

国脉科技股份有限公司

2011 年 4 亿元公司债券

2014 年跟踪评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



国脉科技股份有限公司

2011年4亿元公司债券2014年跟踪评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：4亿元

债券到期日期：2018年07月26日

评级日期：2014年06月18日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：4亿元

评级日期：2013年06月26日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对国脉科技股份有限公司（以下简称“国脉科技”或“公司”）2011年7月26日发行的4亿元公司债券的2014年度跟踪评级结果维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	229,434.75	227,669.38	210,262.88	186,293.90
归属于母公司所有者权益合计（万元）	129,754.23	126,284.21	115,297.50	108,194.51
资产负债率	42.79%	43.73%	39.71%	40.32%
流动比率	2.67	2.67	4.41	5.82
速动比率	1.38	1.35	3.95	5.13
有息债务（万元）	80,919.05	78,600.34	59,190.59	45,476.63
营业收入（万元）	9,983.06	38,284.59	74,290.85	86,202.52
投资净收益（万元）	544.99	5,717.35	-100.39	-76.14
利润总额（万元）	3,613.90	11,936.26	8,044.65	13,976.11
综合毛利率	82.10%	74.89%	46.49%	43.23%
总资产回报率	-	6.88%	6.01%	16.72%
EBITDA（万元）	-	16,601.64	13,686.77	17,329.90
EBITDA 利息保障倍数	-	3.85	3.53	10.84
经营活动净现金流（万元）	-4,060.06	-6,373.80	-10,523.20	8,437.73

资料来源：公司审计报告及未经审计的2014年一季度报

正面:

- 跟踪期内，公司继续保持与众多知名企业的深度合作，客户群体稳固优质；
- 公司与中国普天全面展开战略合作，有利于减少外部环境变化带来的风险；
- 公司继续保持研发投入，整体技术实力不断增强。

关注:

- 跟踪期内，战略投资者的引入使得原控股子公司普天国脉成为公司的参股子公司，公司合并报表收入规模大幅减少；
- 公司调整发展战略，减少了电信网络技术服务基地（二期）项目的投资规模，目前项目投资进度受外部因素影响有所滞后，其未来效益值得关注；
- 公司期间费用居高不下，挤占了盈利空间，主要依赖投资收益维持利润增长；
- 公司建设国脉科学园投入较多，影响了经营活动现金流表现，未来投资资金需求仍然较大，对外部融资的依赖程度或继续提高；
- 公司有息负债规模进一步攀升，偿债压力有所加重。

分析师

姓名：林清艳 陈远新

电话：0755-82871237

邮箱：linqy@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2011]1044”号文核准，公司于2011年7月26日向社会公开发行4亿元公司债券（以下简称“本期债券”）。本期债券票面利率为6.80%，债券期限7年，附第5年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

本期债券的起息日为2011年7月26日，按年付息、到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券付息日为2012年至2018年的7月26日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2012年至2016年每年的7月26日。本期债券的兑付日为2018年7月26日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2016年7月26日。截至2014年3月末，本期债券本息兑付情况如下表所示。

表1 截至2014年3月31日本期债券本息累计兑付情况

本息兑付日期	期初本金余额 (万元)	本金兑付/回 售额(万元)	利息支付 (万元)	期末本金余额 (万元)
2012年7月26日	40,000	0	2,720	40,000
2013年7月26日	40,000	0	2,720	40,000

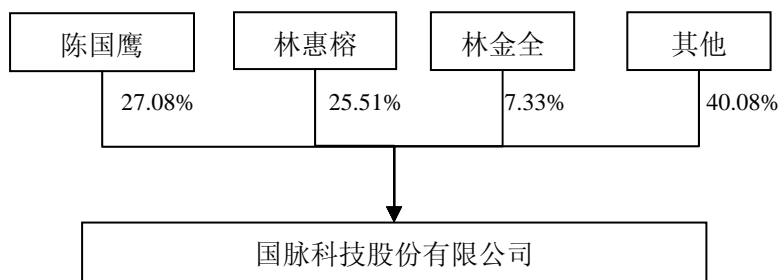
资料来源：公司提供

截至2014年3月末，本期债券扣除发行费用的募集资金在用于偿还商业银行贷款后，已全部用于补充公司流动资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及其持股比例、实际控制人无变动。截至2014年03月31日，公司的产权及控制关系图如下：

图1 截至2014年03月31日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新纳入合并范围的子公司 3 家，包括 2013 年 8 月新成立的福建国脉信息技术有限公司（简称“国脉信息”）及其于 2013 年 12 月收购的上海圣桥信息科技有限公司（简称“上海圣桥”）以及上海圣桥独资新设立的福建国脉圣桥网络科技有限公司（简称“国脉圣桥”）；不再纳入合并范围子公司 2 家，包括因引入战略投资者导致股权稀释而不再合并的普天国脉网络科技有限公司（简称“普天国脉”）及其全资子公司国脉中讯网络科技（香港）有限公司（简称“中讯香港”）。

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况					
子公司名称	简称	表决权比例	注册资本	主营业务	取得方式
福建国脉信息技术有限公司	国脉信息	51%	2,000.00	计算机软件技术开发、系统集成；通讯及计算机技术咨询等	新设
上海圣桥信息科技有限公司	上海圣桥	60%	3,000.00	计算机软硬件、生产、开发、销售，技术咨询和服务等	通过国脉信息收购取得
福建国脉圣桥网络科技有限公司	国脉圣桥	60%	1,000.00	计算机软硬件、生产、开发、销售，技术咨询和服务等	上海圣桥出资新设
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况					
子公司名称	简称	表决权比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
普天国脉网络科技有限公司	普天国脉	33%	10,000.00	计算机软件开发及系统集成；计算机与信息、技术咨询与服务，通信设备、计算机设备的销售与安装调试服务；对外贸易。	引入战略投资者导致股权稀释
国脉中讯网络科技(香港)有限公司	中讯香港	33%	0.81	无特定经营范围	母公司普天国脉不再合并

