

杭州士兰微电子股份有限公司

# 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。

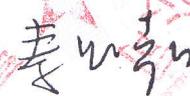
本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

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：



报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第【16】号

增信方式: 第三方担保

担保主体: 杭州士兰控股有限公司

债券剩余规模: 11,580.5 万元

债券到期日期: 2016 年 6 月 9 日

债券偿还方式: 每年付息, 一次还本

分析师

姓名: 臧晓娜 刘书芸

电话: 021-51035670

邮箱: zangxn@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

## 杭州士兰微电子股份有限公司 2011 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	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 4 月 10 日	2014 年 4 月 8 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对杭州士兰微电子股份有限公司 (以下简称“士兰微”或“公司”) 及其 2011 年 6 月 9 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产能利用率提升带动经济效益改善、现金生成能力增强, 同时我们也关注到了行业竞争导致产品销售价格持续下跌、利润中投资收益与营业外收入占比较高、项目投入资金压力较大等风险因素。

### 正面:

- 产能利用率提升带动经营效益改善。2014 年公司主要产品产销量持续增长, 产能利用率上升带动经营效益改善, 当年公司营业收入同比增长 14.17%, 综合毛利率提升 3.44 个百分点。
- 产品研发持续获得补助。2014 年公司技术开发费用同比增长 20.74%, 当年公司共确认政府补助收入 6,952.19 万元, 其中递延收益转入 6,107.57 万元。
- 现金生成能力持续增强。随着盈利能力的改善, 2014 年公司经营活动现金净流入 26,718.95 万元, 公司现金生成能力持续增强。

关注:

- **产品创新风险。**电子行业产品更新速度快，需求受宏观经济影响较大，公司面临一定的宏观经济波动和产品创新风险。
- **销售价格下跌风险。**受行业竞争加剧影响，公司主要产品销售价格不断下降，压缩公司利润空间。
- **利润中投资收益与营业外收入占比较高。**2014 年公司投资收益和营业外收入分别为 5,203.17 万元、7,315.36 万元，合计占利润总额的比重为 67.66%，占比较高。
- **项目投入资金压力较大。**本期债券回售使用大量资金，同时公司持续项目投资，未来需投入资金超过 7 亿元，公司资金压力加大。

主要财务指标:

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产 (万元)	401,815.61	413,386.66	335,040.81
所有者权益合计 (万元)	241,516.30	227,467.78	171,304.53
有息债务 (万元)	78,653.21	116,275.32	115,672.01
资产负债率	39.89%	44.97%	48.87%
流动比率	1.81	2.28	2.11
速动比率	1.28	1.79	1.49
营业收入 (万元)	187,002.93	163,793.43	134,902.42
营业利润 (万元)	11,646.85	6,368.22	-5,922.29
投资收益 (万元)	5,203.17	7,294.84	954.67
营业外收入 (万元)	7,315.36	6,749.96	7,689.47
利润总额 (万元)	18,502.15	12,431.50	1,454.16
综合毛利率	29.46%	26.02%	22.34%
总资产回报率	5.84%	5.04%	4.70%
EBITDA (万元)	43,718.52	37,139.07	24,160.92
EBITDA 利息保障倍数	7.50	5.10	3.52
经营活动现金流净额 (万元)	26,718.95	20,293.47	16,815.98

资料来源: 公司审计报告, 鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2011年6月9日，经中国证券监督管理委员会《关于核准杭州士兰微电子股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2011]835号），公司公开发行6亿元公司债券，募集资金总额6亿元；扣除发行费用后，募集资金净额58,920.00万元。

本期债券的起息日为2011年6月9日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券附加第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。2014年6月9日，公司通过中国证券登记结算公司上海分公司进行回售资金的发放，发放实施完毕后，本期债券剩余本金余额11,580.5万元，兑付日为2016年6月9日。

本期债券第一次付息日为2012年6月9日，第二次付息日因节假日顺延至2013年6月13日，第三次付息日为2014年6月9日，公司已支付2012-2014年度利息。

表1 截至2014年12月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本期兑付日期	期初本金余额	本金回售金额	利息支付	期末本金余额
2012年6月09日	60,000	-	3,210	60,000
2013年6月13日	60,000	-	3,210	60,000
2014年6月9日	60,000	48,419.5	3,210	11,580.5

资料来源：公司提供

本期债券募集资金计划用3亿元偿还公司的银行借款，剩余部分补充公司流动资金。截至2011年12月31日，公司募集资金已全部使用完毕（其中：偿还银行借款3.10亿元，补充流动资金2.79亿元）。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司实际控制人及主营业务均未发生变化。根据公司2013年度股东大会决议，公司以2013年12月31日总股本为基数、以资本公积每10股转增3股增加股本28,780.80万元，转股后公司注册资本从95,936.00万元增加至124,716.80万元。2014年12月，公司子公司Silan Microelectronics (USA), Inc.清算，不再纳入公司合并范围。

截至2014年12月31日，公司总资产为401,815.61万元，所有者权益为241,516.30万元，资产负债率为39.89%。2014年度，公司实现营业收入187,002.93万元，利润总额18,502.15万元，经营活动现金净流入26,718.95万元。

