

信用等级公告

联合[2015]621 号

深圳天源迪科信息技术股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳天源迪科信息技术股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

深圳天源迪科信息技术股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

深圳天源迪科信息技术股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年 十 月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

深圳天源迪科信息技术股份有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

担保方：深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

本次发行规模：不超过 4.00 亿元，其中首期不超过 2.00 亿元

债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息，到期还本

评级时间：2015 年 10 月 28 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额(亿元)	12.50	15.76	19.07	19.73
所有者权益(亿元)	10.62	11.79	12.60	12.80
长期债务(亿元)	0.00	0.49	0.31	0.15
全部债务(亿元)	1.20	2.95	5.26	5.47
营业收入(亿元)	6.65	10.23	11.87	5.25
净利润(亿元)	1.02	1.27	0.69	0.00
EBITDA(亿元)	1.57	1.98	1.57	--
经营性净现金流(亿元)	0.24	-0.19	-1.27	-0.04
营业利润率(%)	39.91	32.68	25.33	20.43
净资产收益率(%)	9.59	11.33	5.63	0.03
资产负债率(%)	15.08	25.22	33.94	35.12
全部债务资本化比率(%)	10.12	20.04	29.47	29.92
流动比率(倍)	4.25	2.96	2.00	1.87
EBITDA 全部债务比(倍)	1.31	0.67	0.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	68.26	14.56	5.98	--
EBITDA/ 本次发债额度(倍)	0.39	0.49	0.39	--

担保方

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额(亿元)	27.52	32.11	41.90	41.68
营业收入(亿元)	4.31	4.55	5.24	2.75
净资产担保放大比例(倍)	5.46	6.67	6.40	6.63

注：①公司 2015 年半年报未经审计，相关指标未年化；公司 2015 年 1-6 月净利润为 40.44 万元，以亿元为单位故四舍五入为 0；②本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳天源迪科信息技术股份有限公司（以下简称“公司”或“天源迪科”）的评级反映了公司作为电信运营商业务支撑软件市场和公安行业软件市场领军企业之一，在客户关系及技术水平等方面具有较强的行业竞争优势。公司近三年收入规模稳定增长，债务负担较小，整体偿债能力尚可。同时，联合评级也关注到人力成本上升、客户集中度较高以及电信行业软件需求下降等因素可能给公司经营与发展带来的影响。

公司所在行业软件与信息技术服务业处于较快发展时期，正向网络化、服务化、体系化和融合化方向演进。未来随着公司业务结构向移动互联网和电子商务应用的转型，公司盈利能力将有所提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小担”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。深圳中小担作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，并且其资本实力较强，担保实力强，其对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

综合上述因素，基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 软件与信息技术服务业处于较快发展时期；未来伴随信息通信技术的迅速发展和应用的不断深化，将加快向网络化、服务化、体系化和融合化方向演进，行业发展前景广阔。

2. 公司从事软件与信息技术服务业的历史较长，综合实力较强，具有坚实的客户基础，与主要客户保持着长期稳定的合作关系，在电

信运营商业支撑软件市场和公安行业软件市场居同行业前列。

3. 公司研发投入力度处于较高水平, 获得了多项专利及重要荣誉证书, 技术水平较高。

4. 担保方深圳中小担作为一家政策性担保机构, 各项业务得到了来自地方政府的有力支持, 并且其资本实力较强, 担保实力强, 其对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

关注

1. 作为知识密集和人才密集型企业, 公司最主要的经营成本是人力成本, 随着生活水平的提高以及社会工资水平的上涨, 公司面临人力成本上升导致利润水平下降的风险。

2. 公司客户集中度较高, 若主要客户经营状况发生变化或转向其他软件服务企业, 将对公司的生产经营带来一定负面影响。

3. 公司应用软件及技术服务业务应收账款周转率较低, 同时子公司金华威的网络产品代销业务增长较快, 且其应收账款周转率不高, 公司经营效率不高。

4. 核心技术和关键管理人员是公司竞争优势的关键所在, 随着市场竞争加剧, 企业间对人才的争夺加剧, 未来公司可能面临核心技术人员和管理人员流失的风险, 从而削弱公司的竞争力。

分析师

钟月光

电话: 010-85172818

邮箱: zhongyg@unitedratings.com.cn

高鑫磊

电话: 010-85172818

邮箱: gaoxl@unitedratings.com.cn

刘克东

电话: 010-85172818

邮箱: liukd@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层(100022)

Http: //www. unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与深圳天源迪科信息技术股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与深圳天源迪科信息技术股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因深圳天源迪科信息技术股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由深圳天源迪科信息技术股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

钟明



刘东

联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳天源迪科信息技术股份有限公司（以下简称“天源迪科”或“公司”）前身为深圳天源迪科计算机有限公司，成立于1993年，初始注册资本300万元人民币。2007年4月，改组为股份有限公司，总股本为人民币6,760万元，同年5月增至人民币7,760万元。

2010年1月，经中国证券监督管理委员会证监发行字[2009]1463号文核准，公司向社会公众发行人民币普通股2,700万股，并于2010年1月20日在深圳证券交易所创业板上市，股票简称“天源迪科”，股票代码“300047”，发行后公司注册资本为人民币10,460万元。

2011年4月，公司以股本10,460万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增5股，共计转增5,230万股，转增后公司注册资本为人民币15,690万元。2013年4月，公司以股本15,690万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股，共计转增15,690万股，转增后公司注册资本为人民币31,380万元。

2013年11月，根据公司2011年第三次临时股东大会审议通过的《股票期权激励计划（草案修订案）》及2013年3月26日召开的第二届董事会第二十三次会议决议，公司股票期权激励计划首期授予股票期权第一个行权条件满足，首期授予101名激励对象，截至2013年6月30日，其中94名激励对象自主行权，由此增加股本人民币1,651,200.00元。股票期权激励行权后，公司注册资本变更后为人民币31,545.12万元。

2013年7月至2014年5月，股票期权激励对象自主行权总数2,807,007.00股，由此公司增加股本人民币2,807,007.00元。2014年6月至2015年6月期间，股票期权激励对象自主行权总数4,814,693股。截至2015年6月底，公司注册资本为31,825.82万元，实收资本32,307.29万元。注册资本与实收资本的差异主要系上述4,814,693股行权股份的工商变更登记手续尚未办理完毕。

截至2015年6月底，公司前五大股东均为自然人，分别为陈友、陈鲁康、谢晓宾、李谦益和杨文庆，持股比例分别为13.66%、6.51%、5.03%、3.63%和2.77%。由于股权分散，且上述股东不存在关联关系，也不存在一致行动，公司不存在实际控制人。

公司属于软件与信息技术行业，产品主要应用于电信运营商（通信行业）、政府、企业信息系统。公司经营范围：计算机软、硬件产品的生产和销售及售后服务；计算机网络设计、软件开发、系统集成；信息系统咨询和相关技术服务；经营进出口业务；通信产品及其配套设备的代理销售、售后服务。

截至2015年6月底，公司本部下设商务部、客户服务部、财务部、IT部、质量管理部、投资管理部门和审计部等10个部门及电信事业部、联通事业部、公共事业部等5个事业部（详见附件1）；拥有上海天缘迪柯信息技术有限公司（以下简称“上海天缘迪柯”）、合肥天源迪科信息技术有限公司（以下简称“合肥天源迪科”）、深圳市金华威数码科技有限公司（以下简称“金华威”）和深圳市宝贝团信息技术有限公司（以下简称“深圳宝贝团”）等13家全资及控股子公司。截至2014年底，公司共有员工2,932人（合并报表范围）。

表1 截至2015年6月底天源迪科全资及控股子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例
1	上海天缘迪柯信息技术有限公司	软件开发	100.00%
2	合肥天源迪科信息技术有限公司	软件开发	100.00%
3	北京天源迪科信息技术有限公司	软件开发	100.00%
4	合肥英泽信息科技有限公司	服务外包	80.00%
5	武汉天源迪科信息技术有限公司	软件开发	100.00%

序号	子公司名称	业务性质	持股比例
6	深圳市前海吉源供应链有限公司	供应链管理	100.00%
7	广州天源迪科信息技术有限公司	软件开发	100.00%
8	广州市易杰数码科技有限公司	电信增值业务	100.00%
9	广州易星信息科技有限公司	软件开发	66.70%
10	深圳市金华威数码科技有限公司	华为设备代理	55.00%
11	广西驿途信息科技有限公司	电信增值业务	51.00%
12	成都魔比互联科技有限公司	技术开发	51.00%
13	深圳市宝贝团信息技术有限公司	技术开发	51.00%

资料来源：天源迪科提供

截至 2014 年底，公司合并资产总额 190,743.39 万元，负债合计 64,742.39 万元，所有者权益（含少数股东权益）126,001.00 万元。2014 年公司实现营业收入 118,664.45 万元，净利润（含少数股东损益）6,864.79 万元，2014 年公司经营活动现金流量净额为-12,672.59 万元，现金及现金等价物净增加额-1,148.57 万元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额197,323.94万元，负债合计69,292.19万元，所有者权益（含少数股东权益）128,031.75万元。2015年1~6月公司实现营业收入52,520.06万元，净利润（含少数股东损益）40.44万元，2015年1~6月公司经营活动现金流量净额为-424.64万元，现金及现金等价物净增加额-13,668.34万元。

公司注册地址：深圳市高新区南区市高新技术工业村 T3 栋 B3 楼；法定代表人：陈友。

二、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

本次公司债券发行规模不超过 4 亿元（含 4 亿元），分期发行。其中首期债券（即本期）发行规模不超过 2 亿元。本次债券存续期限 3 年，每年付息 1 次，到期一次性还本。本次公司债券面值为人民币 100 元，按面值平价发行。本次公司债券交易场所为深圳证券交易所，仅面向合格投资者公开发行，不面向公众投资者公开发行。本次债券票面年利率由发行人和主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定，具体面向合格投资者发行的票面利率确定方式视发行时深圳证券交易所相应交易规则确定。

本次公司债券由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小担”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行的公司债券的募集资金扣除发行费用后将用于补充营运资金、偿还金融机构借款，调整负债结构。

三、行业分析

公司主要业务包括向包括向电信行业、政府、企业提供应用软件、信息系统和相关服务；代理销售华为视讯产品线及数通产品线等网络产品，所属行业为软件和信息技术服务业。

1. 行业概况

软件和信息技术服务业是指利用计算机、通信网络等技术对信息进行生产、收集、处理、加

工、存储、运输、检索和利用，并提供信息服务的业务活动，是关系国民经济和社会发展全局的基础性、战略性、先导性产业，具有技术更新快、产品附加值高、应用领域广、渗透能力强、资源消耗低、人力资源利用充分等突出特点，对经济社会发展具有重要的支撑和引领作用。随着，新一代信息技术和通信技术加快融合，云计算、物联网、移动互联、大数据等蓬勃发展，信息技术的应用以“互联网+”的形式渗透到经济和社会生活各个领域。

2009年~2014年，中国软件和信息技术服务业一直保持高速增长，6年间行业收入总额从2009年的1.00万亿元人民币迅速增长到2014年的3.70万亿元，年复合增长率达到30.01%。以2011年为分界点，自2009年至2011年，同比增长率一直呈现加速发展的状态，从2009年的年增长率31.65%上升至2011年的38.72%；而自2011至2014年（同比增长21.05%）增长速度逐渐放缓。尽管行业整体增速自2011年起逐步放缓，但无论是年平均增长率还是各年增长率均领先于同期国内生产总值增长率。

图1 2009-2014年行业增长整体变化趋势（单位：万亿元、%）



资料来源：中国电子信息产业统计年鉴

2015年，我国软件与信息技术服务业产业规模继续稳步扩大。据工信部统计，2015年1~7月，我国软件和信息技术服务业完成软件业务收入23,595亿元，同比增长16.6%，实现利润总额2,618亿元，同比增长12.8%。

总体看，作为国民经济的重要行业之一，软件和信息技术服务业处于较快发展阶段。

2. 行业发展特点

总体产业收入增长稳中趋缓

2014年我国软件和信息技术服务业实现软件业务收入3.70万亿元，同比增长21.05%，增速比2013年下降2.32个百分点，但仍高于电子信息制造业10个百分点左右。全年发展呈稳中有降趋势，月度累计增速稳定在20%~22%之间，一至四季度增速分别为20.9%、22.6%、18.5%和19.1%，下半年增速有所放缓。

产业结构向服务化发展

近几年，软件企业服务化和软件网络化的趋势使得软件产业中服务收入增长较快。2014年，信息技术咨询服务收入和数据处理和存储服务收入同比分别增长27.43%和24.67%，均高于同期

行业增速，分别较行业增速高 7.23 和 4.47 个百分点。同时，作为信息技术服务的基础设施，通信业的高速发展导致嵌入式系统软件增速一直处于较高水平。2014 年嵌入式系统软件实现收入 6,117.00 亿元，同比增长 30.70%。

中心城市成为行业发展聚集点

软件业自身较少受地理环境的限制，大型城市优秀的基础设施、人才环境和针对高科技行业的优惠政策更能吸引软件企业的聚集。2014 年，东、中、西和东北地区的软件业占比分别为 75.23%、4.60%、10.55%和 9.62%。全国 15 个副省级城市及 4 个直辖市城市软件业聚集效应明显，收入占全国的 81.52%；江苏、广东和北京的软件业规模仍居全国前三位。

内资企业是行业发展主力军，中小型企业为主要力量

2013 年，全国内资软件企业超 3 万家，占全行业企业数的 90.7%，完成软件业务收入 2.3 万亿元，占全行业收入的 75.6%，同比增长 27.8%，高于全行业平均水平 4.4 个百分点。软件和信息技术服务业中小型企业占全部企业数的 91%，实现收入占全行业的 34%；大型企业(营业收入超过 1 亿元，从业人员超过 300 人)达 2,800 家，实现全行业收入的 65%以上。

总体看，我国软件和信息技术服务业具有产业结构向服务化发展的趋势；中心城市成为行业发展聚集点；近年来总体产业收入增长稳中趋缓；内资企业是行业发展主力军，中小型企业为主要力量。

3. 主要业务形态

信息技术咨询服务商

信息技术咨询服务是管理咨询服务的一部分，主要帮助企业信息技术项目提供业务需求界定、项目调查与审计、风险评估和信息系统实施治理等服务。此类服务提供商多是传统管理咨询公司的业务分支，基于行业和管理经验为客户业务或管理模式与信息技术的结合提供解决方案，如麦肯锡、波士顿咨询公司和毕马威等国际咨询公司。

信息技术系统集成提供商

信息技术系统集成提供商主要是将各自独立的设备、信息和功能，通过结构化的综合系统和计算机网络，集成至一个相互关联的整体系统中，以实现对于各个单元统一调控。从技术环节上看，包含软件的集成、硬件的集成、数据的集成、技术与管理的集成。目标是通过一个统一集成的系统平台将组织的各个环节有机结合，提高个体和子系统的效率。国际上领先企业有 IBM 和 HP，主要本土企业有：华胜天成、亿阳信通和东华软件等。

软硬件开发商

信息技术的发展离不开硬件与软件的支持，同时也是由于软硬件技术的发展才使得现代信息技术成为可能。信息技术服务的硬件基础是通信技术、网络技术和电路设计等，硬件主要包括计算机、终端产品、通信设备、数据交换机和数据中心、IT 基础设施等。软件则渗透到信息技术服务的各个方面，主要是信息系统集成服务、数据处理和运营服务、嵌入式系统软件和独立的软件产品等。此类的代表企业分为硬件设备提供商，如华为、中兴、鹏博士和天玑科技等；应用软件、平台搭建、数据库服务商，如浪潮信息、神州泰岳、天源迪科和长城电脑等。

信息技术外包（ITO）和业务流程外包（BPO）

信息技术外包主要是通过编程、测试等软件开发工作对于企业数据的处理及整合，其技术内容主要包括数据管理平台的构建、信息工程及流程设计、管理信息系统服务等。业务流程外包服务是将企业内部管理服务委托给专业服务公司，主要有客户关系管理(CRM)、供应链管理(SCM)、

企业资源计划（ERP）、办公自动化（OA）和企业资产管理（EAM）等。目前国内软件企业业务主要集中于信息技术外包服务，国内软件企业正通过技术更新和转型，力争进入属于高回报率的产业链上游的业务流程外包市场。国内信息技术外包公司主要有东软集团、海辉软件集团等，其国际竞争对手主要来自印度和爱尔兰。国内业务流程外包公司主要是金蝶、用友等，但其所提供的产品相对单一，客户主要是本土中小企业。国际业务流程外包企业则主要有埃森哲、SAP 和 ADP 等。

总体看，软件和信息技术服务业主要有信息技术咨询服务、信息技术系统集成提供商、软硬件开发商、信息技术外包和业务流程外包等五种业务形态。

4. 行业上下游分析

软件和信息技术服务业的上游是指核心技术、标准体系、操作规则，产品形式表现为操作系统、数据库等基础平台软件。行业下游是指软件和信息技术产业的客户端所在行业，主要包括：电信运营商行业、公安系统行业、金融行业、医疗行业和电商行业等。

