：600446），扣除发行费用后募集资金22,518.47万元，公司注册资本变更为6,872万元。

2015年6月，经证监会《关于核准深圳市金证科技股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]999号）批复，公司面向赵剑先生、杜宣先生、李结义先生及徐岷波先生等4名特定投资者定向发行1,120万股股票，发行价为22.34元/股，扣除发行费用后募集资金净额24,185万元，发行完成后，公司注册资本变更为27,683.55万元。

根据公司董事会及股东大会审议通过的非公开发行A股股票相关事项，以及中国证监会出具的《关于核准深圳市金证科技股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2017】1505号），2017年公司非公开发行股票1,820.10万股，发行价格14.23元/股，募集资金25,900.00万元。发行后，公司股本由83,500.95万股增加至85,321.05万股。

截至2019年3月末，公司股本为85,321.05万股，其中前10名股东累计持股42,044.09万股，占总股本的49.28%。公司股权较为分散，无控股股东和实际控制人。

表1 截至2019年3月末公司前10名股东持股情况（单位：股）

股东	持股数量	持股比例	质押数量
杜宣	90,454,262	10.60%	56,290,000
赵剑	90,263,974	10.58%	60,822,300
李结义	86,604,965	10.15%	64,210,000
徐岷波	81,165,428	9.51%	35,864,931
深圳前海联礼阳投资有限责任公司	49,830,390	5.84%	0
中国证券金融股份有限公司	6,054,101	0.71%	0
徐琦	5,000,000	0.59%	0
香港中央结算有限公司	4,754,368	0.56%	0
中国建设银行股份有限公司-国泰互联网+股票型证券投资基金	3,313,400	0.39%	0
甘忠廉	3,000,000	0.35%	0

合计	420,440,888	49.28%	217,187,231
----	-------------	--------	-------------

资料来源：公司2019年第一季度报告

公司主要从事金融领域的软件开发、系统集成以及IT设备销售等业务。截至2018年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共29家，详见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市金证科技股份有限公司2019年公开发行公司债券（面向合格投资者）；

发行总额：不超过3.0亿元（含3.0亿元）；

债券期限：不超过5年（含）；

还本付息方式：本期债券以单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

增信方式：本期债券由深中小担提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，同时，广东再担保就深中小担对本期债券应承担的担保责任向本期债券的持有人提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于调整债务结构，补充流动资金。

四、运营环境

金融IT行业进入壁垒较高，部分先进入者取得领先优势

金融IT行业主要是为金融机构提供软件产品和服务，为投资者提供财富管理工具等，下游客户包括证券公司、基金公司、银行、期货公司、交易所等金融机构。该行业进入壁垒较高，主要原因是：（1）金融IT行业专业性较强，开发者需同时掌握软件和金融两个领域的专业知识，且金融行业对软件的安全性、即时性、稳定性有很高要求，因而新进入者很难在短期内积累开发经验；（2）客户粘性较强，受使用习惯以及出于对系统稳定性等考虑，金融机构更换系统的成本较高（直接费用和间接成本均很高），其中金融机构的核心交易系统用户粘性极高，考虑到高昂的替换成本，一旦采纳了特定的交易系统很难更换，因而金融IT行业客户关系一般较为稳固。

由于进入壁垒高，一些早期进入行业的公司在市场上已经取得领先优势，目前证券、

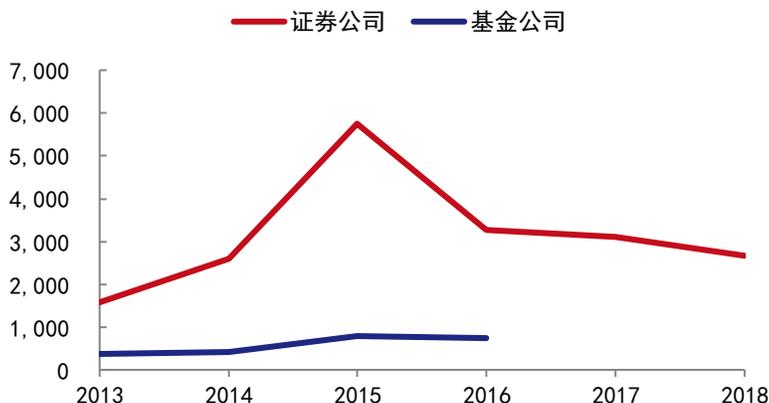
期货、基金IT领域的绝大多数市场份额集中在恒生电子（600570）、金证股份（600446）、顶点软件（603383）、金仕达等金融科技企业手中，其中恒生电子和金证股份市场份额较大，在客户资源、业务资质、技术实力方面有一定领先优势，在证券IT方面，金证股份与恒生电子市场份额相当，顶点软件与金仕达拥有一定市场份额，但优势并不明显；资管IT早期恒生电子市场份额独大，近年金证股份市场份额有一定提升，甚至在新筹建的基金市场份额处于领先优势；在银行IT领域，金证股份和恒生电子均有一定业务布局。

短期内，受资本市场低迷、行业监管趋严等因素影响，证券公司、基金公司等金融机构业绩下滑，或将使其削减IT支出，对金融IT行业发展产生一定影响；长期来看，监管政策和市场规则变化带来大量IT建设需求，证券IT行业市场未来需求空间较大，但需关注政策落地进度及效果不及预期的风险

金融IT行业产品需求主要来自：（1）金融机构业务增加带来的产品需求；（2）监管制度变化带来的产品需求；（3）金融机构自身个性化需求；（4）IT行业自身发展带来的产品更新换代。如政策鼓励金融创新且资本市场处于活跃期，则有利于金融IT行业发展。

从各主要金融行业发展情况看，自2015年监管层去杠杆清理场外配资以来，我国证券行业进入严监管周期，股票市场行情低迷及监管环境变化使证券行业业绩持续下滑，2017年我国证券公司实现营业收入3,113.28亿元，同比下降5.08%。同时，受股票市场行情影响，2016年我国基金公司营业收入亦有所下降，同比下降4.13%至758.45亿元。2018年，证券行业整体表现欠佳，证券公司面临着转型和发展的巨大压力，证券公司营业收入继续呈下滑趋势，2018年我国证券公司全年实现营业收入2,662.87亿元，同比下降14.47%。

图1 近年我国证券、基金公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从资产管理规模来看，根据《证券期货经营机构私募资产管理业务2017年统计年报》，截至2017年底，证券期货经营机构私募资管业务管理资产总规模30.50万亿元（含社保基

金、企业年金)，较2016年底减少3.98万亿元，减幅11.5%；扣除社保基金、企业年金因素后，私募资管业务规模合计为29.03万亿元，较2016年底减少4.16万亿元，减幅12.5%。

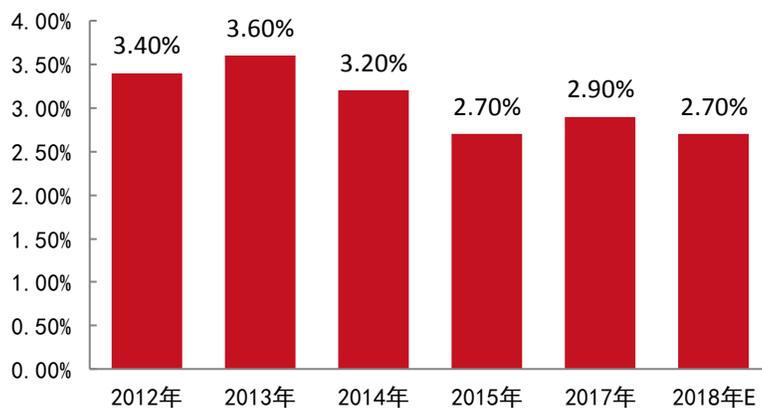
表2 证券期货经营机构资产管理业务总体情况（单位：亿元）

年份	项目	年末规模	占比	年度规模增量	增长率
2017年	证券公司资管	165,152	54.1%	-7,959	-4.6%
	基金公司专户	49,632	16.3%	-1,411	-2.8%
	基金公司社保、企业年金专户	14,650	4.8%	1,863	14.6%
	基金子公司专户	73,099	24.0%	-31,932	-30.4%
	期货公司资管	2,458	0.8%	-333	-11.9%
	合计	304,991	100.0%	-39,773	-11.5%
2016年	证券公司资管	173,111	50.2%	54,163	45.5%
	基金公司专户	51,043	14.8%	21,164	70.8%
	基金公司社保、企业年金专户	12,787	3.7%	1,034	8.8%
	基金子公司专户	105,031	30.5%	19,303	22.5%
	期货公司资管	2,792	0.8%	1,728	162.4%
	合计	344,764	100.0%	97,392	39.4%

资料来源：证券期货经营机构私募资产管理业务 2016-2017 年统计年报，鹏元整理

根据2008年中国证券业协会发布的《证券期货经营机构信息技术治理工作指引（试行）》规定，证券期货经营机构最近三个财政年度IT投入平均数额原则上应不少于最近三个财政年度平均净利润的6%或不少于平均营业收入的3%。根据统计数据，2018年证券公司IT总支出占最近三个财政年度的比重有所下滑。受资本市场波动较大及自身盈利水平下降影响，证券、基金等公司在IT方面的投入在短期内或将继续收紧。

图2 证券公司IT支出占三年平均营业收入比重



资料来源：Wind、中国证券业协会，中证鹏元整理

2018年以来，为促进资本市场交投活跃，同时也为不断完善市场规则和监管制度，监

管层不断出台各类政策，监管政策和市场规则变化带来大量的IT建设需求。

2018年4月27日，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布实施，且于2018年7月20日发布资管新规细则。资管新规涉及到银行中间业务系统（综合理财系统，资产管理系统）和托管系统的升级与改造，其中以综合理财系统中的TA模块和资管系统里面的估值模块改造最为急切。2018年8月31日，中国证监会就《上海证券交易所和伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证业务监管规定》公开征求意见，沪伦通预计将于2019年上半年正式运行。沪伦通涉及到证券核心业务系统和资管交易管理系统相应模块的增加。2019年1月30日，证监会就《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》向社会公开征求意见。2019年3月1日晚间，证监会正式发布《注册管理办法》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》，结合上交所制定发布的6项配套业务规则，标志着科创板正式落地。科创板的设立将带动券商核心交易系统和资管投资交易管理系统进行相应更新改造，涉及到交易、结算、估值、风控等模块。一系列金融制度及产品创新将给金融IT行业创新业务增长开拓空间，但仍需关注政策落地进度及效果不及预期的风险，以及受限于监管趋严及行业研发能力带来的创新技术和产品落地不及预期的风险。

