

无锡智能自控工程股份有限公司

公开发行 A 股可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)101185】

评级对象: 无锡智能自控工程股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券

智能转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: A+/稳定/A+/2019 年 8 月 30 日

前次跟踪: —

首次评级: A+/稳定/A+/2018 年 11 月 30 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.27	0.50	1.10	0.67
刚性债务	0.68	1.12	2.04	2.28
所有者权益	3.23	5.83	6.33	6.48
经营性现金净流入量	0.32	-0.09	0.56	-0.27
合并口径数据及指标:				
总资产	5.09	8.24	9.95	10.43
总负债	1.86	2.39	3.55	3.91
刚性债务	0.68	1.13	2.04	2.29
所有者权益	3.23	5.85	6.39	6.52
营业收入	2.74	3.07	3.76	2.21
净利润	0.46	0.48	0.63	0.25
经营性现金净流入量	0.38	-0.36	0.44	-0.27
EBITDA	0.65	0.69	0.88	—
资产负债率[%]	36.52	28.95	35.73	37.48
权益资本与刚性债务 比率[%]	474.26	520.21	314.01	285.49
流动比率[%]	182.05	296.23	196.91	164.68
现金比率[%]	27.87	48.96	56.28	29.28
利息保障倍数[倍]	17.34	15.05	16.54	—
净资产收益率[%]	15.09	10.49	10.29	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	20.46	-17.80	15.97	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	15.85	-98.37	19.20	—
EBITDA/利息支出[倍]	19.62	16.92	18.20	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.92	0.76	0.56	—

注: 根据智能自控经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

陈婷婷 ctt@shxsj.com

翁斯喆 wsz@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对无锡智能自控工程股份有限公司(简称智能自控、发行人、该公司或公司)及其发行的智能转债的跟踪评级反映了跟踪期内智能自控在产品技术、客户及财务弹性等方面保持优势,同时也反映了公司在下游市场需求波动、规模和产品结构、经营创现能力、流动性压力、新增产能释放及可转债转股等方面继续面临压力。

主要优势:

- **产品技术优势。**智能自控专业从事控制阀及相关检修服务多年,能够根据客户不同工况需求研发定制全系列控制阀产品。公司产品技术含量、工艺要求较高,毛利率保持较高水平。
- **客户优势。**跟踪期内智能自控积极开拓销售渠道,与多家大中型石化、能源类客户建立了合作关系。
- **具备债务融资空间。**智能自控作为上市公司,具备资本市场直接融资能力,目前公司财务杠杆水平较低,且存在一定规模未使用银行授信,具备债务融资空间。

主要风险:

- **下游市场需求波动风险。**控制阀行业与下游石化行业关联度较高,而石化行业与宏观经济走势密切相关,存在周期性波动。若下游石化行业固定资产投资增速放缓,将加大智能自控市场竞争压力并影响其订单稳定性。
- **规模较小且产品结构单一。**智能自控作为国内众多控制阀供应商之一,规模较小且产品结构单一,不利于公司自身风险分散。
- **短期债务偿付压力。**受制于下游客户支付条件影响,智能自控经营环节被下游客户占用资金量较大,现金类资产存量不足,而公司债务集

中于短期刚性债务，存在短期债务偿付压力。

- 新增产能释放风险。智能自控在投、拟投多个产能扩建项目，新增产能释放存在压力，并在销售渠道开拓等方面给公司带来挑战。
- 或有事项风险。跟踪期内，智能自控合同纠纷案件尚处于诉讼阶段，存在一定或有事项风险。
- 可转债转股风险。若本次可转债转股不成功，将增加智能自控债务压力。此外，公司实控人为本次可转债发行提供股权质押担保，跟踪期内公司股价呈现下滑，存在一定补质押风险。

➤ 未来展望

通过对智能自控及其发行的上述可转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 A+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述可转债还本付息安全性较强，并维持上述可转债 A+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



无锡智能自控工程股份有限公司

公开发行 A 股可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照无锡智能自控工程股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券（简称智能转债）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据智能自控提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对智能自控的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会《关于核准无锡智能自控工程股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2019]683 号），该公司于 2019 年 7 月 2 日公开发行 2.30 亿元可转换公司债券，期限为 6 年，并于 2019 年 7 月 2 日在深圳证券交易所挂牌交易。本次发行的可转债将于 2020 年 1 月 8 日至 2025 年 7 月 2 日进入转股期。

该公司近三年以来发行债券或债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司近三年以来发行债券或债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
智能转债	2.30	6 年	0.50	2019-07-02	尚未到付息期

资料来源：智能自控

本次债券募集资金将全部用于该公司新建“特种阀门深加工项目”和“直行程智能控制阀制造基地”项目建设。其中“特种阀门深加工项目”实施主体为公司全资子公司江苏智能特种阀门有限公司（简称“江苏智能”）。项目占地面积 12,730.9 平方米，位于海门经济技术开发区湘江路 489 号，计划总投资 1.52 亿元，主要建设内容为新建厂房及实验用房，项目于 2019 年 5 月开工建设，目前处于土建阶段，截至目前已累计投入资金 1,349.38 万元，预计 2020 年 6 月完工投用。募投项目投产后将新增 3,000 套特种阀门产能，并可实现若干控制阀零部件的深加工，该项目的建成将进一步拓宽公司控制阀生产链，有助于实现公司产品结构的高端化升级。“直行程智能控制阀制造基地项目”实施主体为公司本部。项目总用地面积约 16 亩，位于无锡市江溪街道南丰工业园，项目计划总投资 1.47 亿元，已于 2019 年 4 月开工建设，目前处于土建阶段，截至目前已累计投入资金 1,938.94 万元，预计 2020 年 6 月完工投用。该项目为直行程智能控制阀专业化生产及产能扩产项目，主要包括厂房、研发楼等建设及动力设备、检测设备等设施购置等，项目建成达产后将新增 6,000 套

/年直行程智能控制阀的生产能力。但是上述项目投产后新增产能实际消化情况还有待关注。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和

复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

控制阀行业与石化、能源等主要下游应用市场具有较高关联度，2018年以

来下游石化行业景气度阶段性复苏及油价上升带动石油企业开工量增加，对控制阀行业需求支持力度增强。我国控制阀行业起步较晚，高端领域依然由外资企业占据主导，大量中小企业在中低端领域形成激烈竞争，未来在工业化水平提高及国家政策引导下，将形成进口产品国产化趋势。

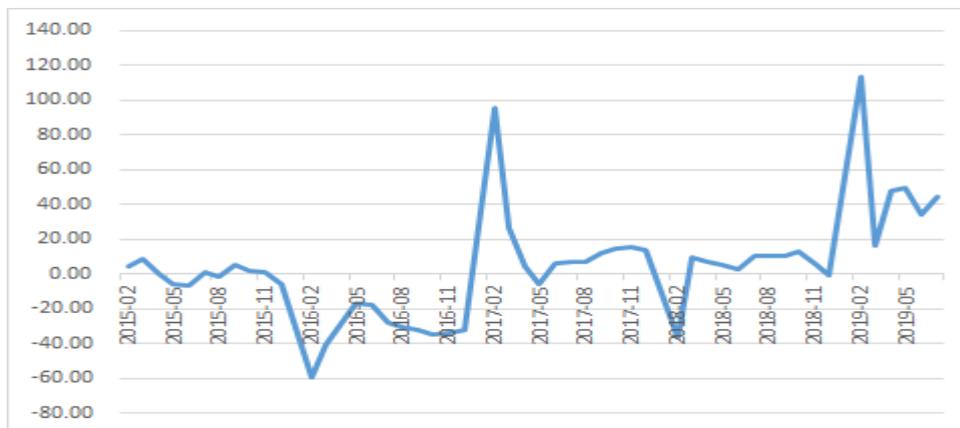
A. 行业概况

控制阀为通用仪器仪表的一种，适用于石化、冶金、能源等多个行业，是通过接收工业自动化控制系统的控制信号驱动调节阀的执行机构，实现调节阀开、关及开度调节，控制管道内介质的流量、温度、压力等工艺过程参数，实现自动化调节功能的最终控制元件，在石化化工、石油天然气等高温、高压、高磨损等工况环境下应用最为广泛。根据《控制阀信息》调查显示，2018 年度行业总销售额超过 270 亿元。