资料来源：公司审计报告

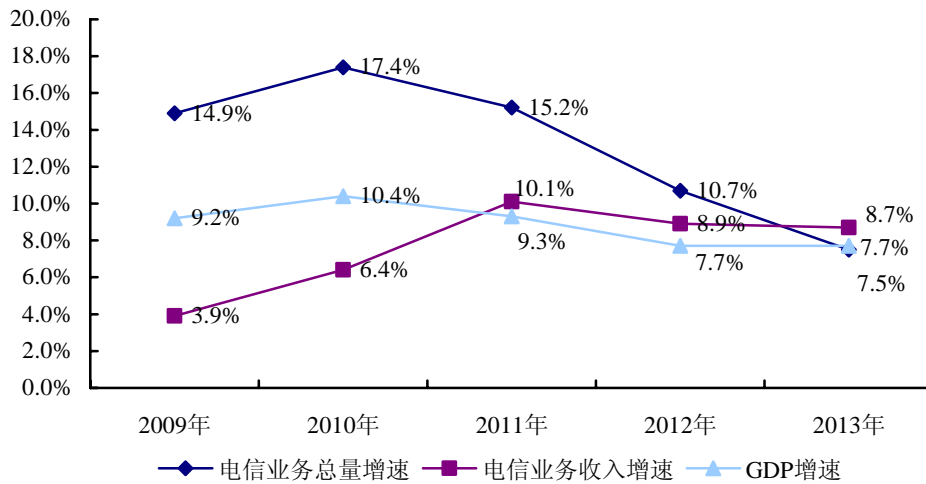
截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产总额为 22.94 亿元，归属于母公司所有者权益合计为 12.98 亿元，资产负债率为 42.79%；2013 年度，公司实现营业收入 3.83 亿元，利润总额 1.19 亿元，经营活动现金净流出 0.64 亿元。

三、运营环境

跟踪期内，电信行业保持平稳发展，存量网络扩张、4G 牌照发放、ICT 产业融合和各行业信息化加快等为电信网络外包服务行业带来较好的发展机遇

2013 年，国内电信行业继续保持平稳发展，同时行业转型步伐加快，用户规模继续扩大，网络基础设施不断完善。工信部数据显示，2013 年我国电信业务实现收入 11,689.1 亿元，同比增长 8.7%，比上年回落 0.2 个百分点，连续三年高于同期 GDP 增速。电信业务总量实现 13,954 亿元，同比增长 7.5%，比上年回落 3.2 个百分点。

图2 2009-2013年电信业务总量与业务收入增长情况



资料来源：工业和信息化部

2013年，行业发展对语音业务的依赖持续减弱，非语音业务收入占比首次过半，占比为53.2%；移动数据及互联网业务收入对行业收入增长的贡献从2012年的51%增加至75.7%；用户数量方面，我国2013年移动电话普及率已突破90部/百人，全年移动用户净增11,695.8万户，总数达12.29亿户，全国已有8省市移动电话普及率超过100部/百人。用户结构方面，2013年，2G移动用户减少5,185万户；3G移动用户新增1.69亿户，在移动用户中的渗透率达到32.7%，用户升级迁移明显。移动互联网方面，2013年移动互联网流量达到132,138.1万GB，同比增长71.3%；月户均移动互联网接入流量达到139.4M，同比增长42%；其中手机上网是主要拉动因素，在移动互联网接入流量的比重达到71.7%。网络基础设施方面，2013年，互联网宽带接入端口数量达3.6亿个，同比增长34.0%；移动交换机容量同比增长7.5%，比上年增速提升0.3个百分点，达到19.65亿户；我国网络国际出口带宽达到3,406,824Mbps，同比增长79.3%，比上年提高42.6个百分点，创下近七年来最高增速；全年全国新建光缆线路265.8万公里，光缆线路总长度达到1,745.1万公里，同比增长17.9%，尽管比上年同期回落4.2个百分点，仍保持着较快的增长态势。

表3 2013年我国主要通信能力指标增长情况

项目	2013年	2012年	同比变化
光缆线路长度（万公里）	1,745.12	1,480.57	17.87%
移动电话交换机容量（万户）	196,545.30	182,869.80	7.48%
互联网宽带接入端口（万个）	35,972.40	26,835.50	34.05%
互联网国际出口带宽（Mbps）	3,406,824.00	1,899,792.00	79.33%

资料来源：工业和信息化部、Wind 资讯

电信外包服务市场的发展，是与电信行业的发展密切相关的，近年电信行业的快速发展带动了电信服务外包市场规模的增长。中国产业研究报告网的分析数据显示，2009-2013年，

中国电信服务外包市场以28%左右的平均年增长率快速发展。2013年12月4日，工信部正式向三大运营商发放TD-LTE（4G）牌照。随着4G规模商用，以智能终端、无线宽带、云计算为特征的移动互联网时代正式来临，传统运营商核心业务同质竞争更趋激烈，互联网业务对传统通信业务的异质替代进一步加速，同时移动互联网、云计算、物联网的新一代信息技术向各行各业的渗透与融合不断加速。

总的来说，存量网络的不断扩张为电信网络外包服务带来了广阔的市场空间，同时4G牌照的发放、ICT产业融合和各行业信息化的发展使得电信网络外包服务业务范围不断拓展，电信网络外包服务行业的市场前景较好。

