

信用等级公告

联合[2011] 018 号

许继电气股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对许继电气股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2011 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

许继电气股份有限公司主体长期信用等级为 AA

许继电气股份有限公司拟发行的 2011 年 9.6 亿元公司债券信用等级为 AA

特此公告



联合信用评级有限公司

信评委主任：孙华峰

分析师：孙华峰 张子

二零一一年九月十四日

地址：天津市和平曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

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

2011年许继电气股份有限公司 公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 9.6 亿元 (含 9.6 亿元)

债券期限: 7 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2011 年 9 月 14 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 6 月
资产总额(万元)	474,010.25	460,503.95	575,483.00	590026.97
所有者权益(万元)	235,919.44	253,473.92	275,789.10	283990.39
长期债务(万元)	4,000.00	5,000.00	45,000.00	45000.00
全部债务(万元)	122,151.20	94,425.00	161,230.81	150291.50
营业收入(万元)	260,137.86	303,960.55	385,552.61	140936.56
净利润(万元)	10,283.50	23,051.81	24,721.90	11201.30
EBITDA(万元)	38,503.23	45,715.87	44,697.06	21111.68
经营性净现金流(万元)	27,585.68	19,729.05	17,130.36	-17115.99
营业利润率(%)	29.86	31.60	28.14	35.85
净资产收益率(%)	4.39	9.42	9.34	4.00
资产负债率(%)	50.23	44.96	52.08	51.87
全部债务资本化比率(%)	34.11	27.14	36.89	34.61
流动比率	1.63	1.80	1.83	1.82
EBITDA 全部债务比	0.32	0.48	0.28	0.14
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	4.11	5.91	4.71
EBITDA/本期发债额(倍)	0.40	0.48	0.47	0.22

注: 2011 年上半年财务报告未经审计, 相关指标未年化

分析师

刘洪涛

电话 022-58356912

邮箱 liuhongtao@lianheci.com

唐玉荣

电话 022-58356953

邮箱 tangyr@lhci.com

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平曲阜道 80 号 (300042)

Http: // www. lianhecreditrating. com. cn

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对许继电气股份有限公司 (以下简称“公司”或“许继电气”) 的评级反映了公司作为国内大型电力设备制造龙头企业之一, 在中国输配电领域的领先地位, 以及在综合配套能力和技术研发方面的优势。

考虑到中国输配电及控制设备制造行业良好的成长性, 公司有望继续保持在行业中的领先地位, 联合评级对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 中国大规模的电网建设投资给公司提供了良好的发展机遇。
2. 公司业务涵盖发电、输电、配电各个环节, 综合配套能力强。
3. 公司技术研发实力强, 直流输电控制保护技术在行业内处于领先地位。
4. 国家电网在新产品试点等方面能给予公司较大力度的扶持。

关注

1. 原材料价格波动对公司经营稳定性造成一定的影响。
2. 输配电行业竞争激烈, 公司应收账款数额较大, 存在一定运营资金压力。
3. 公司债务以短期债务为主, 债务结构有待改善。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与许继电气股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与许继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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用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，未因许继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。
- 本信用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。
- 本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由许继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。
- 许继电气股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

许继电气股份有限公司（以下简称“公司”或“许继电气”）前身是 1979 年由黑龙江阿城继电器厂迁址到河南许昌的许昌继电器厂。1993 年根据河南省体改委豫体改字[1993]28 号文，许昌继电器厂作为独家发起人定向募集设立许继电气股份有限公司，其中主要经营性资产折股形成的国家股由许昌市国有资产管理局持有。1996 年 12 月，经河南省和许昌市政府有关部门批准，以许继电气为主体组建了许继集团有限公司（以下简称“许继集团”或“集团”），公司股权中的国家股授权给许继集团管理经营，股权性质变更为国有法人股，许继电气股份有限公司成为许继集团的控股子公司。

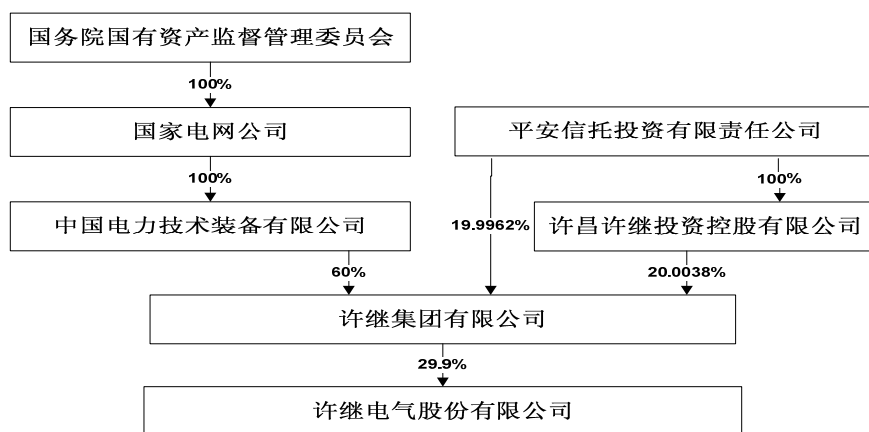
公司于 1997 年 4 月在深圳证券交易所首次公开发行 5,000 万股股票并上市，公司股票代码“000400”，股票简称“许继电气”；2005 年公司完成了股权分置改革。

历经多次增股、配股等变更，公司截至 2010 年底的注册资本为 37,827.20 万元，控股股东许继集团持有公司 29.90%的股份，其余由市场投资者持有。

2008 年 11 月，平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”）收购了许昌市人民政府持有的许继集团 65%的股权和许继集团工会委员会持有的许继集团 35%的股权，直接持有许继集团 100%、间接持有公司 29.90%的股权。2010 年 5 月 28 日，依据中国电力科学研究院（以下简称“中国电科院”）、平安信托和许继集团三方签署的《总体协议》、《增资协议》的约定，中国电科院完成了增资许继集团的手续，成为许继集团的控股股东，持有许继集团 60%的股份，公司实际控制人发生变更。

截至 2011 年 9 月 13 日，中国电科院已将所持许继集团 60%的股权划转给中国电力技术装备有限公司，许继集团控股股东变更的工商登记手续已于 2011 年 9 月 2 日办理完毕；平安信托的股权置换方案尚需国务院国有资产监督管理委员会及相关部门批准。中国电力技术装备有限公司成为许继集团的控股股东，持有许继集团 60%的股权。中国电力技术装备有限公司为国家电网公司全资子公司，国务院国有资产监督管理委员会持有国家电网公司 100%股权（图 1）。

图 1 股权关系结构图



资料来源：公司提供

公司属输配电及控制设备制造业，主营业务为电网自动化和继电保护及控制装置的生产经营。截至 2010 年底，公司下辖 18 个全资或控股子公司；公司本部下设财务处、综合管理处、科研管理处、质量处、供应处、市场管理部、生产处、证券投资处等 7 个职能部门；拥有在职员工 6,054 人。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 575,483 万元，负债合计 299,693.90 万元，所有者权益（含少数股东权益）275,789.10 万元。2010 年公司实现营业收入 385,522.61 万元，净利润 24,721.90 万元；经营活动产生的现金流量净额 17,130.36 万元，现金及现金等价物净增加额 40,831.73 万元。

截至 2011 年 6 月底，公司合并资产总额 590,026.97 万元，负债合计 306,036.57 万元，所有者权益（含少数股东权益）283,990.39 万元。2011 年 1~6 月，公司实现营业收入 140,936.56 万元，净利润（含少数股东损益）11,201.30 万元；经营活动产生的现金流量净额-17,115.99 万元，现金及现金等价物净增加额-52,809.18 万元。

公司注册地址：河南省许昌市许继大道 1298 号；法人代表：李富生。

二、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本次债券概况

本期债券名称为“2011 年许继电气股份有限公司公司债券”，发行规模不超过人民币 9.6 亿元（含 9.6 亿元）。本期债券票面金额 100 元/张，平价发行。本期债券的期限为不超过 7 年（含 7 年），附第 5 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

本期公司债券发行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询价配售相结合的方式。网上认购按“时间优先”的原则实时成交；网下申购由发行人与保荐机构（主承销商）根据询价情况进行债券配售。

本期公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金一起支付。本期债券的票面利率将根据网下询价结果，由发行人与保荐人（主承销商）按照国家有关规定协商确定。

本期公司债券设置了利率上调选择权：发行人有权决定在本期债券存续期的第 5 年末上调本期债券后 1~2 年的票面利率，调整幅度为 1 至 100 个基点（含本数），其中 1 个基点为 0.01%。发行人将于本期债券第 5 个计息年度回售申报日前的第 10 个交易日，在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告。若发行人未行使利率上调选择权，则本期公司债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

本期公司债券设置了回售条款：发行人发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 5 个计息年度的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人或选择继续持有本期债券。投资者选择将持有的本期债券全部或部分回售给发行人的，须于发行人上调票面利率公告日起 10 个工作日内进行登记；若投资者未做登记，则视为继续持有本期债券并接受上述上调。

2. 本次债券募集资金用途

本期债券的发行总额不超过 9.6 亿元（含 9.6 亿元），发行人计划将 6.625 亿元募集资金用于偿还银行借款，以进一步改善财务结构，降低财务费用，剩余资金将用于补充流动资金。

三、行业分析

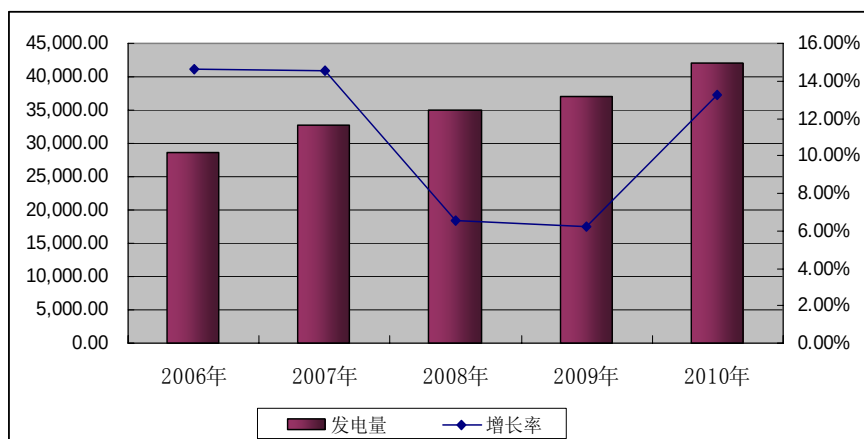
公司主要从事电力系统输配电设备研究和制造，按照国民经济行业分类，公司属于输配电及控制设备制造行业。

