



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2023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.
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 2023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

- 该评级结果是考虑到：下游 IDC 行业市场空间仍广阔，南京佳力图机房环境技术股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：603912.SH）核心客户资质仍较优，在手订单在短期内仍能为公司经营业绩提供一定支撑，随着定增资金到位，公司资产负债率有所下降，流动性指标表现较好；同时也关注到，公司机房环境一体化产品毛利率下滑明显，拖累公司整体盈利能力，公司利润水平下滑明显，经营业绩对最大单一客户仍有一定依赖，主营业务仍存在一定垫资压力，存在数据中心项目建设进度不及预期和未来运营效益不及预期的风险。

评级日期

2023年5月19日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	28.19	20.20	19.78	16.54
归母所有者权益	19.01	10.01	10.17	9.52
总债务	6.22	6.25	5.73	3.45
营业收入	1.11	6.25	6.67	6.25
净利润	0.04	0.37	0.85	1.15
经营活动现金流净额	-1.60	0.71	0.74	0.27
净债务/EBITDA	--	-2.58	-3.74	-4.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.88	6.40	18.07
总债务/总资本	24.65%	38.44%	36.04%	26.53%
FFO/净债务	--	-10.02%	-13.87%	-17.80%
EBITDA 利润率	--	8.87%	17.40%	23.42%
总资产回报率	--	2.53%	6.48%	8.99%
速动比率	3.08	1.56	2.34	2.91
现金短期债务比	4.46	2.20	4.82	10.11
销售毛利率	23.76%	26.65%	33.06%	39.51%
资产负债率	32.57%	50.43%	48.58%	42.29%

注：2020-2022年公司净债务为负。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，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及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，在手订单可为经营业绩提供一定支撑。**公司主要客户仍主要为大型电信运营商，资质较优，截至 2022 年末，公司在手订单为 7.37 亿元，在短期内仍能为公司经营业绩提供一定支撑。
- **随着定增资金到位，公司资产负债率有所下降，流动性较好。**2023 年 3 月，公司通过定增方式募集 8.94 亿元用于数据中心（二、三期）项目建设，使得期末所有者权益大幅增加，资产负债率明显下降。随着定增资金的到位，公司货币资金大幅提升，流动性指标有所改善。
- **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。**公司控股股东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

- **机房环境一体化产品毛利率下滑明显，且 2023 年一季度延续跌势，拖累公司整体盈利能力。**公司盈利能力呈下降趋势，2022 年净利润同比下滑幅度超 50%，主要受机房环境一体化产品交付验收受阻碍以及及时确认收入，使得产能利用率大幅下降；主要通讯运营商客户集采价格下降挤压毛利空间；原材料价格上涨及人工成本增加三方面因素影响。2023 年一季度，公司盈利趋势仍延续跌势，且净利润同比降幅亦超 50%，公司主业盈利能力下降明显。
- **公司经营业绩对最大单一客户仍有一定依赖。**2022 年公司对最大单一客户的销售额占比较上年进一步下降至 30.51%，前五大客户集中度为 45.62%，公司经营业绩对最大单一客户需求规模仍有一定依赖，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，主营业务仍存在垫资压力。
- **仍需关注公司数据中心项目建设进度及运营效益不及预期风险。**根据公司提供的信息，本期债券募投项目南京楷德悠云数据中心项目（一期）预计 2023 年 9 月末达到预计可使用状态，数据中心项目（二、三期）预计 2024 年末可达到预计可使用状态，仍需关注上述项目建设进度及收益不及预期风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在手订单充裕，客户依然较为优质，且定增改善了公司偿债指标。

同业比较（单位：亿元）

指标	公司	申菱环境	英维克	依米康
总资产	20.20	36.19	40.42	22.82
营业收入	6.25	22.21	29.23	8.79
净利润	0.37	1.69	2.77	-0.53
销售毛利率	26.65%	27.77%	29.81%	17.36%
资产负债率	50.43%	55.92%	47.84%	67.41%

注：（1）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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-/佳力转债	2022-5-17	张伟亚、徐铭远	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和模型 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/佳力转债	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	2022-5-17	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次跟踪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2022年末，公司已累计使用募集资金19,765.29万元，本期债券募集资金余额为10,771.52万元。

三、发行主体概况

截至2023年3月末，公司股本增至38,697.32万股，较2021年末增加17,005万股，增量主要来源于2022年4月公司资本公积转增股本及2023年3月公司完成定增。2023年3月，公司向15名投资者定向发行股票8,322.14万股，募集资金净额为89,386.63万元。定增后，公司控股股东南京楷得持有公司股权比例由38.11%降至29.91%。公司实际控制人仍为何根林，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。截至2023年3月末，公司控股股东南京楷得已质押股份占其持股比例的47.11%。根据公司2023年4月发布的《佳力图控股股东集中竞价减持股份计划公告》，控股股东南京楷得拟通过集中竞价方式减持不超过386.9万股（含），占其持有公司股份的3.34%。

