

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 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【156】号 01

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2025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-

评级日期

2025 年 6 月 13 日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

本次等级的评定是考虑到：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）核心客户以大型通信运营商及数据中心为主，客户资质较优，在手订单较为充裕，中短期内仍可为公司经营业绩提供一定支撑，公司控股股东南京楷得投资有限公司（以下简称“南京楷得”）将其持有的部分公司股票用于本期债券的质押担保，可在一定程度上提升本期债券的安全性；同时也关注到，跟踪期内，公司盈利能力维持平稳，但总资产回报率已维持低位，原材料价格波动对公司未来经营业绩构成一定压力，公司短期偿债压力呈上升趋势，2025 年第一季度，公司经营活动现金流量持续净流出，主营业务仍存在一定的垫资压力，仍需关注数据中心项目未来运营效益不及预期的风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	34.47	32.62	29.72	20.20
归母所有者权益	18.72	18.85	18.92	10.01
总债务	10.53	7.70	6.00	6.25
营业收入	1.36	8.06	6.35	6.25
净利润	-0.13	0.36	0.35	0.37
经营活动现金流净额	-1.25	0.47	-0.74	0.71
净债务/EBITDA	--	-13.93	-23.40	-2.21
EBITDA 利息保障倍数	--	1.07	1.27	3.18
总债务/总资本	35.98%	28.99%	24.08%	38.44%
FFO/净债务	--	2.13%	-1.24%	-14.85%
EBITDA 利润率	--	6.24%	6.20%	9.79%
总资产回报率	--	1.77%	1.94%	2.53%
速动比率	1.78	1.86	2.48	1.56
现金短期债务比	2.35	3.09	4.80	2.20
销售毛利率	17.88%	20.90%	25.41%	26.65%
资产负债率	45.66%	42.20%	36.31%	50.43%

注：2022-2024 年公司净债务为负。
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及 2025 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

正面

- 随着行业数字化转型的加速及 AI 等新应用场景的出现，对算力设备和承载算力的数据中心需求激增，公司下游 IDC 行业市场空间仍广阔。近年来数字经济快速发展、AIGC 大模型商用落地，我国算力需求激增将支撑数据中心建设持续发展。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；同时公司扩产项目及计划切入下游的 IDC 业务运营在即，或将成为公司未来新的业绩增长点。
- 核心客户以大型通信运营商及数据中心为主，在手订单较充裕，为公司中短期经营业绩提供有力支撑。公司主要客户仍主要为大型通信运营商，资质较优，截至 2024 年末，公司在手订单为 9.70 亿元，较上年末增加 2.06 亿元，相较于往年有所增加，中短期内仍能为公司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。公司控股股东南京楷得将其持有的公司 5,612.33 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

- 跟踪期内，公司盈利能力维持平稳，但总资产回报率已处于低位，且原材料价格波动对公司经营业绩构成一定压力。随着市场竞争加剧、人工及原材料成本上涨等多重因素影响，公司毛利率持续下滑，总资产回报率已维持低位，且进入 2025 年以来，公司主要原材料之一铜材价格中枢仍维持高位，仍需关注铜价波动给公司带来的成本管控压力。
- 短期偿债压力呈上升趋势。随着短期借款规模增加，公司资产负债率逐年上升，且配合在建项目建设需求，预计 2025 年公司资本性支出规模将增加，公司资产流动性将逐步下降，短期偿债压力呈上升趋势。
- 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，整体营运效率一般，2025 年第一季度，公司经营活动现金流量净额为-1.25 亿元，主营业务仍存在垫资压力。
- 公司数据中心项目预计实际投入运营时间仍具有一定不确定性，且仍需关注后期运营效益情况。公司南京楷德悠云数据中心项目已于 2024 年 12 月底完成通电工作，预计一期项目实际投入运营时间为 2025 年第四季度，但仍具有一定不确定性，且由于该项目多次延期，投产后仍需关注运营效益不及预期风险。

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较为充裕，中短期营业收入较有保障，且客户以大型通信运营商、数据中心为主，较为稳定，且随着公司新增产能建设项目投产及数据中心项目进入运营期，公司收入规模仍有一定增长空间。