（1）行业上游分析

软件和信息技术服务业的行业上游掌握着软件产业的核心技术、标准体系，依靠操作系统、数据库等基础平台软件，控制着软件开发平台和软件生产的核心环节，更加集中体现了典型知识的特性，具有高智力密度、高附加值、高带动性等特点。目前在全球软件产业链中居于行业上游的代表型企业主要包括：IBM、微软、甲骨文等。进入软件和信息技术服务业的上游，是行业内公司战略发展的必然选择，原创性研发是进入行业上游的唯一有效路径，而高素质的人力资源是研发工作最为重要的资源。目前，中心城市成为我国软件和信息技术服务业发展的聚集点，然而中心城市的生活成本，特别是住宅房地产价格急剧上涨并居高不下，造成软件和信息技术服务业人力资源成本一直处于上涨阶段。如果行业内公司不能给核心技术人员提供较为满意的薪酬，很可能造成核心技术人员流失，致使研发周期延长、知识产权纠纷，不利于公司向行业上游发展。

（2）行业下游分析

国内通讯运营商行业

通讯运营商行业，属于关系国计民生的公共服务行业，此类产业具有规模经济的天然特性，基本属于接受政府管制的垄断行业。国内运营商行业，仅包含中国移动、中国联通和中国电信。由于国内通信运行商用户规模的不断迅速扩大（多数省级公司用户规模千万起），致使通信运营商对其软件性能要求很高，能够满足千万级别用户数量同时登录、运行，软件系统客户端，并且软件运行顺畅、可靠性强。这种技术水平要求，将多数中小型软件公司，屏蔽于国内通信运营商可供选择的软件和信息技术服务供应商之外。由此决定了通讯运营商在其软件和信息技术服务供应商的选择上具有较强可持续性（市场粘性）。通讯运营商与可供选择的软件和信息技术服务供应商，基本属于长期合作模式。这样在技术门槛高的同时，又提升了通讯运营商所使用软件系统的专业化程度。

目前通信运营商受到移动互联网的冲击，一方面运营商一向依赖的语音和短信业务正受到OTT厂商应用的侵蚀（微信、微博等），另一方面数据流量需求的快速增长，随着资费的下调，在利润下降的同时，也带来了网络建设成本的增加。通信运营商必须向综合信息服务提供商转型，迫切需要新的运营思路和相关的解决方案。这意味着行业下游的通信运营商处于发展转型期阶段，对软件产品及其信息技术服务产品的需求增长率，可能出现一定程度的下降。

据互联网数据中心（Internet Data Center，简称“IDC”）于2013年8月发布的《中国电信行业IT解决方案市场2013-2017年预测与分析》显示，2013年中国电信业IT支出增长率达到峰值，接近14%，随后增长率趋缓。中国电信业IT支出2013年约为153亿元，2014年约为168亿元，2015年约为185亿元。

图2 2012-2017年中国电信行业IT解决方案情况

中国电信行业IT解决方案市场规模及预测（2012-2017年）



资料来源：互联网数据中心

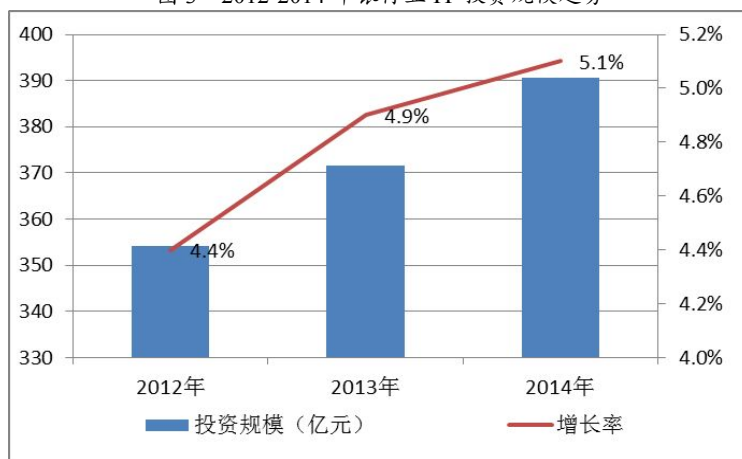
政府（公安行业）系统

公安系统，为公众提供公共安全服务。随着中国城市群的不断兴起，地铁、高铁等城市内与城市间轨道交通的修建，城市人口规模与跨城市、省际人口流动规模不断持续扩大，人口迁徙距离不断增大，这对公安系统的公共安全管理能力提出了新的挑战。公安系统迫切需要以云计算、大数据为代表的软件和信息化服务技术支持，从而为具有相关技术储备的软件和信息化服务供应商提供了新的市场开拓前景。

金融行业与电商行业

随着互联网金融的出现并不断发展，软件和信息技术服务行业已经与银行、保险、证券和基金等金融服务行业紧密结合起来，金融系统信息化的特征越来越明显，逐步发展成为金融系统业务处理自动化、服务电子化、管理信息化和决策科学化，建立集业务处理、信息管理和经营决策为一体的现代金融系统信息化经营流程。从国内银行的IT投入情况来看，据统计，2012、2013和2014年年国内银行业IT投入规模分别为354.2亿元、371.5亿元和390.6亿元，年增长率分别为4.4%、4.9%和5.1%。

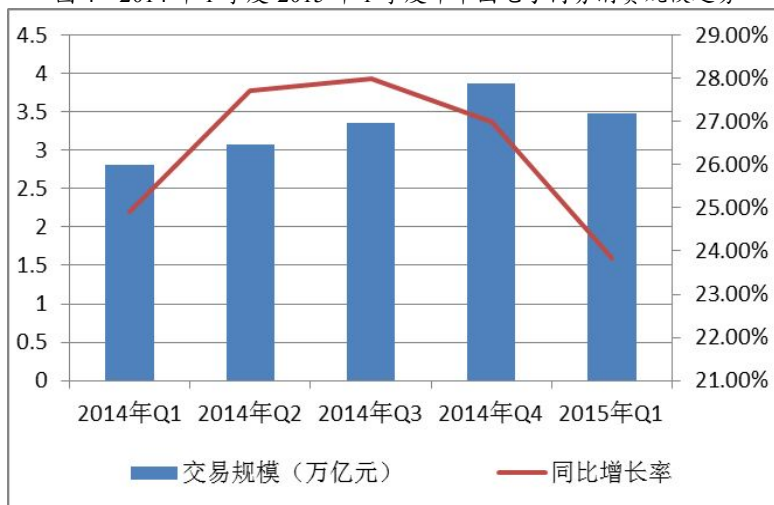
图3 2012-2014年银行业IT投资规模趋势



资料来源：中国产业信息网

近年来，中国逐步形成了庞大的电子商务交易规模并迅速增长，由此带来，网上交易平台与支付信息系统的开发、建设与维护；移动终端支付系统的开发、建设与维护。2014年第一季度至2015年第一季度，电子商务市场季度整体交易规模达分别达到2.81万亿元、3.07万亿元、3.35万亿元、3.87万亿元、3.48万亿元，同比增长率分别为24.90%、27.70%、28.00%、27.00%、23.80%，市场规模巨大并迅速扩大。

图4 2014年1季度-2015年1季度年中国电子商务消费规模趋势



资料来源：艾瑞集团

医疗行业

近年来，我国医疗行业信息化建设一直稳步推进，特别是全国居民健康卡的发行，将进一步加速医疗行业信息化建设速度。根据国家卫生和计划生育委员会消息，居民健康卡是由国家卫生和计划生育委员会统一标准推进实施、面向全国居民发放、在全国医疗卫生机构通用、方便居民看病就医及实现健康管理的基础载体。居民健康卡2012年3月1日首发以来，已有15个省市、14家大型医院正在推进居民健康卡试点建设，已有多个省市和医院实现发卡。若按照国家国务院和卫计委规划，全国公民一人一卡，市场发卡总量大于10亿。医疗行业信息化的发展将给软件和信息技术服务带来较大发展空间。

总体看，短期内，受到移动互联网的冲击，通讯运营商对软件产品及其信息技术服务产品的需求可能出现一定程度的下降。政府（公安）系统、金融行业与电商行业和医疗行业等行业的行业市场需求将不断扩大，为软件和信息信息技术服务行业提供了广阔的市场前景。

5. 行业政策

为推动软件产业及高科技的信息服务行业的发展，自 2000 年以来国务院及有关政府部门先后颁布了一系列优惠政策（详见下表），建立了优良的政策环境，将在较长时期内对产业发展带来促进作用。

表2 2000年以来中国主要软件产业政策

时间	政策文件	制定部门	政策导向
2000 年	《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（俗称“18 号文”）	国务院	明确从税收、投融资、知识产权保护、人才培养及政府采购等方面规定了多重鼓励扶持政策
2001 年	《国家软件企业产业基地管理办法》	信息产业部、国家计委	规范国家级软件产业基地的建设和管理
2002 年	《振兴软件产业行动纲要（2002 年至2005 年）》	国务院	制定了阶段产业目标（2002—2005 年），并提出了振兴的具体措施
2003 年	《关于加快软件人才培养和队伍建设的若干意见》	教育部、发改委、科技部、人事部、信息产业部等部委	加快软件人才培养和队伍建设
2004 年	《关于进一步提高中国软件企业技术创新能力的实施意见》	科技部、发改委、商务部、信息产业部、国家标准化委员会	提高中国软件企业技术创新能力
2006 年	“核高基”重大专项	国务院	为中国基础软件的发展提供支持
2008 年	《软件产业“十一五”专项规划》	信息产业部	制定了发展目标（2006—2010 年），提出大力支持民族软件产业，积极发展软件服务业
2008 年 2 月	《财政部国家税务总局关于企业所得税若干优惠政策的通知(2008)》		国家规划布局内的重点软件生产企业，如当年未享受免税优惠的，减按10%的税率征收企业所得税
2009 年	《电子信息产业调整和振兴规划》	国务院	制定了发展目标（2009—2011年），调整产业结构，提升软件和信息服务业比重
2009 年	《关于技术先进型服务企业有关税收政策问题的通知》	财政部、国税总局、商务部、发改委、科技部	对技术先进企业减按15%的税率征收企业所得税，离岸服务外包业务收入免征营业税
2011 年 2 月	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（“新18号文”）	国务院	强化投融资支持；加大对研究开发的支持力度；实施税收优惠；加强人才培养和引进；严格落实软件和集成电路知识产权保护制度，依法打击各类侵权行为；加强市场引导，规范市场秩序。
2012 年 5 月	《关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策的通知》	财政部和国税总局	对软件企业享受所得税优惠的资质要求更加明确；有助于加快规划布局内重点软件企业认定的进程以及营业税优惠政策的出台。
2013 年 2 月	《关于进一步促进服务外包产业发展的复函》	国务院	在服务外包中高端人才培养、加快国际营销网络建设、促进服务外包离岸、在岸协调发展以及完善服务外包产业发展环境等方面为中国未来三到五年内服务外包的发展出台了具体的指导意见。
2015 年 7 月	《积极推进“互联网+”行动的指导意见》	国务院	充分发挥我国互联网的规模优势和应用优势，推动互联网由消费领域向生产领域拓展，加速提升产业发展水平，增强各行业创新能力，构筑经济

			社会发展新优势和新动能。
2015 年 8 月	《促进大数据发展行动纲要》	国务院	为贯彻落实党中央、国务院决策部署，全面推进我国大数据发展和应用，加快建设数据强国，特制定本行动纲要

资料来源：国务院及各部委网站，联合评级整理

2011 年 1 月，国务院常务会议指出，软件产业和集成电路产业是国家战略性新兴产业，是国民经济和社会信息化的重要基础。2011 年 2 月国务院发布了《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》，继续从财税政策、投融资政策、进出口政策、人才政策等诸多方面对软件产业发展提供了强有力的政策支持。2012 年 5 月，财政部和国税总局发布了《关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策的通知》，对软件企业享受所得税优惠的资质要求更加明确；有助于加快规划布局内重点软件企业认定的进程以及营业税优惠政策的出台。

2015 年 7 月和 8 月，国务院分别发布了《积极推进“互联网+”行动的指导意见》和《促进大数据发展行动纲要》，有利于发挥我国互联网的规模优势和应用优势，推动互联网由消费领域向生产领域拓展，加速提升产业发展水平，有利于全面推进我国大数据发展和应用。

总体看，我国政府对软件和信息技术服务业给予了高度重视，国务院及有关政府部门先后颁布了一系列优惠政策，为产业的发展建立了优良的政策环境。2015 年，政府发布的“互联网+”及大数据相关政策有利于软件和信息技术服务业在互联网及大数据领域的发展。

6. 行业关注

行业增速放缓

软件与硬件结合，才有发挥作用的载体与空间。而硬件总量的增加，从根本上讲依赖于中国宏观经济增长。今后一段时期内，中国经济将继续维持相对低速，以年均 7% 左右的速度增长。作为软件载体的硬件，其增速也难以再维持在较高水平。所以，从宏观经济角度考量软件行业，行业同比增速在今后一段时间内很可能出现下降的情况。

下游主要行业面临新的经营环境挑战

通讯运营商行业与公安系统，均面临社会经济发展所带来新的信息化管理与建设的挑战。由此决定其软件与信息技术服务行业内供应商必须能够助其有效应对新的挑战，提出相关软件技术与信息服务解决方案，否则面临被今天后市场淘汰的可能。

人力资本长期维持在较高水准

中心城市成为行业发展聚集点，然而中心城市的生活成本，特别是住宅地产价格，在国内处于较高水平并且居高不下，由此进一步增加了软件行业的人力成本，并使其长期维持在一个较高水准。

中国软件行业开始步入行业资源整合阶段

随着现有的技术、网络等条件不断完善，云计算、大数据逐渐成为金融、电信、电力、石油、政府等软件行业重要客户的技术发展路线与数据处理方式。从而使得上述客户对软件所能包含的用户容量基本上达到千万级别。故此，中、小软件企业很难进入行业重要客户，进入的门槛不仅是技术，更包括企业规模、资金、人员、资质和信息等企业综合竞争力。所以，中小软件公司，很难获得业内大额订单，竞争环境恶化，这对大型软件公司兼并、收购业内中、小企业提供了便利条件。所以，中国软件行业开始步入行业资源整合阶段，大型软件公司之间的竞争日趋激烈。

现金流风险与经营风险加剧

随着，软件和信息技术服务行业步入行业资源整合阶段，企业间的兼并、重组和收购成为行业

的常态，对企业的现金流管理能力提出了较高要求，即使行业内大型企业，进行收购、重组后，如果不能形成新的、稳定利润来源，公司将面临较大的现金流风险与经营风险。

核心技术员工离职风险

软件行业是知识密集型行业，对于人才的要求较高。能否拥有足够的人才储备、稳定的核心科研团队是关系到企业能否长足发展的关键因素。在人力成本处于较高水平的背景下，业内企业应尽力避免核心技术员工离职，同时加大人才储备建设，避免因智力因素造成的研发周期延长以及知识产权流失。

知识产权纠纷

对于知识密集型的软件行业而言，知识产权是企业的核心资产。对于知识产权的保护是保障软件行业发展的前提。目前中国知识产权的保护仍较为薄弱，由于软件产品复制简单，扩散较快，造成盗版、侵权、知识产权纠纷等现象仍较为普遍。

7. 未来发展

尽管中国软件和信息技术服务行业的收入增速逐步趋缓，并且行业步入资源重组阶段，公司间竞争日趋激烈。但是，中国软件和信息技术服务行业作为装备制造业智能化、转变经济增长方式支撑行业的地位并没有改变。特别是近年来，其主要下游产业——移动互联网继续发生着深刻的变革，泛IT产业融合正蓬勃发展，改造着各传统行业的商业模式。计算技术的重心正逐步从计算机转向网络，软件的技术和业务创新与网络发展将深度耦合，网络将成为软件开发、部署、运行和服务的主流平台。2015年2月27日，工业和信息化部向中国电信和中国联通发放“LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务（LTEFDD）”经营许可。LTEFDD牌照的发放将进一步释放我国电信市场的活力，拉动4G相关领域投资增长，促进各种移动互联网新技术新业务新应用的涌现。据中国互联网网络信息中心（CNNIC）数据：截至2014年6月，我国网民规模达6.32亿，互联网普及率为46.9%，较2013年底提升了1.1个百分点。2015年，中国的网民渗透率将达50%。预计在未来两三年内，移动互联网将深入渗透到公众的生活和工作，将在诸多方面改变和改善公众的生活和工作形态，同时为软件与信息技术服务业产生更多商业机会。

软件服务化进程不断加快，原有软件产品开发、部署、运行和服务模式正在改变，软件技术架构、企业组织结构和商业模式将面临重大调整。以软件应用商店等为代表，服务导向的业务创新、商业模式创新推动了产业的转型升级。以用户为中心，按照用户需求动态提供计算资源、存储资源、数据资源、软件应用等服务成为软件服务的主要模式。

操作系统、数据库、中间件和应用软件相互渗透，软件向更加综合、广泛的一体化软件平台演变。未来软件和信息技术服务业将围绕主流软件平台体系构造产业链，市场竞争从单一产品的竞争发展为基于平台体系的产业链竞争。目前，IBM、惠普、戴尔等跨国巨头正着力打造全业务综合集成服务体系。“智慧地球”理念，就是IBM力图将其综合集成服务能力转变为核心竞争力的战略新思路。惠普、戴尔也调整策略，通过收购兼并、业务重组等途径，加快建设全业务综合集成服务体系。国内用友、金蝶等软件企业也在积极进行战略调整，以适应新形势下的企业竞争要求。

