

国脉科技股份有限公司

2011 年公司债券 2016 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>

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【379】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
末公司上调票面利率选
择权和投资者回售选择
权

分析师

姓名:
易美连 王一峰

电话:
0755-82872736

邮箱:
yiml@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

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

国脉科技股份有限公司

2011 年公司债券 2016 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	2016 年 6 月 22 日	2015 年 6 月 23 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 2016 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 2015 年公司信息通信技术(以下简称“ICT”)网络集成业务收入规模大幅增长, ICT 网络技术服务业务经营相对稳定;福州理工学院升级成为本科层次普通高等学校, 有利于未来经营业绩的改善;公司房地产项目国脉时代广场已开始认筹, 未来有望给公司带来一定现金流入。同时我们也关注到公司经营净现金流持续不佳;有息债务规模较大, 存在一定偿付压力等风险因素。

正面:

- 公司 ICT 网络集成业务收入规模大幅增长, ICT 网络技术服务业务经营相对稳定。2015 年由于公司加大了对 ICT 网络集成业务方面的拓展力度, 同时适当让利于市场渠道, 全年 ICT 网络集成业务实现营业收入 1.45 亿元, 较上年增长 43.70%; ICT 网络技术服务业务实现收入 3.4 亿元, 与上年基本持平, 该业务毛利率虽有所下降, 但仍维持在 76.66%的较高水平。
- 福州理工学院升级成为本科层次普通高等学校, 有利于未来经营业绩的改善。2015 年 6 月公司下属高等院校福州海峡职业技术学院更名为福州理工学院, 且升级成为本科层次普通高等学校, 截至 2016 年 6 月共设置 10 个本科专业, 后续随着本科招生人数的增加, 该院校经营业绩有望得到一定改善。

- **国脉时代广场已开始认筹，未来有望给公司带来一定现金流入。**公司房地产项目国脉时代广场位于福建自贸区内，地理位置较好，目前已取得预售许可证并开始认筹，预计 2016 年下半年开始预售，有望给公司带来一定现金流入。

关注：

- **公司 ICT 网络集成业务毛利率下降。**由于市场竞争逐步激烈，以及在控制赊销比例的前提下为扩大规模主动让利等原因，公司 ICT 网络集成业务毛利率由 2014 年的 11.17% 下降至 2016 年 1 季度的 3.85%。
- **公司经营净现金流表现较差。**由于国脉时代广场建设资金的持续投入和 ICT 网络集成业务拓展期增加了采购存货等因素影响，2015 年公司经营净现金流出达到 21,657.84 万元。
- **有息债务规模较大，存在一定偿付压力。**2016 年 3 月末公司有息债务规模为 8.66 亿元，较 2015 年末有所下降，但仍维持较高水平。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	287,527.19	284,745.60	241,083.04	227,669.38
归属于母公司所有者权益合计（万元）	137,244.93	133,970.12	130,223.95	126,284.21
有息债务（万元）	86,581.28	88,954.33	83,277.37	80,100.34
资产负债率	51.90%	52.61%	45.63%	43.73%
流动比率	2.33	2.33	3.03	2.67
速动比率	0.65	0.68	1.33	1.35
营业收入（万元）	25,268.24	49,750.11	46,028.19	38,284.59
营业利润（万元）	3,645.77	2,605.35	4,205.09	10,770.68
利润总额（万元）	3,776.71	3,530.16	4,891.96	11,936.26
综合毛利率	38.57%	57.61%	63.55%	74.89%
总资产回报率	-	2.94%	3.93%	6.88%
EBITDA（万元）	-	10,871.16	11,386.33	16,601.66
EBITDA 利息保障倍数	-	1.76	2.09	3.85
经营活动现金流净额（万元）	-8,235.43	-21,657.84	-8,579.71	-6,373.80

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 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年末公司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，附第5年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。根据2016年6月22日公司公告的中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回售申报数据，本期债券本次回售申报数量4.09万张、回售金额409万元（不含利息），剩余托管数量395.91万张，回售部分债券的兑付日为2016年7月26日。截至2016年3月末，本期债券本息累计兑付情况如下表所示。

表1 截至2016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
2015年7月27日	0	2,720	40,000

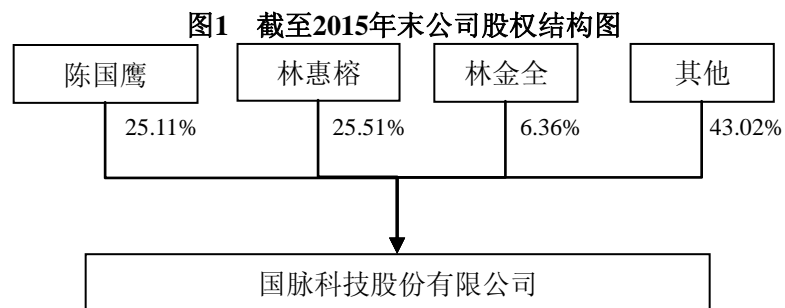
注：2015年7月26日为节假日，故顺延至7月27日兑付利息

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2015年末，公司股权结构如下图所示。林惠榕女士系陈国鹰先生之妻，林金全先生为陈国鹰岳父，三人为公司一致行动人，系公司实际控制人。