2022年7月，公司通过收购取得北京瑞达云迅科技有限责任公司（以下简称“瑞达云讯”）100%股权，瑞达云讯从事云视频业务和SD-WAN网络加速服务，以及面向不同行业的互联网组网、互联网通信等产品的研发和运营。2022年8月，公司通过瑞达云讯以2,800万元增持上海电信住宅宽频网络有限公司（以下简称“上海电信宽频”）20%股权，增持后，公司对上海电信宽频持股比例为40%。上海电信宽频主要经营业务为基础电信业务，宽带网络的开发，宽带网络的多媒体信息服务，楼宇智能化建设，网络及电子信息技术咨询服务等。2022年，上海电信宽频贡献投资收益384.58万元。2022年，公司新设子公司2家，具体情况见下表，公司计划通过新设子公司布局能源电力领域特殊环境设备。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内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
北京瑞达云讯科技有限责任公司	100.00%	2,000	技术服务	收购
江苏枫博环境科技有限公司	80.00%	1,000	技术服务	新设

江苏中电佳力华恒能源科技有限公司	99.00%	1,000	技术服务	新设
------------------	--------	-------	------	----

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业运营环境

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。

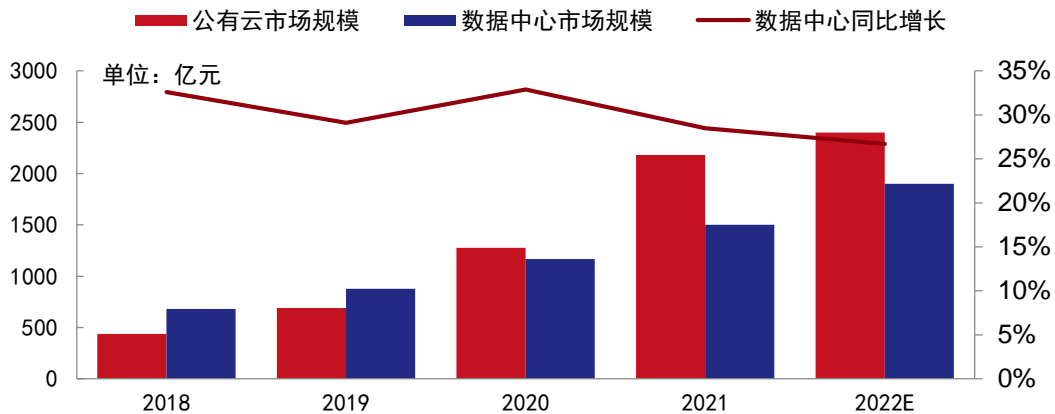
机房精密空调于上世纪80年代末由国外发达国家引入并开始在国内快速发展。在市场发展初期，国际厂商凭借其先发优势及品牌技术优势，占据行业主导地位。其中维谛技术有限公司占据国内机房精密空调市场30%左右的份额，技术以及品牌等竞争优势突出。内资企业近年借助国家政策支持以及行业大环境向好的契机，亦实现了较为明显的发展，对部分外资产品实现了国产替代。其中佳力图市场占有率全行业排名靠前，具备一定竞争力。从全行业来看，国内机房空调市场集中度较高，但近年不断有新企业加入参与，包括华为技术有限公司、烽火通信科技股份有限公司以及海信(山东)空调有限公司等，企业主要通过投标方式获取订单，终端市场价格较为透明，市场竞争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

受益于国内互联网产业及传统产业数字化转型的快速发展，2022年我国云服务和数据中心市场维持较快增长；同时“东数西算”工程则推动数据中心产业实现集约化、绿色化的高质量发展，未来在政策及市场驱动下，第三方数据中心运营商将迎来发展机遇期，并带动上游温控设备、供配电系统、服务器等领域的发展，但亦将面临市场主体快速增长而引发的行业竞争加剧风险

数字经济催生巨大算力需求，作为算力物理底座的数据中心迎来发展机遇期。在数字经济时代，算力正在成为一种新的生产力，广泛融合到社会生活的各个方面，为各行各业的数字化转型提供基础，其中互联网应用及公有云是中国数据中心产业最主要的需求来源，占有八成以上的机柜资源。2022年4月，工信部启动《企业上云用云实施指南（2022）》编制工作，持续深化企业上云行动，进一步提升应用云服务的能力和效果，推动企业高质量上云用云，而根据IDC数据，2022年我国公有云市场规模突破350亿美元，维持较快增长。此外，随着近年来算力及算法不断突破，AI向规模商用阶段迈进，其中AI算法在视觉、语音、自然语言处理等领域的发展较快，算力需求被广泛打开，遍及政务、学术科研、资源调度等各方面，预计未来算力60%的需求都来自于AI。数据中心作为数字化发展的关键基础设施，近年来发展迅速，根据中国信息通信研究院数据，按照标准机架2.5kW统计，截至2021年末，我国在用数据中心机架规模达到520万架，近五年年均复合增速超过30%，市场规模突破1,500亿元，未来增速仍保持在20%以上。