控制阀行业与下游石化等主要应用市场的关联度较高，控制阀需求与下游行业固定资产投资紧密相关，而宏观经济发展、油气供需变化和价格波动决定了石化公司的生产投资。近年来国际油价波动较大，石化公司资本性支出亦随之波动。2017 年国际原油期货价格突破低位平台，反弹至 50-60 美元/桶，三大石油公司勘探开发资本支出随之增长；2018 年国际原油价格继续上升至 70-80 美元/桶，但是自 11 月底以来，由于沙特等国减产计划未正式实施，对油价反弹无法形成有效支撑，国际原油价格再次下跌到 50-60 美元/桶区间，石油公司开工意愿仍不强烈，但随着新一轮减产协议的实施等影响下，2019 年初油价开始企稳反弹，石化公司资本开支增加，对上游控制阀需求支撑力度增强。

根据“十三五”规划，预计“十三五”期间包括化工新能源在内的产业规模将稳步提升，但结构调整和转型升级中将对生产自动化和智能化提出更高要求，将促进控制阀行业转型升级。根据工控网《2016 年中国自动化市场白皮书》预测，未来我国整体自动化行业将进入中低速发展期，年均增长率将保持在 2% 左右。

图表 2. 近年来我国石油和天然气开采业固定资产投资完成额增速变化情况 (%)



资料来源：Wind

B. 政策环境

2016年《智能制造发展规划（2016-2020年）》将做优做强一批传感器、智能仪表、控制系统、伺服装置、工业软件等“专精特新”配套企业作为重点任务。2018年江苏省经信委《2018年度经信委工作要点》中明确在工程机械、机器人等重点行业引导企业开展联合攻关和产业化，全省储备实施79项、总投资900亿元左右的省重点强基项目；创建10家左右省级智能制造示范区，培育30家左右智能制造领军企业等。

总体看，我国对控制阀领域政策主要侧重于鼓励引导行业向智能制造方向转型升级，支持国内企业提高自主创新能力及产品技术水平，以实现进口替代，将促进行业发展和竞争格局改善。

C. 竞争格局/态势

控制阀企业之间主要竞争手段为技术及良好的产品质量和性能，体现在产品调节精准、密封性、安全可靠等方面。现代工业生产过程中大型化和精细化需要控制阀在生产中表现出更好的重复性和更短的响应时间，并能够提供准确的流量控制，以更好的稳定性在高温高压的环境下安全运行，且随着工业化水平的提高，带有自动化控制技术的智能控制阀成为发展方向，对控制阀核心部件的研发与创新能力成为决定企业长期发展的关键竞争因素。

我国控制阀行业属于充分竞争行业，行业集中度较低，从业企业较多，其中在高端市场，基本为国外一线品牌和专业性品牌产品所占据，如Fisher（费希尔公司）、Koso公司、Pentair Valuesand Controls（原Tyco流体控制）、Flowserve（福斯公司）、Samson公司、Masoneilan公司等，其产品专业化程度、核心技术、市场竞争力方面具有优势，主要用于对产品可靠性及系统安全性要求较高的大型工业过程自动化控制装置，如：大型石化、煤化工、大型电站等，工况介质通常为高温、高压、强腐蚀或上述混合工况以及深冷介质。而国内控制阀制造企业技术水平相对不高，且核心基础零部件（元器件）、关键基础材料等很大程度上仍然依赖进口，自主品牌企业尚未形成规模，市场结构较为分散，在中低端市场形成较为激烈竞争。其中部分企业通过技术自主开发、选型能力、历年积累的使用经验，使产品具备一定适应性和可靠性，并被下游一些大中型企业所接受，向中高端领域发展，可在次关键部位以及可靠性要求稍低的场合应用，甚至部分产品可以维修备品的方式替代国外产品在某些关键部位使用，形成一定竞争优势。公司与同行业上市公司相比，公司业务规模较小，但由于产品结构不同，公司产品定制化程度较高，毛利率水平处于相对较高水平但呈现下降趋势。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	主要产品	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）				
		营业收入	毛利率	存货周转率	应收账款周转率	总资产	资产负债率	归属母公司股东的权益/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
福斯公司（Flowserve）	泵、阀、密封	38.33	30.99	3.48	4.65	-	64.02	1.11	1.25	-
重庆川仪自动化股份有限公司	工业自动化仪表及装置	35.57	31.26	4.54	1.98	50.48	54.73	2.54	3.88	2.59
中国自动化集团有限公司	石化安全系统及软件、控制阀等	18.91	30.44	3.03	1.73	-	71.91	0.85	0.07	-
江苏神通阀门股份有限公司	能源、冶金、核电等控制阀	10.87	32.13	1.10	2.18	32.96	45.29	4.56	1.03	1.44
中核苏阀科技实业股份有限公司	阀门制造	12.26	20.41	2.30	1.83	22.56	39.83	16.97	1.03	0.58
深圳万讯自控股份有限公司	全套现场仪表	5.94	54.21	2.52	3.04	9.43	19.08	50.23	0.57	0.42
无锡智能自控工程股份有限公司	石化、能源等控制阀	3.76	38.18	1.31	1.79	9.95	35.73	7.29	0.63	0.44

资料来源：新世纪评级整理。

控制阀行业上游主要为铸件、锻件、密封件等工业原材料生产行业，下游行业主要包括石化、核电、冶金、能源等，下游行业固定资产投资决定对控制阀的需求，且由于控制阀市场结构较为分散，单个企业市场份额较小，很难对上下游企业形成较强议价能力，因此控制阀行业整体产业链地位不强，在业务经营中会存在资金被占用情况。

D. 风险关注

控制阀行业面临的风险主要来自：（1）行业增速放缓及下游需求波动风险。控制阀市场目前整体处于供大于求状态，且早几年下游行业大批量的固定资产投资导致产能过剩，面临本行业和下游行业均过剩的问题，且下游石化、钢铁等行业与宏观经济关联度高，存在周期性波动，在下游市场围绕化解结构性矛盾、出清过剩产能、降低杠杆率，产业转型升级和结构调整过程中，将持续对上游企业在市场竞争、合同承接、项目执行及资金回收等环节造成影响。（2）企业普遍缺少核心竞争力。国内控制阀企业起步较晚，技术上基本是在国外成熟技术基础上的再创造，缺乏技术上的沉淀，进而导致核心竞争力缺乏。（3）原材料价格波动风险。钢材等原材料价格持续上涨将对控制阀企业成本控制造成影响。（4）企业经营中容易被下游客户占用资金，造成资金链紧张。

2. 业务运营

该公司从事控制阀业务多年，与多家大中型石化企业建立业务合作关系，2018 年以来下游石化行业景气度阶段性回暖及积极进行销售渠道拓展，公司业务规模不断扩大，但公司所处控制阀市场较分散且竞争激烈，公司业务规模仍不大。公司产品定制化程度较高，毛利率处于较高水平，但由于承接了部分