同业比较（单位：亿元）

指标	佳力图	申菱环境	英维克	依米康
总资产	32.62	53.60	60.14	16.79
营业收入	8.06	30.16	45.89	11.45
营业收入同比增长率	26.80%	20.11%	30.04%	42.84%
净利润	0.36	1.11	4.54	-0.87
销售毛利率	20.90%	23.80%	28.75%	13.79%
总资产回报率	1.77%	2.71%	9.59%	-4.86%
资产负债率	42.20%	52.48%	51.56%	80.37%

注：（1）以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，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_2023V1.0
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
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-

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好。

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	2024-6-17	2026-7-30

一、 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）。根据公司2025年3月22日发布的《佳力图2024年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2024年末，本期债券募集资金余额为8,474.80万元。2025年2月18日，公司召开2025年第一次临时股东大会，审议通过了《关于公开发行可转换公司债券募集资金投资项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的议案》，同意公司将可转换公司债券募集资金投资项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金，注销相应募集资金专户。根据公司2025年2月27日披露的《关于公开发行可转换公司债券募集资金专户销户完成的公告》，公司已将可转换公司债券募集资金专户余额全部转入公司自有资金账户用于补充流动资金，可转换公司债券募集资金专户已销户。

二、 发行主体概况

截至2025年3月末，公司注册资本及实收资本为5.42亿元，控股股东南京楷得对公司直接持股28.91%，公司实际控制人何根林先生直接持有南京楷得31.10%股权，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，对公司间接持股合计为9.38%。截至2025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50.00%，其中71.66%已质押股份用于本期债券担保。

跟踪期内，公司合并报表范围未发生变化。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。截至2024年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司合计5家，详见附录四。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求

不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

（一）机房空调行业

机房空调行业在技术升级和需求增长的双重驱动下，具备良好的发展前景，但由于市场竞争激烈加剧，机房空调领域中小企业可能面临的生存压力增大，机房空调领域企业需要持续投入研发，以保持技术领先地位

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（Vertiv）连续16年位居中国机房空调市场第一，全球份额领先，施耐德、世图兹（Stulz）在高端市场占据技术优势。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。根据公开资料显示，2023年中国机房空调市场规模进一步扩大至87.5亿元，同比增长近13%。这一增长表明，机房空调市场正在步入一个高速增长期。2023年，中国机房空调市场呈现出高度集中的竞争格局。前五大厂商合计占据了近三分之二的市场份额，显示出行业集中度较高。其中，华为数字能源凭借其出色的机房空调产品，在2023年成功超越维谛技术，位居市场首位。艾特网能、英维克和世图兹紧随其后，分别占据一定市场份额。从制冷冷源来看，2023年风冷型仍是机房空调中的主流机型，占据约50%以上的市场份额。但随着液冷技术的推广，预计到2028年，液冷产品的市场占比将显著上升。

随着人工智能、云计算、大数据等行业的快速发展，数据中心的建设和运维需求激增，且随着绿色

环保意识提高及能源效率的要求，机房空调的智能化和节能环保性能成为市场竞争的关键因素。机房空调市场在技术升级和需求增长的双重驱动下，具备良好的发展前景。与此同时，随着新技术的不断涌现，传统技术可能面临淘汰的风险。机房空调领域企业需要持续投入研发，以保持技术领先地位。由于市场竞争激烈加剧，且市场集中度逐步向头部企业集中，机房空调领域中小企业可能面临的生存压力增大。

（二）IDC行业

AI改善IDC行业供需格局，掌握高功率机柜交付能力的厂商有望抢占先机，但部分IDC厂商资本开支规模较大，杠杆水平明显抬升，需关注后期行业增速放缓可能带来的竞争压力和偿债压力

AI打开全新增长空间，IDC需求侧显著回暖。移动互联网高速发展时期，接入流量需求快速扩大，带动IDC行业高速发展。随着流量红利期进入尾声，IDC需求有所下降，同时流量红利末期的投资惯性叠加“新基建”背景的催化，数据中心总供给规模仍在增加，行业出现供需错配现象。近年来，AI的发展推动算力需求不断提升，IDC需求侧景气度显著回暖。智算中心主要承载GPU服务器，2024年GPU（含集成显卡和独立显卡）总出货量同比增长6%。国内互联网巨头的资本开支规模及规划亦传达了IDC需求的增长趋势，24Q1-Q4，阿里巴巴和腾讯资本开支分别同比增长258.36%和123.86%至714亿元和768亿元，在未来资本开支的预期上，阿里巴巴、腾讯分别上调到1,300亿元/年、1,000亿元/年，百度亦将AI提升为内部最大的战略优先级。

