

国脉科技股份有限公司

2011 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

国脉科技股份有限公司 2011 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【321】号 01

债券剩余规模: 4 亿元

债券到期日期: 2018 年
7 月 26 日

债券偿还方式: 按年计
息, 每年付息一次, 到
期一次还本, 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

分析师

姓名:
王一峰 林心平

电话:
0755-82874485

邮箱:
wangyf@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 6 月 23 日	2014 年 6 月 18 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”)及其 2011 年 7 月 26 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA,发行主体长期信用等级维持为 AA,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司电信网络集成业务收入规模大幅增长,电信网络技术服务业务发展相对稳定,公司注重研发和技术积累,为公司持续发展奠定了一定基础等有利因素;同时我们也关注到 2014 年福州海峡职业技术学院(现福州理工学院)亏损幅度增加,公司在建的国脉科学园投资规模较大,存在一定资金压力,短期内对筹资活动存在一定依赖性,公司客户和区域集中度有所提高,有息债务规模增长使得偿债压力有所增加等风险因素。

正面:

- 公司电信网络集成业务收入规模大幅增长。由于加大了对 ICT 行业的技术、产品及综合解决方案的市场开拓投入,2014 年度公司实现电信网络集成收入 1.01 亿元,较上年增长 145.62%。
- 电信网络技术服务业务发展相对稳定。2014 年公司网络技术服务业务实现收入 3.48 亿元,较上年增长 4.33%;2014 年该业务毛利率虽有所下降,但仍维持在 77.50%的较高水平。客户仍以电信运营商为主,客户群稳定、优质。
- 公司注重研发和技术积累,研发支出保持在一定规模。近年公司围绕 ICT 核心设备加大研发项目的投入,公司研发支出维持在较高规模,2013 年、2014 年公司研

发支出分别为 4,720.31 万元和 4,735.12 万元，分别占当年营业收入的 12.33% 和 10.29%。

关注：

- **2014 年福州海峡职业技术学院（现福州理工学院）亏损幅度增加。**因固定资产折旧增加等因素影响，2014 年海峡学院净亏损增加，2015 年海峡学院成功升本，未来学费标准有望提升，招生规模也将逐步扩大，但考虑到已投入资金规模较大，折旧增加短期内经营业绩恐难大幅改善。
- **公司在建的国脉科学园投资规模较大，短期内仍存在一定资金压力，未来收益能否达到预期尚有待检验。**国脉科学园需投入的资金量较大，虽然未来该项目销售预计将为公司贡献较多利润，但短期内仍存在一定资金压力，且项目的销售进度和收益能否达到预期尚有待检验。
- **公司客户和区域集中度有所提高。**公司前五大客户收入占比由 2013 年的 48.84% 提高至 2014 年的 55.86%；华东地区收入占比由 2013 年的 71.13% 提高至 2014 年的 82.35%。
- **公司非公开增发能否成功存在一定不确定性。**公司非公开增发能否成功，非公开增发的募投项目能否按预期推进并顺利实现预期收益均存在一定不确定性。
- **公司短期内对筹资活动存在一定依赖性。**近年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，预计短期内对筹资活动存在一定依赖性。
- **公司有息债务规模增长，偿债压力有所增加。**截至 2015 年 3 月末公司有息债务 8.70 亿元，较 2013 年底增长 10.74%，公司偿债压力有所增加。此外，本期债券附第 5 年末（2016 年 7 月 26 日）发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，届时若较多投资者选择回售，公司亦将面临一定的回售压力。

主要财务指标：

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	248,011.52	241,083.04	227,669.38	210,262.88
归属于母公司所有者权益合计（万元）	132,107.64	130,223.95	126,284.21	115,297.50
有息债务（万元）	87,044.90	83,277.37	78,600.34	59,190.59
资产负债率	46.43%	45.63%	43.73%	39.71%
流动比率	2.88	3.03	2.67	4.41
速动比率	1.33	1.33	1.35	3.95

营业收入（万元）	11,609.21	46,028.19	38,284.59	74,290.85
营业利润（万元）	1,834.98	4,205.09	10,770.68	6,506.89
利润总额（万元）	2,000.78	4,891.96	11,936.26	8,044.65
综合毛利率	68.42%	63.55%	74.89%	46.49%
总资产回报率	-	3.93%	6.88%	6.01%
EBITDA（万元）	-	11,386.33	16,601.66	13,686.92
EBITDA 利息保障倍数	-	2.09	3.85	3.53
经营活动现金流净额（万元）	-1,877.47	-8,579.71	-6,373.80	-10,523.20

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季报，鹏元整理

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2015年3月末，本期债券本息兑付情况如下表所示。

表1 截至2015年3月31日债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2012年7月26日	0	2,720	40,000
2013年7月26日	0	2,720	40,000
2014年7月26日	0	2,720	40,000