毛利率较低项目，整体毛利率呈现一定波动。公司通过扩产项目解决产能瓶颈问题，有助于未来业务发展，但新增产能释放情况仍有待关注。

该公司主要从事控制阀生产、销售及相关检维修服务，可根据客户需求提供各类气动、电动直行程和角行程调节阀及开关阀，公司产品定位中高端，部分产品可在高端领域做到进口替代，并与中国石化、荣盛石化等多家国内中大型石化企业集团建立业务合作关系。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
控制阀	国内/中国石化、中国石油、中国海油、荣盛石化集团、恒逸石化集团、瓷矿集团、中冶集团、中盐集团、中国昆仑工程公司、益海嘉里、粮油集团等	技术/管理/规模等

资料来源：智能自控

该公司 80%左右客户来自石化行业，因此产品销售与下游石化行业固定资产投资及项目中标情况密切相关，近年来受下游石化行业阶段性回暖、新客户开拓等影响下，公司业务规模不断扩大，2016-2018 年及 2019 年上半年度公司分别实现营业收入 2.74 亿元、3.07 亿元、3.76 亿元和 2.21 亿元，同比增速分别为 7.16%、12.35%、22.32% 和 16.74%。

该公司以控制阀为核心业务，近年来在营业收入中占比保持在 90% 以上。同时公司提供配套阀门检维修及增值服务，并按照工时标准收取维修服务费，对核心主业形成一定补充。公司已获得中国特种设备检测研究院《石油化工检维修资质证书》及 E4-I 类控制阀检维修专项资质。2018 年以来公司加大对检维修业务的营销力度及因人员数量增加，有能力承接外部更多项目等，2018 年及 2019 年上半年度分别实现检维修服务收入 0.47 亿元和 0.24 亿元，较上年同期分别增长 46.88% 和 10.54%。另外，公司还因厂房租赁及配件、废料出售产生其他业务收入，但规模均很小，对公司整体业绩影响有限。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年上半年度	2018 年上半年度
营业收入合计（亿元）	2.74	3.07	3.76	2.21	1.90
其中：核心业务营业收入（亿元）	2.24	2.65	3.10	1.89	1.58
在营业收入中所占比重（%）	93.66	96.80	94.95	85.50	83.17
其中：控制阀（亿元）	2.24	2.65	3.10	1.89	1.58
在核心业务收入中所占比重（%）	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
毛利率（%）	42.80	40.65	38.18	39.11	35.13
其中：控制阀（%）	39.71	37.84	35.15	38.88	32.19

资料来源：智能自控

该公司控制阀业务市场份额不大，目前市场占有率不足 2%，且产品销售受下游需求变化及订单获取情况影响存在一定波动。2018 年以来下游石化行

业阶段性回暖及公司积极拓展销售渠道，公司控制阀产品销售收入增加，2018年和2019年上半年度控制阀业务分别实现收入3.10亿元和1.89亿元，同比分别增长16.98%和19.62%，公司入围中国石化2018-2019年度框架协议全部7个标段的主供应商，并与浙江逸盛新材料有限公司签订重大合同（合同金额1.61亿元）。

该公司控制阀生产主体为公司本部，目前在无锡拥有3.27万平方米的生产基地，具备1.3万台标准控制阀的生产能力，跟踪期内处于满负荷生产状态，为解决产能瓶颈问题，公司利用上市募集资金在江苏海门投资年产1万台高性能智能控制阀项目，目前处于试生产阶段，预计2019年12月正式投产。

图表 6. 公司产能分布情况

生产基地名称	位置	占地面积	投产时间	产能情况
无锡工厂	无锡锡达路258号	32,667平方米	2012年	13,000台
海门工厂	海门市珠江路	53,333平方米	预计2019年12月	10,000台

资料来源：智能自控

该公司下游石化、能源等行业生产装置上的流体多为高温、高压、易腐蚀的介质，工况条件复杂，公司需对每个客户合同进行单独定制，因而经营模式上具有多品种小批量特点，且经营中采用“以销定产”的模式，依据销售合同组织设计、采购、生产，因此公司产销率整体处于较高水平，但公司销售需经下游客户验收才能完成，单个订单的验收进度不一，造成产销率存在波动。

图表 7. 2017-2018 年公司产能利用率情况¹

	2017年	2018年
产能（台/套）	13,000	13,000
折合产量（台/套）	17,166	23,280
产能利用率（%）	132.05	179.08

资料来源：智能自控

图表 8. 2017-2018 年公司实际产销情况

	2017年	2018年
实际产量（台/套）	13,426	15,144
实际销量（台/套）	13,487	13,308
产销率（%）	100.45	87.88

资料来源：智能自控

该公司采用客户订单驱动的拉动式生产模式，一般先对单个合同进行参数和编码的确认，如属于特殊要求产品，则组织专门技术协议会审、特殊要求评审等会议研究具体技术实现方案，然后编制指示单、生产交期计划表及生产实施计划，根据计划组织采购、物料配送、生产、质检及安装入库等，完成产品的整个生产过程。公司产品生产周期一般在30天以内，整个合同完成交货周

¹ 产能利用率计算中产量用的是折合产量，折合产量=产量*折合系数。该公司产能设计是以标准控制阀年生产能力进行生产线设计，但由于公司实际生产控制阀为“一单一议”，其非标准性质决定了其产能利用率需要将实际产量*折合系数换算为折合产量后进行产能利用率计算。

期在 180 天左右。

图表 9. 2017-2018 年公司采购情况

名称		2017 年	2018 年
毛坯及阀本体	当年采购数量 (吨)	2,693.61	2,836.59
	平均采购单价 (万元/吨)	2.92	2.7
执行机构	当年采购数量 (吨)	10,316	16,990
	平均采购单价 (万元/吨)	0.35	0.40
定位器	当年采购数量 (吨)	8,822	9,019
	平均采购单价 (万元/吨)	0.48	0.38

资料来源：智能自控

2018 年该公司控制阀产品的直接材料占生产成本的 77.92%。公司控制阀产品所需的原材料主要为铸件（毛坯）、板材、管材、棒材等，经加工后形成阀本体，其余各大部件还包括执行机构、定位器和其他控制辅件等。公司铸件、板材等原材料相对同质，潜在供应商数量众多且价格波动频繁，2018 年以来钢材价格呈现小幅回落，但仍处于高位，同时执行机构平均采购价格持续上升，公司成本控制压力仍较大。公司定制小批量的生产模式导致单笔采购金额较小，因此供应商较分散，2018 年前五大供应商采购额占比 19.64%。

该公司采用直销模式，与中国石化、中国海油、中国石油、荣盛石化集团、恒逸石化集团、兖矿集团、中冶集团、中盐集团、中国昆仑工程公司、益海嘉里、粮油集团等一批客户建立了业务合作关系，客户类型以大中型国有石化企业为主。公司主要通过公开招投标的方式获取订单，客户集中度受大订单影响呈现波动，2018 年公司前五大客户集中度为 22.90%，较上年下降 4.54 个百分点。但是 2019 年上半年度由于浙江石油化工有限公司大额订单集中交付，当期客户集中度提升至 55.62%。