图 1 近年我国云服务和数据中心市场快速增长，AI 领域的大规模商用将支撑数据中心高速发展



资料来源：中国信息通信研究院，中证鹏元整理

一体化大数据中心政策推动数据中心布局优化，促进全国数据中心协同发展。由于数据中心对网络依赖性强，我国数据中心网络节点普遍集中于北上广深等一线城市。而随着数据中心规模快速发展，其对能源、土地、电力等资源要求日益提升，东部地区能耗指标紧张、电力成本高，大规模发展数据中心的难度和局限性持续加大。而我国西部地区资源充裕，特别是可再生能源丰富，具备发展数据中心、承接东部算力需求的潜力。2022年2月17日，国家发改委等部门联合印发文件，计划在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏建设8个国家算力枢纽节点、10个国家IDC集群，其中京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝枢纽四个节点主要负责处理工业互联网、金融证券、灾害预警等对网络要求较高的业务，内蒙古、贵州、甘肃、宁夏四个节点主要处理后台加工、离线分析、储存备份等对网络要求不高的业务，“东数西算”工程应运而生。长远来看，东部地区承接的应用多契合产业数字化转型的大方向，对经济增长有强带动效应。而西部地区在此过程中，也将实现富裕能源向数据资源的转换，东西部总体实现高质量发展。

图 2 “东数西算”优化数据中心布局，引导东西部地区协同发展

“数”指数据，“算”是算力，即对数据的处理能力，“东数西算”是通过构建数据中心、云计算、大数据一体化的新型算力网络体系，将东部算力需求有序引导到西部，优化数据中心建设布局，促进东西部协同联动。

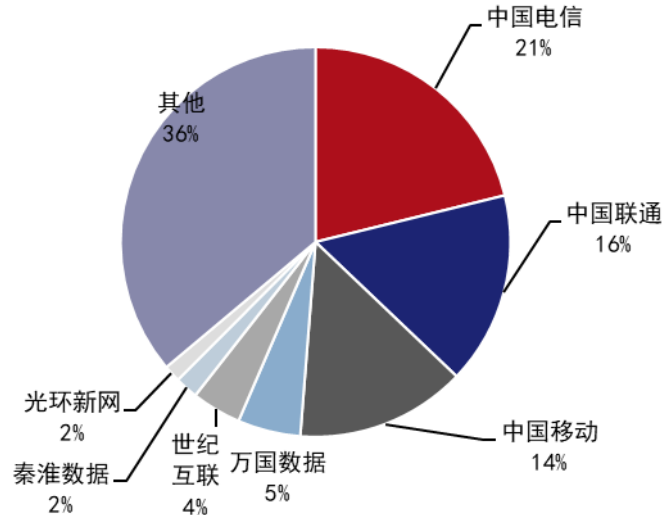


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

“东数西算”工程持续时间长、投资规模大，其中数据中心为投资过程中的核心驱动要素，并将提升温控设备、供配电系统、服务器等领域需求。“东数西算”工程既包括传统的土建工程，还涉及到IT设备制造、信息通信、绿色能源供给等，是数字经济时代下比肩“南水北调”、“西电东送”和“西气东输”等的重资产投资项目，工程将跨越“十四五”规划期，预计未来每年投资规模或超4,000亿元，其中以数据中心集群为代表的产业链将处于工程投资中的核心位置，存在广泛且持续的资本开支。根据部分枢纽节点相关数据中心规划情况，“十四五”规划的数据中心数量较“十三五”规划期间普遍翻倍，我们预计枢纽节点的建设将会带动全国数据中心投资保持高位。同时，政策文件对于能耗指标和上架率的要求将使得数据中心上游环节部分产业链直接受益，受益环节包括温控设备、供配电系统、服务器等。而“东数西算”工程未来将降低企业获取数据服务的负担，更多中小企业将获得上云计划，促进了如IaaS等云计算的需求和相关企业的发展机遇，最终形成数据需求和数据计算的正向循环，数据中心整体投资规模将进一步放大。

数据中心行业具有较高资金壁垒与技术壁垒，目前三大运营商占据主导地位，但第三方数据中心运营商近年来发展迅速。数据中心单位建设成本较高，同时，为了提高数据中心电能使用效率、保障供电稳定和容灾备份等，企业需储备较多的储能、蓄冷、算力网络、智能运维、超融合架构等核心技术。从竞争格局上看，以中国电信、中国联通、中国移动为代表的基础电信运营商，依托强大的资金、技术、客户、政策方面的资源优势，占据了我国50%以上的数据中心市场份额。而凭借专业运营能力、定制化服务、体制灵活等特点，近年第三方数据中心运营商发展迅速，涌现了一批诸如万国数据、世纪互联、秦淮数据、数据港、奥飞数据为主的专业数据中心运营商。但同时由于政策驱动、市场需求刺激，众多不同领域投资者涉足数据中心市场，获得数据中心运营资质的企业规模快速增长，数据中心建设数量也不断攀升，行业新进入者增多和原有企业的扩张，造成行业竞争压力加剧。特别是在业务需求不充分的地区，过高的数据中心建设量造成供过于求，可能导致数据中心行业的整体毛利率下降。

图3 截至2021年末三大运营商占据过半市场，但第三IDC运营商发展迅速



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

原材料价格仍居于历史高位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年以来，受全球需求回暖影响，铜材、钢材等大宗商品价格逐步回升，并于2021年创下近年新高；2022年钢材价格经历了先降后升行情，铜价于2022年7月中旬触及年度最低值后呈震荡上行趋势。综合来看，钢材价格较2021年最高值有所回落，铜材价格仍居于历史高位。机房空调等下游制造业盈利空间仍受到一定程度挤压。

图4 钢材价格较2021年最高值有所回落，铜材价格仍居于历史高位（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

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，并将进一步将产业链延伸至IDC运营业务；跟踪期内，公司销售毛利率下滑主要受产品单价下调及一体化产品验收受阻难以及时确认收入影响