1. 行业概况

行业背景

输配电及控制设备制造行业的发展与电力工业的发展密切相关。近几年，中国经济良好的发展态势带动了电力工业的迅猛发展，全国发电装机容量分别在 2004 年、2005 年、2006 年跨越 4 亿 kW、5 亿 kW、6 亿 kW 三个台阶，电力供需形势得到缓解。中国是目前仅次于美国的世界第二大电力生产和消费国，“十一五”期间我国发电总量显著提高，2010 年全国发电量达到 42,065.40 亿千瓦时（图 2），5 年年均增长 11.03%。

图 2 “十一五”期间我国发电总量情况



资料来源：wind 资讯

目前，中国的输配电建设严重滞后于电源建设。长期以来，中国电力发展一直延续“重发电、轻输配电”的状态，主网架结构较为薄弱，配电网老化，区域电网间交换容量较小，联络线多采用单回线的周边联网方式，使得某些地区电网成为电源和最终用户之间的“瓶颈”，形成了“卡脖子”和“窝电”现象，2008年上半年又遭遇百年不遇的冰雪灾害，使电网建设相对不足的矛盾更加凸显。

为了改变电网建设严重滞后于电源建设的局面，中国近年来对电网建设的扶植力度不断加大。积极的产业政策引导以及电源投资的快速增长，对国内的电网建设起到了有力的推动作用。在电源基本建设投资规模增长的同时，我国电网建设速度明显加快，规模不断扩大，“十一五”期间国家电网公司累计完成电网投资1.2万亿元，超过新中国成立56年电网投入的总和。电网建设中设备类投资占30%左右。

从中国能源状况的基本特点看，中国油气资源较为贫乏，煤炭和水能资源丰富，并且能源生产和消费分布不均衡。中国煤炭资源的探明保有储量超过1万亿吨，三分之二以上分布在北部和西北部地区。水能资源的经济可开发容量超过4亿千瓦，四分之三以上分布在西南部地区。中国三分之二以上的能源需求集中在中部和东部经济相对发达的地区，重要能源基地与负荷中心的距离一般都在800~3000公里。东部地区由于环保压力大、运输成本高、土地资源紧张，已经不适宜再大规模建设燃煤电厂，要满足不断增长的用电需求，必须建设强大的电网，实施跨大区、跨流域、长距离、大规模输电，实现“西电东送”和“北电南送”，在全国范围优化能源资源配置。中国现有的500千伏电网，由于输送能力不足、短路电流超标等问题，难以适应未来发展的需要，亟需发展资源配置能力更强的特高压电网，建设电力“高速公路”。虽然业界对特高压输电线路的建设争议激烈，但争议并未影响特高压输电工程的陆续上马，中国在此方面的尝试一直在深入。从

2006年6月位于北京中关村科技园区昌平园东区的国网公司特高压直流试验线段正式投运至今，世界首条特高压直流输电线路——“云南—广东”、四川—上海特高压输电线路、晋东南—南阳—荆门1000kV 特高压交流、家坝—上海特高压直流输电示范工程、云南至广东特高压直流输电工程等特高压输电线路陆续建设并投入了运营。

根据电力发展规划，今后中国电力系统的输电线路，仍以交流输电为主，并辅以直流输电，以使交流输电和电力系统更加完善。与交流输电相比，直流输电具有如下优点：（1）适用于超（特）高压远距离大容量输电；（2）跨海输电采用直流输电是解决电能输送的最佳方案；（3）可解决非同步及非同期电力系统的联网问题，以提高联网系统的稳定性和综合效益；（4）与交流输电相比，输电走廊较小，并且有可用电缆长距离输电的特点，因此，在水电站出线走廊狭窄处及向城市负荷中心送电时，有其特性和综合效益。目前中国已建成葛上、嵊泗、三常、天广、三广、贵广、西北和华中电网灵宝背靠背直流输电工程、贵广二回直流输电工程，在建的有锦屏-苏南、糯家渡-广州、溪洛渡-广州等直流输电工程。

根据国家2020年前的西电东送和大区联网的战略规划，今后将建设22条高压直流输电线路和4个大区联网背靠背工程。无论西电东送或北电南送，远距离输电都将采用高压直流输电，特别是西北的交流330kV和其他地区的交流500kV不配合，用直流作330kV和500kV交流之间的联络线较有利，因此，发展高压直流输电在国民经济中具有十分重要的地位和作用。

中国是输配电领域增长最快的市场，并且在未来20~30年内将成为世界上最大的高压直流输电技术市场，这给相关的输配电及控制设备制造业企业带来了较好的发展机遇。

输配电及控制设备制造业除了与传统电力工业发展密切相关外，还与铁路及城市轨道交通的电气化发展高度相关。目前中国铁路网运输能力远远不能适应国民经济和社会发展的需求，路网整体运输能力严重不足，主要干线、部分地区运输矛盾突出，季节性运能十分紧张，而且还在不断加剧。从铁路营运里程看，目前7.2万公里营业里程中，双线只有2.4万公里，大部分线路均为单线，通过能力小；线路曲线半径、信号设施等主要技术标准偏低，行车速度受限；基础设施耐久性不足，养护、维修工作量大；电气化铁路仅1.8万公里，电牵设备可靠性不高，距离少维修、免维修的要求尚有较大差距；机车车辆装备水平不高，信息化体系不完整，不适应铁路现代化的要求。

另外，自改革开放以来，中国经济建设有了飞速的发展，城市化进程逐步加快，城市人口急剧增加，这使某些城市交通面临着严峻的形势。发展以轨道交通为骨干的公共交通网络，积极引入具有大、中客运量的地铁和轻轨交通方式。在“十一五”期间，中国准备建设轨道交通的城市已有10多个，线路总长为400多公里，建设投资约1400亿元人民币，国家将根据资金筹措情况和轨道交通设备国产化进程，陆续批准这些项目的建设。

可以预见的是，在未来的几年中，随着铁路和轨道交通建设的开展，与上述相关的各项输配电和控制设备的需求必将快速增长。

发展现状

中国输配电行业企业众多、门类众多，但量大、面广、集中度不高的状况依然存在。目前，全球输配电市场以欧洲的ABB、西门子和AREVA 三家输配电企业为领袖企业，这三家企业共控制大约40%的全球市场。2000年前后至今，世界六大跨国公司ABB、西门子、三菱、日立、东芝和GE在中国建立了几十家独资、合资企业。国内外输配电设备制造企业之间的竞争与合作，大大提升了中国输配电产业的技术水准，加快了与国外先进技术接轨的步伐。

当前国际输配电产品向大容量、高电压、大电流、组合化、无油化、智能化、少（免）维护

方向发展，同时信息化、智能化等高新技术开始应用到输配电行业。中国通过不断的技术引进、自主开发和实践，输配电设备生产技术水平已有了很大提高，输配电产品质量，产品在新技术应用方面与国际先进水平的差距在明显缩小。同时由于中国的电网情况复杂，部分相关技术已达到国际先进水平。由于二次设备对于技术和制造水平要求较高，并且对设备运行有很高的稳定性要求，市场进入存在一定技术壁垒，目前国内市场呈寡头垄断格局。和一次设备市场激烈状况相比，二次设备市场的集中度较高，除国外知名公司外，国内电力二次设备供应商主要有许继集团、国电南瑞、北京四方、国电南自等。随着国家以市场换技术，振兴民族装备工业策略的推行，以及国内企业在技术上的不断成熟，其市场占有率不断提高。

电力固定资产投资主要由电源投资和电网投资构成，其中电源投资主要形成对电站设备、环保设备的需求，电网投资主要形成对输配电一次设备（变压器、开关板等）、二次设备（电站自动化、变电站自动化、线路保护、主设备保护等）的需求，近年来电力供应短缺及电力建设的快速发展给输配电及控制设备制造业带来了良好的发展机遇。在此背景下，输配电行业订单有较大幅度增长，盈利状况明显趋好，整个输配电行业处于高景气区间。

2. 行业政策

电力是国民经济的基础产业，是国家大力优先发展的行业。而输配电装备制造业则在支持电网发展、提高电网安全、应对突发事件、保证国民经济可持续发展及经济安全方面有着重要的作用。

2005年12月7日，国务院颁布了《关于发布实施促进产业结构调整暂行规定的决定》，国家发展和改革委员会配套发布了《产业结构调整指导目录》，“电力”和“500kV及以上超高压交、直流输变电成套设备制造业”被列为优先鼓励发展的行业。《国务院关于加强振兴装备制造业的若干意见》提出，在电力装备方面要以“开展1000kV特高压交流和±800kV直流输变电成套设备的研制，全面掌握500kV交直流和750kV交流输变电关键设备制造技术”为主要任务。《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006～2020年）》明确将“重点研究开发±800kV大容量远距离直流输电技术和1000kV特高压交流输电技术及装备”列为能源重点领域的优先主题内容。

根据《财政部、国家发展改革委、海关总署、国家税务总局关于落实国务院加快振兴装备制造业的若干意见有关进口税收政策的通知》（财关税[2007]11号）规定，自2008年1月1日（以进口申报时间为准）起，对国内企业为开发制造超、特高压输变电设备而进口的关键零部件所缴纳的进口关税和进口环节增值税实行先征后退，所退税款作为国家投资处理，转为国家资本金，主要用于企业新产品的研制生产以及自主创新能力建设。

上述均为输配电及控制设备制造业发展提供了良好的政策支持。

3. 行业关注

产业集中度较低

目前，中国年销售收入500万元以上的输配电设备生产制造企业有5000多家，产业集中度较低，市场竞争激烈。输配电产品分为特高压、超高压、高压、中压和低压产品。随着设备电压等级的提高，企业数量逐渐减少。中、低压配电产品的生产企业众多，市场竞争力弱，大多处于微利状态，而高压、超高压、特高压设备生产企业数量较少，凭借资金、技术、品牌优势占据了更多的市场份额，发展空间较大。

成本上涨压力

电力输配电设备制造行业产品成本构成中原材料占到总成本的70%左右。近年来，电力设备

制造所需的钢材、铜、铝等原材料均经历了大幅上涨，导致电力设备企业主营业务成本激增，毛利率下降，对行业内企业的成本控制能力提出挑战。但由于大型电力设备的生产周期基本都在半年以上，原材料价格对利润率的影响相对滞后，只要原材料价格短期内不出现急剧上涨，企业就有相应的时间和空间来调整产品价格，抵消成本的压力。

流动资金压力

电力设备行业属于技术和资金密集型行业，具有科技含量高、研制周期较长和前期投入大等特点。另外，由于自身行业特点，产品收入需待相关项目完工验收合格后才能得到确认，而这些工程项目一般建设周期较长，项目建设过程中受资金供应、设计变更以及施工组织等因素的影响，工期经常发生变化，导致应收账款及存货周转时间较长，造成大量的流动资金沉淀，这些都将对企业的生产经营产生负面影响，企业面临较大的流动资金压力。

