

跟踪评级公告

联合[2014] 041 号

保定天威保变电气股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对保定天威保变电气股份有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

保定天威保变电气股份有限公司主体长期信用等级为 A+

保定天威保变电气股份有限公司发行的“11 天威债”公司债券信用等级为 A+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二〇一四年三月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201 室（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

保定天威保变电气股份有限公司

2011 年 16 亿元公司债券跟踪评级报告

发行人主体长期信用等级

跟踪评级结果: A+

评级展望: 稳定

上次评级结果: AA

评级展望: 稳定

债券简称: 11 天威债

债券本金: 16 亿元

债项信用等级

跟踪评级结果: A+

上次评级结果: AA

上次评级时间: 2013 年 4 月 25 日

跟踪评级时间: 2014 年 3 月 28 日

财务数据:

发行人

项 目	2012 年	2013 年
资产总额(万元)	1,602,103.66	992,717.53
所有者权益(万元)	621,258.23	28,053.09
长期债务(万元)	407,827.80	323,639.28
全部债务(万元)	747,908.06	711,215.57
营业收入(万元)	342,333.18	435,899.37
净利润(万元)	-172,197.53	-581,727.27
主营业务毛利率(%)	5.43	7.93
EBITDA(万元)	-97,398.51	-511,200.99
经营性净现金流(万元)	10,975.53	67,843.22
资产负债率(%)	61.22	97.17
全部债务资本化比率(%)	54.63	96.21
流动比率	1.37	1.04
现金短期债务比(%)	0.52	0.45
经营现金利息偿还能力(倍)	0.22	1.58

担保方

项 目	2012 年	2013 年 9 月
资产总额(亿元)	335.58	272.64
所有者权益(亿元)	59.28	39.61
营业收入(亿元)	72.18	58.31
净利润(亿元)	-33.44	-38.30
资产负债率(%)	82.34	85.48

注: 1、2013 年发行人与担保方进行资产置换, 发行人按照同一控制下企业合并进行会计处理, 对合并资产负债表的期初数进行了调整, 同时对比较报表的相关项目进行了调整, 本报告 2012 年财务数据为追溯调整后的数据。

2、担保方 2013 年 1-9 月财务数据未经审计, 相关指标未年化。

3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

跟踪期内, 在输变电行业供需失衡、市场竞争日趋激烈的背景下, 保定天威保变电气股份有限公司(以下简称“公司”或“天威保变”)凭借其在输变电产业的经营优势, 通过加大市场开拓力度, 使其输变电业务营业收入较上年同期大幅增长; 同时, 公司通过加强成本管控, 输变电业务的毛利率呈小幅提升的态势。公司在跟踪期内与保定天威集团有限公司(以下简称“天威集团”)进行了资产置换, 公司输变电产业链得到完善。

由于产能过剩、产品低价徘徊, 公司下属新能源公司在跟踪期内处于停产或半停产状态, 经营亏损严重。公司计提资产减值准备的事项对公司 2013 年度经营成果产生了重大影响, 导致公司在 2013 年发生巨额亏损。公司净资产规模大幅减少, 已对公司偿债能力带来不利影响。

中国兵器装备集团公司(以下简称“兵装集团”)系我国国防科技工业的核心力量, 资产、经营规模很大。公司作为兵装集团战略规划四大主板块中装备制造的核心企业, 其经营发展得到了兵装集团的大力支持。

本期债券由天威集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。由于天威保变在天威集团内所占资产比重较大, 受天威保变业绩大幅下滑影响, 跟踪期内天威集团盈利水平也同样大幅下滑, 使其对本期债券的担保实力显著下降。

综上, 联合信用评级有限公司本次跟踪评级调低天威保变的主体长期信用等级至“A+”, 评级展望为“稳定”; 同时调低本期债券的债项信用等级至“A+”。

优势

1、目前国内输变电市场仍然是以电网为主、发电为辅, 随着 2014 年国内电网投资增速

的加快，公司将面临良好的发展机遇。

2. 公司为我国大型高端变压器生产的核心企业之一，在规模、技术、产品质量、人才等方面具有突出的经营优势，为在输变电产品的经营中取得良好业绩奠定了坚实的基础。

3. 2013年，公司通过加大市场开拓力度，提高履约能力，使得输变电业务营业收入较上年同期大幅增长了29.78%。同时，公司通过加强成本管控，输变电业务的毛利率由2012年的7.42%小幅提升到2013年的8.08%。

4. 公司在跟踪期内与天威集团进行了资产置换。通过资产置换及收购资产，在剥离新能源产业的同时，使公司产业资源不断向输变电集中，输变电产业链得到完善，其专注于输变电主业的发展思路有助于公司摆脱经营亏损的状况。

5. 虽然公司经营呈现巨额亏损的局面，但是近两年公司经营现金流状况较佳，收入实现的质量较高。

6. 兵装集团系我国国防科技工业的核心力量，资产、经营规模很大。公司作为兵装集团战略规划四大主业板块中装备制造的核心企业，其经营发展得到了兵装集团的大力支持。

关注

1. 输变电市场由于行业产能不断扩张，在供需失衡的背景下，市场竞争日趋激烈。

2. 由于公司2013年发生巨额亏损以及净资产规模大幅减少，公司负债处于很高的水平，已对公司偿债能力带来不利影响。

3. 公司参股的天威英利在公司长期股权投资中的占比较高，2013年其经营亏损的状况对公司投资收益带来不利影响。

4. 公司未来建设的项目对提高公司竞争力能够起到显著的积极作用。但同时公司也将面临一定的资本支出压力，在当前公司因巨额亏损而使净资产规模较小的局面下，公司的融资能力面临较大的挑战。

5. 公司拟进行的非公开发行股票事项虽

然有利于增强公司抵御财务风险的能力，但由于公司本次非公开发行事项尚需获得中国证监会的核准，因此该事项能否得以实施尚存在不确定性。

分析师

刘洪涛 钟月光

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦1201室（100022）

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

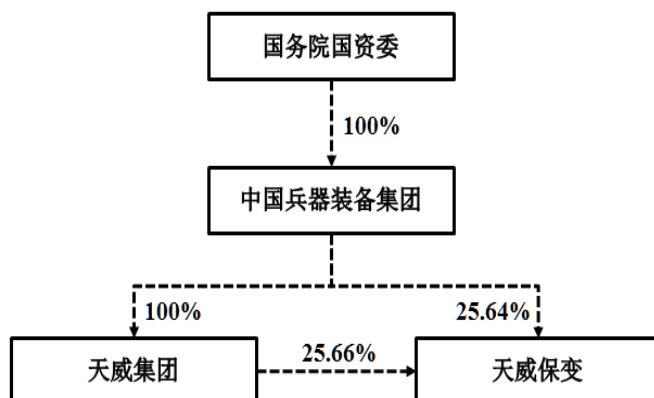
一、主体概况

保定天威保变电气股份有限公司（以下简称“公司”或“天威保变”），1999年9月27日经河北省人民政府股份制领导小组以冀股办[1999]33号文批准，由保定天威集团有限公司（以下简称“天威集团”）为主发起人，发起设立股份有限公司。公司经中国证券监督管理委员会以证监发行字[2001]1号文《关于核准保定天威保变电气股份有限公司公开发行股票的通知》核准，上海证券交易所同意，于2001年1月12日通过上海证券交易所交易系统以上网定价的发行方式向社会公开发行人民币普通股（A股）6,000万股，并于2001年2月28日起在上海证券交易所挂牌交易（股票简称“天威保变”，股票代码：600550）。

历经转增、股权分置改革、配股后，截至2012年底，公司总股本为137,299.09万股，天威集团持有公司70,428.06万股股份，持股比例为51.30%，公司实际控制人为中国兵器装备集团公司（以下简称“兵装集团”）。

2013年6月，天威集团通过协议转让的方式将其所持有的公司35,200.00万股股票转让给兵装集团，转让完成后天威集团持有公司25.66%股份，仍为公司第一大股东；兵装集团持有公司25.64%股份，成为公司第二大股东。

图1 截至2013年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司主要从事变压器、互感器、电抗器等输变电设备及辅助设备、零部件的制造与销售；输变电专用制造设备的生产与销售等业务。

目前公司设有设计处、企管策划部、人力资源部、财务部、市场部、投资管理部、物资采购部、生产管理部、工程部等 25 个职能部室；总装车间、铁芯车间、线圈车间共计 3 个生产车间；设有绝缘分公司、进出口分公司、设备能源分公司共计 3 个分公司（详见附件 1）；下设天威保变（合肥）变压器有限公司、天威保变（秦皇岛）变压器有限公司等 16 个二级控股子公司（含全资）。截至 2013 年底，公司拥有在职员工 4,065 名。

截至2013年底，公司合并资产总额992,717.53万元，负债合计964,664.44万元，所有者权益（含少数股东权益）28,053.09万元。2013年公司实现营业收入435,899.37万元，净利润（含少数股东损益）-581,727.27万元；经营活动产生的现金流量净额67,843.22万元，现金及现金等价物净增加额14,362.08万元。

公司注册地址：河北省保定市天威西路 2222 号；法定代表人：边海青。

二、本期债券概况

保定天威保变电气股份有限公司 2011 年 16 亿元公司债券采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式发行。本期债券在存续期内前 5 年票面年利率为 5.75%，在债券存续期内前 5 年固定不变；在本期债券存续期的第 5 年末，发行人可选择上调票面利率，债券票面年利率为债券存续期前 5 年票面年利率 5.75% 加上上调基点，在债券存续期后 2 年固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券于 2011 年 7 月 22 日起在上海证券交易所挂牌交易，本期债券证券简称为“11 天威债”，证券代码“122083”。因公司连续两年发生亏损，目前“11 天威债”已被暂停交易。