## 三、运营环境

2014年我国集成电路产销保持稳定增长，经济效益不断向好，但产品仍集中于中低端，市场竞争力较弱

受益于国家政策环境和市场需求推动，2014年我国集成电路产业整体保持平稳较快增长，重点集成电路企业主要生产线平均产能利用率超过90%，订单饱满，全年销售状况稳定。公开资料数据显示，2014年全国共生产集成电路1,015.5亿块，同比增长12.4%，增幅高于上年7.1个百分点；集成电路行业实现销售产值2,915亿元，同比增长8.7%，增幅高于上年0.1个百分点。2014年，我国集成电路产业实现销售收入2,672亿元，同比增长11.2%，比上年提高3.6个百分点；利润总额212亿元，同比增长52%，比上年提高23.7个百分点；销售利润率7.9%，比上年提高1.8个百分点。2014年，我国集成电路产业完成内销产值1,011亿元，同比增长9.9%，内销比例达到34.7%，比上年提高0.4个百分点。2014年我国集成电路产业完成固定资产投资额644亿元，同比增长11.4%。集成电路产业全年新增固定资产554亿元，同比增长103.4%，高于电子信息全行业84.7个百分点；新开工项目数144个，同比增长0.7%。

图1 2010-2014年我国集成电路销售产值及增速



资料来源：中商情报网：《2014年中国集成电路行业发展回顾及2015年形势展望》

2014年，由于集成电路产业整体产销形势较好，产能利用率较高，产能得到充分释放，因此集成电路产业整体产成品增速上升较快，一至四季度产成品累计增速分别达12.2%、15.4%、21.1%和22.7%，明显高出上年年底6.4个百分点；存货累计增速分别为5.9%、8.6%、20.6%和15.5%，高出上年年底10.1个百分点。这两个指标较快增长，一方面反映出产业景气度较高，另一方面也预示库存增长过快，易使产业增长出现波动。

2014年，我国集成电路产量增长达12.4%，但销售产值仅增长8.7%，低于产量增长3.7个百分点；出口量增长7.6%，但出口额却下滑30.6%，这种增量不增效现象反映出的正是我国集成电路产品集中于中低端、价格不断下降的现实。

我国LED行业发展势头良好，产业规模稳步增长，行业项目投资活跃

2014年，我国LED照明产业从技术驱动向应用驱动转变，发展势头良好，产业规模稳步增长。2014年中国LED行业总产值规模将达到3,445.00亿元，同比增长31%。其中，LED上游外延芯片、中游封装、下游应用产值分别为120亿元、568亿元、2,757亿元，同比分别增长43%、20%、32%。目前LED照明仍处在替代阶段，而智能化将开启LED照明市场更大的成长空间，成为LED行业后替代时代的新增长点和长期成长动力。前瞻网数据显示，LED照明目前的普及率才20%~30%。业内人士认为，未来五年，LED照明的渗透率可能超过80%，发展空间非常大。

图2 2010-2014年我国LED行业产值规模（单位：亿元）



资料来源：Wind

2014年我国半导体照明行业项目投资活跃，据悉2014年各地环保部门公布的处于环评阶段的LED相关项目约290项，涉及LED产业链上中下游及相关材料配套领域，分布在全国24个省市自治区。2014年LED应用环节成为投资的热点领域，投资项目数量超过200个，占到项目总数的74.6%，涉及产业配套和封装的项目也占有较大比重，分别达到项目总数的16.7%和10.8%，而外延芯片项目数占比仅为3.5%。虽然随着LED照明技术产品逐渐成熟完善，LED照明产品性价比越来越高，LED行业在2014年大幅增长，但随着行业竞争的加剧，行业洗牌正在加剧，LED行业已经进入到一个变革的大时代。

#### 四、经营与竞争

公司集成电路、器件芯片和器件成品的研发设计主体为公司本部（以下简称“士兰微

电子”）；集成电路、器件芯片和器件成品的生产主体为子公司杭州士兰集成电路有限公司（以下简称“士兰集成”）；发光二极管（以下简称“LED”）芯片和成品业务主体为子公司杭州士兰明芯科技有限公司（以下简称“士兰明芯”）和杭州美卡乐光电有限公司（以下简称“美卡乐”）。2014年，公司主营业务收入同比增长了14.43%，主要是集成电路和LED业务收入增长所致，其中LED芯片和成品业务收入增长较快，较上年同期分别增长44.75%和113.36%。毛利率方面，随着产能利用率的提高，除器件成品因市场竞争销售价格下降导致毛利率下滑外，公司主要产品毛利率均有所上升。公司2013-2014年主营业务收入构成及毛利率情况如下表。

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	金额	毛利率
集成电路	67,791.78	34.54%	58,870.38	31.22%
器件成品	30,812.77	18.31%	26,280.08	23.36%
器件芯片	47,913.76	30.23%	53,058.96	27.73%
发光二极管芯片	25,324.16	23.75%	17,494.60	3.06%
发光二极管成品	13,932.49	34.37%	6,530.00	24.14%
其他	194.29	67.94%	281.54	68.93%
合计	185,969.25	29.29%	162,515.56	25.56%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司士兰集成芯片产销量增长较快，产能利用率有所提升，但公司产品销售价格持续下降，总体经营业绩变动不大

随着“士兰集成产能提升项目”逐步推进，2014年士兰集成芯片平均产能达到204万片/年。2014年，受美、欧等发达经济体复苏及智能终端、LED照明等下游细分市场增长的带动，士兰集成芯片产销量增长较快，当年士兰集成芯片产量达到182万片，相比2013年增长了12.81%，产能利用率进一步提升至89.22%，略低于2011年90.49%的水平。另外，公司子公司成都士兰半导体制造有限公司（以下简称“成都士兰”）的硅外延车间已投入试生产阶段，未来公司产能规模将进一步提升。

表3 士兰集成芯片产销量情况

年份	产能	产量	销售量	产能利用率	产销率
2013年	190万片/年	161.33万片	161.33万片	84.91%	100.00%
2014年	204万片/年	182万片	182万片	89.22%	100.00%