综上所述，我国软件与信息技术服务业正处于较快发展时期，产业规模稳步扩大，但也存在着经营环境变化、核心技术人员离职、人才成本高和产权纠纷等问题。未来伴随信息通信技术的迅速发展和应用的不断深化，软件与网络深度耦合，软件与硬件、应用和服务紧密融合，软件和信息技术服务业将加快向网络化、服务化、体系化和融合化方向演进，并将进一步推动产业融合

发展和转型升级。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司于 1993 年设立，是国内从事软件与信息服务较早的企业之一。经过 20 年多年的持续发展，公司积累了丰富的电信行业、政府部门（主要为公安）和企业等用户的软件与信息服务经验。

公司竞争力主要体现在电信运营业务支撑软件市场和公安行业软件市场。

电信运营业务支撑软件市场方面，公司主要竞争对手有亚信（已从美国纳斯达克退市）、东方国信（深圳创业板）、华为（未上市）、中兴软创（未上市）、思特奇、东软集团、福建福富、理想科技等。中国主要有三大电信运营商——中国电信集团、中国联通集团和中国移动集团。其中中国电信集团、中国联通集团已成为公司业务支撑软件长期、稳定的合作伙伴。截至 2015 年 8 月 30 日，公司在中国电信集团省级分公司客户数为 19 个，在中国联通集团的省级分公司客户数为 18 个。主要产品为准实时计费类、实时在线计费类、客户关系管理类 and 大数据类软件系统。公司上述产品市场份额排名前列。

公安行业软件市场方面，由于公安行业特定的行业背景和国家有关保密管理法规的要求，在选择软件产品厂商时，要对软件厂商的背景，特别是其在公安行业的服务经历和信誉进行考证，缺乏公安行业成功案例的厂商很难进入该市场。公安行业应用软件进入壁垒也比较高。在公安行业规范业务应用软件产品领域，公司已成为新一代出入境管理信息系统的入围厂商和产品供应商，其中新一代出入境管理软件产品 2014 年占全国市场 12.90% 的份额，市场排名第三位。

截至 2014 年底，公司产品共获得 77 项荣誉证书，其中公司“天源迪科智能门户软件 V1.0”、“天源迪科企业数据应用门户软件 V1.0”和“天源迪科统一消息推送平台 V1.0”分别获得第十六届、第十七届和第十八届中国国际软件博览会金奖。

总体看，公司在电信运营业务支撑软件市场和公安行业软件市场竞争力较强，获得了多项荣誉证书，具有较强的经营实力。

2. 人员素质

目前，公司高级管理人员 10 人，包括总经理 1 人，副总经理 8 人，财务总监 1 人。

公司董事长、总经理陈友先生，1993 年 1 月~1997 年 12 月担任公司副总经理；1998 年 1 月~2001 年 3 月担任公司董事、总经理；2001 年 4 月至今担任公司董事长、总经理。

从 20 世纪 90 年代起，公司主要高级管理人员如陈鲁康先生、李谦益先生和汪东升先生均在公司任职。

截至 2014 年底，公司拥有在职员工 2,932 人，其中研发人员占比 68.28%，销售人员占比 8.32%，客服人员 7.40%，管理及行政人员占比 16.00%；从学历构成上看，具有大专及以上学历的占 27.62%，本科及以上学历的占 72.38%。

总体看，公司高级管理人员大都具有较长的软件行业从业经历和丰富的专业知识，综合素质较高，近年来公司高层管理人员变动较小，团队凝聚力较强；公司员工整体素质较好，能够满足公司经营发展需要。

3. 研发实力

公司自设立至今，始终将技术研发工作摆在重要的战略地位，近年来，公司研发投入力度处

于较高水平，2012~2014年，公司研发投入金额分别为13,368.51万元、15,021.91万元和15,893.99万元，占营业收入比重分别为20.10%、14.68%和13.39%。截至2014年底，公司拥有研发人员2,002名，其中硕士学历占5.44%、本科学历占75.17%、大专学历占18.08%、大专及以下占1.30%，学历水平较高。截至2014年底，公司具有高级项目经理认证10个，高级程序员15人，高级软件工程师4人，高级系统分析师1人，IBM原厂认证证书112人，华为原厂认证证书10人，微软原厂认证证书8人，Oracle原厂认证证书15人，技术人才储备较为充足。截至2014年底，公司共拥有计算机软件著作权133项；共申请了19项发明专利，其中8项发明专利获得证书。公司拥有的核心技术主要包括准实时计费账务类、客户关系管理类、大数据应用类软件系统等。目前，公司在互联网金融、智慧城市、云计算、大数据等多个领域不断拓展符合客户要求的高端服务。

总体看，公司技术人才储备较为充足，研发投入力度处于较高水平，获得了多项专利，技术水平较高。

4. 外部环境与支持

政策支持

我国政府对软件和信息技术服务业给予了高度重视，国务院及有关政府部门先后颁布了一系列优惠政策，为产业的发展建立了优良的政策环境。在此大环境下，近三年公司获得了政府的多项补助，主要包括研发资助资金、土地补助款、产业发展专项资金等，2012~2014年公司分别获得政府补助328.73万元、379.24万元和584.29万元。

税收优惠

公司作为主要从事软件行业的高新技术企业，享受营业税、增值税和企业所得税减免政策。

（1）营业税减免

根据财政部、国家税务总局财税字[1999]第273号文《关于贯彻落实<中共中央国务院关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定>有关税收问题的通知》及深圳市地方税务局（深地税发[1999]542号文）《转发财政部国家税务总局关于贯彻落实<中共中央国务院关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定>有关税收问题的通知》规定：从事技术转让、技术开发业务和与之相关的技术咨询、技术服务业务取得的收入，免征营业税。实施营改增后，不再享受免征营业税税收优惠。目前，公司子公司广西驿途信息科技有限公司、成都魔比互联科技有限公司仍享受免征营业税税收优惠。

（2）增值税减免

根据《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》（国发[2011]4号），以及财政部、国家税务总局财税[2011]100号《关于软件产品增值税政策的通知》的规定，自2011年1月1日起执行，增值税一般纳税人销售其自行开发生产的软件产品，按17%税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过3%的部分实行即征即退政策。

根据《财政部、国家税务总局关于在北京等8省市1开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点的通知》（财税[2012]71号）和《财政部、国家税务总局关于在上海市开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点的通知》（财税[2011]111号）等相关规定，涉及营业税改征增值税的子公司（注册地非上述8省市的上海天缘迪柯、金华威等共11家子公司），原享受的营业税优惠政策，继续享受免征增值税优惠政策，执行零税率。

¹ 8省市包括北京市、天津市、江苏省、安徽省、浙江省（含宁波市）、福建省（含厦门市）、湖北省、广东省（含深圳市）。

（3）企业所得税减免

2014年9月，公司通过复审再次被认定为国家高新技术企业，认定有效期3年，自2014年起至2016年减按15%税率征收企业所得税。

2013年12月，根据国家发展和改革委员会、工业和信息化部、财政部、商务部、国家税务总局联合下发的《关于认定2013-2014年度国家规划布局内重点软件企业和集成电路设计企业的通知》，公司被认定为“2013-2014年度国家规划布局内重点软件企业”。根据财税[2008]1号《财政部、国家税务总局关于企业所得税若干优惠政策的通知》的规定，国家规划布局内的重点软件生产企业，如当年未享受免税优惠的，减按10%的税率征收企业所得税。故公司2014年度减按10%的税率征收企业所得税。

总体看，公司所在行业受政府支持力度较大，享受多项税收优惠便利，公司外部发展环境良好。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司于2010年在深圳证券交易所创业板上市，经过多年的发展和不断改善，目前已经建立了比较完善的法人治理结构。

公司按照《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》及《上市公司治理准则》及中国证监会有关法律、法规和公司章程的要求，持续完善公司的法人治理结构，健全内部管理、规范公司运作。公司设立了股东大会、董事会、监事会，股东大会为公司的权力机构，董事会是股东大会的执行机构，监事会为监督机构，高管层负责公司的日常经营与管理工作。

目前，公司董事会设董事9名，其中独立董事3名；公司监事会设监事3名，其中职工监事1名。公司高管层包括总经理1人，副总经理8人，财务总监1人及董事会秘书（副总经理兼任）1人共10人。总经理由董事会聘任或解聘，主持公司日常的经营管理工作，组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案等，高管层工作对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构较为完善，保证了公司顺利运行。

2. 管理体制

目前公司本部下设商务部、客户服务部、财务部、IT部、质量管理部、投资管理部和审计部等10个部门及电信事业部、联通事业部、公共事业部等5个事业部；拥有上海天缘迪柯、合肥天源迪科、金华威和深圳宝贝团等13家全资及控股子公司。

资金管理方面，公司的融资与结算业务由总部财务部统一管理。在公司全面预算管理指导下，财务部对公司的业务活动给予财务监控与管理，财务经理及资金主管负责对公司总部、各分子公司的货币资金内部控制情况进行检查监督。财务部根据《企业内部控制基本规范》及《企业内部控制评价指引》制定了货币资金管理制度和财务管理制度用以监督、控制公司资金的筹集及使用，降低资金使用成本并保证资金安全。公司及下属各分子公司所有融资事项、信贷工作须在财务部统一安排下，经由公司财务总监审查同意方可实施。同时，财务部还通过定期编制年度资金计划和月度动态资金计划加强资金管理的计划性，并对子公司的资金计划完成情况进行跟踪，实时调整资金安排。

对外投资方面，公司依据行业资金密集型和知识密集型的特点，结合自身经营情况，制定了

具体的对外投资管理制度。公司对外投资实行专业管理和逐级审批制度，并对审批权限做出明确规定。公司对外投资组建合作、合资公司，应对新建公司派出经法定程序选举产生的董事、监事，参与和监督影响新建公司的运营决策。对于对外投资组建的子公司，公司应派出经法定程序选举产生的董事长，并派出相应的经营管理人员（包括财务总监），对控股公司的运营、决策起重要作用。长期对外投资的财务管理工作由公司财务部负责，财务部根据分析和管理的需要，取得被投资单位的财务报告，以便对被投资单位的财务状况进行分析，维护公司的权益，确保公司利益不受损害。

对子公司的管理控制方面，公司对子公司主要从章程制订、人事、财务、经营决策、信息披露事务管理和报告制度、内部审计监督等方面进行管理。人事方面，公司通过委派或推荐董事、监事和高级管理人员等办法实现对控股子公司的治理监控。财务方面，子公司财务运作由公司财务部管理。子公司财务部门接受公司财务部门的业务指导和监督。公司对子公司的财务会计负责人实行委派制。经营决策方面，子公司的经营及发展规划必须服从和服务于公司的发展战略和总体规划，对外投资应接受公司对应业务部门的业务指导、监督，重大投资项目需报公司董事会审议或股东大会审议。信息披露方面，子公司发生重大事项时，应当及时报告公司董事会。

对外担保的控制方面，公司对外担保实行统一管理，公司的分支机构不得对外提供担保。公司股东大会、董事会按照《公司章程》中关于对外担保事项的明确规定行使审批权限，公司对被担保人的经营和资信情况进行调查，经办责任人持续关注被担保人的情况，如发现被担保人经营状况严重恶化或发生公司合并、分立等重大事项的，有关责任人要及时报告财务部门和公司领导。

公司实行内部审计制度，由董事会下设的审计委员会负责公司内、外部审计的沟通、监督和核查工作，确保董事会对公司内部控制制度执行的有效监督。公司审计部是公司内部监督体系 and 自我约束机制的重要组成部分，对公司内部控制制度的执行进行日常监管，履行独立的监督和评价职能，对公司及分子公司内部控制制度的执行情况等进行检查和监督，定期对公司内部控制制度是否有效、健全进行评估，并提出改进意见。

人力资源管理方面，公司实施《后备人才管理办法》，鼓励经验丰富的员工指导新员工；实施《讲师教研激励办法》，鼓励讲师多授课，培养公司人才。同时公司通过实施股权激励计划提高可持续发展能力。股权激励对象为高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及对公司有特殊贡献的其他人员实施股权激励，公司通过对激励对象为从职业素质、道德、心态、影响力、团队精神和领导力、工作业绩等方面进行考核，择优纳入股权激励计划。股权激励计划有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合起来，提高了公司可持续发展能力。

总体看，公司管理制度体系能够适应公司现阶段的发展要求，公司建立了完整的管理制度，整体运作规范，对子公司管控力度强，对核心技术人员激励有助于提高公司可持续发展能力，公司综合管理水平较高。

六、经营分析

公司营业收入全部来自于主营业务收入。公司主要业务包括向电信行业、政府、企业提供应用软件和信息系统和相关服务；代理销售华为视讯产品线及数通产品线等网络产品。

1. 经营概况

受华为企业网业务在国内的销售增长、主要电信行业客户资本支出缩小及政府需求波动的综合影响，2012~2014 年，公司收入规模呈增长态势，三年复合增长 33.57%，但增速有所下降。2014

年，公司实现营业收入 118,664.45 万元，同比增长 15.99%。2012~2014 年，公司净利润波动较大，2013 年公司净利润同比增长 24.78%，2014 年同比下降 45.91%，主要是由于 2014 年毛利率高的电信行业及政府业务收入下降，增速快的华为网络产品代理销售收入毛利率低所致。2014 年实现净利润 6,864.79 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 6,120.25 万元。

从收入的行业来源看，公司收入主要来源于电信行业及其他行业收入，近三年两者合计占比均在 85%以上。2012~2014 年，受 2014 年主要电信行业客户资本支出下降的影响，公司电信行业收入先增后降，2014 年为 40,825.52 万元，同比下降 19.71%（2013 年同比增长 24.67%）；近三年该板块占营业收入的比重分别为 61.33%、49.70%和 34.40%，呈下降趋势。2012~2014 年，公司其他行业收入（主要为网络产品代销收入，其中 2014 年占 92.41%）持续较快增长，年复合增长 83.35%，2014 年为 67,897.39 万元，同比增长 83.62%；近三年该板块占营业收入的比重分别为 30.37%、36.14%、57.22%，呈上升趋势。2012~2014 年，公司来源于政府的收入较为波动，年复合增长 34.15%，2014 年为 9,941.53 万元，同比下降 31.35%，2013 年收入较高，主要是由于 2013 年中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司系统集成项目 7,750 万元合同确认收入所致；近三年该板块占营业收入的比重分别为 8.31%、14.16%和 8.38%。

表3 2012~2014年公司分行业主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电信行业	40,786.96	61.33	54.09	50,847.27	49.70	49.30	40,825.52	34.40	44.70
政府行业	5,524.12	8.31	45.44	14,481.81	14.16	29.77	9,941.53	8.38	39.72
网络产品销售等	20,197.73	30.37	10.40	36,977.90	36.14	11.33	67,897.39	57.22	12.04
合计	66,508.80	100.00	40.10	102,306.99	100.00	32.81	118,664.45	100.00	25.60

资料来源：公司年报

从收入的产品来源看，公司收入主要来源于应用软件销售收入、技术服务收入和网络产品代销收入，近三年三者合计占比分别为 90.49%、81.54%和 93.40%。受电信行业收入变动的影响，2012~2014 年，公司应用软件收入先增后降，2014 年为 37,063.49 万元，同比下降 6.98%（2013 年同比增长 12.55%）；该部分占营业收入的比重分别为 53.23%、38.95%和 31.23%，呈下降趋势。受公司软件开发后续运营维护收入增长、新增电信运营商的运营业务服务分成收入及新增子公司合肥英泽的劳务外包业务 2013 年实现收入 1,027 万元和 2014 年 3,086 万元的影响，2012~2014 年，公司技术服务收入持续较快增长，年复合增长 90.93%，2014 年为 11,026.47 万元，同比增长 78.79%；该部分占营业收入的比重分别为 4.55%、6.03%、9.29%，呈上升趋势。2012~2014 年，公司网络产品代销收入持续较快增长，年复合增长 69.81%，2014 年为 62,744.43 万元，同比增长 67.71%；该部分占营业收入的比重分别为 32.72%、36.57%、52.88%，呈上升趋势。

表4 2012~2014年公司分产品主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
应用软件	35,401.20	53.23	59.19	39,845.48	38.95	57.95	37,063.49	31.23	46.65
技术服务	3,024.65	4.55	65.24	6,167.18	6.03	59.17	11,026.47	9.29	48.66
电信增值服务	1,580.79	2.38	67.98	1,831.10	1.79	71.78	1,467.52	1.24	68.56
系统集成	4,743.41	7.13	11.00	17,050.75	16.67	12.17	6,362.55	5.36	13.91
网络产品代销	21,758.74	32.72	9.88	37,412.48	36.57	9.20	62,744.43	52.88	9.29
合计	66,508.80	100.00	40.10	102,306.99	100.00	32.81	118,664.45	100.00	25.60