资料来源：公司2015年年报，鹏元整理

2015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，具体如附录五所示。

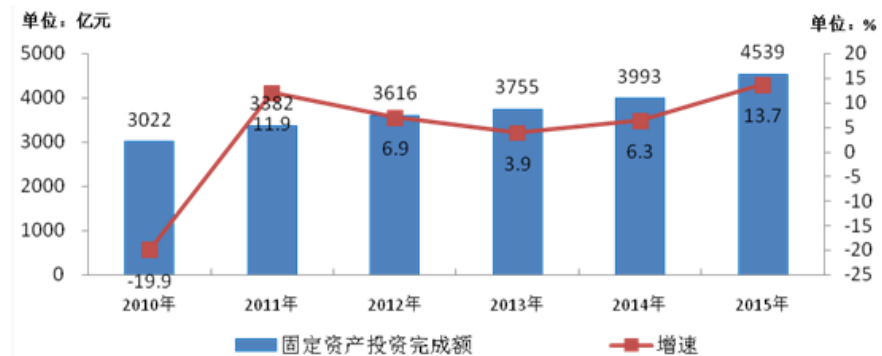
截至2016年3月31日，公司资产总额为28.75亿元，归属于母公司所有者权益合计为13.72亿元，资产负债率为51.90%；2015年度，公司实现营业收入4.98亿元，利润总额0.35亿元，经营活动现金净流出2.17亿元。

三、运营环境

2015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

根据中华人民共和国工业和信息化部《2015年通信运营统计公报》数据，2015年我国电信业务总量完成23,141.7亿元，同比增长27.5%，比上年提高12个百分点。2015年，全行业固定资产投资规模完成4,539.1亿元，达到自2009年以来投资水平最高点。投资完成额比上年增长546.5亿元，同比增长13.7%，比上年增速提高7.40个百分点。2015年，移动投资稳占电信投资的重点，完成投资2,047.5亿元，同比增长26.5%，占全部投资的比重达45.1%，比上年提高4.6个百分点。互联网及数据通信投资完成716.80亿元，同比增加79.90%，占比由上年的10%提高至15.80%。电信行业投资规模的持续增长为电信网络外包服务行业发展提供了较好的发展机遇。

图2 2010-2015年电信固定资产投资完成情况



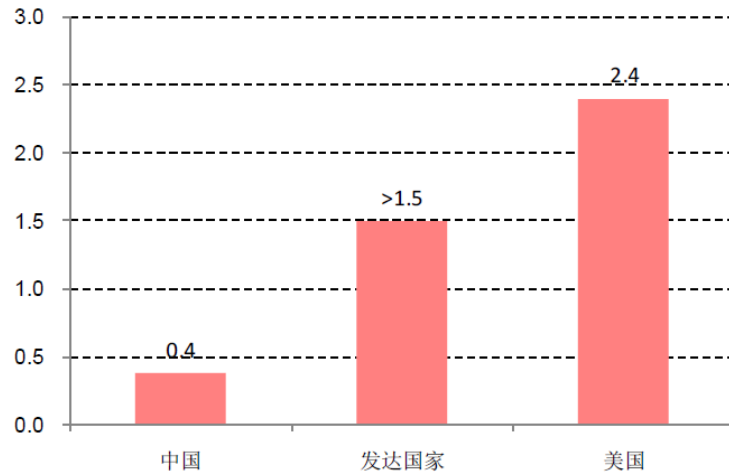
资料来源：2015年通信运营统计公报

我国二手车交易市场空间较大，2016年3月出台的《关于促进二手车便利交易的若干意见》有望给我国二手车交易市场带来较好的发展机遇

根据中国汽车流通协会统计数据，2015年中国二手车交易量为942万辆，而新车市场的销量为2,459.8万辆，二手车市场规模不到新车市场的40%。在美国每年的二手车交易量约为4,200万辆，2015年其新车交易量是1,747万辆，二手车交易量大约是新车交易量的2.4倍。其他发达国家一般也在1.5:1以上。我国已是全球最大的新车市场，每年新增新车超过2,400

万辆，截至2015年末，我国汽车保有量已达1.72亿辆，若能达到美国的水平，我国二手车年交易量将突破6,000万辆。即使按二手车与新车流通量比例1.5倍计算，也将接近4,000万辆，市场空间较大。