特高压建设正式启动

特高压是指由1000kV级交流和800kV级直流系统构成的高压电网。特高压电网的最大特点是长距离、大容量送电，一回路特高压直流电网可以送600MkW电量，相当于现有500kV直流电网的5~6倍，同时送电距离也是后者的2~3倍。

特高压电网建设项目的上马，对于提高电网优化资源配置的能力和安全稳定运行水平，对实现中国能源资源优化配置，实现区域经济协调发展，具有重要的意义，对于中国整个输配电设备制造水平的提高也具有重要意义。但特高压建设投资规模大，技术上基本成熟，特高压输电电路建设的挑战和机遇并存。

4. 行业发展趋势

“十二五”期间，电力行业仍将保持一定增速，据《电力工业“十二五”规划研究报告》称，计划到2015年，全国发电装机容量达到14.37亿千瓦左右，年均增长8.5%。而国网计划“十二五”期间共投资1.7万亿元，以90%用于电网投资计算，预计未来五年国网用于电网投资金额约1.5万亿元，较“十一五”期间增长约45%；其中，2011年国网计划完成电网投资2925亿元，同比增长约10%，行业发展前景良好。

电网建设在基本完成了以500千伏超高压为骨干网架的全国电网建设工程之后，正大力发展特高压输变电技术，同时国家已经将发展和建设智能电网上升到战略层面，未来电网建设的两大重点给变压器行业带来了很好的发展机遇。

“十二五”规划纲要明确提出，在“十二五”期间，要加快大型煤电、水电和风电基地外送电工程建设，形成若干条采用先进特高压技术的跨区域输电通道，建成330千伏及以上输电线路20万公里。国网“十二五”规划要建设“三纵三横”的特高压骨干网架和10项特高压直流输电工程，到2015年形成“三华”、西北、东北三大同步电网。如果计划可以如期完成，预计将带动约5000亿元的交/直流特高压项目投资。而对于2011年特高压工作的进度，国家电网则明确：要确保淮南-上海特高压交流工程一季度核准，力争锡盟-南京特高压交流工程上半年核准，蒙西-长沙、靖边-连云港特高压交流工程和溪洛渡-浙西、哈密-河南特高压直流工程年内核准，如果顺利实现，这意味着6条线将开建，远远超出2010年的规模，并带来巨大的设备投资潮。而在特高压投资中，设备投资约占45%。因此，输配电及控制设备制造行业面临更好的发展机遇。

技术上，输配电设备将朝着超高压、直流、串连补偿、成套化、轻型化、小型化、智能化、免（少）维护、高稳定性、低损耗等方向发展。

总体看，受益于中国电网建设投资规模的持续增长，中国输配电及控制设备制造行业将维持

较高的景气度，未来随着智能电网战略的实施，输配电及控制设备制造行业面临良好的发展前景，同时，技术更新和成本压力加大等因素将对输配电及控制设备制造企业形成挑战。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内电气装备制造行业的龙头企业之一，多年跻身中国企业500强，是国家520户重点企业和国家重大技术装备国产化基地之一。公司的产品从保护继电器到成套电力系统自动化和微机保护装置，从电力二次设备到一次设备，从自动化装备到电力系统管理、分析、应用软件，覆盖了电力系统发电、输变电、配电和用电的多个环节，是我国电力装备行业中品种最多、规格最全、配套能力最强的专业生产企业之一。

公司在同行业中获得多项第一：第一个进入全国综合经济效益评价 500 优企业，第一家通过 ISO9000 质量体系认证，第一批列入国家重大技术装备国产化基地，第一批被列入国家级企业技术中心，第一批被批准设立企业博士后工作站，2010 年获得首届“河南省省长质量奖”。公司生产了我国第一套大型水电机组（三峡右岸）保护装置，我国第一条 500kV 超高压输电线路保护，世界上第一套±800kV、500 万千瓦高压直流输电工程—云广工程，世界上第一套±800kV、640 万千瓦，创输送容量最大、输送距离最长的特高压直流输电工程—向上工程等直流输电工程控制保护设备。

公司近三年共获得 114 项发明、实用新型或外观设计专利，公司的产品或技术多次获得国家级、省级科技进步奖。公司 1000kV 交流输变电关键技术研究、设备研制及工程应用在 2009 年获得中国机械工业科学技术奖特等奖，XYW/T-27.5 铁路专用箱式分区所（开闭所）获得 2010 年河南省工业和信息化科技成果奖一等奖。公司生产的许继牌干式变压器、电力自动化监控设备分别在 2005 年和 2007 年被国家质量监督检验检疫总局评为中国名牌产品，公司具有较大的品牌优势。

综合来看，公司的产品涉及了整个电力行业的一次设备和二次设备，综合配套能力强，在输变电领域的竞争优势明显，产品市场的抗风险能力较强。

2. 技术水平

公司是许继集团国家级技术中心和国家批准企业博士后工作站的主体，在直流输电保护与控制领域一直保持国内领先水平，在主设备保护、输电线路保护、电厂和变电站综合自动化系统、调度自动化系统、电力管理信息系统、配电网自动化系统、电气化铁道保护与控制等产品领域处于行业先进水平。为保持产品的先进性，公司投入大量资金进行技术改造，确保公司整体工艺装备水平不断提高，如引进日本的数控砖塔冲、激光切割机、数控折弯机，比利时数控剪板机，芬兰的钣金柔性加工系统等；与高等院校联合开发数控多头钻床并引进瑞士的塑料注射成型机，从根本上提高电气塑料件的加工质量。

公司对实验能力也给予足够重视，打造了四个核心科研测试、实验平台基地，面积合计 5 万多平方米：基于 RTD 的保护及控制仿真平台，电力系统实验及测试技术平台，特高压直流输电仿真试验平台，智能化一次设备测试平台。公司多年一直保持与 ABB、西门子、微软、施耐德、东芝等国际著名企业良好的合作伙伴关系，通过技术引进、合作生产、成立合资公司等形式，实现了技术、制造、人才、文化等方面的交流与融合，积累了近三十年与国际著名公司合作的丰富经验。

在工艺方面，公司积极推行“并行工程”，不断增强企业的快速反应能力，缩短工艺技术生产

准备周期，加快新产品开发与交货期，实现了设计、工艺与制造三者之间最大限度的并行，满足生产进度和产品质量的需求，为高新技术产品的迅速市场化提供了有力的工艺技术支持。

从公司不同产品的情况来看：

（1）电网及发电系统

公司电网及发电系统产品成熟，产品涵盖各种电压等级变电站、各种容量发电机变压器的故障录波装置，高压电气设备在线监测及分析系统及各种保护自动化系统的生产。公司自主研发的 800 系列系统保护装置达到了国际先进水平，通过中标三峡右岸大机组保护工程、三百门电厂二期 2×1000MW 机组保护工程、秦山核电二期扩建工程 2×650MW 全套发变组保护设备等工程，显示了公司在水电、火电、核电各类型电厂大型发变组保护领域的综合实力。在智能化变电站市场方面，公司中标广东阳江核电站升压变电站所有二次保护、监控系统等设备，中标辽宁 220kV 马山变智能化技术研究与应用项目，为该项目提供包括智能化保护监控设备、过程层网络设备及电子式互感器等设备，得到了用户的高度认可，推进了公司智能化变电站系统的发展、扩大了市场影响。

（2）变压器

变压器是公司一次设备的主要产品，目前变压器产品主要包括干式变压器、110kV 及以下油浸式变压器、互感器。公司的节能干式变压器、智能节能油浸式变压器等均是自主研发的核心产品，其中干式变压器产品于 2004 年通过国家“III型”环境标志产品认证，并于 2005 年荣获“中国名牌产品”称号。

（3）用电系统设备

公司用电系统设备产品主要是各种电子式电度表和继电器。电子式电度表主要由公司的控股子公司河南许继仪表有限公司生产，主要产品载波表使用从西门子引进的电力线载波技术，在市场上占有一定份额。继电器是公司的老牌产品，公司生产的继电器有 400 多个型号，上千种规格，是目前国内最大的电力继电器生产企业。公司下属企业许继仪表公司于 2009 年入围国家电网的第一次智能电表招标，且送检的电表的技术水平全部达到国内领先。

（4）配网产品

公司的配网产品是指电网自动化配电系统，属于自主研发的核心产品，该系统能提高供电可靠性，减少计划及故障停电时间，目前主要由下属的珠海许继电气有限公司、珠海许继芝电网自动化有限公司、山东许继科华自动化有限公司、许继装置公司以及许继德理施尔电气有限公司等子公司生产，公司通过引进东芝公司和德国德理施尔公司的技术，在配网技术领域处于国内领先地位。2005 年公司在北京配电网改造工程中承接了天安门工程，以及中南海配网改造和昌平配网改造两个示范性工程，并在 2006 年中标北京奥运一期配网工程。公司是目前国内配电领域唯一同时具有设备制造和系统集成能力的全面配套能力的上市公司，尤其是在国家电网入股公司后，进一步提升了公司的竞争力。2010 年，公司在该市场的占有率达到 65%。

（5）电气化铁道

公司电气化铁道方面的主要产品为铁道项目中的牵引变电所保护及综合自动化系统装置，电铁馈线故障检测装置，其中牵引变电所、电力综合自动化系统等是公司自主研发的核心产品。该业务由控股子公司成都交大许继电气有限公司和集团子公司许继轨道交通供电设备系统集成公司承担。成都交大许继电气有限公司是公司西南交大合资设立。西南交大是由教育部、铁道部、四川省共建的高等院校，因而公司在承揽电气化铁道项目上占有一定优势。集团公司是铁道路客运专线六大系统核心供应商选定的牵引供电系统设备集成供应商，公司通过与集团公司的合作，

将获得集团在电气化铁道项目上的支持。在国务院促进经济增长政策下，随着中国高速铁路和客运专线电气化项目的不断加快开工建设，公司轨道供电自动化项目的技术优势将带来收入的快速增加。

（6）直流输电系统

公司的直流输电系统业务产品为直流输电控制保护，是自主研发的核心产品。2010年，公司直流控制保护系统的市场份额超过60%，在该系统产品市场排第一。直流输电业务技术上有两项关键技术，掌握该项技术的目前只有公司和南瑞集团，西电集团和许继集团两家则拥有换流阀设备制造技术，公司拟通过定向增发将集团直流输电换流阀项目全部业务及资产纳入公司，进一步巩固竞争优势。近年来，公司中标多项特高压直流输电工程，一直保持着公司在直流输电控制保护领域的领先地位。随着国家电网的入股以及国家电网、南方电网建设进程的加快，公司未来在该领域会有更广的发展前景。

总体看，公司具有较强的研发能力和创新能力，主要产品的生产工艺、产品性能处于国内先进水平。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员9名，其中总经理1名，副总经理8名，均为本科及以上学历，从事相关业务和管理工作多年。