IDC需求落地情况较好。可承载AI算力集群的数据中心一般为批发型数据中心，由IDC厂商为大型互联网公司或电信运营商提供定制化的服务器托管服务，在机电设备的采购方面往往受客户采购“白名单”约束，在完成数据中心土建阶段后，IDC厂商通常会在确定客户需求的基础上再推进机房建设的投资，故IDC厂商在建工程转固情况可体现预期需求落地情况，2024年，大部分主流第三方IDC厂商的转固规模均较大。

图1 主流第三方 IDC 厂商转固及营收增速情况

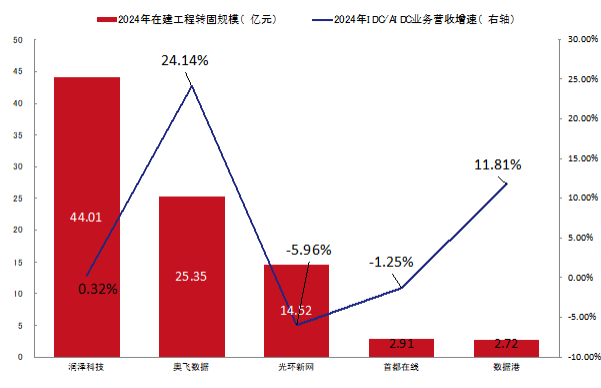
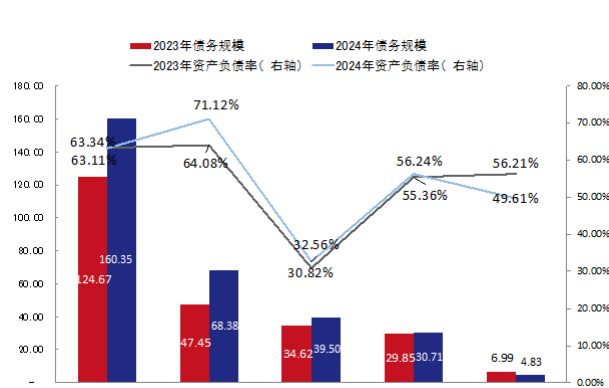


图2 主流第三方 IDC 厂商杠杆情况



资料来源：各公司 2024 年度报告，中证鹏元整理

注：债务规模=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

智算中心对功率提出更高要求，“有效供给”稀缺性上升，行业发展面临分化。AI服务器对功率提出了更高要求，行业需求逐步从低功率机柜向高功率机柜升级，传统数据中心机柜已无法满足，但传统数据中心的升级受能耗指标严格限制，只有掌握了高功率机柜交付能力的厂商才有望在本轮AI浪潮中抢占先机，近年万国数据、世纪互联、润泽科技等头部企业的项目规划力度均较大。但需要关注的是，为提前锁定需求，主流第三方IDC厂商资本开支规模普遍较大，债务规模明显扩大；同时，根据赛迪研究院数据，2024年上半年，国内已建和在建的智算中心超过 250 个，智算中心相关招投标事件 791 起，同比增长高达 407.1%，需关注后期行业增速放缓可能带来的偿债压力和竞争压力。

表1 2024年末国内主流第三方 IDC 厂商项目情况

公司名称	已投产项目情况
万国数据	在运营的总净机房面积为 613,583 平方米，其中 91.9%已获客户签约；总在建净机房面积为 102,691 平方米，其中 64.1%已获客户预签约
润泽科技	已在京津冀·廊坊、长三角·平湖、大湾区·佛山和惠州、成渝经济圈·重庆、甘肃·兰州和海南·儋州等全国 6 大区域建成了 7 个 AIDC 智算基础设施集群，基本完成了全国“一体化算力中心体系”框架布局，全国合计规划 61 栋智算中心、约 32 万架机柜
世纪互联	截至 2024 年 11 月 21 日，世纪互联在全国 20 多个城市运营超过 50 座数据中心，基地型业务容量达到 358MW，城市型运营机柜数超过 5.2 万个
奥飞数据	2024 年末，公司自建自营的数据中心运营机柜按标准机柜折算超过 4.3 万个，还有多个大型数据中心项目正在建设中
光环新网	按照单机柜 4.4KW 统计，公司在全国范围内规划机柜规模已超过 23 万个，截至目前已投产机柜超过 5.9 万个
数据港	公司共建设运营 35 个数据中心，截至 2024 年 12 月 31 日运营总电力容量 371MW，折算成容量 5kw/个标准机柜约 7.42 万个