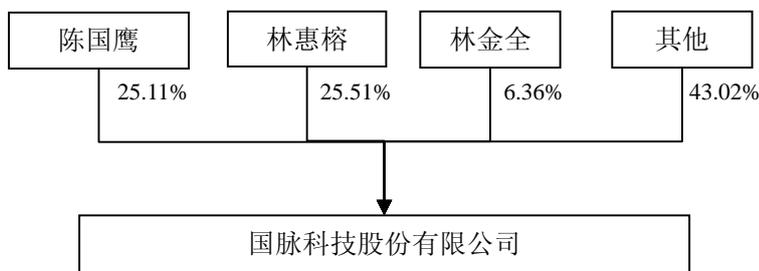
资料来源：公司提供，鹏元整理

本期债券扣除发行费用的募集资金在偿还银行借款后，已全部用于补充公司流动资金，所募资金已于2011年全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人无变动。截至2014年末，公司的产权及控制关系图如下。

图1 截至2014年末公司产权及控制关系图



资料来源：公司年报，鹏元整理

2014年公司合并范围较上年度未发生变动，公司纳入合并范围的子公司（包括该等子

公司控制的孙公司)共9家,具体见附录五。

截至2015年3月31日,公司资产总额为24.80亿元,归属于母公司所有者权益合计为13.21亿元,资产负债率为46.43%;2014年度,公司实现营业收入4.60亿元,利润总额0.49亿元,经营活动现金净流出0.86亿元。

三、运营环境

2014年电信行业投资规模保持增长,为电信网络外包服务行业发展提供一定机遇;但电信行业收入增速持续放缓,电信外包服务行业利润空间存在被挤压的可能

根据中华人民共和国工业和信息化部《2014年通信运营统计公报》数据,2014年我国电信业务总量完成18,149.5亿元,同比增长16.1%,比上年提高0.7个百分点。2014年,全行业固定资产投资规模完成3,992.6亿元,达到自2009年以来投资水平最高点。投资完成额比上年增长238亿元,同比增长6.3%,比上年增速提高2.4个百分点。2014年,移动投资稳占电信投资的重点,完成投资1,618.5亿元,同比增长20.2%,占全部投资的比重达40.5%,比上年提高4.6个百分点。传输投资比重逐步加大,其中,传输投资完成967亿元,同比增长1.6%,占比达到24.2%。互联网及数据通信投资规模与占比有所下降,完成398.6亿元,同比下降22.1%,占比由上年的13.6%下降至10%。

图2 2009-2014年电信固定资产投资完成情况



资料来源:2014年通信运营统计公报

与业务量和固定资产投资增长较快不同的是,2014年电信行业收入增速速度持续放缓。2014年电信业务收入完成11,541.1亿元,按可比口径测算同比增长3.6%,比上年回落5.1个百分点。电信业务总量与电信业务收入增长的剪刀差由2012年的1.8个百分点持续拉大至12.5个百分点。电信综合价格指数同比下降10.8%。而根据wind资讯数据,2014年我国电信

行业销售利润率为22.50%，反而较2013年17.50%提高了5个百分点，说明电信运营商可能压低了相关设备和服务供应商的采购价格，其上游行业利润空间被挤压。

图3 2009-2014年电信业务总量与业务收入增长情况



资料来源：2014年通信运营统计公报

四、经营与竞争

公司主要为电信运营商提供电信外包服务，业务范围涵盖电信网络技术服务和电信网络集成等领域，其中电信网络技术服务是公司的核心业务，具体包括电信设备系统维护、电信咨询服务和软件业务等。2014年，电信网络集成收入大幅增加使得公司主营业务收入较上年增长19.82%，而低毛利率的电信网络集成收入占比提高以及电信网络技术服务毛利率下滑使得主营业务毛利率较上年下降11.72个百分点，但公司主营业务毛利率仍处于较高水平，2014年为62.59%。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年			2013年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
电信网络集成	10,079.59	11.17%	22.47%	4,103.71	12.46%	10.96%
电信网络技术服务	34,771.30	77.50%	77.53%	33,326.94	81.93%	89.04%
合计	44,850.89	62.59%	100.00%	37,430.65	74.31%	100.00%

资料来源：公司年报，鹏元整理

2014年公司电信网络集成业务收入规模大幅增长，电信网络技术服务业务发展相对稳定，公司客户和区域集中度有所提高

经过近几年的发展，公司已由专业CT技术服务供应商发展成为提供ICT多元服务的综合服务商，业务向教育、医疗、城市管理等领域的ICT服务延伸。2014年度公司加大了对ICT行业的技术、产品及综合解决方案的市场开拓投入，致使ICT业务收入同比增加，2014年公司实现电信网络集成收入1.01亿元，较上年增长145.62%，占主营业务收入的比重由2013年

的10.96%上升至22.47%。但该业务毛利率不高，2014年为11.17%，较2013年下降1.29个百分点。

电信网络技术服务是公司主要的收入来源，由于该业务市场相对成熟，2014年该业务收入规模增幅较小。随着电信网络技术服务市场竞争加剧，以及公司为了开拓高端的技术服务市场，将相对低端的业务外包，导致该业务毛利率较上年下降4.43个百分点。但由于公司的电信设备系统维护业务相对集中于核心层设备的维护上，具备一定的差异化竞争优势，使得电信网络技术服务毛利率仍维持在较高水平。

公司客户仍以电信运营商为主，从近两年公司前五大客户来看，公司客户群稳定、优质，包括华信邮电咨询设计研究院有限公司、中国移动通信集团福建有限公司厦门分公司等单位。但我们注意到公司客户集中度有所提高，前五大客户收入占比由2013年的48.84%提高至2014年的55.86%。