本期债券的付息日为 2012 年至 2018 年每年的 7 月 11 日，跟踪期内，本期债券的当期利息已及时足额偿付。

三、跟踪期内重要事项

1. 资产置换及收购资产

资产置换

2013 年 10 月 9 日，公司第五届董事会第二十七次会议审议通过了《关于与保定天威集团有限公司进行资产置换的议案》，并于 2013 年 10 月 18 日提交 2013 年第四次临时股东大会审议通过了该议案。

根据该方案，公司以持有的天威新能源（长春）有限公司、保定天威风电叶片有限公司、保定天威风电科技有限公司、保定天威薄膜光伏有限公司等 4 家子公司各 100% 股权取得了天威集团公司持有的保定保菱变压器有限公司 66% 股权、保定天威电气设备结构有限公司 100% 股权、保定天威变压器工程技术咨询维修有限公司 100% 股权、保定多田冷却设备有限公司 49% 股权、保定惠斯普高压电气有限公司 39% 的股权、三菱电机天威输变电设备有限公司 10% 的股权及部分土地使用权、房屋所有权、商标权、专利权。置入资产的评估值合计为 92,960.3413 万元，置出资产的评估值合计为 100,039.88 万元，天威集团以现金向公司支付差额 7,079.54 万元。该事项的合并日为 2013 年 11 月 30 日。

收购资产

2013 年 10 月 28 日第五届董事会第二十九次会议审议通过了《关于收购保定天威线材制造有限公司股权的议案》，公司收购保定天威电力线材有限公司持有的保定天威线材制造有限公司（以下简称“天威线材制造”）100% 的股权。该交易以 2013 年 8 月 31 日为评估基准日，天威线材制造的净资产评估值为 19,531.84 万元。本次收购天威线材制造股权价格为 19,531.84 万元。该事项的合并日为 2013 年 11 月 30 日。

总体看，资产置换及收购资产的事项符合公司在 2013 年提出的“聚焦输变电主业，整合优势资源”的发展思路，通过资产置换及收购资产，公司产业资源不断向输变电集中，输变电产业链得到完善，使得公司变压器、电抗器、互感器等输变电设备的生产及配套能力进一步提升，有利于公司在输变电领域竞争力的提高。

2. 非公开发行

2013 年 12 月 6 日，公司公告了《保定天威保变电气股份有限公司非公开发行股票预案》：公司拟采用非公开发行的方式向实际控制人兵装集团发行 161,616,162 股股票，兵装集团以现金认购本

次非公开发行股票，募集资金总额约为8亿元，将全部用于补充公司流动资金。目前公司已收到中国证监会2014年1月24日下发的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（140066号）。本次发行完成后，兵装集团直接持有公司的股份将提高至513,616,162股，占本次发行后总股本的33.47%，届时兵装集团将成为公司的第一大股东。

总体看，本次非公开发行股票募集资金用于补充流动资金后，公司净资产规模将有一定程度的增加，资本实力得以提升，资产负债率将有所下降，有利于增强公司抵御财务风险的能力。同时，本次发行完成后，公司输变电业务将得到更多资金支持，公司的竞争力将有所增强，为公司的可持续发展奠定坚实的基础。由于公司本次非公开发行股票事项尚需获得中国证监会的核准，因此该事项能否得以实施尚存在不确定性。

3. 计提减值准备

2014年3月10日，公司发布了《关于计提资产减值准备的公告》，该公告显示公司2013年4季度计提减值290,600万元，对新能源公司¹担保确认预计负债48,352万元，共减少当期合并报表利润总额338,952万元。

计提减值具体情况

（1）坏账准备

2013年4季度计提坏账准备16,837万元，主要是置出新能源公司计提17,411万元，因公司2013年11月末与天威集团已完成资产置换，届时置出新能源公司不再纳入合并范围，并对2013年1-11月已抵消坏账损失于4季度计入利润表。本期计提坏账准备对合并报表利润总额的影响数为-16,837万元。

（2）存货跌价准备

2013年4季度公司按照存货可变现净值与账面成本的差额相应计提跌价准备，计提存货跌价准备20,313万元，其中原材料计提1,064万元，在产品计提10,364万元，产成品计提8,885万元。本期计提存货跌价准备对合并报表利润总额的影响数为-20,313万元。

（3）在建工程减值准备

2013年4季度天威四川硅业有限责任公司（以下简称“天威硅业”）依据上海东洲资产评估有限公司出具评估报告，按照账面余额与可收回金额孰低原则计提在建工程减值84,510万元，本期计提在建工程减值对公司合并报表利润总额的影响数为-84,510万元。

（4）对新能源公司委托贷款、担保代偿款、长期股权投资计提减值准备以及对新能源公司担保确认预计负债

公司所属新能源产业持续亏损，天威保变母公司依据谨慎性原则，对下属新能源公司委贷、担保代偿以及应收委贷利息等于2013年4季度计提减值准备，同时对长期股权投资计提减值准备。具体情况如下：

①2013年4季度对新能源公司委贷、担保代偿以及应收委贷利息等计提减值准备168,420万元，其中对天威硅业计提134,608万元，对乐山乐电天威硅业科技有限责任公司（以下简称“乐电天威”）计提33,812万元。对母公司报表利润总额影响-168,420万元，对合并报表利润总额影响-168,420万元。

②2013年4季度对长期股权投资计提减值准备43,629万元，其中对天威硅业计提40,717万元，截至2013年11月末，天威硅业已资不抵债，无力偿还到期债务，公司以债权人的身份申请

¹ 新能源公司泛指公司全资、控股、参股、联营的从事新能源业务的下属企业，下同。

天威硅业破产，公司对其长期股权投资计提减值；公司依据 2013 年末应享有的净资产与原始出资差额，对保定天威今三橡胶工业有限公司本期对其长期股权投资计提减值 2,402 万元，对澳中能源开发有限公司长期股权投资计提减值 510 万元，4 季度计提长期股权投资减值对母公司报表利润总额影响-43,629 万元，对合并报表利润总额影响-510 万元。

③鉴于乐电天威处于停产状态，财务状况持续恶化，无力偿还到期债务，天威保变极有可能对其提供担保的贷款承担代偿责任，2013 年 4 季度对按股比为乐电天威提供的担保确认预计负债 48,352 万元。

2013 年全年各公司计提减值情况

2013 年天威保变合并计提各类资产减值损失 469,873 万元，确认预计负债 48,352 万元，对合并报表利润总额影响-518,225 万元。2013 年天威保变母公司计提资产减值损失 406,930 万元，预计负债 48,352 万元，对母公司报表利润总额影响-455,282 万元，对合并报表利润总额影响-223,454 万元。

总体看，公司计提资产减值准备的事项对公司 2013 年度经营成果产生了重大影响，导致公司在 2013 年发生巨额亏损，真实反映了公司 2013 年年底的资产价值。同时，由于公司已完成资产置换，相关计提不会对公司未来资产价值和经营成果带来持续性影响。

四、管理分析

跟踪期内，公司的法人治理结构没有发生变化，股东大会、董事会、监事会分别按其职责行使决策权、执行权和监督权。公司内部组织机构仍由 25 个职能部门构成，但是，由于公司实施了资产置换及收购资产等事项，使得公司控股子公司的范围发生了变化（详见“资产置换及收购资产”一节及附件 1）。虽然公司控股子公司的范围发生了变化，但是公司制定了严谨的规章制度，能够在经营、资金、人员、财务等重大方面进行有效的监管。

跟踪期内，公司对内控体系中销售、采购和财务三个模块进行系统的梳理和内控体系完善，完成了 13 项流程框架的确立及流程描述的编写、113 个流程图的绘制，并编写完成了审批权限表、不相容职务表 29 个、风险控制矩阵 11 个，新增或修订管理制度 41 个，目前公司正在对制度进行审查确认。

跟踪期内，公司人事变动较大，董事长、总经理、监事会主席以及董事、监事、高级管理人员的部分成员进行了更换，其中新任的董事长、总经理、监事会主席分别为边海青先生、利玉海先生和赵永强先生。

董事长边海青先生，现年 46 岁，2008 年 4 月至 2012 年 12 月任天威集团董事、副总经理；2012 年 12 月至今任天威集团副董事长、总经理；2008 年 4 月至 2013 年 9 月任公司副董事长；2013 年 9 月至今任公司董事长。

总经理利玉海先生，现年 54 岁，2002 年 7 月至 2009 年 11 月任公司副总经理；2008 年 10 月至 2012 年 1 月任公司董事；2009 年 11 月至 2011 年 12 月任公司总经理；2012 年 2 月至 2013 年 12 月任天威集团市场总监兼市场部部长；2013 年 12 月至今任公司总经理；2014 年 1 月至今任公司董事。

监事会主席赵永强先生，现年 45 岁，2007 年 11 月至 2013 年 12 月任天威集团党委工作部部长；2012 年 1 月至 2013 年 12 月任天威集团党委书记助理；2013 年 10 月至今任天威集团党委委员；2013 年 12 月至今任公司党委书记、纪委委员、纪委书记；2014 年 1 月至今任公司监事会主席。