资料来源：公司提供

2014年，公司设计研发的三轴加速度传感器、三轴地磁传感器等MEMS产品开始批量

生产，陀螺仪等其它MEMS传感器产品已进入工程样片测试阶段。LED照明驱动电路出货量的快速增长带动公司集成电路产品销售收入明显增长。2014年公司集成电路实现营业收入67,791.78万元，较上年同期增长15.15%。另外公司还开发出符合“能源之星6级能效标准”的AC-DC驱动电路，高清安防监控芯片等新产品，该部分产品量产后将进一步推动公司集成电路销售额增长。

2014年由于部分分立器件芯片市场竞争加剧，导致价格下降，公司产品结构调整，放弃部分低毛利率产品市场，从而2014年营业收入较去年同期减少9.70%；同时芯片总体产出进一步扩大，毛利率较上年提升2.5个百分点。2014年公司功率器件成品的营业收入较上年同期增长17.25%，但因销售价格下降导致毛利率下降5.05个百分点。2014年公司在智能功率模块、IGBT等新产品的推广上继续取得进展，2014年下半年公司已在成都开展功率模块和功率器件成品的封装业务，未来公司功率器件成品的营业收入将进一步提高。

集成电路及分立器件产品的制造成本中制造费用占比较高，产能利用率的提高降低了单位产品的生产成本，2014年制造费用占比28.93%，相比上年下降1.84个百分点；同时公司调整产品结构，2014年公司集成电路及器件芯片的毛利率均有所上升。

表4 公司集成电路和分立器件芯片制造成本构成

项目	2014年	2013年
主材	31.89%	30.04%
辅材	20.59%	21.17%
人工	18.59%	18.02%
制造费用	28.93%	30.77%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供

但鹏元也关注到，公司集成电路及器件产品的销售量受宏观经济环境及下游产品更新换代周期影响较为明显，同时产能利用率对士兰集成的经营效益影响较为明显，士兰集成的未来经营情况可能受宏观经济环境和下游需求影响而呈现一定的波动。

跟踪期内公司LED产品产销量进一步增长，制造费用成本下降带动产品毛利率提升

目前，士兰明芯主要生产彩屏用LED芯片。2014年士兰明芯通过持续投入，在外延产能的建设、PSS衬底的工艺完善、芯片质量的改善提升等方面继续取得进步。2014年士兰明芯LED芯片的平均生产能力达到330亿颗/年。在产能扩张的同时产量进一步增长，2014年公司LED外延片总产出达到73万片，LED管芯的产出达到306亿颗，相比2013年增长了84.34%，产能利用率由2013年的83%提升至2014年92.73%。随着LED业务规模扩大，2014年末公司备货量增加，当年产销率下降较为明显，为77.25%。2014年士兰明芯成功开发出

LED照明用高压芯片并面向市场推广。

表 5 士兰明芯 LED 芯片产销量情况

年份	产能	产量	销售量	产能利用率	产销率
2013年	200亿颗/年	166亿颗	146.91亿颗	83%	88.5%
2014年	330亿颗/年	306亿颗	236.39亿颗	92.73%	77.25%

资料来源：公司提供

2014年，随着产能的进一步释放，公司LED芯片营业收入较去年同期增长44.75%。LED芯片成本中制造费用和人工占比较高，产能利用率的提高降低了单位产品的生产成本，2014年公司LED芯片制造成本中人工和制造费用合计占比为59.26%，相比2013年下降3.99个百分点，带动公司2014年LED芯片的毛利率较上年同期上升20.76个百分点。随着技术和生产规模的提升，士兰明芯将增强其在行业中的竞争地位，盈利能力将得到改善。2014年，美卡乐在高端彩屏像素器件市场的竞争优势得到巩固，品牌形象进一步提升。美卡乐LED成品的营业收入较去年同期增长113.36%，产品毛利率较去年同期上升10.02个百分点。

表 6 公司 LED 芯片制造成本构成

项目	2014年	2013年
主材	14.27%	12.18%
辅材	26.47%	24.56%
人工	11.05%	10.74%
制造费用	48.21%	52.51%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供

公司未来仍有较大规模的产能扩张计划，有利于降低生产成本，提高竞争实力，但未来的预期收益存在一定的不确定性，且对公司造成一定资金压力

截至2014年末，公司主要的在建项目有：成都士兰一期工程项目、士兰集成产能提升项目、士兰明芯LED生产厂房扩建项目和士兰明芯11-14万片中后道扩产项目。

成都士兰一期工程项目总投资99,995.00万元，其中厂房和配套基础设施总投资为30,000万元。截至2014年末项目累计资金投入47,780.69万元（包含项目用地及铺底流动资金），资金投入进度48%，项目进度50%。该项目的厂房和配套基础设施已经基本建设完毕，部分机器设备已经购置，2014年试生产阶段实现销售收入4,952.36万元，所得税后净利-1,007.37万元。2013年8月，公司非公开发行股票实际募集资金净额42,262.79万元，其中27,262.79万元用于成都士兰一期工程的后续建设，不足的部分将由公司以自有资金投入，目前仍存在一定的资金缺口。项目完全达产后，成都士兰可实现新增年产43.56亿颗照明用

LED芯片、3,000万块功率模块产品、5.4亿只功率器件产品的生产能力。西部地区能源丰富，人力成本较低，成都士兰一期工程的建设有利于公司降低生产成本，提高竞争能力。公司计划根据市场的需求情况、公司资金情况以及人员培训等方面的因素稳步推进该项目的建设，项目的建设进度存在一定的不确定性，同时项目投产以后能否达到预期也还存在一定的不确定性。