表 3 近年公司前五大客户情况（单位：万元）

2014年			2013年		
客户名称	金额	占比	客户名称	金额	占比
华信邮电咨询设计研究院有限公司	6,617.04	14.38%	中国移动通信集团福建有限公司泉州分公司	5,359.15	14.00%
中国移动通信集团福建有限公司厦门分公司	5,541.17	12.04%	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福州分公司	5,264.27	11.44%	中国移动通信集团福建有限公司厦门分公司	3,173.40	8.29%
中国移动通信集团福建有限公司泉州分公司	5,170.73	11.23%	中国联合网络通信有限公司黑龙江省分公司	2,624.90	6.86%
中国联合网络通信有限公司哈尔滨市分公司	3,116.25	6.77%	中国联合网络通信有限公司哈尔滨市分公司	2,469.99	6.45%
合计	25,709.46	55.86%	合计	18,698.10	48.84%

资料来源：公司年报，鹏元整理

从区域构成来看，由于通信服务行业具有一定的区域性，华东市场作为公司总部所在地，客户关系维护较好，华东地区收入保持增长。2014年，华东地区收入3.69亿元，较上年增长38.72%，而东北、华北等其他地区收入规模出现不同程度的下滑。公司区域集中度有所提高，公司华东地区收入占比由2013年的71.13%提高至82.35%。公司各地区毛利率差异较大，主要是业务构成不同所致，如2014年东北地区业务收入7,141.63万元，毛利率93.68%，其中电信网络技术服务收入7,003.62万元，占比为98.07%，毛利率95.36%；电信集成业务收入138.01万元，占比1.93%，毛利率9.09%，因此该地区业务毛利率显著高于其它地区。

表 4 公司主营业务收入区域构成变化情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
----	-------	-------

	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
东北	7,141.63	93.68%	15.92%	8,233.98	95.19%	22.00%
华北	217.67	65.43%	0.49%	295.87	94.60%	0.79%
华东	36,932.77	56.55%	82.35%	26,624.69	70.76%	71.13%
华南	506.04	66.64%	1.13%	792.97	97.52%	2.12%
其它	52.77	38.31%	0.12%	1,483.14	5.81%	3.96%
合计	44,850.89	62.59%	100.00%	37,430.65	74.31%	100.00%

资料来源：公司年报，鹏元整理

受固定资产折旧增加等因素影响，2014年海峡学院亏损幅度增加，2015年成功升本后招生规模和学费标准有望提升，但考虑到已投入资金规模较大，短期内经营业绩恐难以大幅改善

为保证公司人才梯队建设，打造“校企结合、学研结合”的发展模式，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。

为提高海峡学院教育层次，近年公司加大了对海峡学院的投资建设力度，2014年转入固定资产4.28亿元。由于新校区建成投入使用增加的折旧，以及贷款利息停止资本化而开始费用化，同时搬迁至新校区相关的搬迁费用及教学经费增加，导致2014年海峡学院亏损幅度增加。

2015年5月，教育部教发函[2015]85号文同意公司在海峡学院的基础上建立本科层次的福州理工学院。首批设置本科专业有通信工程、电子信息工程、网络工程、物联网工程等。公司将以福州理工学院提升办学层次、规模、水平为契机，建设线上线下相融合的“互联网+教育”应用技术平台，加速推动ICT技术（信息通信技术）与教育、大健康等产业的融合，为公司向物联网的长期战略提供有力的技术支撑。未来福州理工学院的招生规模有望扩大，学费可望提高，但学院未来增设专业、确定招生规模等需经教育主管部门审批，学费收取标准也需经有关物价部门审批。预计短期内福州理工学院仍将受累于折旧的增加，经营业绩难以大幅改善。

公司在建的国脉科学园投资规模较大，短期内仍存在一定资金压力，未来收益能否达到预期尚有待检验

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。近年公司持续对国脉科学园投资，目前在建的项目主要为国脉时代广场，投资金额较大且未来尚需投入较多资金。国脉科学园位于福州市马尾区，地处福州自贸核心区，且公司拿地成本相对较低，预计该项目竣工销售后能为公司贡献较多利润。

但该项目投资规模较大，短期内仍存在一定资金压力，而且在目前我国经济下行压力较大、房地产景气度下滑的大背景下，该项目的销售进度和收益能否达到预期尚存在不确定性。

受2013年公司处置普天国脉部分股权取得的投资收益较多等因素影响，2014年公司投资收益大幅下降

2013年公司处置普天国脉网络科技有限公司（以下简称“普天国脉”）部分股权取得投资收益4,282.40万元。而2014年参股公司普天国脉经营业绩下降，致使按权益法确认的投资收益同比减少1,150.22万元。此外，2014年公司处置原持有的2亿元工商银行广东省分行营业部保本浮动收益类理财产品，实现投资收益1,228.45万元。受上述等因素影响，2014年公司投资收益较上年下降3,979.99万元。

