

跟踪评级公告

联合[2015]084 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：8413

分析师：刘冲 张青

二零一五年 四月 十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.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: A+ 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: A+

上次评级时间: 2014 年 3 月 28 日

跟踪评级时间: 2015 年 4 月 10 日

财务数据:

发行人

项 目	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	99.27	85.69
所有者权益(亿元)	2.81	11.33
长期债务(亿元)	32.36	21.34
全部债务(亿元)	71.12	49.68
营业收入(亿元)	43.59	38.95
净利润(亿元)	-58.17	0.76
EBITDA(亿元)	-51.07	6.21
经营性净现金流(亿元)	6.78	6.29
营业利润率(%)	7.67	21.13
净资产收益率(%)	-179.18	10.78
资产负债率(%)	97.17	86.78
全部债务资本化比率(%)	96.21	81.43
流动比率	1.04	1.03
EBITDA 全部债务比	-0.72	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	-11.88	1.82
EBITDA/本期发债额度(倍)	-3.19	0.39

担保方

项 目	2013 年	2014 年 9 月
资产总额(亿元)	234.49	175.07
所有者权益(亿元)	13.85	-27.81
营业收入(亿元)	73.87	37.54
净利润(亿元)	-63.91	-42.41
资产负债率(%)	94.09	115.89

注:

1. 担保方 2014 年 1~9 月财务数据未经审计, 相关指标未年化。
2. 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“保变电气”)通过剥离新能源业务, 加大市场开拓力度, 聚焦输变电产品, 使其毛利率和市场占有率均有所提高。此外, 公司通过加强成本管控, 使输变电业务期间费用大幅下降。2014 年 12 月, 公司通过非公开发行股票方式成功募集资金净额 7.91 亿元, 增强了公司资本实力。非公开发行完成后, 中国兵器装备集团公司(以下简称“兵装集团”)成为公司第一大股东, 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, 直接控股公司有利于公司的未来发展。

本期债券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的连带责任保证担保。由于跟踪期内天威集团盈利水平大幅下滑, 已资不抵债, 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维持公司“A+”的主体长期信用等级, 评级展望为“稳定”, 同时维持本期债券“A+”的信用等级。

优势

1. 2014 年, 公司剥离了新能源产业, 通过转型升级、结构调整, 使产品毛利率同比增长 12.38 个百分点至 20.31%。此外, 公司通过加强成本管控, 使输变电业务期间费用大幅下降。

2. 跟踪期内, 公司进行了重大资产重组并且完成了非公开发行工作, 增强了公司抵御财务风险的能力。

3. 近两年公司经营现金流状况较佳, 收入实现的质量较高。

4. 非公开完成后, 兵装集团成为公司第

一大股东。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. 公司长期股权投资规模较大，投资收益对净利润有显著影响。
3. 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，公司的融资能力面临较大的挑战。
4. 公司负债水平仍处于高位，有息债务规模较大，存在较大的短期支付压力。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与保定天威保变电气股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与保定天威保变电气股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因保定天威保变电气股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的公司相关资料主要由保定天威保变电气股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

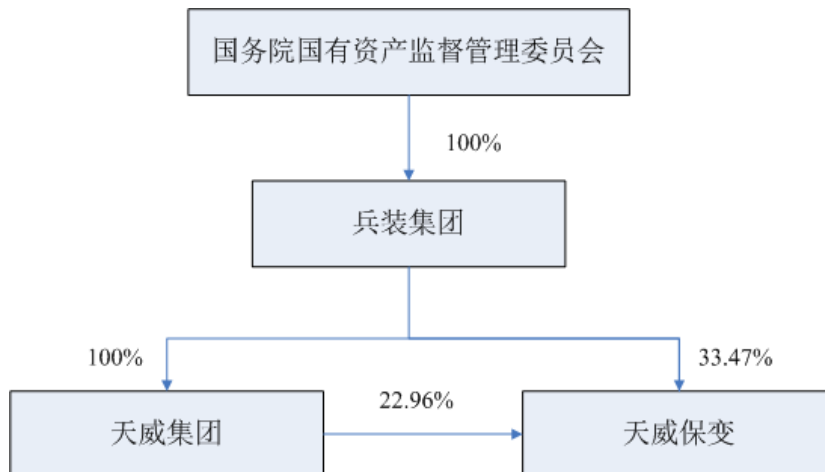
一、主体概况

保定天威保变电气股份有限公司（以下简称“公司”或“保变电气”）是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号文批准设立的股份有限公司。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，经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“保变电气¹”，股票代码：600550）。

公司自发行上市至2013年6月13日，天威集团为保变电气的控股股东。2013年6月14日，天威集团通过协议转让的方式将其持有的公司3.52亿股股票转让给中国兵器装备集团公司（以下简称“兵装集团”），转让完成后天威集团仍为公司第一大股东，持股25.66%，兵装集团成为公司第二大股东，持股25.64%。2014年12月30日，公司向兵装集团非公开发行1.62亿股，非公开发行完成后，兵装集团持股比例增至33.47%，成为公司第一大股东，天威集团持股比例变为22.96%，为公司第二大股东。

截至2014年末，公司总股本15.35亿股，公司实际控制人为兵装集团。

图1 截至2014年末公司股权结构图



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。

目前公司设有办公室、发展计划部、改革与管理部、财务部、资本运营部、人力资源部、审计与风险部、党群工作部、纪检监察部等9个职能部门，并设立了输变电技术研究院（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15个二级控股子公司（含全资）。截至2014年末，公司拥有在职员工3,474名。

截至2014年末，公司合并资产总额856,900.55万元，负债合计743,589.28万元，所有者权益（含少数股东权益）113,311.27万元。2014年公司实现营业收入389,504.27万元，净利润（含少数股东损益）7,619.63万元；经营活动产生的现金流量净额62,851.73万元，现金及现金等价物净增加额-34,986.14万元。

¹ 曾用名“天威保变”、“*ST天威”。2015年3月18日撤销退市风险警示，撤销退市风险警示后的股票简称：保变电气。

公司注册地址：河北省保定市天威西路 2222 号；法定代表人：薛桓。

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 2012、2013 年连续亏损，本期债券自 2014 年 3 月 21 日起被上海证券交易所暂停上市交易。由于 2014 年公司恢复盈利，经上交所批复，本期债券自 2015 年 3 月 26 日恢复上市。

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、重大资产重组

2014 年 12 月 26 日，公司 2014 年第六次临时股东大会审议通过了关于公司将所持有的保定天威英利新能源有限公司（以下简称“天威英利”）7% 股权转让给天威集团，交易价格为 38,925.90 万元；将兵器装备集团财务有限责任公司（以下简称“兵装财务公司”）10% 股权出售给南方工业资产管理有限责任公司（以下简称“南方资产”）的重大资产出售相关议案，交易价格为 25,504.66 万元。南方资产为兵装集团全资子公司，为保变电气同一实际控制人控制下的关联方。2014 年末，兵装财务公司股权转让完成，公司不再持有其股权。2015 年 3 月，天威英利完成交易股权转让的相关工商变更手续，并取得了新的营业执照，工商变更完成后，公司持有天威英利 18.99% 股权。

2. 非公开发行

2014 年 12 月，证监会核准公司非公开发行不超过 161,616,161 股新股，发行价格为 4.95 元，发行对象为兵装集团，发行所获资金全部用于补充流动资金。至此兵装集团成为公司第一大股东，持股 33.47%，天威集团成为公司第二大股东，持股 22.96%，公司实际控制人未发生变化。非公开发行股票完成后，公司的资产总额与净资产总额同时增加，资金实力明显提升，资产负债率有所降低。本次发行有利于降低公司的财务风险，为公司后续融资提供良好的保障。

3. 股东持有公司股权冻结事项

跟踪期内，因兵装财务公司与天威集团金融借款合同纠纷，天威集团持有的公司股票 3.52 亿股股票被北京铁路运输中级法院冻结，且兵装财务公司有权以天威集团质押的公司 3.52 亿股股权折价或者拍卖、变卖股权所得价款在判决确定的债权范围内优先受偿；因中国进出口银行与天威集团金融借款合同纠纷、交银金融租赁有限责任公司与天威新能源控股有限公司融资租赁合同纠纷、国家开发银行股份有限公司与天威集团等公司融资借款合同及撤销权纠纷，天威集团持有公司的 3.52 亿股股票分别被北京铁路运输中级法院、上海市浦东新区人民法院、四川省高级人民法