五、公司治理与管理

公司系在上海证券交易所挂牌的上市公司，根据《公司法》、《证券法》、《上市公司章程指引》等法律法规要求及自身实际情况建立了法人治理结构及一定的内部控制制度。

1、公司治理

公司按照《上市公司治理准则》等法规的要求，建立了股东会、董事会和监事会及其议事规则，并对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

近年来，公司能够按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，2016-2018年累计召开股东大会及临时股东大会31次，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

股东大会是公司最高权力机构，公司重大决策由股东大会作出，主要职责包括：决定公司经营方针；决定公司重大对外投资、资产处置；决定公司重大关联交易事项；选举和更换董事，并决定有关董事的报酬；审议批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年

度财务预算、决算方案；审议批准公司的利润分配和弥补亏损方案；对发行公司债券作出决议；修改公司章程等。

公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任，股东大会不得在董事任期届满之前无故解除其职务；公司董事可以兼任经理或其他高管，但总数不得超过公司董事总数的二分之一。公司董事会职权包括：召集股东大会并向股东大会报告工作；执行股东大会决议；决定公司经营计划和投资方案；制定公司的年度财务预算、决算方案；制定公司的利润分配和弥补亏损方案；决定公司内部管理结构设置；管理公司信息披露事项等。公司董事会设董事长1人，需由全体董事过半数选举产生；为规范董事长权责，公司出台了董事会对董事长的授权明细，明确了董事长在公司资产、资金运用以及签订重大合同方面的具体授权。

公司监事由股东代表和公司职工代表担任，职工代表由职工代表大会选举产生，且人数不得少于监事人数的三分之一；董事、总裁和其他高管不得兼任公司监事。监事会主要职责包括：对董事会编制的定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高管执行公司职务的行为进行监督并对违反规定的人员提出罢免的建议；列席董事会会议；当董事、高管的行为损害公司利益时要求董事、高管予以纠正。

截至2019年3月末，公司前五大股东持股比例分别为10.60%、10.58%、10.15%、9.51%和5.84%，股权结构较为分散，根据公司于2019年6月7日发布的《深圳市金证科技股份有限公司股东减持股份计划公告》，持股占比5%以上的股东杜宣、赵剑、徐岷波、深圳前海联礼阳投资有限责任公司分别计划减持不超过2%、1.87%、1.76%及1.1%的股份，若减持计划得以实施，公司股权分散程度将进一步提高，未来应持续关注股权分散对公司治理可能带来的影响。

2、公司管理

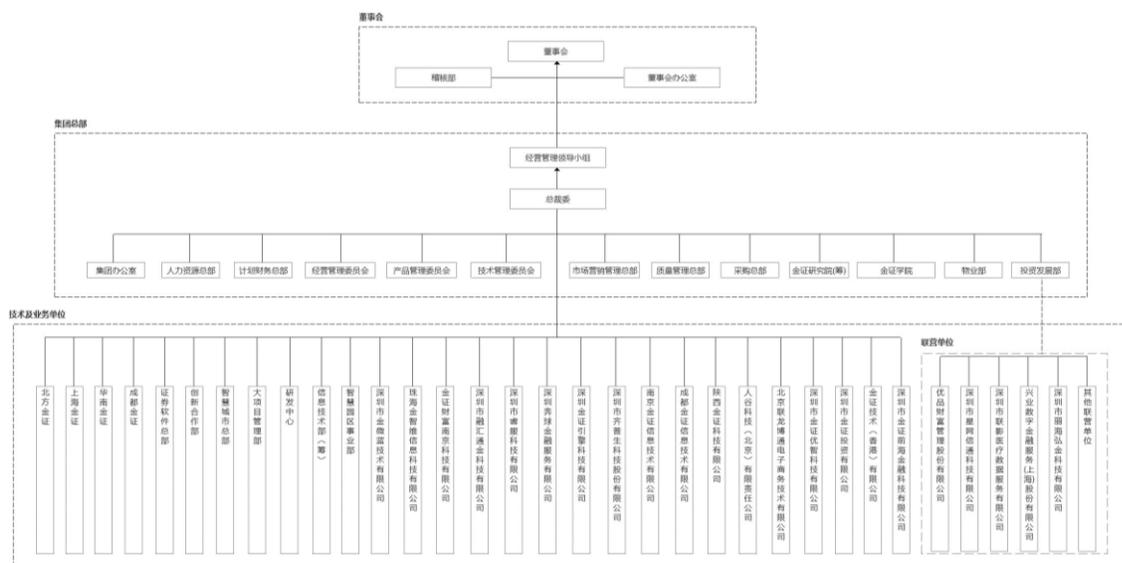
为规范日常经营活动，公司设立了较为健全的组织结构。公司设总裁一名，由董事会聘任或解聘，公司和总裁签订合同以明确双方权力义务关系，总裁的薪酬分配方案由董事会批准并向股东大会说明。总裁主要主持公司日常经营管理行为并向董事会报告工作，并负责公司年度计划或投资方案的实施等。总裁需制定工作细则，并通过以总裁为核心的总裁委员会负责公司日常经营管理，总裁委员会成员包括总裁、副总裁、总监、总裁助理等组成。总裁工作细则确定了公司董事会授权总裁在日常经营和交易中的决策权限，超出决策权限的一般由总裁批准后报董事会审批。

2018年9月6日，公司公告称：按照四川省监察委员会指定办理意见，内江市监委决定对公司总裁李结义涉嫌行贿犯罪问题立案调查。2019年1月，公司收到《内江市监察委员

会解除留置执行通知书》（内监解留字（2019）2号），内江市监察委员会决定解除对李结义的留置措施。该事项对公司治理与管理没有造成重大影响，目前，公司日常经营等工作由公司董事、高级副总裁徐岷波先生负责。

公司总裁委员会下设经营管理委员会、人力资源总部、采购总部、计划财务总部、产品管理委员会、技术管理委员会等各个职能部门，负责公司日常经营、人力、采购、财务、产品、技术等各项事宜。

图 3 截至 2018 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

在信息披露和投资者关系管理方面，公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》等法律法规文件，制定了《信息披露管理制度》和《董事会秘书工作制度》，指定董事会秘书作为信息披露工作和投资者关系管理负责人，协调公司与投资者的关系、接待投资者来访、回答投资者咨询，向投资者提供公司已披露的资料；公司在接待特定对象调研前要求来访的特定对象签署承诺书，安排专人做好投资者来访接待工作，确保信息披露的公平性。

3、内部控制

根据相关的法规规定并结合公司自身特点及内部管理要求，公司制定了《公司治理自查和整改内部管理制度》，对公司内部各机构职责、公司治理自查与整改的操作规程、公司治理培训制度及责任追究机制做出了规定。此外，公司还制定了《公司内部信息报告制

度》，对公司内幕信息的管理和保密工作进行规范。

人员配置方面，公司董事长赵剑、董事杜宣、总裁李结义、高级副总裁徐岷波等均具有多年IT行业从业经验，且均具有计算机相关专业背景，对公司主营业务较为熟悉，有利于公司日常经营管理。截至2018年末，公司母公司及主要子公司共有员工6,340人，其中技术人员和销售人员的占比分别为52.95%和29.64%，与公司软件研发业务和IT设备销售业务相吻合。

表3 截至2018年末公司员工构成情况

人员类型	人数	占员工总数的比例
销售人员	1,879	29.64%
技术人员	3,357	52.95%
财务人员	69	1.09%
行政人员	186	2.93%
管理人员	416	6.56%
商务人员	146	2.30%
其他人员	287	4.53%
合计	6,340	100.00%
学历构成	人数	占员工总数的比例
硕士及以上	184	2.90%
本科	3,668	57.85%
大专	2,194	34.61%
中专	294	4.64%
合计	6,340	100.00%

资料来源：公司2018年年报，中证鹏元整理

总体而言，公司治理结构相对完善，部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要。

六、经营与竞争

公司收入主要来源于IT设备商品销售、软件开发、系统维护及技术服务、系统集成、建安工程、自制软件销售等业务，其中软件开发和系统集成等业务的主要客户为证券公司、基金公司、银行、股权交易所等金融机构以及部分非金融客户。2016-2018年公司主营业务收入分别为36.31亿元、41.92亿元和48.54亿元，年均复合增长率为15.62%，收入增长主要来自于商品销售业务的推动；2016-2018年公司主营业务毛利率分别为25.16%、25.90%及22.82%。

公司商品销售收入主要由子公司深圳市齐普生科技股份有限公司（以下简称“齐普

生”）销售IT设备产生，2016-2018年分别实现商品销售收入22.22亿元、26.93亿元和32.75亿元，分别占公司同期主营业务收入的61.20%、64.24%和67.47%，但因属代理业务，商品销售业务毛利率较低。

表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
商品销售	10.11	3.09%	32.75	6.02%	26.93	7.22%	22.22	8.21%
软件开发	0.97	34.13%	4.68	74.07%	5.83	82.53%	5.96	75.74%
系统维护、技术服务	0.96	53.58%	6.02	61.00%	4.44	57.22%	3.96	48.32%
系统集成	0.42	18.45%	2.26	13.38%	2.23	11.87%	2.41	10.89%
建安工程	0.34	18.17%	1.24	15.40%	1.38	17.15%	1.40	18.42%
自制软件销售	0.10	85.68%	1.59	92.76%	1.12	95.07%	0.37	99.23%
合计	12.89	10.95%	48.54	22.82%	41.92	25.90%	36.31	25.16%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