2022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。2022年公司机房环境一体化产品受外部环境因素影响出现客户订单推迟执行、自身产品延迟开工及交付、供应商供货不及时、交付验收受阻等情况，导致现场施工及客户验收等环节有所延迟，公司机房环境一体化产品难以及时确认收入，该产品营业收入同比减少30.57%，拖累公司主营业务收入同比减少6.72%。公司精密空调业务受益于新产品的开发及多行业的市场开拓，实现营业收入同比增长18.09%。2023年第一季度，公司营业收入同比减少8.83%至11.13亿元。

毛利率方面，2022年公司主营业务销售毛利率下降6.13个百分点，其中精密空调和机房环境一体化产品毛利率分别较上年下降4.51和10.30个百分点。利润下滑一方面系公司主要客户通信运营商集中采购价格有所下降挤压公司毛利空间；另一方面，上游原材料涨价及人力成本有所增加。另外，公司机房环境一体化产品现场施工及客户验收等环节有所延期，难以及时确认收入进一步拉低公司毛利率。2023年一季度，公司销售毛利率仍有所下滑。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
精密空调	5,897.67	54.85%	31.59%	36,157.95	59.20%	26.32%	30,619.77	46.76%	30.83%
机房环境一体化产品	4,147.48	38.57%	13.40%	22,391.33	36.66%	20.78%	32,248.63	49.25%	31.08%
代维及其他	706.58	6.57%	30.55%	2,531.10	4.14%	76.80%	2,611.85	3.99%	69.70%
合计	10,751.73	100.00%	24.50%	61,080.38	100.00%	26.38%	65,480.25	100.00%	32.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司一体化产品产能利用率受外部环境因素影响下降较为明显，核心客户资质仍较优，在手订单对短期经营业绩提供一定支撑；销售规模对单一客户的依赖程度有所下降，对最大单一客户仍有一定依赖；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，2022年前三季度，公司供应链有所中断，日常经营活动及现场施工均受到较大影响，虽然第四季度开始加快产品生产、交付，但全年来看，一体化产品产、销量较上年均下滑明显，一体化产品产能利用率降至62.14%；精密空调业务产品验收受影响程度低于一体化产品，2022年产销量保持增长、产能利用率有所上升。公司一体化产品的产销率波

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。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。

受所处区域土地规划调整影响，公司IPO募投项目中的年产3,900台精密空调、150台磁悬浮冷水机组项目建设进度缓慢，预计2023年6月左右完成土地规划调整后的土地拍卖并开工建设，预计2024年下半年项目完工。IPO项目建成投产后，将对公司现有产能形成一定补充。

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
2022	精密空调	4,168	9,434	6,790	8,712	162.91%	92.35%
	一体化产品	1,685	2,005	1,047	3,153	62.14%	157.26%
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%

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。

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，近年产品单价呈下降趋势，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。2022年，公司在维护好现有的通讯行业客户基础上，积极开拓数据中心、电力行业等客户，增加多行业销售范围。公司对最大单一客户的依赖度有所下降，但前五大客户销售占比仍较高，面临一定的客户集中度风险。截至2022年末，公司在手订单为7.37亿元，在短期内仍能为公司的经营业绩提供一定支撑。

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
2022年	1	客户一	19,059.25	30.51%
	2	客户二	2,721.12	4.36%
	3	客户三	2,499.80	4.00%
	4	客户四	2,301.77	3.68%
	5	客户五	1,920.62	3.07%
		合计	28,502.57	45.62%
2021年	1	客户一	31,496.97	47.22%

	2	客户二	3,308.75	4.96%
	3	客户三	1,560.96	2.34%
	4	客户四	1,502.44	2.25%
	5	客户五	1,302.55	1.95%
	合计		39,171.67	58.73%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 截至 2022 年末公司在手订单情况（单位：万元）

序号	客户名称	产品类型	订单金额
1	客户一	精密空调&一体化	28,291.30
2	客户二	精密空调&一体化	12,118.33
3	客户三	精密空调	4,158.15
4	客户四	精密空调&一体化	2,835.00
5	客户五	精密空调&一体化	2,490.16
6	其他	精密空调&一体化	23,854.98
合计			73,747.91

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，2022年直接材料占总成本的比重较为稳定，其他主要为安装成本、人工及制造费用，各项支出成本均略有增长。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震荡上行，仍处于历史相对高位，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构成较大压力。从供应渠道来看，2022年公司的供应商集中度较上年提升了7.41个百分点，主要系数据中心项目尚处于建设期，公司增加对该项目施工采购。

表6 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	33,229.27	73.90%	32,627.95	73.83%
安装成本	7,514.50	16.71%	7,631.73	17.27%
制造费用	1,580.66	3.52%	1,407.46	3.18%
直接人工	1,487.66	3.31%	1,244.49	2.82%
运输费用	566.09	1.26%	492.41	1.11%
其他	587.15	1.31%	791.36	1.79%
合计	44,965.33	100.00%	44,195.40	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 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
2022 年	1	供应商一	13,456.28	18.13%
	2	供应商二	5,051.89	6.81%