资料来源：各公司 2024 年度报告、世纪互联官网，中证鹏元整理

四、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，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。跟踪期内，公司实现营业总收入8.06亿元，同比增长26.80%，其中精密空调产品收入同比增长44.70%，机房环境一体化产品收入同比微增3.70%。2025年第一季度，受订单验收增加带动，公司营业收入同比增长18.90%至1.36亿元。毛利率方面，2024年公司主营业务销售毛利率下降4.82个百分点，毛利率下降主要受市场竞争激烈，大型通信运营商集采订单价格有所下调及公司材料成本的增长。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
精密空调	45,977.47	59.40%	23.12%	31,775.17	51.59%	29.49%
机房环境一体化产品	27,741.13	35.84%	11.08%	26,751.12	43.43%	16.68%

代维及其他	3,685.45	4.76%	53.20%	3,062.73	4.97%	52.25%
合计	77,404.05	100.00%	20.24%	61,589.02	100.00%	25.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年以来，受益于市场需求回暖、订单验收增加，公司营业收入保持增长，在手订单显著增加；公司目前产能利用率已维持高位；此外，市场竞争激烈及成本增长背景下，公司销售毛利率水平仍呈下滑趋势，原材料价格波动或对公司未来经营业绩构成一定压力

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¹，由于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，而产量则是按照实际生产产品数量确认，产量和销量确认时点不匹配，导致公司主要产品存在产销率波动较大。2024年以来，随着公司订单增加，产能利用率及产销率均维持高位，公司面临一定的产能不足。

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
2024	精密空调	4,452.82	9,537	6,518	8,844	146.38%	92.73%
2023	精密空调	4,344.00	8,294	6,393	6,051	147.18%	72.96%

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，2024年标准产能较上年小幅增加系公司通过技改、新老设备替换等方式提升了产能。

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、数据中心及互联网大厂等，客户资质仍较好。公司与大型通信运营商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，且近年市场竞争激烈，公司产品单价呈下降趋势。截至2024年末，公司在手订单为9.70亿元，较上年末增加2.06亿元，增量订单主要来自民营数据中心及互联网大厂等客户，在短期内可为公司的经营业绩提供一定支撑。2024年，公司前五大客户销售占比较上年度有所下降，但仍面临一定的客户集中度风险。

表4 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：亿元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占销售总额比例
2024 年	1	客户一	2.36	29.34%
	2	客户二	0.67	8.37%
	3	客户三	0.34	4.28%
	4	客户四	0.32	3.93%
	5	客户五	0.30	3.67%
合计			3.99	49.58%
2023 年	1	客户一	2.07	32.53%
	2	客户二	0.49	7.67%

¹ 对于实力雄厚、信用较好、合作较多的客户，如华为等约定不收取定金。

3	客户三	0.25	3.95%
4	客户四	0.25	3.93%
5	客户五	0.18	2.85%
合计		3.24	50.93%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 截至 2024 年末公司主要在手订单情况（单位：亿元）

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	1.21
2	客户二	精密空调&一体化	0.78
3	客户三	精密空调&一体化	0.58
4	客户四	精密空调&一体化	0.29
5	客户五	精密空调&一体化	0.28
6	其他客户	精密空调&一体化	6.55
合计	-	-	9.70

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司成本构成来看，2024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。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。大宗商品铜价格2024年4-5月经历年度涨势高峰，6月步入回调阶段，至12月仍处于相对高位，且预计2025年仍维持高位震荡，价格中枢较前两年明显抬升。由于公司面对下游客户尤其是大型通信运营商议价能力不强，原材料价格的上涨对公司成本管控构成较大压力，考虑到公司产品验收确认收入周期较长，原材料价格传导导致的毛利率承压或对公司未来1-2年经营业绩构成不利影响，需关注铜材价格上涨给公司带来的成本管控压力。从供应渠道来看，2024年公司的供应商集中度较上年有所下降，供应商集中度不高。

