跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]678 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贵公司主体长期信用状况和贵公司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+，评级展望为“稳定”

保定天威保变电气股份有限公司发行的“11 天威债”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：

二零一六年 六月二十四 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
公司债券 2016 年跟踪评级报告

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
11 天威债	0.33 亿元	7 年	A+	A+	2015 年 4 月 10 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	85.69	80.43	87.25
所有者权益（亿元）	11.33	5.15	5.26
长期债务（亿元）	21.34	17.90	17.87
全部债务（亿元）	49.68	51.87	59.51
营业收入（亿元）	38.95	40.27	8.62
净利润（亿元）	0.76	0.92	0.10
EBITDA（亿元）	6.21	6.01	--
经营性净现金流（亿元）	6.29	1.53	-2.74
营业利润率（%）	21.13	17.51	19.10
净资产收益率（%）	10.78	11.21	--
资产负债率（%）	86.78	93.60	93.97
全部债务资本化比率（%）	81.43	90.97	91.88
流动比率（倍）	1.03	0.97	0.97
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.82	1.93	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	18.83	18.22	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3.2016 年第一季度财务报表数据未经审计、相关指标未年化。4.公司长期债务包含长期应付款。

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”）通过集中资源发展主营业务，使营业收入稳定增长；近两年公司经营现金流均呈净流入状态，收入实现质量较高；控股股东中国兵器装备集团公司（以下简称“兵装集团”）对公司经营发展给予了较大支持。同时，联合评级也关注到，公司所有者权益大幅下降，债务负担进一步加重，存在较大的短期偿付压力和资本支出压力较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

本次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进入破产程序，使其对本次债券已无增信作用。

未来，如果公司定向增发成功，公司所有者权益将大幅增长，预计公司抵御风险的能力将进一步增强。

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”，同时维持本次债券“A+”的信用等级。

优势

1．2015年，公司完全剥离新能源业务，集中优势资源发展输变电主营业务，营业收入和净利润均稳中有增。

2．近两年公司经营现金流均保持净流入状态，收入实现的质量较高。

3．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．公司未来建设的项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

3．由于出售保定天威英利新能源有限公司股权导致资本公积减少，公司所有者权益大幅下降。

4．公司债务负担进一步加重，且债务结构有待改善。

5．担保方天威集团进入破产程序，其对本次债券无增信作用。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@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）

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）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象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，未因评级对象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评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

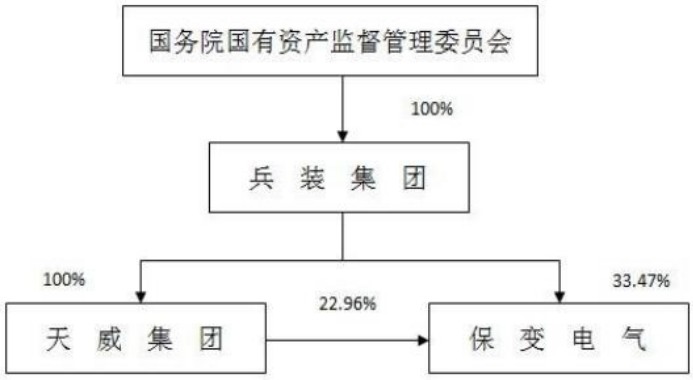
一、主体概况

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）。

自公司发行上市至2013年6月13日，保定天威集团有限公司（以下简称“天威集团”）为公司的控股股东。2013年6月14日，天威集团通过协议转让的方式将其所持有的公司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2016年3月末，公司总股本15.35亿股，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图1　截至2016年3月末公司股权结构图



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、企业管理部、财务部、资本运营部、人力资源部、审计与风险部、纪检监察部、输变电技术研究院等 17 个职能部门；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 2015 年末，公司拥有在职员工 5,413 名。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 80.43 亿元，负债合计 75.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）5.15 亿元，其中归属母公司所有者权益 3.00 亿元。2015 年，公司实现营业收入 40.27 亿元，净利润（含少数股东损益）0.92 亿元，归属母公司所有者的净利润 0.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.53 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.62 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 87.25 亿元，负债合计 82.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）5.26 亿元，其中归属母公司所有者权益 3.15 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业

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。

收入 8.62 亿元，净利润（含少数股东损益）0.10 亿元，归属母公司所有者的净利润 0.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.74 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.31 亿元。