	3	供应商三	3,437.70	4.63%
	4	供应商四	2,729.39	3.68%
	5	供应商五	2,479.24	3.34%
		合计	27,154.49	36.59%
2021 年	1	供应商一	5,458.43	9.19%
	2	供应商二	3,396.23	5.72%
	3	供应商三	3,128.81	5.27%
	4	供应商四	3,044.19	5.12%
	5	供应商五	2,667.33	4.49%
			合计	17,694.98

注：供应商一为公司数据中心项目施工方。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司约30%货款待产品验收合格后支付，且公司一体化产品业务流程较长，项目终验阶段一般为6-12个月，上述业务性质决定公司面临一定的垫资压力，跟踪期内公司整体营运资金管理效率未发生较大变化

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，项目终验期一般为6-12个月，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。2022年公司应收、应付账款和存货周转天数均有所拉长。综合来看，净营业周期保持稳定，公司营运资金管理效率未发生较大变化。

表8 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2022年	2021年
应收款项周转天数	141.36	129.67
存货周转天数	204.01	188.94
应付款项周转天数	178.73	155.35
净营业周期	166.64	163.26

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司计划通过南京楷德悠云数据中心项目切入下游IDC运营业务，数据中心一期项目有望在2023年第四季度投产，数据中心（二、三期）主要建设资金已通过定增发行募集到位，但仍需关注项目建设进度不及预期及建成后运营效益不及预期的风险

公司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，其中土地厂房及配套设施等投资约为3亿元，设备投资约为12亿元，分三期实施，其中一期规划建设2,800架标准服务器20A机柜，项目合计投资约4.31亿元，资金来源主要为本期债券募集资金，截至2022年末，已使用募集资金1.98亿元，占募集资金净额的67.39%；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2,800架，资金来源主要为公司非公开发行股票募集资金。截至2023年3月末，公司定增募集资金净额8.94亿元已全部到位。项目进度方面，公司数据中心一期项目已完成土建，目前处于内部装修及机电设备入驻安装调试阶段，预计2023年9月末达到预计可使用状态；数据中心（二、三期）目前尚处于主体厂房建设阶段，预计2024年末可达到预计可使用状态。

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。公司数据中心项目（一期）有望在2023年第四季度实现营业收入，公司目前已与中国联合网络通信有限公司南京市分公司、北京民商科惠科技有限公司等客户签订了合作协议，但仍需关注建成后运营效益不及预期的风险。数据中心（二、三期）项目也需关注建设进度不及预期风险。

六、财务分析

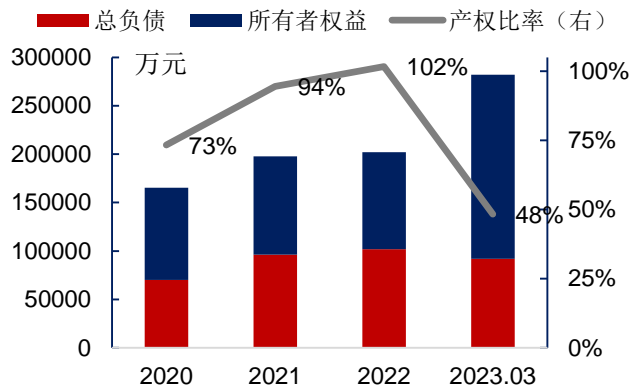
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内新纳入合并报表范围子公司3家，具体情况见表1。

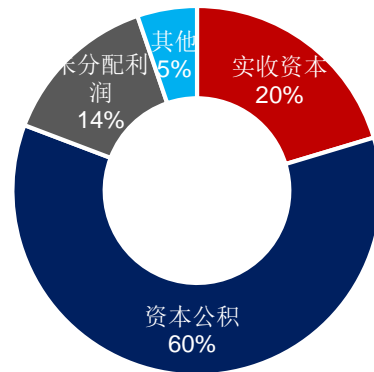
资本实力与资产质量

公司定增募集资金到位，在手现金类资产较为充裕，总资产规模保持增长；资产流动性将随着项目投入及在建工程转固的增加下降

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。2023年3月，公司定向增发0.83亿股，募集资金净额8.94亿元，使得期末所有者权益大幅增加，产权比率下降明显，公司总负债规模有所下降，净资产对于总负债的覆盖程度上升。

图 5 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金占比较高，2023年3月，公司定增发行募集资金到位，期末货币资金规模大幅提升。2022年末，公司因用作保函保证金而使用受限的资金为778.56万元，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2022年末部分理财到期，期末余额有所下降，账面现金类资产较为充裕。

公司约30%货款待产品验收合格后收取，且一体化产品业务项目终验阶段周期较长，上述业务性质决定公司应收账款账期较长，应收账款对公司营运资金形成一定占用，2022年末公司应收账款占比较为稳定。从账龄来看，截至2022年末一年以上账龄部分的余额占比为25.26%，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2022年末坏账准备占比增加1.20个百分点至13.89%，继续面临一定的回款风险；集中度方面，2022年受客户的市场需求调整影响，公司应收账款的分散程度进一步上升，前五大应收对象的占比较2021年末下降12.78个百分点至21.61%。

公司存货构成中发出商品及原材料期末余额占比较高。2022年末，受物流等因素影响，公司发出商品未实现客户验收有所增加，使得期末发出商品有所增加。期末存货跌价准备余额为1,154.74万元，规模较上年有所下降，主要系对发出商品和库存商品计提。2022年，公司追加对上海电信宽频投资2,800.00万元，对应持股比例20.00%，期末公司对上海电信宽频持股比例增至40.00%。