图表 10. 2017-2018 年及 2019 年上半年度公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	单位名称	所属行业	产品名称	销售收入	销售占比
2017 年	中国石化及其附属公司	石化	开关阀、调节阀、配件、检修	3,486.38	11.34%
	石横特钢及其附属公司	钢铁	开关阀、调节阀、配件、检修	1,528.72	4.97%
	山东岱岳精制盐有限公司	化工	开关阀、调节阀	1,252.95	4.08%
	中海油及其附属公司	石化	开关阀、调节阀、配件、检修	1,148.42	3.74%
	北京三聚环保新材料股份有限公司	煤化工	开关阀、调节阀、配件	1,017.35	3.31%
2018 年	北京三聚环保新材料股份有限公司	煤化工	开关阀、调节阀、配件	1,845.56	8.31%
	恒力石化（大连）炼化有限公司	化工	开关阀、调节阀、配件、检修	1,498.24	6.75%
	江苏海伦石化有限公司	石化	开关阀、调节阀、配件、检修	588.65	2.65%
	河南金大地化工有限责任公司	石化	开关阀、调节阀、配	582.94	2.63%
	寿光金玉米生物科技有限公司	食品	开关阀、调节阀、配	568.94	2.56%
2019 年上半年度	浙江石油化工有限公司	石化	控制阀	9,740.50	44.02%
	中国石化及其附属公司	石化	控制阀	838.53	3.79%
	新疆库尔勒中泰石化有限责任公司	石化	控制阀	699.99	3.16%

年份	单位名称	所属行业	产品名称	销售收入	销售占比
	司				
	南京都乐制冷设备有限公司	环保	控制阀	548.52	2.48%
	荆门盈德气体有限公司	能源	控制阀	480.20	2.17%

资料来源：智能自控

该公司控制阀的生产工序包括阀本体的铸造、焊接、热处理、机械加工、材料表面硬化、装配调试和涂装等，工序较多且较为复杂，产品具备一定技术门槛。公司产品大多为非标产品，一般根据工艺技术难度、成本费用估算，最终以合同谈判确定产品价格，2018 年以来公司销售均价呈小幅下滑系为获取恒力石化（大连）炼化有限公司订单，公司采用了更具有竞争力的价格进行投标所致。

图表 11. 2017-2018 年及 2019 年上半年度公司产品销售均价情况

	2017 年	2018 年	2019 年上半年度
销售均价（万元/台）	1.99	1.61	1.86

资料来源：智能自控

结算方面，该公司与上游客户采用现金和银行承兑汇票（6:4）相结合的结算方式，并按照 60-180 天账期付款。公司在与下游客户结算上也采用现金和银行承兑汇票（5:5）相结合的方式，但公司大多数情况下需要垫资生产并待客户验收合格后才能进行结算，账期在 90-180 天不等，导致公司应收账款规模一直较大。

该公司经过多年项目经验积累，在工艺、技术和产品研发上形成了自身技术储备，成功解决过多例高温高压差、强酸腐蚀、高流速等极端工况下项目技术难题，尤其在热高分高压切断球阀、热高分高压串式调节阀、高压大口径三偏心蝶阀，及高压差防空化、阀门降噪音、阀内件抗磨损等方面形成技术优势，公司为国家火炬计划重点高新技术企业，建有江苏省调节阀工程技术中心，截至 2019 年 6 月末，公司研发成果包括 52 项发明专利，103 项实用新型专利，10 项外观设计专利。2018 年公司研发费用为 1,319.18 万元，占同期营业收入的 3.51%，较上年变化不大。但是公司相对国外高端产品在调节精度和使用寿命上还有待提升。

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据智能自控所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要由主业产生的经营收益贡献。公司产品定位中高端，加上非标准化定制的特点，产品毛利率处于较高水平，2018年及2019年上半年度分别为38.18%和39.11%，分别较上年下降2.47个和上升3.98个百分点，由于部分项目毛利率较低拉低了平均售价，公司毛利率呈现一定波动。受此影响，公司营业毛利分别为1.44亿元和0.87亿元，同比分别增长14.90%和29.96%。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年度	2019年上半年度	2018年上半年度
营业收入合计（亿元）	2.74	3.07	3.76	2.21	1.90
毛利（亿元）	1.17	1.25	1.44	0.87	0.67
期间费用率（%）	20.47	20.45	21.74	22.60	19.26
全年利息支出总额（亿元）	0.03	0.04	0.05	0.03	0.02
其中：资本化利息数额（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

2018年及2019年上半年度该公司期间费用分别为0.82亿元和0.50亿元，较上年同期分别增长30.07%和36.99%。公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成，其中管理费用主要为职工薪酬、研发费用等；销售费用主要为销售人员薪酬、业务招待费等，2018年以来公司因业务发展需要，加大营销投入及增加研发人员配置及研发设备投入，销售费用和管理费用均较快增长；同期公司期间费用率分别为21.74%和22.60%，同比均有所上升。2018年及2019年上半年度公司经营收益分别为0.61亿元和0.29亿元，分别较上年同期分别增长8.05%和8.25%。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016年度	2017年度	2018年度	2019年上半年度	2018年上半年度
投资净收益（万元）	-	32.06	583.00	-	-

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度	2018 年 上半年度
营业外收入（含其他收益，万元）	151.77	118.24	78.32	63.56	23.25

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司非经常性损益主要为投资收益和营业外收入，规模均很小，对盈利的影响有限。2018 年和 2019 年上半年度公司分别实现净利润 0.63 亿元和 0.25 亿元，同比分别增长 32.32% 和 4.42%，其中 2018 年增长较快主要系当年公司将 A 区 18 号厂房处置投资收益增加所致。总体看，公司业务规模不断扩大，但由于盈利压力加大，利润增速相对缓慢。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将继续专注控制阀主业，推进产品向高端、特种阀门领域发展转型，巩固并提高公司在控制阀行业的市场占有率。除本次债券募投项目外，公司目前在建项目主要为上市募投项目，包括年产 1 万套高性能智能控制阀项目、科技中心项目和营销导向型区域服务中心总部建设项目，上述项目计划总投资 2.23 亿元，截至 2019 年 6 月末已累计投入资金 2.20 亿元，目前均处于试运营或试生产状态。其中年产 1 万套高性能智能控制阀项目主要用于新建特殊阀门²产能，一方面可缓解公司现有产能瓶颈，另一方面有助于产品升级及满足进口产品国产化的增长需求。公司将在维护现有客户的基础上，通过加大市场开拓力度的方式消化新增产能，但是新增产能有效消化仍有待关注。

科技中心项目主要用于新建科技中心大楼、实验生产车间、软硬件建设及人才引进等。营销导向型区域服务中心总部建设项目主要用于加强公司的营销能力，项目拟在 3 年内在全国重点目标区域建设由无锡总部下辖的 9 个营销导向型区域服务中心，长期看上述项目有助于增强公司产品核心竞争力。

图表 15. 公司在建项目投资情况（单位：万元）

在建项目名称	项目实施主体	预计总投资	截至 2019 年 6 月末已完成投资	目前建设阶段	预计竣工时间	投资资金来源
年产 1 万套高性能智能控制阀项目	江苏智能	10,411.00	10,009.25	试生产	2019 年 12 月 31 日	上市募集资金
科技中心项目	公司本部	8,000.00	8,086.24	试运营	2019 年 12 月 31 日	上市募集资金
营销导向型区域服务中心总部建设项目	公司本部	3,881.36	3,911.51	试运营	2019 年 12 月 31 日	上市募集资金
合计	-	22,292.36	22,007.00	-	-	-

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司在建项目投资资金主要来自上市募集资金和本次债券募集资金，另外，公司经营中持续存在一定资金缺口，预计 2019-2020 年将新增一定债务融资以补充资金缺口。