院轮候冻结；因中国银行与天威集团借贷纠纷，天威集团持有公司的 3.52 亿股股票被河北省高级人民法院轮候冻结；因扬州经济技术开发区总公司与天威集团等公司企业借贷纠纷，天威集团持有公司的 0.89 亿股股票被江苏省高级人民法院轮候冻结。

4. 拟对子公司增资

2015年3月20日，公司第六届董事会第八次会议，审议通过了《关于对天威保变（合肥）变压器有限公司增资的议案》和《关于对保定天威电气设备结构有限公司增资的议案》，其中天威保变（合肥）变压器有限公司2014年度经审计的净利润占保变电气2014年度经审计净利润的54%，公司2014年度股东大会已审议通过对其增资议案。该事项不构成关联交易，也不属于重大资产重组事项。对上述两公司增资有利于保变电气输变电产业规模的扩大及整体实力的提升，符合公司输变电产业发展战略。

5. 计提资产减值准备

公司2014年度合并计提各类减值4,735.92万元，共减少合并报表利润总额4,735.92万元。其中，计提存货跌价准备4,585.06万元。

四、管理分析

跟踪期内，公司精简了组织结构，内部组织机构由9个职能部门和1个研究院组成，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、监事会主席分别为薛桓先生、刘淑娟女士和苏士英先生。

董事长薛桓先生，1967年12月出生，研究生学历，高级工程师。2005年5月至2011年3月任贵州高峰石油机械股份有限公司总经理；2011年3月至2013年9月任兵装集团民品事业部副主任；2013年10月至2015年2月任天威集团党委书记、董事、副总经理，保变电气副董事长。2015年2月至今任保变电气董事长、党委书记。

总经理刘淑娟女士，1968年10月出生，研究生学历，高级工程师。2006年12月至2010年11月任保定保菱变压器有限公司总经理；2010年11月至2011年12月任保变电气副总经理；2011年12月至2013年12月任保变电气总经理；2012年1月至2014年1月任保变电气董事会董事；2014年1月至2015年2月任保定天威集团有限公司副总经理；2015年2月至今任保变电气公司董事会董事、总经理。

监事会主席苏士英先生，1964年9月生，大学本科学历，高级经济师，高级政工师。2004年5月至2011年3月任天威集团董事、党委委员、工会主席；2011年4月至2015年2月任天威集团监事会主席；2015年2月至今任保变电气监事会主席。

总体看，虽然在跟踪期内公司主要管理人员发生变化，但是这种变化有利于公司同兵装集团沟通，能够更好地贯彻和落实兵装集团对于输变电产业的战略规划，兵装集团对公司的控制有所增强，有利于公司未来的发展。

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。进入改革之年，电力体制改革也迎来转机和突破，电力市场化加速，电力需求将温和增长。中央经济工作会议决定，把高铁、核电和大型成套设备作为出口的重点业务领域，将会为相关输变电产品带来有利的商机。2015年，国家电网公司计划投资4,202亿元用于电网建设，同比增幅9%，增速较2014年下降5.1个百分点。大气污染的严峻形势促使国家的能源利用方式开始转变，智能电网的建设投资成为国家的一项重点投资领域，尤其是在特高压和配电网自动化工程建设方面。

特高压建设方面，根据国家电网披露《国家电网公司“五交八直”规划》，2015年力争开工“五交八直”特高压工程。随着国家“一带一路”战略的持续升温，国家电网“十三五”期间将规划在新疆投资1,900亿元推动疆电外送。预期未来五年会是特高压行业的黄金发展周期。

配网建设方面，虽然2014年配网建设受制于电改预期、国网审计与反腐等因素不达预期，但用电结构的变化、分布式能源安装量的增加等因素决定了配电网中长期的发展仍向好，售电端的多元化也将带动配网建设的需求。目前国家层面已将智能配电网建设提升到战略高度，配电网投资建设主要在三个方面加大投入：（1）缩小城农网以及各地域省市间的配电一次设备基础差异。（2）提升信息化水平，加强配网自动化设备的覆盖。（3）开展分布式发电/产能和微电网系统接入与协调控制建设。

另外，变压器细分市场也存在良好的商机，受电网特高压提速以及核电自主技术获批的影响，国内特高压变压器产品市场容量预计约为100,000MVA，而核电变压器和铁路牵引变市场也将迎来新的需求高峰，这些都将为公司发展提供契机。

伴随着西电东送、南北互供、跨区域联网等重大工程的建设，包括变压器在内的输配电设备行业快速发展。不过在此同时，产能过剩、价格走低等问题也成为变压器行业普遍面临的问题，行业内低端变压器市场竞争激烈，不少企业出现亏损。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。在高电压等级变压器制造上，国内企业以保变电气、特变电工、西变西电等大型企业为主。经过高速发展和激烈竞争，国内变压器行业目前面临首要问题是加大技术研发和市场开拓，在国家政策与节能减排的推动下，节能、环保、低噪音变压器成为未来市场的主要发展趋势。

总体看，目前国内输变电市场仍然是以电网为主、发电为辅，虽然近两年输变电市场竞争激烈，但是随着行业转型升级的加快，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. 经营概况

公司业务主要为输变电业务，由于2013年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年公司与天威集团实施资产置换后，形成了以变压器为核心的完整输变电产业链条，公司主营为变压器类产品以及相关配套设备的制造及维修等，相关设备的生产及配套能力得到了进一步提升。同时，公司在巩固和发展变压器中低端市场的同时，进一步发挥在特高压、直流项目等高端产品市场的竞争优势。跟踪期内，公司输变电产品市场占有率明显提高。

2014年，由于输变电产业竞争形势依然严峻，公司输变电业务实现收入376,447.31万元，同比减少6.84%；国内销售收入344,321.81万元，同比下降8.14%；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，2014年公司实现出口收入32,139.68万元，同比下降35.53%。

公司为实现输变电产业健康、稳定发展，通过转型升级、结构调整、降本增效来提高输变电业务毛利率水平，2014年输变电业务毛利率大幅增长12.23个百分点至20.31%。

表1 2013~2014年公司主营业务收入及成本构成（单位：万元）

项 目	2013 年			2014 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
输变电产品	404,088.96	371,422.12	8.08%	376,447.31	299,976.23	20.31%
新能源产品	20,605.63	19,604.32	4.86%			

资料来源：公司年报

从盈利情况来看，2014年公司营业利润由上年的-537,666.90万元增加至2,230.97万元，其中投资收益10,887.34万元。利润总额由上年的-582,271.29万元增加至8,530.04万元；净利润由上年的亏损581,727.27万元转为盈利7,619.63万元。但公司当期产生的非经常性损益合计16,839.86万元，扣除非经常性损益后的净利润仍为负值，公司主营业务的盈利能力有待提升。

总体看，由于公司剥离了新能源产业，使公司实现扭亏为盈，但主营业务的盈利能力仍有待提升。未来，随着变压器、电抗器等输变电设备的生产及配套能力的完善以及特高压产品制造能力的进一步提升，公司的经营业绩有望实现进一步增长。

（1）技术研发

2014年，公司研发支出共计25,550.09万元，同比增长25.48%。公司研发投入的资金规模较大，研发支出占净资产比例22.55%，体现出公司对技术研发高度重视，2014年公司主要研发项目如下：

1500MVA/1000kV现场组装式变压器技术研究

公司投入1,163万元针对额定电压1000kV、容量1500MVA的现场组装式变压器的组部件拆解技术、分体运输和现场组装技术进行了研究。

±800kV大容量换流变压器关键技术研究

公司投入320万元在总结±800kV换流变压器研制经验的基础上，开发研究满足额定直流电流6250A工程需要的509MVA/±800kV换流变压器相关关键技术。

500kV变压器承受短路能力试验研究

公司投入76万元针对500kV变压器承受短路能力进行计算分析，完善了承受短路能力工艺保障措施等技术，使公司完全具备500kV变压器承受短路能力相关技术。

超高压并联电抗器关键技术研究项目

公司投入789万元在原有并联电抗器研制的基础上，对电抗器线圈以及铁心、油箱钢结构件中的漏磁和涡流损耗分布进行详细的计算分析，解决了超高压大容量并联电抗器在局部过热、振动、励磁特性等方面容易出现的各种问题，保证产品长期安全可靠运行。