士兰集成产能提升项目总投资为15,000万元，截至2014年末已完成投资6,416.04万元，项目进度45%。士兰明芯LED生产厂房扩建项目总投资为7,500万元，截至2014年末已完成该项目投资2,312.17万元，项目进度30%；士兰明芯11-14万片中后道扩产项目总投资为8,000万元，截至2014年年底，士兰明芯已完成该项目投资602.00万元，项目进度10%。士兰集成产能提升项目、士兰明芯LED生产厂房扩建项目和士兰明芯11-14万片中后道扩产项目属于改扩建项目，公司完成剩余部分投资后，将进一步提升生产线产能、提升效益。

表7 截至2014年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	工程投入占 预算比重	2014年 投入	2014年转 入固定资产
成都士兰一期工程项目	99,995.00	47.78%	10,478.17	17,403.66
士兰集成产能提升项目	15,000.00	42.77%	5,226.32	2,236.63
士兰明芯 LED 生产厂房扩建项目	7,500.00	30.83%	2,312.18	-
士兰明芯 11-14 万片中后道扩产项目	8,000.00	7.53%	602.00	490.64
合计	130,495.00		18,618.67	20,130.94

资料来源：公司提供

另外，为抓住机遇加快公司集成电路芯片生产线的升级，提高公司产品的综合竞争能力，公司于2015年3月8日召开了第五届董事会第二十一次会议，审议通过了《关于拟投资建设8英寸集成电路芯片生产线的议案》，公司拟在未来2-3年内投资10亿元建设一条8英寸集成电路芯片生产线。公司作为IDM厂商，建设8英寸生产线有助于公司产品的技术升级改造，缩小与国外同类企业之间的差距，但新生产线资金需求较大，公司存在较大资金压力，同时产能能否顺利消化存在一定风险。

综合来看，公司未来仍有较大规模的产能扩张计划，有利于降低生产成本，提高竞争实力，但未来的预期收益存在一定的不确定性，且对公司造成一定资金压力。

公司重视产品研发，能够获得较多的科研补助；由于电子行业产品更新速度快，存在一定的产品创新风险

公司从集成电路芯片设计业务开始，逐步搭建了芯片制造平台，建立了较为成熟的IDM（Integrated Design & Manufacture，设计与制造一体）经营模式。2012-2014年，技术开发费占公司营业收入的比例保持在较高水平。2014年，公司保持了较高的研发费用投入，技

术开发费19,736.46万元，同比增长了20.75%。2014年，公司及子公司共获得专利授权128项，集成电路布图设计授权11项。截至2014年年底，公司及子公司已累计获得各种权利证书511项。预计2015年公司研发支出为2.25亿元。

目前，公司承担的科研课题和项目仍然较多，未来获得科研补助的持续性较好。2014年公司承担的“高清晰度实时视频监控SOC研发及应用”、“硅基GaN器件与集成电路工艺融合技术研究”、“高压模块芯片内部设计开发和实验室建设”、“传感器结构及芯片设计、信号处理电路、批量测试技术研究”等4个专项共获得省、市、区及补助资金供给2,347万元；根据杭州市财政局、杭州市经济和信息化委员会联合下发的《关于下达2013年杭州市工业统筹资金重大创新等项目资助资金的通知》，公司和士兰明芯获得总额为3,601.02万元财政资助资金；公司采购MOCVD设备获得补助5,383.02万元，功率集成模块封装(PIM)技术开发及产业化项目获得补助1,600万元，国家集成电路设计企业研发能力专项获得补助1,125万元，以上资金全部计入递延收益。2014年末公司递延收益余额22,745.01万元，其中2014年新增11,876.02万元。2014年，公司共确认政府补助收入6,952.19万元，其中递延收益转入6,107.57万元。

整体来看，公司重视产品研发，承担了较多的科研项目，能够获得较多的科研补助。但鹏元也注意到，电子行业产品更新换代较快，若芯片设计和生产厂商不能持续研发出合乎市场需求的产品，即可能面临市场需求萎缩、产品价格下降的风险，较大研发费用的投入是公司在行业竞争中的刚性支出，公司始终存在一定的产品创新风险。

表8 2012-2014年公司主要研发情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
技术开发费（万元）	19,736.46	16,345.25	14,459.72
技术开发费用/营业收入	10.55%	9.98%	10.72%
当年新增专利授权（项）	128	155	75
集成电路布图设计授权（项）	11	17	56

资料来源：公司提供

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2014年12月，公司子公司Silan Microelectronics (USA), Inc. 结业清算，不再纳入公司

合并范围。公司自2014年7月1日起执行财政部于2014年修订或新制定发布的《企业会计准则第9号——职工薪酬》等八项具体会计准则，故2014年部分科目期初数相比2013年审计报告年末数有所调整，报告中以2014年期初数为准。

## 资产结构与质量

跟踪期内，公司支付债券回售款后资产规模略有下降，存货规模扩大，资产流动性略有下降

2014年末公司资产总额同比下降2.8%，其中流动资产同比下降6.74%，非流动资产保持稳定。

流动资产方面，2014年6月公司支付4.84亿元债券回售款，年末货币资金相比年初减少34.09%。2014年末，公司货币资金中存在约5,840.30万元的质押定期存款，3,760.50万元的开立银行承兑汇票、信用证和贷款等使用受限制的保证金。由于业务规模扩大，且采用票据结算的比例上升，2014年末应收票据余额同比增长了13.44%。公司应收票据基本为银行承兑汇票，资产质量较好。随着营业规模扩大，2014年末公司应收账款较上年末增长9.22%，应收账款的账龄90%以上在一年以内，相比2013年保持稳定。公司存货2014年末余额同比增长了29.16%，主要是在建项目逐步投产，公司加大生产投入和产成品储备所致。2014年公司计提存货跌价准备1,275.92万元。由于电子产品更新速度较快，公司存货仍将面临一定的跌价损失风险。2014年末，公司其他流动资产同比大幅减少27.46%，主要是公司上期购买短期理财产品到期收回所致。