表 5 近年公司投资收益情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
权益法核算的长期股权投资收益	-125.29	1,135.59
处置长期股权投资产生的投资收益	-	4,282.40
可供出售金融资产在持有期间的投资收益	374.20	299.36
处置可供出售金融资产取得的投资收益	1,228.45	-
理财产品投资收益	260.00	-
合计	1,737.36	5,717.35

资料来源：公司年报，鹏元整理

2014年普天国脉经营业绩不佳的主要原因是新产品还在投入期，投产进度较预期慢，前期费用比较多，未来随着新产品达产普天国脉业绩可望改善，但能否改善尚有待观察。

此外，2015年公司将电信网络技术服务基地（二期）项目（该项目系公司2010年非公开增发的募投项目）投资额再次变更为24,613.04万元（原计划投资额52,124.55万元，2012年变更为35,375.25万元），截至2015年3月已投入资金24,608.40万元，公司已将15,191.13万元节余募集资金用于补充流动资金。根据致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《国脉科技股份有限公司前次募集资金使用情况鉴证报告》，该项目2012-2014年的实际效益分别为-655.94万元、3,825.61万元和4,151.78万元，达到预计效益。

公司注重研发和技术积累，研发支出保持在一定规模

近年公司研发支出维持在较高规模，2013年、2014年公司研发支出分别为4,720.31万元和4,735.12万元，分别占当年营业收入的12.33%和10.29%。近年公司围绕ICT核心设备（如高端路由、交换，海量存储、数据交换机、数据服务器、网络安全等），加大研发项目的投入，通过引进、消化吸收再创新，为公司持续发展奠定了一定基础。

表 6 近年公司研发投入情况

项目	2014年	2013年
----	-------	-------

研发支出（万元）	4,735.12	4,720.31
占净资产	3.61%	3.68%
占营业收入	10.29%	12.33%

资料来源：公司年报，鹏元整理

公司非公开增发能否成功存在一定不确定性

根据公司2015年5月公告的《非公开发行股票预案》，公司拟向包括关联方福建国脉集团有限公司（以下简称“国脉集团”）在内的不超过10名特定对象非公开发行股票不超过13,000万股（含13,000万股），募集资金总额不超过15亿元。其中8亿元拟用于国脉物联网大数据运营平台，5亿元拟用于国脉云健康医学中心，2亿元用于补充流动资金。本次非公开发行股票尚需得到中国证监会核准。

由于物联网大数据运营平台的建设是一个庞大的体系与工程，需要投入大量的资金与人力，且开放式的大数据运营平台需要各类领域的子平台接入，对平台进行内容的丰富与完善，而且依托大数据运营平台的智能交通、数字医疗、互联网金融、环境监测、能源管理等子平台的建设，以及智慧城市工程的建设，都需要依靠政府进行顶层设计和市场开拓。在国脉物联网大数据运营平台项目的建设运营的过程中，公司有可能无法达到预期的效果，也可能面临市场接受度不高的风险。而在国脉云健康医学中心项目中，公司将采取“线上线下相融合”的发展模式，在医疗领域进行业务扩展，但是，目前高端医疗人才的相对不足可能会影响这一进程，“线上与线下相结合”的运营模式还有待市场的检验。

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2014年审计报告以及未经审计的2015年1季报，报告采用新会计准则编制。

根据财政部2014年新修订的相关会计准则，公司对2013年相关科目进行了追溯调整，以下分析中公司2013年财务数据采用的是2014年审计报告期初数。2014年公司合并范围未发生变化。

表 7 追溯调整对公司相关科目的影响

受影响的报表项目	影响金额（万元）
可供出售金融资产	9,000.00
长期股权投资	-9,000.00
资本公积	-522.75
其他综合收益	230.05

外币报表折算差额

292.70

资料来源：公司年报，鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，整体质量尚可

得益于银行借款增加和公司经营积累，公司资产规模保持增长，截至2015年3月末公司总资产24.80亿元，较2013年末增长8.93%。公司流动资产比重有所上升，2015年3月末公司流动资产合计11.90亿元，占总资产的47.98%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付账款和存货。2014年末公司货币资金2.85亿元，几乎全部为银行存款，不存在抵押、质押或冻结、或存放在境外且资金汇回受到限制的款项。由于营业收入增长以及电信运营商付款流程变更，付款速度趋缓，导致公司应收账款增加，2014年末公司应收账款2.03亿元；从应收对象来看，主要包括中国联合网络通信有限公司黑龙江省分公司、中国移动通信集团福建有限公司厦门分公司等单位，欠款单位资信良好，且2014年末应收账款中79.04%账龄在一年以内，回收风险不大。2015年3月末，公司预付款项大幅增加，主要是公司预付了国脉科学园建设工程款2,500万元，以及预付了集成设备货款。2014年末公司存货大幅增长，主要原因是公司持续增加对国脉科学园的建设投入，截至2014年末存货中开发成本为5.76亿元，较2013年末的开发成本增加1.63亿元，未来随着国脉科学园对外销售预计将为公司贡献较多利润。