公司在建工程主要系对南京楷德悠云数据中心项目（一至三期）的建设投入，2022年新增投入2.21亿元。公司数据中心项目计划总投资为15亿元，其中，第一期资金来源主要为本期债券，第二、三期资金主要来源为定增募资。预计2023年公司项目投入规模较大，将带动公司在建工程及固定资产规模扩张。公司无形资产主要系土地使用权。公司其他非流动资产主要为预付设备款，2022年末较上年有所下降。

总体来看，公司受限资产规模较小，随着定增募集资金到位，公司总资产规模保持增长，目前资产流动性较好；预计2023年资本性投入规模较大，随着数据中心项目投入及转固定资产增加，非流动资产比重将有所上升，需关注数据中心项目建设进度及收益不及预期风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

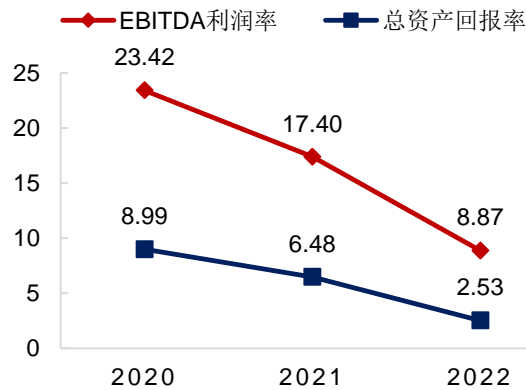
项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	149,776.40	53.14%	67,808.31	33.57%	81,767.04	41.33%
应收账款	27,311.55	9.69%	26,142.62	12.94%	22,920.94	11.59%
存货	28,756.70	10.20%	27,849.79	13.79%	24,088.58	12.18%
交易性金融资产	5,017.18	1.78%	10,003.20	4.95%	20,136.36	10.18%
流动资产合计	219,232.83	77.78%	140,237.56	69.42%	158,181.91	79.95%
长期股权投资	8,602.87	3.05%	8,602.87	4.26%	5,766.60	2.91%
固定资产	6,667.35	2.37%	6,837.87	3.38%	7,173.96	3.63%
在建工程	35,689.64	12.66%	35,526.16	17.59%	13,459.44	6.80%
无形资产	5,841.56	2.07%	5,894.56	2.92%	5,927.31	3.00%
其他非流动资产	4,080.30	1.45%	3,120.48	1.54%	5,765.70	2.91%
非流动资产合计	62,639.53	22.22%	61,775.42	30.58%	39,665.29	20.05%
资产总计	281,872.36	100.00%	202,012.98	100.00%	197,847.20	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年，公司产品单价下降，叠加原材料及人工成本增加影响，公司盈利能力呈下降趋势；随着数据中心项目投入运营，有望为公司带来新的利润增长点

2022年公司营业收入同比下降6.33%至6.25亿元，但净利润下滑57.13%。一方面，2022年前三季度受供应链中断影响，公司产品无法正常生产及交付，产品无法验收使得一体化产品收入降幅较大；另一方面，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，且产品单价下降进一步挤压公司毛利率空间。2023年一季度，公司收入同比有所减少，净利润同比降幅为69.54%，仍延续下跌势头，主要原因系产品毛利率下降以及研发费用增加所致。2022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，公司在手订单预计可为未来一年内的营业收入提供支撑；随着数据中心项目（一期）投入运营，有望为公司带来新的业务增长点。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务规模略有上升，EBITDA对利息覆盖程度有所减弱，但覆盖程度尚可；预计2023年资本性支出规模将大幅上升，但由于主要建设资金已通过发行本期债券及定增募资到位，资金压力较小

公司总债务构成主要为银行借款及债券融资，2022年末总债务占比小幅上升至61.40%。公司银行借款主要系为应对未来的资金需求，增加了借款的储备规模。公司银行借款以短期借款为主，均为信用借款，银行融资成本低于LPR基准利率。2022年本期债券转股金额为162.60万元，截至2022年末尚未转股余额为2.98亿元，经过利息调整和计提票面利息后，计入应付债券的金额为2.69亿元。

经营性债务方面，公司应付账款系应付货款和设备款，随着公司与上游设备供应商议价能力提升，应付账款规模有所增长。同时公司对部分客户收取预收款，计入合同负债。截至2022年末，公司其他应付款主要包括数据中心项目应付的工程履约保证金及应付暂收款。

表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	34,034.18	37.07%	28,016.41	27.50%	20,007.34	20.82%
应付账款	18,090.94	19.71%	24,795.95	24.34%	20,706.52	21.54%
应付票据	883.16	0.96%	7,583.16	7.44%	1,210.80	1.26%
合同负债	5,427.81	5.91%	7,001.75	6.87%	8,383.35	8.72%
其他应付款	1,770.88	1.93%	1,942.00	1.91%	2,936.39	3.06%
流动负债合计	61,935.68	67.46%	72,234.27	70.91%	57,257.91	59.57%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	10,008.37	10.41%
应付债券	27,247.07	29.68%	26,944.21	26.45%	26,106.04	27.16%
非流动负债合计	29,869.81	32.54%	29,631.87	29.09%	38,854.37	40.43%
负债合计	91,805.48	100.00%	101,866.14	100.00%	96,112.28	100.00%