表6 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	4.47	72.47%	3.46	73.12%
安装成本	1.08	17.54%	0.80	16.91%
制造费用	0.17	2.80%	0.13	2.75%
直接人工	0.19	3.12%	0.14	3.31%
运输费用	0.08	1.27%	0.06	1.23%
其他	0.17	2.79%	0.15	3.09%
合计	6.17	100.00%	4.73	100.00%

资料来源：佳力图2024年年度报告，中证鹏元整理

图3 大宗商品铜价 2024 年以来仍维持高位震荡，价格中枢明显抬升（单位：万元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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，项目终验期一般为6-12个月，项目余款回收往往还要经过一定的质保期（产品质保期一般在产品安装实施完成并验收合格日起36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。2024年公司整体营运效率变化不大，应收账款周转效率优于同业，但存货周转效率较弱，且同业普遍存在净营业周期偏长现象，公司整体营运效率一般。

表7 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2024 年	2023 年
应收款项周转天数	153.80	159.29
存货周转天数	224.94	242.26
应付款项周转天数	200.49	204.55
净营业周期	178.25	197.00

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

表8 2024 年同业营运效率相关指标比较（单位：天）

项目	申菱环境	英维克	依米康	公司
应收款项周转天数	180.97	163.15	191.52	153.80
应付款项周转天数	128.86	124.79	198.06	200.49
存货周转天数	122.11	85.72	86.64	224.94
净营业周期	174.22	124.08	80.10	178.25

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司有望受益于产能扩张及数据中心项目投产，但仍需关注在建项目投产后运营效率不及预期的风险

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南京楷德悠云数据有限公司，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，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，已全部到位。项目进度方面，南京楷德悠云数据中心项目设计 PUE 值为 1.25，已于 2024 年 12 月底顺利完成通电工作，南京楷德悠云数据中心项目（一期）预计可于2025年第四季度正式投入运营。同时，公司IPO募投项目预计2025年底左右完成交付投产，建成后将对公司现有产能形成一定补充。

表9 截至 2025 年 3 月末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	资金来源	已投资额	尚需投资
数据中心项目	15.00	一期为可转债募投项目资金、二三期为向特定对象发行股票募投项目资金	5.31	9.69
新厂房项目	4.43	IPO 募投项目资金及自有资金	1.85	2.58
合计	19.43		7.16	12.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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是南京市“新基建”重大产业项目之一，项目的落成不仅可以满足本地企业计算能力与数据存储本地化的需求，同时也为本地企业提升数据使用效率、保障数据安全和保护用户隐私等提供有力的支持。但由于该项目前期不断延期，考虑到该项目建成投入运营时间与项目开工建设期已隔数年，IDC服务业务面临的市场环境可能发生变化，仍需关注实际建成后运营效益不及预期的风险。

五、 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2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

公司在手现金类资产仍较为充裕，但预计 2025 年项目建设投入将大幅增加，公司资产流动性将逐步下降；且随着短期借款增加，公司资产负债率逐年增加，流动性指标有所下降；受市场竞争加剧及各项费用增长影响，近年公司总资产回报率较以前年度大幅下降，跟踪期内盈利能力保持平稳，中短期内在

手订单为公司未来营业收入提供一定保障，营业收入增长仍有望受益于在建扩产项目投产及数据中心项目投产，但仍需关注在建项目投产时间及运营情况不及预期风险

资本实力与资产质量

近年公司产权比率呈上升趋势主要受借款增加及经营留存收益情况一般综合影响，总体净资产对总负债覆盖程度尚可。

由于公司各项募集资金仍未大规模支出，账上货币资金充裕，资产流动性较好。跟踪期内，公司数据中心项目及新厂房建设项目持续推进，固定资产及在建工程占比有所提升，非流动资产比重小幅上升。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及存货中发出商品对公司营运资金形成一定占用。跟踪期内，公司应收账款占比波动较小，期末存货占比呈逐年增加趋势，期末存货中发出商品较上年末增长26.53%至3.35亿元，公司营运能力有待加强。总体而言，公司受限资产规模较小，跟踪期内，受益于融资增加，总资产规模持续增长，且大部分资金尚未投入项目建设，资产流动性较好。预计2024年资本性投入来源于数据中心项目及IPO募投项目，资本性支出规模将大幅上升。随着数据中心项目投入及IPO募投项目转固定资产增加，非流动资产比重将上升，需关注数据中心项目建设进度及收益不及预期风险。