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、债券概况

2011 年 7 月 11 日，公司发行“保定天威保变电气股份有限公司 2011 年 16 亿元公司债券”。本次债券在存续期内前 5 年票面年利率为 5.75%，在债券存续期内前 5 年固定不变；在本次债券存续期的第 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。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本次债券于 2011 年 7 月 22 日起在上海证券交易所挂牌交易，本次债券证券简称为“11 天威债”，证券代码“122083”。因公司 2012、2013 年连续亏损，本次债券自 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，本次债券自 2015 年 3 月 26 日恢复上市。

2016 年 5 月 26 日，公司发布公告决定不上调“11 天威债”存续后 2 年的票面利率，仍维持 5.75%不变，2016 年 5 月 27 日、5 月 30 日、5 月 31 日，“11 天威债”的持有人进行了回售申报，回售申报日内有效回售申报数量为 15,673,030 张，回售金额为 15.67 亿元，剩余 0.33 亿元。

本次债券的付息日为 2012~2018 年每年的 7 月 11 日；2015 年 7 月 13 日，本次债券的当期利息已及时足额偿付。

三、跟踪期内重要事项

1．担保方天威集团破产

近几年，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，天威集团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，天威集团及部分下属新能源企业逐渐陷入经营危机和财务危机且日趋严重。天威集团于2015年9月18日向河北省保定市中级人民法院提交了破产重整申请。2016年1月8日，河北省保定市中级人民法院受理天威集团的重整申请，根据天威集团管理人4月29日公布的违约事项后续进展情况公告，天威集团委托河北中联光大资产评估有限公司对天威集团进行破产重整评估，评估公司已于2016年4月28日进入天威集团开，始开展工作。

截至2016年5月底，天威集团的资产几乎全部被债权人查封，被查封资产主要包括天威集团持有的保变电气3.5亿股票，以及天威集团持有的各子公司、参股公司股权，和天威集团名下登记的土地和房产。根据破产法规定的，重整方案中会对不同的债权进行分类，同一组中同一顺位的债权人，就会按照统一的比例去清偿。

由于天威集团已进入破产程序，其对本次债券已无增信作用。

2．公司第二大股东天威集团持有股票轮候解冻

2014年1月29日公司公告，在兵器装备集团财务有限责任公司（以下简称“兵装财务公司”）与天威集团金融借款合同纠纷一案中，根据兵装财务公司提出的财产保全申请，法院冻结了天威集团持有的本公司股票共计352,280,640股，占本公司总股本的25.66%。后因建信信托有限责任公

司、招商银行股份有限公司扬州分行、宝钢集团财务有限责任公司与天威集团存在金融借款合同等纠纷，天威集团持有公司股票3.52亿股被轮候冻结。依据公司2016年3月16日、3月23日、6月23日公司公告，扬州市中级人民法院、上海市浦东新区人民法院解除对天威集团持有的公司352,280,640股无限售流通股股票的轮候冻结。

公司第二大股东天威集团持有公司全部股票被轮候冻结和解冻，需关注对公司的股权稳定性产生的影响。

3．公司拟非公开发行A股股票

2016年5月12日，公司非公开发行A股股票预案已于经公司第六届董事会第二十一次会议审议通过。本次非公开发行的发行对象为公司控股股东、实际控制人兵装集团、上海长威股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海长威”）及南方工业资产管理有限责任公司（以下简称“南方资产”）。其中，兵装集团拟以现金112,500万元认购本次非公开发行的股票；上海长威、南方资产分别以其所持云南变压器电气股份有限公司（以下简称“云变电气”）54.97%、25%的股份认购本次非公开发行的股票。云变电气79.97%股份截至评估基准日（2016年3月31日）的预估值约47,585.11万元。本次非公开发行股票拟募集资金总额预计不超过160,085.11万元，除上海长威、南方资产拟以其所持有的云变电气79.97%股份认购部分外，实际募集现金规模不超过112,500万元拟用于偿还金融机构贷款及补充流动资金。

预计本次非公开股票发行成功后，公司所有者权益将大幅增长，进一步增强公司抵御风险的能力。

4．公司出售重大资产

公司于2014年12月26日召开了2014年第六次临时股东大会，审议通过了关于公司转让持有的兵装财务公司10%股权及保定天威英利新能源有限公司（以下简称“天威英利”）7%股权的重大资产出售相关议案，2015年9月29日公司公告，截至目前，兵装财务公司10%股权及天威英利7%股权转让款已全部收到。至此，本次重大资产出售事项已实施完毕。