资料来源：公司年报

从毛利率来看，受人工成本增加的影响，2012~2014 年，公司应用软件和技术服务业务毛利率呈下降态势，分别从 2012 年的 59.19%和 65.24%降至 2014 年的 46.65%和 48.66%；公司电信增值服务毛利率稳定且处于高水平，2014 年为 68.56%；公司系统集成业务毛利率呈小幅上升态势，2014 年为 13.91%；公司网络产品代销业务毛利率较为稳定但处于较低水平，2014 年为 9.29%。2012~2014 年，受应用软件和技术服务业务毛利率下降，网络产品代销业务收入增长较快但其毛利率水平较低的影响，公司主营业务综合毛利率持续下降，从 2012 年的 40.10%降至 2014 年的 25.60%。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 52,520.06 万元，同比增长 38.26%，主要是由于华为企业网业务在国内的销售增长，公司代销网络产品收入增长所致；营业利润-1,632.10 万元，由上年同期的 112.88 万元转负，主要是受到中国电信和中国联通投资政策变化的影响，半年度收入结算较少及受业务特性影响华为网络产品代理销售费用高毛利率低所致。

总体看，近年来，公司收入规模持续增长，但受主要电信行业客户资本支出下降的影响，增速有所下降；近期公司净利润下降幅度较大，盈利能力有待提升。

2. 业务运营

公司主要业务包括向电信行业、政府、企业提供应用软件、信息系统和相关服务；代理销售华为视讯产品线及数通产品线等网络产品。产品和服务主要包括应用软件、技术服务、系统集成和电信增值服务。

应用软件、信息系统方面，公司主要的运营模式为客户提出需求，公司现场考察，成立项目组，针对客户需求开发相应的应用软件、信息系统及提供相关服务，公司内部测试，客户验收；业务周期一般为三个月到一年。

软件等相关服务方面，公司主要的运营模式为公司通过向客户提供软件及信息系统，掌握客户的下游信息，通过对客户下游信息的分析挖掘，向客户提供相关服务收取咨询费或收入分成等。技术服务的业务周期一般为一年。

运营商业务运营支撑领域

公司主要客户中国电信集团和联通集团为公司战略长期客户。2012~2014年，公司来源于中国电信集团和联通集团的收入分别为40,780万元、50,814.34万元和40,825.52万元，占同期营业收入的61.32%、49.67%和34.40%，占同期非网络产品代销收入的91.13%、78.30%和73.01%。近年来，公司与中国电信集团和联通集团的合作不断深入。目前公司在融合计费系统、在线计费系统、集团集客系统、总部数据枢纽系统、互联网业务大数据分析系统等业务领域处于领先地位。

2012 年度，公司继续保持在中国联通集团 IT 系统大集中过程中的优势地位，新产品业务进入了 6 个省份市场。在中国电信集团，核心业务产品新增 1 个省份市场，通过新产品开拓了 4 个省份市场。2013 年，公司新增 4 个电信省份及中国电信集团客户。在中国联通市场，公司围绕中国联通集中化、云化和互联网化方向进行深入研究，承建中国联通总部的全业务服务平台系统、集中集客系统、核心业务枢纽系统，新增虚拟运营开放平台系统，开发了国际业务平台、手机支付合作、政企专区运营等产品及运营咨询服务，在中国联通“阿里云”等基础项目研究中处主导地位。2013 年度，公司全面预算管理系统成功在中国移动 5 个省份市场实施，完成 4 家海外电信运营商项目实施，新增 1 家虚拟运营商市场，新增柬埔寨、台湾广电市场。

2014 年，移动互联网迅猛发展，通信行业市场发生深刻变化，电信运营商积极推进经营模式转型，业务运营进一步集约化，电信和联通省级分公司投资减少，导致公司电信行业收入同比有

所减少。应对变化，公司积极调整市场战略，聚集优质资源，逐年提高省分公司市场占有率；拓展海外运营商、传统行业龙头企业、虚拟运营商市场。2014年，公司首次突破中国电信集团数据域，中标中国电信集团渠道管控项目，大数据解决方案进入云南电信市场，客户关系管理系统解决方案进入湖北电信。在中国电信集团移动互联网化进程中，公司持续开展天翼客服服务创新，并积极拓展电子渠道业务。在中国联通市场，公司积极投入中国联通总部集中业务支撑系统系统(CBSS)建设，推动阿里云平台在中国联通的落地。公司与华为合作进一步深入，协助其交付海外业务支撑系统；积极拓展海外市场，承接了东南亚电信柬埔寨公司的大数据和电商平台的建设。在虚拟运营商领域，继蜗牛移动之后，2014年与京东电子商务公司合作，开发了基于云架构的业务支撑运营系统(BOSS)系统并成功割接上线，该产品使用了自主研发的虚拟数据源(VDS)等多项技术，能够快速响应客户业务需求，并具备快速部署和快速迭代能力，为虚拟运营商在互联网化的竞争环境中抢占先机提供了高效率的系统保障，已成为行业标杆。2014年，公司新增承接了山东广电的大数据平台建设。

线上到线下(智慧O2O)服务

公司协助企业建立线上接触点，发挥线下服务优势，利用大数据开展业务创新。2014年，公司承接了万科物业智慧社区平台的建设，二维码验真溯源营销解决方案快速拓展快销品行业，新增的客户有恒大集团、天王表、冷酸灵、草木之星、联合利华。大数据业务进入阳光电源。

2014年底，公司投资790万元，收购了深圳宝贝团51%股份(2015年2月完成股份过户手续)。深圳宝贝团公司主营业务为淘宝平台卖家提供IT服务，具有深度理解电商业务和较强的运营能力，目前，公司已与深圳宝贝团公司在电商平台的营销、客户关系管理、数据分析等方向展开合作。2014年公司实现线上到线下(智慧O2O)服务收入304.72万元。

互联网金融

互联网驱动技术革新，信息化建设和网络安全已成为国家重要战略，国内大型企业正在掀起一场大型企业IT底层建设国产化的革命。2012年，公司继续加强RCS(Rich Communication Suite)融合通信平台、SNS(Social Network Suite)社交网络平台、移动互联网存储平台和智能语音业务平台的研发投入，积极拓展运营类业务市场。2013年，移动互联网应用和运营已进入交通、电商、税务、金融等行业；移动保险理赔系统、微信服务平台已由车险行业拓展至财险行业，保险行业客户已达16家。2013年，公司新增中国登记结算公司深圳分公司、深圳证券交易所客户。2014年，在深交所为期两年的“全自主、国产化”的互联网开放式底层架构平台建设获得客户的认可，该平台产品有望在银行等其他金融机构推广；公司与安徽银联签署了“银联生活”项目的建设、独家运营协议。“银联生活”项目是基于本地化的O2O金融综合服务平台，以移动互联网为基础，围绕银联手机支付为核心，分别为持卡人、商户、行业客户提供移动收银、撮合交易、便民服务、行业资金归集等一系列生活金融服务。2014年，公司自主研发的金融产品“P2P网贷平台”、“融资担保平台”实现交付。在保险行业，移动应用产品进一步多元化，“移动查勘定损系统”在保险市场占有率超过50%，保险客户增至21家。2014年，公司实现互联网金融业务收入32.50万元。

政府行业应用领域

公司致力于推广电子政务综合管理、数据研判分析、智慧城市建设等行业应用和解决方案，向行业应用纵深发展。2012年是公司公安业务走出去的一年，其中智能交通类业务新增2个省份，刑侦类业务新增1个省份。2013年交警综合运行指挥调度系统已在上海、广州、大连、深圳交警得以应用。2014年，公司重点投入的产品有：“公安大数据平台”、“警务云平台”、“智能指挥调度系统”、“情报线索分析系统”。目前，公司公安大数据产品在国内公安行业处于领先水平，

公安客户主要分布在上海、广州、深圳、武汉、大连等地。2015年公司计划加大在国内省份推广力度，提高市场占有率。2012~2014年，公司来源于政府行业的收入较为波动，年复合增长34.15%，2014年为9,941.53万元。

网络产品代销方面，该部分业务由子公司金华威负责。金华威为华为企业网业务核心渠道代理商之一，主要业务为华为视讯产品线的代理销售，运营模式为以销定购。近几年，金华威视讯产品线的销售在华为渠道商排名中稳居第一，具有较强的营销、服务和风控能力。2013年取得华为数通产品线代理资格，随着国内政府机构、大型国有企业IT底层建设国产化，华为企业网业务在国内的销售增长强劲，网络产品产品代销收入在近几年有望能保持持续成长。

总体看，公司在电信运营商业务运营支撑领域处于领先地位；公司公安大数据产品在国内公安行业处于领先水平；网络产品产品代销收入为公司收入增长的主要动力。同时，公司电信行业收入集中度高，同时受电信运营商业务运营集约化、投资减少的影响，未来公司电信行业收入或将进一步减少。未来，公司将在电商领域、互联网金融及公安行业加大合作及投入，将对公司收入带来有力补充。

3. 非网络产品代销业务规模及产出效率

非网络产品代销业务中，2012~2014年，公司年合同签约数量逐年增长，年复合增长33.48%，2014年为645份；受2014年电信行业及政府行业签约合同金额下降的影响，年合同签约金额波动增长，年复合增长7.42%，2014年为57,519.99万元，同比下降7.07%。其中电信行业合同金额占69.78%。2012~2014年，公司累积未完工合同数量分别为53份、103份和108份；累积未完工合同金额逐年下降，年复合下降12.63%，2014年为9,201.54万元，占当年签约合同金额的16.00%，占比较低。

2012~2014年，受2014年主要电信行业客户资本支出下降的影响，公司电信行业年合同签约数量及合同签约金额均先增后降。2014年，公司电信行业当年合同签约数量为299份，同比下降12.83%；当年合同签约金额为40,138.49万元，同比下降14.39%。

2012~2014年，公司政府行业年合同签约数量稳定增长，年复合增长40.84%。2013年公司政府行业年合同签约金额最高为12,578.13万元，同比增长100.40%，2014年合同签约金额为11,153.51万元，同比下降11.33%。

2012~2014年，公司企业等其他领域的年合同签约数量及金额均快速增长，年复合分别增长136.20%和189.26%。2014年，公司企业等其他领域的年合同签约数量及金额分别为106份和6,227.99万元。

表5 2012~2014年公司非网络产品合同规模

领域	项目	2012年	2013年	2014年
电信行业	当年合同签约数量	222	343	299
	当年合同签约金额（万元）	42,831.40	46,883.03	40,138.49
	累积未完工合同数量	31	63	34
	累积未完工合同金额（万元）	9,268.01	7,612.21	4,353.99
政府行业	当年合同签约数量	121	198	240
	当年合同签约金额（万元）	6,276.55	12,578.13	11,153.51
	累积未完工合同数量	14	30	53
	累积未完工合同金额（万元）	2,257.33	2,084.07	3,218.77
企业等其他领域	当年合同签约数量	19	49	106

合计	当年合同签约金额（万元）	744.36	2,433.16	6,227.99
	累积未完工合同数量	8	10	21
	累积未完工合同金额（万元）	527.62	430.83	1,628.78
	当年合同签约数量	362	590	645
	当年合同签约金额（万元）	49,852.31	61,894.32	57,519.99
	累积未完工合同数量	53	103	108
	累积未完工合同金额（万元）	12,052.96	10,127.11	9,201.54

资料来源：公司提供；本表合同不包括网络产品代销合同。

产出效率方面，2012~2014年公司人均产值分别为25.07万元、27.43万元和25.93万元，人均产值波动增长，年复合增长1.70%。其中2014年较上年下降5.47%，主要是由于开发人数增长较快所致。

表6 2012~2014年公司软件收入产出效率

项目	2012 年	2013 年	2014 年
软件收入（万元）	40,006.65	47,843.76	49,557.47
平均开发人数（人）	1,596	1,744	1,911
人均产值（万元）	25.07	27.43	25.93

资料来源：公司提供；软件收入=主营业务收入-网络产品分销-系统集成。

总体看，非网络产品代销方面，公司签约合同金额受电信行业影响较大，受此影响，2014 年签约合同金额有所下降。由于开发人数增长较快，2014 年，公司产出效率有所下降。

4. 业务采购、销售及结算

公司采购主要来源为网络产品产品代销业务，其余部分采购来源于公司软件开发等业务过程中所需的电脑、服务器、存储设备等。公司主要供应商华为数字技术有限公司。2012~2014 年，公司前五大供应商合计采购金额占当年采购总额的 64.11%、72.24%和 67.79%，其中向华为数字技术有限公司的采购额分别为 23,233.05 万元、38,599.90 万元和 47,215.96 万元，占当年采购额的比重分别为 43.58%、48.15%和 48.12%。结算周期一般在 2~3 个月，主要以电汇为主。总体看，公司供应商集中度高。

2012~2014年，公司当年完工合同数量及当年完工合同金额稳定增长，分别年均增长31.88%和36.47%；2014年当年完工合同数量及当年完工合同金额分别为1,701份和131,856.54万元。销售及结算方面，公司客户主要分为两类：一类为应用软件、信息系统和相关服务；另一类为网络产品产品代销。客户业务粘性较大，主要客户收入占比较高，是软件与信息技术行业的主要特点。应用软件、信息系统和相关服务方面，针对中国电信集团、联通集团等主要客户，公司派员入驻，以便针对客户需要对原有软件和信息系统进行升级，并了解其需求，获得新业务，开发新的应用软件。另外，公司通过收购已有企业（如2014年收购深圳宝贝团）、投放广告等获得新客户，尤其是电商及互联网金融领域；同时部分客户来自于原有客户的推荐。结算方面，公司考察时了解业务难度，根据业务难度确定合同金额，公司的价格策略是成本加成，保证毛利率在50%左右，在同行业中处于中等水平。应用软件业务一般结算时点与比例为签订合同后付款30%，初验后付款30%，终验后付款30%，质保金10%一般为一到二年后付款；技术服务方面，客户会按季度等额付款，没有质保金；系统集成业务周期为三个月到一年，客户结算是签合同后付款70%，初验后付款20%，质保金10%一般为一到二年后付款。由于主要客户议价能力强，结算周期较长，应用

软件和技术服务的结算周期一般为6个月到一年，主要以电汇为主；系统集成业务结算周期一般为3个月到6个月，主要以电汇为主。

网络产品代销方面，公司子公司金华威为华为企业网业务核心渠道代理商之一，主要销售视讯产品线及数通产品线等网络产品，公司以销定购，收取一定比例的进销差价，并获得激励。进销差价一般在4%~5%之间；激励分为阶梯性季度激励和年度激励，全年公司能收到10%左右的返点（进价基础上）。网络产品代销业务风险较小。结算周期一般为90天，结算方式有汇票和现金两种方式，主要为现金结算。结算货币主要为人民币，少量为美元等外币。

总体看，受代销业务性质的影响，公司采购集中度高，但风险较小；公司与主要客户保持着长期稳定的合作关系，销售网络布局有所扩张；但联合评级也关注到因主要客户议价能力强而使得公司结算周期较长可能对公司经营带来的不利影响。

5. 经营效率

2012~2014年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为23.52%和8.94%，资产规模较快增长；营业收入年复合增长率33.57%，但净利润年复合减少17.85%；公司经营规模增长较快，但受毛利率高的电信行业及政府业务收入下降，增速快的网络产品代理销售收入费用高毛利率低的影响，盈利规模有所下降。

2012~2014年，公司的应收账款周转率分别为2.04次、2.26次和2.11次，其中2013年公司应收账款周转率上升较快，主要是原因是2012年度报表期初数不包括子公司金华威报表数，子公司金华威的网络产品代销应收账款较应用软件和售后服务业务应收账款周转快，随着这部份收入比重的增加，公司的整体周转率上升所致；2014年应收账款周转速度下降主要是由于2014年子公司金华威增加华为数据通讯产品线总代理业务，该产品面对中高端客户群体，销售回款时间有所延长所致。

2012~2014年，公司的总资产周转率分别为0.57次、0.72次和0.68次，2013年总资产周转率上升，主要是由于2013年公司营业收入增幅较大，而存货及应收账款等资产增速较慢所致；2014年总资产周转速度较2013年略有下降。

2012~2014年，公司的存货周转率分别为7.55次、4.59次和3.74次，呈下降趋势，主要是由于网络产品代销产品存货周转周期延长所致。

从同行业比较来看，2014年公司应收账款周转率在可比及主要软件上市企业内处于较低水平，总资产周转率及存货周转率属中等水平。

表7 2014年主要软件上市公司经营效率指标情况

证券简称	应收账款周转率(次)	存货周转率(次)	总资产周转率(次)
神州泰岳	3.06	8.06	0.53
东方国信	1.57	13.31	0.42
亿阳信通	2.58	2.82	0.41
中国软件	3.19	2.84	0.72
东软集团	4.06	4.83	0.82
天源迪科	2.20	3.74	0.68