总体看，虽然在跟踪期内公司控股子公司的范围及主要高级管理人员发生变化，但是公司三

会一层运作良好，通过完善内控体系，管理风险得到有效控制。

五、经营分析

1. 经营环境

跟踪期内，公司将新能源业务置出，输变电产品的产业链得到完善。国内输变电市场以电网为主、发电为辅，因此公司经营环境受电网发展的影响较大。

受国家宏观经济持续平稳增长的拉动，国内用电总量持续平稳增长，2013年以来全国电力供需总体保持平衡，用电市场延续中速增长态势。2013年，输变电市场仍然以电网为主，发电为辅，由于行业产能不断扩张，在供需失衡的背景下，市场竞争日趋激烈，变压器价格整体呈下降态势。

“十二五”期间智能电网将处于全面建设阶段，智能化和特高压成为我国电网建设的核心主题。另外，2014年中央层面治理雾霾的决心很大，国务院常务会议提出，在抓紧完善大气治理现有政策的基础上，进一步推出三大措施，第一条便是加快调整能源结构，实施跨区送电项目，合理控制煤炭消费总量，推广使用洁净煤。跨区送电包括利用特高压、超高压等送电方式，预计2014年特高压建设有望加快推进。

2014年，国内电网投资增速将显著加快，统计显示，国家电网、南方电网两大电网公司2014年电网固定资产投资共计4,881亿元，同比增长约12.07%，远高于2013年4.56%的增速。

根据国家电网、南方电网2014年工作会议的数据显示，国家电网2014年计划完成固定资产投资4,035亿元，同比增长11.92%，其中，电网投资3,815亿元，同比增加436亿元，增长12.9%，高于上年增速10.64%。南方电网2014年计划完成固定资产投资约846亿元，较2013年同期增长12.8%。

国家电网公司电网投资2014年将主要在特高压和配电网方面。特高压方面，国家电网力争年内核准并开工“6条交流4条直流”项目，明显高于2013年的“4条交流3条直流”计划。2013年国家发改委最终只核准并开工一条特高压新线——浙北至福州特高压交流输电工程。配电网方面，国家电网今年配网投资增加至1,580亿元，其中775亿元用于智能电网建设改造，并全面推进配电网标准化建设等。

南方电网2014年电网投资主要是推进重点工程建设，包括加快海南联网二回工程建设，4月30日前完成核准支持性文件的办理。抓紧开展云南罗平“背靠背”直流工程、云南观音岩直流工程、滇南二回工程等项目的前期工作，6月30日前上报国家核准。另外，2014年南方电网将加快建设海蓄电站、金中直流工程，6月30日前要建成投产东纵——宝安、深圳——鹏城500千伏串抗工程。

智能电网方面，根据国家电网公司的战略，未来5年间基本建成以信息化、自动化、互动化为特征的智能电网，将带来3,000亿元左右的电力智能设备市场需求。

从农网改造方面来看，我国新一轮农网改造升级取得积极成效，截至2013年11月，两大电网公司共完成新一轮农网改造升级和无电地区电力建设投资2,761.8亿元。根据国家电网和南方电网已披露的农网改造投资目标，“十二五”期间两大电网公司总计投资将超5,000亿元，其中国网预计投资近4,000亿元，南网预计投资1,116亿元。农网改造将直接增加电网建设投资，对变压器市场需求量增加提供了强劲动力，变压器产业将迎来新的发展机遇期。

从竞争态势来看，我国变压器行业呈现金字塔型结构，电压等级越高，技术壁垒越强，生产厂家越少，垄断程度越高。我国的变压器制造企业主要集中在低电压等级变压器制造上，该领域内企业较多，竞争激烈。在高电压等级变压器制造上，国内企业以天威保变、特变电工、西变西电等大型企业为主，通过提升产品的技术水平和等级，形成了与ABB、东芝、西门子等外资企业

抗衡的竞争格局。

总体看，目前国内输变电市场仍然是以电网为主、发电为辅，虽然2013年在供需失衡的背景下，输变电市场竞争激烈，但是随着2014年国内电网投资增速的加快，作为国内大型变压器生产核心企业之一，公司将面临良好的发展机遇。

2. 经营优势

公司是我国大型高端变压器生产的核心企业之一，产品涵盖范围广，在高电压、大容量变压器制造领域具有突出的技术优势。公司的经营优势主要表现在以下几方面：

规模优势

目前公司已形成了以保定工厂为核心，秦皇岛出海口基地、合肥工厂为支撑的变压器产业群，产销规模的持续扩大和产品结构的不断优化使公司在国内变压器市场的占有率稳步提升。目前公司已成为国家电网和南方电网采购特高压交直流变压器产品的主要供应商之一；在核电变压器领域具有突出的品牌优势，市场占有率较高；在国内是少数能向北美发达国家市场出口大容量调相变压器的企业之一。

技术优势

公司在高电压、大容量变压器制造方面拥有成熟的设计和制造技术，经过多年在技术方面的持续投入、技术开发、技术引进和技术改造工作，公司已完全掌握了上述变压器产品的设计、制造及试验技术，从而使公司产品的技术水平接近或达到国际先进水平，并处于国内领先地位。公司自行开发设计了多项大型变压器专项制造装备，形成了一批专有制造技术，这些技术在生产中的应用有效地保证了高电压、大容量变压器产品质量的稳定性。此外公司还在智能电网领域实现突破，通过大型智能电力变压器的研究及产业化项目实现了智能电力变压器批量生产的能力，公司自主研发生产的240MVA/220kV智能化变压器样机，已顺利通过各项试验，并通过国家电网公司专家组鉴定，达到国际先进水平。

产品质量优势

公司成立以来一直致力于产品质量和稳定性的提高，使得公司产品的可靠性在电力行业用户中享有很高的信誉。公司承制的220kV、330kV、500kV、750kV变压器运行可靠性指标稳居世界同行业前列；公司为北美发达国家市场生产的大容量调相变压器的质量稳定性达到国际水准。

人才优势

公司拥有一支由多位资深博士、专家以及各界精英人士组成的科研团队、管理团队以及产业技工团队，具备较强的科技创新、经营管理以及生产制造经验，能为公司的长足发展提供有力的人才保障。

总体看，作为我国大型高端变压器生产的核心企业之一，公司在规模、技术、产品质量、人才等方面具有突出的经营优势，为其在输变电产品的经营中取得良好业绩奠定了坚实的基础。

3. 经营概况

公司业务主要包括输变电和新能源两个板块，其中输变电业务是公司营业收入的主要来源，占2013年主营业务收入的95.15%。

2013年，由于输变电行业产能不断扩张，在供需失衡的背景下，市场竞争日趋激烈。在此背景下，公司通过加大市场开拓力度，提高履约能力，主导产品变压器、电抗器销量大幅上升，使得输变电业务实现营业收入404,088.96万元，较上年同期增长29.78%。受益于公司良好的成本控制

能力，输变电业务的毛利率由2012年的7.42%小幅提升到2013年的8.08%。

新能源产业方面，由于市场萎缩、产能过剩、产品低价徘徊，公司下属新能源公司处于停产或半停产状态，公司2013年新能源产品实现营业收入20,605.63万元，同比增长了27.47%。由于公司2013年部分销售商品已于2012年计提存货跌价准备，因此使得新能源业务的毛利率由2012年的-33.03%大幅提升到2013年的4.86%。

表1 2012~2013年公司主营业务收入及成本构成（单位：万元）

项 目	2012 年			2013 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
输变电产品	311,368.85	288,255.20	7.42%	404,088.96	371,422.12	8.08%
新能源产品	16,166.10	21,506.18	-33.03%	20,605.63	19,604.32	4.86%
合计	327,534.95	309,761.38	5.43%	424,694.59	391,026.44	7.93%

资料来源：公司年报

从盈利情况来看，由于公司新能源产业巨额亏损，对公司整体经营业绩造成了严重影响。2013年公司实现利润总额为-582,271.29万元，归属于上市公司股东的净利润为-523,334.70万元，同比减少了368,428.07万元，主要是公司计提各项减值及预计负债达518,223.84万元。

跟踪期内，公司提出了“聚焦输变电主业，整合产业资源”的发展思路，通过资产置换，在剥离新能源产业的同时，使公司产业资源不断向输变电集中，变压器、电抗器、互感器等输变电设备的生产及配套能力进一步提升，有利于公司在国内电网投资增速加快的环境下取得良好的经营业绩。

总体看，受新能源业务的拖累，跟踪期内公司经营呈现巨额亏损的局面。公司专注于输变电主业的发展思路有助于公司摆脱经营亏损的状况，在国内电网投资增速加快的环境下，公司有望取得良好的经营业绩。

（1）技术研发

2013年，公司研发支出共计20,361.81万元，研发投入的资金规模较大，体现出公司对技术研发高度重视，2013年公司主要研发项目如下：

220kV、330kV变压器关键技术

为了提高变压器性能，提高运行的稳定性，公司投资3,934万元进行220kV、330kV变压器关键技术研究，目前已完成多项关键技术研究及样机试制。

500kV升压变压器关键技术

公司投资5,071万元进行500kV升压变压器关键技术研究，超高压特大容量发电机变压器能够提高运行效率、节能降耗、降低建设投资和发电、输变电成本，目前已完成相关技术研究，并完成试制。