² 包括 R1 系列高性能开关球阀、R4 系列高压差旋转阀、R9 系列高性能控制球阀、WT 系列高压密封蝶阀、Z1-Z6 系列物料角阀。根据可研预测，项目预计年营业收入 3.13 亿元，净利润 0.59 亿元，投资内部收益率（所得税后）28.51%，投资回收期 5.59 年。

图表 16. 公司 2019 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	0.7	2.99
其中：1 万套高性能智能控制阀项目（亿元）	0.50	-
科技中心项目（亿元）	0.20	-
营销导向型区域服务中心总部建设项目（亿元）	-	-
直行程智能控制阀基地项目（亿元）	0.50	0.97
特种阀门深加工项目（亿元）	0.50	1.02
营运资金需求（净额，亿元）	1	0.2
融资安排（净额，亿元）	1	0.2
其中：权益类融资（亿元）	0	0
债务类融资（亿元）	1	0.2

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

管理

该公司为民营上市公司，跟踪期内公司控股股东及高层管理团队较为稳定，公司关联交易规模不大，但实际控制人所持上市公司股权质押比例上升，需关注股价波动带来的补质押风险。

跟踪期内，该公司控制权稳定，控股股东及实际控制人仍为自然人沈剑标，截至 2019 年 6 月末，沈剑标直接持有公司 37.48% 股份，并通过无锡天亿信投资有限公司（简称“天亿信”）间接控制公司 1.53% 股份。公司产权状况详见附录一。

目前该公司实际控制人外部投资企业除天亿信主要用于投资持股外，无其他外部投资企业，截至 2019 年 7 月 2 日，公司实际控制人及控股股东沈剑标因为本次可转债提供股权质押担保及进行个人融资购买本次可转债，累计质押公司股份数量为 5,881.62 万股，占其所持公司股份比例的 47.20%。公司 2018 年以来股价呈下跌趋势³，需关注股价波动带来的补质押风险。

图表 17. 实际控制人股权质押情况（单位：万股，元/股）

质权人	质押股数	预警线	预警价格	平仓线	平仓价格	补质押线	补质押价格	资金投向
华泰联合	1950.00	180%	3.95	160%	3.51	-	-	用于购买本次可转债
本次可转债投资者	3931.62	-	-	-	-	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）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 130%，	尚未进入转股期前 7.20	用于本次可转债质押

资料来源：智能自控

³ 2018 年 4 月 27 日收盘价 11.60 元/股，2019 年 8 月 22 日收盘价下跌至 8.50 元/股。

跟踪期内除关联担保外，该公司未发生其他经常性关联交易或偶发性关联交易。截至 2019 年 6 月末，关联方为公司借款提供担保的情况如下：

图表 18. 公司关联担保情况（单位：万元）

担保人	担保金额	担保期限	担保方式
沈剑标夫妇	1,960.00	2017/4/13-2020/4/13	连带责任保证

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司核心管理成员均为创始团队，具有多年从业经验及管理经历，且人员较为稳定。目前公司董事长及总经理仍均由实际控制人沈剑标担任，控制权较为集中。跟踪期内，公司除一名股东代表监事更替外，其余高层管理人员未发生变化。

跟踪期内，除该公司存在 4 笔诉讼事项外，公司及其主要关联方未发生重大不良行为记录。

图表 19. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.8.12	不涉及	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.8.22	不涉及	无	不涉及	不涉及
诉讼	公开信息披露	2019.8.22	无	4 笔，详见财务-表外事项	无	不涉及
工商	公开信息披露	2019.8.22	不涉及	无	无	不涉及
质量	公开信息披露	2019.8.22	不涉及	无	无	不涉及
安全	公开信息披露	2019.8.22	不涉及	无	无	不涉及

资料来源：根据智能自控所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司资产负债率仍较低，财务结构尚属稳健，但公司刚性债务集中为短期刚性债务，且公司营运环节被客户占用较多资金，经营性净现金流规模小且存在波动，现金类资产存量不足，仍存在短期债务偿付压力。公司融资渠道较畅通，且存在一定规模未使用银行授信，可为债务偿付提供一定支撑。

1. 数据与调整

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》、企业会计制度及其补充规定。2018 年根据财政部最新发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）的相关规定，

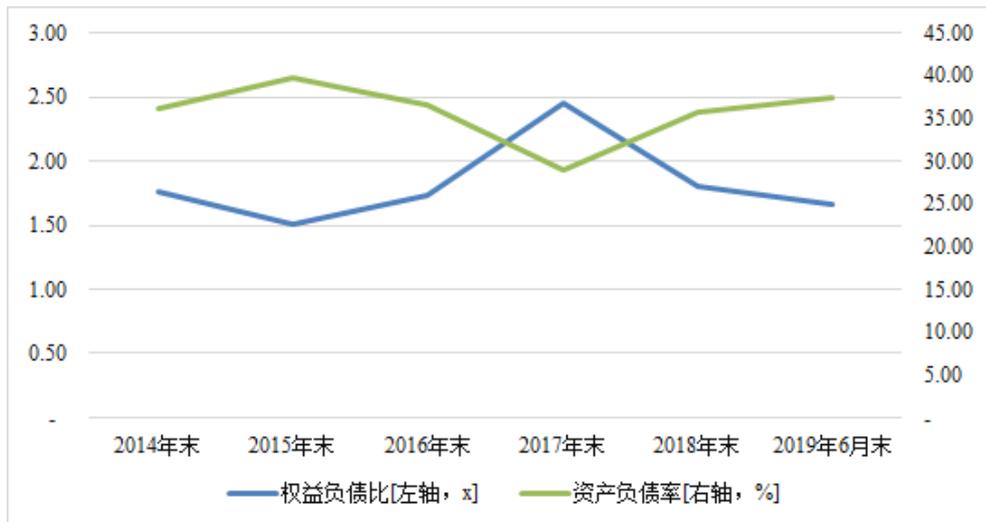
公司对财务报表格式进行变更，但影响不大。公司 2019 年上半年度财务报表未经审计。

截至 2019 年 6 月末，该公司合并范围未发生变化，合并范围内子公司数量仍为 3 家，且均系全资控股子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据智能自控所提供数据绘制。

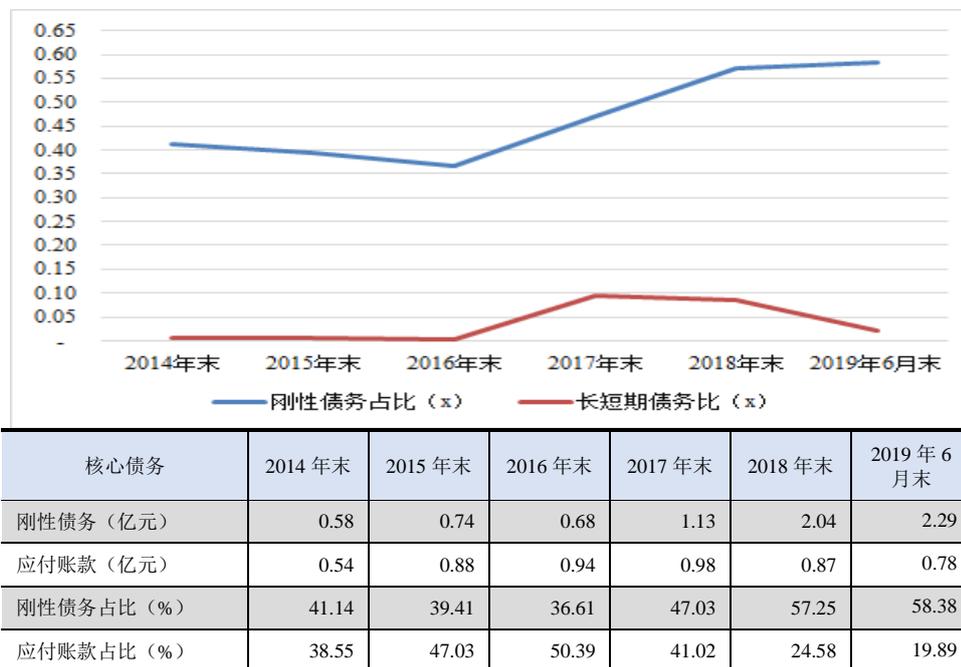
该公司经营中被客户占用较多资金，存在债务融资需求，近年来随着业务规模扩大，公司债务规模总体呈现增长。2017-2018 年末及 2019 年 6 月末，公司负债总额分别为 2.39 亿元、3.55 亿元和 3.91 亿元。同期末公司权益资本分别为 5.85 亿元、6.39 亿元和 6.52 亿元。其中 2017 年公司完成股票上市，募集资金净额 2.23 亿元，较好的增强了公司的资本实力，2018 年以来随着经营积累增加，公司资本实力不断增强。因此公司资产负债率控制在较低水平，同期末分别为 28.95%、35.73% 和 37.48%；权益资本对刚性债务的比率分别为 520.21%、314.01% 和 285.49%，权益资本对刚性债务的保障度仍很高。