资料来源：Wind 资讯

注：①Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，

为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据；

②亿阳信通、神州泰岳与天源迪科软件业务主要集中在电信行业，东方国信在商业智能软件方面与天源迪科有交叉，中国软件与东软集团为综合性软件公司。

总体看，公司整体经营效率不高。

6. 经营关注

客户较为集中风险，且主要两家客户均为电信运营商，面对电信行业软件需求下降的趋势，公司经营存在一定风险

近三年公司对电信行业前两大客户—中国电信集团和联通集团的销售收入占营业收入的比例均在 30% 以上，客户集中度较高可能给公司经营带来一定风险。若主要客户因行业发展行业政策变化而经营状况发生变化导致其对公司业务的需求量下降，或转向其他软件服务企业，将对公司的生产经营带来一定负面影响。近年来，移动互联网迅猛发展，通信行业市场发生深刻变化，电信运营商积极推进经营模式转型，业务运营进一步集约化，投资将呈减少趋势。总体看，电信行业软件需求下降，且公司主要客户为电信运营商，公司生产经营存在一定风险。

人力成本上升风险

作为知识密集和人才密集型企业，公司最主要的经营成本是人力成本。随着中国经济的快速发展，城市生活成本的上升，社会平均工资逐年递增，尤其是深圳、北京、上海等一线大中城市，具有丰富业务经验的中高端人才工资薪酬呈上升趋势，公司面临人力成本上升导致利润水平下降的风险。

高级管理人才和技术人才流失风险

软件与信息技术行业属于人力资本和知识密集型行业，核心技术和关键管理人员是公司生存和发展的根本，也是公司竞争优势的关键所在。随着市场竞争加剧，企业间对人才争夺的加剧，未来公司将可能面临核心技术人员和管理人员流失的风险，从而削弱公司的竞争力，对公司业务经营产生一定的不利影响。

管理风险

截至 2015 年 6 月底，公司共拥有 13 家全资及控股子公司。未来，随着公司在互联网金融、电子商务等领域业务的拓展，公司现有子公司业务或将扩张，同时公司仍可能收购已有企业进入相关领域。公司将面临资源整合，协调管理子公司的任务。

7. 未来发展

未来两三年内，移动互联网将继续渗透到日常的生活和工作中，将在诸多方面改变和改善民众生活和工作形态，产生更多的商业机会。未来公司将凭借在软件研发领域 20 多年的积累，把握移动互联网发展机遇，致力成为传统企业移动互联网业务变革的使能者；加大移动终端应用的开发，研究虚拟化、分布式并行处理技术和云计算技术，开发电子商务应用，在当前移动互联网生态环境下，为公司快速发展提供持续动力。

未来公司计划：①加速向移动互联网和大数据转型；②沉淀人才，加强绩效考核和培训，推动子公司成长；③提升基础管理能力，加强子公司及事业部之间的协作；④加强研发投入，发挥资产效能，实现经营业务稳健增长。

总体看，公司的发展战略思路清晰，重点突出，符合软件与信息技术行业未来的发展趋势。未来随着公司业务结构向移动互联网和电子商务应用的转型，公司盈利能力有望有所提升。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2012 年度财务报告经中瑞岳华会计师事务所审计，2013 年财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2014 年度财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年

出具的均为标准无保留审计意见。2015 年半年度报表未经审计。公司执行财政部于 2014 年修订及新颁布的《企业会计准则》。

公司 2014 年年报中合并报表范围的子公司共 12 家。2012~2014 年，公司财务报表合并范围变化情况如下表所示。2015 年公司收购深圳宝贝团，半年报合并报表范围子公司增至 13 家。

表 8 2012~2014 年公司财务报表合并范围子公司数量变化情况

时间	合并家数	新增家数	减少家数
2012 年	9	3	--
2013 年	10	1	--
2014 年	12	2	--

资料来源：公司年报

2013 年及 2014 年公司主营业务未发生变化，且新增子公司规模较小，公司财务数据可比性较好。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 190,743.39 万元，负债合计 64,742.39 万元，所有者权益（含少数股东权益）126,001.00 万元。2014 年公司实现营业收入 118,664.45 万元，净利润（含少数股东损益）6,864.79 万元，2014 年公司经营活动现金流量净额为-12,672.59 万元，现金及现金等价物净增加额-1,148.57 万元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 197,323.94 万元，负债合计 69,292.19 万元，所有者权益（含少数股东权益）128,031.75 万元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 52,520.06 万元，净利润（含少数股东损益）40.44 万元，2015 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为-424.64 万元，现金及现金等价物净增加额-13,668.34 万元。

2. 资产质量

随着公司经营及投资规模的不断扩大，资产规模增长较快，资产总额从 2012 年底的 125,011.14 万元上升到 2014 年底的 190,743.39 万元，年均复合增长 23.52%。截至 2014 年底，公司资产总额中流动资产占比 62.99%，非流动资产占比 37.01%，资产构成以流动资产为主，符合软件行业企业的资产特征。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产合计 120,145.71 万元，以应收账款（占比 47.75%）、存货（占比 23.03%）和货币资金（占比 21.59%）为主。

近三年，由于业务规模扩大，客户增加，公司应收账款增长速度较快，年均增长率达到 26.29%，截至 2014 年底公司应收账款账面余额 59,844.16 万元。公司应收账款按信用风险特征组合计提坏账准备，计提坏账比例为 4.14%，金额为 2,479.72 万元，计提较充分。其中一年以内的应收账款占 86.35%，考虑到公司产品销售结算周期一般为 3~6 个月，公司应收账款账期有待缩短。公司应收账款前五大户余额占比 26.21%，客户集中度一般。

近三年，公司货币资金年均增长 3.04%，截至 2014 年底，公司货币资金余额 25,941.74 万元，较年初增加 9.48%。公司货币资金以银行存款为主，占比为 84.64%。截至 2014 年底，公司货币资金中其他货币资金 3,945.23 万元，占货币资金总额的 15.21%，为票据和保函保证金，全部为使用受限的货币资金。

近三年，公司存货年复合增长 63.54%，主要是由于网络分销产品备货增加所致。截至 2014 年底，公司存货余额 27,669.93 万元，由在售产品（占 3.39%）、库存商品（占 28.83%）和发出商品（占 67.78%）构成，因公司期末各类存货可变现净值高于账面价值，故未计提存货跌价准备。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 70,597.69 万元，近三年复合增长率为 19.70%。非流动资产以无形资产（占比 30.25%）、在建工程（占比 22.66%）、固定资产（占比 19.74%）和开发支出（占比 9.26%）为主。

截至 2014 年底，公司无形资产账面原值合计 21,358.89 万元，其中通过公司内部研发形成的无形资产占 88.02%，土地使用权占 7.39%，无形资产累计摊销 7,077.18 万元。

公司在建工程均为合肥研发中心工程。近三年波动增长，年复合增长 24.77%；截至 2014 年底，公司在建工程 15,997.84 万元。

截至 2014 年底，公司固定资产价值 13,936.48 万元，较年初增长 92.11%，主要是合肥研发基地部分工程完工结转所致。其中房屋及建筑物占 85.22%，机器设备占 10.59%，电子设备占 8.99%，运输设备占 1.41%，其他设备占 4.38%。公司固定资产采用年限平均法计提折旧，房屋及建筑物折旧年限为 20~50 年，电子设备、运输设备和其他设备折旧年限为 5 年，折旧年限设置合理。截至 2014 年底，公司固定资产成新率为 75.43%，成新率较高。

近三年，公司开发支出波动增长，年复合增长 8.49%；截至 2014 年底，公司开发支出 6,534.32 万元，同比下降 3.93%。

截至 2015 年 6 月底，公司流动资产 123,287.63 万元、非流动资产 74,036.31 万元，分别占资产总额的 62.48%和 37.52%，资产仍以流动资产为主，且资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主。流动资产中应收账款和存货占比较大；非流动资产中无形资产占比较大，整体资产质量尚可。

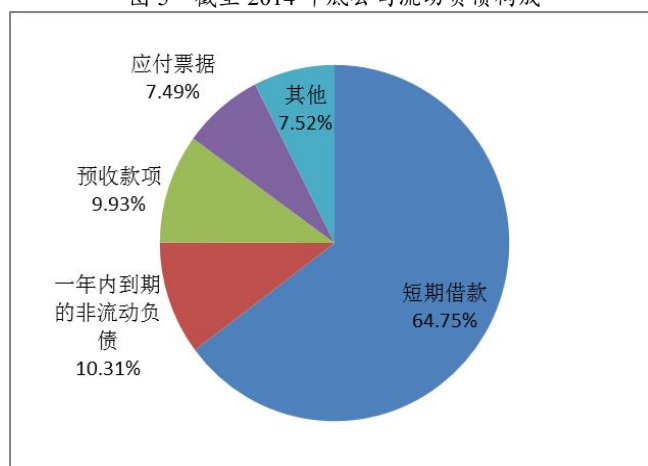
3. 负债及所有者权益

负债

近三年，公司负债年均增长 85.34%，主要来源于短期借款、应付账款、预收账款和一年内到期的非流动负债增加。截至 2014 年底，公司负债合计 64,742.39 万元，其中流动负债占比达到 92.78%，负债结构有待改善。

近三年公司流动负债年均增长 83.52%，主要是由于随着业务规模扩大及投资需求的增加，公司融资需求增加所致。截至 2014 年底，公司流动负债合计 60,064.85 万元，主要由短期借款（占比 64.75%）、一年内到期的非流动负债（10.31%）、预收款项（占比 9.93%）、应付票据（7.49%）构成。

图 5 截至 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司短期借款合计 38,890.00 万元，近三年公司短期借款呈逐年递增的态势，年均增加 117.03%，主要是随着业务规模扩大的增加，公司融资需求增加所致。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 6,193.00 万元，较年初增加 188.85%，主要是由于一年内到期的长期借款增加所致。

受业务规模扩大的影响，近三年公司预收款项年复合增长 95.00%。截至 2014 年底，公司预收款项 5,965.22 万元。

公司应付票据均为银行承兑汇票。近三年，公司应付票据呈波动增长态势，年均复合增长率为 10.24%；截至 2014 年底，公司应付票据 4,500.00 万元，较年初增长 209.70%，主要是由于业务规模扩大，公司运用票据结算增加所致。

近三年公司应付账款波动下降，年均减少 21.34%。截至 2014 年底，公司应付账款为 1,677.59 万元，较年初下降 53.48%，主要是由于公司系统集成收入减少相应应付账款减少和合肥研发基地土建工程完工应付工程款减少所致。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 4,677.55 万元，主要由长期借款（占比 65.53%）和递延收益（占比 34.47%）构成。

截至 2014 年底，公司长期借款 3,065.00 万元，均为质押借款，为子公司合肥天源迪科向合肥华夏银行胜利路支行的借款，到期日均在 2017 年 7 月末或 8 月初；递延收益 1,612.55 万元，均为政府补助。

截至 2014 年底，公司全部债务合计 52,648.00 万元，其中短期债务 49,583.00 万元、长期债务 3,065.00 万元，债务结构不尽合理。公司债务主要为长短期借款和应付票据。由于长短期借款的增加，导致公司近三年全部债务年均增长率达到 109.81%，增长幅度较大。但由于公司负债和有息债务规模较小，截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 33.94%、29.47%和 2.37%，仍处于较低水平。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 69,292.19 万元，其中流动负债占 95.26%和 4.74%，仍以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2015 年 6 月底，公司全部债务 54,665.00 万元，较年初增长 3.83%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 35.12%、29.92%和 1.19%，其中资产负债率、全部债务资本化比率较年初略有提升，仍处于较低水平。

总体看，公司负债以流动负债为主，整体负债规模较小，有息债务负担不重。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益呈稳步上升态势，三年复合增长率为 8.94%，截至 2014 年底，公司所有者权益合计 126,001.00 万元，其中归属于母公司所有者权益 122,503.68 万元，占所有者权益合计的 97.22%。归属于母公司所有者权益中，股本占 26.06%，资本公积占 41.38%，盈余公积占 4.29%，未分配利润占 28.27%，公司所有者权益稳定性尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 128,031.75 万元，较年初增加 1.61%，所有者权益构成变化不大。

总体看，公司所有者权益呈稳步上升态势，所有者权益以资本公积为主，权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

近三年，公司经营规模不断扩大，2012~2014 年公司营业收入年均增长 33.57%。受公司业务规模的扩大，以及客户增加等因素的影响，2014 年，公司实现营业收入 118,664.45 万元，同比增长 15.99%。2014 年公司利润总额 7,312.06 万元，同比大幅下降 44.80%，主要是由于毛利率较低

的网络产品分销业务收入增长较快、收入占比较高以及毛利率较高的电信行业收入下降所致。受利润总额变动的影响,2014 年公司归属母公司所有者的净利润为 6,120.25 万元,同比下降 49.91%。

2012~2014 年,公司实现营业外收入分别为 339.78 万元、394.66 万元和 633.46 万元,主要由政府补助构成。近三年营业外收入在利润总额中占比分别为 3.10%、3.05%和 9.47%,公司利润总额对营业外收入依赖性较小。

期间费用方面,近三年公司期间费用持续增长,其中销售费用和管理费用年均增长率分别为 32.30%和 10.94%,其中销售费用增长较快,主要是由于公司加大市场开拓力度、开拓网络产品业务新领域,以及加大品牌建设力度,相应费用增加所致;管理费用增长较快,主要是由于公司研发费用投入增加所致;财务费用比上年同期增加 146.32%,其主要原因是流动资金贷款增加相应利息支出增加所致。受公司业务模式的影响,公司期间费用主要由管理费用构成,2014 年,公司期间费用合计 23,098.63 万元,其中销售费用占 26.72%,管理费用占 65.51%,财务费用占 7.77%,管理费用占比较大。近三年公司费用收入比较为稳定,2014 年为 19.47%,较上年略有下降,整体成本费用控制水平尚可。

从各项盈利指标来看,2014 年,公司主营业务毛利率为 25.60%,营业利润率为 25.33%,较上年均有所下降;总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.37%、5.28%和 5.63%,分别较上年 10.41%、10.17%和 11.33%有明显下降,主要原因是毛利率低的网络产品分销业务其收入增长较快,而毛利率高的电信行业收入下降所致,导致公司收益率下降所致。

如下表所示,与同行业可比上市公司相比,公司销售毛利率较低,总资产报酬率和净资产收益率处于中等水平,公司整体盈利状况处于行业中等水平。

表 9 2014 年可比软件上市公司相关盈利指标比较

证券简称	销售毛利率(%)	总资产报酬率(%)	净资产收益率(%)
神州泰岳	47.00	13.22	14.82
东方国信	48.35	9.95	10.80
亿阳信通	62.73	4.39	5.10
中国软件	37.03	1.65	1.76
东软集团	28.65	3.92	4.76
天源迪科	25.60	5.17	5.15

资料来源: wind 资讯

注: Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异,为便于与同行业上市公司进行比较,本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

总体看,公司主营业务收入不断增长,但受毛利率低的网络产品分销业务其收入增长较快,而毛利率高的电信行业收入下降所致公司盈利能力有所下降,整体看公司盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动来看,近三年,公司现金流流出规模和流入规模均呈现持续扩大的态势,但流出量增长大于流入量。近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2,422.01 万元、-1,913.25 万元和 -12,672.59 万元,流出金额增长较快,2014 年经营活动现金净流出同比增长 562.36%,其主要原因是公司子公司金华威公司采购备货付款增加所致。从收入实现质量来看,近三年公司的现金收入比分别为 93.43%、93.55%和 103.47%,指标有所提升,公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看,近三年公司投资活动现金流入量小,其中 2014 年仅为 1.08 万元;受投资项目减少及固定资产购置下降的影响,近三年公司投资活动的现金流流出额呈下降趋势,年复合

下降 18.27%。2012~2014 年来公司投资活动呈净流出状态，净流出规模逐年下降，年均复合下降 18.25%，2014 年度公司投资活动现金净流出 15,348.16 万元，较 2013 年下降 4.58%。

从筹资活动来看，受业务规模扩大的影响，近三年公司筹资活动流入额逐年增长，年复合增长 179.82%；2014 年为 95,031.73 万元；受到期借款额增加及利息支付额增加的影响，公司筹资活动流出额亦逐年增长，年复合增长 132.34%；2014 年为 68,159.55 万元。受上述因素影响，近三年公司近三年筹资活动的现金流量净额分别为-489.14 万元、17,060.82 万元和 26,872.18 万元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金净流量为-424.64 万元，同比增加 94.01%，主要是由于销售回款增加。公司投资活动产生的现金流量净额-6,703.16 万元，同比增加 33.89%，主要是由于比上年同期减少了对对外投资和合肥研发基地建设支出。公司筹资活动产生的现金流量净额-6,540.54 万元，同比下降 156.78%，主要是由于当期偿还银行借款增加。