齐普生作为华三和迪普的全国总代理，建立了全国销售网络，近年IT设备销售规模逐年增长，但销售业务毛利率较低

公司IT设备销售业务主要由子公司齐普生运营，公司本部设备采购亦部分来自齐普生。齐普生是华三和迪普的全国总代理商，主要销售华三的网络基础IT设备和迪普的安全IT设备。华三是国内知名IT设备生产商，其中交换机市场占用率较高，据中国产业信息网数据，华三2014年交换机在国内市场占有率为31.9%，排名第一。根据公司与华三的代理协议，公司采购使用现款或票据结算，但采用现金结算时会获得华三的现金折扣（体现在财务报表“财务费用-现金折扣”科目）。除华三和迪普外，齐普生亦从其他供应商采购，但整体规模较小。截至2019年3月末，公司在全国23个地区有销售机构，共有640家活跃的二级代理商，建立了全国的销售网络。但从供应商集中度看，齐普生IT设备销售供应商集中度高，2016-2018年从华三和迪普的采购金额合计分别占采购总额的90.90%、95.30%以及91.24%。

表 5 公司 IT 设备采购前五大供应商情况（单位：万元）

年份	序号	供应商	采购金额	占采购总额比重
2019年 1-3月	1	新华三技术有限公司	70,031.67	61.59%
	2	杭州迪普科技股份有限公司	39,292.82	34.55%
	3	南宁市发扬电子科技有限公司	700.88	0.62%
	4	东莞市金辉网络科技有限公司	627.14	0.55%
	5	深圳市广通神州实业有限公司	459.42	0.4%

	合计		111,111.93	97.71%
2018年	1	新华三技术有限公司	297,655.87	76.53%
	2	杭州迪普科技股份有限公司	57,224.16	14.71%
	3	展讯通信（上海）有限公司	13,638.52	3.51%
	4	北京紫光恒越网络科技有限公司	7,653.71	1.97%
	5	深圳市东方睿智科技有限公司	2,091.51	0.54%
	合计		378,263.77	97.26%
2017年	1	新华三技术有限公司	293,485.35	83.0%
	2	杭州迪普科技股份有限公司	43,575.68	12.3%
	3	北京紫光恒越网络科技有限公司	3,292.30	0.9%
	4	深圳市东方睿智科技有限公司	1,587.66	0.4%
	5	东莞市金辉网络科技有限公司	1,006.65	0.3%
	合计		342,947.64	96.9%
2016年	1	新华三技术有限公司（含北京华三）	200,353.98	79.4%
	2	杭州迪普科技股份有限公司	29,088.88	11.5%
	3	杭州宏杉科技股份有限公司	13,523.96	5.4%
	4	深圳市金华威数码科技有限公司	644.05	0.3%
	5	上海浦瑞达实业发展有限公司	515.91	0.2%
	合计		244,126.78	96.71%

注：该表格统计口径为齐普生，合并后数据受合并抵消影响有差异。
 资料来源：公司提供

齐普生销售渠道分为项目销售和代理商分销两种，下游客户主要为下级经销商和系统集成商。项目销售主要通过齐普生在各地办事处参加招投标获得项目订单，公司与客户（含代理商）的结算方式一般是公司收取部分预付款，待项目验收后支付剩余款项；代理商分销销售是指下级总代理批量进货、日常流水销售。由于市场竞争原因，公司近年给予客户账期有一定延长，2018年账期约为1-3个月，账期长短主要由公司和客户（含代理商）协商决定，部分零售客户由于业务量较小，获得的账期通常较短，甚至为现款结算。从客户集中度来看，2018年公司IT设备销售前五大客户销售额合计46,357.65万元，占销售总额的比重为13.98%，客户集中度较低。

表6 公司IT设备销售前五大客户情况（单位：万元）

年份	序号	客户名称	销售额	占销售总额比重
2019年 1-3月	1	金税信息技术服务股份有限公司	3,204.56	3.19%
	2	南京盛佳建业科技有限责任公司	2,582.16	2.57%
	3	浙江裕达信息技术有限公司	2,255.68	2.25%
	4	深圳市科网通科技发展有限公司	2,116.74	2.11%
	5	尚阳科技股份有限公司	1,988.13	1.98%

	合计		12,147.27	12.10%
2018年	1	浙江裕达信息技术有限公司	11,653.10	3.51%
	2	尚阳科技股份有限公司	11,069.73	3.34%
	3	浙江德拓信息技术有限公司	10,681.98	3.22%
	4	深圳市思高电子有限公司	6,722.72	2.03%
	5	南京盛佳建业科技有限责任公司	6,230.12	1.88%
	合计		46,357.65	13.98%
2017年	1	浙江裕达信息技术有限公司	8,374.32	3.0%
	2	尚阳科技股份有限公司	7,080.35	2.6%
	3	浙江德拓信息技术有限公司	5,976.64	2.2%
	4	内蒙古航联科技开发有限责任公司	5,302.08	1.9%
	5	广西南宁商佳信息科技有限公司	5,150.79	1.9%
	合计		31,884.18	11.6%
2016年	1	浙江裕达信息技术有限公司	8,421.39	3.7%
	2	南京广播电视系统集成有限公司	4,941.30	2.2%
	3	北京扬帆伟业科技有限公司	4,805.57	2.1%
	4	深圳市科网通科技发展有限公司	4,143.10	1.8%
	5	和华信达(北京)数据系统有限公司	3,684.67	1.6%
	合计		25,996.03	11.4%

注：该表格统计口径为齐普生，合并后数据受合并抵消影响有差异。
 资料来源：公司提供

由于市场需求增加，近年公司IT设备销售规模逐年增长，2016-2018年公司分别实现商品销售收入22.22亿元、26.93亿元和32.75亿元，年均复合增长率为21.40%。由于公司IT设备销售价格由厂商决定而无商品定价权，公司商品销售毛利率较低，2016-2018年毛利率分别为8.21%、7.22%和6.02%，销售利润主要来自销售返点，具体由三方面构成：（1）价格返点，即按照销售总额的一定比例给予公司利润，该部分为确定收益；（2）规范返点，主要由厂商根据对公司的MBO考核（主要为进销存考核等）决定，根据公司技术支持、市场拓展等进行奖励或罚款；（3）现金折扣。厂商如对返点政策有调整将提前告知公司，但近年变动不大，公司商品销售毛利率小幅变动主要是由于规范返点每年不同。

公司IT设备售后服务以厂商名义进行，实际操作人员为齐普生或齐普生子公司技术人员，技术人员需经过厂商认证后方可从事技术支持工作。如售后客户退货，则货物直接退回厂商，厂商根据货款给予公司“购货额度”，在之后采购中进行抵扣。

总体来看，公司作为华三和迪普的全国总代理，建立了全国的销售网络，近年IT设备销售增长较快；但公司IT设备销售业务毛利率较低。

公司为国内金融证券软件开发商之一，金融IT业务客户粘性较强，近年软件业务收入

规模基本稳定；但软件业务回款受客户验收时间影响而存在不确定性，且由于客户绝大多数为金融机构，未来业绩易受金融行业发展影响

公司软件业务主要是针对证券公司、基金公司等金融机构的存管系统、交易系统、经纪业务模块等IT业务需求开展的软件开发和销售，受益于公司较早进入了证券公司集中交易系统，因集中交易系统对软件技术容错率较低及证券交易强监管的属性影响，公司在已有市场份额的维护上具有较强的竞争力，同时，随着客户数量拓展、新产品升级换代等策略使得公司软件业务增速相对稳定。软件开发业务以根据客户具体需求定制软件为主，收入来自公司本部及子公司联龙博通，联龙博通系公司于2015年通过重大资产重组以现金方式向刘琦等15名交易对方收购的全资子公司，主营业务为金融IT软件开发及服务，客户主要为商业银行。根据联龙博通2016年、2017年审计报告以及2018年未经审计的财务报表，2016-2018年联龙博通营业收入分别为2.24亿元、2.67亿元及3.26亿元，净利润分别为3,000.07万元、3,681.82万元及-896.81万元。2015年至2017年联龙博通较基本对价对应的业绩承诺完成率为115.66%，较累计预测净利润的完成率为83.63%，在业绩承诺期满后，2018年联龙博通业绩大幅下滑。自制软件是公司已经形成产品的软件，包括金证新一代集中交易软件V1.0、金证深港通业务软件V1.0等，该项收入计入自制软件销售收入。近年由于金融系统业务创新和“大资管”的兴起为金融IT软件提供了较为稳定的市场需求，2016-2018年公司软件业务收入（含定制软件和自制软件）分别为6.32亿元、6.95亿元及6.27亿元，规模较为稳定。

表 7 公司软件业务收入情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
软件开发	9,653.73	90.23%	46,808.35	74.67%	58,274.39	83.90%	59,577.59	94.20%
自制软件销售	1,044.80	9.77%	15,878.99	25.33%	11,182.63	16.10%	3,667.40	5.80%
合计	10,698.53	100.00%	62,687.34	100.00%	69,457.02	100.00%	63,244.99	100.00%

资料来源：公司提供

公司订单通过参加竞标获得，在签订合同时收取客户部分定金，签订合同后公司根据客户需求制作方案并向客户报送方案，收集客户反馈意见，方案确定后进行产品开发并进行内部自测，在软件上线并通过客户验收或由客户指定的第三方验收后收取剩余款项，通常项目开发周期从几个月到一年不等。回款方面，客户一般在合同生效后支付公司开发费用的30%-50%，在合同验收合格后支付公司40-60%合同价款，通常以合同价款的10%作为尾款，待项目验收通过之后6个月后支付。

从接到的订单来看，公司业务主要来自证券公司，2016-2018年证券业务分别新签订单金额6.12亿元、6.06亿元和6.27亿元，规模较为稳定；基金业务领域之前被行业竞争对手垄断，公司于2013年进入该领域，由于更换系统成本较高，行业格局趋于稳定，基于对新筹建的公募基金客户的业务开拓，近年公司基金业务有所增长，但整体规模依然较小，2018年基金业务订单金额合计1.48亿元，仅为同期证券业务的23.59%。由于软件开发的主要成本为人员成本，公司软件业务毛利率较高，但在近年IT行业人员薪酬增加，且公司业务拓展对人员需求增加的背景下，公司人员开支逐年增大，2016-2018年公司职工薪酬分别为48,748.71万元、61,445.58万元和75,754.25万元，年均复合增长率为24.66%，对公司利润有一定侵蚀。

截至2019年4月30日，公司证券和基金客户累计未结算的合同金额在手订单金额合计约6.8亿元，其中证券客户在手订单金额约为5.4亿元左右，基金客户在手订单金额为约1.4亿元左右，项目周期多为1-2年。公司在手订单规模较大，未来软件业务收入较有保障。