500kV级双器身自耦变压器关键技术研究项目

公司投入3,473万元针对高、低压电压比较接近的变压器产品，降低了开关电位，研究成功了端部出线结构，双器身单油箱布置的合理布局。

特殊接线方式自耦变压器关键技术研究项目

公司投资279万元针对调压范围更为精密的变压器性能要求，优化了绕组的纵绝缘结构。

220kV级升压变压器关键技术研究

公司投资4,172万元开发研制的220kV升压变压器相关系列技术，优化绝缘结构，采用合理的

磁屏蔽措施，避免了局部过热的发生，提高了产品性能。

220kV级降压变压器关键技术研究

公司投入1,659万元针对变压器运行稳定和承受短路能力方面开展了系列研究工作，进一步提高了产品运行稳定性。

500kV级大容量主变磁场及局部过热关键技术研究

公司投入3,957万元旨在攻克绕组漏磁场和（大电流）引线磁场可能引起的局部过热技术难题，研究工作已完成，并完成了样机研制。

大移相角调相变压器关键技术研究

公司投入733万元在原有调相变压器研制的基础上，研发出具有更大调相范围的变压器，该类型变压器能更有效的调节不同电网间的潮流分布，实现资源的合理配置。

总体看，公司研发支出规模较大，有利于公司技术升级以及产品创新。

（2）业务运营

从产能来看，2014年公司变压器产品全年产能为10,000万kVA；互感器产能在5,000台，其中35kV级以上互感器产能4,000台，较上年无变化。

2014年，由于公司以前年度订单排量较少，公司输变电产品的产量和销量均较上年出现不同程度的下降。但公司的输变电产品采取以销定产的方式生产，除非出现延迟交货或停工订单，否则不存在库存积压的情况，公司基本实现产销平衡。2014年输变电产品产销率提高了3.74个百分点至103.51%。

表2 2013年和2014年公司主要输变电产品产销量情况

产 品	项 目	2013 年	2014 年	增长率
输变电产品	产量（台/套）	5,470	4,012	-26.65%
	销量（台/套）	5,457	4,153	-23.90%
	产销率（%）	99.77%	103.51%	增长 4 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措施来降本增效。

从原材料采购价格来看，2014 年一季度铜材价格处于下降状态，二季度开始小幅反弹，三季度平稳下降，四季度价格下降幅度有所加大，全年来看价格处于下降状态；砂钢片方面，上半年其价格比较平稳，下半年开始，由于高性能矽钢片供不应求，其价格有所上涨，普通矽钢片价格保持平稳；绝缘纸板方面，其价格在 2014 年保持稳定；变压器油方面，其价格在 2014 年一至三季度保持稳定，四季度下降明显；主要组部件方面，其价格在 2014 年略有下降。2014 年，公司前五名供应商采购总计 6.42 亿元，占采购总额的 28.09%。

从订单情况来看，公司不断完善投标流程，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。2014 年，公司国内变压器订单同比增长 17%，合同价款同比增长 63%，公司变压器前期订单完成比例约为 76%，新增订单年内完成比例约为 11%²。截至 2014 年末，公司变压器在手订单为 9,604.5 万 kVA，可满足公司 2015 年的生产需要（公司变压器产能为

²统计口径为国内市场部，不含合变及进出口分公司。

10,000kVA/年)。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,进一步奠定了公司核电市场地位。公司在巩固和发展变压器中低端市场的同时,进一步发挥在特高压、直流项目等高端产品市场的竞争优势,其中中标国网灵州—绍兴±800kV 特高压直流项目和锡盟—山东 1000kV 特高压交流项目,合同金额达 11.9 亿元;中标云南电网观音岩项目永仁站全部 14 台换流变压器和 5 台平波电抗器,合同金额近 5.3 亿元;中标南网金中项目全部高端 14 台变压器,合同金额逾 4.2 亿元。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。但在国际市场方面,公司中标北美 75MVA/500kV 电抗器,实现了公司出口北美 500kV 电压等级电抗器零的突破。同时,公司在 2014 年完成了第一个国外 EPC 项目—孟加拉 132kV 变电站扩建项目的投标,为后续总包项目的开展奠定了基础。2014 年,公司前五大客户销售额为 11.55 亿元,占总销售额的 29.66%,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,但由于订单排量较小,2014 年公司输变电产品的产销量均有所下降。公司在手订单较为充足,可满足公司 2015 年的生产需要。公司凭借其规模、技术等优势,在特高压投资快速增长的时期,公司业务运营有望保持良好的态势。

3. 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 ±600kV、±800kV 高端换流变的的生产能力。项目新增产能 55 万 kVA,新增年营业收入预计 13,000 万元。

主要建设内容

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:已完成项目备案及环评,设备采购已基本完成,设备陆续到货,设备安装正在进行。

(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。

主要建设内容

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：已完成备案，环评正在进行，已完成部分设备招标工作以及厂房改造施工图设计。

（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。

（4）秦变±1100kV特高压变压器基地建设项目

建设目标

生产规模为年产 500kV~1,000 kV 交流变压器及±200~1,100kV 直流换流变压器 2,007.5 万 kVA。其中新增 500kV~1,000 kV 各类交流变压器 1,211 万 kVA，±800~1,100kV 换流变压器 796.5 万 kVA。

主要建设内容

在五矿天威厂房南侧新建特高压变压器厂房，建筑面积 19,504 m²，厂房主体为全钢结构。主要包括装配车间、线圈车间、高压试验大厅及辅助用房；新增公共系统，包括总配电所、水泵房、空压站、冷冻站等；拆除五矿天威东侧 32m 厂房。

项目总投资

项目总投资 51,170 万元。其中：建设投资 42,596 万元，建设期利息 1,474 万元，铺底流动资金 7,100 万元。

建设周期：18 个月

目前进度：已完成项目备案、全过程跟踪审计机构招标、招标代理机构招标等前期工作，目前正在进行节能环保以及工程设计施工总承包招标准备工作。

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。

4. 经营风险与应对措施

行业和竞争风险

受宏观经济形势影响，虽然预计2015年国际市场需求总量将较2014年略有增长；但随着我国经济增长预期放缓，国内电力需求增长和投资将随之放缓，再加上环境压力较大，电源项目批复困难，预计2015年国内变压器市场需求总量较2014年将略有下降；输变电设备制造企业产能过剩、价格竞争激烈局面不会改变，变压器市场竞争将更加激烈。

应对措施：公司将创新营销模式，努力开拓市场，抢抓优质订单，提高市场占有率；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；严抓产品质量，以质量优势抢占高端市场。

资金风险

由于受新能源公司历史财务负担影响，公司履行担保代偿义务，财务负担无法短期内消失；同时受行业特点影响，货款回收滞后于各项生产投入，公司存在资金短缺风险。

应对措施：推行降本增效，努力提升产品盈利能力，减少资金占用；推进资金预算管控机制，严控资金支出，确保资金链安全；提高运营效率，加快资金周转。

贸易及汇率风险

公司出口业务不断拓展，国际贸易不断增加，但由于对国外相关政策不熟悉，存在贸易风险；同时，受全球经济形势影响，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。

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。

应收账款及存货风险

受全球金融危机的影响，经济增速放缓，使公司货款回收难度有所增加。

应对措施：从制度建设和能力提升两方面入手，加强客户信用和订单评价管理，使管控前移；对应收存货形成的业务动因进行有效管控，压缩应收存货总体规模，不断提高应收存货的周转效率，保证应收存货不断下降。

5. 股东支持

公司目前第一大股东、第二大股东分别为兵装集团、天威集团，持股比例为33.47%和22.96%，同时兵装集团持有天威集团100%股权。

兵器装备作为国家战略性新兴产业，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、保变电气、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 3,000 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 152 位³。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、装备制造四大主业板块，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。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。公司与天威集团在2013年进行了资产置换，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。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，通过非公开发行，兵装集团成为了公司第一大股东，便于其对公司提供更多的支持。