近年通讯网络设备行业国际贸易摩擦加剧，国际网络设备商在国内市场发展受限，给与其相关服务行业发展带来不确定性，同时网络设备国产化趋势加快

近年国际贸易保护主义升温，通信网络设备行业国际贸易摩擦逐步升级，导致国际网络设备商在国内市场发展受到限制，给国内与其相关服务行业发展带来不利影响。2012年10月，美国众议院情报委员会报告称华为和中兴公司会对美国的国家安全构成威胁，原因是这两家公司生产的设备将可能被用于间谍活动。中国商务部随即对这一报道进行了抨击，表示该报告违反了美国的自由市场原则，将可能破坏中美两国合作。紧接着，另一媒体报告披露，在中兴为伊朗政府建造了复杂的电信网络之后，美国网络设备巨头思科也切断了向中兴供应其路由器和交换机的长期合作关系。2013年，“棱镜门”事件曝光后，外媒又报道美国政府通过思科等通信设备生产商产品对外国领导人进行网络监听，受此影响，思科在中国和巴西等新兴市场的销售收入急剧下滑。

在一系列事件爆发后，网络信息安全受到高度重视，网络设备国产化趋势提速。中国电信2013年IP类集采招标中，思科颗粒无收，国产厂商合力瓜分。而在最新披露的中国电信163骨干网十五期集采项目中，思科虽然凭借庞大现网规模获得较大扩容份额和超30%新建份额；但国内厂商则保持近两年良好势头，在新建网络份额中持续攀升。2013年8月，国家发改委网站公布，针对金融、云计算与大数据、信息系统保密管理等领域组织国家信息安全专项，支持信息安全网络设备国产化。业内专家表示，未来国产设备的更新替代是大势所趋。

四、经营与竞争

跟踪期内，由于国际贸易争端加剧，进口设备系统集成服务存在不确定性因素，公司调整国际厂商系统集成业务的发展战略，以普天国脉为平台，与中国普天信息产业股份有限公

司（以下简称“中国普天”）开展资本合作，战略投资者的引入使得公司对普天国脉的持股比例从66%降为33%，不再合并普天国脉的会计报表，导致2013年度各财务指标同比发生较大幅度的变动。

2013年度，公司实现营业收入3.83亿元，同比下降48.47%，其中主营业务收入3.74亿元，同比下降49.10%。公司电信网络集成业务收入急剧减少，排除不再合并普天国脉报表的影响，还因为公司调整战略，主动控制高风险、低毛利率的业务扩张规模。公司电信网络技术服务收入有所减少，但排除不再合并普天国脉报表的影响后，该业务收入实际较上年同期增长2.87%。同时，由于电信网络技术服务业务毛利率较高，收入结构的变化导致公司2013年主营业务毛利率明显提升。

表 4 公司 2011-2013 年主营业务收入和毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电信网络集成	4,103.71	12.46%	32,255.49	11.13%	40,161.28	12.71%
电信网络技术服务	33,326.94	81.93%	41,288.94	73.14%	45,455.72	69.46%
合计	37,430.65	74.31%	73,544.43	45.95%	85,617.00	42.84%

资料来源：公司审计报告

从公司收入区域构成来看，公司业务覆盖区域较广，受不再合并普天国脉报表影响，2013年公司各区域收入均出现不同程度的缩减，其中华东和华北地区收入下降幅度较大，同时公司合并整体经营市场的区域集中度有所提高。

表 5 2011-2013 年公司主营业务收入按区域构成变化情况（单位：万元）

区域	2013 年		2012 年		2011 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华东	26,624.69	71.13%	42,835.92	58.24%	41,366.12	48.32%
东北	8,233.98	22.00%	9,975.03	13.56%	7,922.67	9.25%
华南	792.97	2.12%	3,467.99	4.72%	9,352.83	10.92%
华北	295.87	0.79%	11,669.38	15.87%	11,147.10	13.02%
其它	1,483.14	3.96%	5,596.11	7.61%	15,828.28	18.49%
合计	37,430.65	100.00%	73,544.43	100.00%	85,617.00	100.00%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，为减少市场环境变化带来的不利影响，公司积极调整经营战略，与中国普天展开战略合作，以强化公司综合竞争优势；但战略投资者的引入使得原控股子公司普天国脉成为公司的参股子公司，合并报表账面收入大幅缩减，投资收益相应增加

近年由于国际贸易保护主义升温，国际贸易摩擦增加，国际网络设备商在国内市场和相关行业存在受限的可能性，导致进口设备的系统集成服务同样存在不确定性。同时，“棱镜

门”等安全事件曝光后，网络设备国产化进程不断加快。在此背景下，公司适时调整发展战略，控制“高风险、低毛利率”的系统集成业务扩张规模，转而通过与中国信息产业最大的国有企业——中国普天开展资本合作，结合公司原有业务的基础及中国普天的央企品牌，以普天国脉作为平台，建设“中国下一代信息产业研发及生产南方基地项目”，开展云计算时代的互联网与信息安全国产设备的生产与技术研发，逐步实现 ICT 全产品国产化，顺应当前市场趋势。“中国下一代信息产业研发及生产南方基地项目”是公司与中国普天双方充分整合各方的资源及优势，建立新一代信息网络产品从研发、生产到销售、服务的统一平台的合作项目，该项目以研发满足三网融合及物联网发展需要，提供基于云计算构架下的整体解决方案，方案涉及核心 IP 路由、数据中心交换以及安全认证防护等全系列产品及解决方案。

跟踪期内，公司与中国普天的合作关系正式确立，2013 年 1 月 7 日，普天国脉股权投资的工商变更全部办理完毕，公司对普天国脉的持股比例下降至 33% 而不再纳入合并范围，尽管对公司 2013 年账面收入造成较大影响（导致公司电信网络集成业务收入同比下降 87.28%），但当期公司取得相关投资收益合计 5,488.43 万元，其中公司处置普天国脉股权取得投资收益 4,282.40 万元；按权益法确认对普天国脉的投资收益 1,206.03 万元。