该公司权益资本主要由股本、资本公积和未分配利润构成，2019 年 6 月末占比分别为 50.97%、2.60% 和 40.16%，2018 年公司以资本公积向全体股东每 10 股转增 7 股，转增后公司总股本增至 2.08 亿股（每股 1 元），2019 年上半年度公司继续实施权益分派，以资本公积向全体股东每 10 股转增 6 股，公司总股本进一步扩大至 3.32 亿股（每股 1 元），资本结构稳定性增强。

根据该公司未来 2 年投融资计划，公司在营运资金方面仍存在一定新增债务融资需求，此外随着本次债券募集资金到位，公司债务规模及财务杠杆水平存在上升趋势。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据智能自控所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司外部融资主要为补充流动资金缺口，因此债务高度集中为流动负债，2017-2018 年末及 2019 年 6 月末流动负债占负债总额的比重分别达 91.47%、92.26%和 97.96%；同期末长短期债务比分别仅为 9.33%、8.39%和 2.08%。随着本次可转债发行完成，公司债务期限结构有望得到一定改善。

从债务构成来看，该公司负债主要由刚性债务和应付账款构成，2018 年末占负债总额的比重分别为 57.25%和 24.58%。2017-2018 年末及 2019 年 6 月末，公司刚性债务分别为 1.13 亿元、2.04 亿元和 2.29 亿元，2018 年末公司增加对上游供应商票据结算导致刚性债务规模扩大，此外根据行业特性，公司一般在上半年因垫资生产，流动资金融资需求较大，因此 2019 年 6 月末短期借款规模增加，刚性债务规模进一步增长。公司应付账款系商业信用产生的应付供应商采购款，同期末余额分别为 0.98 亿元、0.87 亿元和 0.78 亿元。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
短期刚性债务合计	0.58	0.74	0.68	0.93	1.84	2.29
其中：短期借款	0.58	0.71	0.68	0.65	0.68	1.35
一年内到期的长期借款				0.002	0.002	0.20
应付票据	-	0.03	-	0.27	1.16	0.74

刚性债务种类	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年6月末
其他短期刚性债务	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.002
中长期刚性债务合计	-	-	-	0.20	0.20	-
其中：长期借款	-	-	-	0.20	0.20	-
综合融资成本（年化，%）	6.32	5.87	5.45	4.65	4.75	-

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司刚性债务以短期刚性债务为主，截至2019年6月末，公司刚性债务为2.29亿元，全部为短期刚性债务。从刚性债务构成看，公司刚性债务由银行借款和应付票据构成。其中银行借款以信用借款为主，2019年6月末占比87.10%，其余为保证类型借款，由实际控制人夫妇提供担保。随着公司上市及可转债发行，公司融资渠道趋于多元化。

融资成本方面，该公司综合融资成本处于4.65-6.32%之间，公司银行借款以短期为主，借款利率处于4-5%的水平，且票据融资不进行贴现无需支付利息，整体融资成本保持适中。

图表 23. 公司 2019 年 6 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1~2年（不含2年）	2~3年（不含3年）	3~5年（不含5年）
3%以内（不含3%）	0.74	-	-	-
4%~5%（不含5%）	1.35	-	0.20	-
合计	1.92	-	0.20	-

资料来源：智能自控。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019Q2
营业周期（天）	291.27	395.47	402.34	428.79	482.74	-
营业收入现金率（%）	59.38	60.01	75.71	59.31	90.86	80.75
业务现金收支净额（亿元）	0.50	0.28	0.61	-0.11	0.74	-0.07
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.19	-0.21	-0.23	-0.25	-0.30	-0.20
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.30	0.07	0.38	-0.36	0.44	-0.27
EBITDA（亿元）	0.76	0.63	0.65	0.69	0.80	-
EBITDA/刚性债务（倍）	1.20	0.95	0.92	0.77	0.51	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	18.01	15.90	19.62	16.92	16.54	-

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司作为制造型企业，采购和生产周期较长，加上交货后客户回款不及时，公司应收账款、存货规模较大，2018 年公司在手订单增加，受单个项目生产、采购周期影响，公司存货周转率有所下降，营业周期进一步延长。公司营业收入现金率处于较低水平，主业产生的现金流规模不大，且受不同客户回款进度影响存在波动，2017-2018 年及 2019 年上半年度业务现金收支净额分别为-0.11 亿元、0.74 亿元和-0.07 亿元。此外，公司与其他单位之间存在一定往来款，其他因素现金收支持续呈净流出状态，同期公司经营环节产生的现金流量净额分别为-0.36 亿元、0.44 亿元和-0.27 亿元，公司业务创现能力一般。

该公司 2018 年 EBITDA 为 0.80 亿元，较上年增长 15.94%，因利润总额增加，EBITDA 不断小幅增长，但由于公司刚性债务增长相对较快，导致 EBITDA 对刚性债务本息的覆盖率均有所下降，当年公司 EBITDA/利息支出为 16.54 倍；EBITDA/刚性债务为 0.51 倍。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q2
回收投资与投资支付净流入额	-	-	-	-1.54	1.60	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.06	-0.01	-0.08	-0.19	-1.46	-0.59
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	0.00	-	-
投资环节产生的现金流量净额	-0.06	-0.01	-0.08	-1.73	0.13	-0.59

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司投资活动现金流主要体现为项目建设及使用闲置募集资金购买理财产品等，2017-2018 年及 2019 年上半年度投资环节产生的现金流量净额分别为-1.73 亿元、0.13 亿元和-0.59 亿元。其中 2018 年公司回收部分理财投资，投资活动现金流转为净流入状态。未来公司将继续推进募投项目建设，预计投资环节现金流或将呈净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q2
权益类净融资额	-	-	-	2.32	-0.10	-0.12
债务类净融资额	-0.30	-0.001	-0.14	0.04	-0.03	0.41
筹资环节产生的现金流量净额	-0.29	-0.02	-0.15	2.29	-0.13	0.53

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款和股票上市等方式募集资金。2017-2018 年及 2019 年上半年度，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 2.29 亿元、-0.13 亿元和 0.53 亿元。其中 2017 年公司完成股票上市，筹资环节产生的现金净