受新能源市场景气度持续下行影响，公司原有新能源业务面临亏损，至此公司全部剥离新能源业务，集中优势资源发展输变电业务，有助于公司经营情况的良性发展。

四、行业分析

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，同比增长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、西电西变等大型企业为主。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，未来行业内大型企业仍将拥有较好的发展机遇。

五、管理分析

跟踪期内，公司董事会、管理层成员变化不大。监事会主席及监事会部分成员进行了更换，新任监事会主席为闫飞先生。跟踪期内，公司管理层和核心技术人员保持稳定。

监事会主席闫飞先生，1946 年生，2010 年 12 月至今任兵装集团审计与风险部巡视员，企业监事会片区第五工作组组长，黑龙江北方工具有限公司监事会主席；2015 年 2 月至 2016 年 3 月任保变电气监事；2016 年 3 月至今任保变电气监事会主席。

总体看，公司跟踪期内监事会发生变化，对公司整体经营稳定性影响较小，管理运作正常。

六、经营分析

1．经营概况

2015年，公司在集中优势资源巩固输变电产业主导地位的基础上，坚持以全面预算为牵引，积极推进降本增效工作和成本领先行动计划，经营状况良好。公司全年实现营业收入40.27亿元，同比增长3.40%，实现净利润0.91亿元，同比增长33.89%。

2015年，由于公司集中优势资源于输变电产业，公司输变电业务实现收入39.68亿元，同比增长5.41%；其中，国内销售收入38.54亿元，同比增长11.94%；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，2015年公司实现出口收入1.14亿元，同比下降64.50%。毛利率方面，受行业竞争激烈影响，2015年输变电业务毛利率下降2.40个百分点至17.91%。

表1 2014~2015年公司主营业务收入及成本构成（单位：万元，%）

项 目	2014 年			2015 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
输变电产品	376,447.31	299,976.23	20.31	396,813.18	325,742.84	17.91%

资料来源：公司年报

总体看，公司营业收入稳中有增，主营业务输变电业务经营稳定，但主营业务的盈利能力有所下降。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，公司的经营业绩将进一步改善。

（1）业务运营

从产能来看，2015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。

2015年，由于公司集中优势资源于输变电产业，公司输变电产品的产量和销量分别较上年增长6.68%和6.67%。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。2015年输变电产品产销率较上年变化不大。

表2 2014年和2015年公司主要输变电产品产销量情况（单位：台/套，%，百分点）

产 品	项 目	2014 年	2015 年	增长率
输变电产品	产量	4,012	4,280	6.68
	销量	4,153	4,430	6.67
	产销率	103.51	103.50	下降 0.01

资料来源：公司提供

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等全价值链各个环节采取措施来降本增效。

公司原材料主要由矽钢片、变压器油和电磁线。原材料价格随着国内外市场行情的变动而波动。矽钢片方面，2015 年上半年价格呈波动增长趋势，下半年开始，价格持续走低；变压器油方面，2015 年前三季度，其价格平稳，2015 年 10 月开始，价格持续下降；电磁线方面，其价格在 2015 年呈下降趋势，有利于公司成本控制。2015 年，公司前五名供应商采购总计 7.32 亿元，占采购总额的 26.25%，公司采购集中度尚可。

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。截至 2015 年末，公司新增订单为 7,003.73 万 kVA，合计金额 30.31 亿元，完成比例为 100.06%。公司在手订单较为充足。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，系公司第一次中标北美 500kV 电压等级电抗器。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。

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。2015 年，公司前五大客户销售额为 16.29 亿元，占总销售额的 40.46%，较高的占比符合输变电产品下游客户的特征。