³根据财富中文网北京时间 2014 年 7 月 7 日晚与全球同步发布的最新的《财富》世界 500 强排行榜。

6. 未来发展

随着电力结构的调整继续深化，电网建设的重点仍然是特高压输电线路，同时国家已启动智能电网的建设。受环境因素影响，电源结构继续优化，清洁能源发电比例持续提高，火电机组继续向大容量、高参数、环保型方向发展。

公司将以国家电力发展为指导，以市场需求为导向，集中精力推进资源优化整合和深化改革，以技术创新和质量提升为支撑，抓好管理创新、市场开拓和项目建设，全面增强核心竞争力，提高变压器业务盈利能力，做优做强变压器业务；同时，加快结构调整和能力提升步伐，在充分论证的基础上，择机拓展一、二次设备等其他输变电业务，增强核心竞争力，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，2015 年保变电气预计实现营业收入 45.35 亿元，营业成本 36.55 亿元。为了确保完成上述工作任务和目标，公司 2015 年的工作措施主要有：

创新营销模式，抢抓市场订单，保持竞争优势

国内市场方面，要创新营销模式，进一步加强市场开拓力度，实施上、中、下各层次的市场运作模式；紧盯重点项目，进一步提升高端产品市场份额，确保公司高端市场行业地位；夯实市场基础管理，扎实推进 CRM 系统升级工作。国际市场方面，完善以单机销售为主、EPC 承包为辅的市场开拓模式，加强营销队伍建设，强化内部管理和人员培训，进一步提高工作能力和水平。

加强技术进步，推进创新驱动，做好技术支撑

进一步提高设计效率和设计质量，同时，坚持不懈的推进设计标准化工作和最优设计理念；抓好科技创新，一方面围绕制约产品设计的瓶颈因素，组织开展基础科研工作，另一方面抓好重大研发项目；强化工艺保障，完善工艺流程，推进标准化作业，推进串行转并行工序的研究和推广，不断提升公司制造能力。

抓好管理整顿，提升管理水平

以加强管理整顿促进管理效能的不断提升，同时结合内部控制体系建设，积极寻求适合输变电产业发展的管控模式并进行固化；继续加强以制度、流程、标准、数据、评价、整改为重点的基础管理，推动管理体系的持续优化和基础管理水平的稳步提升；继续加强全面预算管理，强化预算的月度控制、分析和督导，对公司的经营短板实时监控与跟踪，及时发现、解决预算执行过程中出现的问题，保证预算完成的时间进度。

狠抓提质增效，提高经济运营质量

结合全价值链的成本管理理念，继续推进标准成本管理体系建设，通过标准成本的过程控制实现管理效率的提高及成本的优化；结合全价值链的成本管理理念，继续完善目标成本管理体系，深入推进降本增效工作，通过对设计、采购和生产制造各环节的全价值链全方位、多角度、深层次降本增效，打造竞争优势；加强质量品牌建设，做到以质量保产量、以质量保交货期、以质量保品牌，努力打造一流的产品。

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，随着电网投资的提速，公司面临良好的发展契机，盈利水平也有望得以提升。

六、财务分析

公司提供的 2014 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。公司财务报表编制遵循财政部 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则》及其后续规定和解释。此外，根据财政部 2014 年对会计准则的最新修订，公司调整了 2014 年报表相关科目：将不具有控制、共同控制、重大影响且没有公开活跃市场报价的权益投资调至可供出售金融资产核算，并采用成本法计量；将其他（非）流动负债中列报的政府补助，调至递延收益列报；将外币报表折算差额调至其他综合收益列报，并对 2013 年的相关科目进行了追溯调整。公司 2013、2014 年合并范围未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 856,900.55 万元，负债合计 743,589.28 万元，所有者权益（含少数股东权益）113,311.27 万元。2014 年公司实现营业收入 389,504.27 万元，净利润（含少数股东损益）7,619.63 万元；经营活动产生的现金流量净额 62,851.73 万元，现金及现金等价物净增加额-34,986.14 万元。

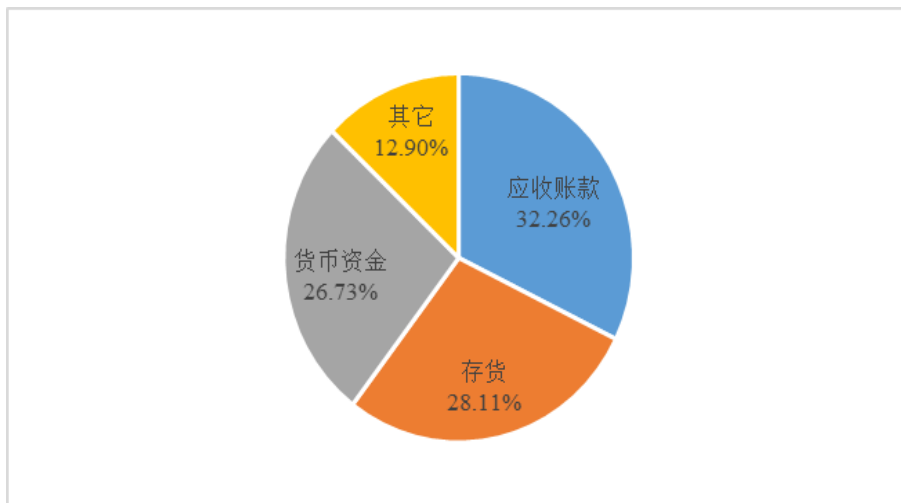
1. 资产质量

截至 2014 年末，公司资产总额 856,900.55 万元，较年初下降 13.68%，主要系流动资产减少所致。从资产结构来看，2014 年，公司流动资产和非流动资产占比分别为 59.66%、40.34%，流动资产占比偏高。

流动资产

截至 2014 年末，公司流动资产合计 511,246.69 万元，较年初减少 15.79%。流动资产以货币资金、应收账款和存货为主。

图 2 2014 年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

公司货币资金规模较大，截至 2014 年末，公司货币资金余额为 136,635.52 万元，较年初减少了 13.94 %。货币资金中银行存款为 93,646.16 万元，其中 10,369.29 万元因诉讼被冻结，其他货币资金 42,951.91 万元，其中三个月以上到期的保函保证金为 4,630.17 万元。公司货币资金中受限比例较小，资金较为充裕。

2014 年初，公司交易性金融资产 10,982.00 万元，系持有的巨力索具（股票代码 002342）1,900 万股股票。跟踪期内，公司处置了全部交易性金融资产，取得投资收益 8,253.14 万元，同时产生公允价值变动损失 7,419.50 万元。

跟踪期内，公司加大货款回收力度，应收账款规模有所下降。截至 2014 年末，公司应收账款

账面价值 164,918.73 万元，较年初下降 19.03%。计提坏账准备 20,600.31 万元，计提较为充分。由于北京输变电设备成套联合公司应收款无法收回以及太原变压器厂注销，2014 年公司核销应收账款 180.08 万元。期末应收账款余额前五名欠款方合计占比 21.96%。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。