流入规模较大，2018 年及 2019 年上半年度公司持续进行现金分红，同时受借入和到期兑付短期借款影响，筹资环节现金流呈现一定波动。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	2.39	3.20	3.37	6.46	6.46	6.31
	61.27	67.98	66.21	78.46	64.91	60.47
其中：现金类资产（亿元）	0.12	0.19	0.33	2.07	1.41	0.81
应收款项（亿元）	1.35	1.64	1.70	2.20	2.01	2.52
存货（亿元）	0.50	0.86	0.69	1.29	2.26	2.26
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1.51	1.51	1.72	1.77	3.49	4.13
	38.73	32.02	33.79	21.54	35.09	39.53
其中：固定资产（亿元）	0.65	0.61	0.57	0.57	1.83	1.96
在建工程（亿元）	0.46	0.50	0.76	0.81	0.48	1.15
无形资产（亿元）	0.31	0.30	0.30	0.29	0.50	0.49
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	0.51	0.47	0.05	0.45	0.35
受限资产账面余额/总资产（%）	-	10.73	9.26	0.63	4.52	3.36

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

2018 年以来，该公司加快推进募投项目建设，增加基建和设备投入，资产规模总体扩大，2017-2018 年末及 2019 年 6 月末分别为 8.24 亿元、9.95 亿元和 10.43 亿元，并以流动资产为主，同期末占资产总额的比重分别为 78.46%、64.91%和 60.47%。

该公司的流动资产主要由应收账款、存货、现金类资产构成，2018 年末在流动资产中占比分别为 31.11%、34.98%和 12.38%。2017-2018 年末及 2019 年 6 月末公司现金类资产分别为 2.07 亿元、1.41 亿元和 0.81 亿元。公司现金类资产主要由货币资金和银行理财（计入其他流动资产）构成。2017 年 6 月公司完成股票上市，募集资金净额 2.23 亿元，但是随着募投项目的推进，公司现金类资产下降，2019 年 6 月末公司可动用的货币资金存量仅为 0.46 亿元。同期末公司应收账款 2.20 亿元、2.01 亿元和 2.52 亿元，由于下游主要客户的大型投资项目中采购货款的审批、支付流程及后期的安装调试、验收等流程较慢，造成公司的应收账款规模一直较大。从账龄看，公司 1 年以内应收账款维持在较高水平，2018 年末占比 74.31%，2018 年公司加大催收力度及下游行业景气度提升等，公司应收账款周转速度加快，由 2017 年的 1.58 次/年上升到 2018 年的 1.79 次/年。公司按照账龄计提坏账准备，2018 年末计提坏账准备为 0.21 亿元，公司应收账款客户主要石化行业客户，大部分客户信誉度较好，但仍存在因部分客户经营状况不佳无法履约造成坏账的情况，需关注石化行业景气度波动带来下游客户信用质量下降产生的履约风险。同期末存货分别为 1.29 亿元、2.26 亿元和 2.26 亿元，其中 2018 年以来公司存货增

长较快，一方面是由于订单量增加，公司原材料和在产品增多所致；另一方面公司新接部分大项目交货期较长拉长了整体交货期所致，导致公司存货周转速度减慢，存货周转速度由 2017 年的 1.85 次/年下降到 2018 年的 1.31 次/年。公司存货主要由原材料、在产品 and 发出商品构成，2018 年末占存货的比重分别为 19.03%、41.15% 和 20.80%。公司采取以销定产的模式组织生产，存货基本有销售合同对应，且公司产品毛利率相对较高，存货跌价风险可控。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，2018 年末在非流动资产中占比分别为 52.44%、13.75% 和 14.33%。公司固定资产和无形资产主要为生产基地土地及厂房、设备等，由于科技中心项目和年产 1 万套高性能智能控制阀建设项目等募投项目完工转入固定资产及本次可转债募投项目新购入两块建设用地，2018 年末固定资产和无形资产较上年末分别大幅增长至 1.83 亿元和 0.50 亿元；同时在建工程较上年末下降 41.32% 至 0.48 亿元，2019 年 6 月末公司继续推进本次可转债募投项目，当期末在建工程较上年末大幅增长至 1.15 亿元。此外，公司在建项目预付设备款增加，2018 年末和 2019 年 6 月末分别新增 0.66 亿元和 0.49 亿元其他非流动资产。

受限资产方面，2019 年 6 月末该公司受限资产为 0.35 亿元，占同期末资产总额的 3.36%，均系因开具银行承兑汇票、保函等存放保证金而受限的货币资金。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动比率 (%)	170.58	171.37	182.05	296.23	196.91	164.68
速动比率 (%)	133.26	123.37	142.50	232.19	124.52	102.86
现金比率 (%)	8.78	32.70	27.87	48.96	56.28	29.28

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

该公司流动资产与流动负债较为匹配，2018 年以来虽然随着流动负债的增长，流动比率和速动比率均有所下降，但整体仍处于较高水平，2017-2018 年末及 2019 年 6 月末流动比率分别为 296.23%、196.91% 和 164.68%；速动比率分别为 232.19%、124.52% 和 102.86%。而由于募集资金不断消耗，导致 2019 年 6 月末现金比率明显下降。

6. 表外事项

截至 2019 年 6 月末，该公司未发生对并表范围内部及外部企业提供担保事项，但公司因合同纠纷存在 4 笔诉讼，其中与江苏正丹化学工业股份有限公司合同纠纷案件涉诉金额较大，目前尚处于诉讼阶段，存在一定或有事项风险。

图表 29. 截至 2019 年 6 月末公司诉讼情况（单位：万元）

原告	被告	案件原由/类型	涉案金额	目前进展
无锡智能自控工程股份有限公司	富德（常州）能源化工发展有限公司	承揽合同纠纷	20.92	已达成调解协议
无锡智能自控工程股份有限公司	上海泽芸环境科技工程有限公司	买卖合同纠纷	1.72	已申请仲裁未开庭
无锡智能自控工程股份有限公司	张家港富瑞特种装备股份有限公司	买卖合同纠纷	4.49	对方已付款，已结案
江苏正丹化学工业股份有限公司	无锡智能自控工程股份有限公司	合同纠纷	1,977.65	开庭质证阶段

资料来源：根据智能自控所提供数据整理。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司为公司核心的经营、生产主体，在合并范围内处于主导地位，资产、负债分布与合并范围较一致，截至 2019 年 6 月末母公司总资产 10.53 亿元，其中流动资产 7.37 亿元，主要是应收账款 2.47 亿元，存货 2.20 亿元，货币资金 0.67 亿元。公司债务全部在母公司名下，同期末母公司负债总额 4.05 亿元，其中刚性债务 2.28 亿元，全部为短期刚性债务。

该公司控制阀及检维修业务产生的收益主要来自公司本部，2018 年及 2019 年上半年度，公司本部营业收入分别为 3.72 亿元和 2.19 亿元，分别较上年同期增长 23.14% 和 15.78%；净利润分别为 0.59 亿元和 0.27 亿元，较上年同期分别增长 30.64% 和 15.92%，经营业绩保持增长，同期公司本部经营性现金流净额分别为 0.56 亿元和 -0.27 亿元，仍呈现一定波动。

总体看，该公司本部偿债来源主要为自身主业产生的收益，且公司本部对下属子公司管控力度强，信用状况与合并口径较一致。

外部支持因素

该公司与多家国有商业银行建立了合作关系，截至 2019 年 6 月末公司共获得银行综合授信额度 6.00 亿元，其中贷款授信 3.00 亿元，未使用综合授信额度为 3.90 亿元，尚存在一定债务融资空间。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	已使用综合 授信额度	利率 区间	附加条件/增信 措施
全部（亿元）	6.00	3.00	2.10	4-5%	部分担保增信
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	3.00	1.50	—	4-5%	部分担保增信
其中：大型国有金融机构占比（%）	50%	50%	—	-	-