总体看来，公司希望通过与中国普天的合作，逐步建立国产化的 ICT 全产品平台，在新一代信息技术设备领域建立优势地位，这有利于强化公司综合竞争优势。

公司继续保持与众多国内外知名企业的深度合作，客户群体较稳定，但集中度较高

公司战略是以传统的第三方设备维护及第三方咨询服务作为两大业务主线，并在此基础上延伸出设备维护、市场维护、IP 服务解决方案、第三方咨询服务、培训认证、教育六大业务领域。在此过程中，公司持续保持跨厂商、多设备的综合服务能力优势，市场竞争实力不断增强。

跟踪期内，公司继续保持与众多国内外知名企业的深度合作，为业务的持续发展提供了保障。目前，电信运营商之间的竞争越来越激烈，对于重要客户的市场开拓和业务维系成为了竞争的焦点。在这样的市场变化中，公司协助运营商为客户提供从基础架构咨询、建设到后续维护的全面服务。目前，公司已与 Juniper、Teradata、Packet Design 等国际设备商展开多方面合作，并形成了辐射电信、金融领域等多渠道、稳固优质的客户群体；但客户群集中度相对较高，2013 年前五大客户销售收入占营业收入的比重为 48.84%，集中度有所提高。

表 6 2012-2013 年公司前五大客户情况（单位：万元）

2013 年			2012 年		
客户名称	金额	占比	客户名称	金额	占比
中国移动通信集团福建有限公司泉州分公司	5,359.15	14.00%	中国电信股份有限公司	12,235.10	16.47%
华信邮电咨询设计研究院有限公司	5,070.66	13.24%	中国移动通信集团福建有限公司泉州分公司	5,225.04	7.03%
中国移动通信集团福建有限公司厦门分公司	3,173.40	8.29%	华信邮电咨询设计研究院有限公司	3,813.10	5.13%
中国联合网络通信有限公司黑龙江省分公司	2,624.90	6.86%	福州友树数码有限公司	3,489.62	4.70%
中国联合网络通信有限公司哈尔滨市分公司	2,469.99	6.45%	中国联合网络通信有限公司黑龙江省分公司	3,176.47	4.28%
合计	18,698.10	48.84%	合计	27,939.33	37.61%

注：中国电信股份有限公司为普天国脉的主要客户。

资料来源：公司提供

公司注重技术积累，跟踪期内继续保持一定规模的研发投入，整体研发实力不断增强；同时公司加大对海峡学院的建设，提高其教育层次，为未来人力资源建设提供支持

跟踪期内，公司继续加大研发投入，整体技术研发实力不断增强。公司是较早专业从事电信技术服务的高科技企业之一，在长期与技术领先的国际设备厂家发展战略合作的过程中，公司持续加大在通信技术领域的服务产品研发与技术储备，特别是在移动互联网、IP 网络技术等方面，逐步形成了比较深厚的技术积累。在研发投入方面，公司近年的研发投入均维持在较大规模。2013 年，公司研发投入达 4,720.31 万元，较上年度有所减少，主要是普天国脉研发投入不再合并所致，但研发投入占到当年营业收入的比重达到 12.33%，与上年度基本持平。公司 2013 年获得软件著作权 6 项，内部展开科研立项 11 项。

表 7 2011-2013 年公司研发投入情况

项目	2013 年	2012 年	2011 年
研发投入（万元）	4,720.31	9,378.09	8,209.32
占当年营业收入的比重	12.33%	12.62%	9.52%

资料来源：公司提供

电信外包服务专业性强，供应商不仅要掌握现代通信技术和多个设备厂商电信设备的维护技术，还需要大量有经验的工程师团队和相关专业人才。公司于 2008 年收购福州海峡职业技术学院（以下简称“海峡学院”）100%的股权，以其作为公司的基础人才培养基地，保证公司人才梯队建设，满足其业务扩张对人力资源的需求，打造“校企结合、学研结合”的发展模式。近年，公司继续加强教育培训体系建设，加大对海峡学院的投资建设，提高其教育层次。跟踪期内，海峡学院建设工程进展顺利，已进入土建阶段，截至 2013 年末，已

投入资金 3.45 亿元。

跟踪期内，公司减少了电信网络技术服务基地（二期）项目的投资规模，该项目部分功能将转为由公司与中普天合作项目实现，但项目投资进度受外部因素影响而滞后，能否最终实现预期收益仍需关注

公司于 2010 年 12 月 31 日非公开增发人民币普通股 3,200 万股，共募集资金 49,600.00 万元，扣除各项发行费用后，募集资金净额 47,639.05 万元，用于电信网络技术服务基地（二期）项目。

国际网络设备商是公司主要设备供应商，为更好的与国际网络设备商开展合作，电信网络技术服务基地（二期）项目中部分中心及功能是计划围绕国际网络设备商来进行投建。但 2013 年以来，贸易保护主义升温，国际贸易摩擦增加，进口设备系统集成服务存在不确定性，为避免国际网络设备商在国内市场和相关行业可能受到的局限，公司调整了发展战略，原电信网络技术服务基地（二期）项目的部分功能将通过与中国普天合作的方式，借由“中国下一代信息产业研发及生产南方基地项目”来提供对国际网络设备商的业务支撑，以保证项目的顺利实施。为此，公司决定减少部分电信网络技术服务基地（二期）项目的相关投入，降低公司实施项目的风险，电信网络技术服务基地（二期）调整后项目投资计划情况如表 8 所示。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司已累计使用募集资金总额 14,626.64 万元，尚未使用募集资金 33,012.41 万元。跟踪期内，因福州建设机场高速（二期）涉及公司募投项目用地，致使公司募投项目用地规划审批延迟，重新规划审批的时间超出计划时间；同时公司募投项目用地是山地，施工需要大量的爆破，为保证毗邻的高速公路上行驶车辆的安全等因素，相关部门对项目的爆破量实施严格控制，导致募投项目进度因为爆破受限而拖后。