2014年，公司非流动资产规模变化不大，当年公司产能扩张新增固定资产约3亿元，但由于折旧的影响，2014年末固定资产账面余额增长约1亿元；成都士兰一期工程、士兰集成产能提升项目和高亮度LED芯片生产线扩产等项目的投资建设导致在建工程2014年新增2.49亿元，但由于部分项目完工转入固定资产及其他减少因素影响，在建工程的年末账面余额略有减少。

总体来看，跟踪期内，公司支付债券回售款后资产规模略有下降，存货规模扩大，资产流动性略有下降。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	48,732.85	12.13%	73,942.50	17.89%
应收票据	22,968.85	5.72%	20,247.98	4.90%
应收账款	50,852.23	12.66%	46,557.41	11.26%

存货	66,467.19	16.54%	51,462.52	12.45%
其他流动资产	32,642.93	8.12%	45,001.60	10.89%
流动资产合计	225,125.64	56.03%	241,394.01	58.39%
固定资产	107,699.11	26.80%	97,309.84	23.54%
在建工程	38,513.15	9.58%	40,110.18	9.70%
无形资产	12,384.51	3.08%	11,998.27	2.90%
非流动资产合计	176,689.97	43.97%	171,992.65	41.61%
资产总计	401,815.61	100.00%	413,386.66	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 资产运营效率

公司整体运营效率相对稳定，前期生产投入导致公司运营效率略有下滑

随着产能不断提升，公司加大了生产投入和产成品储备，从而2014年末公司应付账款、存货规模增长较快，且增速超过公司2014年营业收入规模增长速度，从而存货周转天数、应付账款周转天数相比2013年有所延长。2014年末公司备货量增大应付账款规模加大，期末应收票据规模大幅增长，带动当年应收账款周转天数延长。综合作用下2014年公司净营业周期为190.52天，营运效率略有减缓。由于公司资产规模变动不大，因此在营业收入增长的情况下总资产周转天数有所下降。整体来看，公司整体运营效率相对稳定，前期生产投入导致公司运营效率略有下滑。

表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	135.36	127.78
存货周转天数	160.91	146.58
应付账款周转天数	105.75	88.68
净营业周期	190.52	185.69
流动资产周转天数	449.05	441.44
固定资产周转天数	197.33	217.73
总资产周转天数	784.67	822.48

注：应收账款周转天数=180\*(期初应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额)/营业收入；

应付账款周转天数=180\*(期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票据余额)/营业收入；

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 盈利能力

跟踪期内，随着产能利用率的上升，公司盈利能力有所改善，但利润中投资收益和营

### 业外收入占比较大

随着公司产能利用率提升，2014年公司主要产品销售规模均较上年同期有所增加，营业收入同比增加了14.17%。随着产销规模的扩大，公司产能利用率有所提升，综合毛利率相比2013年提升了3.44个百分点。公司销售费用、管理费用均相对2013年有所增长，但由于公司2014年6月本期债券回售后，当期财务费用支出减少，同时在营业收入规模增长的情况下，2014年公司期间费用率略有下降。总体来看，随着公司营业收入增长、综合毛利率提升和期间费用率下降，盈利能力有较为明显的改善，公司营业利润率较上年提升了2.34个百分点。

公司利润中投资收益和营业外收入占比较大。2014年，公司实现投资收益5,203.17万元，主要是长期股权投资权益法确认收益3,549.91万元，理财产品收益1,760.55万元。公司实现营业外收入7,315.36万元，其中政府补助6,952.20万元。近年来国家对集成电路产业给予了较大的政策支持，公司重视科研，具有一定的科研实力，能够获得较多的科研补助。截至2014年末，公司已获得但尚未确认收益的递延收益金额达2.27亿元，对未来两年的政府补助收入形成了一定的保障。公司营业外收入在利润总额中占有较大比例，但由于未来国家对集成电路产业的支持政策预计不会改变，营业外收入具有一定的可持续性。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	187,002.93	163,793.43
营业利润	11,646.85	6,368.22
投资收益	5,203.17	7,294.84
营业外收入	7,315.36	6,749.96
利润总额	18,502.15	12,431.50
净利润	16,706.59	11,811.25
综合毛利率	29.46%	26.02%
期间费用率	24.03%	24.54%
营业利润率	6.23%	3.89%
总资产回报率	5.84%	5.04%
净资产收益率	7.12%	5.92%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 现金流

公司经营活动产生的现金净流入增多，固定资产投资持续支出，同时公司支付回售款，加大公司资金压力

随着盈利能力的改善，2014年公司取得净利润16,706.59万元，同时营运资本增长占用

资金规模加大，当年公司经营活动现金净流入26,718.95万元；公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金28,358.44万元，同比增长66.38%，但由于公司上年购买短期理财产品到期回收，收到其他与投资活动有关现金23,246.47万元，投资活动现金净流出7,187.81万元，相比2013年资金流出规模大幅减少。2014年公司支付4.84亿元本期债券回售款，筹资活动现金净流出37,936.58万元。整体来看，公司经营活动产生的现金净流入增多，固定资产投资持续支出，同时公司支付债券回售款，加大公司资金压力。