（2）技术研发

2015年，公司研发支出共计2.06亿元，研发支出占营业收入的比例为7.30%，体现出公司对技术研发高度重视，2015年公司主要研发项目如下：

表3　2015年公司主要研发项目（单位：亿元）

技术名称	具体内容	投入金额
41.2 万千伏安±600kV 高端换流变压器研制	针对 41.2 万千伏安±600kV 高端换流变压器网侧绕组、阀侧绕组的连续式结构，线圈纵绝缘及沿面爬电问题，有载开关外置结构等技术进行了深入分析研究。	0.04
117 万千伏安 500 千伏级三相一体自耦变压器的研制	针对 117 万千伏安 500 千伏级三相一体变压器的薄绝缘、框架式引线结构、低压引线外其余引线采用模块化、框架式结构等关键技术进行研究。	0.35
1,000 千伏安 1,000kV 级单相自耦变压器的研制	针对 1,000 千伏安 1,000kV 级单相自耦变压器的主、纵绝缘优化、引线结构改进、器身油道布置以及油流分布，温升控制等技术难点进行了研究。	0.04
±500kV 直流输变电工程 YY 型换流变压器研制	针对高端换流变网侧与阀侧线圈合理布置，大容量器身的绝缘结构分析与布置等关键技术进行研究，开发研究工程需要的±500kV 直流输变电工程 YY 型换流变压器研制的相关关键技术。	0.04
单相、三相自耦变压器绝缘及磁场共性关键技术研究	针对单相、三相自耦变压器绝缘及磁场共性关键技术进行了研究和实际制造，运用了三维仿真计算和实际制造经验相结合，总结出一系列关于产品重点部位电场及磁场的共性控制技术。	0.62
发电机主变承受短路能力及局部放电控制技术研究	对涵盖 220kV 级以上发电机变压器承受短路能力及局部放电控制进行了更深入地研究。通过优化设计和分析手段，对产品结构进行了改进，提高了线圈带拉紧力绕制技术，出线出头绑扎控制，压板与托板的压紧工艺改进技术，提高了发电机主变的承受短路能力且避免局部放电的发生，确保了发电机主变的安全可靠运行。	0.36
网侧 750kV 大容量换流变压器关键技术研究	对网侧 750kV 大容量换流变压器主绝缘结构、复合静电环结构及 750kV 网侧出线结构设计与布置进行开发研究，为以后网侧 750kV 乃至 1000kV 电压等级换流变研制奠定了坚实基础。	0.21

资料来源：公司年报

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．主要在建项目

截至2016年4月底，公司主要在建项目包括特高压变压器制造能力提升项目、特高压变压器油箱制造能力提升项目、秦变公司±1100kV特高压变压器基地建设项目、保变股份-阿特兰塔印度变压器有限公司建设项目和保变电气输变电技术研究院项目等。公司主要在建项目主要围绕特高压变电器能力提升及特高压基地建设。

公司特高压变压器制造能力提升项目调整产品结构，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。特高压变压器油箱制造能力提升项目建成后，将形成年产各类油箱294台、总容量7,000万kVA，年新增油箱114台，新增容量2,000万kVA。项目建成达产后年产值增加约5,449万元。公司进行输变电技术研究院建设项，以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。

截至2016年4月底，公司在建工程投资总额为15.17亿元，已投入3.56亿元，尚需投入11.61亿元，公司仍有一定资本支出压力。

表4 截至2016年4月底公司在建工程情况

项　　目	开始时间	进展情况	投资总额（万元）	已投资额（万元）	预期经济效益
特高压变压器制造能力提升项目	2014.1	按计划建设中	9,800	5,259	新增营业收入 13,000 万元，年利润总额 1,267 万元
特高压变压器油箱制造能力提升项目	2014.1	按计划建设中	6,500	3,336	新增营业收入 5,449 万元，年利润总额 386 万元
秦变公司±1100kV 特高压变压器基地建设项目	2015.8	按计划建设中	51,170	12,989	新增营业收入 87,908 万元，年利润总额 7,069 万元
保变股份-阿特兰塔印度变压器有限公司建设项目	2012.11	按计划建设中	29,823	5,042	新增营业收入 38,115 万元，年利润总额 2,644 万元
保变电气输变电技术研究院项目	2016.1	按计划建设中	8,045	60	科研项目
搬迁扩能及高原型特高压电力变压器建设项目	2016.3	按计划建设中	46,400	8,957	新增营业收入 85,991 万元，年利润总额 6,100 万元
合计	--	--	**151,738**	**35,643**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司未来建设的项目主要是围绕特高压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。

3．经营关注

行业和竞争风险

受宏观经济形势影响，2016年国内经济仍然存在下行压力，经济增速放缓成为新常态；另外国内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。

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。

4．股东支持

公司目前第一大股东为兵装集团，持股比例为33.47%。

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、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[2]。目前，兵装集团拥有特种产品、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