表 8 截至 2013 年末公司非公开发行股票募集资金项目投资情况（单位：万元）

承诺投资项目	募集资金承诺投资总额	调整后项目投资总额	调整后募集资金投入金额	累计投入金额	投资进度	项目达到预定可使用状态日期
电信网络技术服务基地（二期）	47,892.50	35,375.25	30,889.75	14,626.64	47.35%	2015 年 12 月 31 日

资料来源：公司提供

项目调整后建设期为五年，预计可在 2015 年 12 月末建成达产，项目达产后预计可实现年利润总额 6,670 万元，但未来能否达到预期效益尚需关注。

跟踪期内，国脉科学园已完成前期筹划并进入建设阶段，未来资金需求较大

公司于 2012 年 9 月 7 日竞得福州市马尾快安园区 41 号地块，占地面积 59,197 平方米，最大可建建筑面积 224,949 平方米，为商服和住宅用地，用于建设国脉科学园，作为公司主营业务的延伸配套，有利于公司引进和留住国内外技术先进的项目及优秀人才，形成良好的人力资源配套环境。目前，国脉科学园已完成前期筹划并进入建设阶段，截至 2013 年 12 月 31 日已投入 4.13 亿元，后续投入将根据公司资金情况分期实施。在财务上，项目配套设施建设过程中存货中的开发成本相应增加，对公司日常现金流产生一定影响。可以预计，公司开发国脉科学的投资资金需求较大，存在一定的资金压力，公司计划以自有资金或银行借贷来满足资金需求。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年度审计报告以及未经审计的 2014 年一季度财务报表，2012 年财务数据采用 2013 年财务报表年初数。公司提供的财务报表均按新会计准则编制，且均为合并报表，2013 年，公司新增合并范围内的子公司 3 家，不再纳入合并范围的子公司 2 家，具体如表 2 所示。

2013 年公司改聘任致同会计师事务所（特殊普通合伙）为公司年审机构，主要是因为公司原聘任的福建华兴会计师事务所有限公司正在进行改制，负责公司审计业务的工作团队主要人员因个人原因不再加入改制后的华兴会计师事务所；同时随着公司业务规模不断扩大，审计工作量增加，亦需要规模更大的审计机构为公司提供年审服务。

财务分析

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构转为以非流动资产为主，整体质量尚可

公司资产规模保持增长，截至 2014 年 3 月末，公司总资产达到 22.94 亿元，较 2012 年末增长 9.12%。从资产结构来看，2013 年末流动资产占比明显下降，除了不再合并普天国脉报表的影响外，主要因为公司使用闲置募集资金购买理财产品、国脉科学园预付土地款以及在建工程投入较多所致，截至 2013 年末，公司资产结构转变成以非流动资产为主。

截至 2013 年末，公司流动资产主要为货币资金、应收账款、存货和其他流动资产。公司货币资金余额下降较多，扣除不再合并普天国脉报表的影响外，主要是由于公司使用闲置募集资金投资短期保本型理财产品 3 亿元以及支付国脉科学园建设用地（马宗地 2012 挂-06 号地）土地款 1.89 亿元所致。截至 2013 年末货币资金主要为银行存款，其中受限的银行存款为 100.02 万元，系履约保证金。2013 年末公司应收账款同比下降 40.14%，扣除不再合并普天国脉报表的影响外，实际增长 15.92%，主要是由于电信运营商付款流程变更，付款速度趋缓，导致公司期末应收款余额增加，主要欠款对象包括中国移动通信集团和中国铁通集团下属分公司等，欠款单位资信良好，且 88.94% 的账款账龄在一年以内，账款回收风险不大。公司存货大幅增长，扣除不再合并普天国脉报表的影响外，实际增长幅度高达 292.00%，主要是由于国脉科学园建设以及土地和相应费用增加开发成本所致，2013 年末开发成本占存货余额的比重达到 87.69%。其他流动资产主要是公司 2013 年购买的短期保本型理财产品。

公司的非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程以及无形资产等。2013 年末公司新增可供出售金融资产 2.06 亿元，系公司投资的保本型理财产品-工银瑞信债券保本资产管理，以公允价值计量。2013 年末公司长期股权投资大幅增加主要是报告期普天国脉股权发生变更，公司按处置日净资产公允价值 28,462.82 万元的 33% 增加长期股权投资 9,392.73 万元，同时按权益法确认普天国脉 2013 年 1-12 月份的投资收益 1,206.03 万元及其他综合收益-42.49 万元；以及公司投资 2,400 万元设立华福基金管理有限责任公司（占其 24% 的股权，以下简称“华福基金”），按权益法核算对华福基金的长期股权投资所致。投资性房地产有所增长，主要是自用房地产转入投资性房地产，且其公允价值超过转换日账面净值所致，2013 年末价值 1.12 亿元的投资性房地产已用于长期借款抵押担保。2013 年末公司在建工程余额增长 423.62%，主要是电信网络技术服务中心（二期）以及海峡学院新校区工程建设投入较多所致。公司无形资产主要为土地使用权，不存在抵押情况。

总体而言，公司资产规模继续扩大，资产流动性有所下降，整体资产质量尚可。

表 9 2012 年-2014 年 3 月公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2014 年 3 月		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18,747.88	8.17%	21,897.67	9.62%	79,177.80	37.66%
应收账款	17,764.29	7.74%	14,747.26	6.48%	24,634.59	11.72%
存货	46,581.25	20.30%	47,112.77	20.69%	15,023.87	7.15%
其他流动资产	10,072.98	4.39%	10,211.99	4.49%	0.00	0.00%