图 3 2015年中国、美国及发达国家二手车和新车流通量比



资料来源：中信建投证券研究发展部

目前限制我国二手车交易的政策因素主要为各地市的限迁政策。“限迁”是限制一定排放标准以下的外地二手车迁入本地市场的行政措施。根据中国汽车流通协会统计数据，全国95%的地级城市都在执行基于二手车排放标准的限迁政策，其中，允许国五以上排放标准迁入的城市12个，国四标准以上的城市261个，国三标准以上的城市51个，国二标准以上的城市3个。区域性的环保门槛限制了二手车的跨地市流动，导致市场的割裂、区域化，限制了二手车交易发展。2015年3月广东省推行国五标准以下车辆限迁政策，当年二手车交易量下跌18%，交易金额下跌37%，当地二手车商几乎处于半停业状态。2016年3月14日，国务院办公厅发布《关于促进二手车便利交易的若干意见》，意见提出“各地人民政府不得制定实施限制二手车迁入政策。符合国家在用机动车排放和安全标准，在环保定期检验有效期和年检有效期内的二手车均可办理迁入手续，国家鼓励淘汰和要求淘汰的相关车辆及国家明确的大气污染防治重点区域（京津冀：北京、天津、河北，长三角：上海、江苏、浙江，珠三角：广州、深圳、珠海、佛山、江门、肇庆、惠州、东莞、中山等9个城市）有特殊要求的除外。已经实施限制二手车迁入政策的地方，要在2016年5月底前予以取消。”该意见的出台，将一定程度上打破地方“限迁”政策，形成全国统一、高效、自由流通的二手车市场，从而为二手车交易市场注入新的活力，带来新的发展机遇。

四、经营与竞争

公司主营业务是为客户提供ICT综合解决方案，包括自主研发的核心设备、系统集成、技术服务等。作为ICT综合解决方案提供商，公司业务覆盖运营商、政府、医疗、教育、金融等客户。2015年公司主营业务、主要产品和服务均未发生重大变化，全年ICT网络集成业务收入大幅增加使得公司主营业务收入较上年增长8.06%，而低毛利率的ICT网络集成收入占比提高以及ICT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6.10个百分点，但公司主营业务毛利率仍处于较高水平，2015年为56.49%。

2016年1季度为进一步扩大ICT网络集成的规模，公司在继续加大市场开拓力度的同时让利于市场渠道，使得ICT网络集成收入基本与2015年持平，但销售毛利率进一步下降至3.85%；随着福州理工学院办学升级，产学研融合的影响不断深入，ICT网络技术服务毛利率较2015年提升6.91个百分点。

表 2 2014-2015 年及 2016 年 1-3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月		2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
ICT 网络集成	14,333.82	3.85%	14,483.95	9.17%	10,079.59	11.17%
ICT 网络技术服务	10,583.62	83.57%	33,981.31	76.66%	34,771.30	77.50%
合计	24,917.44	37.71%	48,465.26	56.49%	44,850.89	62.59%

资料来源：公司提供

2015年公司ICT网络集成业务收入规模进一步大幅增长，ICT网络技术服务业务经营相对稳定，公司客户和区域集中度均有所下降

公司ICT网络集成业务的主要经营模式为根据客户的需求，把各种ICT硬件设备和软件有机地组合到一起，实现特定的业务功能、满足客户需求的业务过程。ICT网络技术服务是指为用户提供独立于设备销售的一系列技术服务，如为保障ICT系统安全可靠、高效运行而进行的设备系统维护服务，以及为用户的ICT网络提供网络规划、设计咨询、教育培训、云计算和大数据应用等服务。2015年度公司继续加大了对ICT网络集成业务方面的拓展力度，同时适当让利于市场渠道，全年该板块实现营业收入1.45亿元，较上年增长43.70%，占主营业务收入的比重由2014年的22.47%上升至29.89%，销售毛利率在市场竞争逐步激烈以及公司主动让利影响下较上年下降2个百分点。

ICT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，2015年该业务收入规模有小幅下降。随着ICT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0.84个百分点。但由于公

公司的ICT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ICT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，具体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福州分公司等单位。2015年公司客户集中度有所下降，前五大客户收入占比由2014年的55.86%下降至48.61%

表3 2014-2015年公司前五大客户情况（单位：万元）

2015年			2014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	8,794.82	17.68%	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福州分公司	4,751.92	9.55%	中国移动通信集团福建有限公司厦门分公司	5,541.17	12.04%
中国移动通信集团福建有限公司泉州分公司	4,115.70	8.27%	中国移动通信集团福建有限公司福州分公司	5,264.27	11.44%
中国联合网络通信有限公司哈尔滨市分公司	3,701.92	7.44%	中国移动通信集团福建有限公司泉州分公司	5,170.73	11.23%
中国移动通信集团福建有限公司厦门分公司	2,820.77	5.67%	中国联合网络通信有限公司哈尔滨市分公司	3,116.25	6.77%
合计	24,185.13	48.61%	合计	25,709.46	55.86%

资料来源：公司提供

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，2015年仍是公司主要收入来源区域，收入总额达到3.88亿元，较上年增长1.89%，占公司营业收入的比重达78.05%。其他区域如东北、华北和华南由于之前收入基数较小，且在市场开拓力度加大的带动下，销售收入增长较为迅速，占营业收入的比重也均有不同程度的提升，公司销售区域集中度有所下降。

表4 2014-2015年公司营业收入分区域构成情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	收入	占比	收入	占比
东北	7,791.80	15.66%	7,141.63	15.52%
华北	367.35	0.74%	217.67	0.47%
华东	38,829.95	78.05%	38,110.07	82.80%
华南	2,353.76	4.73%	506.04	1.10%
其他	407.25	0.72%	52.77	0.11%
合计	49,750.11	100.00%	46,028.19	100.00%