公司董事长李富生先生，49岁，中欧商学院MBA，高级工程师，享受国务院特殊津贴专家。历任许继公司控制器分厂技术副厂长、厂长，河南昌威机械设备有限公司总经理；2000年8月任许继集团党委副书记、副董事长、常务副总裁，许继电气总经理；2007年7月至今任许继集团党委书记、副董事长、总裁；2011年1月任中国电力技术装备有限公司党组成员、副总经理，国网智能电网研究院副院长，国家直流输变电装备工程技术研究中心主任；2011年6月起担任公司董事长。

公司总经理张新昌先生，49岁，高级工程师，历任许继电气技术中心主设备研究室设计员、主任工程师、科研处处长，2006年起任公司副总经理，2008年12月至今任公司总经理。

截至2010年12月底，公司共有员工6,054人，其中研发及工程技术人员占比53.17%、管理及财务人员占比5.06%、销售人员占比17.06%、生产人员占比24.71%；员工中本科及以上学历人员占比38.54%、大专学历人员占比31.42%、大专以下学历员工占比30.04%。

总体看，公司领导层从业经验丰富，整体素质高；员工中研发人员占比较大，符合公司发展战略特点，员工素质能够满足公司经营需要。

4. 外部支持

（1）股东支持

国家电网控股许继集团后，公司将会更有利于充分了解客户需求，国家电网主持的项目，公司有更多的机会参与，受益于此，公司各项主导产品的市场占有情况预计将有提高的趋势。公司将能借助国家电网的国际化平台，加快公司产品的国际市场的开拓进程。在国家电网的示范项目中，可以直接使用公司产品，作为新产品的试点，如果能取得良好效果便可成为合格产品投入市场参与投标。

国家电网的客户群体将成为公司的潜在客户群；国家电网的“智能电网”发展系统会有大量资金投入控制保护设备，公司将从中受益良多。

（2）主要税收优惠政策

公司及其下属子公司共 6 家企业被当地政府认定为高新技术企业，执行 15% 的优惠税率；7 家子公司被评为软件企业，其经过认定的软件产品可以享受有关软件产业的优惠政策，及销售软件产品的增值税额超过 3% 的部分经审批可“即征即退”；4 家子公司可依据《关于实施企业所得税过渡优惠政策的通知》国发(2007)39 号规定，减半征收所得税。

(3) 政府支持

公司是许昌市的龙头企业，连续多年入选市重点企业或公司研发项目被列入许昌市的年度重点项目，许昌市政府明确表示各部门要对公司予以重点培育、扶持、服务。

许昌市欲打造一个以输变电和风力发电成套设备为重点的国内一流、国际先进的电力装备制造基地，以优惠的价格将电气城 480 亩、电气谷 1000 亩土地转让给许继集团，大部分场地都将作为公司的生产研发基地。

5. 经济地理环境

河南省位于我国中部，承接南北、连接东西，许昌的发展必须适应国家中部崛起的部署。许昌市现代工业体系齐全，中原电气谷就是省政府批准建设的、以电力装备制造业为主体的省级重点产业集聚区，是许昌未来以工业化推进城市化的带状区域，是中原崛起的重要战略支撑点。中原电气谷共建有 5 个产业园，分别为：电力输电一次设备产业园、风电产业园、配用电设备产业园、民用机电产业园、核电控制设备产业园，中原电气谷带来的集群优势将促进公司的电力输电一次设备和配用电设备的研发和生产。

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格依据《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，不断完善公司法人治理结构。

公司建立了有股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权利机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。公司董事由 9 名董事组成，包括 6 名执行董事和 3 名独立董事。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理受董事会的委托负责日常的经营管理并接受董事会和监事会的监督。

在日常经营中，公司本部主要行使管理职能，各个子公司的经营自主性较强，但是财务人员统一由公司委派，以实现公司对所有子公司的掌控和协调。

总体看，公司治理结构较为完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

财务管理

公司实行统一的财务制度，各控股子公司必须严格执行。尽管各级子公司的独立性较强，但为了加强整体资金管理，公司集中调度各子公司的资金，并且所有子公司的财务人员统一由公司派遣和管理，保证资金的安全及公司资金的使用效率。

公司对本地子公司和异地子公司的管理分开进行，且授予的权限不同。异地子公司暂且独立使用资金，原则上不允许超计划使用。

质量管理

产品运行的稳定性是公司质量管理的惟一目标。公司质量管理体系分为四个阶段：研发设计

阶段、采购阶段、制造阶段和服务阶段。在研发过程中，借助 IPD、PRM 系统，实时将测试结果反馈给设计员，避免研发过程中过多的人力、物力消耗；在采购阶段，质量管理主要负责检验供应商的供货质量，充分保证公司各种产品对原料性能的不同要求；制造阶段，质量部门在生产各个关键点设专职检验人员，推行自检、互检、专检的三检制度，并对设备进行定期检修；由于相关产业的制度因素，公司并不直接面对消费终端，因此服务阶段一般和安装、联调单位一起面向客户做回访。

公司于 1996 年通过了 ISO9000 质量管理体系认证，为行业内第一家，并在 2003 年 12 月通过了质量、环境与职业健康安全一体化管理体系。公司产品的一次通过率在 99% 以上，先后被评为“全国质量管理活动现金企业”和“全国质量效益型先进企业”。在 2010 年，公司成为首届“河南省省长质量奖”获奖的 5 家企业之一。

采购管理

公司的采购品种有上千种，总体采购金额较大，因此公司通过规范采购行为，降低采购成本。

公司的采购流程大致分为两个步骤：依据生产计划形成采购计划，编制采购申请；由亿万物流¹协助确定供应商，实施采购。

公司确定供应商主要有两个程序，先由分公司或子公司采购经办人将采购申请送到亿万物流，如果亿万物流能接受采购价格，则由采购人开领料单，经亿万物流批准开始领料，完成内部采购；如果亿万物流不能接受采购价格，且经协商不能成交，则内部采购失效，由公司经办人向外部采购，对外采购需至少有 3 家供应商参与报价。如果内部采购不能满足，外部采购又不允许的情况下，可由财务处协助，公司领导协调实施内部采购，并说明是否列入内部考核。

销售管理

公司产品主要按照业务领域划分成事业部分类销售。公司产品主要配套电网建设、轨道交通、冶金煤化等，多面向国内大型企业，因此在国内基本采取直销形式，在各省设办事处，极少采用经销商代理销售。公司以销售客户的地域、市场地位等特点为基础，对维护和开拓市场所需投入做预算，按季度拨付。

由于产品在使用中起着重要的作用，因此公司十分重视产品的售后服务。售后服务主要有三种类型：突发型、条件型和周期型。突发型服务是由建立的内部响应机制对产品偶然出现的故障或异常及时进行解决；条件型服务是公司发出产品后为使产品达到预定使用状态进行安装和调试；周期型服务主要通过使用产品生命周期管理系统，对每一件产品从订单、设计、生产到发运都实时跟踪，建立一套档案，以便在产品需要更换零件或进行维护时及时通知客户。

对子公司管理

公司本部及控股子公司在生产上，由公司统一安排，经营业务管理主要通过通过对高级管理人员的 KPI（Key Performance Indicator 关键绩效指标）考核实现，即年初按照战略目标分解机制，向各高级管理人员分解经营管理目标，并由此签订经营管理目标责任书，依据高级管理人员的月度计划考评、中期述职和年终的经营目标责任书进行年终考核评价，决定高级管理人员的职务任免。

公司为适应市场化经营，采取干部、劳动、分配三项制度改革，在实践中不断深化和完善各项制度改革，逐步建立了一整套与国际管理模式接轨的科学、严格、完备、快速响应的管理体系。公司实施以战略为导向的 KPI 考核和中期述职制度，推动公司内部市场链的建立，引入了国际先进的集成产品开发（IPD）和软件工程方法，再造公司的研发体系，采用集成化的 IPD 产品研发

¹河南许继亿万物流有限公司（以下简称“亿万物流”）是许继集团为统筹规划整个集团的资源成立的，亿万物流的职能之一就是负责集团所属企业原材料、元器件的采购配套工作。

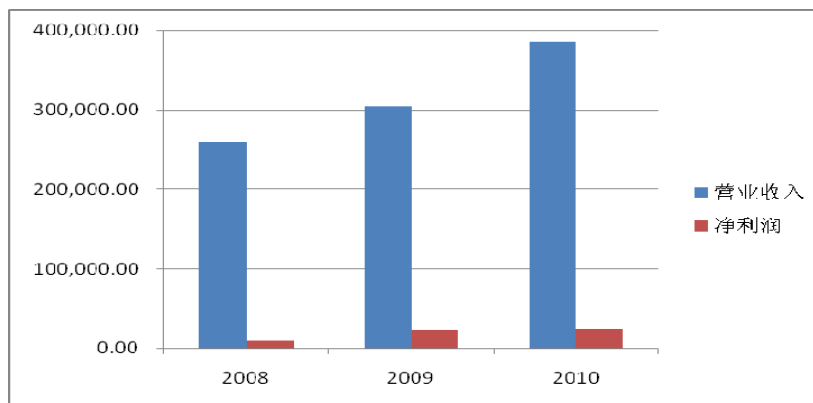
管理模式，提高研发效率，建立起将企业战略转化为内部过程和活动、不断增强企业核心竞争力和运营效率的机制。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营电网及发电系统、变压器、EMS 加工服务、用电系统设备、电气化铁道、直流输电系统的生产和销售。公司的业务收入保持增长趋势，但是近两年不断上涨的人工成本和原材料价格挤压了利润空间，而公司逐渐减少债务融资带来的融资成本大幅下降，以及营业外收入的大幅增长，抵消了成本上升的影响，2008 年~2010 年公司营业收入和净利润的复合增长率分别为 21.74%和 55.05%（图 3）。

图 3 公司近三年营业收入及净利润情况（单位：万元）



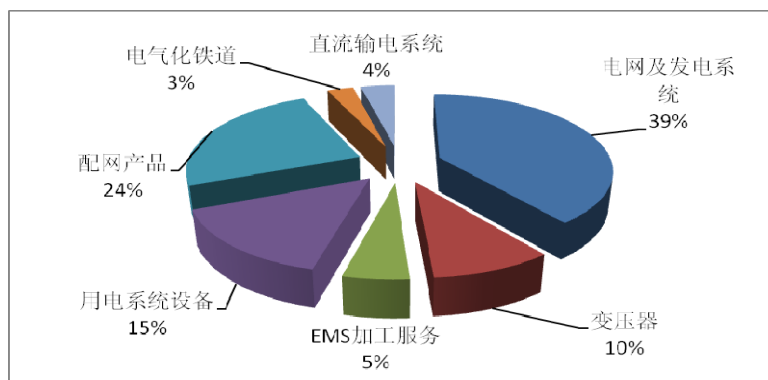
资料来源：公司年报

近 3 年在建工程平均增长 17.86%，公司正通过扩大生产规模以满足市场需求。2011 年上半年，公司已实现营业收入 140,936.56 万元，较上年同期增长 18.63%；实现净利润 11,201.30 万元，较上年同期增长 8.37%，显示出公司良好的增长势头。