表 8 公司证券客户和基金客户的订单情况（单位：万元）

类型	项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
证券客户	当年签订订单数（个）	168	1,113	927	997
	当年签订订单合同金额	16,815.70	62,687.30	60,592.60	61,207.85
	其中：合同软件金额	7,506.76	50,278.87	48,914.65	45,233.30
	合同硬件金额	9,308.94	12,408.43	11,677.94	15,974.55
基金客户	当年签订订单数（个）	53	420	319	247
	当年签订订单合同金额	2,387.18	14,786.53	14,874.81	10,548.46
	其中：合同软件金额	1,849.57	12,570.58	11,373.69	7,697.18
	合同硬件金额	537.62	2,215.95	3,501.12	2,851.28

注：由于部分合同同时提供软件和硬件服务，因而公司上表中合同金额包含软件和硬件，软件主要为公司软件开发业务，硬件主要为系统集成业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户粘性较强，客户采用公司开发的业务系统后，后期维护及改造多仍由公司进行，产品转换成本较高，订单中较大部分来自老客户，单个订单金额由几万到千万不等。但由于公司客户绝大多数为金融机构，客户需求易受金融行业发展影响。从客户集中度来看，2018年公司软件业务前五大证券客户合计订单金额为18,051.60万元，占当年公司证券客户新签订单合同总额的28.80%，客户集中度一般。受部分证券客户订单金额较大影响，2019年一季度前五大证券客户合同金额占比大幅提高。

表9 近年公司前五大证券客户订单情况（单位：万元）

年份	客户名称	合同金额	占证券业务订单比重
2019年	国开证券股份有限公司	4,790.80	28.49%

1-3月	国元证券股份有限公司	1,938.00	11.52%
	长城证券股份有限公司	1,903.17	11.32%
	中国证券登记结算有限责任公司	953.48	5.67%
	平安证券股份有限公司	705.22	4.19%
	合计	10,290.66	61.19%
2018年	申万宏源证券有限公司	4,511.23	7.20%
	平安证券股份有限公司	3,588.30	5.72%
	长城证券股份有限公司	3,426.91	5.47%
	中国证券登记结算有限责任公司	3,365.66	5.37%
	中信建投证券股份有限公司	3,159.50	5.04%
合计	18,051.60	28.80%	
2017年	中国证券登记结算有限责任公司	5,062.78	8.36%
	中信建投证券股份有限公司	4,876.86	8.05%
	平安证券股份有限公司	3,947.29	6.51%
	申万宏源证券有限公司	3,132.03	5.17%
	中国中投证券有限责任公司	2,709.09	4.47%
合计	19,728.05	32.56%	
2016年	中信建投证券股份有限公司	5,949.14	9.72%
	平安证券股份有限公司	4,776.91	7.80%
	长城证券股份有限公司	2,682.17	4.38%
	广州证券股份有限公司	2,553.43	4.17%
	中国中投证券有限责任公司	2,070.79	3.38%
合计	18,032.44	29.46%	

注：上表合同金额包含软件和硬件金额，2016年未包含中国证券登记结算有限责任公司、中国证券投资基金业协会等单位。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司系统维护和技术服务收入主要是公司对软件业务和系统集成业务提供的后续服务收入及人力外包收入。其中，软件开发业务的后续服务根据具体项目进行确定；对于自制软件，在其正式运行后，公司一般提供一年的免费技术支持，一年后按年度收取技术服务费；对于系统集成项目，在工程项目验收后一年内，公司提供免费技术支持，对运行一年后仍需要由公司提供技术服务的，由公司与客户另签合同，并收取一定的技术服务费。随着公司客户及项目的累积，近年该项业务收入规模逐年增加，2016-2018年分别实现系统维护、技术服务收入3.96亿元、4.44亿元和6.02亿元。

公司系统集成、建安工程业务客户与软件业务有一定重合，该等业务收入易受客户验收结算的影响而存在波动；建安工程业务受市场竞争影响，近年毛利率有所下降

公司系统集成业务模式主要为针对客户特定需求，提供一体化的解决方案，包括硬件组合搭配、软件安装或定制。公司系统集成主要包括两类业务：一是在为客户开发软件时，

根据客户需要采购和销售与软件产品支撑配套服务器等硬件和相应的安装调试；二是为国内一些信息化建设工程提供集成服务。因此，公司系统集成业务的发展与软件开发业务具有一定关联性，客户群体亦有一定重合，主要是金融机构和政府机构。依托软件业务规模的稳步发展，公司系统集成业务收入近年基本保持稳定，2016-2018年公司分别实现系统集成业务收入2.41亿元、2.23亿元及2.26亿元。公司系统集成业务主要成本系采购客户所需要的第三方软、硬件设备，故盈利主要来自通过销售给客户的价格与产品供货商给予的成本价格的差价，其中部分设备亦从子公司齐普生采购。公司已经取得国家计算机信息系统集成一级资质、CMMI5资质、国家建筑智能化工程设计与施工一级资质、广东省安全技术防范系统设计施工维修一级资质等，能够胜任各项大型的系统集成项目。

与软件业务类似，公司系统集成业务通过投标获得，公司负责为客户提供硬件产品，并进行安装实施、相关技术服务、保修服务和培训服务。公司按客户指定的生产商、型号、配置、数量等将货运交付客户后由客户验收，验收合格后15个工作日内客户支付公司合同金额的50-60%，公司安装系统并经客户验收合格后，客户支付公司合同金额的30-40%，剩余部分作为质量保证金，在系统终验合格后15个工作日内支付，一般质量保证金不超过合同金额的10%。公司系统集成业务订单情况如下表所示。

表10 公司系统集成业务订单情况（单位：万元）

项目名称	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
当年签订订单数（个）	46	300	342	234
当年签订订单合同金额	27,916.02	35,376.00	56,200.31	28,132.99
其中：前五大订单合同金额	25,263.89	14,075.80	23,289.08	7,473.19
前五大订单合同金额占比	90.50%	39.79%	41.44%	26.56%
当年实现系统集成业务收入	4,200.17	22,621.33	22,294.54	24,064.46

资料来源：公司提供

截至2019年3月末，公司前五大待履行系统集成合同情况如表11所示，合同金额合计29,511.97万元，剔除增值税因素后，预期可实现系统集成业务收入26,116.77万元，考虑到系统集成业务一般工期较短，公司短期内系统集成业务仍有一定收入来源。

表11 截至2019年3月末公司前五大待履行系统集成合同情况（单位：万元）

客户	合同内容	合同金额	预期可实现收入
深圳市电子政务资源中心	政务云建设项目（一期）	15,896.00	14,067.25
国开证券股份有限公司	阜外三层机房信息系统集成建设项目合同	4,349.80	3,849.38
深圳市龙岗区卫生健康局	龙岗区“互联网+医疗健康”项目-远程医疗服务系统采购项目	3,451.92	3,054.79

申万宏源证券有限公司	申万宏源交易结算系统整合项目第二批服务器采购合同	2,912.75	2,577.65
西藏自治区安全生产监督管理局	西藏自治区安全生产应急指挥平台建设项目第一标段：系统集成与互联互通	2,901.50	2,567.70
合计		29,511.97	26,116.77

注：可实现收入剔除了增值税

资料来源：公司提供

公司建安工程业务模式与系统集成业务类似，客户主要为政府单位和工商企业，2016-2018年公司分别实现建安工程业务收入1.40亿元、1.38亿元和1.24亿元，业务收入规模略有下降，主要是因为该项业务收入受公司承接的部分大型工程项目结算时间影响较大；一般而言，政府单位客户的工期略长于企业，主要是由于政府在财务方面有一定预算，工程验收时间存在一定不确定性。2016-2018年及2019年1-3月公司建安工程前五大项目情况如下表所示，前五大项目分别占当期公司建安工程收入的37.26%、52.40%、50.61%及69.91%，公司建安工程收入易受单个大型项目验收结算的影响而存在波动。同时，受到市场竞争影响，近年公司建安工程业务毛利率有所下滑，2016-2018年该项业务毛利率分别为18.42%、17.15%和15.40%。

表 12 公司建安工程前五大项目情况（单位：万元）

年份	序号	项目名称	实现收入	占当年建安工程收入比重
2019年 1-3月	1	深圳市特区建设发展集团有限公司创智云城项目一期智能化工程	1,371.91	40.44%
	2	深圳市大沙河建设投资有限公司南山智园智慧化园区建设工程项目	434.18	12.80%
	3	北信瑞丰基金管理有限公司新办公区机房及综合布线工程	222.46	6.56%
	4	国家税务总局西安曲江新区税务局党建宣传教育展厅建设项目	213.84	6.30%
	5	中建钢构有限公司大厦 37-39 层智能化工程	128.99	3.80%
合计			2,371.38	69.91%
2018年	1	深圳市大鹏新区教育和卫生健康局人大附中深圳学校（高中部）智慧校园建设项目	2,561.96	20.68%
	2	深圳市大鹏新区经济服务局大鹏新区政务云平台和大数据中心基础工程建设项目	1,108.38	8.95%
	3	深圳市特区建设发展集团有限公司创智云城项目一期智能化工程	1,101.38	8.89%
	4	深圳市大沙河建设投资有限公司南山智园智慧化园区建设工程项目	796.60	6.43%
	5	珠海市公安局珠海市第一、第二看守所安防（监控）升级改造系统项目	702.14	5.67%
合计			6,270.46	50.61%

2017年	1	深圳市住宅工程管理站-香港中文大学(深圳)一期项目智能化工程 I 标段(下园施工)项目	1,986.01	14.39%
	2	深圳市大鹏新区公共事业局-人大附中深圳学校(九年一贯部)智慧校园项目工程	1,940.69	14.06%
	3	深圳市大沙河创新走廊建设投资管理有限公司-南山智园智慧化园区建设工程项目	1,472.47	10.67%
	4	深圳市住宅工程管理站-深圳大学南校区理工科教学楼、设计教学楼、实验与信息中心组合项目智能化工程(施工)	990.93	7.18%
	5	中建钢构有限公司-中建钢构自用部分智能化工程项目	842.1	6.10%
	合计			7,232.2
2016年	1	清华-伯克利深圳学院校区建设启动项目信息智能化工程	1,620.14	11.58%
	2	中建钢构大厦及中国建筑钢结构博物馆项目智能化工程	1,132.88	8.10%
	3	深圳大学学府医院智能化工程	942.23	6.73%
	4	清华大学深圳研究生院创新基地建设工程(一期)智能化工程	769.19	5.50%
	5	视频监控系統项目	748.16	5.35%
	合计			5,212.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年3月末，公司前五大在建建安工程未来预期还可实现收入约10,896.31万元，考虑到公司建安工程一般工期都不超过1年，公司短期内建安工程业绩仍有一定保障。