750kV大容量变压器关键技术

公司投资1,666万元解决750kV变压器关键技术，提高产品运行的稳定性，提高输电效率。目前已完成关键技术研究，完成样机研制。

1000kV电抗器关键技术

在总结500kV级并联电抗器及750kV电力变压器设计和制造经验的基础上，公司投资3,236万元提升了1000kV电抗器的性能和可靠性，目前已完成样机研制。

其他研发项目

公司进行了大容量换流变压器、大容量壳式分裂变压器等其他综合技术研究项目。

总体看，通过上述研发投入，公司提高了变压器的性能和运行的稳定性，满足了不同客户对新产品的需求，深化了技术创新与技术储备，提高了公司的核心竞争力。

（2）业务运营

从产能来看，2013年公司主导产品变压器和互感器的产能较2012年未发生变化，变压器和互感器的产能仍分别为10,000KVA/年和5,000台/年。

2013年，公司变压器的产能利用率和产销率均较2012年显著提高，主要原因一是2012年公司受外部经济环境以及客户交货期调整等因素影响，全年变压器产销量偏低；二是2013年公司聚焦输变电主业，将各项资源向输变电产业集中，投入的增加为产销量的增长提供了强劲的动力；三是公司通过提升内部管理，多举措确保产销增长，例如通过建立计划性强、流程高效、反应快速的生产管理体系，全面保障生产能力的有效释放。2013年，受市场需求不足的因素影响，公司互感器产品的产量和销量均较上年出现下降。受此影响，公司输变电产品的整体产销量均较上年有小幅下降，但产销率维持在99.77%的高水平。

表2 2012和2013年公司主要输变电产品产销量情况

产品	项目	2012年	2013年	增长率
输变电产品	产量（台/套）	5,804	5,470	-5.76%
	销量（台/套）	5,864	5,457	-6.94%
	产销率（%）	101.04%	99.77%	降低 1.27 个百分点

资料来源：公司提供

从输变电产品售价来看，公司的主要客户为国家电网公司、南方电网公司、大型核电发电企业、各大电力公司等大型企业，此类客户议价能力较强，随着市场竞争的加剧，公司输变电产品平均售价仍处低位。

从成本管控来看，公司不断完善目标成本体系，从订货管理、产品设计、物资采购、生产制造、财务管理、质量保障、效能监察以及货款回收全价值链各个环节采取有效措施降本增效，2013年公司累计实现降本 2.24 亿元。

从原材料采购价格来看，2013年，公司铜材采购价格总体为震荡走低的态势，整体降幅在 9% 左右；矽钢片的采购价格为持续走低趋势，整体降幅在 8.7% 左右；国内绝缘纸板市场供应充足，采购价格降低了 1.5%；组部件采购价格与上年持平。

从订单情况来看，公司不断完善投标各流程模块，同时强化对重点市场开发，持续跟进特高压、直流、核电等重大产品项目。2013年，公司国内变压器订单同比增长 3.3%，订单的增长一方面提高了公司在主要客户市场的占有份额，另一方面在核电等高端产品市场取得了一定业绩，其中中标中广核防城港核电站一期工程主变压器，进一步奠定了公司核电市场地位。由于海外市场营销体系还处于逐步建立完善阶段，而公司较为成熟的海外目标市场招标容量波动较大，致使公司海外市场订单较上年同期有一定程度的减少，但是中标法国国际热核聚变试验堆脉冲高压变电站主变压器，是中国高端变压器产品首次进入欧盟市场。2013年，公司变压器前期订单完成比例为 74.4%，新增订单年内完成比例为 18.3%。截至 2013 年底，公司变压器在手订单为 11,000 万 kVA，可满足公司 2014 年的生产需要（公司产能为 10,000kVA/年）。

2013年，公司前五大客户的销售额占总销售额的 30.58%，较高的占比符合输变电产品下游客户的特征。

总体看，公司业务运营已聚焦在输变电主业，多项举措确保了2013年主要输变电产品的产销大幅增长；在手订单较为充足，可满足公司2014年的生产需要。公司凭借其规模、技术等优势，在国内电网投资增速加快的环境下，公司业务运营有望保持良好的态势。

4. 主要在建项目

(1) 特高压变压器制造能力提升项目

建设目标

通过对产品结构进行调整，减少了部分常规产品，增加了高端特高压产品。项目完成后，公司本部 300T 厂房将具备 12 万 kvar/750kV 电抗器、400T 厂房将具备 $\pm 600\text{kV}$ 、 $\pm 800\text{kV}$ 高端换流变的生产能力。项目新增产能 55 万 kVA，新增年营业收入预计 13,000 万元。

主要内容

本项目不增加土建面积，仅在总装车间、铁心车间、绝缘车间、线圈车间及试验大厅等更新及新增各类关键设备 51 台（套），其中进口设备 7 台（套）。

项目总投资

项目总投资：9,800 万元，其中项目建设投资 7,800 万元（含外汇 647.3 万美元），流动资金 2,000 万元。

建设周期：24 个月

目前进度

已完成项目建议书、可行性研究报告的批复及政府备案，目前正在进行招标代理公司的比选及所需采购设备的技术准备工作。

(2) 特高压变压器油箱制造能力提升项目

建设目标

项目建成后形成：年产各类油箱 294 台、总容量 7000 万 kVA，年新增油箱 114 台，新增容量 2000 万 kVA。项目建成达产后年产值增加约 5,449 万元。

主要内容

在现有厂房基础上，调整工艺布局，优化物流，更新购置先进适用的下料、机加工、焊接、后处理等落后的工艺装备，改造现有厂房排水、保温、消防、地面与墙面等基础设施。最终形成以 75T 厂房特型油箱生产线、钢结构常规油箱生产线、夹件生产线为三条主线的合理顺畅的工艺布局。

项目总投资

项目总投资：6,500 万元，其中项目建设投资 4,500 万元，流动资金 2,000 万元。

建设周期：12 个月

目前进度

已完成项目可行性研究报告的批复，正在办理政府相关备案手续。

(3) 公司输变电技术研究院建设项目

为了提升公司变压器技术的研究能力和水平，实现公司输变电技术的有机融合和技术标准的统一，公司决定进行输变电技术研究院建设项目，筹建输变电技术研究院，建立变压器技术研究基地，实现变压器基础问题研究、新产品开发设计、新工艺技术研究与应用、变压器实验技术研究的全覆盖。该项目总投资 9,700 万元，全部为建设投资。

总体看，公司未来建设的项目主要是围绕制造能力升级和研究能力提升等方面，对提高公司

竞争力能够起到显著的积极作用。但同时公司也将面临一定的资本支出压力，在当前公司因巨额亏损而使净资产规模较小的局面下，公司的融资能力面临较大的挑战。

5. 经营风险与关注

行业和竞争风险

国内电网投资规模尤其是高压、特高压输变电线路投资规模的加大及智能电网建设的提速，为公司发展提供契机，但公司仍面临输变电产业市场供求失衡、市场竞争日趋激烈、变压器产品市场售价持续走低等竞争风险。

公司的应对措施：将继续加强市场开拓力度，强化投标分析能力，采取不同的营销策略，保证订单质量，提高市场占有率；全力保证公司产品质量，以质量优势抢占高端市场；全面推行降本增效，从设计、采购、制造等全价值链严格控制成本，提高产品盈利能力。

资金风险

受宏观经济形势影响，以及前期公司新能源产业给公司业绩带来的负面影响，造成公司资产负债率居高，净资产规模偏小的局面，给公司带来较大的资金压力。

公司的应对措施：积极推进2013年非公开发行股票工作，补充公司流动资金8亿元；大力推进减应收、降存货工作，加强资金回笼；提高运营效率，加快资金周转，严控资金支出；盘活存量资产，减少资金占用；加大资金集中管理，加强与金融机构的沟通合作，确保营运资金的安全。

贸易及汇率风险

随着公司出口业务的逐渐增加，国外客户逐渐增多，存在对国外相关政策不熟悉所产生的贸易风险；另外，受全球经济波动影响，人民币对美元、欧元等世界主要货币汇率波动较大，加大了公司国际贸易中的汇率风险。

公司的应对措施：公司将采取灵活的避险工具，通过采用锁定汇率、改变贸易结算方式等降低汇率风险；加大人员培训，聘请专业机构对国外相关政策进行风险把控。

6. 股东支持

公司目前第一大股东、第二大股东分别为天威集团、兵装集团，持股比例为25.66%和25.64%的股份。公司对兵装集团非公开发行事项一旦实施，兵装集团将成为公司第一大股东。

兵器装备作为国家战略性产业，兵装集团肩负“保军报国、强企富民”的使命，是中央直接管理的国有重要骨干企业，是国防科技工业的核心力量。兵装集团现拥有长安汽车、江铃汽车、天威保变、中国嘉陵、东安动力、西仪股份、利达光电、中原特钢等 50 多家企业和研发机构，在全球建立了 30 多个生产基地和营销网络，与福特、铃木、马自达、雅马哈、富士等跨国公司建立了战略合作关系。

兵装集团年销售收入已超过 2,000 亿元，主要经济指标列国防科技工业第一位，位列世界企业 500 强第 238 位。目前，集团公司拥有特种产品、车辆、新能源、装备制造四大产业板块。特种产品装备我国所有武装力量，在国防领域起着重要的基础性、战略性作用；汽车稳居国内第一阵营，拥有 9 大生产基地、23 个整车厂和 27 家企业，并在马来西亚、越南、伊朗、乌克兰等国家建有海外基地，年产能达到 260 万辆（台）以上；摩托车产业拥有嘉陵、建设、大阳、轻骑等知名品牌，年产销规模近 600 万辆，是世界最大的摩托车集团；大型变压器市场占有率达到 10% 以上，超高压变压器技术国际领先；新能源产业拥有风能和太阳能全产业链。