图4 公司资本结构

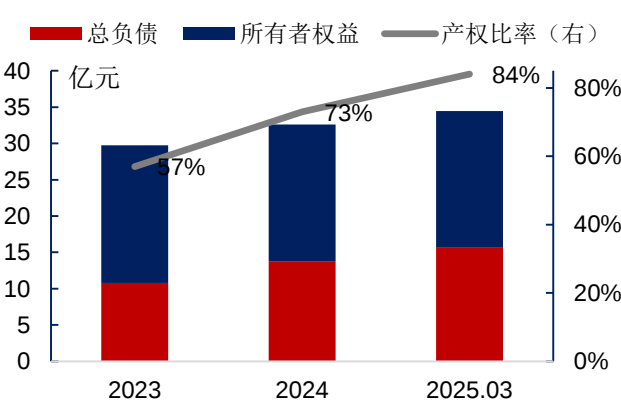
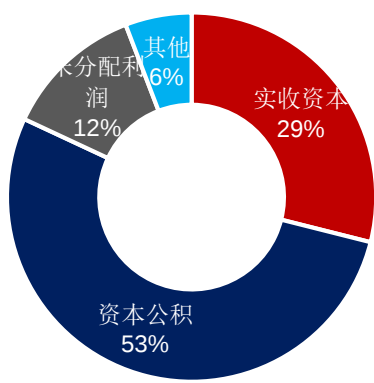


图5 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.10	40.92%	6.85	20.98%	10.83	36.44%
交易性金融资产	1.90	5.52%	8.07	24.74%	4.22	14.18%
应收账款	3.62	10.51%	3.88	11.88%	3.01	10.12%
存货	4.87	14.12%	4.37	13.40%	3.59	12.09%
流动资产合计	25.85	74.99%	24.22	74.23%	22.81	76.74%
长期股权投资	0.83	2.40%	0.82	2.52%	0.88	2.97%

固定资产	2.10	6.10%	2.15	6.60%	0.63	2.13%
在建工程	4.00	11.60%	3.69	11.30%	4.11	13.84%
非流动资产合计	8.62	25.01%	8.41	25.77%	6.91	23.26%
资产总计	34.47	100.00%	32.62	100.00%	29.72	100.00%

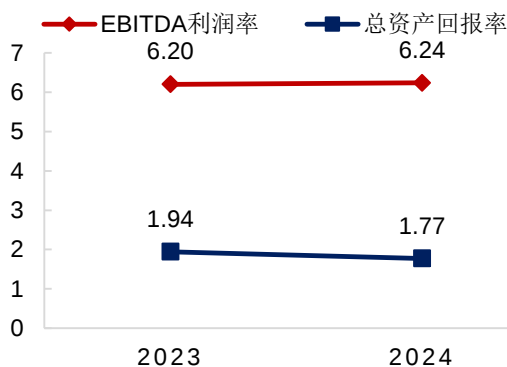
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年，公司持续开拓数据中心节能改造、机房环境一体化产品市场，随着产品验收增加，营业收入较上年增加26.80%至8.06亿元，归属于母公司股东的净利润增加1.39%至0.36亿元。跟踪期内，受市场竞争激烈影响，公司产品单价仍有所下降，但毛利率降幅较前两年有所收窄。同时，公司销售费用、研发费用和财务费用同比均有所上涨，管理费用同比有所下降，综合影响下，期间费用率水平较上年小幅下降，整体盈利能力维持平稳。2025年一季度，公司营业收入同比增长18.90%，归属于母公司股东的净利润为-1,283.17万元。2025年一季度归母净利润转亏主要受产品单价下降且主材成本上升导致公司毛利率继续下降，公司合同增长导致销售费用、研发费用增加及固定资产增加导致管理费用中折旧费增加等多重因素影响。

预计公司未来盈利趋势维持向好，首先，公司在手订单及存货中发出商品仍可在中短期内保障公司营业收入规模；其次，IDC项目顺利投入运营后可为公司带来新的业务增长点，且根据现有数据中心盈利水平来看，预计该业务板块EBITDA利润率水平优于公司现有业务EBITDA利润率水平；此外，公司产能扩建项目投产后规模效益显现，亦有利于公司盈利能力提升。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司新增银行短期流动资金贷款用于营运资金储备，使得期末总债务规模保持增长。公司银行借款融资成本低于LPR基准利率。截至2025年3月末，“佳力转债”尚未转股余额为2.98亿元。