资料来源：公司提供

2015年公司下属高等院校福州海峡职业技术学院更名为福州理工学院，且升级成为本

科层次普通高等学校，后续随着本科招生人数的增加，预计经营业绩将有所改善

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100%的股权。2015年公司收到《福建省人民政府办公厅关于建立福州理工学院的通知》（闽政办便函[2015]23号），同意按照《教育部关于同意建立福州理工学院的函》（教发函[2015]85号）的要求，在福州海峡职业技术学院基础上建立本科层次的福州理工学院，首批设置本科专业5个，分别为通信工程、电子信息工程、软件工程、网络工程、物联网工程等，并于2015年6月完成民办非企业单位登记证书等名称变更手续，名称变更为“福州理工学院”（以下简称“学院”）。2016年3月公司收到教育部批复，新增土地工程、工程造价、金融工程、国际经济与贸易、物流管理五个本科专业。截至2016年3月末，福州理工学院经营范围为全日制高等本科教育、各种形式的非学历教育，现有6个专业大类，拥有10个本科专业、16个专科专业。

2015年学院完成首批本科专业的招生工作，本科录取指标5个专业各100人，合计500人，专科各专合计招生指标2,300人，实现营业收入4,715.64万元，但受学院新校区建成投入使用折旧较多，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较多的影响，学院2015年仍表现亏损，净利润为-3,218.06万元，但是后续预计随着学院本科招生人数的增加，学院的经营业绩将有所改善。

跟踪期内，公司与莆田市人民政府就二手车国家级安全认证第三方综合平台等物联网项目达成了合作意向，后续若该项目能顺利推进，有望加快公司物联网平台项目落地

2016年4月公司与莆田市人民政府签订了《物联网产业战略合作协议》，就共同推进二手车国家级安全认证第三方综合平台并落地莆田市等物联网项目建设达成合作意向，双方拟围绕二手车安全认证第三方综合平台、智慧城市等物联网产业领域进行全面合作。目前我国二手车信息不透明、交易体制不完善，严重降低了二手车流通效率。为了满足客户的车检和认证需求，各车厂、品牌经销商、二手车交易市场以及二手车电商等纷纷推出车辆认证服务。然而，品牌二手车的认证业务主要针对本品牌车型，通过特许经销商为车辆提供检测和质量担保，且经销商之间各自为战，没有统一的标准。中国汽车流通协会于2014年5月推行“行”认证行业标准，根据公开数据，截至2015年底，月检测数量约为3,000辆，尚处于起步阶段，权威车况认证平台缺位，因此后续若公司与莆田市人民政府合作开展的二手车国家级安全认证第三方综合平台项目能顺利推进并投入使用，可加快给公司物联网平台项目的落地。

公司房地产项目国脉时代广场已开始认筹，预计将于2016年下半年开始预售，有望给公司带来一定的现金流入

公司于2012年9月7日竞得福州市马尾快安园区41号地块，该地块位于福建自贸区内，地理位置较好，占地面积59,197平方米，最大可建筑面积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，截至2015年末该项目已完成投资9.52亿元¹，基本已竣工，并已取得预售许可证开始认筹，预计将于2016年下半年开始预售从而有望给公司带来一定的现金流入。

公司注重研发和技术积累，2015年研发人员数量及研发投入均大幅增长，并取得了一定的研发成果，为持续发展奠定了一定基础，但持续较高的研发费用也对利润造成一定侵蚀

为保持公司竞争力，2015年公司仍注重研发和技术积累，研发人员数量由2014年末的343人提升至553人，研发投入金额也由2014年的4,735.12万元增加至5,526.11万元，分别同比增长61.22%、16.70%，研发的重点内容包括通信网络运维管理系统、无线通信网络优化、下一代光通信网络技术、物联网应用等，并取得国脉科技2008版通信工程概预算软件V12.0、国脉科技工程大数据管理考核系统V1.0、国脉科技宽带运维支撑系统V1.0三个计算机软件著作权登记证书，一项名为“一种安装了信标的光缆”实用新型专利证书，为公司持续发展奠定了一定基础。但我们也注意到，持续高水平的研发投入使得公司管理费用始终处于高位，对公司利润造成一定侵蚀。2015年公司管理费用为15,840.35万元，占营业收入的比重达31.84%。

表 5 2014-2015 年公司研发人员及投入情况

项目	2015 年	2014 年
研发人员数量（人）	553	343
研发人员数量占比	42.41%	21.23%
研发投入金额（万元）	5,526.11	4,735.12
研发投入占营业收入的比例	11.11%	10.29%
管理费用（万元）	15,840.35	16,664.38