表 13 截至 2019 年 3 月末公司前五大在建建安工程项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	已结转收入	预期可实现收入
深圳市特区建设发展集团有限公司创智云城项目一期智能化工程	7,379.93	3,024.28	3,208.51	5,464.93
深圳市万科城市建设管理有限公司南科大和深大新校区安置区二期建设项目南山智园 D 区智能化工程	1,986.92	221.83	248.51	1,995.12
长城证券股份有限公司深能源大厦(总部)智能化建设项目合同	1,418.95	0.00	0.00	1,542.34
招商证券股份有限公司弱电专业工程	2,375.84	1,773.82	1,843.30	973.88
中国一冶集团有限公司武青堤(铁机路~武丰闸)堤防江滩综合整治(青山段)智能化工程	982.78	0.00	0.00	920.04
合计	14,144.42	5,019.93	5,300.32	10,896.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制，2016年数据采用2017年审计报告期初数，2017年数据采用2018年审计报告期初数，报告均采用新会计准则编制。2016年公司投资设立及合并4家子公司，注销1家子公司；2017年公司投资设立及合并5家子公司，注销1家子公司；2018年公司投资设立5家子公司，转让及注销3家子公司。截至2019年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共29家。

资产结构与质量

公司资产规模有所波动，资产以货币资金、应收票据及应收账款、存货和商誉为主，部分应收账款由于客户验收回款原因账龄较长，资产流动性一般

近年公司资产规模有所波动，主要是近年非公开发行股票、公开发行债券、业务规模扩张等因素导致，2017年末公司资产规模同比增长43.23%至45.47亿元；受公司支付股权收购款项、偿还银行贷款及计提长期应收款和商誉减值等因素影响，2018年末公司资产规模同比减少15.49%至38.43亿元。截至2019年3月31日，公司资产总额为37.36亿元，较上年末有小幅降低主要是由于公司以货币资金支付货款所致。从构成看，公司资产主要为流动资产，2016-2018年以及2019年3月末公司流动资产占总资产的比重分别为67.06%、73.62%、68.70%和72.26%。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.33	14.26%	7.74	20.15%	15.57	34.24%	6.05	19.05%
交易性金融资产	1.15	3.09%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收票据及应收账款	10.37	27.74%	7.71	20.07%	6.34	13.94%	5.28	16.63%
存货	7.73	20.69%	8.58	22.33%	10.62	23.36%	8.47	26.69%
流动资产合计	27.00	72.26%	26.40	68.70%	33.47	73.62%	21.29	67.06%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	2.43	6.32%	1.25	2.75%	0.87	2.75%
长期应收款	0.00	0.01%	0.00	0.01%	0.71	1.57%	0.84	2.63%
长期股权投资	2.46	6.57%	3.00	7.82%	1.27	2.80%	0.82	2.60%
其他权益工具投资	1.47	3.95%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
在建工程	4.34	11.61%	4.03	10.48%	3.18	6.99%	2.15	6.78%

无形资产	0.72	1.93%	0.75	1.95%	1.65	3.64%	1.84	5.79%
商誉	0.51	1.35%	0.51	1.32%	2.92	6.41%	2.91	9.18%
非流动资产合计	10.36	27.74%	12.03	31.30%	11.99	26.38%	10.46	32.94%
资产总计	37.36	100.00%	38.43	100.00%	45.47	100.00%	31.75	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、交易性金融资产、应收票据及应收账款和存货。截至2018年末，公司货币资金为7.74亿元，同比减少50.26%，主要系支付股权收购款项及偿还银行贷款所致；其中0.43亿元作为银行承兑汇票、履约及保函保证金而使用受限。2019年3月末，公司货币资金为5.33亿元。公司交易性金融资产主要为按公允价值计量的非上市公司股权投资，根据公司未经审计的2019年一季度财务报表，因会计政策变更，2018年末计入可供出售金融资产科目的对外投资，于2019年一季度末计入交易性金融资产和其他权益工具投资科目，2019年3月末公司交易性金融资产余额为1.15亿元。公司应收票据及应收账款主要是应收客户的货款或软件服务费用，近年随着业务增长，公司应收票据及应收账款随之增长，2016-2018年复合增长率为20.84%。截至2018年末，公司应收票据及应收账款账面价值为7.71亿元，含0.36亿元应收票据及7.36亿元应收账款；其中，应收账款按欠款方归集的期末余额前五名应收账款占比为20.52%，主要应收对象包括北京航天紫光科技有限公司、中国建设银行股份有限公司、上海银行股份有限公司等；从账龄来看，账龄在1年以内的应收账款余额占比77.24%，由于公司部分软件产品验收回款时间较长，使得部分应收账款账龄超过一年，应关注公司产品验收可能引起的合同纠纷以及部分款项可能因客户资金链紧张引发的回收风险；2019年3月末公司应收票据及应收账款规模进一步扩大，主要系业务增长及部分客户集中于下半年付款所致。公司存货主要由发出商品和在产品构成，近年公司存货规模有所波动，其中2018年末存货同比减少19.18%，主要系子公司齐普生将存货结转成本所致；2018年末存货账面价值为8.58亿元，其中发出商品和在产品占比分别为47.64%和42.54%；公司发出商品主要是齐普生已有订单的IT设备，在产品主要是由于公司软件项目开发需经过设计、安装、调试等一系列环节；由于公司在产品和发出商品均有订单或合同，价款固定，跌价风险相对较小。由于公司应收票据及应收账款、存货大部分由软件、系统集成项目开发和IT设备销售业务产生，其流动性很大程度上取决于公司软件开发进度，以及设备销售回款速度。

表 15 2018 年末公司应收账款余额前五名的单位情况（单位：万元）

单位名称	应收账款期末余额	占应收账款余额的比例	已计提坏账准备
北京航天紫光科技有限公司	6,229.15	7.75%	311.46

中国建设银行股份有限公司	4,306.14	5.36%	250.40
上海银行股份有限公司	2,347.46	2.92%	191.99
湖南建工德顺电子科技有限公司	2,029.50	2.52%	155.46
永兴开元投资有限公司	1,584.40	1.97%	79.22
合计	16,496.65	20.52%	988.52

资料来源：公司 2018 年审计报告

表 16 2018 年末公司存货构成情况（单位：万元）

单位名称	期末余额		
	账面余额	跌价准备	账面价值
在产品-工程施工成本	36,512.56	0.00	36,512.56
库存商品	8,536.78	114.07	8,422.71
发出商品	40,891.14	0.00	40,891.14
合计	85,940.49	114.07	85,826.42

资料来源：公司 2018 年审计报告

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、其他权益工具投资、在建工程、无形资产及商誉。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产为 2.43 亿元，主要为公司持有的 37.50% 上海国君创投证鉴三号股权投资合伙企业（有限合伙）、29.57% 深圳市费曼德投资基金合伙企业（有限合伙）、30.00% 上海国君创投证鉴一号股权投资合伙企业（有限合伙）的股权。公司长期应收款主要是 BT 项目形成的开发支出、资金占用等，2016 年末公司长期应收款主要是眉山市“两宋荣光”眉州大道改造 BT 项目的 1,728.69 万元项目款、眉山市“两宋荣光”改造工程“两桥一站”BT 项目 3,934.02 万元项目款以及眉州大道西段新增 850 米道路 BT 项目 2,700.69 万元项目款；2017 年长期应收款余额因 BT 项目回款而减少；因眉山市城市发展投资有限责任公司未支付眉山市基础设施建设项目（BT 项目）工程款且未对应收账款进行确认，2018 年公司计提减值准备 7,180.25 万元，截至 2018 年末，公司长期应收款为 25.67 万元。公司长期股权投资持有的优品财富管理股份有限公司、兴业数字金融服务（上海）股份有限公司、成都金证博泽以及深圳市星网信通科技有限公司等公司的股权；随着公司对外投资的增加，近年公司长期股权投资余额逐年增加，2016-2018 年复合增长率为 91.27%；截至 2018 年末，公司长期股权投资为 3.00 亿元，2018 年权益法确认的投资损益亏损 0.22 亿元。公司在建工程主要是公司在建的成都金证信息软件、服务外包及金融后台服务基地，南京金证信息技术有限公司雨花地块基建工程等项目已投入成本。公司无形资产主要是公司自有的土地使用权及软件，截至 2018 年末公司无形资产为 0.75 亿元，因处置子公司成都金证博泽，2018 年无形资产同比减少 54.58%。公司商誉主要是 2015 年收购联龙博通形成的 2.90 亿元商誉，2015-2017 年联龙博通较基本对价对应的业绩承诺完成率为 115.66%，未计提商誉减值；在业绩承诺期满后，2018 年联龙博通

业绩大幅下滑，且2019年一季度大幅亏损。根据北京天健兴业资产评估有限公司的商誉减值测试显示，按照预计未来现金流量的现值计算得出联龙博通商誉所在资产组可收回金额为5,591.56万元，其包含商誉的资产组账面价值为29,686.75万元，故联龙博通2018年度计提商誉减值损失24,095.19万元，截至2018年末，公司商誉为0.51亿元，同比减少82.64%。

总体看，近年公司资产规模有所波动，资本实力整体呈提升趋势，资产以货币资金、应收账款、存货和商誉为主；货币资金主要用于IT设备采购，部分应收账款由于客户验回收款原因账龄较长，公司资产流动性不强。

资产运营效率

近年公司净营业周期变化不大，营运效率较为稳定

近年公司营运效率基本保持稳定，应收票据及应收账款周转天数基本维持在50天左右，主要是由于公司IT设备销售与客户约定的账期近年无明显变化，为1-3个月之间，部分小型零售商采取现款提货，同时，公司软件业务回款方式亦无明显变化；公司存货多为有订单产品，周转效率受公司项目开发进展和商品回款两方面共同影响，近年存货周转天数基本在100天左右；公司应付票据及应付账款主要是由原材料采购产生，公司采购多为IT设备销售产生的有计划性的备货，2016-2018年应付票据及应付账款周转天数分别为62.02天、62.59天和55.95天，波动不大。由于公司固定资产占比很小，近年固定资产周转天数在8天以内。