经营性债务方面，公司应付账款系应付货款和设备款，随着公司订单增加，采购规模加大导致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。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.45	41.02%	4.00	29.08%	3.20	29.67%
应付账款	3.38	21.48%	4.19	30.46%	2.91	26.93%
合同负债	1.15	7.28%	1.00	7.29%	0.96	8.93%
其他应付款	0.19	1.21%	0.18	1.34%	0.18	1.65%
流动负债合计	11.79	74.94%	10.65	77.37%	7.75	71.80%
长期借款	0.80	5.08%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付债券	2.90	18.41%	2.86	20.80%	2.79	25.84%
非流动负债合计	3.94	25.06%	3.12	22.63%	3.04	28.20%
负债合计	15.74	100.00%	13.77	100.00%	10.79	100.00%
总债务	10.53	66.90%	7.70	55.92%	6.00	55.61%
其中：短期债务	6.83	64.89%	4.83	62.80%	3.21	53.53%
长期债务	3.70	35.11%	2.86	37.20%	2.79	46.47%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着短期借款规模增加，公司资产负债率逐年上升。由于年度利息支出有所增加，EBITDA对利息覆盖程度有所减弱，但覆盖程度尚可。2024年，公司IPO项目投入缓慢，且定增募投项目尚未进入大额付款期，尚有较大规模的资金沉淀，公司近两年净债务为负值，净债务/EBITDA为负。

2024年，公司经营活动产生的现金流量净额为0.47亿元，投资活动中购建固定资产及其他长期资产支出规模有所增加，年度现金及现金等价物净减少主要系新增购买理财产品额度。由于利息支出规模增加影响，FFO由正转负。2025年一季度，公司银行借款融资增加，筹资活动产生的现金净流入规模较大。

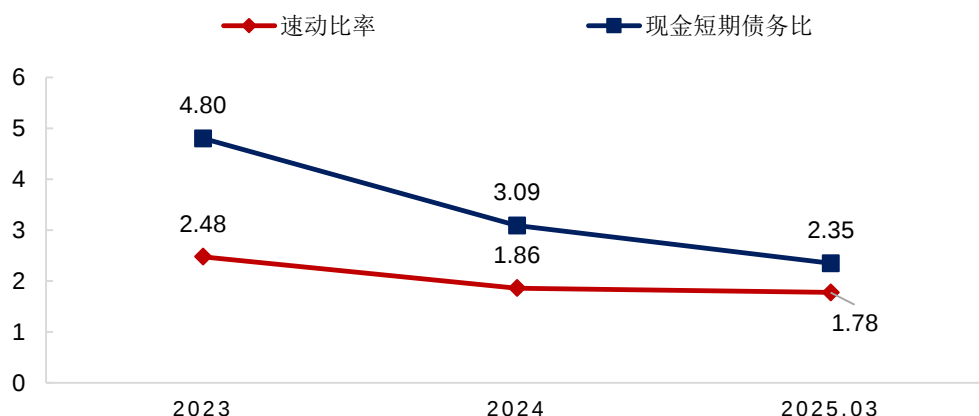
表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.25	0.47	-0.74
FFO（亿元）	--	-0.15	0.11
资产负债率	45.66%	42.20%	36.31%
净债务/EBITDA	--	-13.93	-23.40
EBITDA 利息保障倍数	--	1.07	1.27
总债务/总资本	35.98%	28.99%	24.08%
FFO/净债务	--	2.13%	-1.24%
经营活动现金流净额/净债务	22.88%	-6.73%	7.99%
自由活动现金流/净债务	39.91%	8.43%	17.30%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，受短期债务增加影响，公司流动性指标有所下降，但现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可，流动性比率仍处于较好水平。作为上市公司，公司外部融资能力尚可；银行融资方面，截至2025年3月末，公司银行授信尚未使用授信为6.78亿元，流动性资源储备情况较好。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 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2022年1月1日至报告查询日（2025年4月27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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月4日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、 本期债券偿还保障分析

公司控股股东南京楷得以其持有的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。截至2025年5月28日，南京楷