资料来源：公司提供

公司计划非公开发行股票募集资金进行物联网大数据运营平台和云健康医学中心项目的建设，该事宜已经中国证监会核准，但发行进度存在不确定性

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

¹ 该金额包括与该项目有关的财务费用、销售和管理费用，因此余额与在建工程中该项目的期末余额有差异。

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。该事宜已经中国证监会核准，但发行进度存在不确定性。

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2014-2015年审计报告以及未经审计的2016年1季报，报告均采用新会计准则编制。

2015年公司合并报表范围未发生变化，具体如附录五所示。

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2016年3月末公司总资产为28.75亿元，较2014年末增长19.26%。公司流动资产比重有所上升，2016年3月末公司流动资产合计15.01亿元，占总资产的52.21%，较2014年末提升4.92个百分点。

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。2015年末公司货币资金1.94亿元，几乎全部为银行存款，其中37.80万元为银行承兑汇票保证金，使用受限。2015年虽然公司营业收入有所增长，但公司加强了应收账款的管理，应收账款余额较2014年同比下降13.95%；从应收对象来看，主要包括中国联合网络通信有限公司哈尔滨市分公司、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福州分公司、中国移动通信集团广东有限公司等单位，欠款单位资信良好，且2015年末应收账款账面价

值有67.64%的款项账龄在一年以内，回收风险不大。2015年以来公司预付款项增长迅速，主要因为2015年新增国脉科学园项目预付电梯、园林工程等项目款1,196.00万元，预付物联网终端采购货款1,989.00万元。2015年末公司存货大幅增长，主要原因是公司持续增加对国脉时代广场的建设投入，截至2015年末存货中开发成本为8.96亿元，较2014年末的开发成本增加3.20亿元，未来随着国脉时代广场的对外销售并结转收入预计将为公司贡献较多利润。截至2015年末公司存货中福州市马尾区快安园区41号地的土地使用权及该土地上对应的国脉时代广场项目7幢楼和地下室一层停车位已用于借款抵押，账面价值为81,697.31万元。

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、在建工程和无形资产。可供出售的金融资产为公司对厦门国际银行的投资，按成本计量，公司持有其0.47%的股权，2014年末以来账面价值未发生变化，2015年公司从厦门国际银行取得现金分红437.14万元。公司长期股权投资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，2015年以来随着该等投资确认的投资收益和其他综合收益的增加，公司长期股权投资期末余额逐步增长。投资性房地产系公司出租物业，按公允价值进行后续计量，每年可产生一定的租赁收入，计入其他业务收入。受福州理工学院新校区剩余工程转入固定资产影响，2015年公司固定资产进一步增加，期末房屋及建筑物账面价值占比为93.41%。截至2015年末公司固定资产不存在抵押情况。截至2015年底公司在建工程主要为电信网络技术服务基地（二期）、国脉物联网大数据运营平台、国脉云健康医学中心项目等，随着项目投入的增加，公司在建工程余额逐步增长。公司无形资产主要为土地使用权，不存在抵押情况。

表 6 2014-2016 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12,749.17	4.43%	19,356.56	6.80%	28,470.99	11.81%
应收账款	20,189.83	7.02%	17,427.76	6.12%	20,253.64	8.40%
预付款项	6,253.57	2.17%	4,011.59	1.41%	282.64	0.12%
存货	108,058.00	37.58%	104,633.08	36.75%	64,001.27	26.55%
流动资产合计	150,105.61	52.21%	147,433.78	51.78%	114,001.05	47.29%
可供出售金融资产	9,000.00	3.13%	9,000.00	3.16%	9,000.00	3.73%
长期股权投资	14,131.31	4.91%	13,594.42	4.77%	12,765.66	5.30%
投资性房地产	21,514.54	7.48%	21,514.54	7.56%	20,330.92	8.43%
固定资产	54,567.50	18.98%	55,238.20	19.40%	53,073.38	22.01%
在建工程	12,963.31	4.51%	12,676.53	4.45%	11,154.98	4.63%

无形资产	13,306.91	4.63%	13,387.38	4.70%	13,716.51	5.69%
非流动资产合计	137,421.58	47.79%	137,311.82	48.22%	127,081.99	52.71%
资产总计	287,527.19	100.00%	284,745.60	100.00%	241,083.04	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

盈利能力

2015年公司营业收入保持增长态势，但利润规模仍偏小，2016年1季度在业务规模迅速扩张的带动下，盈利能力和盈利水平大幅提升

得益于ICT网络集成业务的发展以及租赁业务收入的增加，2015年公司实现营业收入49,750.11万元，较上年增长8.09%，而低毛利率的ICT网络集成收入占比提高以及ICT网络技术服务毛利率下滑使得公司综合毛利率由2014年的63.55%下降至57.61%。

2015年公司投资收益较上年减少，主要原因是2014年公司处置债券保本型基金获取较多的投资收益。2015年公司投资收益主要包括参股公司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经营业绩提升致使按权益法确认的投资收益699.52万元，可供出售金融资产在持有期间的投资收益437.14万元（现金分红）。

2015年由于营业收入的增长，公司期间费用率有所下降，但仍维持较高水平。由于综合毛利率的下降以及仍然高企的期间费用率，公司主业盈利能力仍表现较弱，营业利润率由上年的9.14%下降至5.24%。