[2]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。

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。

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。

5．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。

公司将以全面深化改革为动力，以市场为导向，坚持以创新驱动、质量为先、提质增效为主攻方向，大力实施以“做精、做强、做大输变电产业”为目标，以能力提升和可持续发展为根本的发展战略，推动企业转型升级，坚持深化改革、创新驱动及多元化发展，实现“四个转变”，努力打造成为国内一流、具备国际竞争力和知名度的输变电产业集团。公司 2016 年的工作措施如下：

一是外抓市场开拓，不断提升市场份额；继续打好市场攻坚战，巩固市场占有率；继续做好资质提升工作，增强市场竞争能力。

二是加快转型升级，增添企业发展活力；不断促进技术优势向市场优势的转化；确保重大项目建成投产促进转型升级；积极推进 EPC 模式。

三是持续深化改革，增强企业发展动力；加速推进研究院建设，搭建完成设计信息化硬件平台，完成电气设计子平台、结构设计子平台基础软件环境建设；继续推进三维数字化设计，使 750kV 联络变、220kV 发电机变等产品的设计效率提高 40%。推进财务机构改革和财务共享平台建设，为公司的经营发展提供服务和支持。

四是加强各项管理，筑牢企业发展基础；加快优化输变电产业管控模式，搭建完成管控架构，完成组织体系标准化建设，保证管控体系的正常运行；加强全面预算管理，落实考核机制，统一输变电企业成本、费用控制方法；强化质量管理；加大集中采购推进力度，力争集采物资种类达到 13 类、涵盖不同型号产品达到 600 种；高度重视安全生产；提升精益管理，重视生产计划性，确保产品履约；全面提升依法治企能力，加强法律队伍建设，做到法务管理前置。

总体看，公司已将经营发展集中在输变电主业，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。

七、财务分析

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经由立信会计师事务所（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。公司 2015 年合并范围未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 80.43 亿元，负债合计 75.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）5.15 亿元，归属于母公司的所有者权益 3.00 亿元。2015 年公司实现营业收入 40.27 亿元，净利润（含少数股东损益）0.92 亿元，归属母公司净利润 0.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.53 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.62 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 87.25 亿元，负债合计 82.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）5.26 亿元，其中归属母公司所有者权益 3.15 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.62 亿元，净利润（含少数股东损益）0.10 亿元，归属母公司净利润 0.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.74 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.31 亿元。

1．资产质量

截至 2015 年末，公司资产总额 80.43 亿元，较年初下降 6.14%，主要来自非流动资产的减少。从资产结构来看，公司流动资产和非流动资产占比分别为 65.76%和 34.24%，以流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年末，公司流动资产合计 52.89 亿元，较年初增长 3.46%。公司流动资产以货币资金（占比 26.85%）、应收账款（占比 38.81%）和存货（占比 24.19%）为主。

公司货币资金规模较大，截至 2015 年末，公司货币资金余额为 14.20 亿元，较年初增长 3.95%。公司受限的货币资金合计 2.66 亿元，占期末余额的 18.73%，公司货币资金较为充裕。

受整体经济增速放缓影响，国内市场货款回收难度有所增加。截至 2015 年末，公司应收账款账面价值 20.53 亿元，较年初增长 24.48%。从账龄看，公司一年以内应收账款占比 64.61%，1~2 年占比 22.61%，2 年以上占比 12.78%。公司计提坏账准备 2.46 亿元，计提较为充分。公司子公司天威保变（合肥）变压器有限公司因债务人注销等原因，经该公司董事批准，核销应收账款 22.69 万元。期末应收账款余额前五名欠款方合计占比 21.36%，集中度较低。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。

为提升经营质量，公司加强了降库存的工作力度，使得存货规模持续下降。截至 2015 年末，公司存货账面价值为 12.80 亿元，较年初下降 10.97%。公司存货净额中的原材料占比为 19.00%、在产品占比为 26.44%、库存商品占比为 54.56%。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。截至 2015 年末，公司存货跌价准备余额为 2.74 亿元，存货跌价准备计提较为充足。整体看，存货的下降有利于提升公司的经营质量；但 2015 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 2015 年末，公司非流动资产合计 27.54 亿元，较年初减少 20.33%，主要来自长期股权投资的减少。非流动资产以可供出售金融资产（占比 25.12%）、固定资产（占比 38.79%）和无形资产（占比 22.26%）为主。