从兵装集团的战略规划来看，到2015年，兵装集团在2009年基础上实现利润翻两番，达到200

亿元以上；营业收入翻一番，达到3,800亿元以上，努力做强做大特种产品、车辆、新能源、装备制造四大主板块，全面打造具有国际竞争力的军民结合型企业集团。

公司是兵装集团战略规划四大主板块中装备制造的核心企业，其经营发展得到了兵装集团的大力支持。公司对兵装集团非公开发行事项反映出在公司2013年巨额亏损、净资产大幅下降的背景下，兵装集团通过资金上的支持，使公司作为其装备制造核心企业的发展更加具有可持续性。兵装集团下属的兵装财务公司为公司提供了较大规模的贷款支持，截至2014年3月17日，兵装财务公司为公司提供的贷款余额达17.55亿元。公司与天威集团的资产置换，使得公司变压器、电抗器、互感器等输变电设备的生产及配套能力进一步提升，有力支持了公司的输变电产业。

总体看，兵装集团系我国国防科技工业的核心力量，资产、经营规模很大。公司作为兵装集团战略规划四大主板块中装备制造的核心企业，其经营发展得到了兵装集团的大力支持。通过协议转让，兵装集团由间接持股转变为直接持有公司股份，而非公开发行事项一旦实施，兵装集团将成为公司第一大股东，便于其对公司提供更多的支持。

7. 未来发展

在“聚焦输变电主业，整合优势资源”的整体思路下，公司明确了抢占高端，巩固中低端，发展特型产品的战略定位。在2014年及以后的未来几年，公司将以市场需求为导向，进一步优化资源配置，强化科技创新能力，稳步提升产品核心竞争力，确保公司处于变压器生产制造企业的第一梯队，通过坚定不移地走内涵式发展和外延式增长并举的道路，不断巩固、提高公司在变压器行业中的地位；并且择机拓展一、二次设备等输变电业务，不断积累EPC工程承包项目的营销经验，逐步将天威保变发展成为综合实力国内领先、国际知名的一流输变电企业。

从公司的经营计划来看，2014年公司预计实现营业收入47.59亿元，营业成本39.13亿元。为了确保完成上述工作任务和目标，公司2014年的工作措施主要有：

以市场为基点，稳步提升市场占有率

国内市场方面：一切以市场为基点，以高端产品为主，常规项目为辅，发挥在电源项目的优势，抓住铁路建设复苏的契机，稳步提升市场占有率。国际市场方面：继续完善国际营销网络渠道，加大国外市场开拓力度，积极寻求与海外EPC工程总包商的合作机会。

继续推进降本增效

通过对设计、采购、生产制造、销售各环节的全价值链、全方位、多角度、深层次的成本分析，制定并推进优化措施，进一步降低企业的生产成本，增加企业效益。

加强技术创新，推进科技优势转化

瞄准市场发展趋势以及主要客户需求，做好新产品研发，持续开展智能化输变电产品的研制工作。强化工艺技术研究，不断提升公司整体加工制造能力。加大科技投入，加强技术交流与合作，突出技术创新的牵引优势。

强化内控管理，防范运营风险

进一步完善内控体系建设，推动公司各项管理的规范化、制度化、标准化、程序化，切实提升公司风险管控水平。

推行质量品牌战略，强化质量管理

公司着力提升产品全生命周期和全价值链的质量管理水平，通过打造经典产品大力推进品牌建设。

总体看，公司已将经营发展聚焦在输变电主业，通过不断强化市场开拓、技术创新、降本增

效等措施，确保了公司处于变压器生产制造企业的第一梯队。同时，公司经营已专注于输变电产业，随着电网投资的提速，公司面临良好的发展契机，公司经营亏损的状况未来有望得到改观。

六、财务分析

公司提供的 2013 年度合并财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。

2013 年，公司实施了资产置换及收购资产的事项，由于置入的保定保菱变压器有限公司、保定天威电气设备结构有限公司、保定天威变压器工程技术咨询维修有限公司，购入的保定天威线材制造有限公司和天威保变在上一年均受同一股东天威集团控制，属于同一控制下企业合并，公司追溯调整了 2012 年度财务报表，因此公司 2012 年和 2013 年的财务报表可比性较强。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 992,717.53 万元，负债合计 964,664.44 万元，所有者权益（含少数股东权益）28,053.09 万元。2013 年公司实现营业收入 435,899.37 万元，净利润（含少数股东损益）-581,727.27 万元；经营活动产生的现金流量净额 67,843.22 万元，现金及现金等价物净增加额 14,362.08 万元。

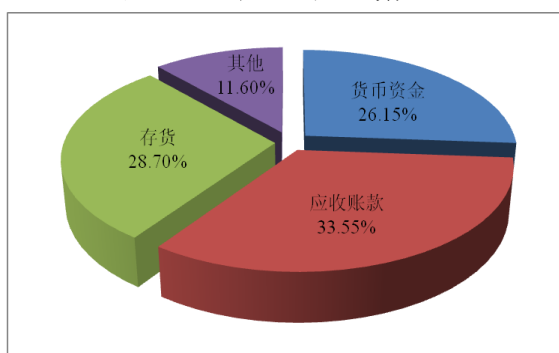
1. 资产质量

2013 年，由于公司对各项资产进行大幅减值，并将新能源公司置换出后不再纳入合并范围等因素，公司资产状况变化很大，资产总额从 2013 年初的 1,602,103.66 万元大幅减少到 2013 年底的 992,717.53 万元，减少的幅度达 38.04%。同时，公司的资产结构也呈现了较大的变化，公司资产总额中流动资产占比由 2013 年初的 47.91% 上升至年底的 61.16%。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产合计 607,100.57 万元，以货币资金、应收账款和存货为主。

图 2 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

公司货币资金规模较大，截至 2013 年底，公司货币资金余额为 158,764.83 万元，较年初增长了 10.36%。货币资金余额中银行存款为 118,764.13 万元，其中 87.82% 为人民币、12.18% 为外币；使用受限的其他货币资金为 39,969.04 万元，其中银行承兑汇票保证金占比为 31.95%、信用证保证金占比为 15.00%、保函保证金占比为 53.05%。公司使用受限资金占比较小，现金较充裕。

跟踪期内，公司加大货款回收力度的工作取得成效，应收账款下降幅度较大。截至 2013 年底，公司应收账款净额为 203,673.38 万元，较年初大幅下降了 18.80%。由于公司对年末不在合并范围内的置出新能源公司计提了 17,411 万元的应收账款坏账准备，以及应收账款回收规模较大，从而

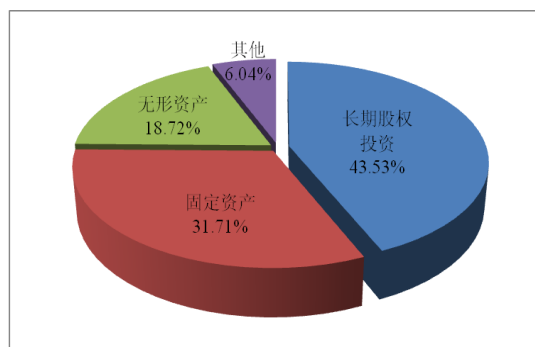
使得应收账款坏账准备由年初的 33,885.76 万元，下降至 2013 年底的 23,792.55 万元。考虑到公司应收账款坏账准备计提较为充分，以及应收客户以电网公司、电力企业等大型企业为主，因此公司应收账款不能收回的风险较小。

跟踪期内，公司为提升经济运行质量，加强了降库存的工作力度，使得公司存货规模下降幅度较大。截至 2013 年底，公司存货净额为 174,235.04 万元，较年初大幅下降了 18.80%。公司存货净额中的原材料占比为 12.01%、在产品占比为 25.82%、库存商品占比为 62.17%，库存商品占比较高，公司仍有降库存的空间。2013 年 4 季度，公司计提了存货跌价准备 20,313 万元，同时因资产置换转出原子公司存货跌价准备 21,788.94 万元、因天威硅业不再纳入合并范围而转出存货跌价准备 3,857.40 万元、因出售转销存货跌价准备 11,206.53 万元，主要受上述因素影响，公司存货跌价准备由年初的 21,668.18 万元，下降到 2013 年底的 18,958.32 万元。整体看，公司存货的下降有利于提升公司的经济运行质量，虽然 2013 年底的库存商品占比较高，但是考虑到 2014 年一季度集中交货的高端产品较多，以及存货跌价准备计提较为充分，公司存货资产的质量较高。

非流动资产

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 385,616.96 万元，非流动资产以长期股权投资、固定资产和无形资产为主。

图 3 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

跟踪期内，由于公司与天威集团进行了资产置换（详见本文“跟踪期内重要事项”部分），以及申请天威四川硅业有限责任公司破产而不再将其纳入合并范围等原因，公司计入长期股权投资的范围以及固定资产的规模变化较大。

截至2013年底，公司长期股权投资余额为167,852.40万元，较年初大幅减少了18.16%，减少的主要原因是确认了四川新光硅业科技有限责任公司投资损失1.93亿元、确认了乐山乐电天威硅业科技有限责任公司投资损失1.41亿元、确认了保定天威英利新能源有限公司（以下简称“天威英利”）投资损失1.14亿元。在2013年底的长期股权投资余额中，天威英利占比为83.18%、兵装财务公司占比9.80%、新置入的保定多田占比3.97%，以权益法核算的天威英利在公司长期股权投资中的占比较高。天威英利2013年净利润为-49,436.62万元，其经营状况对公司投资收益带来不利影响。2014年1月31日，公司将持有的天威英利7%的股权转让给天威集团，本次交易完成后公司继续持有天威英利18.99%股权，天威英利的经营状况对公司经营业绩的影响有所减弱。