公司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 and 无形资产。2015年3月末可供出售金融资产9,000.00万元，是公司对于厦门国际银行的投资，按成本计量，公司持有其0.56%的股权，2014年获得现金红利374.20万元；2014年末公司可供出售金融资金较2013年末大幅减少，主要是公司投资的债券保本型基金于2014年到期收回。2014年末公司长期股权投资1.28亿元，是对普天国脉网络科技有限公司和华福基金管理有限责任公司的投资，按权益法核算。2014年末公司投资性房地产2.03亿元，主要是对外租赁的物业，每年可产生一定的租赁收入，计入其他业务收入。由于海峡学院新校区一期工程竣工转入固定资产4.28亿元，2014年末公司固定资产大幅增加，而在建工程相应减少。截至2014年末公司在建工程主要为电信网络技术服务基地（二期）项目，该项目为公司2010年非公开增发的募投项目，2015年公司将该项目的投资额变更为24,613.04万元，截至2015年3月已投入24,608.40万元，公司已将15,191.13万元节余募集资金用于补充流动资金。截至2014年末公司存货、固定资产和投资性房地产中价值5.21亿元的资产已用于长期借款抵押。公司无形资产主要为土地使用权，不存在抵押情况。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28,343.56	11.43%	28,470.99	11.81%	21,897.67	9.62%
应收账款	19,687.26	7.94%	20,253.64	8.40%	14,747.26	6.48%
预付款项	5,326.69	2.15%	282.64	0.12%	548.71	0.24%
存货	64,083.44	25.84%	64,001.27	26.55%	47,112.77	20.69%
流动资产合计	118,986.56	47.98%	114,001.05	47.29%	95,321.44	41.87%
可供出售金融资产	9,000.00	3.63%	9,000.00	3.73%	29,623.40	13.01%
长期股权投资	12,496.07	5.04%	12,765.66	5.30%	12,886.74	5.66%
投资性房地产	20,330.92	8.20%	20,330.92	8.43%	19,751.65	8.68%
固定资产	52,512.37	21.17%	53,073.38	22.01%	10,206.22	4.48%
在建工程	12,083.21	4.87%	11,154.98	4.63%	40,268.59	17.69%
无形资产	13,634.76	5.50%	13,716.51	5.69%	14,025.37	6.16%
非流动资产合计	129,024.96	52.02%	127,081.99	52.71%	132,347.93	58.13%
资产总计	248,011.52	100.00%	241,083.04	100.00%	227,669.38	100.00%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季报，鹏元整理

盈利能力

公司主营业务收入保持增长，受投资收益减少等因素影响，2014年公司净利润下降幅度较大

得益于电信网络集成业务的发展，2014年公司实现主营业务收入4.49亿元，较上年增长19.82%。由于电信网络集成业务毛利率较低，其收入的增长以及电信网络技术服务毛利率的下滑，使得公司主营业务毛利率有所下降，但2014年仍维持在62.59%的较高水平。2014年公司实现其他收入1,177.30万元，主要为公司部分物业的租赁收入，具备一定的持续性。

2014年公司投资收益较上年减少3,979.99万元，主要原因是2013年公司处置普天国脉部分股权取得了投资收益较多，而2014年参股公司普天国脉经营业绩下降，致使按权益法确认的投资收益同比减少。

此外，教育基础设施投入使得资产折旧增加以及部分利息开始费用化，在一定程度上提高了管理费用和财务费用。

上述因素综合作用，使得2014年公司净利润为4,569.46万元，较上年下降57.81%。未来，随着海峡学院招生规模的扩大和学费的提高、国脉科学园相关项目竣工销售、普天国脉经营业绩的改善，公司经营业绩有望改善，但短期内不排除公司经营业绩进一步下滑的可能。

表 9 公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
营业收入	11,609.21	46,028.19	38,284.59
投资收益	-202.77	1,737.36	5,717.35
营业利润	1,834.98	4,205.09	10,770.68
营业外收入	165.81	715.49	1,187.26
利润总额	2,000.78	4,891.96	11,936.26
净利润	1,731.91	4,569.46	10,830.60
综合毛利率	68.42%	63.55%	74.89%
期间费用率	49.21%	57.73%	61.08%
总资产回报率	-	3.93%	6.88%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季报，鹏元整理

现金流

国脉科学园仍需投入较多资金，短期内公司对筹资活动存在一定的依赖性

受益于净利润规模下滑的影响，公司现金生成能力有所下降，2014年公司FFO为8,247.28万元。随着对国脉科学园的持续投入，公司存货规模保持增长，营运资本占用资金较多，使得公司2014年经营活动净现金流仍为净支出。

2014年公司投资活动现金净流入为1.58亿元，主要是公司投资的3亿元理财产品到期收回较多资金，而支出主要是对海峡学院新校区一期工程的投资，该项目大部分已转入固定资产。

未来随着国脉科学园对外销售，预计公司经营活动现金流将明显改善。但目前国脉科学园仍需投入较多资金，预计短期内经营活动净现金流仍将维持净流出状况，公司对筹资活动存在一定的依赖性。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	4,569.46	10,830.60
非付现费用	2,875.99	2,140.88
非经营损益	801.83	-3,711.16
FFO	8,247.28	9,260.32
营运资本变化	-16,827.46	-15,628.77
其中：存货减少（减：增加）	-16,737.04	-43,605.79
经营性应收项目的减少（减：增加）	-6,312.59	24,961.90
经营性应付项目增加（减：减少）	6,222.18	3,015.12