截至 2015 年底，公司长期股权投资账面价值为 1.06 亿元，较年初减少了 13.12 亿元，主要是

公司处置参股公司天威英利部分股权，因对其不再具有重大影响将剩余投资重分类至可供出售金融资产进行核算所致。受上述因素影响，截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 6.92 亿元，较年初大幅增长 6.86 亿元；公司可供出售金融资产账面余额为 14.58 亿元，计提减值准备 7.66 亿元，主要系受经营情况影响，天威四川硅业有限责任公司和天威英利计提较大减值准备所致。

截至2015年末，公司固定资产账面价值10.68亿元，较年初减少5.86%。固定资产账面价值中房屋及建筑物占比62.00%；机器设备占比35.86%，其余为运输工具、电子设备等。固定资产累计折旧和摊销8.79亿元，成新率54.86%，成新率较低。公司账面价值0.68亿元的固定资产暂未办妥产权证书。

截至 2015 年末，公司无形资产账面价值 6.13 亿元，较年初减少 7.79%。无形资产账面价值中土地使用权占比 38.31%；商标权占比 19.63%；专利权占比 41.22%。无形资产累计摊销 2.11 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产合计 87.25 亿元，较年初小幅增长 8.49%。其中，流动资产总额 59.27 亿元（占比 67.92%）；非流动资产总额 27.99 亿元（占比 32.08%）。公司资产仍以流动资产为主。

总体看，随着长期股权投资的减少，公司资产规模较年初有所下降，构成仍以流动资产为主。公司应收账款规模明显增加，存货仍处于高位，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

截至 2015 年末，公司负债总额 75.28 亿元，较年初增长 1.24%。从债务结构上看，流动负债占比 72.30%；非流动负债占比 27.70%，流动负债占比偏高。

截至 2015 年末，公司流动负债合计 54.43 亿元，以短期借款（占比 51.84%）、应付账款（占比 21.91%）、预收账款（占比 10.82%）和一年内到期的非流动负债（占比 5.97%）为主。

公司流动资金需求加大，短期借款规模明显增长。截至 2015 年末，公司短期借款合计 28.22 亿元，较年初大幅增长 52.94%。短期借款由保证借款（占比 7.09%）和信用借款（占比 92.91%）。

截至 2015 年末，公司应付账款 11.93 亿元，较年初增长 24.92%，主要系在手订单增加导致材料采购款和工程款增加所致，应付账款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 93.70%。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 2015 年末，公司预收款项 5.89 亿元，较年初减少 21.14%。预收款项中一年以内的占比 84.81%。超过一年以上的预收款项全部为预收进度款。

截至 2015 年末，公司一年内到期的非流动负债余额为 3.25 亿元，较年初下降 59.61%，主要系公司偿还部分一年内到期的长期借款所致。

从非流动负债来看，由于长期借款大幅减少，2015 年末公司非流动负债较年初减少 16.34%至 20.85 亿元，主要由长期借款（占比 5.75%）、应付债券（占比 76.35%）和预计负债（占比 10.08%）构成。

截至 2015 年末，公司长期借款 1.20 亿元，较年初大幅减少 77.98%，主要系部分划入一年内到期非流动资产所致。长期借款全部由信用借款组成。

截至 2015 年末，公司应付债券 15.92 亿元，由“11 天威债”构成，当期偿还了利息导致应付债券余额增长 0.18%。

截至 2015 年末，公司预计负债 2.10 亿元，较年初下降 28.06%，主要系中国进出口银行本期

通过法院扣划公司 0.82 亿元所致，公司预计负债全部由对外担保构成。

截至 2015 年末，公司短期债务 33.97 亿元（占比 65.48%），较年初增长 19.87%；长期债务 17.90 亿元（占比 34.52%），较年初减少 16.10%，公司短期债务增长较快，债务结构有待改善，公司全部债务合计 51.87 亿元，较上年增长 4.42%；随着公司所有者权益规模的快速下降，各债务指标均较年初明显增长，其中，长期债务资本化比率从年初的 65.32%升至 77.67%，全部债务资本化比率升至 90.97%，资产负债率升至 93.60%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 82.00 亿元，较年初增长 8.92%，公司流动负债合计 61.24 亿元，较年初增长 12.52%，占比升至 74.69%。