总体看，公司收入实现质量尚可，经营性现金流出规模较大，经营活动现金流状况有待改善。目前公司投资支出仍较大，公司经营活动产生的现金流不能够满足投资需求，仍有一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率及速动比率均呈下降态势，流动比率分别为 4.25 倍、2.96 倍和 2.00 倍；速动比率 3.67 倍、2.36 倍、1.54 倍，2014 年流动比率及速动比率降低主要是由于借款增加所致。近三年公司现金短期债务比为 2.11 倍、0.97 倍和 0.55 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较低；近三年公司经营现金流动负债比率为 13.58%、-5.82%和-21.10%。总体看，公司短期偿债指标呈下降趋势，整体看公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，公司 2014 年底资产负债率为 33.94%，负债水平较低。公司 EBITDA 呈现波动变化，近三年来 EBITDA 分别为 15,719.91 万元、19,774.75 万元和 15,652.52 万元；其中公司 EBITDA 主要为利润总额和摊销，2014 年分别占 46.71%和 34.38%，计入财务费用的利息支出占 12.07%，折旧占 6.84%。2013 年 EBITD 增幅较大的是由于无形资产摊销及利润总额增长所致。2012~2014 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 68.26 倍、14.56 倍、5.98 倍，EBITDA 对债务利息覆盖程度较高；2012~2014 年 EBITDA 全部债务比分别为 1.31 倍、0.67 倍和 0.30 倍，EBITDA 对长期债务保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司无对外担保；公司无重大未决诉讼。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至 2015 年 6 月底，公司获得的银行授信总额为 9.63 亿元，其中已使用的授信额度为 5.67 亿元，未使用的授信额度为人民币 3.96 亿元，公司间接融资渠道较畅通。公司作为创业板上市公司，具有在资本市场融资的便利条件，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行《企业信用报告》（编号：G1044030501175410I），截至2015年8月25日，公司无关注类和不良类信贷信息记录。

总体看，目前公司债务规模较小，偿债能力尚可。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额为 6.93 亿元。本次拟发行公司债规模不超过 4.00 亿元，相对于公司目前的负债规模，本次债券发行额度较高。本次债券发行募集资金将用于补充营运资

金、偿还金融机构借款，调整负债结构，对公司负债结构将产生一定影响。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 4.00 亿元，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.05%、42.51% 和 24.50%，债务负担增加幅度较大，与 2015 年 6 月底公司指标相差较大。考虑到本次债券的部分筹集资金用于偿还公司债务，因此上述指标将相应有所降低。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年的 EBITDA 为 1.57 亿元，为本次公司债券发行额度（4.00 亿元）的 0.39 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可。公司 2014 年经营活动现金流入量为 12.45 亿元，为本次公司债券发行额度（4.00 亿元）的 3.11 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司所在行业发展较快，公司在客户关系及技术水平等方面具有较强的行业竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据深圳中小担与天源迪科签署的《委托保证合同》和深圳中小担保出具的《担保函》，深圳中小担为公司本次发行的不超过 4 亿元债券的还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券本金及其票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债券的费用。

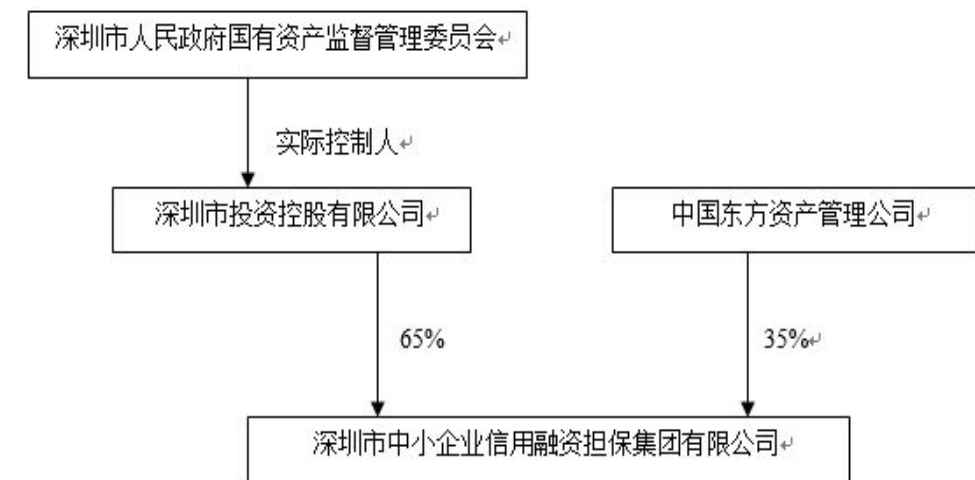
深圳中小担承担保证责任的期间为本次债券存续期及债券到期日起两年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）深圳中小担概况

深圳中小担原名深圳市中小企业信用担保中心，成立于 1999 年 12 月，是深圳市政府为解决中小企业融资难、扶持中小企业健康发展而设立的专业担保机构；2000 年 4 月，经深圳市机构编制委员会核准登记注册为事业单位；2008 年 1 月，更名为深圳市中小企业信用担保中心有限公司，并由事业单位变更为国有独资有限责任公司，深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）持股比例为 100.00%；2011 年 3 月，变更为现名。2013 年 11 月，深圳中小担进行股权置换，变更后股东为深圳投控和中国东方资产管理公司（以下简称“东方资产”），持股比例分别为 65.00% 和 35.00%，截至 2013 年末，深圳中小担注册资本为 10.00 亿元。2014 年 5 月，深圳投控及东方资产分别以现金向深圳中小担增资 3.25 亿元和 1.75 亿元，并以未分配利润转增注册资本 3.00 亿元，各股东持股比例不变。截至 2015 年 6 月末，深圳中小担注册资本为 18.00 亿元。

图 6 截至 2015 年 6 月底深圳中小担的股权结构情况



资料来源：深圳中小担提供

深圳中小担的经营经营范围包括为企业及个人提供贷款担保、信用证担保等融资性担保；开展再担保业务；办理债券发行担保业务；兼营诉讼保全担保、履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资。

深圳中小担设担保业务部、增信业务部、保函业务部、战略投资部、风险管理部、债务追偿部、财务部、办公室、党群人事部等部门。截至 2015 年 6 月末，深圳中小担下设南山、福田、宝安、龙华和罗湖共 5 家分公司以及杭州、成都、武汉共 3 家办事处，深圳市西奇西小额贷款有限公司、深圳市至千里投资有限公司、深圳市汇博成长创业投资有限公司、深圳市前海汇博互联网金融服务有限公司、深圳市中小企业融资担保有限公司共 5 家全资子公司，深圳市金鼎信典当行有限公司 1 家控股子公司，汕头市中小企业融资担保有限公司和深圳市不动产融资担保股份有限公司共 2 家参股公司。截至 2015 年 6 月末，深圳中小担员工总数为 180 人。

截至 2014 年底，深圳中小担的资产总额 41.90 亿元，负债总额 17.64 亿元，所有者权益合计 24.26 亿元（归属母公司的所有者权益 23.96 亿元），未到期责任准备金余额 155.40 亿元；2014 年深圳中小担实现营业收入 5.24 亿元，其中担保业务收入 4.57 亿元，实现净利润 2.84 亿元；归属于母公司的净利润 2.79 亿元。

截至 2015 年 6 月底，深圳中小担的资产总额 41.68 亿元，负债总额 17.13 亿元，所有者权益合计 24.55 亿元（归属母公司的所有者权益 24.23 亿元），未到期责任准备金余额 162.71 亿元；2015 年 1~6 月，深圳中小担实现营业收入 2.75 亿元，其中担保业务收入 2.34 亿元，实现净利润 1.72 亿元；归属于母公司的净利润 1.67 亿元。

深圳中小担注册地址：深圳市福田区深南中路 1099 号平安银行大厦 16 楼；法定代表人：胡泽恩。

（2）运营环境分析

2014 年，中国政府继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策，加强和改善宏观调控，将稳增长放在首要位置，以改革促调整，以调整促发展，国民经济稳中有进。据国家统计局初步核算，2014 年全年国内生产总值 63.65 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%，其中，第一产业增加值 5.83 万亿元，比上年增长 4.1%；第二产业增加值 27.14 万亿元，增长 7.3%；第三产业增加

值 30.67 万亿元，增长 8.1%。2014 年，我国固定资产投资增速放缓，固定资产投资（不含农户）50.20 万亿元，增长 15.7%；全年进出口总额 26.43 万亿元，比上年增长 2.3%；全年居民消费价格比上年上涨 2.0%。

2015 年上半年，国内生产总值为 29.69 万亿元，同比增长 7.0%。分季度看，一季度同比增长 7.0%，二季度增长 7.0%；分产业看，第一产业增加值 2.03 万亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 12.96 万亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 14.70 万亿元，增长 8.4%。固定资产投资增速继续有所回落，国民经济运行处在合理区间，主要指标逐步回暖，呈现缓中趋稳、稳中有好的发展态势。

表 10 中国宏观经济主要指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
GDP 增长率 (%)	9.6	9.2	10.3	9.2	7.7	7.7	7.4
CPI 增长率 (%)	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.7	2.6	2.0
PPI 增长率 (%)	6.9	-5.4	5.5	6	-1.7	-1.9	-1.9
固定资产投资增长率 (%)	25.5	30.1	23.8	23.8	20.6	19.2	15.7
进出口总额增长率 (%)	17.8	-13.9	34.7	22.5	6.2	5.8	2.3
进出口贸易差额(亿美元)	2,955	1,961	1,831	1,551	2,311	2,597	3,825

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

截至 2014 年末，国内社会融资规模存量为 122.86 万亿元，同比增长 14.3%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 81.43 万亿元，同比增长 13.6%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 3.47 万亿元，同比增长 4.1%；委托贷款余额为 9.33 万亿元，同比增长 29.2%；信托贷款余额为 5.35 万亿元，同比增长 10.7%；未贴现的银行承兑汇票余额为 6.76 万亿元，同比下降 1.8%；企业债券余额为 11.69 万亿元，同比增长 25.8%；非金融企业境内股票余额为 3.80 万亿元，同比增长 12.7%。从结构看，2014 年末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 66.3%，同比低 0.4 个百分点；对实体经济发放的外币贷款余额占比 2.8%，同比低 0.3 个百分点；委托贷款余额占比 7.6%，同比高 1.0 个百分点；信托贷款余额占比 4.4%，同比低 0.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 5.5%，同比低 0.9 个百分点；企业债券余额占比 9.5%，同比高 0.8 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.1%，与上年末持平。

2015 年 6 月末社会融资规模存量为 131.58 万亿元，较 2014 年同期增长 11.9%。从结构看，2015 年 6 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 66.9%，较 2014 年同期高 1.1 个百分点；对实体经济发放的外币贷款余额占比 2.7%，同比低 0.5 个百分点；委托贷款余额占比 7.5%，较 2014 年同期高 0.4 个百分点；信托贷款余额占比 4.1%，较 2014 年同期低 0.4 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 5.3%，较 2014 年同期低 1.3 个百分点；企业债券余额占比 9.6%，较 2014 年同期高 0.6 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.2%，较 2014 年同期高 0.2 个百分点。

总体来看，中国经济发展已经进入结构调整期，整体增速有所放缓，但与国际发达国家相比，仍属较好水平。随着国家“稳增长”政策的逐步落实，近期社会融资规模在经历 2014 年的小幅下降后有所增长，社会融资规模的扩大或将推动担保行业发展。

担保行业发展

广大中小企业一直存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为

补充的中小企业信用担保体系迅速发展。截至 2014 年末,全国融资性担保行业法人机构总计 8,185 家,行业实收资本 8,793 亿元,较上年末增长 6.2%。新增担保 2.39 万亿元,同比增长 14.5%;年末在保余额 2.57 万亿元,较上年末增加 4833 亿元,增长 23.1%。2014 年,全国担保行业整体稳定发展,以北京地区为例,2014 年全市新增担保额 1,713.20 亿元,同比下降 4.13%;其中融资担保新增担保额 1,092.52 亿元,同比下降 7.54%;非融资担保新增担保额 620.68 亿元,同比增长 2.51%。2014 年年末在保余额 2,763.28 亿元,同比增长 4.85%,其中融资性担保期末在保余额 1,705.55 亿元,同比增长 0.19%,与 2013 年基本持平,非融资担保期末在保余额 1,057.72 亿元,同比增长 13.35%。

在担保行业快速发展的同时,政府关注到担保行业体系不健全,担保公司资本实力弱等问题。为此,政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失(主要针对的是政策性担保机构),并鼓励有条件的地区设立再担保机构,通过再担保方式分散担保机构的担保风险,增强担保机构的担保能力。近年来,东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外,还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此,再担保机构的成立对健全担保行业体系,规范担保行业市场,建立担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

随着市场对担保服务需求不断多元化,信用担保领域日益广泛,担保品种不断增加。目前,担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等。部分担保机构的业务也涉足金融担保业务。截至 2013 年末,与融资性担保机构开展业务合作的银行业金融机构总计 15,807 家,较上年末增长 4.7%;融资性担保贷款余额 16,900 亿元,较上年末增长 16.6%。

随着国内资本市场的发展,担保机构业务已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场,这些机构可以称为金融担保机构。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险,还涉及市场风险;其服务的客户不局限于银行的贷款客户,还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任,则不仅会影响到银行的利益,还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。国内现有的担保机构大都是为中小企业提供融资担保服务,因规模小、资本实力弱等原因,担保机构为企业债券(证券)等金融产品提供信用增级服务的实力偏弱。为促进债券市场增信体系的发展,2009 年 9 月,中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立中债信用增进投资股份有限公司。这标志着我国首家专门债券信用增进机构的诞生,对于发展直接融资市场,完善信用风险分担机制,缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。截至目前,开展金融担保业务的担保公司有十余家,多为资本规模在 20 亿元以上、具有政府背景且专业化水平较高的担保公司。

行业关注

2013 年以来,我国债券及信贷市场信用违约事件时有发生,在当前宏观经济持续低迷、国际经济环境复杂多变的形势下,中小企业抵御风险和适应环境变化的能力相对较弱,导致担保机构的代偿风险增加。

根据我国银监会发布数据显示,2013 年融资担保行业担保代偿 309 亿元,同比增长 45.2%;担保代偿余额 415 亿元,较上年末增长 100.4%。其中融资性担保代偿余额 413 亿元,较上年末增长 100.3%;担保代偿率 1.6%,同比增加近 0.4 个百分点。2014 年,随着中国宏观经济继续下行,担保机构代偿风险持续增加,以北京地区为例,2014 年民营担保机构融资担保发生代偿 5.36 亿元,

同比增长 199.44%，是上年代偿发生额的近 3 倍；14 户政策性担保公司发生代偿 4.16 亿元，同比增长 68.26%，2013 年以来，融资担保代偿一直处于高发态势。

总体看，国内担保机构仍存在资本实力偏弱、风控能力有待加强等问题，当前经济环境下，需关注担保机构代偿风险。

政策与监管

为引导、扶持和规范担保机构的发展，近年来国家相继出台了一些相关政策，主要包括：2010 年 3 月 8 日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行办法》（以下简称《办法》）。《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。

《办法》对融资性担保机构的主体属性、市场准入、业务资格、风险控制、信息披露和监管等方面均作了比较具体的规定。

2012 年 4 月 5 日，银监会发布了《关于规范融资性担保机构客户担保保证金管理的通知》（以下简称《通知》）。《通知》提出了专户管理、信息报送、强化监管、违规不得享受扶持等一系列规范管理要求，从制度上消除客户保证金被挪用的风险隐患，确保客户保证金发挥应有作用。同时，《通知》鼓励融资性担保机构通过提高自身风险管控能力、加强反担保抵（质）押物管理等方式实现对风险的有效控制，努力做到不收或少收客户保证金，切实降低中小微企业融资成本，促进融资性担保机构规范发展，更好地发挥支持中小微企业发展的作用。

2012 年 4 月 11 日，财政部、国家税务总局联合发布了《关于中小企业信用担保机构有关准备金企业所得税税前扣除政策的通知》（以下简称《通知》）。《通知》提出符合条件的中小企业信用担保机构按照不超过当年年末担保责任余额 1%的比例计提的担保赔偿准备，允许在企业所得税税前扣除，同时将上年度计提的担保赔偿准备余额转为当期收入；按照不超过当年担保费收入 50%的比例计提的未到期责任准备，允许在企业所得税税前扣除，同时将上年度计提的未到期责任准备余额转为当期收入；中小企业信用担保机构实际发生的代偿损失，符合税收法律法规关于资产损失税前扣除政策规定的，应冲减已在税前扣除的担保赔偿准备，不足冲减部分据实在企业所得税税前扣除。

2012 年 5 月，财政部、工信部联合发布了《中小企业信用担保资金管理办法》（以下简称《办法》）。《办法》目的是鼓励担保机构加大对中小微企业融资担保的力度，扶持开展中小微贷款担保业务的担保机构。《办法》中明确了业务补助、保费补助、资本投入等扶持办法。

2013 年 3 月 8 日，工信部发布《扶助小微企业专项行动实施方案》，决定在 2013 年开展扶助小微企业专项行动，支持 500 家以上担保（再担保）机构为小微企业提供担保服务；对符合条件的中小企业信用担保（再担保）机构给予资金扶持和税收减免，鼓励其提高对小微企业的担保业务规模，降低小微企业担保收费；推进担保机构的整合重组，重点扶持业务突出担保机构做强做大；积极发展再担保机构，探索构建中小企业信用担保建设模式。

2013 年，融资性担保业务监管部际联席会议相关成员单位继续完善并实施中小企业和商贸企业专项资金补助政策；地方政府更加重视扶持，积极推荐符合条件的融资性担保机构争取国家专项资金补助和税收减免。部分省（区、市）在中央扶持政策的框架下，出台了相应配套措施，如设立中小微企业担保风险补偿专项资金，建立健全中小微企业担保业务奖励性补助、保费补贴政策，安排财政专项资金增资入股融资性担保机构等。虽然扶持政策的覆盖面还较窄，但对促进融资性担保业务发展起到了重要的引导作用。