总债务合计	62,164.41	67.71%	62,543.78	61.40%	57,332.56	59.65%
其中：短期债务	34,917.34	38.03%	35,599.57	34.95%	21,218.15	22.08%
长期债务	27,247.07	29.68%	26,944.21	26.45%	36,114.41	37.58%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年第一季度，受定增影响，公司所有者权益大幅提升带动杠杆水平压降，总债务/总资本呈下降趋势。由于盈利下滑，2022年EBITDA对利息覆盖程度有所减弱，但覆盖程度尚可。公司IPO项目投入缓慢，本期债券募投项目2022年项目支出以支付工程款为主，尚有较大规模的资金沉淀，结合公司自身经营积累，公司近两年净债务为负值，净债务/EBITDA和FFO/净债务均为负。

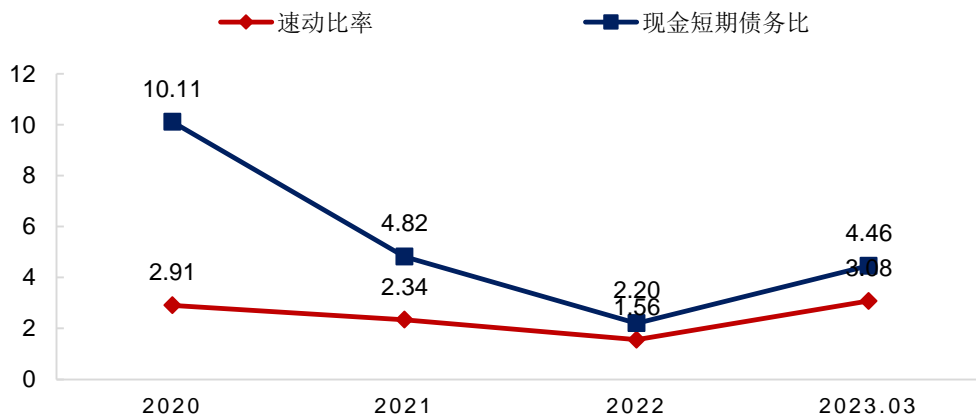
2022年，公司主营业务回款规模受验收工期延迟等影响有所下降，货款支付规模亦下降，综合影响下公司经营活动现金净流入规模较上年有所下滑；投资性活动方面，银行理财投资的支出及到期赎回资金较为平衡，投资活动现金净流出规模较上年有所扩大，主要系2022年数据中心项目处于土建阶段，资本性支出规模较上年增加所致；根据数据中心项目的建设安排，预计2023年公司资本性支出规模将大幅提升；筹资活动现金呈净流出状态主要系2022年度现金分红影响。

表11 公司现金流及杠杆状况指标（万元）

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	-15,958.55	7,138.98	7,393.07
FFO	-1,345.13	1,434.04	6,020.69
资产负债率	32.57%	50.43%	48.58%
净债务/EBITDA	--	-2.58	-3.74
EBITDA 利息保障倍数	--	2.88	6.40
总债务/总资本	24.65%	38.44%	36.04%
FFO/净债务	--	-10.02%	-13.87%
经营活动净现金流/净债务	17.12%	-49.89%	-17.04%
自由现金流/净债务	19.48%	89.97%	21.88%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司的资金投入集中在资产长端的项目建设，而短期借款亦小幅增加，受此影响，公司速动比率小幅下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度有所下滑；2023年3月，随着定增募集资金的到位，公司货币资金规模大幅提升，流动资产规模增加，流动性指标均有所改善，综合而言，公司流动性比率仍处较好水平。公司作为上市公司，项目资金压力小，公司外部融资能力尚可；银行融资方面，截至2022年末，公司银行授信总额为8.80亿元，其中尚未使用授信为5.54亿元，具备一定的流动性资源储备。

图 8 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

跟踪期内，公司 ESG 表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司 2023 年 4 月 28 日提供的《南京佳力图机房环境技术股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而收到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而收到政府部门处罚的情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保的情形。

公司治理

跟踪期内，公司高管未发生变动，公司经营管理模式较为稳定，未发生重大变化。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 4 月 17 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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2023 年 5 月 8 日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

八、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2023年5月9日，前述抵押股票公允价值为4.91亿元，是本期债券当前本金的163.60%。质押担保的范围为公司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）。

表12 跟踪期内公司抵/质押资产情况（单位：亿元）

质押资产名称	最新公允价值	基准日	是否办妥质押登记手续
2,863.44 万股公司流通股	4.91	2023年5月9日	是

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

九、结论

公司所处的机房空调作为IDC配套基础设施，下游IDC行业市场空间仍广阔，公司核心客户资质仍较优，在手订单在短期内仍能为公司经营业绩提供一定支撑，公司尚处于建设期的IDC运营项目一期预计2023年第四季度可投入运营，有望为公司带来新的业务增长点。公司2022年营业收入有所下滑，公司产品单价下降挤压毛利润空间，叠加原材料及人工成本增加影响，公司盈利能力呈下降趋势。公司总债务规模略有上升，各项偿债指标有所下滑，但表现仍较好。综合而言，公司仍具备较强的抗风险能力。