**表 12 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
净利润	16,706.59	11,811.25
营运资本变化	-12,715.82	-10,480.96
其中：存货减少（减：增加）	-16,581.39	-5,943.68
经营性应收项目的减少（减：增加）	-13,876.12	-17,855.58
经营性应付项目的增加（减：减少）	17,741.69	13,318.30
经营活动产生的现金流量净额	26,718.95	20,293.47
投资活动产生的现金流量净额	-7,187.81	-34,101.23
筹资活动产生的现金流量净额	-37,936.58	36,639.87
现金及现金等价物净增加额	-18,418.89	22,306.67

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

本期债券回售完成后，公司资本结构优化，长期偿债能力改善，但短期债务压力加大。本期债券回售完成后，2014年末公司负债总额同比下降13.78%，同时公司所有者权益增长6.18%，2014年末公司负债与所有者权益比率降至66.37%，公司资本结构优化。

**表 13 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2014年	2013年
负债总额	160,299.32	185,918.88
所有者权益	241,516.30	227,467.78
负债与所有者权益比率	66.37%	81.73%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

负债结构方面，2014年末公司负债总额160,299.32万元，其中流动负债增长而长期负债减少。流动负债方面，2014年末，短期借款随业务规模扩大有所增长；交易性金融负债增加的原因是公司加大了黄金租赁融资力度，融入资金增加所致；应付票据和应付账款随业务规模而有所扩大；一年内到期的非流动负债为将于一年内偿还的融资租赁款。2014年公司债券回售后，应付债券余额1.15亿元，至2016年6月9日到期兑付。公司递延收益主要涉

及政府补助，2014年末余额2.27亿元。截至2014年末，公司有息债务余额7.87亿元，其中2015年内到期兑付金额6.72亿元，2016年到期兑付金额1.16亿元，公司短期债务偿付压力较大。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	52,500.00	32.75%	40,551.66	21.81%
交易性金融负债	15,267.74	9.52%	14,414.10	7.75%
应付票据	12,868.47	8.03%	10,991.52	5.91%
应付账款	29,866.78	18.63%	23,773.60	12.79%
流动负债合计	124,206.84	77.48%	105,831.54	56.92%
应付债券	11,486.97	7.17%	59,832.67	32.18%
递延收益-非流动负债	22,745.01	14.19%	16,976.56	9.13%
非流动负债合计	36,092.48	22.52%	80,087.34	43.08%
负债合计	160,299.32	100.00%	185,918.88	100.00%
其中：有息债务	78,653.21	49.07%	116,275.32	62.54%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

偿债指标方面，4.84亿元本期债券回售完成后，2014年末公司资产负债率下降至39.89%，债务规模下降；但流动资产中货币资金大幅度降低，流动比率和速动比率均明显下降，短期偿付能力下降。2014年公司盈利增强，在有息债务总额下降情况下EBITDA利息保障倍数上升较多，有息债务/EBITDA明显改善，整体来看，公司偿债指标改善，长期偿债能力有所增强，但短期债务偿付压力加大。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	39.89%	44.97%
流动比率	1.81	2.28
速动比率	1.28	1.79
EBITDA（万元）	43,718.52	37,139.07
EBITDA 利息保障倍数	7.50	5.10
有息债务/EBITDA	1.80	3.13

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

本期债券由公司控股股东杭州士兰控股有限公司（以下简称“士兰控股”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至2014年12月31日，士兰控股母公司口径资产总额为32,467.26万元，其中股东权益合计为26,207.35万元；2014年士兰控股实现利润总额289.54

万元。士兰控股资产主要由长期股权投资构成，至2014年底，长期股权投资余额为24,692.01万元。除对公司投资之外，士兰控股还对杭州士兰创业投资有限公司、玛斯特杭州酒文化推广有限公司、杭州士腾科技有限公司等公司进行投资。目前士兰控股利润总额主要来自长期股权投资收益，且以对公司的投资收益为主。

鹏元认为，士兰控股目前的资信状况良好，按照2014年12月31日的公司股票收盘价5.71元来计算，其持有公司53,284.16万股股份的市场价值为304,252.55万元，大于其账面净资产值。但作为公司的控股股东，若公司的经营情况发生不利变化，士兰控股的盈利能力也可能受到不利影响，进而可能会影响其承担担保责任的能力。

表 16 士兰控股主要财务指标

项目	2014年	2013年
总资产（万元）	32,467.26	29,692.70
股东权益合计（万元）	26,207.35	25,917.80
有息债务（万元）	4,214.56	1,784.56
资产负债率	19.28%	12.92%
流动比率	3.71	2.39
长期股权投资余额（万元）	24,692.01	24,638.07
利润总额（万元）	289.54	26.44

注：2014年数据未审计。

资料来源：士兰控股提供、鹏元整理

## 七、评级结论

跟踪期内，公司士兰集成芯片产销量增长较快，产能利用率有所提升；LED产品产销量进一步增长，产品规格调整和制造费用成本下降带动业务毛利率提升；公司重视产品研发，能够获得较多的科研补助；公司未来仍有较大规模的产能扩张计划，有利于降低生产成本，提高竞争实力；公司现金生成能力持续增强；本期债券回售后资本结构有所优化。