流动资产合计	96,166.56	41.91%	95,321.44	41.87%	146,013.37	69.44%
可供出售金融资产	20,946.45	9.13%	20,623.40	9.06%	0.00	0.00%
长期股权投资	22,448.32	9.78%	21,886.74	9.61%	10,735.83	5.11%
投资性房地产	19,751.65	8.61%	19,751.65	8.68%	16,556.93	7.87%
固定资产	9,911.08	4.32%	10,206.22	4.48%	11,016.91	5.24%
在建工程	40,780.16	17.77%	40,268.59	17.69%	7,690.49	3.66%
无形资产	13,943.19	6.08%	14,025.37	6.16%	14,406.04	6.85%
非流动资产合计	133,268.20	58.09%	132,347.93	58.13%	64,249.52	30.56%
资产总计	229,434.75	100.00%	227,669.38	100.00%	210,262.88	100.00%

资料来源：公司审计报告及未经审计的2014年一季度报

盈利能力

合并范围的变化使得公司收入规模大幅减少，但投资收益增长保障了相对较好的净利润水平

2013年，公司实现营业收入比上年同期减少大幅减少48.47%，扣除不再合并普天国脉报表的影响，实际同比下降8.21%，主要原因是公司调整战略，控制高风险、低毛利率的系统集成业务扩张规模所致。2014年一季度公司业务发展稳定，营业收入恢复增长，较上年同期增长8.75%。

从综合毛利率来看，随着公司战略调整的推进，不再合并普天国脉报表后，公司的收入结构变动，高毛利的电信网络技术服务占公司收入的比重显著提高，从而使得综合毛利率大幅提升。

2013年，公司实现投资净收益5,717.35万元，主要是当期普天国脉股权发生变更，公司处置股权当期取得投资收益4,282.40万元，按权益法确认普天国脉2013年1-12月份的投资收益1,206.03万元，投资净收益占当期净利润的比重达到52.79%，对当期的盈利贡献较大。2014年一季度公司实现投资净收益544.99万元，主要来自权益法确认普天国脉投资收益，投资净收益占当期净利润的比重为17.90%，预计未来投资收益对公司利润的贡献将维持在相对较高的水平。此外，公司每年还能获得一定的项目扶持基金等政府补助。

从期间费用情况来看，由于公司计提公司债券利息及短期银行贷款利息较多，同时公司为了提高资金收益，使用闲置资金投资了大量理财产品，理财产品相关收益计入资本公积，利息收入相应下降，导致2013年财务费用大幅增加。同时，不再合并普天国脉报表后，公司销售费用和管理费用略有下降，但仍然维持在较高水平，而营业收入却显著减少，受此影响，公司2013年期间费率上升至61.08%，在较大程度上挤占了利润空间。

总体而言，合并范围变化导致公司合并营业收入大幅减少，期间费用率亦大幅上升，但

综合毛利率得以改善，且投资收益的相应增加保障了公司利润水平的提高，未来投资收益仍将成为公司利润的主要来源之一。

表 10 2012-2013 年及 2014 年一季度公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年
营业收入	9,983.06	38,284.59	74,290.85
投资净收益	544.99	5,717.35	-100.39
营业利润	3,502.31	10,770.68	6,506.89
营业外收入	113.05	1,187.26	1,578.58
利润总额	3,613.90	11,936.26	8,044.65
净利润	3,045.44	10,830.60	6,721.40
综合毛利率	82.10%	74.89%	46.49%
期间费用率	50.55%	61.08%	35.26%
总资产回报率	-	6.88%	6.01%

资料来源：公司审计报告及未经审计的2014年一季度报

现金流

国脉科学园土地和建设投入较多，存货相应增长导致公司经营活动现金流表现相对较弱，而投资活动现金支出不断扩大，未来投资资金需求仍然很大，或继续加大对外部融资的依赖程度

在现金流方面，2013 年公司净利润有所增长，但扣除非经营损益的影响后，公司 FFO 减少，同时由于国脉科学园建设投入以及土地和相应费用增加开发成本较多，导致存货余额大幅增长，受此影响，公司经营活动净现金流仍然表现为净流出，但净流出金额有所减少。公司投资活动现金净流出继续扩大，主要是支付参股公司华福基金投资款 2,400.00 万元；使用暂时闲置资金投资短期保本型理财产品 30,000.00 万元；普天国脉不再并入合并报表，其年初现金及现金等价物 12,896.63 万元列入“支付的其他与投资活动有关的现金”项目以及支付的电信网络技术服务基地（二期）、海峡学院新校区等工程款较上年同期增加所致。而在筹资活动方面，2013 年公司取得银行借款 3.55 亿元，筹资活动现金净流入进一步增加。公司非公开发行股票募集资金能满足在建的电信网络技术服务基地（二期）项目后续资金需求，但国脉科学园才刚进入建设期，未来投资资金需求较大，或继续加大外部融资力度。

表 11 2012-2013 年公司现金流主要指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	10,830.60	6,721.40
非付现费用	2,140.88	2,273.18
非经营损益	-3,711.16	3,326.27

FFO	9,260.32	12,320.85
营运资本变化	-15,628.77	-22,849.90
其中：存货减少（减：增加）	-43,605.79	2,608.89
经营性应收项目的减少（减：增加）	24,961.90	-23,333.75
经营性应付项目增加（减：减少）	3,015.12	-2,125.05
其他	-5.35	5.85
经营活动产生的现金流量净额	-6,373.80	-10,523.20
投资活动产生的现金流量净额	-79,877.75	-21,327.37
筹资活动产生的现金流量净额	30,714.70	18,802.15
汇率变动对现金的影响	-11.84	26.03
现金及现金等价物净增加额	-55,548.68	-13,022.39