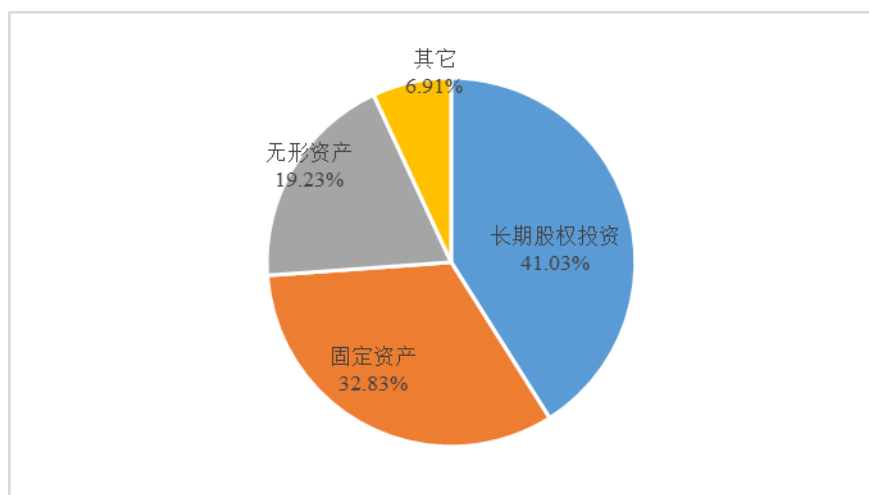
2014 年，公司其他应收款期末账面价值 23,319.43 万元，较年初增加 18,076.81 万元，主要系新增应收南方工业股权转让款 10,504.66 万元，同时子公司天威保变（合肥）变压器有限公司对合肥天威置业有限公司往来款项 2014 年末重分类至其他应收款进行核算。其他应收款中，按欠款方归集的期末余额前五名中，四川天威硅业和乐山乐电天威硅业科技有限责任公司（以下简称“乐电天威”）⁴委托贷款已于 2013 年全额计提减值准备；四川天威硅业的代偿贷款、委贷利息及其他往来款项已按照应收款余额的 98.88%计提坏账准备；合肥天威置业有限公司已涉诉，目前已被查封足额房产，预期公司能够全额收回与其往来款项 6,641.58 万元。

跟踪期内，公司为提升经营质量，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 2014 年末，公司存货净额为 143,721.77 万元，较年初大幅下降了 17.51%。公司存货净额中的原材料占比为 18.06%、在产品占比为 24.69%、库存商品占比为 54.05%，发出商品占比 3.19%。公司存货中库存商品占比较高，公司仍有降库存的空间。虽然公司生产模式为以销定产，但某些小规格输变电产品合同签订时间较早，由于对方延期收货等原因导致其可变现净值已低于账面价值。2014 年公司按照成本与可变现净值孰低方法增加存货跌价准备 4,585.06 万元，截至 2014 年末，公司存货跌价准备余额为 8,667.80 万元。整体看，存货的下降有利于提升公司的经营质量。但 2014 年末公司存货水平仍处于高位，去库存压力仍较大。

非流动资产

截至 2014 年末，公司非流动资产合计 345,653.86 万元，较年初减少 10.36%。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 2014 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年末，公司长期股权投资余额为 141,830.61 万元，较年初减少 5.48%。当年长期股权投资确认投资损失共计 8,232.93 万元，其中权益法下确认天威英利投资损失 8,424.01 万元。2014 年合并报表中，公司按照持股比例 25.99%核算天威英利的投资收益，天威英利的经营状况对公司

⁴ 四川天威硅业和乐电天威均已破产。

投资收益带来了较大不利影响。截至 2014 年末，天威英利资产总额 964,744.07 万元、负债合计 456,708.10 万元。2014 年天威英利实现营业收入 143,525.35 万元、营业利润-29,963.07 万元、净利润-32,462.57 万元，天威英利经营状况持续恶化。目前公司持有天威英利 18.99% 股权，2015 年公司若采用成本法对其进行核算，对公司利润的影响将显著减少。长期股权投资账面价值中有 7,165.45 万元因诉讼被冻结，所有权受限，但不会对公司正常生产经营带来重大不利影响。

截至 2014 年末，公司固定资产账面净值 113,461.94 万元，较年初减少 7.20%。固定资产账面净值中房屋及建筑物占比 60.80%；机器设备占比 36.96%；运输工具占比 0.76%。固定资产累计折旧 108,231.61 万元，成新率 51.18%，成新率较低。期末已经提足折旧仍继续使用的固定资产原值 29,864.31 万元；因部分办公楼及厂房需与公司其他房产同时办理产权证书登记，该部分账面价值 4,675.81 万元的固定资产暂未办妥产权证书。账面价值 5,904.82 万元的房屋因诉讼被冻结，所有权受限，但在固定资产账面价值中占比较小，不会对公司生产经营带来重大不利影响。

截至 2014 年末，公司无形资产账面价值 66,467.55 万元，较年初减少 7.93%。无形资产账面价值中土地使用权占比 34.96%；商标权占比 21.37%；专利权占比 42.26%。无形资产累计摊销 15,051.19 万元。期末尚未结转至无形资产的开发支出 1,560.12 万元。账面价值 14,774.03 万元的土地使用权因诉讼被冻结，所有权受限，因其占比较大，可能会对公司正常生产经营带来了一定的负面影响。

总体看，随着公司应收账款回收力度的加大以及去库存的进行，公司资产规模较年初有所下降。流动资产中存货水平仍处于高位，存货质量有待提升。非流动资产中长期股权投资占比较大，合营及联营企业经营状况对公司利润影响较高；固定资产成新率较低，整体资产质量一般。

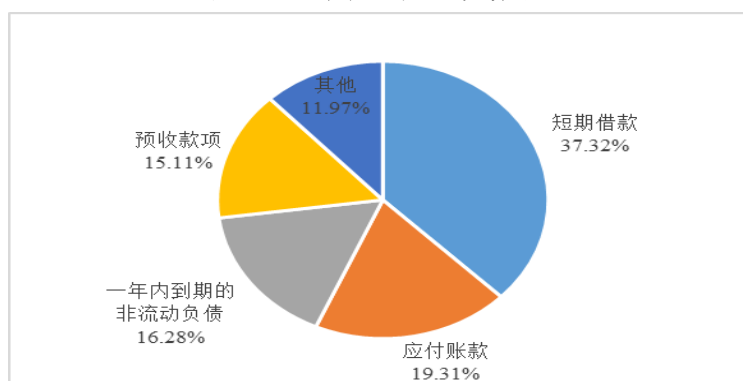
2. 负债及所有者权益

负债

跟踪期内，公司借款规模大幅下降，导致负债规模较期初减少 22.92%，截至 2014 年末，公司负债总额 743,589.28 万元。从债务结构上看，流动负债占比 66.48%；非流动负债占比 33.52%，流动负债占比偏高。

截至 2014 年末，公司流动负债合计 494,346.82 万元，以短期借款、应付账款、预收账款和一年内到期的非流动负债为主。

图 4 2014 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司通过实施资金集中管理，提高了资金使用效率。为优化资本结构，公司减少了短期借款规模。截至 2014 年末，公司短期借款合计 184,500.00 万元，较年初大幅减少 44.01%。短期借款全部为保证借款（占比 5.42%）和信用借款（占比 94.58%）。

截至 2014 年末，公司应付账款 95,478.82 万元，较年初减少 4.35%，应付款项主要为应付材料采购款和工程款。应付账款中一年以内的占比 91.88%。超过一年的应付账款未结转的原因全部系合同未执行完毕。

截至 2014 年末，公司预收款项 74,696.05 万元，较年初减少 17.13%。预收款项中一年以内的占比 86.33%。超过一年以上的预收款项全部为预收进度款。

截至 2014 年末，公司应交税费余额由上年的-15,916.91 万元增长至 1,952.36 万元，主要系公司在 2012 年 12 月份购进原材料较多，但当期的销售收入较少，造成增值税进项税大额留抵；同时新能源公司⁵因成立初期固定资产抵扣、采购材料等形成了大额增值税留抵，2012 年公司应交增值税共计-43,400.00 万元。2013 年，公司出口产品销售收入呈现上升趋势，导致当期销项税额减少，虽然当年置换出新能源公司，但 2013 年末增值税继续留抵。随着公司产品逐步销售，可抵扣进项税额逐渐减少。

2014 年末，公司的部分长期借款将于一年内到期，由长期借款调整至一年内到期的非流动负债，导致公司一年内到期的非流动负债合计 80,500.00 万元，较年初大幅增加 666.67%。

从非流动负债来看，由于长期借款大幅减少，2014 年末公司非流动负债较年初减少 34.68% 至 249,242.47 万元，主要由长期借款（占比 21.87%）、应付债券（占比 63.76%）和预计负债（占比 11.72%）构成。

随着公司资金管理的集中，资金使用效率得以提升。截至 2014 年末，公司长期借款 54,500.00 万元，较年初大幅减少 66.97%。长期借款全部由信用借款组成，长期借款中共计 42,500.00 万元的长期借款将于 2016 年到期，其中 20,000 万元长期借款由建行天威西路支行提供，其他均由兵装财务公司提供，届时若兵装财务公司不继续提供贷款，公司将面临较大的偿还压力。