截至 2013 年底，公司固定资产账面净值为 122,269.16 万元，较年初大幅减少了 66.34%。固定资产账面净值中房屋及建筑物占比为 58.20%、机器设备占比 39.78%。公司固定资产用于抵押借款的为 1,027.24 万元、因诉讼被冻结的为 1,918.70 万元，两项合计在固定资产账面净值中的占比仅为 2.41%，固定资产所有权受到限制的规模很小，有助于公司便利地将其用于融资。

跟踪期内，公司在进行资产置换的事项中，置入了土地、专利和商标等无形资产，使得公司 2013 年底的无形资产账面净值较年初大幅增长了 30.37%。截至 2013 年底，公司无形资产账面净值为 72,193.06 万元，其中土地使用权占比为 32.71%、专利权占比 42.83%、商标权占比 22.69%、非专利技术占比 1.55%。

总体看，由于公司对各项资产计提了大幅减值，并将新能源公司置换出后不再纳入合并范围等因素，以及大幅确认了投资损失，公司资产规模大幅减少，并形成了目前以流动资产为主的资产结构。公司的货币资金规模较大、应收账款不能收回的风险较小、存货跌价准备计提较为充分、固定资产所有权受到限制的规模很小等有利因素对公司资产质量形成正面影响，但同时公司参股的天威英利经营状况较差，对公司资产质量带来了负面影响。

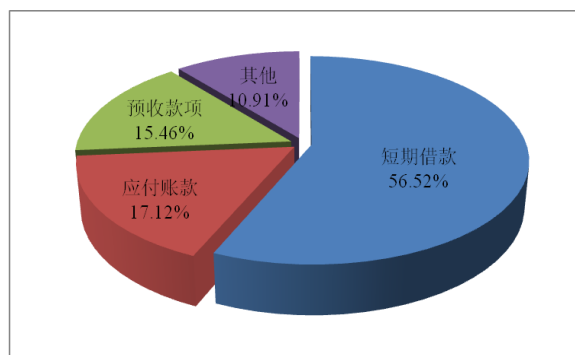
2. 负债及所有者权益

负债

跟踪期内，公司负债规模变动不大，2013 年底的负债合计较年初小幅下降了 1.65%，但同时由于公司 2013 年发生巨额亏损，所有者权益大幅下降，使得公司的资产负债率和全部债务资本化比率分别由年初的 61.22%和 54.63%上升至 2013 年底的 97.17%和 96.21%，公司负债水平很高。截至 2013 年底，公司负债合计 964,664.44 万元，其中流动负债占比为 60.45%，非流动负债占比为 39.55%，以流动负债为主。

截至 2013 年底，公司流动负债合计 583,119.62 万元，以短期借款、应付账款、预收账款和应付票据为主。

图 4 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司在输变电主业方面对流动资金需求有所加大，使得 2013 年底公司的短期借款较年初增加了 37.09%。截至 2013 年底，公司短期借款余额 329,552.16 万元，其中信用借款占比 79.66%、保证借款（主要是为子企业提供的借款保证）占比 13.35%、质押借款（主要是保理借款）占比 6.60%、抵押借款占比 0.39%。

截至 2013 年底，公司应付账款为 99,819.58 万元，占流动负债的 17.12%，其中 1 年以内的应付账款占比 94.42%，主要是应付原料款和工程设备款。

截至 2013 年底，公司预收账款 90,138.28 万元，其中 1 年以内的预收款项占比 81.28%，主要是预收货款。

从非流动负债来看，由于长期借款的减少，使得 2013 年底公司的非流动负债较年初减少了 9.14%。截至 2013 年底，公司非流动负债合计 381,544.82 万元，由长期借款（占比 43.25%）、应付债券（占比 41.58%）和预计负债（占比 12.67%）为主。

截至 2013 年底，公司长期借款余额 165,000.00 万元，较年初大幅下降了 33.85%。公司长期借款中有 120,000.00 万元将于 2015 年 8 月 22 日到期，届时公司将面临一定的资金压力。

截至 2013 年底，公司预计负债为 48,351.60 万元，该项预计负债是由于乐电天威处于停产状态，财务状况持续恶化，无力偿还到期债务，公司极有可能对其提供担保的贷款承担代偿责任，因此 2013 年 4 季度公司对持股比例为乐电天威公司提供的担保确认预计负债 48,351.60 万元。

总体看，公司负债水平很高，有息债务规模较大，存在较大的短期支付压力；以流动负债为主的负债结构有待改善。

所有者权益

2013 年，公司对各项资产计提了大幅减值、确认了较大规模的长期股权投资损失，并大额确认了预计负债，公司出现了巨额的亏损，使得未分配利润由年初的 35,215.40 万元大幅减少到年底的 -488,131.90 万元。受此影响，公司的所有者权益合计由年初的 621,258.23 万元大幅下降到 2013 年底的 28,053.09 万元，归属于母公司所有者权益仅为 6,337.77 万元，使公司抵御风险的能力受到不利影响。

虽然非公开发行股票募集资金用于补充流动资金后，公司所有者权益规模将有一定程度的增加，但是由于公司本次非公开发行股票事项尚需获得中国证监会的核准，因此公司资本实力的提升尚存在不确定性。

3. 盈利能力

2013 年，公司输变电业务经营状况良好，营业收入呈现大幅增长 27.33% 的局面，主营业务的毛利率由 2012 年的 5.43% 提升到 2013 年的 7.93%。但是由于大幅计提减值、确认长期股权投资损失、确认预计负债等因素，公司出现巨额的亏损，实现利润总额为 -582,271.29 万元，整体盈利水平大幅下降。

费用控制方面，2013 年公司加强了费用的管控，在营业收入大幅增长 27.33% 的同时，期间费用同比小幅减少了 4.35%，其中财务费用同比减少了 10.53%，管理费用同比减少了 8.58%，销售费用同比增长了 25.04%。相应地，2013 年公司费用收入比也从上年度的 34.58% 下降到 25.98%，费用水平仍属较高，公司费用控制能力还有提高的空间。

从盈利能力指标来看，由于出现巨额的亏损，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均为负值。

总体看，公司在 2013 年出现巨额的亏损，给公司抗风险能力带来不利影响。考虑到公司投资收益损失和资产减值等因素在 2013 年已大部分被消化，同时公司业务运营已聚焦在输变电主业，公司凭借其规模、技术等优势，在国内电网投资增速加快的环境下，预计 2014 年公司盈利水平会有显著的改善。

4. 现金流

从经营活动看，由于公司加大货款回收力度的工作取得成效，加之减少了预付款项等流动资金支付的占压，公司 2013 年的经营现金流表现为净流入 67,843.22 万元，较 2012 年的净流入 10,975.53 万元大幅提升。2013 年公司的现金收入比为 116.61%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，2013 年公司的投资规模与上年基本相当，投资活动现金流净额为 -22,697.23 万元，较 2012 年净流出的规模小幅降低了 6.33%。

从筹资活动看，公司近二年筹资活动现金流均表现为净流出的状态，2013 年公司融资规模有

所加大，使得净流出的30,203.32万元较上年同比下降了15.44%。

总体看，公司经营现金流状况较佳，投资及筹资活动现金流净流出的规模均有所下降，整体现金流状况较为平稳。

5. 偿债能力

2013年，公司的全部债务由年初的747,908.06万元小幅下降到年底的711,215.57万元，其中短期债务占比上升至54.50%。

从短期偿债指标来看，2013年底公司流动比率和速动比率分别由年初的1.37倍和0.99倍下降到年底的1.04和0.74，短期支付能力有所下降；2013年，由于公司经营现金流状况较佳，公司经营现金流动负债比率由2012年的1.96%大幅提升到2013年的11.63%，经营现金流对流动负债的保障程度尚可。

从长期偿债能力来看，2013年底，公司的资产负债率和全部债务资本化比率分别97.17%和96.21%，负债水平很高。由于公司在2013年出现巨额亏损，公司EBITDA（-511,200.99万元）对全部债务和利息的保障能力大幅下降，公司长期偿债能力的提高有待其盈利能力的改善。

从对外担保情况来看，公司目前对财务报表合并范围以外的企业提供的担保仅为对乐电天威的债务进行的担保，鉴于公司已按持股比例确认了预计负债，因此该事项对公司未来盈利水平不会带来进一步的不利影响，但是一旦公司承担履约责任而支付现金，将对公司现金流状况带来不利影响。

重大诉讼方面，2011年2月24日，中国银行股份有限公司保定分行（以下简称“原告”）与天威薄膜签订了《固定资产借款合同》，借款28,140万元，天威集团为其担保。但天威薄膜未按约定还款，天威集团也未履行代偿义务。原告诉讼请求天威薄膜偿还本金24,150万元及利息，天威集团承担连带清偿责任，同时原告认为天威集团与公司的资产置换行为影响了天威集团的偿债能力，要求公司承担连带责任。目前法院已经受理该项诉讼，并于2014年3月17日开庭，目前尚在审理过程中，公司存在一定的或有负债风险。