2014 年 4 月 11 日，财政部、工信部、科技部、商务部联合发布了《中小企业发展专项资金

管理暂行办法》，安排专门支出支持中小企业信用担保（再担保）机构增强资本实力、扩大中小企业融资担保和再担保业务规模。

2014年6月，为进一步规范和完善中小企业信用担保资金管理，财政部、工业和信息化部对《中小企业信用担保资金管理暂行办法》进行了修改，并印发了《中小企业信用担保资金管理暂行办法》。

2014年12月13日，李克强总理批示“发展融资担保是破解小微企业和‘三农’融资难融资贵问题的重要手段和关键环节”。2014年12月18日，国务院召开全国促进融资性担保行业发展经验交流电视电话会议（以下简称“国务院电视电话会议”）。2015年7月31日，国务院常务会议部署加快融资担保行业改革发展，更好地发挥金融支持实体经济作用。2015年8月12日，《融资担保公司管理条例》公开征求社会意见。2015年8月13日，国务院印发了经李克强总理签批的《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》。

总体看，随着担保行业的发展，政府有关部门充分认识到担保行业的地位和作用，日益重视担保行业规范、健康、持续的发展，担保行业管理规定的出台，有利于促进担保行业加快发展，也有助于防控担保公司业务风险。

未来发展

由于部分担保公司经营不规范，加之行业高风险的特性，担保行业的发展始终笼罩着一层阴影。在经济繁荣的背景下，企业的运作状况普遍良好，资金回笼有保证，担保这种模式的风险相对较小。然而当经济状况下滑时，担保公司的资金链条便很容易因坏账上升而绷紧。因此担保行业的未来的发展迫切需要规范化的监督管理和业务操作程序，在发挥担保公司的融资担保业务的“次级贷款”功能的同时，创新服务品种，多元化创造机会，使银行及其他行业无法替代的其他担保业务充分发挥功能，促使其他担保业务成为担保行业发展的一个重要支撑。

（3）公司治理与人员素质

公司治理

深圳中小担于2008年实施改制，由事业单位转为国有独资有限责任公司，建立并逐步完善公司的法人治理结构。2014年，深圳中小担按照《公司法》、《公司章程》的有关规定，理顺组织机构间的关系，由股东出资、董事会决策、监事会监督、经营班子执行，建立起股东会、董事会、监事会及经营班子之间的“权责利”体系和相互制衡关系，实现了所有权、经营权和监督权的分立和制衡。截至2015年6月末，董事会由7名董事组成，下设战略与发展委员会和薪酬与考核委员会两个专门委员会，监事会由3人组成，经营班子由6人组成，下设办公室、党群人事部、财务部、风险管理部、债务追偿部、担保业务部、保函业务部、增信业务部、战略投资部等共9个部室。深圳中小担为促进担保业务的发展，将各岗位员工分为专职项目经理、兼职项目经理和其他工作人员三类，并通过提高业务人员比例来提高业务拓展效率。

总的看，深圳中小担依据自身业务发展要求及风险管理需要，逐步完善法人治理架构，为业务的进一步发展奠定基础。

人员素质

深圳中小担拥有一支综合素质较优、业务能力较强、团队协作能力较高的人才队伍。截至2015年6月末，深圳中小担员工人数178人，年龄结构方面，员工中30岁以下占比达51%，30~45岁占比为42%，45岁以上7%；学历方面，在业务团队中，硕士研究生及以上学历员工占比80%，本科员工占比20%；知识结构方面，复合型人才占比达47%，3年以下相关工作经验的员工为38%，

3~10 年专业经验的员工占比达 52%，10 年以上专业经验的员工占比 10%。公司经营班子组成人员从业经验丰富，主要负责人拥有政府部门和大型国有企业双重工作经历，总经理自公司成立以来历任各业务部门及风险部门管理岗，公司其他主要高级管理人员还包括副总经理、首席合规官和首席风险官，基本均具有研究生学历，20 年以上工作经验和 10 年以上中小企业信用担保从业经验。此外，深圳中小担高度重视人才梯队搭建和人才培养，举办各种定期和不定期业务培训、风险案例点评及骨干培训，致力于不断提高员工业务素质和风险意识。

总的看，深圳中小担的人才资源能够满足公司发展需要，较强的人力素质为深圳中小担的业务持续和健康发展提供了良好的保障。

（4）经营分析

深圳中小担作为政策性担保机构，以开展中小企业融资担保为业务核心，以解决深圳市中小企业融资难问题和提升当地金融信贷机构的资金投放效率为主要职责。近年来，深圳中小担获得了国家为推动担保行业成长所出台的优惠政策和深圳市各级政府为支持深圳中小担发展所提供的多项支持。2001 年 4 月，深圳中小担被原国家经济贸易委员会列入“首批全国中小企业信用担保体系试点单位”。2006 年 12 月，深圳中小担被广东省中小企业局等认定为“广东省首批中小企业信用担保机构示范单位”。2013 年，深圳中小担被授予“国家中小企业公共服务示范平台”称号，同时入围深圳市中级人民法院合作担保机构名册，开拓了公司诉讼保全保函的业务。2014 年，深圳中小担获得各级风险补贴共 791.01 万元，其中国家工信部中小企业信用担保补助资金 615 万元。

近年来，深圳市政府对中小企业扶持力度的不断加大，深圳中小担的各项业务得到快速发展。2012~2014 年末，深圳中小担期末担保责任余额分别为 88.44 亿元、118.62 亿元和 155.40 亿元，三年复合增长 32.55%，持续较快增长；其中 2014 年末融资性担保和履约性担保的在保责任余额分别为 86.81 亿元和 68.59 亿元，在保笔数分别为 751 笔和 273 笔。截至 2015 年 6 月末，公司在保责任余额为 162.71 亿元，较 2014 年末增加 4.70%。

2012~2014 年，深圳中小担分别实现营业收入 4.31 亿元、4.55 亿元和 5.24 亿元。从收入构成上看，担保业务收入是深圳中小担收入的主要来源。2012~2014 年，深圳中小担分别实现担保业务收入 3.84 亿元、3.98 亿元和 4.57 亿元，三年复合增长 10.28%，占营业收入的比重分别为 89.06%、87.32%和 87.10%，占比逐年下降；担保业务收入中的其他业务收入主要为委托贷款利息收入，占营业收入的比重保持在 37.00%以上，持续较高。深圳中小担的利息收入主要来自于典当、小贷等资金业务，2012~2014 年分别为 0.22 亿元、0.27 亿元和 0.47 亿元，占比逐年上升。2015 年 1~6 月，深圳中小担实现营业收入 2.75 亿元，担保业务收入占比为 85.05%，较 2014 年末下降 2.05 个百分点。

总体看，深圳中小担的营业收入规模逐年增长，收入主要由担保业务收入构成，收入结构保持稳定

表 11 深圳中小担担保担保业务情况（单位：亿元、户数）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
当年担保发生额	204.54	210.56	223.15	121.14
其中：融资性担保	157.41	154.16	143.71	79.45
履约性担保	47.14	56.39	79.44	41.69
当年应解保额	183.21	180.38	186.37	113.83
期末担保责任余额	88.44	118.62	155.40	162.71
其中：融资性担保	55.97	76.02	86.81	94.45
履约性担保	32.47	42.60	68.59	68.26

期末在保户数	1,117.00	1,236.00	1,024.00	1,031.00
其中：融资性担保	679.00	758.00	751.00	693.00
履约性担保	438.00	478.00	273.00	338.00
当年担保代偿额	0.13	0.39	0.42	0.64
前 5 大客户担保责任余额	8.10	8.37	8.29	10.89

数据来源：深圳中小担提供

担保业务方面，近年来，深圳中小担加强与银行的业务合作。截至 2015 年 5 月末，深圳中小担已经与 33 家银行建立起了合作关系，合作范围包括贷款担保和保函担保等，其中贷款担保授信额度为 241.50 亿元，保函授信额度为 134.00 亿元。中国建设银行、平安银行、北京银行、中国银行、深圳宝安融兴村镇银行分别给予深圳中小担 70.00 亿元、69.00 亿元、35.00 亿元、32.00 亿元和 23.00 亿元的授信额度。在合作银行数量不断增加的同时，深圳中小担还探索出一套与银行风险分担的机制，主要内容包括深圳中小担和银行对借款企业进行独立评审，双方均有否决权；深圳中小担的担保范围仅限于贷款本金、贷款合同约定的利息和贷款逾期后的利息三项；担保贷款逾期后的六个月内，深圳中小担可择时代偿；担保贷款出现最终损失时，银行承担 20% 的损失，深圳中小担承担 80% 的损失。

另外，深圳中小担不断加强与同业机构的业务合作。2009 年，深圳中小担与深圳市中小企业信用再担保中心（以下简称“深圳再担保中心”）签订了《深圳市资助创新信用再担保体系成员担保机构合作协议》。根据该项协议的约定，深圳再担保中心、深圳中小担和成员银行按 5:4:1 的比例分担风险，分担比例可根据信用状况和产业情况在 3:6:1 至 6:3:1 之间进行调整。同时，深圳中小担与中债信用增进股份有限公司签署了相关合作合同，业务范围进一步扩大。

深圳中小担在发展融资担保业务过程中，大力挖掘民营中小企业客户，特别是融资需求旺盛的优质企业。同时，对符合国家产业政策、成长性强、潜力大的生产型以及科技型企业，深圳中小担也会给予重点支持。在保持业务发展的同时，深圳中小担更加注重客户质量的提升。截至 2015 年 6 月末，深圳中小担的客户中已有超过 70 家中小企业成功上市，超过 200 家企业正在上市准备进程中。深圳中小担在进行传统信贷融资担保业务的同时，还积极研发新产品和开拓新市场，有效拓展了中小企业债券融资渠道，积累了在中小企业债券融资担保业务领域丰富的经验。2007 年 11 月，我国首只也是参与企业最多、募集资金最大的深圳市中小企业集合债券成功发行，为 20 家企业募资 10 亿元。深圳中小担是该集合债券的设计单位，并为其中的 12 家企业提供了 5.72 亿的担保。自中国银行间市场交易商协会于 2009 年 11 月发布《银行间债券市场中小非金融企业集合票据业务指引》后，深圳中小担积极开展中小企业集合票据业务，2010 年，深圳中小担成功组织、设计了广东省首支中小企业集合票据“2010 年深圳市中小企业第一期集合票据”，为两家企业募资 1.25 亿元；2010 年末，深圳中小担成功设计、组织、担保了我国首支跨地域担保的中小企业集合票据“黑龙江省中小企业 2010 年度第一期集合票据”，为黑龙江省的 4 家中小企业募资 1.70 亿元。2013 年 6 月，深圳中小担与前海股权交易中心合作，成功发行了首支“梧桐私募债-增信 1 号”。梧桐私募债产品免去了承销、审计、评级等中间环节，由深圳中小担兼任担保机构和协助发售机构的双重角色，降低了中小企业的融资成本、缩短了审批时间。前海梧桐私募债的成功发行，为深圳市中小企业提供了全新的融资平台，拓宽了中小企业直接融资的渠道。截至 2015 年 6 月末，深圳中小担共组织发行了 5 只集合票据并提供担保，为 17 家中小企业募资 6.9 亿元。

总体看，深圳中小担不断加强和深化与银行、同业的合作力度，这有利于深圳中小担的担保业务的进一步拓展和担保代偿风险的分散；稳步拓展中小企业传统融资担保业务的同时，深圳

中小担积极推进担保产品和服务模式的创新，在中小企业债券融资担保业务领域积累了丰富的经验。

委托贷款业务方面，2012~2014 年末，深圳中小担委托贷款余额分别为 11.33 亿元、16.31 亿元和 17.39 亿元。深圳中小担的委托贷款由自有资金委托贷款和财政资金委托贷款构成。其中，自有资金委托贷款是深圳中小担为丰富自身业务结构和扶持中小企业成长而发放的委托贷款；财政资金委托贷款是深圳中小担受深圳市财政委员会（原深圳市财政局）、深圳市经济贸易和信息化委员会（原深圳市贸工局）和深圳市科技创新委员会（原深圳市科技局）委托，对上述委员会批准立项的产业技术进步资金项目和科技研发资金项目进行独立审批，在审批通过后发放的专项资金。深圳市财政委员会（原深圳市财政局）、深圳市经济贸易和信息化委员会（原深圳市贸工局）和深圳市科技创新委员会（原深圳市科技局）自 2002 年起将一定规模的产业技术进步资金、科技研发资金委托给深圳中小担发放委托贷款，依靠深圳中小担的专业水平提高政府资金利用效率并保证资金安全回收，帮助并服务于深圳市中小企业的发展；同时，每年按实际委托金额的 2%~3% 给予深圳中小担相应的风险补偿金。在与深圳市专项资金良好合作的示范效应下，深圳各行政区专项资金也启动了与深圳中小担的专项合作，深圳中小担与罗湖区、宝安区、盐田区政府达成合作协议，对于符合区政府相关规定的小微企业，政府给予 1% 的保费补贴，降低了中小企业的融资成本。2012 年 4 月，深圳中小担与深圳市南山区科技创新局合作，发起南山区“知识产权质押担保贷款”项目。该类项目政府给予被担保企业担保费、中介费 50% 的补贴以及贷款金额 3% 的利息补贴，降低了中小企业融资成本。在深圳中小担大力推动下，中小企业知识产权质押融资的“南山模式”已成功在深圳市其他各区运作。

总的看，深圳中小担委托贷款规模较高，对深圳中小担的风险控制和贷后管理有一定要求。

（5）风险管理分析

担保业务风险管理

中小担不断加强自身风险管理工作，致力于风险管理体系的建设，由首席风险官全面主持风险管理工作，成立专门的风险管理部、债务追偿部，强调事前、事中、事后动态管理机制，建立了清晰的风险管理决策机制。深圳中小担拥有审、保、偿分离机制以及监察评价与纠正制度，贯穿担保业务全过程各个环节，有效降低了公司的业务风险。

深圳中小担的审、保、偿分离机制主要体现在项目的评审、担保以及出现风险后的代偿几个环节分置，建立了横向平行制衡的约束机制。项目经理直接面对客户，营销并管理担保业务，负责对客户的资信调查与评估，以及在保项目的保后跟踪，对资信调查的真实性、准确性、完整性承担责任。评审人员则在经办部门基础上，依据调查结果，独立负责担保审核审查，提出评审意见，承担审批失误的责任。法律事务人员负责审核担保法律文件，监督落实担保措施，承担审核不严、监管不力的责任。担保项目出现风险后，债务追偿人员负责对涉险项目进行尽职调查、出具事故分析报告，及时提出代偿方案和追偿方案，经审批后落实代偿、追偿方案，承担代偿失误、追偿不力的责任。

深圳中小担的监察评价与纠正制度，包括内部稽核制度、担保项目风险分类评价制度。风险管理部门抽调工作人员，定期或不定期对业务经办部门进行稽核，重点检查项目经理尽职调查是否真实全面揭示风险，是否存在违规操作现象，稽核评价应成为项目经理奖惩的重要标准。同时，深圳中小担建立担保项目风险分类评价制度化，由稽核部门或风险管理部门对在保项目按一定标准进行风险分类，详细分析风险成因，对有关责任人进行责任追究。2014 年，深圳中小担加大对

在保项目的稽核及保后检查力度，全年风险管理部共进行项目稽核 40 个，完成稽核报告 33 份；深圳中小担采取定期与不定期的方式对在保项目进行梳理及风险排查，每季度进行一次系统保后跟踪检查，对超过三个月未保后跟踪检查项目及负责人进行通报，并限期整改。同时，深圳中小担制定了《异地融资性项目保后跟踪管理办法》，针对发债项目，异地项目进行专题保后跟踪检查，形成保后检查报告。

深圳中小担重视在保项目的风险控制，采用了多种反担保措施，包括抵押类反担保措施、质押类反担保措施、保证类反担保措施等。对于需要资产评估的反担保物，由评估师进行现场勘查以及市场调查，出具评估意见书并上载至系统。同时，深圳中小担还根据企业的不同特点，创新开发了专利权质押、仓单质押、应收款账户监管、股票账户监管、设备供应商回购、房地产预转让等十余种反担保措施。另外，深圳中小担对于承保的担保项目，采取按日、按周或按月的方式要求被担保企业进行等额还款，避免企业因集中大额还款而带来资金周转困难，并降低公司因企业出现还款困难而承担的损失。

深圳中小担在风险管理过程中还注重发挥信息技术手段。作为风险管理手段的重要组成部分，由深圳中小担与软件公司合作开发的担保业务管理软件 GMIS 获得了国家软件著作权登记，并在全国 24 个省市地区的 300 多家担保机构中推广应用。在担保业务过程管理中，深圳中小担依靠担保管理信息系统支持担保项目全过程流程管理监控，便于全体员工协作和监控项目的状态，有利于提高工作效率、增强内部管理和降低操作风险。

总体看，深圳中小担建立了较为完善的风险管理体系，风险管理贯穿业务各个环节；同时，深圳中小担重视在保项目的风险控制，注重各种反担保措施和信息系统的运用，有效降低了业务风险。