截至 2014 年末，公司应付债券 158,910.26 万元，由“11 天威债”构成，当期偿还了利息 9,200.00 万元。

跟踪期内，公司预计负债减少了 19,132.90 万元，其中：2014 年 12 月 3 日，公司与中国外贸金融租赁有限公司《担保责任确认书》约定，履行为乐电天威的担保责任，支付剩余租金、名义货价及迟延利息共计 5,310.59 万元后，公司不再承担因融资租赁引起的其他任何责任，公司当期减少相关预计负债 7,910.40 万元，差额部分确认营业外收入 2,599.81 万元；公司履行为乐电天威的担保责任，向中国进出口银行成都分行代付 11,222.50 万元，相应减少预计负债 11,222.50 万元。截至 2014 年末，公司预计负债合计 29,218.70 万元，系公司依据谨慎性原则对乐电天威确认的预计担保损失。

总体看，公司负债水平仍处于高位，有息债务规模较大，存在较大的短期支付压力；负债结构有待改善。

所有者权益

跟踪期内，公司非公开发行成功，新增注册资本 16,161.62 万元，增加资本公积 62,939.23 万元，导致所有者权益大幅增长。截至 2014 年末，公司所有者权益合计 113,311.27 万元，较年初增长 303.92%。其中归属于母公司的所有者权益占比 80.72%。归属于母公司的所有者权益中，股本为 153,460.71 万元，资本公积为 385,806.35 万元。受以前年度亏损影响，公司未分配利润为 -481,553.16 万元，对所有者权益影响较大。

总体看，公司所有者权益受未分配利润影响较大，所有者权益稳定性一般。

⁵ 即天威新能源（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。

3. 盈利能力

2014 年，由于输变电产业竞争形势严峻，公司当年实现营业收入 389,504.27 万元，同比减少 10.64%。2014 年公司通过转型升级、将生产重心逐步转移至特高压等高端产品领域，750KV 以上的产品产销量占比有所上升，带动公司主营业务毛利率提高至 20.31%，同比增长 12.38 个百分点。实现营业利润 2,230.97 万元，取得营业外收入 6,490.20 万元，其中政府补助 2,737.64 万元，主要系搬迁补偿当年分摊款。转让参股公司兵装财务公司 10% 股权，确认投资收益 9,004.66 万元；天威英利经营业绩不佳，导致公司投资损失 8,424.01 万元；出售巨力索具股票产生投资收益 8,253.14 万元，2014 年公司共确认投资收益 10,887.34 万元。2014 年公司持有巨力索具股票产生公允价值变动损失 7,419.50 万元，该股票年初账面价值为 10,982.00 万元，当期该金融资产已全部处置。2014 年公司实现利润总额 8,530.04 万元，净利润 7,619.63 万元，其中归属于上市公司股东的净利润 6,770.78 万元，实现了扭亏为盈，但扣除非经常性损益后的净利润仍为负值。

费用控制方面，2014 年公司加大费用管控力度，当年费用总额 78,799.24 万元，相对于营业收入 10.64% 的下降幅度，费用总额同比降低了 30.41%。一方面得益于公司费用管控力度的提升；另一方面 2013 年期间费用包含了置出 4 家新能源公司⁶1~11 月以及破产子公司天威四川硅业⁷全年期间费用。期间费用中销售费用占比 20.67%；管理费用占比 36.78%；财务费用占比 42.55%，同比均有不同程度的下降。2014 年，公司费用收入比为 20.23%，同比下降 5.75 个百分点，公司费用控制能力得到了一定的提升，但仍有提高的空间。

从盈利能力指标来看，一方面得益于公司扭亏为盈，另一方面公司总资产及有息债务有所下降，使盈利指标较上年有了较大改善，2014 年公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.18%、4.61%、10.78%。

总体看，公司通过转型升级、结构调整，使毛利率得以较大幅度的提升。但公司利润水平受非经常性损益影响较大，盈利能力有待提升。

4. 现金流

从经营活动看，由于跟踪期内公司营业收入同比下降以及支付往来款的增加，导致 2014 年经营活动现金流量净额同比下降 7.36% 至 62,851.73 万元，相对于营业收入的下降幅度（10.64%），经营现金流的变动体现了公司对应收款等专项治理工作的成效。从收入质量上看，2014 年公司现金收入比为 123.01%，同比增长了 6.4 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动看，跟踪期内公司处置兵装财务公司 10% 股权并收到转让款，导致 2014 年公司投资活动现金流入同比大幅增加 204.86% 至 51,621.31 万元；同时公司投资活动减少，现金支出同比大幅下降 82.68% 至 6,862.48 万元；综上所述导致公司 2014 年投资活动产生的现金流量净额从上年的 -22,697.23 万元 增长到 44,758.83 万元。

从筹资活动看，跟踪期内公司通过实施资金集中管理、开拓多元化融资渠道有效提升了资金使用效率，借款规模同比有所下降。2014 年公司筹资活动现金流入同比下降 12.35% 至 391,360.00 万元；由于偿还到期债务导致筹资活动现金流出增加 11.97% 至 533,753.52 万元；综上所述导致公司筹资活动现金净流量由上年的 -30,203.32 万元下降至 -142,393.52 万元。偿还债务规模较大导致公司当年现金及现金等价物净增加额由上年的 14,362.08 万元减少至 -34,986.14 万元。

⁶ 2013 年 12 月，公司将天威新能源（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的 100% 的股权置换给天威集团。公司对置出公司失去控制。

⁷ 2013 年 12 月，公司以债权人的身份申请天威四川硅业破产，该破产子公司当年不再纳入合并范围，公司合并了其 1~12 月的利润表及现金流量表。

总体看，公司经营现金流状况较好，收入实现质量较高，投资活动现金流规模有所下降。但联合评级也关注到，筹资活动现金净流出的持续扩大已使当年现金及其等价物净增加额降为负值。

5. 偿债能力

2014年，公司的全部债务由年初的711,215.57万元大幅下降到年末的496,787.04万元，全部债务中短期债务占比上升2.55个百分点至57.04%。

从短期偿债指标来看，2014年末公司流动比率和速动比率分别为1.03倍和0.74倍，基本与上年持平；2014年，公司经营现金流状况保持较好水平，公司经营现金流流动负债比率由上年的11.63%小幅提升至12.71%，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，2014年末，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为86.78%、81.43%和65.32%，较年初均有所下降，但仍处于较高水平。2014年，公司实现了扭亏为盈，EBITDA也由-510,660.28万元增加至62,125.24万元。EBITDA利息倍数与EBITDA全部债务比分别为1.82倍和0.13倍，EBITDA对利息和全部债务的覆盖水平一般。

对外担保情况方面，截至2014年末，公司对财务报表合并范围以外的企业提供的担保包括对乐电天威以及保定天威风电科技有限公司⁸（以下简称“天威风电”）的债务担保。公司对乐电天威提供的担保金额共计13,966.51万元，由于乐电天威已经进入破产清算程序，公司对其担保均已逾期，但公司已对该项对外担保计提预计负债，并且已经支付部分担保金额，对公司生产经营不会产生重大不利影响，但会对公司现金流产生一定不利影响；公司对天威风电提供的对外担保金额为1,897.38万元，该笔担保尚未逾期。公司对外担保性质均为连带责任担保。

根据2015年1月28日公司披露的诉讼（仲裁）进展情况公告，公司重大的诉讼案件主要涉及以下几笔：

中国进出口银行（以下简称“口行”）向乐电天威提供借款3.97亿元，乐电天威以其机器设备、土地提供抵押担保，并由公司和乐山电力股份有限公司（以下简称“乐山电力”）承担连带担保责任。2014年10月21日，口行起诉乐电天威，将公司作为第二被告，对公司部分财产采取了保全措施，对公司部分财产采取了保全措施，冻结了公司土地证号为[130600(2010)005809]的土地及相应使用权、部分房产及工商银行的一个账户（账户内存款金额为1.4亿元人民币）。但公司已于2013年对该笔担保按持股比例计提了预计负债。上述诉讼及财产保全情况未对公司生产经营造成重大影响。