资料来源：根据智能自控所提供数据整理（截至 2019 年 6 月 30 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 智能转债：可转股

本次可转债转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期之日止。本次发行可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告之日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价。具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况确定。前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。在本次发行的可转债存续期间，当公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。若在上述交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于审议上述方案的股东大会召开日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价和前一交易日公司 A 股股票交易均价的较高者。如公司决定向下修正转股价格，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度、股权登记日（如需）及暂停转股的期间（如需）。从转股价格修正日起，开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后、转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

2. 智能转债：有条件赎回和回售条款

本次债权设置到期赎回条款和回售条款。在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据市场情况等确定。在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：①在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；②当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

3. 智能转债：外部担保

本次可转债采用股份质押和保证的担保方式。出质人沈剑标（即该公司实际控制人）将其持有部分公司人民币普通股出质给质权人，为公司本次发行的可转债提供质押担保。股份质押担保合同签订后及本次可转债有效存续期间，如公司进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致沈剑标所持公司的股份增加的，沈剑标应当同比例增加质押股票数量。初始质押的公司股票数量=（本次可转换债券发行规模×160%）/首次质押登记日前1个交易日收盘价，不足一股按一股计算。

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）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的130%，质权人代理人有权要求沈剑标在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的比率高于160%；追加股份的价值为连续30个交易日内该公司收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人沈剑标追加提供相应数额的公司人民币普通股作为质押标的，以使质押资产的价值符合上述规定。若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，沈剑标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）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的160%。

此外，沈剑标为本次发行可转债提供连带责任保证。担保范围为该公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。总体看，上述担保措施能够起到一定担保效果。

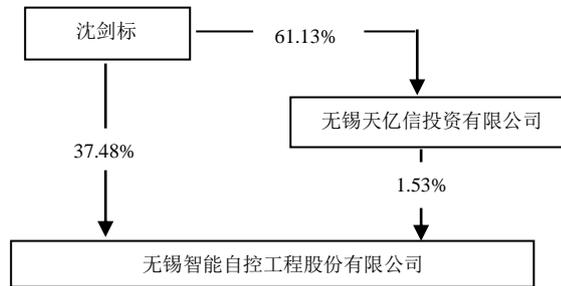
跟踪评级结论

该公司从事控制阀业务多年，与多家大中型石化企业建立业务合作关系，2018年以来下游石化行业景气度阶段性回暖及积极进行销售渠道拓展，公司业务规模不断扩大，但公司所处控制阀市场较分散且竞争激烈，公司业务规模仍不大。公司产品定制化程度较高，毛利率处于较高水平，但由于承接了部分毛利率较低项目，整体毛利率呈现一定波动。公司通过扩产项目解决产能瓶颈问题，有助于未来业务发展，但新增产能释放情况仍有待关注。

跟踪期内，该公司资产负债率仍较低，财务结构尚属稳健，但公司刚性债务集中为短期刚性债务，且公司营运环节被客户占用较多资金，经营性净现金流规模小且存在波动，现金类资产存量不足，仍存在短期债务偿付压力。公司融资渠道较畅通，且存在一定规模未使用银行授信，可为债务偿付提供一定支撑。

附录一：

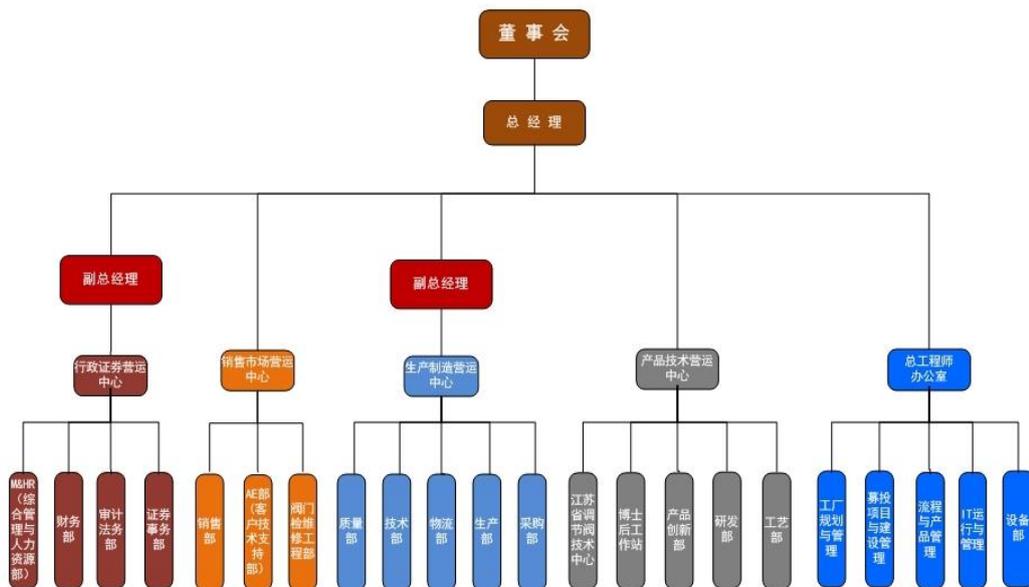
公司与实际控制人关系图



注：根据智能自控提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据智能自控提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
无锡智能自控工程股份有限公司	智能自控	本级	-	控制阀及检修服务	2.04	6.33	3.72	0.59	0.56	—	
无锡莱谱尔科技有限公司	莱谱尔	子公司	100	控制阀配件	0	0.21	0.31	0.02	-0.09	0.02	
上海沃瑞斯谱自动化控制设备有限公司	沃瑞斯谱	子公司	100	贸易	0	0.12	0.18	0.01	-0.01	0.01	
江苏智能特种阀门有限公司	江苏智能	子公司	100	特种阀门	0	0.47	0.05	0.003	-0.01	0.003	

注：根据智能自控 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年度
资产总额 [亿元]	5.09	8.24	9.95	10.43
货币资金 [亿元]	0.33	0.52	1.41	0.81
刚性债务[亿元]	0.68	1.13	2.04	2.29
所有者权益 [亿元]	3.23	5.85	6.39	6.52
营业收入[亿元]	2.74	3.07	3.76	2.21
净利润 [亿元]	0.46	0.48	0.63	0.25
EBITDA[亿元]	0.65	0.69	0.88	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.38	-0.36	0.44	-0.27
投资性现金净流入量[亿元]	-0.08	-1.73	0.13	-0.59
资产负债率[%]	36.52	28.95	35.73	37.48
权益资本与刚性债务比率[%]	474.26	520.21	314.01	285.49
流动比率[%]	182.05	296.23	196.91	164.68
现金比率[%]	27.87	48.96	56.28	29.28
利息保障倍数[倍]	17.34	15.05	16.54	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	402.34	428.79	482.74	—
毛利率[%]	42.80	40.65	38.18	39.11
营业利润率[%]	19.45	18.59	19.97	13.54
总资产报酬率[%]	11.81	9.21	8.79	—
净资产收益率[%]	15.09	10.49	10.29	—
净资产收益率*[%]	15.09	10.49	10.29	—
营业收入现金率[%]	75.71	59.31	90.86	80.75
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	20.46	-17.80	15.97	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.85	-98.37	19.20	—
EBITDA/利息支出[倍]	19.62	16.92	18.20	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.92	0.76	0.56	—

注：表中数据依据智能自控经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2016 年 6 月）
- 《装备制造行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。