但鹏元也注意到：电子行业产品更新速度快，需求受宏观经济影响较大，公司面临一定的宏观经济波动和产品创新风险；受行业竞争加剧影响，公司销售价格持续下跌，利润空间缩小；公司盈利中投资收益与营业外收入规模较高，主营业务盈利规模有待提升；本期债券回售使用大量资金，同时公司项目投资持续投入，未来资金压力加大。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA和本期债券信用等级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	2013年	2012年
货币资金	48,732.85	73,942.50	43,757.41
交易性金融资产	68.16	119.42	155.61
应收票据	22,968.85	20,247.98	12,205.46
应收账款	50,852.23	46,557.41	37,268.73
预付款项	1,701.54	1,790.77	1,450.33
其他应收款	1,691.90	1,271.81	836.04
应收股利			1,200.00
存货	66,467.19	51,462.52	47,216.14
一年内到期的非流动资产		1,000.00	
其他流动资产	32,642.93	45,001.60	16,206.61
流动资产合计	225,125.64	241,394.01	160,296.33
可供出售金融资产	278.81	389.19	3,276.00
长期应收款	300.00	300.00	1,000.00
长期股权投资	10,374.29	12,961.45	11,251.56
固定资产	107,699.11	97,309.84	100,813.52
在建工程	38,513.15	40,110.18	38,543.92
无形资产	12,384.51	11,998.27	12,149.32
商誉	61.99	61.99	61.99
长期待摊费用	1,152.41	1,674.03	807.20
递延所得税资产	5,567.11	5,758.67	4,543.68
其他非流动资产	358.58	1,429.02	2,297.29
非流动资产合计	176,689.97	171,992.65	174,744.49
<b>资产总计</b>	<b>401,815.61</b>	<b>413,386.66</b>	<b>335,040.81</b>
短期借款	52,500.00	40,551.66	33,063.90
交易性金融负债	15,267.74	14,414.10	4,905.43
应付票据	12,868.47	10,991.52	7,957.90
应付账款	29,866.78	23,773.60	16,972.41
预收款项	214.77	190.67	285.09
应付职工薪酬	8,332.23	7,206.55	5,810.55
应交税费	1,837.84	1,578.89	1,090.36
应付利息	971.91	1,943.27	1,889.92
应付股利	100.00		37.50
其他应付款	449.33	281.80	248.31
一年内到期的非流动负债	1,797.77	4,899.47	3,703.53
<b>流动负债合计</b>	<b>124,206.84</b>	<b>105,831.54</b>	<b>75,964.91</b>
长期借款			11,720.00

应付债券	11,486.97	59,832.67	59,226.68
长期应付款	1,850.28	3,211.31	3,002.25
递延所得税负债	10.22	66.80	29.87
递延收益-非流动负债	22,745.01	16,976.56	13,792.58
非流动负债合计	36,092.48	80,087.34	87,771.38
<b>负债合计</b>	<b>160,299.32</b>	<b>185,918.88</b>	<b>163,736.29</b>
实收资本(或股本)	124,716.80	95,936.00	86,816.00
资本公积金	17,092.00	45,872.80	14,840.21
其他综合收益	1,411.22	3,719.29	
盈余公积金	12,151.09	10,513.65	8,931.68
未分配利润	84,501.32	69,704.35	59,759.56
外币报表折算差额			-658.24
归属于母公司所有者权益合计	239,872.44	225,746.10	169,689.20
少数股东权益	1,643.85	1,721.68	1,615.32
<b>所有者权益合计</b>	<b>241,516.30</b>	<b>227,467.78</b>	<b>171,304.53</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>401,815.61</b>	<b>413,386.66</b>	<b>335,040.81</b>

资料来源：公司审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
营业总收入	187,002.93	163,793.43	134,902.42
营业收入	187,002.93	163,793.43	134,902.42
营业总成本	179,948.62	164,966.21	141,984.51
营业成本	131,919.26	121,173.82	104,768.12
营业税金及附加	1,079.72	1,103.49	862.96
销售费用	4,852.55	4,085.93	3,788.13
管理费用	35,854.42	29,695.23	25,468.84
财务费用	4,233.80	6,408.53	4,730.59
资产减值损失	2,008.87	2,499.21	2,365.86
公允价值变动净收益	-610.63	246.16	205.13
投资净收益	5,203.17	7,294.84	954.67
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	3,549.91	4,736.22	894.55
营业利润	11,646.85	6,368.22	-5,922.29
加：营业外收入	7,315.36	6,749.96	7,689.47
其中：非流动资产处置利得	39.50	42.38	
减：营业外支出	460.06	686.67	313.02
其中：非流动资产处置净损失	77.36	363.21	17.87
利润总额	18,502.15	12,431.50	1,454.16
减：所得税	1,795.56	620.26	-542.64
净利润	16,706.59	11,811.25	1,996.80
减：少数股东损益	272.17	284.48	169.50
归属于母公司所有者的净利润	16,434.42	11,526.77	1,827.30
加：其他综合收益	-2,308.07	2,267.34	-223.26