经营活动产生的现金流量净额	-8,579.71	-6,373.80
投资活动产生的现金流量净额	15,785.41	-79,877.75
筹资活动产生的现金流量净额	-533.53	30,714.70
现金及现金等价物净增加额	6,673.34	-55,548.68

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长，偿债压力有所增加

近年公司负债规模保持增长，而所有者权益增长相对较慢，2015年3月末公司负债与所有者权益比率较2013年底有所上升。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
负债合计	115,162.25	110,007.80	99,570.24
所有者权益合计	132,849.27	131,075.24	128,099.14
负债与所有者权益比率	0.87	0.84	0.78

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季报，鹏元整理

2015年3月末公司负债总额为11.52亿元，较2013年底增长15.66%，主要是长短期借款、应付账款的增加。流动负债中应付账款主要是应付供应商的货款，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。公司负债以非流动负债为主，截至2015年3月末，公司非流动负债占比为64.09%。非流动负债主要包括长期借款和本期债券。

表 12 近年公司主要债务构成（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13,000.00	11.29%	12,000.00	10.91%	12,000.00	12.05%
应付账款	8,091.60	7.03%	7,117.09	6.47%	3,060.90	3.07%
预收款项	2,705.13	2.35%	3,356.43	3.05%	3,247.35	3.26%
其他应付款	10,256.74	8.91%	8,686.38	7.90%	6,655.54	6.68%
一年内到期的非流动负债	1,950.00	1.69%	900.00	0.82%	5,700.00	5.72%
流动负债合计	41,349.66	35.91%	37,676.96	34.25%	35,696.89	35.85%
长期借款	32,150.00	27.92%	30,700.00	27.91%	22,800.00	22.90%
应付债券	39,697.39	34.47%	39,677.37	36.07%	39,600.34	39.77%
非流动负债合计	73,812.60	64.09%	72,330.85	65.75%	63,873.34	64.15%
负债合计	115,162.25	100.00%	110,007.80	100.00%	99,570.24	100.00%
有息债务	87,044.90	75.58%	83,277.37	75.70%	78,600.34	78.94%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季报，鹏元整理

从偿债能力指标来看，与2013年末相比，2015年3月末公司资产负债率有所上升，流动比率和速动比率下降，资产对债务的保障程度有所降低。随着盈利能力下滑，公司EBITDA利息保障倍数有所下降。随着长短期借款的增加，公司有息债务规模持续增长，截至2015年3月末公司有息债务8.70亿元，较2013年底增长10.74%，公司偿债压力有所增加。此外，本期债附第5年末（2016年7月26日）发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，届时若较多投资者选择回售，公司亦将面临一定的回售压力。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
资产负债率	46.43%	45.63%	43.73%
流动比率	2.88	3.03	2.67
速动比率	1.33	1.33	1.35
EBITDA（万元）	-	11,386.33	16,601.66
EBITDA 利息保障倍数	-	2.09	3.85
有息债务/EBITDA	-	7.31	4.73

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季报，鹏元整理

六、评级结论

由于加大了对ICT行业的技术、产品及综合解决方案的市场开拓投入，2014年度公司电信网络集成业务收入规模大幅增长；2014年公司网络技术服务业务发展相对稳定；公司注重研发和技术积累，为公司持续发展奠定了一定基础。

但同时我们也注意到，2014年福州海峡职业技术学院（现福州理工学院）亏损增加；公司在建的国脉科学园投资规模较大，存在一定资金压力，公司短期内对筹资活动存在一定依赖性；2014年公司客户和区域集中度有所提高；公司非公开增发能否成功，非公开增发的募投项目能否按预期推进并顺利实现预期收益均存在一定不确定性；公司有息债务规模增长，偿债压力有所增加。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为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	2015年3月	2014年	2013年	2012年
流动资产：				
货币资金	28,343.56	28,470.99	21,897.67	79,177.80
应收票据	-	309.40	30.00	569.74
应收账款	19,687.26	20,253.64	14,747.26	24,634.59
预付款项	5,326.69	282.64	548.71	24,376.04
应收利息	-	-	57.93	1,211.01
其他应收款	1,007.60	574.54	715.12	1,020.32
存货	64,083.44	64,001.27	47,112.77	15,023.87
一年内到期的非流动资产	534.00	65.78	-	-
其他流动资产	3.99	42.80	10,211.99	-
流动资产合计	118,986.56	114,001.05	95,321.44	146,013.37
非流动资产：				
可供出售金融资产	9,000.00	9,000.00	29,623.40	20,623.40
长期应收款	1,816.70	287.90	-	-
长期股权投资	12,496.07	12,765.66	12,886.74	21,886.74
投资性房地产	20,330.92	20,330.92	19,751.65	16,556.93
固定资产	52,512.37	53,073.38	10,206.22	11,016.91
在建工程	12,083.21	11,154.98	40,268.59	7,690.49
无形资产	13,634.76	13,716.51	14,025.37	14,406.04
商誉	3,123.92	3,123.92	3,123.92	2,950.17
长期待摊费用	66.91	27.96	2.50	-
递延所得税资产	2,660.10	2,300.76	1,159.54	893.14
其他非流动资产	1,300.00	1,300.00	1,300.00	-
非流动资产合计	129,024.96	127,081.99	132,347.93	64,249.52
资产总计	248,011.52	241,083.04	227,669.38	210,262.88
流动负债：				
短期借款	13,000.00	12,000.00	12,000.00	14,262.19
应付票据	247.51	-	-	-
应付账款	8,091.60	7,117.09	3,060.90	4,994.54
预收款项	2,705.13	3,356.43	3,247.35	6,580.52
应付职工薪酬	1,174.75	2,515.66	1,988.50	1,627.61
应交税费	2,022.58	1,895.24	1,888.07	937.56
应付利息	1,891.35	1,196.16	1,156.53	1,250.91
其他应付款	10,256.74	8,686.38	6,655.54	3,482.60