2. 生产经营

公司的主营业务收入中，电网及发电系统的销售占比最高（图 4），

图 4 2010 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司年报

从近三年盈利情况看，2008~2009年，公司主营业务综合毛利率²保持在较高的30%以上水平（表1）。2010年公司主营业务综合毛利率有所下降，下降的主要原因是公司为争取更大的市场份额，电网及发电系统、配网产品和用电系统设备等公司主导产品在国家电网前几次集中招标中，采用低价竞标，从而抢占了市场。

2010年下半年开始，公司中标价格提升，同时，国家电网集中招标范围扩大，将110KV产品也纳入集中招标范畴，这部分订单在2011年上半年供货，实现收入，因此公司整体毛利率有大幅度的提高。

表1 公司近三年主营业务收入及成本构成情况

单位：万元

项目	2008年			2009年			2010年		
	主营业务收入	主营业务成本	毛利率(%)	主营业务收入	主营业务成本	毛利率(%)	主营业务收入	主营业务成本	毛利率(%)
电网及发电系统	91,341.49	56,700.68	37.92	95,422.38	63,571.01	33.38	143,047.73	103,346.31	27.75
变压器	28,603.55	22,846.29	20.13	31,934.77	21,681.44	32.11	34,196.38	23,697.68	30.70
EMS加工服务	17,143.10	14,745.32	13.99	18,209.67	16,024.93	12.00	18,631.54	16,517.79	11.35
用电系统设备	18,339.79	12,044.82	34.32	23,403.74	15,618.76	33.26	54,255.56	40,171.58	25.96
配网产品	49,515.13	30,420.10	38.56	89,562.76	56,379.33	37.05	88,588.90	57,588.72	34.99
电气化铁道	5,953.85	3,311.05	44.39	9,058.68	4,902.08	45.89	10,593.65	4,946.48	53.31
直流输电系统	16,541.59	10,023.83	39.40	15,953.33	10,567.36	33.76	13,687.83	10,012.34	26.85
合计	227,438.50	150,092.09	34.01	283,545.33	188,744.91	33.43	363,001.59	256,280.90	29.40

资料来源：公司年报

从营业收入的地区分布来看，2010年公司在国内实现营业收入363,001.59万元，占比为94.15%；出口业务收入22,551.02万元，在营业收入中占比5.85%（见表2），近三年对外出口占收入的比重呈降低的趋势。这一方面是与海外市场复苏缓慢因素有关，另一方面也与国内经济快速复苏、公司积极开拓市场等因素有关。

表2 2008年~2010年公司营业收入分地区构成

单位：万元

地区	2008年		2009年		2010年	
	营业收入	地区占比	营业收入	地区占比	营业收入	地区占比
中国内地	227,438.50	87.43%	283,545.33	93.28%	363,001.59	94.15%
出口	32,699.36	12.57%	20,415.22	6.72%	22,551.02	5.85%
合计	260,137.86	100.00%	303,960.55	100.00%	385,552.61	100.00%

资料来源：公司年报

输配电及控制设备制造主要面向大型基础设施建设，受国际、国内宏观经济状况、国家经济产业政策，货币政策等影响较大。我国的基础设施建设还有很长的路要走，对公司生产的配套产品需求不会减少，公司主要面对的是生产成本上涨和国内市场竞争的压力。公司通过加强技术研究，研发高端产品，力图打破外国企业对高端市场的垄断，以进军外国企业一直占领的高端市场来缓解其对我国内市场的冲击。

²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%

3. 原材料采购

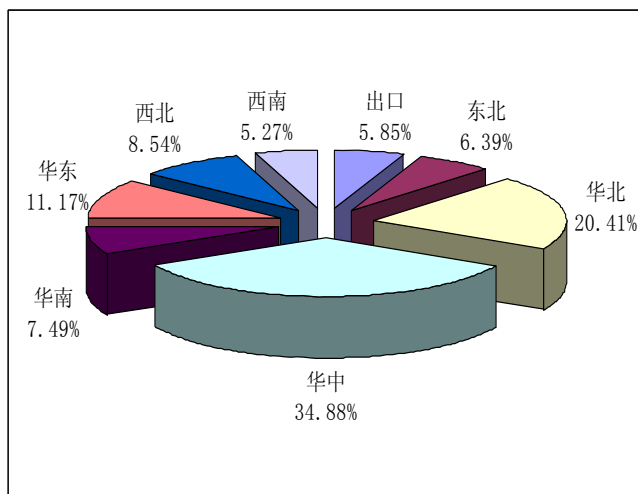
公司生产主要消耗的是硅钢片、冷优板、铜排、箔、覆铝锌板等原材料。2010 年公司采购以上五种原材料共占公司原料采购额的 8.30%，单品种原材料的价格波动对整体原材料成本的影响较小。

由于公司产品多是供应给国家基础设施建设的配套项目，客户对电气设备的稳定性、配套性等要求较高，从关联方采购原材料是公司控制产品质量的途径之一，因此关联采购涉及金额较大。2010 年公司前五大原料供应商分别是武汉中秦金属材料有限责任公司、许继电源有限公司、ABB（中国）有限公司、上海波极电业有限公司和武汉市江天金属材料有限公司，五家提供的原材料占公司总采购额的 12.14%，采购集中度一般。

4. 产品销售

公司的销售主要集中在国内市场，国内市场又集中于华中和华北地区（图 5）。公司产品主要配套电网建设、轨道交通、冶金煤化等，多面向国内大型企业，因此在国内基本采取直销形式，在各省设办事处，极少采用经销商代理销售。公司以销售客户的地域、市场地位等特点为基础，对维护和开拓市场所需投入做预算，按季度拨付。

图 5 公司产品销售区域分布情况



资料来源：公司年报

公司近两年出口较少，海外主要以设办事处方式销售，目前在中东、非洲、东南亚等地均设有办事处。公司还通过境外办厂方式经营，以节约成本、降低费用。在归入国家电网系统后，国家电网在境外设立的多个办事处也将成为公司对外的平台。

公司目前输变电业务客户主要为国家及地方各电网（电力）公司，各煤炭、冶金、石化、钢铁等大额用电工业企业，电网及发电业务客户主要为五大发电集团、各省能源电力集团、各流域水电公司、各核电发电企业等。目前，公司的一、二次用电设备的销售处于买方市场，公司议价能力较弱。

从客户集中度看，2010 年公司对前五大经销商销售实现收入合计占比为 18.73%（表 3），其中对控股母公司许继集团的销售达到 11.50%，主要是因产品线的不同，使得双方具有一定的销售业务协作关系。

表 3 2010 年公司对前五大客户销售情况

客户名称	销售额（万元）	总额占比（%）
许继集团有限公司	443,53.28	11.50
辽宁许继电气有限公司	111,41.76	2.89
湖北省电力公司	69,48.39	1.80
河南省电力公司	54,79.62	1.42
新疆新能物资集团有限责任公司	42,79.25	1.11
合计	722,02.31	18.73

资料来源：公司提供

2011 年上半年，公司坚持专业平台销售与协作销售相结合的市场营销模式，在国家电网公司批量招标、重大项目运作等方面均取得了突出成绩。在国家电网公司第一批 110kV 及以上输变电项目变电设备集中招标中，公司顺利中标该项目保护类设备、变电站自动化类设备及智能电网二次设备；在国家电网公司第二批变电设备集中规模招标中，公司继续巩固了在智能变电站领域的市场领先地位。在重大项目方面，公司中标了我国“十二五”时期首个特高压工程“锦屏—苏南±800kV 特高压直流输电工程”，该工程是目前世界上输送距离最远、输送容量最大、技术水平最高、设备国产化程度最高的直流输电工程。同时，公司还积极抢抓城市地铁建设的发展机遇，中标沈阳地铁浑南停车场供电系统集成项目，实现了牵引整流变压器在地铁牵引整流变领域的重大突破。

总体看，公司下游客户质量高且相对稳定。

5. 关联交易

由于产品上下游的关系，公司与集团和其子公司存在较大的关联交易（表 4）。关联交易主要体现在向关联方采购和销售两方面。公司向关联方采购主要是劳务和生产用元器件，2010 年关联采购总额较 2009 年略有增加。公司关联销售呈增长的趋势，2010 年的关联销售达到了营业收入的近三分之一，主要包括直流控制系统、保护装置等。公司关联交易规模较大的原因，主要是许继集团所承揽的向家坝—上海±800kV 直流输电工程、葛沪直流综合改造（三沪 II 回直流）工程和西北（宁东）—华北（山东）±660kV 直流输电等工程对公司产品的需求较大。公司与关联方的交易按公平交易的原则采取市场价格的定价方式，没有违反公司《关联交易管理制度》的情形发生，且有利于公司产品的销售。

表 4 近三年公司关联交易情况

单位：万元

年 份	向关联方采购、接受劳务等		向关联方销售	
	金 额	占营业成本比例	金 额	占营业收入比例
2010 年	19,806.46	7.21%	125,207.39	32.47%
2009 年	16,392.49	7.98%	89,253.54	29.36%
2008 年	19,467.08	10.73%	23,289.39	8.95%

资料来源：公司提供

公司的关联采购，为公司提供了稳定的、有市场竞争力的原材料来源，有助于降低物流成本、保证原材料的质量；关联销售有助于公司提高营业收入。联合评级关注到，虽然适当的关联交易为公司经营业绩稳步提升做出了贡献，但关联交易所涉金额较大，且未来一定时期内关联交易还将继续存在。

6. 经营效率

公司近年发展速度较快，经营呈现稳步上升的趋势，取得了较好的经营成果，资产规模、营业收入不断增长。受金融危机冲击，公司 2008 年的收入增速放缓，进入 2010 年，实现营业收入 385,552.61 万元，较上年增长 26.84%，公司又逐渐恢复较强的经营能力。

从各项资产的利用效率来看，2010 年公司的应收账款周转次数、存货周转次数、总资产周转次数在上市同行业中处于一般水平（表 5）。

表5 2010年国内部分输配电及控制设备制造业上市公司经营效率指标

指 标	许继电气	天威保变	特变电工	中国西电
应收账款周转率（次）	1.82	3.42	7.80	2.01
存货周转率（次）	2.65	2.76	5.20	1.96
总资产周转率（次）	0.74	0.48	1.13	0.54