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司有息债务大幅攀升，债务压力进一步加重

截至 2013 年底，公司总负债为 9.96 亿元，同比增长 19.26%。从负债构成来看，由于 2013 年末长期借款增加较多，非流动负债占比有所提升。

表 12 2012-2014 年 3 月公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2014 年 3 月		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13,300.00	13.55%	12,000.00	12.05%	14,262.19	17.08%
预收款项	2,344.56	2.39%	3,247.35	3.26%	6,580.52	7.88%
其他应付款	6,122.20	6.24%	6,655.54	6.68%	3,482.60	4.17%
一年内到期的非流动负债	8,500.00	8.66%	5,700.00	5.72%	0.00	0.00%
流动负债合计	35,995.35	36.67%	35,696.89	35.85%	33,135.93	39.69%
长期借款	21,000.00	21.39%	22,800.00	22.90%	5,400.00	6.47%
应付债券	39,619.05	40.36%	39,600.34	39.77%	39,528.40	47.35%
非流动负债合计	62,168.66	63.33%	63,873.34	64.15%	50,351.25	60.31%
负债合计	98,164.01	100.00%	99,570.24	100.00%	83,487.18	100.00%

资料来源：公司审计报告及未经审计的 2014 年一季度报

跟踪期内，公司有息债务大幅增长，截至 2014 年 3 月末，公司有息负债主要包括短期借款、一年内到期的长期借款、长期借款和应付债券，有息债务总额达到 8.09 亿元，较 2012 年末增长 36.71%，占负债总额的比重达到 82.43%，偿债压力明显加大。有息债务中短期借款均为一年期的信用借款；一年内到期的长期借款和长期借款系多笔抵押借款和保证借款，期限在 2-6 年；应付债券为本期债券。

公司短期负债还包括其他应付款，主要是应付海峡学院新校区建设工程款和代办费用及

奖学金等。

从偿债能力指标来看，公司的资产负债率有所上升，截至 2014 年 3 月末，公司资产负债率为 42.79%，较 2012 年末提高 3.08 个百分点，但仍处于适中水平。公司流动比率和速动比率有所下滑，但目前流动资产对流动负债的覆盖程度尚可。由于 2013 年普天国脉股权结构调整后，公司获得投资收益较多，利润总额有所增长，EBITDA 利息保障倍数相应有所提高。

表 13 2012-2014 年 3 月公司主要偿债能力指标

项目	2014 年 3 月	2013 年	2012 年
资产负债率	42.79%	43.73%	39.71%
流动比率	2.67	2.67	4.41
速动比率	1.38	1.35	3.95
EBITDA（万元）	-	16,601.64	13,686.77
EBITDA 利息保障倍数	-	3.85	3.53

资料来源：公司审计报告及未经审计的 2014 年一季度报

六、评级结论

跟踪期内，公司继续保持一定规模的研发投入，不断增强整体技术实力，并且与众多知名企业保持深度合作，维持了稳固优质的客户群体。但我们也关注到，由于国际贸易保护主义升温，国际网络设备商在国内市场发展受限，网络设备国产化成为趋势，公司相应调整了电信网络集成业务经营战略，与中国普天全面展开战略合作，原控股子公司普天国脉成为公司的参股子公司，导致合并报表收入规模大幅减少，同时各项费用支出居高不下，挤占了盈利空间，但毛利率的改善和投资收益的相应增加保障了利润水平的增长。公司减少了电信网络技术服务基地（二期）项目的投资规模，目前项目投资进度受外部因素影响有所滞后，其未来能否实现预期收益值得关注。公司投建国脉科技园支出较大，且未来的投资资金需求仍然较大，预计后续筹资需求将上升。公司有息债务规模进一步扩大，偿债压力加重。

基于以上情况，鹏元维持发行人主体长期信用等级为 AA 和本期债券信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
货币资金	18,747.88	21,897.67	79,177.80	94,610.55
应收票据	28.00	30.00	569.74	48.96
应收账款	17,764.29	14,747.26	24,634.59	19,741.74
预付款项	1,855.38	548.71	24,376.04	15,767.66
应收利息	6.20	57.93	1,211.01	1,023.43
其他应收款	1,110.58	715.12	1,020.32	1,584.11
存货	46,581.25	47,112.77	15,023.87	17,865.44
其他流动资产	10,072.98	10,211.99	0.00	0.00
流动资产合计	96,166.56	95,321.44	146,013.37	150,641.89
可供出售金融资产	20,946.45	20,623.40	0.00	0.00
长期股权投资	22,448.32	21,886.74	10,735.83	1,836.22
投资性房地产	19,751.65	19,751.65	16,556.93	16,233.80
固定资产	9,911.08	10,206.22	11,016.91	11,672.69
在建工程	40,780.16	40,268.59	7,690.49	1,295.14
无形资产	13,943.19	14,025.37	14,406.04	970.21
商誉	3,123.92	3,123.92	2,950.17	2,950.17
长期待摊费用	2.09	2.50	0.00	0.00
递延所得税资产	1,061.33	1,159.54	893.14	693.78
其他非流动资产	1,300.00	1,300.00	0.00	0.00
非流动资产合计	133,268.20	132,347.93	64,249.52	35,652.01
资产总计	229,434.75	227,669.38	210,262.88	186,293.90
短期借款	13,300.00	12,000.00	14,262.19	6,015.43
应付账款	1,285.72	3,060.90	4,994.54	7,507.91
预收款项	2,344.56	3,247.35	6,580.52	5,269.00
应付职工薪酬	534.21	1,988.50	1,627.61	1,192.07
应交税费	2,065.52	1,888.07	937.56	2,765.72
应付利息	1,843.14	1,156.53	1,250.91	1,207.83
其他应付款	6,122.20	6,655.54	3,482.60	1,926.95
一年内到期的非流动负债	8,500.00	5,700.00	0.00	0.00
流动负债合计	35,995.35	35,696.89	33,135.93	25,884.91
长期借款	21,000.00	22,800.00	5,400.00	0.00
应付债券	39,619.05	39,600.34	39,528.40	39,461.20
长期应付款	0.00	0.00	4,500.00	9,000.00
递延所得税负债	1,549.62	1,473.00	922.86	760.84
非流动负债合计	62,168.66	63,873.34	50,351.25	49,222.04
负债合计	98,164.01	99,570.24	83,487.18	75,106.95
实收资本(或股本)	86,500.00	86,500.00	86,500.00	86,500.00