一年内到期的非流动负债	1,950.00	900.00	5,700.00	-
其他流动负债	10.00	10.00	-	-
流动负债合计	41,349.66	37,676.96	35,696.89	33,135.93
非流动负债：				
长期借款	32,150.00	30,700.00	22,800.00	5,400.00
应付债券	39,697.39	39,677.37	39,600.34	39,528.40
递延收益	274.11	290.54	-	-
递延所得税负债	1,691.09	1,662.93	1,473.00	922.86
其他非流动负债	-	-	-	-
非流动负债合计	73,812.60	72,330.85	63,873.34	50,351.25
负债合计	115,162.25	110,007.80	99,570.24	83,487.18
所有者权益：				
股本	86,500.00	86,500.00	86,500.00	86,500.00
资本公积	1,221.85	1,221.85	1,174.14	2,073.05
其他综合收益	974.27	954.27	1,613.50	-
盈余公积	3,837.33	3,837.33	2,875.34	2,004.68
未分配利润	39,574.18	37,710.50	34,121.24	25,012.47
外币报表折算差额	-	-	-	-292.70
归属于母公司所有者权益合计	132,107.64	130,223.95	126,284.21	115,297.50
少数股东权益	741.63	851.29	1,814.93	11,478.20
所有者权益合计	132,849.27	131,075.24	128,099.14	126,775.70
负债和所有者权益总计	248,011.52	241,083.04	227,669.38	210,262.88

资料来源：公司2012-2014年审计报告及未经审计的2015年1季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	11,609.21	46,028.19	38,284.59	74,290.85
其中：营业收入	11,609.21	46,028.19	38,284.59	74,290.85
二、营业总成本	9,571.47	44,537.50	34,455.56	68,006.72
其中：营业成本	3,666.17	16,777.01	9,615.13	39,754.13
营业税金及附加	57.88	478.52	845.00	1,555.51
销售费用	1,165.20	5,740.48	5,332.78	6,017.34
管理费用	3,335.61	16,664.38	15,670.48	18,837.24
财务费用	1,212.66	4,166.50	2,379.69	1,341.59
资产减值损失	133.95	710.62	612.48	500.91
加：公允价值变动收益(损失以“－”号填列)	-	977.04	1,224.30	323.14
投资收益(损失以“－”号填列)	-202.77	1,737.36	5,717.35	-100.39
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-309.97	-125.29	1,135.59	-100.39
三、营业利润(亏损以“－”号填列)	1,834.98	4,205.09	10,770.68	6,506.89
加：营业外收入	165.81	715.49	1,187.26	1,578.58
减：营业外支出	-	28.62	21.68	40.83
其中：非流动资产处置损失	-	24.57	20.86	31.75
四、利润总额(亏损总额以“－”号填列)	2,000.78	4,891.96	11,936.26	8,044.65
减：所得税费用	268.87	322.51	1,105.66	1,323.24
五、净利润(净亏损以“－”号填列)	1,731.91	4,569.46	10,830.60	6,721.40
归属于母公司所有者的净利润	1,818.15	5,461.78	10,844.43	7,111.91
少数股东损益	-86.24	-892.33	-13.83	-390.50

资料来源：公司2012-2014年审计报告及未经审计的2015年1季报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	10,085.53	42,084.88	34,995.99	74,484.62
收到的税费返还	-	61.75	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	2,874.15	4,307.62	11,530.99	7,693.68
经营活动现金流入小计	12,959.68	46,454.24	46,526.97	82,178.30
购买商品、接受劳务支付的现金	6,964.74	29,293.14	29,798.84	63,662.03
支付给职工以及为职工支付的现金	4,132.19	12,866.79	13,099.19	12,565.81
支付的各项税费	639.35	3,527.74	2,693.15	4,832.55
支付其他与经营活动有关的现金	3,100.87	9,346.29	7,309.59	11,641.12
经营活动现金流出小计	14,837.15	55,033.96	52,900.77	92,701.50
经营活动产生的现金流量净额	-1,877.47	-8,579.71	-6,373.80	-10,523.20
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	30,000.00	-	-
取得投资收益收到的现金	107.21	1,862.65	299.36	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	28.58	37.46	46.75
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	-	1,092.31
投资活动现金流入小计	107.21	31,891.23	336.82	1,139.06
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,106.04	14,436.69	31,667.77	8,966.43
投资支付的现金	-	1,669.13	35,400.00	13,500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	250.16	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	12,896.63	-
投资活动现金流出小计	1,106.04	16,105.82	80,214.56	22,466.43
投资活动产生的现金流量净额	-998.83	15,785.41	-79,877.75	-21,327.37
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	100.00	980.00	8,880.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	980.00	8,880.00
取得借款收到的现金	6,000.00	34,900.00	35,545.00	46,319.50
发行债券收到的现金	-	-	-	-
筹资活动现金流入小计	6,000.00	35,000.00	36,525.00	55,199.50
偿还债务支付的现金	2,500.00	30,300.00	1,945.00	32,636.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	752.70	5,228.40	3,860.17	3,756.11
支付其他与筹资活动有关的现金	-	5.13	5.13	5.13