资料来源：公司审计报告

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2014年	2013年	2012年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	202,639.41	165,335.05	148,840.75
收到的税费返还	5,832.13	4,228.62	3,561.46
收到其他与经营活动有关的现金	16,557.32	14,011.01	22,357.57
经营活动现金流入小计	225,028.85	183,574.68	174,759.78
购买商品、接受劳务支付的现金	125,291.68	102,671.38	107,145.17
支付给职工以及为职工支付的现金	44,154.25	36,182.57	30,556.74
支付的各项税费	9,780.63	9,321.31	7,322.86
支付其他与经营活动有关的现金	19,083.34	15,105.94	12,919.02
经营活动现金流出小计	198,309.90	163,281.21	157,943.80
经营活动产生的现金流量净额	26,718.95	20,293.47	16,815.98
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金		6,612.06	
取得投资收益收到的现金	5,482.03	5,750.56	845.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	143.02	354.62	131.15
收到其他与投资活动有关的现金	232,464.67	121,574.00	99,916.14
投资活动现金流入小计	238,089.73	134,291.24	100,892.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	28,358.44	17,043.98	39,214.60
投资支付的现金		21.43	7.50
支付其他与投资活动有关的现金	216,919.10	151,327.06	87,073.00
投资活动现金流出小计	245,277.54	168,392.46	126,295.10
投资活动产生的现金流量净额	-7,187.81	-34,101.23	-25,402.81
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金		42,262.79	
取得借款收到的现金	85,582.22	61,528.52	52,852.94
收到其他与筹资活动有关的现金	29,304.02	23,090.00	4,953.56
筹资活动现金流入小计	114,886.24	126,881.31	57,806.49
偿还债务支付的现金	122,053.38	65,760.75	43,055.36
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,194.51	6,596.02	10,020.76
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	350.00	215.63	
支付其他与筹资活动有关的现金	24,574.93	17,884.67	7,791.41
筹资活动现金流出小计	152,822.82	90,241.44	60,867.52
筹资活动产生的现金流量净额	-37,936.58	36,639.87	-3,061.03
汇率变动对现金的影响	-13.45	-525.45	-147.99
现金及现金等价物净增加额	-18,418.89	22,306.67	-11,795.84
期初现金及现金等价物余额	57,554.75	35,248.08	47,043.92

期末现金及现金等价物余额  
资料来源：公司审计报告

39,135.86      57,554.75      35,248.08

### 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
净利润	16,706.59	11,811.25	1,996.80
加: 资产减值准备	2,008.87	2,499.21	2,365.86
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18,169.57	16,988.72	15,302.27
无形资产摊销	1,184.58	856.54	800.17
长期待摊费用摊销	553.82	418.87	180.35
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	37.85	320.83	-1.43
公允价值变动损失	610.63	-246.16	-205.13
财务费用	5,231.04	6,857.27	5,297.87
投资损失	-5,203.17	-7,294.84	-954.67
递延所得税资产减少	191.56	-1,474.18	-1,385.89
递延所得税负债增加	-56.57	36.92	29.87
存货的减少	-16,581.39	-5,943.68	-1,567.08
经营性应收项目的减少	-13,876.12	-17,855.58	-3,670.18
经营性应付项目的增加	17,741.69	13,318.30	-1,372.83
间接法-经营活动产生的现金流量净额	26,718.95	20,293.47	16,815.98
现金的期末余额	39,135.86	57,554.75	35,248.08
减: 现金的期初余额	57,554.75	35,248.08	47,043.92
间接法-现金及现金等价物净增加额	-18,418.89	22,306.67	-11,795.84

资料来源: 公司审计报告

#### 附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
有息债务(万元)	78,653.21	116,275.32	115,672.01
应收账款周转天数(天)	135.36	127.78	129.70
存货周转天数(天)	160.91	146.58	164.13
应付账款周转天数(天)	105.75	88.68	111.09
净营业周期(天)	190.52	185.69	182.74
流动资产周转天数(天)	449.05	441.44	213.88
固定资产周转天数(天)	197.33	217.73	261.45
总资产周转天数(天)	784.67	822.48	889.69
综合毛利率	29.46%	26.02%	22.34%
期间费用率	24.03%	24.54%	25.19%
营业利润率	6.23%	3.89%	-4.39%
总资产回报率	5.84%	5.04%	2.36%
净资产收益率	7.12%	5.92%	1.16%
资产负债率	39.89%	44.97%	48.87%
流动比率	1.81	2.28	2.11
速动比率	1.28	1.79	1.49
EBITDA(万元)	43,718.52	37,139.07	24,160.92
EBITDA利息保障倍数	7.50	5.10	3.52
有息债务/EBITDA	1.80	3.13	4.79

资料来源：公司审计报告、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

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
杭州士兰集成电路有限公司	40,000	98.125%	集成电路、半导体，分立器件的制造与销售
杭州士兰明芯科技有限公司	70,000	100%	发光半导体器件、化合物半导体器件以及半导体照明设备的制造和销售
杭州士兰光电技术有限公司	2,000	80%	设计、开发、生产、销售光电模块、光电器件等相关产品及提供相关服务
杭州士景电子有限公司	1,680	100%	技术开发、技术服务、成果转让：微电子设计、批发、零售：微电子产品，计算机软件
杭州博脉科技有限公司	1,600	100%	生产、组装：多功能遥控器；设计、开发：电子产品以及与其相关的软件；批发、零售：多功能遥控器、电子产品及相关的软、硬件；服务：提供计算机系统方案
杭州美卡乐光电有限公司	11,000	100%	生产、技术开发、设计、技术转让：发光二极管；货物进出口
士港科技有限公司	USD 200	100%	电子元器件、电子部件和其他电子产品的设计、制造、销售以及相关产品的进出口业务
Silan Electronics,Ltd.	USD 300	100%	电子元器件、电子零部件及其他电子产品设计、销售，经营进出口业务。
成都士兰半导体制造有限公司	40,000	100%	集成电路、半导体分立器件、发光半导体等半导体产品的设计、制造、销售；货物进出口
深圳市深兰微电子有限公司	300	99.8125%	电子产品购销及其他国内商业、物资供应

资料来源：公司年报、鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/[（本年所有者权益+上年所有者权益）/2]×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/[（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）]
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/[（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）]
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 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。