从公司提供的数据来看，截至2013年底，公司获得的银行授信额度尚在有效期内的规模为130.35亿元，其中83.29亿元尚未使用，目前公司与合作银行关系良好，公司间接融资渠道较为畅通。

总体看，2013年受巨额亏损的影响，公司整体偿债能力大幅下降，并存在一定的或有负债风险。

七、本期公司债券偿债能力分析

从现金流情况来看，公司2013年经营活动产生的现金流入52.06亿元，约为本期公司债券本金（16亿元）的3.25倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高。公司2013年经营现金净流入6.78亿元，约为本期公司债券本金（16亿元）的0.42倍，公司经营现金净流入对本期债券覆盖程度尚可。整体看，公司经营活动现金流状况较佳，对本期债券的按期偿付能够起到一定的保障作用。

从资产情况来看，截至2013年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达17.28亿元，约为本期公司债券本金（16亿元）的1.08倍，公司现金类资产对本期债券覆盖程度较高。同时，公司账面的应收账款净额达203,673.38万元、存货净额达174,235.04万元，考虑到公司将继续加大货款回收力度、加强降库存的工作力度，因此公司较大规模的应收账款和存货也能

够对本期债券的按期偿付起到一定的保障作用。

从本期债券到期前公司的大额还款来看，公司长期借款中有120,000.00万元将于2015年8月22日到期，届时公司将面临较大的资金压力。作为该笔借款贷款人的兵装财务公司在收回贷款后，是否继续为公司提供贷款支持，对将于2016年7月10日到期的本期债券本息的按期偿还产生较大的影响。

从股东情况来看，兵装集团系我国国防科技工业的核心力量，资产、经营规模很大，公司作为兵装集团战略规划四大主业板块中装备制造的核心企业，其经营发展得到了兵装集团的大力支持。

综合以上分析，并考虑到公司作为我国大型高端变压器生产的核心企业之一，在规模、技术、产品质量、人才等方面具有突出的经营优势，以及兵装集团对公司的多方面支持，在国内电网投资增速加快的环境下，公司输变电业务运营有望保持良好的态势。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

八、担保方实力

“11天威债”由保定天威集团有限公司（以下简称“天威集团”）提供全额无条件不可撤销连带保证责任担保。

天威集团前身是成立于1958年的保定变压器厂，1995年按公司法改制成为国有独资有限责任公司，更名为“保定天威集团有限公司”。2008年1月划归于中国兵器装备集团公司，成为兵装集团的全资子公司。截至2012年9月底，天威集团注册资本为21.09亿元，国务院国资委为天威集团实际控制人。

天威集团主要经营变压器、互感器等输配电产品的生产和销售，同时经营新能源领域中的光伏产业和风电产业。

2013年，受国际、国内经济形势影响，天威集团所处的行业竞争依然激烈。输变电行业产能过剩、竞争激烈的局面依然存在，天威集团加大输变电产品市场开拓力度，强化投标分析能力，从设计、采购、制造等全价值链严格控制成本，提高产品盈利能力，主导产品变压器销量、收入及毛利率均同比增长。

新能源行业市场萎缩，产能过剩、产品价格走低等情况仍未明显好转，收入成本倒挂现象严重，天威集团除控股、参股的多晶硅企业处于停产以外，控股的其它新能源企业均采取减产、限产等各种控亏措施，加强风险控制。2013年1~9月，天威集团亏损主要来自新能源产业。

天威集团根据《企业会计准则》的相关规定对合并会计报表范围内相关资产计提减值准备361,841万元。主要为新能源公司存货、固定资产、在建工程以及无形资产计提的减值准备，对天威集团利润产生重大影响。

截至2013年9月底，天威集团合并资产总额272.64亿元，负债合计233.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）39.61亿元。2013年1~9月，天威集团实现营业收入58.31亿元，净利润（含少数股东损益）-38.30亿元；经营活动产生的现金流量净额3.40亿元，现金及现金等价物净增加额-16.74亿元。

总体看，由于天威保变在天威集团内所占资产比重较大，受天威保变盈利水平及资产规模大幅下滑影响，跟踪期内天威集团盈利水平及资产规模也呈现大幅下滑，使其对本期债券的担保实力显著下降。未来，公司非公开发行股票事项若得以实施，天威集团将失去对天威保变的控制，

其合并报表范围将不包括天威保变，天威集团整体实力将会进一步下降。

九、综合评价

跟踪期内，在输变电行业供需失衡、市场竞争日趋激烈的背景下，公司凭借其在输变电产业的经营优势，通过加大市场开拓力度，使其 2013 年输变电业务营业收入较上年同期大幅增长；同时，公司通过加强成本管控，输变电业务的毛利率呈小幅提升的态势。公司在跟踪期内与天威集团进行了资产置换，公司输变电产业链得到完善。

由于产能过剩、产品低价徘徊，公司下属新能源公司在跟踪期内处于停产或半停产状态，经营亏损严重。公司计提资产减值准备的事项对公司 2013 年度经营成果产生了重大影响，导致公司在 2013 年发生巨额亏损。

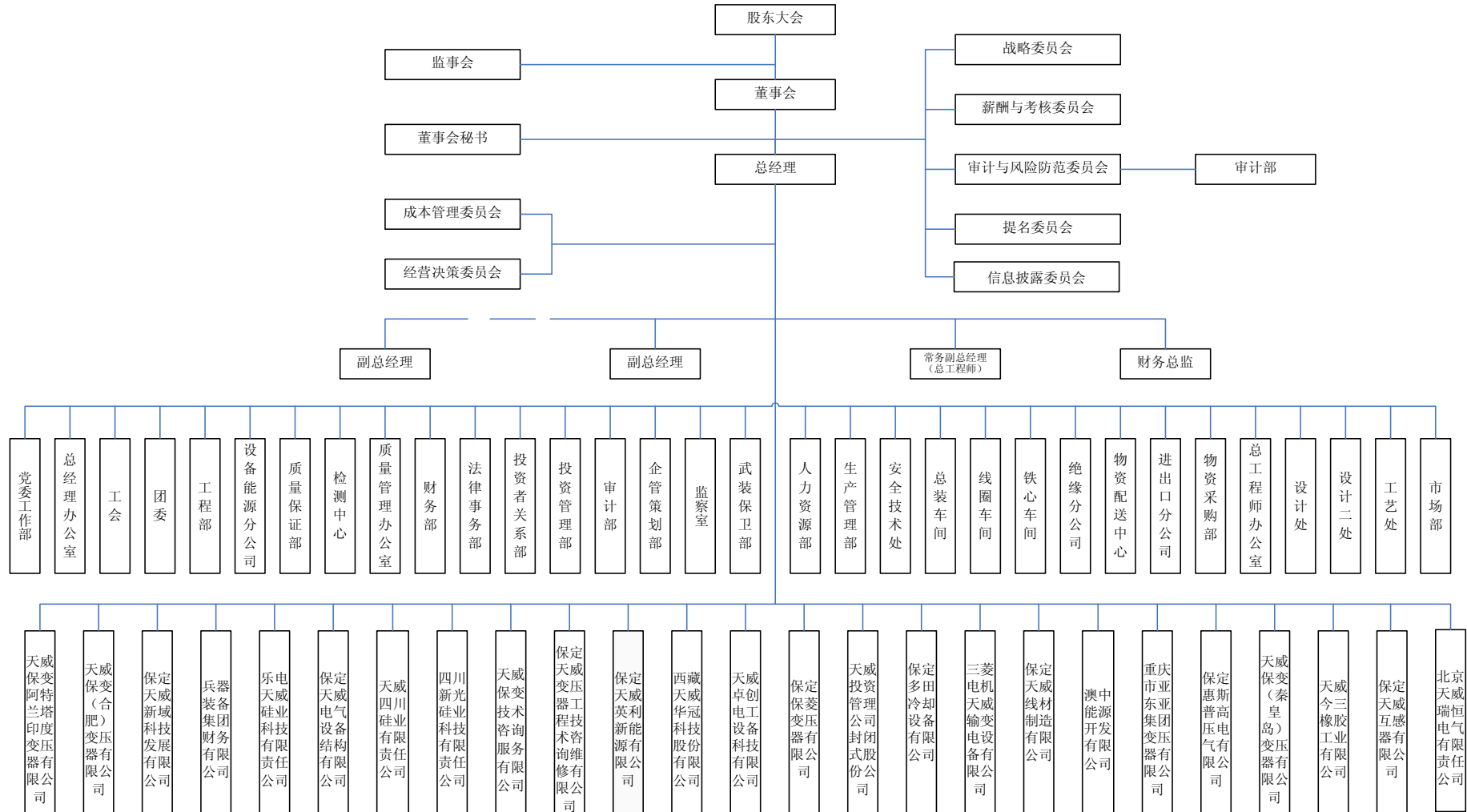
兵装集团系我国国防科技工业的核心力量，资产、经营规模很大。公司作为兵装集团战略规划四大主业板块中装备制造的核心企业，其经营发展得到了兵装集团的大力支持。

由于公司 2013 年发生巨额亏损以及净资产规模大幅减少，已对公司偿债能力带来不利影响，联合评级相应调低公司的主体长期信用等级至“A+”；考虑到公司具有的多方面经营优势，公司输变电业务运营有望保持良好的态势等因素，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