得用于本期债券担保的合计质押股份数为5,612.33万股²。截至2025年5月28日，前述抵押股票公允价值为5.02亿元，是本期债券当前本金的168.65%。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13 跟踪期内公司质押资产情况（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
5,612.33 万股公司流通股	5.02	2025 年 5 月 28 日	是

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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的情形时，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%。需关注控股股东南京楷得追加担保物风险。

² 5,612.33 万股包含南京楷得所质押的公司股份在质押登记日有效期内的转增股。根据《南京佳力图机房环境技术股份有限公司关于公司 2021 年度利润分配预案的公告》，公司以资本公积转增股本，每 10 股转增 4 股。根据《南京佳力图机房环境技术股份有限公司关于公司 2022 年度利润分配预案的议案》，公司以资本公积转增股本，每 10 股转增 4 股。

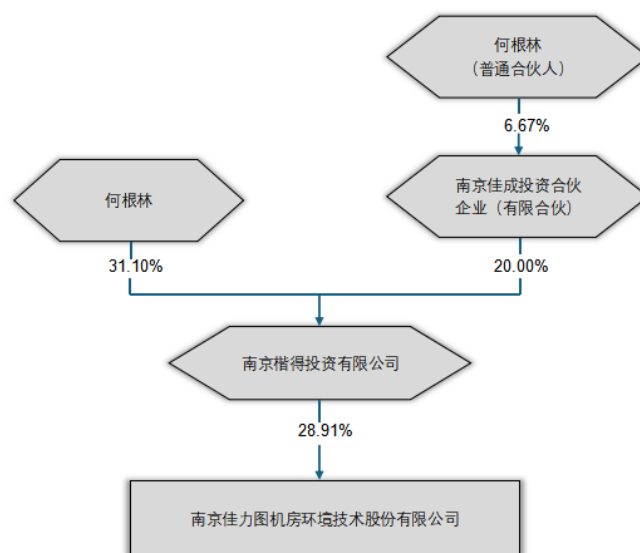
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	14.10	6.85	10.83	6.78
应收账款	3.62	3.88	3.01	2.61
存货	4.87	4.37	3.59	2.78
流动资产合计	25.85	24.22	22.81	14.02
在建工程	4.00	3.69	4.11	3.55
非流动资产合计	8.62	8.41	6.91	6.18
资产总计	34.47	32.62	29.72	20.20
短期借款	6.45	4.00	3.20	2.80
应付账款	3.38	4.19	2.91	2.48
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	11.79	10.65	7.75	7.22
长期借款	0.80	0.00	0.00	0.00
应付债券	2.90	2.86	2.79	2.69
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.94	3.12	3.04	2.96
负债合计	15.74	13.77	10.79	10.19
总债务	10.53	7.70	6.00	6.25
其中：短期债务	6.83	4.83	3.21	3.56
长期债务	3.70	2.86	2.79	2.69
所有者权益	18.73	18.86	18.93	10.01
营业收入	1.36	8.06	6.35	6.25
营业利润	-0.16	0.36	0.37	0.38
净利润	-0.13	0.36	0.35	0.37
经营活动产生的现金流量净额	-1.25	0.47	-0.74	0.71
投资活动产生的现金流量净额	5.29	-4.63	-3.98	-1.20
筹资活动产生的现金流量净额	3.21	0.15	8.80	-0.88
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	0.50	0.39	0.61
FFO（亿元）	--	-0.15	0.11	0.20
净债务（亿元）	-5.47	-7.00	-9.22	-1.35
销售毛利率	17.88%	20.90%	25.41%	26.65%
EBITDA 利润率	--	6.24%	6.20%	9.79%
总资产回报率	--	1.77%	1.94%	2.53%
资产负债率	45.66%	42.20%	36.31%	50.43%
净债务/EBITDA	--	-13.93	-23.40	-2.21
EBITDA 利息保障倍数	--	1.07	1.27	3.18

总债务/总资本	35.98%	28.99%	24.08%	38.44%
FFO/净债务	--	2.13%	-1.24%	-14.85%
经营活动现金流净额/净债务	22.88%	-6.73%	7.99%	-52.77%
速动比率	1.78	1.86	2.48	1.56
现金短期债务比	2.35	3.09	4.79	2.18

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2024 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（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：2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 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+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号