2010年9月29日和2011年1月27日，交银金融租赁有限责任公司（以下简称“交银租赁”）与天威新能源（成都）硅片有限公司和天威新能源（成都）电池有限公司分别签订了《融资租赁合同》，并与天威集团分别签订了《保证合同》。2011年11月23日，天威新能源控股有限公司（以下简称“新能源控股”）吸收合并上述两家公司，并与天威集团及保变电气于2013年7月24日签署《补充协议》。目前新能源控股尚欠交银金融租赁有限责任公司租赁费8,880.82万元及利息。案件诉讼结果尚存在较大不确定性。

2014年12月26日，四川省投资集团有限责任公司起诉天威四川硅业、保变电气和中国工商银行股份有限公司保定朝阳支行（以下简称“工行朝阳支行”）。认为天威四川硅业为保变电气的多笔委托贷款设定抵押和质押担保的行为损害了原告、第三人以及其他债权人的利益，要求判决确认天威四川硅业与工行朝阳支行签订的抵押、质押合同无效，涂销依据上述抵押合同办理的抵押和质押登记，判决确认保变电气不享有抵押权。目前该案件已移至四川硅业破产管理人法院，

⁸ 2013年公司置换出的子公司。

 保定天威保变电气股份有限公司

案件诉讼结果存在较大不确定性。

从公司提供的数据来看，截至2014年末，公司获得的银行授信额度尚在有效期内的规模为124.27亿元，其中86.78亿元尚未使用，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，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般。跟踪期内，公司有息债务规模大幅下降，整体偿债能力有所提升。但联合评级也关注到，公司存在较多重大诉讼，其结果仍存在较大不确定性，可能对偿债能力造成一定负面影响。

6. 公司征信情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（被查询机构信用代码：G10130601000245908），截至2015年4月2日，公司未结清的关注类贷款信息中，共有2笔贷款、28笔保函。2笔贷款均为流贷性质，借据金额均为10,000万元，放款日期分别为2015年3月24日、2015年2月17日，贷款期限均为1年期，贷款形式均为收回再贷。28笔保函余额为12,481.37万元。无未结清不良类贷款信息记录。已结清的关注类贷款信息中，共有8笔贷款、7笔保理、2笔票据贴现、23笔保函，无已结清不良类贷款信息。

七、本期公司债券偿债能力分析

从现金流情况来看，公司2014年经营活动产生的现金流入50.02亿元，约为本期公司债券本金（16亿元）的3.13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2014年经营现金净流入6.29亿元，约为本期公司债券本金（16亿元）的0.39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2014年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达14.31亿元，约为本期公司债券本金（16亿元）的0.89倍，公司现金类资产对本期债券覆盖程度较高。

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，在政策对特高压产品的大力支持下，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责任保证担保。

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2014年9月末，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。

2014年，天威集团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，下属新能源企业采取减产、限产等各种控亏措施，加强风险控制，部分新能源公司处于停产状态，天威集团经营性亏损主要来自于新能源产业。

截至2013年末，天威集团合并资产总额234.49亿元，负债合计220.64亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计13.85亿元。2013年，天威集团累计实现营业收入73.87亿元，净利润（含少数股东损益）-63.91亿元；经营活动产生的现金流量净额7.78亿元，现金及现金等价物净增加额-20.46亿元。

截至2014年9月末，天威集团合并资产总额175.07亿元，负债合计202.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）-27.81亿元。2014年9月，天威集团累计实现营业收入37.54亿元，净利润（含少数股东损益）-42.41亿元；经营活动产生的现金流量净额5.32亿元，现金及现金等价物净增加额-7.96亿元。基于谨慎性原则，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34.62亿元。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。

总体看，受新能源业务影响，跟踪期内天威集团盈利水平及资产规模呈现大幅下滑，截至2014年9月末，天威集团已资不抵债，其对本期债券的担保实力显著下降。

九、综合评价

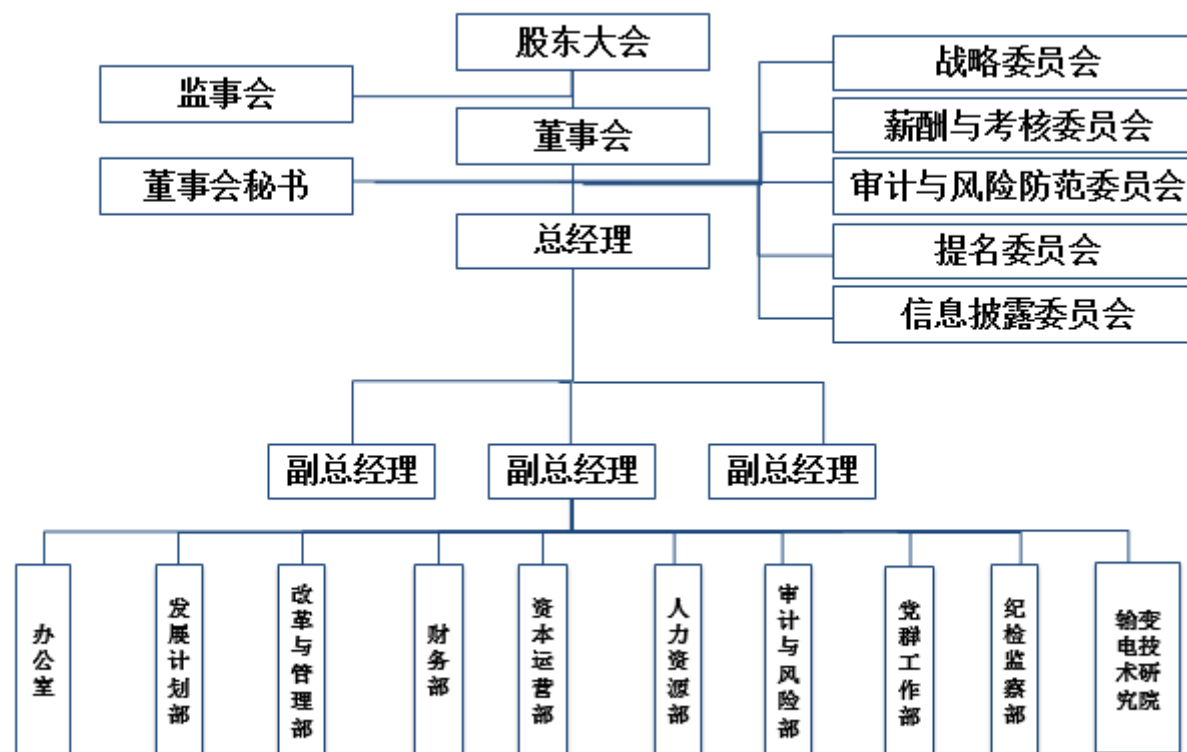
跟踪期内，在输变电行业市场竞争日趋激烈的背景下，公司凭借其在输变电产业的经营优势，通过加大市场开拓力度，使其2014年输变电业务市场占有率明显提高。同时，公司通过转型升级、调整结构，增加特高压等高端产品的销售比重，使公司2014年输变电产品的毛利率大幅提升。此外，公司通过加强成本管控，使输变电业务期间费用大幅下降。公司在跟踪期内与剥离了新能源业务板块，输变电产业链得到完善。

跟踪期内，公司进行了重大资产重组并且完成了非公开发行工作，增强了公司资本实力。非公开发行完成后，兵装集团成为公司第一大股东。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。

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，联合评级维持公司“A+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，并维持本期债券“A+”的债项信用级别。

附件 1 保定天威保变电气股份有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 保定天威保变电气股份有限公司

2013 年~2014 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	158,764.83	136,635.52	-13.94
交易性金融资产	10,982.00	0.00	-100.00
应收票据	3,096.82	6,435.93	107.82
应收账款	203,673.38	164,918.73	-19.03
预付款项	51,105.87	34,329.45	-32.83
应收利息	0.00	53.30	--
应收股利	0.00	0.00	--
其他应收款	5,242.63	23,319.43	344.80
存货	174,235.04	143,721.77	-17.51
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产	0.00	1,832.54	--
流动资产合计	607,100.57	511,246.69	-15.79
非流动资产：			
可供出售金融资产	17,792.65	594.46	-96.66
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资	150,059.74	141,830.61	-5.48
投资性房地产	2,540.46	2,444.94	-3.76
固定资产	122,269.16	113,461.94	-7.20
生产性生物资产			
油气资产			
在建工程	13,704.42	13,328.09	-2.75
工程物资			
固定资产清理			
无形资产	72,193.06	66,467.55	-7.93
开发支出	0.00	1,560.12	--
商誉	1,305.28	1,305.28	0.00
长期待摊费用	854.17	606.36	-29.01
递延所得税资产	4,898.02	3,915.83	-20.05
其他非流动资产	0.00	138.68	--
非流动资产合计	385,616.96	345,653.86	-10.36
资产总计	992,717.53	856,900.55	-13.68