2015年公司营业外收入为939.45万元，对利润水平形成了一定补充，其中921.48万元为政府补助，补助项目包括2014年总部经济企业经营贡献奖和高管个税返还、科技企业发展扶持资金等，可持续性不强。

由于公司主业盈利能力的下降且表现较弱，2015年公司实现净利润3,914.90万元，规模较小，且较上年下降14.32%。

2016年1-3月，由于ICT网络集成业务规模的大幅扩张，公司营业收入较上年同期增长117.66%，主要受此影响，公司期间费用率大幅下降，盈利能力增强，营业利润率由2015年的5.24%提升至14.43%，净利润较上年同期增长95.16%。未来，随着福州理工学院招生规模的扩大和学费的提高、国脉时代广场竣工结算，公司经营业绩有望进一步得到一定改善。

表 7 2014-2015 年及 2016 年 1-3 月公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
营业收入	25,268.24	49,750.11	46,028.19
投资收益	572.32	1,136.66	1,737.36
营业利润	3,645.77	2,605.35	4,205.09

营业外收入	130.94	939.45	715.49
利润总额	3,776.71	3,530.16	4,891.96
净利润	3,379.95	3,914.90	4,569.46
综合毛利率	38.57%	57.61%	63.55%
期间费用率	24.60%	53.63%	57.73%
营业利润率	14.43%	5.24%	9.14%
总资产回报率	-	2.94%	3.93%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

现金流

2015年公司经营净现金流仍表现较差，依赖筹资活动提供资金支持

由于国脉时代广场建设资金的持续投入和国脉信息ICT集成业务拓展期增加了采购存货等因素影响，2015年公司经营净现金流出达到21,657.84万元，较上年增加13,078.13万元。2016年随着国脉时代广场开始对外销售，预计公司经营活动现金流将明显改善。

2015年公司投资活动现金净流出为5,869.76万元，主要表现为电信网络技术服务基地（二期）、国脉物联网大数据运营平台、国脉云健康医学中心项目建设资金的持续投入。

为给经营活动和投资活动提供资金支持，2015年公司新增银行借款较多，使得筹资活动表现为现金净流入18,332.67万元。

表 8 2014-2015 年公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	3,914.90	4,569.46
营运资本变化	-29,855.17	-16,827.45
其中：存货减少（减：增加）	-38,665.12	-16,737.04
经营性应收项目的减少（减：增加）	-5,051.27	-6,312.59
经营性应付项目增加（减：减少）	13,861.22	6,222.18
经营活动产生的现金流量净额	-21,657.84	-8,579.71
投资活动产生的现金流量净额	-5,869.76	15,785.41
筹资活动产生的现金流量净额	18,332.67	-533.53
现金及现金等价物净增加额	-9,152.23	6,673.34

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，存在一定偿付压力

公司负债规模保持增长，而所有者权益增长相对较慢，2016年3月末公司产权比率较

2014年底有所上升。

表9 2014-2016年3月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
负债合计	149,234.36	149,794.62	110,007.80
所有者权益合计	138,292.83	134,950.98	131,075.24
产权比率	107.91%	111.00%	83.93%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年1季报，鹏元整理

公司负债中有息债务占比较大，2016年3月底其规模达到8.66亿元，主要由短期借款、长期借款和应付债券组成。2015年末公司短期借款余额为1,000.00万元，全部为质押和担保借款；长期借款余额为44,500.00万元，其中抵押借款余额35,500.00万元，系全资子公司国脉科学园以土地使用权及国脉时代广场在建项目作为抵押，保证借款余额12,600.00万元，系福州理工学院提供连带保证担保。应付账款主要是应付供应商的货款。2015年末公司其他应付款增长迅速，主要原因为公司下属子公司接受关联方国脉集团财务资助20,000万元（借款期限：2015年5-2018年5月，按同期同类银行利率计算利息）。

表10 2014-2016年3月公司主要债务构成（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	500.00	0.34%	1,000.00	0.67%	12,000.00	8.04%
应付账款	15,429.16	10.34%	15,135.51	10.14%	7,117.09	4.77%
预收款项	6,561.78	4.40%	7,785.08	5.22%	3,356.43	2.25%
其他应付款	33,896.82	22.71%	28,783.11	19.29%	8,686.38	5.82%
流动负债合计	64,530.90	43.24%	63,354.40	42.45%	37,676.96	25.25%
长期借款	42,700.00	28.61%	44,500.00	29.82%	30,700.00	20.57%
应付债券	39,781.28	26.66%	39,759.83	26.64%	39,677.37	26.59%
非流动负债合计	84,703.46	56.76%	86,440.22	57.92%	72,330.85	48.47%
负债合计	149,234.36	100.00%	149,794.62	100.38%	110,007.80	73.71%
有息债务	86,581.28	58.02%	88,954.33	59.61%	83,277.37	55.80%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年1季报，鹏元整理