筹资活动现金流出小计	3,252.70	35,533.53	5,810.30	36,397.35
筹资活动产生的现金流量净额	2,747.30	-533.53	30,714.70	18,802.15
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1.58	1.17	-11.84	26.03
五、现金及现金等价物净增加额	-127.43	6,673.34	-55,548.68	-13,022.39
加：期初现金及现金等价物余额	28,470.99	21,797.65	77,346.33	90,368.72
六、期末现金及现金等价物余额	28,343.56	28,470.99	21,797.65	77,346.33

资料来源：公司2012-2014年审计报告及未经审计的2015年1季报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	4,569.46	10,830.60	6,721.40
加：资产减值准备	710.62	612.48	500.91
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,835.05	1,199.86	1,480.49
无形资产摊销	328.78	328.39	291.78
长期待摊费用摊销	1.54	0.14	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	10.38	17.48	20.02
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	10.83	3.16	11.47
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-977.04	-1,224.30	-323.14
财务费用（收益以“-”号填列）	4,328.95	3,206.34	3,554.87
投资损失（收益以“-”号填列）	-1,737.36	-5,717.35	100.39
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-1,141.22	-336.61	-199.36
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	307.30	340.12	162.02
存货的减少（增加以“-”号填列）	-16,737.04	-43,605.79	2,608.89
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-6,312.59	24,961.90	-23,333.75
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	6,222.18	3,015.12	-2,125.05
其他	0.46	-5.35	5.85
经营活动产生的现金流量净额	-8,579.71	-6,373.80	-10,523.20
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：	-	-	-
3. 现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	23,470.99	21,797.65	77,346.33
减：现金的期初余额	21,797.65	77,346.33	90,368.72
现金及现金等价物净增加额	1,673.34	-55,548.68	-13,022.39

资料来源：公司2012-2014年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	87,044.90	83,277.37	78,600.34	59,190.59
资产负债率	46.43%	45.63%	43.73%	39.71%
流动比率	2.88	3.03	2.67	4.41
速动比率	1.33	1.33	1.35	3.95
综合毛利率	68.42%	63.55%	74.89%	46.49%
总资产回报率	-	3.93%	6.88%	6.01%
EBITDA（万元）	-	11,386.33	16,601.66	13,686.92
EBITDA 利息保障倍数	-	2.09	3.85	3.53
非付现费用（万元）	-	2,875.99	2,140.88	2,273.18
非经营损益（万元）	-	801.83	-3,711.16	3,326.27
FFO（万元）	-	8,247.28	9,260.32	12,320.85
营运资本变化（万元）	-	-16,827.46	-15,628.77	-22,849.91

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季报，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
厦门泰讯信息科技有限公司	厦门	电信外包服务	100.00%		投资设立
福建国脉信息系统有限公司	福州	电信外包服务	100.00%		投资设立
国脉科技(香港)有限公司	香港	电信外包服务	100.00%		投资设立
福建国脉科学园开发有限公司	福州	电信外包服务	100.00%		投资设立
福建国脉信息技术有限公司(注)	福州	电信外包服务	48.57%		投资设立
上海圣桥信息科技有限公司	上海	电信外包服务		60.00%	非同一控制下合并
福建国脉圣桥网络技术有限公司	福州	电信外包服务		100.00%	投资设立
福州海峡职业技术学院	福州	电信外包服务及职业教育	100.00%		同一控制下合并
国脉通信规划设计有限公司	哈尔滨	电信外包服务	100.00%		非同一控制下合并

注：2014年11月28日，国脉信息技术有限公司召开临时股东会会议，同意国脉信息技术有限公司增加注册资本100万元，新增出资由新股东周志群认缴。完成本次出资后，公司对国脉信息技术有限公司拟定的持股比例由51%降至48.571%，鉴于公司对国脉信息技术有限公司具有实际控制权，故将其继续纳入合并范围。

资料来源：公司2014年年报，鹏元整理

附录六 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	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	预收账款周转天数(天)	$[(\text{期初预收账款余额} + \text{期末预收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	预付账款周转天数(天)	$[(\text{期初预付账款余额} + \text{期末预付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	净营业周期(天)	$\text{存货周转天数} + (\text{应收账款周转天数} - \text{预收账款周转天数}) - (\text{应付账款周转天数} - \text{预付账款周转天数})$
	流动资产周转天数(天)	$[(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	固定资产周转天数(天)	$[(\text{期初固定资产} + \text{期末固定资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	总资产周转天数(天)	$[(\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
现金流	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	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、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。