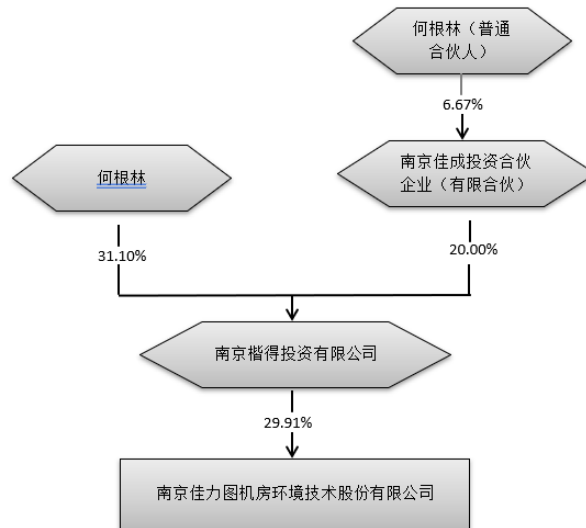
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“佳力转债”的信用等级为AA-。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	149,776.40	67,808.31	81,767.04	65,820.53
应收账款	27,311.55	26,142.62	22,920.94	25,130.79
存货	28,756.70	27,849.79	24,088.58	22,775.31
交易性金融资产	5,017.18	10,003.20	20,136.36	29,084.09
流动资产合计	219,232.83	140,237.56	158,181.91	143,923.99
在建工程	35,689.64	35,526.16	13,459.44	2,166.87
非流动资产合计	62,639.53	61,775.42	39,665.29	21,488.41
资产总计	281,872.36	202,012.98	197,847.20	165,412.40
短期借款	34,034.18	28,016.41	20,007.34	6,000.00
应付账款	18,090.94	24,795.95	20,706.52	17,824.89
流动负债合计	61,935.68	72,234.27	57,257.91	41,635.71
长期借款	0.00	0.00	10,008.37	0.00
应付债券	27,247.07	26,944.21	26,106.04	25,086.25
非流动负债合计	29,869.81	29,631.87	38,854.37	28,318.58
负债合计	91,805.48	101,866.14	96,112.28	69,954.28
总债务	62,164.41	62,543.78	57,332.56	34,473.19
所有者权益	190,066.87	100,146.84	101,734.91	95,209.17
营业收入	11,129.13	62,475.45	66,700.90	62,525.94
营业利润	731.76	3,798.59	9,898.15	13,034.49
净利润	429.06	3,650.22	8,514.64	11,539.78
经营活动产生的现金流量净额	-15,958.55	7,138.98	7,393.07	2,725.26
投资活动产生的现金流量净额	2,875.21	-11,963.92	-3,077.79	7,208.17
筹资活动产生的现金流量净额	95,187.89	-8,762.04	17,448.24	23,971.36
EBITDA	-421.04	5,542.91	11,602.80	14,642.51
FFO	-1,345.13	1,434.04	6,020.69	10,510.60
净债务	-93,225.69	-14,308.23	-43,398.95	-59,056.03
销售毛利率	23.76%	26.65%	33.06%	39.51%
EBITDA 利润率	--	8.87%	17.40%	23.42%
总资产回报率	--	2.53%	6.48%	8.99%
资产负债率	32.57%	50.43%	48.58%	42.29%
净债务/EBITDA	--	-2.58	-3.74	-4.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.88	6.40	18.07
总债务/总资本	24.65%	38.44%	36.04%	26.53%
FFO/净债务	--	-10.02%	-13.87%	-17.80%
速动比率	3.08	1.56	2.34	2.91
现金短期债务比	4.46	2.20	4.82	10.11

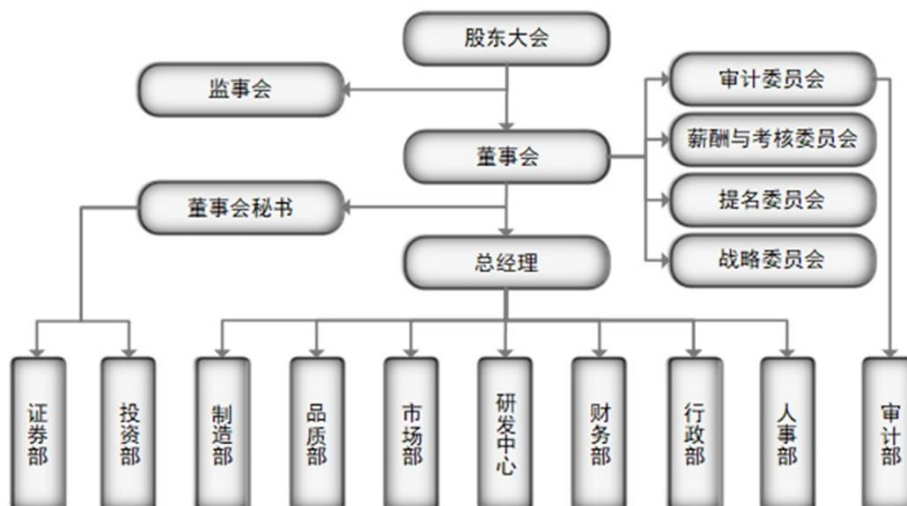
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022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
北京瑞达云讯科技有限责任公司	2,000	100.00%	技术服务
江苏枫博环境科技有限公司	1,000	80.00%	技术服务
江苏中电佳力华恒能源科技有限公司	1,000	99.00%	技术服务

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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。