附件2-2 保定天威保变电气股份有限公司
2013 年~2014 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	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	329,552.16	184,500.00	-44.01
交易性金融负债			
应付票据	47,524.13	18,376.77	-61.33
应付账款	99,819.58	95,478.82	-4.35
预收款项	90,138.28	74,696.05	-17.13
应付职工薪酬	4,405.55	4,600.47	4.42
应交税费	-15,916.91	1,952.36	-112.27
应付利息	4,259.73	4,259.73	0.00
应付股利	465.02	465.02	0.00
其他应付款	12,309.08	29,517.60	139.80
一年内到期的非流动负债	10,500.00	80,500.00	666.67
其他流动负债	63.00	0.00	-100.00
流动负债合计	583,119.62	494,346.82	-15.22
非流动负债：			
长期借款	165,000.00	54,500.00	-66.97
应付债券	158,639.28	158,910.26	0.17
长期应付款			
专项应付款			
预计负债	48,351.60	29,218.70	-39.57
递延收益	8,441.01	6,613.50	-21.65
递延所得税负债	1,112.93	0.00	-100.00
其他非流动负债			
非流动负债合计	381,544.82	249,242.47	-34.68
负债合计	964,664.44	743,589.28	-22.92
所有者权益：			
股本	137,299.09	153,460.71	11.77
资本公积	323,034.92	385,806.35	19.43
减：库存股			
其他综合收益	-46.89	-403.98	761.59
专项储备	1,620.46	1,598.07	-1.38
盈余公积	32,562.10	32,562.10	0.00
未分配利润	-488,131.90	-481,553.16	-1.35
外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计	6,337.77	91,470.08	1,343.25
少数股东权益	21,715.32	21,841.19	0.58
所有者权益合计	28,053.09	113,311.27	303.92
负债和所有者权益总计	992,717.53	856,900.55	-13.68

附件 3 保定天威保变电气股份有限公司

2013 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	435,899.37	389,504.27	-10.64
减: 营业成本	400,410.77	306,017.83	-23.57
营业税金及附加	2,039.37	1,188.15	-41.74
销售费用	22,148.91	16,284.38	-26.48
管理费用	47,612.86	28,984.35	-39.12
财务费用	43,467.50	33,530.51	-22.86
资产减值损失	469,872.24	4,735.92	-98.99
加: 公允价值变动收益	-3,591.50	-7,419.50	106.58
投资收益	15,576.88	10,887.34	-30.11
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-44,172.75	-8,232.93	-81.36
汇兑收益			
二、营业利润	-537,666.90	2,230.97	-100.41
加: 营业外收入	5,295.63	6,490.20	22.56
减: 营业外支出	49,900.02	191.13	-99.62
其中: 非流动资产处置损失	174.09	11.51	-93.39
三、利润总额	-582,271.29	8,530.04	-101.46
减: 所得税费用	-544.02	910.41	-267.35
四、净利润	-581,727.27	7,619.63	-101.31
其中: 归属于母公司所有者的净利润	-523,334.70	6,770.78	-101.29
少数股东损益	-58,392.57	848.84	-101.45

附件 4 保定天威保变电气股份有限公司

2013 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 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	508,294.06	479,130.07	-5.74
收到的税费返还	1,936.56	6,992.25	261.07
收到其他与经营活动有关的现金	10,404.42	14,030.67	34.85
经营活动现金流入小计	520,635.04	500,152.98	-3.93
购买商品、接受劳务支付的现金	361,276.27	340,175.34	-5.84
支付给职工以及为职工支付的现金	46,244.10	40,992.35	-11.36
支付的各项税费	18,830.12	12,186.96	-35.28
支付其他与经营活动有关的现金	26,441.34	43,946.59	66.20
经营活动现金流出小计	452,791.82	437,301.25	-3.42
经营活动产生的现金流量净额	67,843.22	62,851.73	-7.36
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	10,153.78	49,881.78	391.26
取得投资收益收到的现金	3,121.02	1,695.21	-45.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	28.72	42.63	48.44
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	3,629.24	0.00	-100.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	1.69	--
投资活动现金流入小计	16,932.75	51,621.31	204.86
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,546.48	3,457.48	-63.78
投资支付的现金	19,083.50	0.00	-100.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	11,000.00	3,405.00	-69.05
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计	39,629.98	6,862.48	-82.68
投资活动产生的现金流量净额	-22,697.23	44,758.83	-297.20
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	0.00	79,160.00	--
发行债券所收到的现金			
取得借款收到的现金	446,491.94	312,200.00	-30.08
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	446,491.94	391,360.00	-12.35
偿还债务支付的现金	434,641.62	497,574.69	14.48
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	41,074.79	35,764.57	-12.93
支付其他与筹资活动有关的现金	978.85	414.27	-57.68
筹资活动现金流出小计	476,695.26	533,753.52	11.97
筹资活动产生的现金流量净额	-30,203.32	-142,393.52	371.45
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-580.59	-203.19	-65.00
五、现金及现金等价物净增加额	14,362.08	-34,986.14	-343.60
加: 期初现金及现金等价物余额	142,260.13	156,622.21	10.10
六、期末现金及现金等价物余额	156,622.21	121,636.07	-22.34

附件 5 保定天威保变电气股份有限公司
2013 年~2014 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2013 年	2014 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	-581,727.27	7,619.63	-101.31
加: 资产减值准备	469,872.24	4,735.92	-98.99
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	26,523.11	13,222.07	-50.15
无形资产摊销	2,376.93	6,077.11	155.67
长期待摊费用摊销	146.39	202.37	38.24
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-394.31	-972.26	146.57
固定资产报废损失	8.91	0.00	-100.00
公允价值变动损失	3,591.50	7,419.50	106.58
财务费用	42,564.58	34,093.65	-19.90
投资损失	-15,576.88	-10,887.34	-30.11
递延所得税资产减少	-767.42	982.19	-227.99
递延所得税负债增加	-538.73	-1,112.93	106.58
存货的减少	43,048.19	40,803.78	-5.21
经营性应收项目的减少	94,158.44	8,881.74	-90.57
经营性应付项目的增加	-15,442.46	-48,213.70	212.22
其他			
经营活动产生的现金流量净额	67,843.22	62,851.73	-7.36

附件 6 保定天威保变电气股份有限公司

2013 年~2014 年主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年
经营效率		
应收账款周转次数(次)	1.70	1.89
存货周转次数 (次)	1.86	1.77
总资产周转次数 (次)	0.34	0.42
现金收入比率 (%)	116.61	123.01
盈利能力		
总资本收益率 (%)	-51.14	6.18
总资产报酬率 (%)	-41.60	4.61
净资产收益率 (%)	-179.18	10.78
主营业务毛利率 (%)	7.93	20.31
营业利润率 (%)	7.67	21.13
费用收入比 (%)	25.98	20.23
财务构成		
资产负债率 (%)	97.17	86.78
全部债务资本化比率 (%)	96.21	81.43
长期债务资本化比率 (%)	92.02	65.32
偿债能力		
EBITDA 利息倍数 (倍)	-11.88	1.82
EBITDA 全部债务比 (倍)	-0.72	0.13
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.10	0.13
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.06	0.22
流动比率 (倍)	1.04	1.03
速动比率 (倍)	0.74	0.74
现金短期债务比 (倍)	0.45	0.50
经营现金流动负债比率 (%)	11.63	12.71
经营现金利息偿还能力 (倍)	1.58	1.84
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	1.05	3.16
本期公司债券偿债能力		
EBITDA/本期发债额度(倍)	-3.19	0.39

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。