由于公司与同行业上市公司恒生电子在业务结构上差异较大，运营效率对比性较差。总体看，由于公司账期、回款方式等近年无明显变化，公司运营效率较为稳定。

表 17 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年	2016年
应收票据及应收账款周转天数	51.71	49.46	43.89
存货周转天数	91.90	110.05	100.40
应付票据及应付账款周转天数	55.95	62.59	62.02
净营业周期	87.66	96.91	82.28
流动资产周转天数	220.36	233.16	187.72
固定资产周转天数	4.84	6.09	7.51
总资产周转天数	308.78	328.74	305.91

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模增长较快，综合毛利率有所波动；但人工成本上升及大规模资产减值损失对利润有一定侵蚀

公司营业收入主要来自IT设备销售、系统集成、软件开发以及维护收费等，近年营业收入保持较快增长，2018年达48.91亿元，2016-2018年年均复合增长率为15.51%。从业务毛利率看，公司软件开发业务成本主要为人工成本，2016-2018年软件开发业务毛利率较为稳定，2019年一季度子公司联龙博通业务模式发生改变，由原来的IT开发模式转变为人力外包模式，人力投入增加而相应的收入延期确认，导致软件开发业务毛利率大幅下降；系统维护和技术服务毛利率亦较高；IT设备销售属于贸易型业务，毛利率较低。由于公司各项业务收入毛利率差异较大，综合毛利率主要由各项业务收入占比决定，2016-2018年公司综合毛利率分别为25.48%、26.14%和23.09%，有小幅波动。

从期间费用看，2016年公司财务费用为-9,915.16万元，财务费用为负主要是由于公司BT项目资金占用费和投资回报确认的利息收入较多，2016年资金占用费和投资回报为7,845.79万元，占公司同期营业利润的25.20%，当年公司营业利润对财务费用有一定依赖；近年由于BT项目逐年回购，公司利息收入逐年较少。公司销售费用、管理费用和研发费用主要是人工成本，2016-2018年上述三个科目中的公司职工薪酬分别为48,748.71万元、61,445.58万元和75,754.25万元，年均复合增长率为24.66%。2016-2018年公司期间费用分别为5.96亿元、8.67亿元和9.99亿元，年均复合增长率为29.53%，主要是因为近年随着公司业务扩大，公司主动增加研发投入，以及人才需求增加且IT行业人工成本逐年上升，职工薪酬逐年增加，预计未来公司期间费用仍将走高。但受营业收入不断增长影响，公司期间费用率涨幅不大，2016-2018年公司期间费用率分别为16.25%、20.50%和20.43%。

具体从营业利润看，2017年公司参与的“两宋荣光”眉州大道西段、核心段改造工程以及眉州大道“两桥一站”改造工程（BT项目）基本完工，回购价款（为投资结算价款、投资回报金额、资金占用费之和）陆续收回，BT项目确认的资金占用费及投资回报较上年大幅减少，利息收入大幅下降导致公司2017年营业利润同比下降20.33%；2018年公司因商誉减值、坏账等计提资产减值损失3.33亿元，资产减值损失计入公司2018年度损益，导致当年营业利润亏损9,123.66万元。公司收入结算受到季节性因素影响，存在一定季节性波动，通常公司一季度确认收入在全年占比较少，加之子公司齐普生利润率下滑，导致其一季度净利润同比减少，以及子公司联龙博通业务模式发生改变，由原来的IT开发模式转变为人力外包模式，人力投入增加而相应的收入延期确认，导致其当期业绩大幅亏损，故公司2019年第一季度经营业绩出现下滑，营业利润亏损8,089.72万元。

受期间费用、资产减值损失等多方面因素影响，公司近年盈利能力指标明显弱化，2018

年总资产回报率及净资产收益率降至-2.08%和-6.20%。

表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
营业收入	128,920.10	489,061.25	422,774.60	366,560.66
资产减值损失	0.00	33,273.46	1,299.33	1,071.66
其他收益	1,625.40	3,659.34	4,134.79	0.00
营业利润	-8,089.72	-9,123.66	24,808.37	31,139.06
营业外收入	1.52	462.91	5.90	3,851.33
利润总额	-8,101.65	-8,730.59	23,301.78	30,896.57
净利润	-7,745.06	-12,707.65	21,657.79	27,922.83
综合毛利率	10.95%	23.09%	26.14%	25.48%
期间费用率	17.22%	20.43%	20.50%	16.25%
营业利润率	-6.27%	-1.87%	5.87%	8.49%
总资产回报率	-	-2.08%	6.70%	10.62%
净资产收益率	-	-6.20%	10.87%	17.53%
营业收入增长率	-	-73.64%	15.34%	40.18%
净利润增长率	-	-39.05%	-22.44%	0.19%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流入规模逐年增加，但投资支出较为频繁，公司对外融资需求较大

公司主要业务为IT设备销售和软件业务，公司IT设备销售从厂商采购主要以现款结算，资金紧张时以票据结算，而给下游客户的账期一般为1-3个月，该项业务对公司营运资金有一定占用，近年随着IT设备销售规模增长，该项业务产生的应收账款随之增加；公司软件业务回款分为合同签订、验收合格、尾款结算几个回款时间节点，回款时间受客户验收时间影响较大，且随着业务量增大，未收回的尾款随之增加。同时，随着IT设备销售和软件业务规模逐年扩大，公司存货均相应扩大。2016-2017年公司应收账款和存货对营运资金占用较大，公司面临一定营运资金压力。2018年存货大规模结转成本，对营运资金占用减少，公司经营性现金流入大幅增加。

投资活动方面，公司2016年投资活动现金流入主要来自BT回购项目回款，2017年以后BT回购项目回款基本完成，加之对外股权投资及购建资产支出较为频繁，2017-2018年公司投资活动现金流大幅净流出。融资活动方面，受非公开发行股票、公开发行债券、借

款规模增加、子公司少数股东增资等多因素影响，2017年公司筹资活动现金净流入11.91亿元，净流入规模较大；受融资规模减少及偿还债务本息规模增加的影响，2018年公司筹资活动现金流转为净流出，净流出规模为4.46亿元。考虑到经营活动现金流入呈现一定季节性且投资活动支出较为频繁，公司对外融资需求量仍较大。

表 19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
净利润	-12,707.65	21,657.79	27,922.83
非付现费用	36,703.75	4,614.04	4,079.05
非经营损益	-4,155.31	5,002.62	-7,818.89
FFO	19,840.79	31,274.45	24,182.99
营运资本变化	12,094.40	-22,018.74	-26,174.58
其中：存货减少（减：增加）	20,364.17	-21,478.12	-17,118.13
经营性应收项目的减少（减：增加）	-17,038.07	-6,740.62	-19,637.25
经营性应付项目的增加（减：减少）	8,768.30	6,200.00	10,580.80
经营活动产生的现金流量净额	31,935.19	10,737.31	2,091.82
投资活动产生的现金流量净额	-66,384.28	-33,391.70	20,046.67
筹资活动产生的现金流量净额	-44,644.52	119,141.56	-15,052.34
现金及现金等价物净增加额	-79,093.62	96,487.17	7,086.16

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平不断攀升，且以流动负债为主，存在一定的偿债流动性压力

受融资规模减小影响，公司负债规模有所减少，2018年末公司负债总额为20.17亿元，同比减少11.14%。

由于公司负债主要为经营性负债（应付账款、预收款项等），2017年末公司负债总额大幅增长一方面是由于经营性负债随收入规模增长随之增加，另一方面是由于当年公司银行借款增加及公开发行债券获得融资；受融资规模减小影响，公司负债规模有所减少，2018年末公司负债总额为20.17亿元，同比减少11.14%。受非公开发行股票及子公司少数股东增资影响，公司资本公积大幅增长，从而使得所有者权益由2016年末的17.07亿元增加至2017年末的22.76亿元。随着利润累积以及非公开发行股票等的进行，公司近年所有者权益逐年增长，其中2015年增速较快（同比增速为57.70%）主要是由于2015年6月非公开发行股份增加股本2.42亿元。2018年末公司所有者权益减少至18.25亿元，因公司收购子公司齐普生少数股东股权成本与所得到的净资产份额之差冲减资本溢价，公司资本公积同比减少34.25%所致。截至2018年末，公司产权比率为110.53%，同比提高10.79个百分点，所有

者权益对负债的覆盖程度有所下降。

表 20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
负债总额	195,725.05	201,747.78	227,042.00	146,742.65
所有者权益	177,861.91	182,522.37	227,639.99	170,710.69
产权比率	110.04%	110.53%	99.74%	85.96%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，2016-2018年末流动负债占负债总额的比重分别为98.75%、81.89%及81.88%，公司流动负债主要为短期借款、应付票据及应付账款、预收款项及其他应付款。截至2018年末，公司短期借款为3.11亿元，其中保证借款2.39亿元、信用借款0.72亿元。公司应付票据为银行承兑汇票，主要用于IT设备采购，2018年末应付票据规模同比大幅增加，主要系以票据结算的采购款增加所致。2019年3月末，公司应付票据及应付账款增至6.61亿元。截至2018年末，公司应付账款为4.59亿元，主要为应付材料款、应付工程及服务费等。公司预收款项主要是预收的软件开发服务销售款，截至2018年末公司预收款项为4.52亿元，占同期末负债总额的22.42%；预收款项规模较大使得公司能占用较多客户资金，缓解现金流压力。公司其他应付款主要为应付收购联龙博通的股权转让款、预提成本费用及应付往来款等，随着收购联龙博通的基本对价的陆续支付，公司其他应付款规模逐年减少，2018年末余额为1.24亿元。公司非流动负债主要为2017年公开发行的“17金证01”扣除承销费用后的余额，截至2019年3月末，应付债券余额为3.47亿元。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.07	15.69%	3.11	15.42%	5.95	26.22%	1.60	10.90%
应付票据及应付账款	6.61	33.77%	5.99	29.71%	5.70	25.09%	5.16	35.19%
预收款项	4.02	20.54%	4.52	22.42%	4.09	18.01%	3.38	23.00%
其他应付款	0.97	4.97%	1.24	6.15%	1.36	6.00%	2.76	18.79%
流动负债合计	15.98	81.64%	16.52	81.88%	18.59	81.89%	14.49	98.75%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.48	2.11%	0.00	0.00%
应付债券	3.47	17.74%	3.46	17.17%	3.45	15.21%	0.00	0.00%
非流动负债合计	3.59	18.36%	3.66	18.12%	4.11	18.11%	0.18	1.25%
负债合计	19.57	100.00%	20.17	100.00%	22.70	100.00%	14.67	100.00%