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，公司各项资产的运营情况良好，经营效率较高。

7. 主要经营风险

（1）行业内部竞争风险

公司在电力装备领域里属国内龙头企业之一，但是仍然面临来自国际同行业大型企业的挑战，如 ABB、西门子等，他们通过和国内企业合资，为合资公司注入技术力量和品牌效应打入中国市场，对公司未来在高端产品市场的竞争带来一定压力。

（2）原材料价格波动风险

公司生产所需的主要原材料包括硅钢片、冷优板、铜排、箔、覆铝锌板等金属和非金属原材料，同时公司需要采购电子元器件等外购配套件。电力输配电及控制设备制造业产品成本构成中原材料占总成本的60%至70%，虽然单一原材料价格波动对生产成本的影响不大，但近年来钢材、有色金属、非金属材料等原材料价格波动幅度较大，直接影响到公司原材料的采购成本，对公司经营稳定性造成一定的影响。

（3）技术风险

公司经营的多为高科技含量产品，部分产品研发周期较长，需要公司投入科研力量超前研发，才能保持行业领先，这需要公司对未来有准确的判断和充足的人员配备。

8. 未来发展

国家电网公司运营着中国 88%以上的电力网络，公司进入国家电网系统后，一定程度上分享着国家电网的广大市场。根据国家电网公司 2009 年公布的“智能电网”发展计划，2009 年～2010 年为规划指点阶段，主要是制定发展规划、技术和管理标准，进行技术和设备研发及各环节试点工作；2011 年～2015 年为全面建设阶段，加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用；2016 年～2020 年为引领提升阶段，全面建成统一的智能电网。国家电网的投入中超过 70%是投向控制设备方面。随着我国智能电网全面建设阶段的来临，国家规划的巨大电网投资建设将给公司带来良好的发展机会。

除输配电外，公司近期发展规划还包括：轨道交通方面，参与既有铁路的电气化改造；高速铁路方面，积极投入到客运专线与城市轨道交通的配套建设。

总体看，归入国家电网系统后，公司具有良好的发展前景，其优势地位将进一步得到巩固。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2008~2010 年度财务报告已经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，2011 年上半年财务报告未经审计。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。

截至2010年底，公司合并资产总额575,483.00万元，负债合计299,693.90万元，所有者权益（含少数股东权益）275,789.10万元。2010年公司实现营业收入385,552.61万元，净利润（含少数股东损益）24,721.90万元；经营活动产生的现金流量净额17,130.36万元，现金及现金等价物净增加额40,831.73万元。

截至2011年6月底，公司合并资产总额590,026.97万元，负债合计306,036.57万元，所有者权益（含少数股东权益）283,990.39万元。2011年1~6月，公司实现营业收入140,936.56万元，净利润（含少数股东损益）11,201.30万元；经营活动产生的现金流量净额-17,115.99万元，现金及现金等价物净增加额-52,809.18万元。

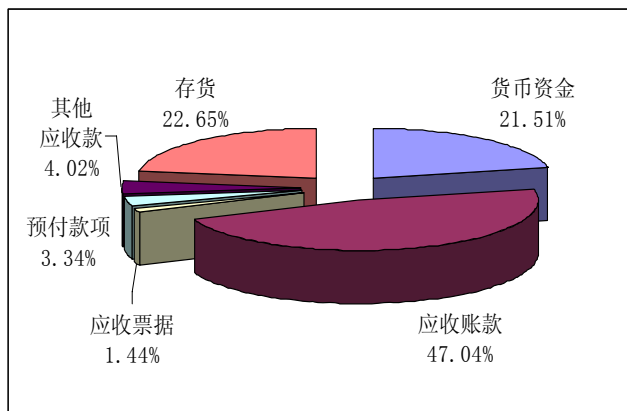
2. 资产质量

近三年公司资产规模稳步增长，年均增长率为 10.18%。截至 2010 年底，公司资产总额中流动资产合计占 80.96%，非流动资产合计占 19.04%。

流动资产

截至 2010 年底，公司流动资产合计 465,909.77 万元，以货币资金、应收账款和存货为主（图 6）。

图6 公司2010年流动资产构成



数据来源：公司年报

公司近年来货币资金较为充足，三年平均占流动资产比为 20.97%。截至 2010 年底，公司货币资金余额为 100,223.88 万元，占当年流动资产的 21.51%，公司货币资金余额中 98.32%为可动用资金，其余为使用受限的保函保证金等。

近三年公司应收账款规模以年均 23.75%的速度增长，略高于营业收入 21.74%的增长速度，增长的主要原因是公司业务领域不断拓宽、新客户不断增加而带来经营规模不断扩大。截至 2010 年底，公司应收账款账面余额为 235,352.96 万元，账龄在 1 年以内的占比为 74.30%，1~2 年的占比 11.89%，公司部分应收账款账龄较长的原因主要是部分项目建设周期较长，尚未收回的质保金

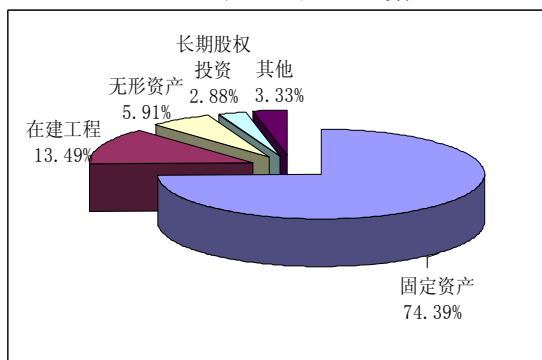
等尾款所致。公司客户主要为国家电网公司、各大电力公司等市场话语权较强的大型企业，因而决定了其应收账款金额较大，同时，客户的性质也体现出应收账款的风险不大。为降低应收账款坏账损失风险，公司加强应收账款管理，加大催收力度，并制定了相应的考核措施。公司除对已停止经营的小客户全部计提坏账准备以外，对其余应收账款按账龄分析法计提坏账准备，截至2010年底已累计提取16,177.06万元坏账准备，坏账准备计提充足。

公司存货规模近年来在营业收入较快增长的环境下保持稳定，近三年基本稳定在10亿元左右，截止2010年底，存货账面余额105,522.96万元，其中在产品占比39.40%、原材料占比21.83%、库存商品占比35.09%。由于采取公司订单生产的方式，同时多数原材料是针对订单而从供应商定制取得，因而公司未发现存在跌价的迹象，故未计提存货跌价准备。

非流动资产

截至2010年底，公司非流动资产合计109,573.23万元，近三年年均增长8.89%，主要是公司智能型中压开关项目的建设带来建设工程的增加。非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主（图7）。

图7 2010年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

公司固定资产近三年小幅增长3.54%，截至2010年底，公司固定资产原值129,260.98万元，其中房屋及建筑物占比55.34%，机器设备占比35.50%，以厂房、机器设备为主的固定资产构成符合生产企业的财务结构。截至2010年底，公司固定资产累计计提折旧47,740.77万元，固定资产成新率63.07%，成新率不高。

公司在建工程近三年增长17.86%，主要是增加了智能型中压开关项目的建设，截至2010年底，公司在建工程余额14,781.20万元，其中76.99%为在建智能型中压开关项目。公司在建工程项目中未有减值事项发现，故公司未计提跌价准备。

截至2010年底，公司无形资产原值金额共计9,929.72万元，主要构成为专有技术（占比55.87%）和办公软件（占比42.51%）。截至2010年底，公司无形资产累计计提摊销3,456.18万元。

截至2011年6月底，公司资产总额为590,026.97万元，较年初小幅增长2.53%。公司资产中流动资产和非流动资产的构成变化很小；流动资产仍以货币资金、应收账款、存货为主，随着公司经营规模的扩大，应收账款、存货较年初有所增长；非流动资产中的各项资产构成较年初变化不大。

总体看，近年来公司资产规模稳步提升，流动资产中货币资金较为充足，应收账款占比较高，下游客户大多数为优质客户，坏账风险不大，但大额应收和存货增加了公司资金管理的难度；非流动资产以固定资产和在建工程为主，资产质量较好。

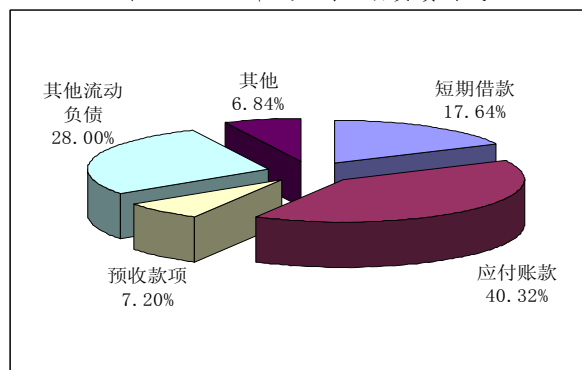
3. 负债及所有者权益

负债

2008~2010 年公司负债均维持在正常的水平, 资产负债率分别为 50.23%、44.96%和 52.08%。截至 2010 年底负债合计 299,693.90 万元, 以流动负债为主, 流动负债占比 84.98%。

截至 2010 年底, 公司流动负债合计 254,693.90 万元, 年均增长率 4.42%, 流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他流动负债为主 (图 8)。

图 8 2010 年底公司流动负债构成



数据来源: 公司年报

公司短期借款的规模近三年年均下降 30.24%, 下降的主要原因是公司 2010 年通过发行短期融资券而减少了短期银行借款。截至 2010 年底, 短期借款为 44,924.15 万元, 其中 95.55%为信用借款、4.45%为质押借款。

公司应付账款近三年以 36.13%的速度快速增长, 截至 2010 年底, 应付账款为 102,695.50 万元, 主要是应付供应商的原材料款。

截至 2010 年底, 公司其他流动负债 71,306.67 万元, 全部为公司 2010 年发行的短期融资券。

截至 2010 年底, 公司非流动负债仅有长期借款一项, 为 45,000.00 万元。公司长期借款全部在 2013 年底前到期, 目前无到期年份集中还款的情况。

2011 年 6 月底, 公司负债合计 306,036.57 万元, 较年初小幅增长 2.12%, 负债结构没有发生大的变化, 仍以流动负债为主。截至 2011 年 6 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.87%、34.61%和 13.68%, 与 2010 年底相比, 各指标均有小幅下降, 负债规模继续保持适中水平。

总体看, 公司近年来负债规模适中, 偿债负担一般。

所有者权益

近三年公司所有者权益以年均 8.12%的速度增长, 截至 2010 年底, 公司所有者权益合计 275,789.10 万元, 其中归属于母公司所有者权益占比 87.32%。归属于母公司所有者权益中, 实收资本占 15.71%, 资本公积占 24.71%, 盈余公积占 10.55%, 未分配利润占 49.03%, 公司所有者权益中未分配利润占比较高。