从偿债能力指标来看，与2014年末相比，2016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。随着盈利能力和利润水平的下滑，公司EBITDA利息保障倍数有所下降。由于短期借款的减少，2016年3月末公司有息债务规模较2015年末有所下降，但仍维持较高水平，EBITDA对有息债务及利息的覆盖程度较低，存在一定的偿付压力。

表11 2014-2016年3月公司偿债能力指标

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
------	---------	-------	-------

资产负债率	51.90%	52.61%	45.63%
流动比率	2.33	2.33	3.03
速动比率	0.65	0.68	1.33
EBITDA（万元）	-	10,871.16	11,386.33
EBITDA 利息保障倍数	-	1.76	2.09
EBITDA/有息债务	-	12.22%	13.67%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

六、评级结论

2015年公司ICT网络集成业务收入规模大幅增长，ICT网络技术服务业务经营相对稳定；福州理工学院升级为本科层次普通高等学校，截至2016年6月共设置10个本科专业，有利于未来经营业绩的改善；公司房地产项目国脉时代广场已取得预售许可证开始认筹，未来有望给公司带来一定现金流入；同时我们也关注到公司ICT网络集成业务毛利率下降；公司经营净现金流不佳；有息债务规模较大，存在一定的偿付压力等风险因素。

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	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	12,749.17	19,356.56	28,470.99	21,897.67
应收票据	394.04	0.00	309.40	30.00
应收账款	20,189.83	17,427.76	20,253.64	14,747.26
预付款项	6,253.57	4,011.59	282.64	548.71
应收利息	0.00	0.00	0.00	57.93
其他应收款	1,083.32	1,005.29	574.54	715.12
存货	108,058.00	104,633.08	64,001.27	47,112.77
一年内到期的非流动资产	1,246.67	740.28	65.78	0.00
其他流动资产	131.00	259.22	42.80	10,211.99
流动资产合计	150,105.61	147,433.78	114,001.05	95,321.44
可供出售金融资产	9,000.00	9,000.00	9,000.00	29,623.40
长期应收款	2,633.77	2,789.32	287.90	0.00
长期股权投资	14,131.31	13,594.42	12,765.66	12,886.74
投资性房地产	21,514.54	21,514.54	20,330.92	19,751.65
固定资产	54,567.50	55,238.20	53,073.38	10,206.22
在建工程	12,963.31	12,676.53	11,154.98	40,268.59
无形资产	13,306.91	13,387.38	13,716.51	14,025.37
商誉	3,123.92	3,123.92	3,123.92	3,123.92
长期待摊费用	443.71	422.10	27.96	2.50
递延所得税资产	4,436.60	4,265.41	2,300.76	1,159.54
其他非流动资产	1,300.00	1,300.00	1,300.00	1,300.00
非流动资产合计	137,421.58	137,311.82	127,081.99	132,347.93
资产总计	287,527.19	284,745.60	241,083.04	227,669.38
短期借款	500.00	1,000.00	12,000.00	12,000.00
应付票据	0.00	94.50	0.00	0.00
应付账款	15,429.16	15,135.51	7,117.09	3,060.90
预收款项	6,561.78	7,785.08	3,356.43	3,247.35
应付职工薪酬	1,985.71	2,969.40	2,515.66	1,988.50
应交税费	679.19	2,766.22	1,895.24	1,888.07
应付利息	1,878.23	1,220.58	1,196.16	1,156.53
其他应付款	33,896.82	28,783.11	8,686.38	6,655.54
一年内到期的非流动负债	0.00	3,600.00	900.00	5,700.00
其他流动负债	3,600.00	0.00	10.00	0.00
流动负债合计	64,530.90	63,354.40	37,676.96	35,696.89

长期借款	42,700.00	44,500.00	30,700.00	22,800.00
应付债券	39,781.28	39,759.83	39,677.37	39,600.34
递延收益-非流动负债	208.37	224.81	290.54	0.00
递延所得税负债	2,013.81	1,955.58	1,662.93	1,473.00
非流动负债合计	84,703.46	86,440.22	72,330.85	63,873.34
负债合计	149,234.36	149,794.62	110,007.80	99,570.24
实收资本(或股本)	86,500.00	86,500.00	86,500.00	86,500.00
资本公积金	1,211.49	1,211.49	1,221.85	1,174.14
其它综合收益	1,338.33	1,376.42	954.27	1,613.50
盈余公积金	5,014.07	5,014.07	3,837.33	2,875.34
未分配利润	43,181.04	39,868.14	37,710.50	34,121.24
归属于母公司所有者权益合计	137,244.93	133,970.12	130,223.95	126,284.21
少数股东权益	1,047.90	980.86	851.29	1,814.93
所有者权益合计	138,292.83	134,950.98	131,075.24	128,099.14
负债和所有者权益总计	287,527.19	284,745.60	241,083.04	227,669.38