总体看，跟踪期内，公司债务负担进一步加重，且存在较大的短期偿付压力，负债结构有待改善。

所有者权益

跟踪期内，公司出售天威英利部分股权后，相应转出原享有的权益，导致资本公积大幅下降。截至 2015 年末，公司所有者权益合计 5.15 亿元，较年初下降 54.58%。其中归属于母公司的所有者权益占比 58.34%，较年初下降 22.38 个百分点。归属于母公司的所有者权益中，股本为 15.35 亿元，资本公积为 31.54 亿元。受以前年度亏损影响，公司未分配利润为-47.25 亿元，对所有者权益影响较大。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 5.26 亿元，较年初小幅增长 2.16%，其构成较年初未有显著变化。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益快速下降，同时受未分配利润影响较大，所有者权益结构稳定性一般。

3．盈利能力

2015年，公司集中优势资源发展输变电产业，当年实现营业收入40.27亿元，同比增加3.40%。受行业竞争加剧影响，2015年输变电业务毛利率下降2.40个百分点至17.91%；实现营业利润0.73亿元，实现净利润0.92亿元，较年增长21.21%，其中归属于上市公司股东的净利润0.91亿元，利润稳中有增。

2015年，公司取得营业外收入0.27亿元，其中政府补助0.23万元，主要系搬迁补偿分摊款。2015年，公司确认投资收益7.47亿元，主要为处置天威英利股权投资产生的投资收益。公司确认资产减值损失5.83亿元，主要来自确认存货跌价损失2.42亿元和天威英利股权转入可供出售金融资产确认减值2.72亿元。

费用控制方面，2015 年公司费用总额 7.96 亿元，销售费用、管理费用和财务费用均较上年变化不大，其中销售费用为 1.70 亿元、管理费用为 3.38 亿元、财务费用为 2.88 亿元。2015 年，公司费用收入比为 19.77%，较上年下降 0.46 个百分点，公司费用控制能力略有提升，但仍有提高的空间。

从盈利能力指标来看，得益于净利润增长，公司盈利指标较上年有所改善，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.83%和 11.21%，分别较上年提高 0.65 个百分点和 0.43 个百分点。公司总资产报酬率为 4.90%，较上年提升 0.29 个百分点。

2016 年一季度，公司实现营业收入 8.62 亿元，净利润（含少数股东损益）0.10 亿元；归属于母公司所有者的净利润为 0.13 亿元，均较上年同期略有下降。

总体看，跟踪期内，公司处置天威英利股权确认较大投资收益，受此影响，盈利能力略有提

高，但公司整体盈利能力仍有待提高。

4．现金流

从经营活动看，由于国内市场货款回收难度有所增加，虽然营业收入略有增长，但销售商品、提供劳务收到的现金下降13.14%至41.62亿元，导致经营活动现金流入下降13.54%至43.24亿元；经营活动现金流出较上年下降4.62%至41.71亿元，主要系公司积极推进降本增效工作导致成本下降，且部分账款延期支付所致。受上述因素影响，公司2015年经营活动产生的现金流量净额为1.53亿元，较上年下降75.62%。从收入质量上看，2015年公司现金收入比为103.33%，较上年下降19.68个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动看，2015年公司投资活动现金流入同比增长5.29%至5.44亿元；受固定资产投资增加影响，投资活动现金流出同比增长137.42%至1.63亿元；综上导致2015年公司投资活动产生的现金流量净额下降14.96%至3.81亿元。

从筹资活动看，公司借款需求加大，借款规模同比有所增长。2015年公司筹资活动现金流入同比增长3.57%至40.53亿元；由于偿还到期债务减少导致筹资活动现金流出减少12.78%至46.55亿元；综上导致公司筹资活动现金净流出量由上年的14.24亿元降至6.02亿元。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.74亿元，投资活动现金流净额-0.66亿元，筹资活动现金流净额4.72亿元。

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，筹资活动净流出规模有所下降。

5．偿债能力

从短期偿债指标来看，2015年末公司流动比率和速动比率分别为0.97倍和0.74倍，现金短期债务比为0.43倍，整体较上年略有下降；2015年，公司经营性现金流明显下降，在经营现金流量净额下降和流动负债大幅增长的双重作用下，公司经营现金流动负债比率由上年的的12.71%降至2.82%，经营现金流对流动负债的保障程度有待提升。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2015年，公司EBITDA为6.01亿元，较上年略微下降3.20%。公司EBITDA主要由折旧（占比22.10%）、摊销（占比10.29%）、计入财务费用的利息支出（占比51.70%）、利润总额（占比15.91%）。EBITDA利息倍数与EBITDA全部债务比均较上年有所下降，分别为1.93倍和0.12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2015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山乐电天威硅业科技有限责任公司（以下简称“乐电天威”）以及保定天威风电科技有限公司[3]（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1.08亿元，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0.19亿元，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 2016 年 1 月 13 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：