担保业务组合分析

截至 2015 年 6 月底，深圳中小担的担保责任余额为 162.71 亿元，其中融资性担保余额 94.45 亿元，履约性担保余额 68.26 亿元。

深圳中小担的融资性担保客户涉及多个行业，其中，单一最大担保客户是佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司，系为梧桐私募债做担保的客户，在保责任余额为 2.80 亿元，占总担保责任余额的 1.72%；前 5 大客户担保责任余额为 10.89 亿元，占总担保责任余额的 6.69%，客户集中度不高；行业分布方面，深圳中小担的担保业务主要其中在电子和建筑业等行业，两者之和超过深圳中小担的责任担保余额的 50%，前 10 大担保行业占总在保责任余额近 80%，整体行业集中度较高。户均担保责任余额方面，融资性担保业务的户均担保责任余额为 0.14 亿元。期限方面，单笔最长担保期限为 61 个月，主要期限分于 1~3 年。

近年来，受宏观经济增速下滑和企业自身经营不善等因素影响，深圳中小担个别担保客户先后发生企业倒闭和资金链断裂的问题，导致深圳中小担发生担保代偿。2012~2014 年，深圳中小担的累计担保代偿率分别为 0.01%、0.02%和 0.04%，保持在较低水平，担保业务质量良好；代偿回收率分别为 77.27%、74.58%和 60.00%。深圳中小担已发生的代偿追偿项目如惠佳贝诉讼案、浩博诉讼案、东莞汇泓诉讼案、中洋田诉讼案、天域嘉诉讼案等，均采取有效的追偿措施，保证了担保代偿款项的回收。

总体看，由于深圳中小担目前担保业务以融资性担保为主，担保业务的行业分布相对集中，但单一客户集中度较低；深圳中小担担保代偿率处于较低水平。

(6) 财务分析

深圳中小担提供了 2012~2014 年审计报告及 2015 年 1~6 月财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）和亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所分别对深圳中小担 2012~2013 年财务报表和 2014 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告；深圳中小担 2015 年 1~6 月财务报表未经审计。

截至 2014 年底，深圳中小担的资产总额 41.90 亿元，负债总额 17.64 亿元，所有者权益合计 24.26 亿元（归属母公司的所有者权益 23.96 亿元），未到期责任余额 155.40 亿元；2014 年深圳中小担实现营业收入 5.24 亿元，其中担保业务收入 4.57 亿元，实现净利润 2.84 亿元；归属于母公司的净利润 2.79 亿元。

截至 2015 年 6 月底，深圳中小担的资产总额 41.68 亿元，负债总额 17.13 亿元，所有者权益合计 24.55 亿元（归属母公司的所有者权益 24.23 亿元），未到期责任余额 162.71 亿元；2015 年 1~6 月，深圳中小担实现营业收入 2.75 亿元，其中担保业务收入 2.34 亿元，实现净利润 1.72 亿元；归属于母公司的净利润 1.67 亿元。

目前，深圳中小担可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的净现金流以及政府委托资金等。2012~2014 年末，深圳中小担资产总额分别为 27.52 亿元、32.11 亿元和 41.90 亿元，资产规模逐年扩大，三年复合增长 23.39%。从资产构成上看，深圳中小担资产主要由流动资产构成，流动资产占资产总额的比重保持在 82.00%以上，资产流动性较好。具体的看，截至 2014 年底，深圳中小担的货币资金为 15.73 亿元，占总资产的 37.55%，委托贷款为 14.35 亿元，占总资产的 34.24%，发放贷款及垫款为 3.35 亿元，占总资产的 8.00%。其中发放贷款及垫款主要为子公司的小额贷款和典当贷款，以 1 年内到期的贷款为主，占发放贷款及垫款余额的比例达 98.21%；截至 2014 年末，深圳中小担权益负债比为 137.57%，即深圳中小担资金主要由资本构成。

近年来，深圳中小担股东权益规模呈稳定增加的趋势，截至 2014 年末，深圳中小担股东权益合计 24.26 亿元（其中归属于母公司股东的所有者权益为 23.96 亿元），三年复合增长率为 22.36%，其中股本 18.00 亿元，占比为 74.18%，一般风险准备 0.62 亿元，占比为 2.55%，深圳中小担资本稳定性好；2014 年末深圳中小担未分配利润 3.54 亿元，占比为 14.60%，深圳中小担的利润留存对其资本金的补充力度较好。截至 2015 年 6 月末，深圳中小担所有者权益为 24.55 亿元，其中归属于母公司股东的所有者权益为 24.23 亿元。

负债方面，截至 2014 年末，深圳中小担负债合计 17.64 亿元，以担保赔偿准备金（占比 10.85%）、存入担保保证金（占比 7.95%）、长期应付款（占比 13.04%）和其他非流动负债为主（占比 50.82%），其中其他非流动负债主要是来自于深圳市各级政府的代管担保资金、产业技术进步资金和科技研发资金等。截至 2014 年末，深圳中小担资产负债率为 42.09%，整体负债规模一般，负债水平适中，考虑到深圳中小担的负债主要以准备金、保证金等负债为主，深圳中小担的债务负担较小。截至 2015 年 6 月末，深圳中小担负债合计 17.13 亿元，较年初小幅减少 2.90 %。

总体看，深圳中小担的资金主要来源于自有资金、经营积累的净现金流以及政府委托资金，杠杆率一般。

在资金运用上，深圳中小担以安全性、流动性、收益性为原则，资金主要配置于定期存款、协议存款等，截至 2014 年末，深圳中小担的货币资金为 15.73 亿元，持有至到期投资为 0.31 亿元，分别为梧桐私募债·信合 7 号和汕头锦骏 2014 年第一期定向融资工具，另外还有 0.41 亿元的可供出售的权益工具产品。整体看，深圳中小担资金投资主要用于银行存款，资产流动性好。

表 12 深圳中小担资产、负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	27.52	32.11	41.90
其中: 货币资金	11.95	10.65	15.73
委托贷款	9.96	13.86	14.35
发放贷款及垫款	2.41	3.41	3.35
负债合计	11.31	14.34	17.64
其中: 担保赔偿准备金	1.17	1.37	1.91
存入担保保证金	1.13	1.29	1.40
长期应付款	--	--	2.30
其他非流动负债	6.66	8.41	8.96

数据来源: 深圳中小担审计报告

2012~2014 年, 深圳中小担分别实现营业收入 4.31 亿元、4.55 亿元和 5.24 亿元, 三年复合增长率为 10.28%; 实现净利润 2.40 亿元、2.66 亿元和 2.84 亿元, 三年复合增长率为 8.72%。从收入构成上看, 担保业务收入是深圳中小担收入的主要来源, 2012~2014 年其占营业收入的比重分别为 89.06%、87.32%和 87.10%, 占比逐年下降; 担保业务收入中的其他业务收入主要为委托贷款利息收入, 占营业收入的比重保持在 37.00%以上, 持续较高。深圳中小担的利息收入主要来自于典当、小贷等资金业务, 2012~2014 年分别为 0.22 亿元、0.27 亿元和 0.47 亿元, 占比逐年上升。随着深圳中小担的业务规模的增大, 担保赔偿准备金和短期责任准备金也持续增加, 截至 2014 年底, 两者合计为 2.86 亿元, 同比增加 29.67%, 2012~2014 年, 深圳中小担担保业务支出分别为 0.84 亿元、0.89 亿元和 1.05 亿元; 深圳中小担具有较强的盈利能力, 2012~2014 年, 深圳中小担总资产收益率分别为 8.95%、8.93%和 7.67%, 净资产收益率分别为 15.30%、15.67%和 13.51%, 虽有所波动, 但仍处于同业较高水平。2015 年 1~6 月, 深圳中小担实现营业收入 2.75 亿元, 其中担保业务收入 2.34 亿元, 实现净利润 1.72 亿元, 同比分别增加 5.13%和 7.49%。总体看, 深圳中小担收入与利润保持稳定增长, 盈利能力较强。

代偿能力和资产充足性方面, 近三年净资产担保放大倍数呈波动上升趋势, 截至 2015 年 6 月底, 深圳中小担净资产为 24.55 亿元, 净资本为 8.07 亿元, 净资本比率为 32.86%, 担保责任余额 162.71 亿元, 净资产担保放大倍数为 6.63 倍。总体看, 目前深圳中小担的担保业务规模较大, 净资产担保倍数处于适中水平, 资本充足性较好。

表 13 深圳中小担代偿能力情况 (单位: 亿元、倍、%)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
净资本	7.60	6.02	8.14	8.07
净资产	16.21	17.77	24.26	24.55
净资本比率	46.92	33.87	33.54	32.86
期末担保责任余额	88.44	118.62	155.40	162.71
净资产担保放大倍数	5.46	6.67	6.40	6.63

数据来源: 深圳中小担提供

(7) 担保效果评价

以 2015 年 6 月底财务数据测算, 本次债券发行额度 (4.00 亿元) 占深圳中小担的资产总额的 9.60%, 所有者权益总额的 16.29%, 占比较低。深圳中小担作为一家政策性担保机构, 各项业务

得到了来自地方政府的有力支持，并且其资本实力较强，担保实力强，其担保对于本次债券的到期还本付息具有积极的影响。

十、综合评价

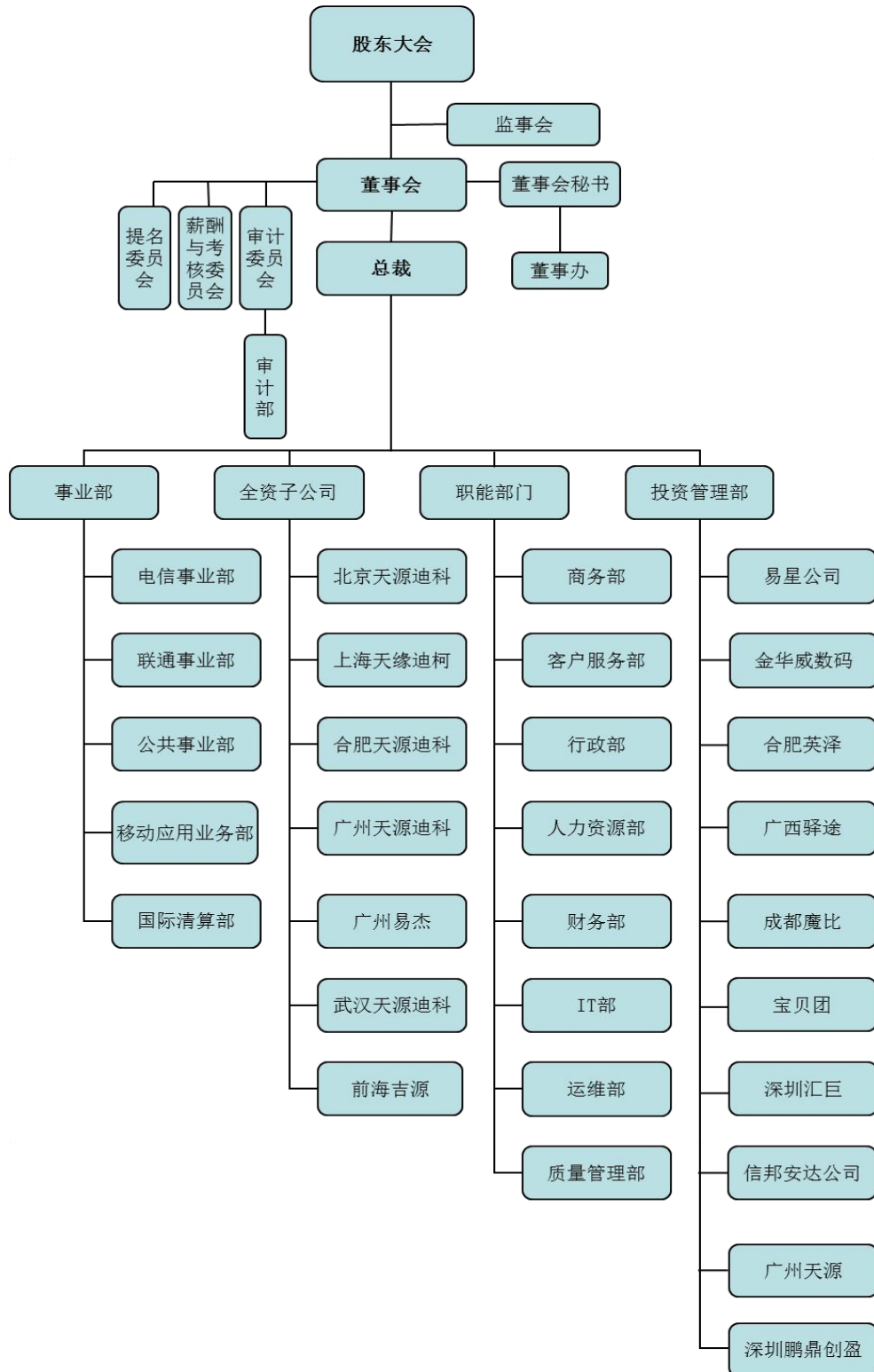
天源迪科作为电信运营业务支撑软件市场和公安行业软件市场领军企业之一，在客户关系及技术水平等方面具有较强的行业竞争优势。公司近三年收入规模稳定增长，债务负担较小，整体偿债能力尚可。同时，联合评级也关注到人力成本上升、客户集中度较高以及电信行业软件需求下降等因素可能给公司经营与发展带来的影响。

公司所在行业软件与信息技术服务业处于较快发展时期，正向网络化、服务化、体系化和融合化方向演进。未来随着公司业务结构向移动互联网和电子商务应用的转型，公司盈利能力将有所提升。

本次债券担保方深圳中小担作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，并且其资本实力较强，担保实力强，其对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

综合上述因素，基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 深圳天源迪科信息技术股份有限公司 组织结构



附件 2 深圳天源迪科信息技术股份有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (万元)	125,011.14	157,622.96	190,743.39	197,323.94
所有者权益 (万元)	106,162.87	117,866.31	126,001.00	128,031.75
短期债务 (万元)	11,959.58	24,690.70	49,583.00	53,120.00
长期债务 (万元)	-	4,856.00	3,065.00	1,545.00
全部债务 (万元)	11,959.58	29,546.70	52,648.00	54,665.00
营业收入 (万元)	66,508.80	102,306.99	118,664.45	52,520.06
净利润 (万元)	10,171.52	12,692.46	6,864.79	40.44
经营性净现金流 (万元)	2,422.01	-1,913.25	-12,672.59	-424.64
EBITDA (万元)	15,719.91	19,774.75	15,652.52	--
应收账款周转次数(次)	2.04	2.26	2.11	0.91
存货周转次数 (次)	7.55	4.59	3.74	1.26
总资产周转次数 (次)	0.57	0.72	0.68	0.27
现金收入比率 (%)	93.43	93.55	103.47	115.74
总资本收益率 (%)	9.28	10.41	5.37	0.43
总资产报酬率 (%)	9.76	10.17	5.28	0.05
净资产收益率 (%)	9.59	11.33	5.63	0.03
主营业务毛利率 (%)	40.10	32.81	25.6	20.79
营业利润率 (%)	39.91	32.68	25.33	20.43
费用收入比 (%)	23.00	19.49	19.47	23.09
资产负债率 (%)	15.08	25.22	33.94	35.12
全部债务资本化比率 (%)	10.12	20.04	29.47	29.92
长期债务资本化比率 (%)	--	3.96	2.37	1.19
EBITDA 利息倍数 (倍)	68.26	14.56	5.98	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.31	0.67	0.30	--
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.20	-0.06	-0.24	-0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-1.72	-0.61	-0.53	-0.13
流动比率 (倍)	4.25	2.96	2	1.87
速动比率 (倍)	3.67	2.36	1.54	1.28
现金短期债务比 (倍)	2.11	0.97	0.55	0.35
经营现金流动负债比率 (%)	13.58	-5.82	-21.1	-0.64
经营现金利息偿还能力 (倍)	10.52	-1.41	-4.84	-0.41
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-89.20	-13.25	-10.71	-6.87
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.39	0.49	0.39	--

附件 3 深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司

主要计算指标及计算公式

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额（亿元）	27.52	32.11	41.90	41.68
所有者权益合计（亿元）	16.21	17.77	24.26	24.55
负债合计（亿元）	11.31	14.34	17.64	17.13
净资本（亿元）	7.60	6.02	8.14	8.07
净资本比率（%）	46.92	33.87	33.54	32.86
担保责任余额（亿元）	88.44	118.62	155.40	162.71
净资产担保放大倍数（倍）	5.46	6.67	6.40	6.63
营业收入（亿元）	4.31	4.55	5.24	2.75
净利润（亿元）	2.40	2.66	2.84	1.72
担保业务收入（亿元）	3.84	3.98	4.57	2.34
平均总资产收益率（%）	8.95	8.93	7.67	4.13
平均净资产收益率（%）	15.30	15.67	13.51	7.07

指标名称	计算公式
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
平均总资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资本比率	净资本/净资产

附件 4 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+其他非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 深圳天源迪科信息技术股份有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年深圳天源迪科信息技术股份有限公司年报公告后两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳天源迪科信息技术股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳天源迪科信息技术股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳天源迪科信息技术股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现深圳天源迪科信息技术股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如深圳天源迪科信息技术股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳天源迪科信息技术股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送深圳天源迪科信息技术股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十月二十八日