其中：有息债务	8.43	43.09%	7.98	32.59%	9.96	43.85%	1.71	11.63%
---------	------	--------	------	--------	------	--------	------	--------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末，公司包含短期借款、应付票据、长期借款及应付债券在内的有息债务为7.98亿元，较上年有所减少；其中2019年到期的有息债务为47,598.04万元，面临一定的集中偿债压力。

表22 截至2019年3月末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
短期借款	28,714.14	2,000.00	0.00	0.00
应付票据	18,883.90	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	34,731.06
合计	47,598.04	2,000.00	0.00	34,731.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债指标来看，受资产规模减少影响，2018年末公司资产负债率为52.50%，同比上升2.57个百分点。受流动资产减少影响，2018年末公司流动比率及速动比率均有所下降。受利润大幅亏损影响，2018年公司EBITDA降至负值，使其对有息债务本息的保障程度大幅下降。由于公司经营性活动现金净流入规模有所增加，经营性净现金流对流动负债和负债总额的保障能力略有提高，但仍处于较低水平。

总体来看，公司负债以流动负债为主，有息负债规模存在季节性变化，由于公司IT设备销售有一定垫款，一季度设备采购较多使得公司偿债压力加大，公司债务压力有一定季节性。

表23 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	52.39%	52.50%	49.93%	46.22%
流动比率	1.69	1.60	1.80	1.47
速动比率	1.21	1.08	1.23	0.88
EBITDA（万元）	-	-440.32	29,199.87	36,085.49
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.09	11.30	16.54
有息债务/EBITDA	-	-181.24	3.41	0.47
债务总额/EBITDA	-	-458.19	7.78	4.07
经营性净现金流/流动负债	-	0.19	0.06	0.01
经营性净现金流/负债总额	-	0.16	0.05	0.01

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付资金将主要来源于公司日常经营活动产生的现金流。公司主营业务为金融 IT、IT 设备销售和系统集成，整体经营状况向好。2016-2018 年分别实现营业收入 36.66 亿元、42.28 亿元和 48.91 亿元，年均复合增长率为 15.51%，同期公司经营活动产生的现金流净额分别为 0.21 亿元、1.07 亿元和 3.19 亿元，经营活动具备较强的现金生成能力。截至 2018 年末，公司证券和基金客户在手软件业务订单金额合计 6.8 亿元左右，未来收入来源较有保障。但我们也注意到，公司软件业务受开发进度、客户验收等因素影响，回款时间存在一定不确定性，受商誉减值的坏账损失影响，公司利润出现大幅亏损。

其次，公司可通过资产变现来保障本期债券本息的偿付。截至 2019 年 3 月末，公司应收票据及应收账款为 10.37 亿元，存货账面价值 7.73 亿元，公司可通过加大应收账款催收力度或应收账款保理业务等来获得必要的偿债资金支持，公司存货主要为已有订单的 IT 设备，变现能力较强。此外，截至 2019 年 3 月末，公司交易性金融资产账面价值为 1.15 亿元，主要为公司持有的 37.50% 上海国君创投证鑿三号股权投资合伙企业（有限合伙）、29.57% 深圳市费曼德投资基金合伙企业（有限合伙）、30.00% 上海国君创投证鑿一号股权投资合伙企业（有限合伙）的股权，公司可通过处置股权获得投资收益。但我们也应注意，受股权流动性所限，上述股权短期内变现或有一定困难。

（二）本期债券保障措施分析

深中小担为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，广东再担保就深中小担对本期债券应承担的担保责任为本期债券持有人提供无条件不可撤销的连带责任保证再担保，外部增信能为本期债券的偿还提供较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平

（1）保证方式、保证范围及保证期间

本期债券由深中小担提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本期债券的本金及利息、逾期利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，保证期间为本期债券发行首日至本期债券到期日后两年止。

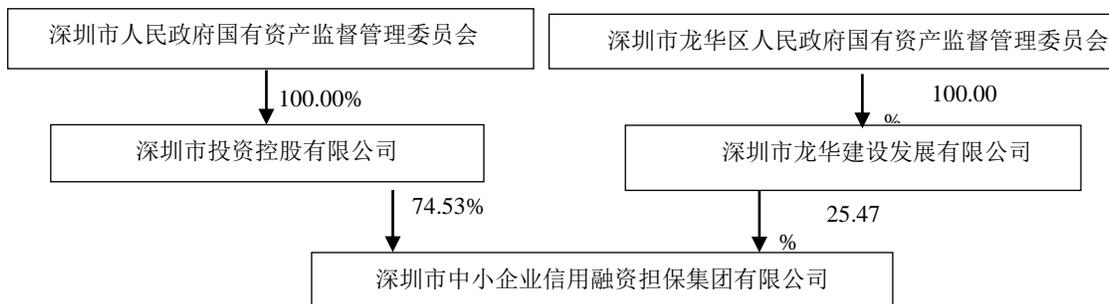
广东再担保就深中小担对本期债券应承担的担保责任，向本期债券持有人提供无条件不可撤销的连带责任保证再担保，保证范围包括本期债券的本金、利息及逾期利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

在保证期间的每个债券付息日及到期日若干工作日（根据合同约定）前，募集资金专项账户拟用于还本付息的资金不足以支付当期应付本息时，担保方深中小担需按要求将差额部分款项划入募集资金专项账户；若募集资金专项账户对应资金仍不足以支付当期本息时，由再担保方广东再担保根据要求将剩余差额部分款项划入募集资金专项账户，通过该方式来承担保证责任。

（2）深中小担基本情况

深中小担成立于2000年4月4日，为深圳市政府设立的政策性担保机构，近年深中小担持续增资，2018年经北京天圆会计师事务所（特殊普通合伙）于2018年7月31日出具的天圆全深验字【2018】000004号验资报告，深中小担资本公积转增注册资本25.05亿元。截至2018年9月末，注册资本为80亿元，净资产为101.31亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）持有深中小担股权比例为74.53%，实际控制人仍为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会，股权结构如图3所示。

图 4 截至 2018 年 9 月末深中小担产权及实际控制关系图



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

深中小担以深圳市内中小企业、政策性重点扶持产业为主要服务对象，业务品种包括贷款担保、委托贷款、增信业务、保函业务、投资业务、政府专项资金担保、小额贷款和典当业务等。2017年深中小担实现营业总收入9.07亿元，同比增长27.24%，2018年1-6月，深中小担实现营业总收入7.53亿元，为2017年营业总收入的83.02%，担保业务收入和委托贷款产生的利息收入是深中小担两大收入来源。其中2017年委托贷款利息收入实现39,296.15万元，同比增长36.82%，2018年1-6月委托贷款收入计入其他担保业务收入中。2017年深中小担实现担保费收入1.74亿元，同比增长13.32%，2018年1-6月担保费收入为0.91亿元，完成2017年全年担保费收入的52.70%。此外，深中小担保函收入主要由工程履约保函等非融资担保业务产生，2017年同比增长35.58%。

表 24 深中小担营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年
营业总收入	75,304.47	90,707.10	71,289.73
(一) 担保业务收入	71,664.49	86,349.20	66,801.91
其中：担保费收入	9,148.19	17,358.40	15,317.82
担保评审费收入	403.50	779.20	617.10
保函收入	9,347.84	12,690.58	9,360.43
其他担保业务收入	52,764.96	55,521.02	41,506.57
(二) 利息收入	3,018.08	3,903.23	3,056.11
(三) 手续费及佣金收入	621.90	454.69	1,431.70

注：1、保函收入含诉讼保函收入；其他担保业务收入含发债担保收入、其他业务收入和委贷利息收入，2017年发债担保收入10,691.63万元、其他业务收入5,533.24万元、委贷利息收入39,296.15万元；2、利息收入为小贷、典当业务收入。

资料来源：深中小担提供

近年监管政策导向推动担保行业健康长远发展，受益于股东持续注资，深中小担资本实力强，担保业务规模和收入均持续增长，截至2018年6月末，深中小担共在38家银行获得授信额度570亿元，远高于当前银行融资担保在保责任余额，且合作银行数量较多，银行融资担保业务未来仍具备较大的发展空间。深中小担担保业务风控执行效果相对较好，风险准备金计提较为充分，代偿能力强。深中小担最近两年又一期的代偿率均在0.3%以下，在行业内处于较低水平；截至2018年6月末，深中小担计提的各项准备金合计46,339.26万元，拨备覆盖率为337.93%。同时中证鹏元也关注到近年我国债券违约增多，深中小担委托贷款规模大幅增加，需关注后续回收情况等风险因素。

截至2017年末，深中小担资产总额为113.17亿元，所有者权益为97.44亿元，期末在保责任余额237.42亿元，其中融资性担保责任余额为128.89亿元，融资担保放大倍数为1.34；2017年度，深中小担实现营业总收入9.07亿元，利润总额5.55亿元，当期担保发生额326.17亿元。

截至2018年6月末，深中小担资产总额为114.63亿元，所有者权益为99.27亿元，期末在保责任余额244.07亿元，其中融资性担保责任余额为117.71亿元，融资担保放大倍数为1.22；2018年1-6月，深中小担实现营业总收入7.53亿元，利润总额5.74亿元，当期担保发生额168.21亿元。

表 25 深中小担主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
总资产	1,146,331.04	1,131,732.77	613,407.39	532,559.52
所有者权益合计	992,674.04	974,413.39	284,263.87	260,773.81
现金类资产	137,246.75	216,805.19	156,417.52	124,909.44
营业总收入	75,304.47	90,707.10	71,289.73	57,692.17