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年1季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	25,268.24	49,750.11	46,028.19	38,284.59
营业收入	25,268.24	49,750.11	46,028.19	38,284.59
二、营业总成本	22,194.80	48,736.01	44,537.50	34,455.56
营业成本	15,521.25	21,090.25	16,777.01	9,615.13
营业税金及附加	214.96	699.28	478.52	845.00
销售费用	1,788.40	6,934.98	5,740.48	5,332.78
管理费用	3,590.61	15,840.35	16,664.38	15,670.48
财务费用	836.33	3,907.26	4,166.50	2,379.69
资产减值损失	243.25	263.89	710.62	612.48
加：公允价值变动净收益	0.00	454.60	977.04	1,224.30
投资净收益	572.32	1,136.66	1,737.36	5,717.35
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	572.32	699.52	-125.29	1,135.59
三、营业利润	3,645.77	2,605.35	4,205.09	10,770.68
加：营业外收入	130.94	939.45	715.49	1,187.26
减：营业外支出	0.00	14.64	28.62	21.68
其中：非流动资产处置净损失	0.00	14.37	24.57	20.86
四、利润总额	3,776.71	3,530.16	4,891.96	11,936.26
减：所得税	396.76	-384.74	322.51	1,105.66
五、净利润	3,379.95	3,914.90	4,569.46	10,830.60

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年1季报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016-03-31	2015年	2014年	2013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	22,896.51	57,732.05	42,084.88	34,995.99
收到的税费返还	21.33	4.88	61.75	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	603.79	3,794.44	4,307.62	11,530.99
经营活动现金流入小计	23,521.63	61,531.37	46,454.24	46,526.97
购买商品、接受劳务支付的现金	23,330.42	56,535.95	29,293.14	29,798.84
支付给职工以及为职工支付的现金	4,265.48	12,619.80	12,866.79	13,099.19
支付的各项税费	1,389.86	2,959.76	3,527.74	2,693.15
支付其他与经营活动有关的现金	2,771.30	11,073.69	9,346.29	7,309.59
经营活动现金流出小计	31,757.06	83,189.21	55,033.96	52,900.77
经营活动产生的现金流量净额	-8,235.43	-21,657.84	-8,579.71	-6,373.80
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	458.30	30,000.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	437.14	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	0.00	20.20	28.58	37.46
投资活动现金流入小计	0.00	915.64	31,891.23	336.82
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	368.80	6,730.78	14,436.69	31,667.77
投资支付的现金	0.00	54.62	1,669.13	35,400.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	250.16
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	12,896.63
投资活动现金流出小计	368.80	6,785.40	16,105.82	80,214.56
投资活动产生的现金流量净额	-368.80	-5,869.76	15,785.41	-79,877.75
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	100.00	980.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	980.00
取得借款收到的现金	5,000.00	50,700.00	34,900.00	35,545.00
筹资活动现金流入小计	5,000.00	50,700.00	35,000.00	36,525.00
偿还债务支付的现金	2,300.00	25,200.00	30,300.00	1,945.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	699.37	7,141.17	5,228.40	3,860.17
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	26.15	5.13	5.13

筹资活动现金流出小计	2,999.37	32,367.33	35,533.53	5,810.30
筹资活动产生的现金流量净额	2,000.63	18,332.67	-533.53	30,714.70
四、汇率变动对现金的影响	-3.79	42.70	1.17	-11.84
五、现金及现金等价物净增加额	-6,607.39	-9,152.23	6,673.34	-55,548.68
期初现金及现金等价物余额	19,356.56	28,470.99	21,797.65	77,346.33
期末现金及现金等价物余额	12,749.17	19,318.76	28,470.99	21,797.65

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016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	2015年	2014年	2013年
净利润	3,914.90	4,569.46	10,830.60
加：资产减值准备	263.89	710.62	612.48
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,773.92	1,835.05	1,199.86
无形资产摊销	329.68	328.78	328.39
长期待摊费用摊销	37.26	1.54	0.14
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	7.13	10.38	17.48
固定资产报废损失	0.00	10.83	3.16
公允价值变动损失	-454.60	-977.04	-1,224.30
财务费用	4,201.25	4,328.95	3,206.34
投资损失	-1,136.66	-1,737.36	-5,717.35
递延所得税资产减少	-1,964.65	-1,141.22	-336.61
递延所得税负债增加	236.71	307.30	340.12
存货的减少	-38,665.12	-16,737.04	-43,605.79
经营性应收项目的减少	-5,051.27	-6,312.59	24,961.90
经营性应付项目的增加	13,861.22	6,222.18	3,015.12
其他	-11.49	0.46	-5.35
经营活动产生的现金流量净额	-21,657.84	-8,579.71	-6,373.80

资料来源：公司2014-2015年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	51.90%	52.61%	45.63%
流动比率	2.33	2.33	3.03
速动比率	0.65	0.68	1.33
综合毛利率	38.57%	57.61%	63.55%
总资产回报率	-	2.94%	3.93%
EBITDA (万元)	-	10,871.16	11,386.33
EBITDA 利息保障倍数	-	1.76	2.09
产权比率	107.91%	111.00%	83.93%
EBITDA/有息债务	-	12.22%	13.67%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

附录五 截至 2015 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
福建国脉一丁云商信息技术有限公司	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	53.33%		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
福州理工学院	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 2015 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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款} + \text{其他流动负债}$
	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。