2011 年 6 月底, 公司所有者权益为 283,990.39 万元, 同比增长 2.97%, 全部来自于未分配利润的增长。

4. 盈利能力

近三年公司营业收入较快增长, 年均增长率 21.74%, 同期营业成本增长 23.13%, 基本保持了较好的发展态势。2010 年公司实现营业收入 385,552.61 万元, 实现利润总额 29,057.81 万元,

净利润 24,721.90 万元，公司盈利规模较大。

利润构成方面，2008~2010 年公司利润总额主要来自主营业务产生的经营性利润和营业外收入两部分，近三年营业外收入占利润总额的比重分别为 30.36%、21.65%和 31.57%。营业外收入主要来源于：公司的 7 家子公司被评为软件企业，其经过认定的软件产品可以享受有关软件产业的优惠政策，即销售软件产品的增值税额超过 3%的部分经审批可“即征即退”，返还的增值税计入营业外收入。总体看，公司盈利状况较为稳定。

从期间费用方面来看，公司三项费用在 2008~2010 年营业收入中的占比分别为 23.48%、23.36%和 21.72%，呈小幅下降的状态。

2010 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.23%、7.07%和 9.34%，均较上年相比略有下降，但在输配电及控制设备行业上市公司中仍属于较好水平（表 6）。

表6 2010年同行业盈利能力指标比较

指 标	许继电气	天威保变	特变电工	中国西电
总资本收益率	9.05	7.64	13.60	5.93
总资产报酬率	7.07	7.17	8.70	5.02
净资产收益率	9.34	12.59	16.12	6.79
主营业务毛利率	29.40	17.38	21.30	23.86
营业利润率	28.14	15.66	20.61	22.69

资料来源：联合评级搜集整理

2011 年，公司继续保持着良好的经营状况。2011 年上半年，公司已实现营业收入 140,936.56 万元，较上年同期增长 18.63%；实现净利润 11,201.30 万元，较上年同期增长 8.37%，显示出公司良好的增长势头。

总体看，公司盈利能力较强，随国家电力建设投资的增长，公司未来盈利能力有望继续增强。

5. 现金流

从经营活动看，随着公司经营规模的扩大，经营活动现金流入呈增长趋势（年均增长 21.99%），同时，经营活动现金流出增长较快（年均增长 25.88%），导致经营活动现金流量净额呈下降状态，近三年经营活动现金流量净额分别为 27,585.68 万元、19,729.05 万元和 17,130.36 万元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 100.72%、100.20%和 100.43%，公司收入实现质量处于正常水平，且保持稳定。

从投资活动来看，近三年公司投资活动流入的现金规模很小，而投资活动现金流出受智能型中压开关项目的建设工程的影响呈快速增长态势，近三年的年均增长达到 23.69%。2010 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达到 29,613.14 万元，投资活动现金净流出为 30,832.26 万元，较 2008 年净流出 2,285.14 万元和 2009 年净流出 8,046.32 万元显著增长。

公司筹资活动主要体现在借款和偿还债务方面，2010 年公司处于投资建设高峰期，取得借款流入的现金大大高于偿还债务支付的现金，筹资活动净流入 54,533.62 万元。

2011 年 1~6 月，受公司依生产计划采购原材料以及工程建设的影响，公司经营活动、投资活动分别净流出 17,115.99 万元和 7,476.65 万元；受偿还借款规模高于借款规模以及分配股利的影响，筹资活动净流出 28,216.54 万元。同期，公司现金收入比小幅下降为 97.24%，仍处于正常水平。

总体看，公司现金流规模较大，经营活动现金流状况一般，因投资活动流出现金规模的增长，

导致对借款的需求上升较快。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率呈上升趋势，截至 2010 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.83 和 1.41，均处于较好的水平。从现金对短期债务的覆盖程度看，2010 年公司现金短期债务比为 0.92，现金类资产对短期债务的保障能力较强。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2010 年底和 2011 年 6 月底的资产负债率分别为 52.08%和 51.87%，公司负债规模适中，偿债负担一般。2010 年 EBITDA 全部债务比为 0.28 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力正常；EBITDA 利息倍数为 5.91 倍，公司对全部债务利息的保障能力正常。由于 2010 年公司投资活动规模较大，公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为负值。

截至 2011 年 6 月底，公司对外担保 8,000.00 万元，全部为对黄河旋风股份有限公司（以下简称“黄河旋风”）的担保，对外担保占 2011 年 6 月底公司所有者权益的 2.82%。黄河旋风为上市公司，截止 2011 年 6 月底，黄河旋风总资产 314,976.04 万元、2011 年上半年实现净利润 6,296.82 万元。整体看，黄河旋风经营风险较小，因而公司的或有负债风险不大。

截至 2011 年 6 月底，公司无重大诉讼仲裁事项。

公司与中国农业银行、中国工商银行和中国建设银行等各商业银行建立了良好的合作关系，截至 2011 年 6 月 30 日，公司及控股子公司已获银行授信额度 68.10 亿元，已使用 13.70 亿元，公司间接融资能力较强。

总体看，公司整体偿债能力强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2011 年 6 月底，公司债务总额为 150,291.50 万元。公司本期拟发行公司债规模不超过 9.6 亿元（含 9.6 亿元），相对于目前公司的债务规模，本次债券发债额度较大，公司债务负担有所加重。

以 2011 年 6 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 9.6 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 33.18%、46.45%和 58.60%，与同行业相比债务指标数值仍处于适中水平。公司计划将 6.625 亿元募集资金用于偿还银行借款，上述测算的债务指标数值实际可能会有所降低。

总体来看，相对于公司目前的债务规模，本期发债规模较大。本期债券发行后，公司债务负担有所加重，但有利于改善公司的负债期限结构。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2010 年的财务数据为基础，公司 2010 年 EBITDA 为 44,697.06 万元，为本期公司债券发行额度（9.6 亿元）的 0.47 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度尚可。公司 2010 年经营活动产生的现金流入 410,202.71 万元，为本期公司债券发行额度（9.6 亿元）的 4.27 倍，公司经营活动现金流入量规模大，对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、股东支持、政府支持、行业发展环境等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力强。