跟踪期内，天威集团盈利水平及资产规模大幅下滑，使其对本期债券的担保实力显著下降。

综上，联合评级本次跟踪评级调低公司的主体长期信用等级至“A+”，评级展望为“稳定”；同时调低本期债券的债项信用等级至“A+”。

附件 1 保定天威保变电气股份有限公司组织结构图



附件 2-1 保定天威保变电气股份有限公司

2012 年~2013 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	变动率（%）
流动资产：			
货币资金	143,866.66	158,764.83	10.36
交易性金融资产	15,136.00	10,982.00	-27.44
应收票据	17,441.35	3,096.82	-82.24
应收账款	250,834.54	203,673.38	-18.80
预付款项	102,365.18	51,105.87	-50.07
应收利息			
应收股利			
其他应收款	6,354.71	5,242.63	-17.50
存货	214,573.36	174,235.04	-18.80
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产	17,000.00	0.00	-100.00
流动资产合计	767,571.81	607,100.57	-20.91
非流动资产：			
可供出售金融资产			
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资	205,089.30	167,852.40	-18.16
投资性房地产	2,317.59	2,540.46	9.62
固定资产	363,244.80	122,269.16	-66.34
生产性生物资产			
油气资产			
在建工程	200,798.93	13,704.42	-93.18
工程物资			
固定资产清理	1.30	0.00	-100.00
无形资产	55,373.57	72,193.06	30.37
开发支出	1,289.69	0.00	-100.00
商誉	1,305.28	1,305.28	0.00
长期待摊费用	980.79	854.17	-12.91
递延所得税资产	4,130.61	4,898.02	18.58
其他非流动资产			
非流动资产合计	834,531.85	385,616.96	-53.79
资产总计	1,602,103.66	992,717.53	-38.04

附件2-2 保定天威保变电气股份有限公司
2012 年~2013 年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	变动率（%）
流动负债：			
短期借款	240,397.18	329,552.16	37.09
交易性金融负债			
应付票据	66,383.08	47,524.13	-28.41
应付账款	156,663.81	99,819.58	-36.28
预收款项	83,129.35	90,138.28	8.43
应付职工薪酬	3,638.07	4,405.55	21.10
应交税费	-41,598.27	-15,916.91	-61.74
应付利息	4,259.73	4,259.73	0.00
应付股利	82.40	465.02	464.37
其他应付款	13,486.22	12,309.08	-8.73
一年内到期的非流动负债	33,300.00	10,500.00	-68.47
其他流动负债	1,185.10	63.00	-94.68
流动负债合计	560,926.64	583,119.62	3.96
非流动负债：			
长期借款	249,443.00	165,000.00	-33.85
应付债券	158,384.80	158,639.28	0.16
长期应付款			
专项应付款			
预计负债	0.00	48,351.60	--
递延所得税负债	1,651.65	1,112.93	-32.62
其他非流动负债	10,439.33	8,441.01	-19.14
非流动负债合计	419,918.78	381,544.82	-9.14
负债合计	980,845.43	964,664.44	-1.65
所有者权益：			
股本	137,299.09	137,299.09	0.00
资本公积	361,452.42	323,034.92	-10.63
减：库存股			
专项储备	1,770.71	1,620.46	-8.49
盈余公积	32,562.10	32,562.10	0.00
未分配利润	35,215.40	-488,131.90	-1,486.13
外币报表折算差额	-47.73	-46.89	-1.76
归属于母公司所有者权益合计	568,251.99	6,337.77	-98.88
少数股东权益	53,006.25	21,715.32	-59.03
所有者权益合计	621,258.23	28,053.09	-95.48
负债和所有者权益总计	1,602,103.66	992,717.53	-38.04

附件 3 保定天威保变电气股份有限公司

2012 年~2013 年合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	变动率 (%)
一、营业收入	342,333.18	435,899.37	27.33
减：营业成本	322,383.61	400,410.77	24.20
营业税金及附加	2,226.93	2,039.37	-8.42
销售费用	17,713.04	22,148.91	25.04
管理费用	52,080.99	47,612.86	-8.58
财务费用	48,581.45	43,467.50	-10.53
资产减值损失	37,239.82	469,872.24	1,161.75
加：公允价值变动收益	2,860.00	-3,591.50	-225.58
投资收益	-39,902.54	15,576.88	--
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-42,318.92	-44,172.75	4.38
汇兑收益			
二、营业利润	-174,935.21	-537,666.90	207.35
加：营业外收入	5,240.31	5,295.63	1.06
减：营业外支出	151.28	49,900.02	32,885.58
其中：非流动资产处置损失	65.59	174.09	165.40
三、利润总额	-169,846.17	-582,271.29	242.82
减：所得税费用	2,351.36	-544.02	--
四、净利润	-172,197.53	-581,727.27	237.83
其中：归属于母公司所有者的净利润	-154,906.64	-523,334.70	237.84
少数股东损益	-17,290.90	-58,392.57	237.71

附件 4 保定天威保变电气股份有限公司

2012 年~2013 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	变动率 (%)
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	345,082.33	508,294.06	47.30
收到的税费返还	5,300.86	1,936.56	-63.47
收到其他与经营活动有关的现金	26,011.59	10,404.42	-60.00
经营活动现金流入小计	376,394.79	520,635.04	38.32
购买商品、接受劳务支付的现金	248,627.25	361,276.27	45.31
支付给职工以及为职工支付的现金	48,596.91	46,244.10	-4.84
支付的各项税费	26,673.70	18,830.12	-29.41
支付其他与经营活动有关的现金	41,521.40	26,441.34	-36.32
经营活动现金流出小计	365,419.26	452,791.82	23.91
经营活动产生的现金流量净额	10,975.53	67,843.22	518.13
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	16,141.64	10,153.78	-37.10
取得投资收益收到的现金	1,739.47	3,121.02	79.42
处置固定资产等长期资产收回的现金净额	1,335.80	28.72	-97.85
处置子公司等单位收到的现金净额	-2,394.03	3,629.24	--
收到其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计	16,822.88	16,932.75	0.65
购建固定资产等长期资产支付的现金	16,690.20	9,546.48	-42.80
投资支付的现金	24,362.95	19,083.50	-21.67
取得子公司等单位支付的现金净额	0.00	11,000.00	--
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计	41,053.15	39,629.98	-3.47
投资活动产生的现金流量净额	-24,230.27	-22,697.23	-6.33
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	7,970.46	0.00	-100.00
发行债券所收到的现金			
取得借款收到的现金	347,297.00	446,491.94	28.56
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	355,267.46	446,491.94	25.68
偿还债务支付的现金	336,143.75	434,641.62	29.30
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	53,021.59	41,074.79	-22.53
支付其他与筹资活动有关的现金	1,822.41	978.85	-46.29
筹资活动现金流出小计	390,987.75	476,695.26	21.92
筹资活动产生的现金流量净额	-35,720.29	-30,203.32	-15.44
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-82.86	-580.59	600.70
五、现金及现金等价物净增加额	-49,057.89	14,362.08	--
加: 期初现金及现金等价物余额	191,318.02	142,260.13	-25.64
六、期末现金及现金等价物余额	142,260.13	156,622.21	10.10

附件 5 保定天威保变电气股份有限公司
2012 年~2013 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	-172,197.53	-581,727.27	237.83
加: 资产减值准备	37,239.82	469,872.24	1,161.75
固定资产折旧	24,572.15	26,523.11	7.94
无形资产摊销	2,010.23	2,376.93	18.24
长期待摊费用摊销	49.69	146.39	194.59
处置固定资产等长期资产的损失	-253.54	-394.31	55.52
固定资产报废损失	1.53	8.91	482.19
公允价值变动损失	-2,860.00	3,591.50	--
财务费用	46,118.82	42,564.58	-7.71
投资损失	39,902.54	-15,576.88	--
递延所得税资产减少	-279.14	-767.42	174.92
递延所得税负债增加	429.00	-538.73	--
存货的减少	-14,003.73	43,048.19	--
经营性应收项目的减少	119,642.19	94,158.44	-21.30
经营性应付项目的增加	-69,396.50	-15,442.46	-77.75
其他			
经营活动产生的现金流量净额	10,975.53	67,843.22	518.13

附件 6 保定天威保变电气股份有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年
经营效率		
应收账款周转次数(次)	--	1.70
存货周转次数(次)	--	1.86
总资产周转次数(次)	--	0.34
现金收入比率(%)	100.80	116.61
盈利能力		
总资本收益率(%)	--	-51.14
总资产报酬率(%)	--	-41.60
净资产收益率(%)	--	-179.18
主营业务毛利率(%)	5.43	7.93
营业利润率(%)	5.18	7.67
费用收入比(%)	34.58	25.98
财务构成		
资产负债率(%)	61.22	97.17
全部债务资本化比率(%)	54.63	96.21
长期债务资本化比率(%)	39.63	92.02
偿债能力		
EBITDA 利息倍数(倍)	-1.91	-11.89
EBITDA 全部债务比(倍)	-0.13	-0.72
经营现金债务保护倍数(倍)	0.01	0.10
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.02	0.06
流动比率(倍)	1.37	1.04
速动比率(倍)	0.99	0.74
现金短期债务比(倍)	0.52	0.45
经营现金流动负债比率(%)	1.96	11.63
经营现金利息偿还能力(倍)	0.22	1.58
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.26	1.05
本期公司债券偿债能力		
EBITDA/本期发债额度(倍)	-0.61	-3.20

注：2013 年公司与天威集团进行资产置换，公司新增 4 家子公司，公司按照同一控制下企业合并进行会计处理，对合并资产负债表的期初数进行了调整，同时对比较报表的相关项目进行了调整。

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。