资本公积金	3,136.64	2,845.46	2,073.05	2,073.05
盈余公积金	2,875.34	2,875.34	2,004.68	1,392.89
未分配利润	37,295.97	34,121.24	25,012.47	18,512.35
外币报表折算差额	-53.72	-57.82	-292.70	-283.78
归属于母公司所有者权益合计	129,754.23	126,284.21	115,297.50	108,194.51
少数股东权益	1,516.51	1,814.93	11,478.20	2,992.43
所有者权益合计	131,270.74	128,099.14	126,775.70	111,186.95
负债和所有者权益总计	229,434.75	227,669.38	210,262.88	186,293.90

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	9,983.06	38,284.59	74,290.85	86,202.52
营业收入	9,983.06	38,284.59	74,290.85	86,202.52
二、营业总成本	7,025.74	34,455.56	68,006.72	73,216.29
营业成本	1,787.10	9,615.13	39,754.13	48,937.09
营业税金及附加	21.86	845.00	1,555.51	2,083.22
销售费用	1,116.52	5,332.78	6,017.34	5,033.94
管理费用	3,061.28	15,670.48	18,837.24	17,035.62
财务费用	868.93	2,379.69	1,341.59	-5.15
资产减值损失	170.06	612.48	500.91	131.56
加：公允价值变动净收益	0.00	1,224.30	323.14	350.19
投资净收益	544.99	5,717.35	-100.39	-76.14
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	544.99	1,135.59	-100.39	-76.14
三、营业利润	3,502.31	10,770.68	6,506.89	13,260.29
加：营业外收入	113.05	1,187.26	1,578.58	807.53
减：营业外支出	1.46	21.68	40.83	91.71
其中：非流动资产处置净损失	1.45	20.86	31.75	82.16
四、利润总额	3,613.90	11,936.26	8,044.65	13,976.11
减：所得税	568.47	1,105.66	1,323.24	2,246.35
五、净利润	3,045.44	10,830.60	6,721.40	11,729.76
归属于母公司所有者的净利润	3,197.95	10,844.43	7,111.91	11,540.94
少数股东损益	-152.51	-13.83	-390.50	188.82

附录三 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	6,589.19	34,995.99	74,484.62	90,302.41
收到的税费返还	33.05	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	734.29	11,530.99	7,693.68	2,536.84
经营活动现金流入小计	7,356.52	46,526.97	82,178.30	92,839.25
购买商品、接受劳务支付的现金	3,934.94	29,798.84	63,662.03	59,129.57
支付给职工以及为职工支付的现金	3,744.71	13,099.19	12,565.81	9,706.55
支付的各项税费	648.94	2,693.15	4,832.55	4,970.74
支付其他与经营活动有关的现金	3,088.00	7,309.59	11,641.12	10,594.67
经营活动现金流出小计	11,416.59	52,900.77	92,701.50	84,401.52
经营活动产生的现金流量净额	-4,060.06	-6,373.80	-10,523.20	8,437.73
取得投资收益收到的现金	0.00	299.36	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3.60	37.46	46.75	38.61
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	1,092.31	0.00
投资活动现金流入小计	3.60	336.82	1,139.06	38.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,025.63	31,667.77	8,966.43	4,970.32
投资支付的现金	169.13	35,400.00	13,500.00	4,500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	250.16	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	12,896.63	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	1,194.76	80,214.56	22,466.43	9,470.32
投资活动产生的现金流量净额	-1,191.16	-79,877.75	-21,327.37	-9,431.71
吸收投资收到的现金	0.00	980.00	8,880.00	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	980.00	8,880.00	0.00
取得借款收到的现金	6,300.00	35,545.00	46,319.50	28,050.36
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	39,520.00
筹资活动现金流入小计	6,300.00	36,525.00	55,199.50	67,570.36
偿还债务支付的现金	4,000.00	1,945.00	32,636.11	38,882.23
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	201.68	3,860.17	3,756.11	415.89
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	5.13	5.13	190.20
筹资活动现金流出小计	4,201.68	5,810.30	36,397.35	39,488.32
筹资活动产生的现金流量净额	2,098.32	30,714.70	18,802.15	28,082.04
汇率变动对现金的影响	3.11	-11.84	26.03	-41.29
现金及现金等价物净增加额	-3,149.78	-55,548.68	-13,022.39	27,046.76

附录四 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	10,830.60	6,721.40	11,729.76
加：资产减值准备	612.48	500.91	131.56
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,199.86	1,480.49	1,716.84
无形资产摊销	328.39	291.78	38.30
长期待摊费用摊销	0.14	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	17.48	20.02	19.99
固定资产报废损失	3.16	11.47	58.26
公允价值变动损失	-1,224.30	-323.14	-350.19
财务费用	3,206.34	3,554.87	512.75
投资损失	-5,717.35	100.39	76.14
递延所得税资产减少	-336.61	-199.36	-151.73
递延所得税负债增加	340.12	162.02	273.32
存货的减少	-43,605.79	2,608.89	-4,035.92
经营性应收项目的减少	24,961.90	-23,333.75	-2,546.24
经营性应付项目的增加	3,015.12	-2,125.05	1,500.16
其他	-5.35	5.85	-535.26
经营活动产生的现金流量净额	-6,373.80	-10,523.20	8,437.73

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
现金流	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$	

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。