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

[3] 2013 年公司置换出的子公司。

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，案件诉讼结果存在较大不确定性。

2015 年 9 月，国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）诉讼保定天威集团有限公司（被告一）和、保定天威保变电气股份有限公司（被告二），请求撤销保变电气与天威集团的资产置换协议（2465 号）及撤销保变电气与天威集团之间的 7%英利股权交易（2463 号）。2016 年 1 月 11 日，公司收到法院一审判决：驳回原告诉讼请求，目前国开行已上诉。

公司未决诉讼较多，合计金额 1.21 亿元，占净资产的比例为 23.00%，对公司经营和财务情况带来一定不确定性。

截至 2015 年末，公司获得的银行授信额度尚在有效期内的规模为 108.88 亿元，已使用 40.82 亿元，68.06 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，跟踪期内，公司整体偿债能力有所下降。同时，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．过往债务履约情况

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 2016 年 4 月 7 日，公司未结清的关注类贷款信息中，共有 20 笔保函，保函余额合计为 5,502.21 万元；此外，无未结清的不良类贷款信息记录。已结清的关注类贷款信息中，共有 7 笔保理、2 笔票据贴现、31 笔保函，无已结清不良类贷款信息。公司过往债务履约情况一般。

八、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 14.50 亿元，为“11 天威债”待偿本金合计（0.33 亿元）的 43.94 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；截至 2016 年 3 月底，公司净资产达 5.26 亿元，约为待偿本金合计（0.33 亿元）的 15.94 倍，公司现金类资产和净资产对“11 天威债”按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 6.01 亿元，约为债券待偿本金合计（0.33 亿元）的 18.21 倍，公司 EBITDA 对“11 天威债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 43.24 亿元，约为债券待偿本金合计（0.33 亿元）的 131.03 倍，公司经营活动现金流入量对“11 天威债”的覆盖程度较高。

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，公司对本次债券的偿还能力较强。

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，公司通过集中资源发展主营业务，使营业收入稳定增长；近两年公司经营现金流均呈净流入状态，收入实现质量较高；控股股东兵装集团对公司经营发展给予了较大支持。同时，联合评级也关注到，公司所有者权益大幅下降，债务负担进一步加重，存在较大的短期偿付压力和资本支出压力较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

本次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。由于跟踪期内天威集团进入破产程序，使其对本次债券已无增信作用。

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”，同时维持本次债券“A+”的信用等级。

附件1 保定天威保变电气股份公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	85.69	80.43	87.25
所有者权益（亿元）	11.33	5.15	5.26
短期债务（亿元）	28.34	33.97	41.64
长期债务（亿元）	21.34	17.90	17.87
全部债务（亿元）	49.68	51.87	59.51
营业收入（亿元）	38.95	40.27	8.62
净利润（亿元）	0.76	0.92	0.10
EBITDA（亿元）	6.21	6.01	--
经营性净现金流（亿元）	6.29	1.53	-2.74
应收账款周转次数（次）	1.89	1.94	--
存货周转次数（次）	1.77	2.14	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.48	--
现金收入比率（%）	123.01	103.33	57.88
总资本收益率（%）	6.18	6.83	--
总资产报酬率（%）	4.61	4.90	--
净资产收益率（%）	10.78	11.21	1.93
营业利润率（%）	21.13	17.51	19.10
费用收入比（%）	20.23	19.77	18.35
资产负债率（%）	86.78	93.60	93.97
全部债务资本化比率（%）	81.43	90.97	91.88
长期债务资本化比率（%）	65.32	77.67	77.27
EBITDA 利息倍数（倍）	1.82	1.93	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.12	--
流动比率（倍）	1.03	0.97	0.97
速动比率（倍）	0.74	0.74	0.76
现金短期债务比（倍）	0.50	0.43	0.40
经营现金流动负债比率（%）	12.71	2.82	-4.48
EBITDA/待偿本金合计（倍）	18.83	18.22	--

附件 2　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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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 3　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。