投资收益	587.15	1,578.60	514.64	2,722.31
利润总额	57,406.48	55,484.75	45,336.15	42,979.20
净资产收益率	-	6.52%	12.31%	12.91%
担保责任余额	2,440,658	2,374,212	1,936,522	1,793,431
其中：融资担保在保余额	1,177,055	1,288,877	1,004,172	909,783
当期担保发生额	1,682,070	3,261,664	2,811,627	2,601,866
拨备覆盖率	337.93%	274.36%	293.37%	344.49%
准备金覆盖率	3.94%	3.31%	3.98%	4.00%
融资担保放大倍数	1.22	1.34	3.60	3.56
当期担保代偿率	0.13%	0.25%	0.28%	0.30%
累计代偿回收率	63.40%	56.00%	52.04%	55.72%

注：2015年财务数据来源于2016年审计报告。

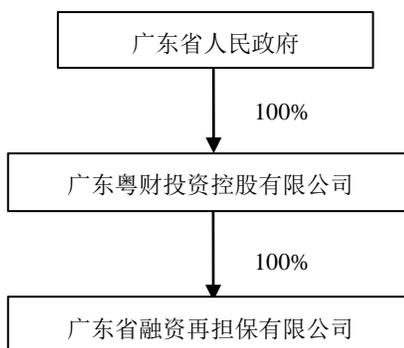
资料来源：深中小担2016-2017年审计报告及未经审计的2018年6月财务报表、深中小担提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，深中小担主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平。

(3) 广东再担保基本情况

广东再担保成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元。2011年3月更名为现名。经过历年增资，截至2018年末，广东再担保注册资本为60.60亿元，由粤财控股全资控股。粤财控股成立于1984年，是广东省人民政府授权经营单位，资本实力雄厚。广东再担保最终控制人为广东省人民政府。

图 5 截至 2018 年末广东再担保股权结构



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

作为广东省唯一的政策性再担保机构，广东再担保主要从事再担保业务和直接担保业务，收入主要来源于担保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。2016-2018年广东再担保分别实现营业收入49,438.22万元、46,883.85万元和40,369.05万元，其中担保费收入分别为18,710.79万元、22,203.44万元和15,632.08万元，占营业收入

比重分别为 37.85%、47.36%和 38.72%。由于自有资金较多，广东再担保将其投向银行理财、广州金融资产交易中心直融、信托等产品，获得可观的投资收益，同时银行存款亦获得较高的利息收入。2016-2018 年广东再担保利息净收入和投资收益合计分别占当期营业收入的 61.53%、51.02%和 59.53%，系广东再担保收入的重要构成。

表 26 2016-2018 年广东再担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	15,632.08	38.72%	22,203.44	47.36%	18,710.79	37.85%
其中：直保业务收入	15,548.91	38.52%	21,937.94	46.79%	18,262.54	36.94%
再担保业务收入	83.17	0.21%	265.50	0.57%	448.25	0.91%
利息净收入	7,563.04	18.73%	7,117.87	15.18%	6,412.18	12.97%
投资收益	16,467.90	40.79%	16,800.63	35.83%	24,005.99	48.56%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-467.51	-1.16%	361.12	0.77%	7,634.36	15.44%
其他业务收入	504.49	1.25%	761.90	1.63%	309.26	0.63%
其他收益	198.66	0.49%	-	-	-	-
资产处置收益	2.88	0.01%	-	-	-	-
合计	40,369.05	100.00%	46,883.85	100.00%	49,438.22	100.00%

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等。

资料来源：广东再担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，广东再担保资产总额为84.25亿元，所有者权益为71.65亿元；2018年度，广东再担保实现营业收入4.04亿元，利润总额2.16亿元。

表 27 广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	842,468.55	845,692.79	800,181.36
所有者权益合计	716,478.44	731,007.77	692,080.32
现金类资产	428,700.91	260,780.71	212,453.18
营业收入	40,369.05	46,883.85	49,438.22
担保费收入	15,632.08	22,203.44	18,710.79
利息收入	7,563.04	7,117.87	6,412.18
投资收益	16,467.90	16,800.63	24,005.99
利润总额	21,618.42	51,583.12	33,178.80
净资产收益率	2.19%	5.42%	4.39%
担保责任余额	2,367,606.00	1,926,910.00	1,951,313.00
其中：直接担保在保责任余额	1,600,618.00	1,717,848.00	1,330,723.00
当期担保发生额	4,277,802.00	4,149,813.00	3,468,117.00
拨备覆盖率	120.64%	777.43%	883.90%

准备金覆盖率	4.32%	3.92%	3.82%
融资担保放大倍数	2.39	2.10	1.51
直保业务当时代偿率	6.84%	0.00%	0.00%
再担保业务当时代偿率	0.03%	0.12%	0.00%
累计代偿回收率	8.63%	32.87%	36.06%

注：2016年财务数据采用2017年审计报告期初数。

资料来源：广东再担保2017-2018年审计报告、广东再担保提供，中证鹏元整理

综合来看，广东再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，广东再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证再担保能有效提升本期债券的信用水平。

九、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	53,280.01	77,443.94	155,687.00	60,486.51
应收票据及应收账款	103,651.42	77,129.12	63,362.80	9,715.80
存货	77,304.04	85,826.42	106,195.14	84,717.02
在建工程	43,389.01	40,271.48	31,767.83	21,509.89
总资产	373,586.96	384,270.15	454,681.99	317,453.35
短期借款	30,714.14	31,114.14	59,533.16	16,000.00
应付票据及应付账款	66,097.10	59,947.89	56,953.63	1,064.26
预收款项	40,209.04	45,238.34	40,890.20	33,754.00
应付债券	34,731.06	34,644.58	34,536.71	0.00
总负债	195,725.05	201,747.78	227,042.00	146,742.65
有息债务	84,329.10	79,803.58	99,555.14	17,064.26
所有者权益合计	177,861.91	182,522.37	227,639.99	170,710.69
营业收入	128,920.10	489,061.25	422,774.60	366,560.66
营业利润	-8,089.72	-9,123.66	24,808.37	31,139.06
净利润	-7,745.06	-12,707.65	21,657.79	27,922.83
经营活动产生的现金流量净额	-23,396.26	31,935.19	10,737.31	2,091.82
投资活动产生的现金流量净额	-296.94	-66,384.28	-33,391.70	20,046.67
筹资活动产生的现金流量净额	-1,447.12	-44,644.52	119,141.56	-15,052.34
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收票据及应收账款周转天数	-	51.71	49.46	43.89
存货周转天数	-	91.90	110.05	100.4
应付票据及应付账款周转天数	-	55.95	62.59	62.02
净营业周期	-	87.66	96.91	82.28
流动资产周转天数	-	220.36	233.16	187.72
固定资产周转天数	-	4.84	6.09	7.51
总资产周转天数	-	308.78	328.74	305.91
综合毛利率	10.95%	23.09%	26.14%	25.48%
期间费用率	17.22%	20.43%	20.50%	16.25%
营业利润率	-6.27%	-1.87%	5.87%	8.49%
总资产回报率	-	-2.08%	6.70%	10.62%
净资产收益率	-	-6.20%	10.87%	17.53%
营业收入增长率	-	-73.64%	15.34%	40.18%
净利润增长率	-	-39.05%	-22.44%	0.19%
资产负债率	52.39%	52.50%	49.93%	46.22%

流动比率	1.69	1.60	1.80	1.47
速动比率	1.21	1.08	1.23	0.88
EBITDA（万元）	-	-440.32	29,199.87	36,085.49
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.09	11.30	16.54
有息债务/EBITDA	-	-181.24	3.41	0.47
债务总额/EBITDA	-	-458.19	7.78	4.07
经营性净现金流/流动负债	-	0.19	0.06	0.01
经营性净现金流/负债总额	-	0.16	0.05	0.01

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末公司纳入合并范围子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
深圳市齐普生科技股份有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	99.95	0.05	投资设立
上海金证高科技有限公司	上海市	上海市	信息技术	100.00	-	投资设立
北京北方金证科技有限公司	北京市	北京市	信息技术	100.00	-	投资设立
成都市金证科技有限责任公司	成都市	成都市	信息技术	100.00	-	投资设立
成都金证信息技术有限公司	成都市	成都市	信息技术	100.00	-	投资设立
深圳市金证博泽科技有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	100.00	-	投资设立
南京金证信息技术有限公司	南京市	南京市	信息技术	58.80	41.20	投资设立
金证财富南京科技有限公司	南京市	南京市	信息技术	51.00	-	投资设立
深圳市金微蓝技术有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	47.25	-	投资设立
北京联龙博通电子商务技术有限公司	北京市	北京市	信息技术	100.00	-	购买
人谷科技(北京)有限责任公司	北京市	北京市	信息技术	90.00	-	购买
深圳市融汇通金科技有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	60.00	-	投资设立
珠海金智维信息科技有限公司	珠海市	珠海市	信息技术	51.00	-	投资设立
深圳奔球金融服务有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	100.00	-	购买
陕西金证科技有限公司	西安市	西安市	信息技术	52.00	-	购买
深圳金证引擎科技有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	53.00	-	投资设立
深圳市睿服科技有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	60.00	-	投资设立
深圳市金证投资有限公司	深圳市	深圳市	投资咨询	100.00	-	投资设立
金证技术(香港)有限公司	香港	香港	信息技术	100.00	-	投资设立
深圳市齐普生数字系统有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	-	100.00	投资设立
齐普生信息科技南京有限公司	南京市	南京市	信息技术	-	100.00	投资设立
北京市齐普生信息科技有限公司	北京市	北京市	信息技术	-	100.00	投资设立
金证联龙(天津)科技有限公司	天津市	天津市	信息技术	-	100.00	投资设立
深圳智泽金融服务有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	-	100.00	购买
深圳市知领互联信息有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	-	30.60	购买
江苏金证引擎供应链管理有限公司	南京市	南京市	信息技术	-	27.03	投资设立

深圳金证奇云健康管理有限公 司	深圳市	深圳市	信息技术	-	31.80	投资设立
深圳金证信息服务有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	-	100.00	投资设立
深圳市金万博科技有限公司	深圳市	深圳市	信息技术	-	51.00	投资设立

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入*100%
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) × 100%
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产的减少+递延所得税负债的增加
FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+长期借款+应付债券

附录四 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。