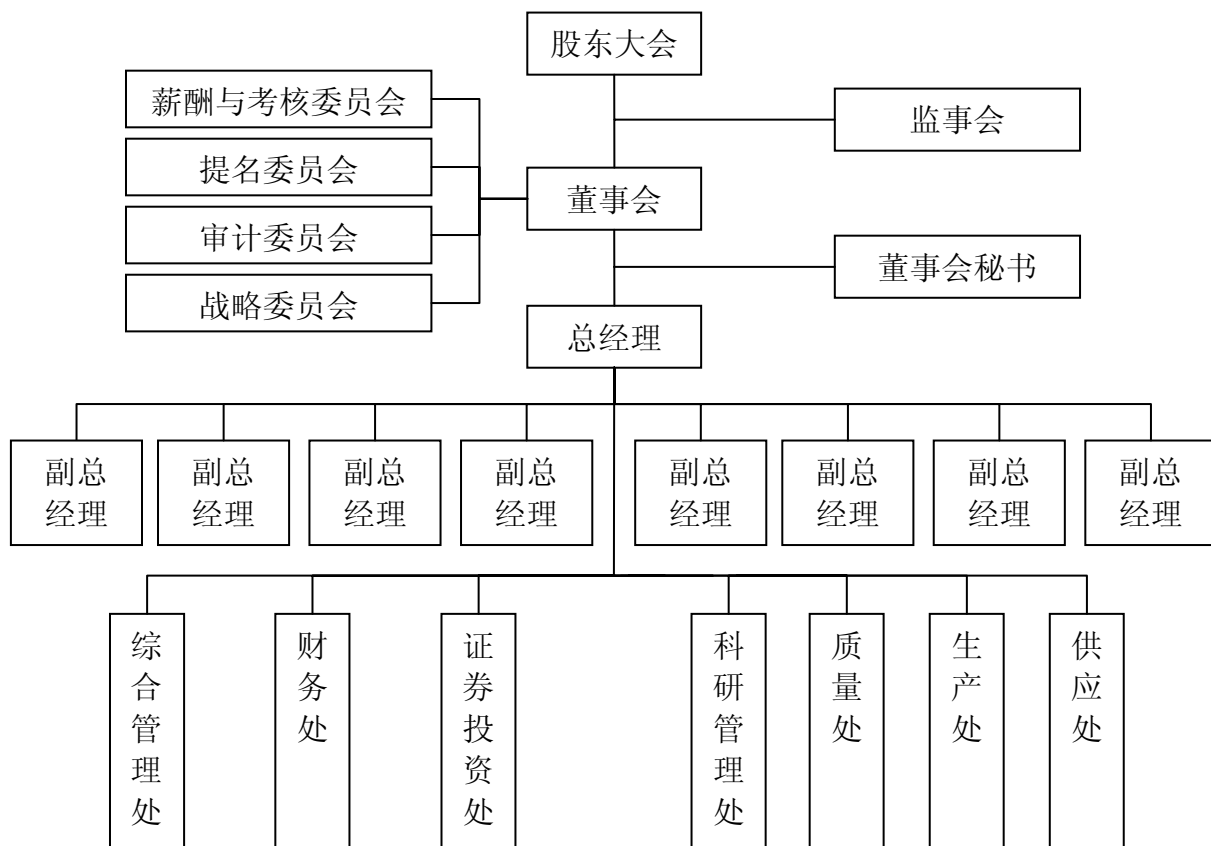
九、综合评价

在国内电网建设投入持续增加的背景下，中国输配电及控制设备制造行业具有良好的成长性。

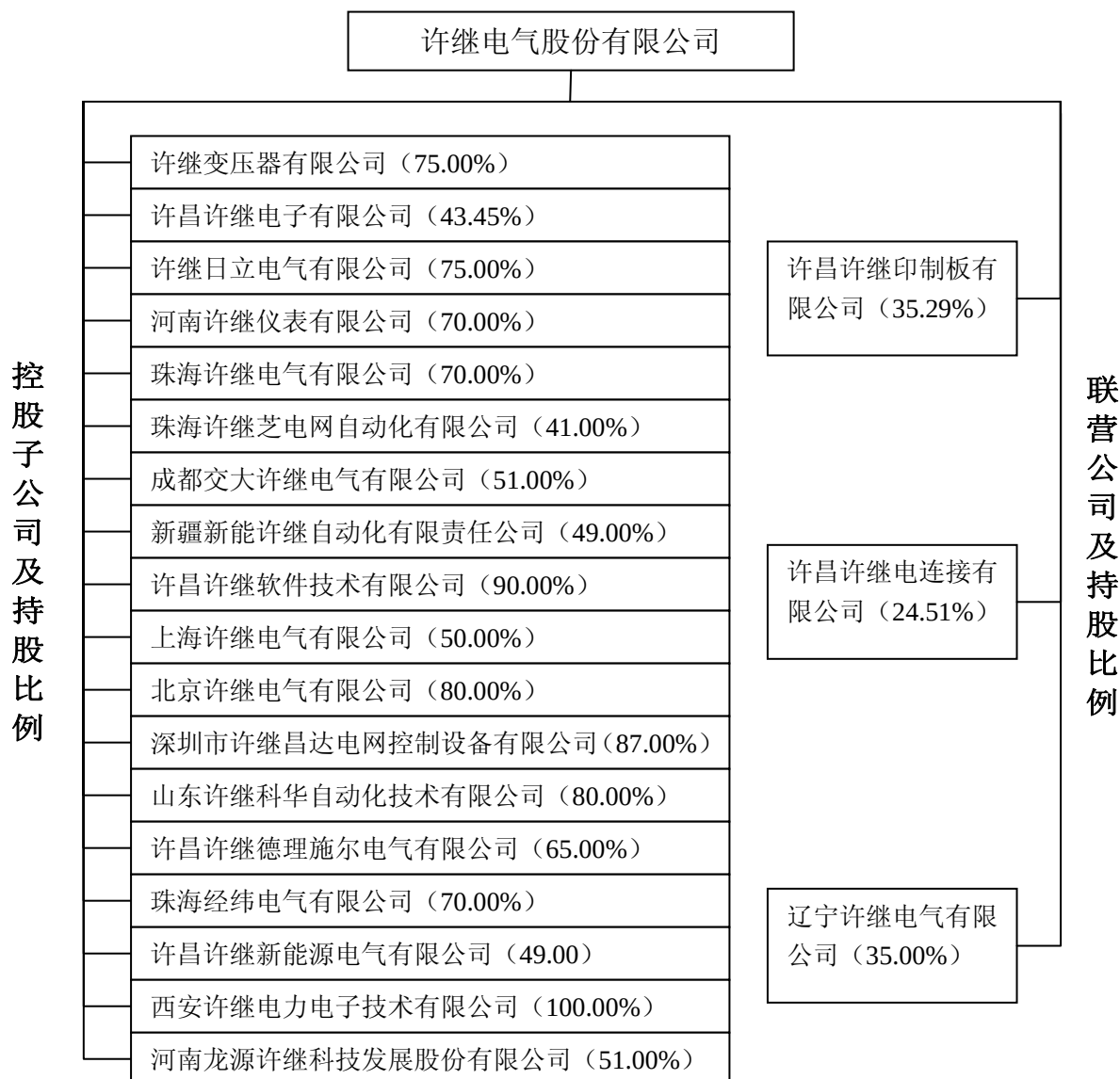
公司是国内上市的大型电力设备制造龙头企业之一，输配电设备制造产业链完整，综合配套能力强，技术先进，研发能力强。公司管理规范，经营稳定，盈利能力较强，偿债能力较强。总体看，公司主体信用风险很低。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，许继电气本期拟发行的不超过9.6亿元公司债券到期不能偿还的风险较低。

附件 1 许继电气股份有限公司组织结构图



附件 2 许继电气股份有限公司重要权益投资情况



附件 3-1 许继电气股份有限公司
2008 年～2011 年 6 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 6 月
流动资产：					
货币资金	94,331.01	59,392.15	100,223.88	3.08	47,414.70
交易性金融资产					
应收票据	1,948.95	2,823.46	6,700.22	85.41	7,114.53
应收账款	143,111.31	174,153.85	219,175.90	23.75	232,757.77
预付款项	14,114.26	13,407.03	15,562.51	5.01	26,320.89
应收利息					
应收股利					
其他应收款	9,921.68	11,720.53	18,724.29	37.38	24,004.99
存货	118,165.87	101,797.19	105,522.96	-5.50	137,000.27
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	381,593.07	363,294.22	465,909.77	10.50	474,613.15
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	0.00	2,000.00	2,000.00	--	1,625.00
长期应收款					
长期股权投资	1,483.22	1,684.59	3,150.36	45.74	2,580.33
投资性房地产					
固定资产	76,037.74	83,681.32	81,520.22	3.54	81,908.35
在建工程	10,641.74	4,058.55	14,781.20	17.86	20,780.68
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	3,224.91	4,351.83	6,473.54	41.68	6,871.54
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	42.64	0.00	0.00	--	0.00
递延所得税资产	986.93	1,433.44	1,647.91	29.22	1,647.91
其他非流动资产					
非流动资产合计	92,417.18	97,209.73	109,573.23	8.89	115,413.81
资产总计	474,010.25	460,503.95	575,483.00	10.18	590,026.97

附件 3-2 许继电气股份有限公司
 2008 年～2011 年 6 月合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 6 月
流动负债：					
短期借款	92,325.00	89,425.00	44,924.15	-30.24	95,291.50
交易性金融负债					
应付票据	25,826.20	0.00	0.00	--	10,000.00
应付账款	55,417.56	69,599.91	102,695.50	36.13	131,115.22
预收款项	13,993.95	22,547.68	18,349.61	14.51	17,988.05
应付职工薪酬	4,739.31	3,377.15	1,684.33	-40.38	1,434.03
应交税费	1,821.28	5,167.19	10,172.81	136.34	-681.86
应付利息					
应付股利	945.04	2,984.76	1,722.02	34.99	1,243.83
其他应付款	9,023.37	8,572.85	3,838.83	-34.77	4,645.81
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	29,512.50	0.00	71,306.67	55.44	0.00
流动负债合计	233,604.20	201,674.53	254,693.90	4.42	261,036.57
非流动负债：					
长期借款	4,000.00	5,000.00	45,000.00	235.41	45,000.00
应付债券					
长期应付款	212.46	0.00	0.00	--	0.00
专项应付款	274.15	0.00	0.00	--	0.00
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债	0.00	355.50	0.00	--	0.00
非流动负债合计	4,486.61	5,355.50	45,000.00	216.70	45,000.00
负债合计	238,090.81	207,030.03	299,693.90	12.19	306,036.57
所有者权益					
实收资本（或股本）	37,827.20	37,827.20	37,827.20	0.00	37,827.20
资本公积	59,513.98	59,513.98	59,513.98	0.00	59,513.98
减：库存股					
盈余公积	24,918.61	25,201.85	25,405.62	0.97	25,405.62
未分配利润	90,862.60	103,599.13	118,062.54	13.99	125,433.21
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	213,122.39	226,142.16	240,809.34	6.30	248,180.01
少数股东权益	22,797.05	27,331.76	34,979.76	23.87	35,810.38
所有者权益合计	235,919.44	253,473.92	275,789.10	8.12	283,990.39
负债和所有者权益总计	474,010.25	460,503.95	575,483.00	10.18	590,026.97

附件 4 许继电气股份有限公司
 2008 年～2011 年 6 月合并利润表
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-6 月
一、营业收入	260,137.86	303,960.55	385,552.61	21.74	140,936.56
减：营业成本	181,176.30	205,480.30	274,692.74	23.13	89,410.18
营业税金及附加	1,285.00	2,437.69	2,360.22	35.53	1,007.45
销售费用	21,081.75	29,327.96	37,385.51	33.17	17,554.71
管理费用	24,915.38	31,410.24	38,866.26	24.90	18,185.88
财务费用	15,082.75	10,281.25	7,501.57	-29.48	4,399.09
资产减值损失	6,527.17	3,591.35	5,634.93	-7.09	0.00
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）					
投资收益（损失以“－”号填列）	583.60	545.97	1,058.43	34.67	477.98
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	216.71	297.05	865.90	99.89	76.66
汇兑收益（损益以“－”号添列）					
二、营业利润	10,653.11	21,977.72	20,169.80	37.60	10,857.24
加：营业外收入	4,418.51	5,924.69	9,173.43	44.09	1,725.73
减：营业外支出	518.67	538.83	285.41	-25.82	69.40
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额	14,552.95	27,363.58	29,057.81	41.30	12,513.56
减：所得税费用	4,269.45	4,311.78	4,335.92	0.78	1,312.26
四、净利润	10,283.50	23,051.81	24,721.90	55.05	11,201.30
其中：归属于母公司所有者的净利润	3,820.69	13,019.77	14,667.18	95.93	7,370.67
少数股东损益	6,462.81	10,032.04	10,054.72	24.73	3,830.62
五、每股收益：					
（一）基本每股收益	0.10	0.34	0.39	95.92	0.19
（二）稀释每股收益	0.10	0.34	0.39	95.92	0.19

附件 5 许继电气股份有限公司
2008 年~2011 年 6 月合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-6 月
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	262,016.16	304,577.66	387,208.38	21.56	137,043.11
收到的税费返还	4,197.72	4,498.65	6,450.11	23.96	1,553.69
收到其他与经营活动有关的现金	9,416.51	12,134.37	16,544.22	32.55	10,538.38
经营活动现金流入小计	275,630.40	321,210.68	410,202.71	21.99	149,135.18
购买商品、接受劳务支付的现金	186,293.69	219,600.09	289,390.50	24.64	105,323.44
支付给职工以及为职工支付的现金	20,578.30	24,412.74	35,244.21	30.87	15,662.96
支付的各项税费	17,911.07	28,079.23	28,339.52	25.79	20,496.03
支付其他与经营活动有关的现金	23,261.65	29,389.58	40,098.12	31.29	24,768.74
经营活动现金流出小计	248,044.72	301,481.63	393,072.35	25.88	166,251.17
经营活动产生的现金流量净额	27,585.68	19,729.05	17,130.36	-21.20	-17,115.99
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	100.00	72.20	--	375.00
取得投资收益收到的现金	0.00	248.92	13.33	--	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	178.11	85.10	130.17	-14.51	17.92
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	500.00	0.00	0.00	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	678.11	434.02	215.69	-43.60	392.92
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,963.26	6,480.34	29,613.14	216.12	7,869.58
投资支付的现金	0.00	2,000.00	1,434.81	--	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	2,963.26	8,480.34	31,047.95	223.69	7,869.58
投资活动产生的现金流量净额	-2,285.14	-8,046.32	-30,832.26	267.32	-7,476.65
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	630.16	0.00	2,300.00	91.05	0.00
取得借款收到的现金	177,330.00	160,810.00	237,899.15	15.83	74,267.35
收到其他与筹资活动有关的现金	65,838.00	0.00	0.00	--	0.00
筹资活动现金流入小计	243,798.16	160,810.00	240,199.15	-0.74	74,267.35
偿还债务支付的现金	215,730.00	192,710.00	172,400.00	-10.60	93,900.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	18,574.49	14,721.59	13,265.52	-15.49	8,583.89
支付其他与筹资活动有关的现金	40,000.00	0.00	0.00	--	0.00
筹资活动现金流出小计	274,304.49	207,431.59	185,665.52	-17.73	102,483.89
筹资活动产生的现金流量净额	-30,506.33	-46,621.59	54,533.62	--	-28,216.54
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-5,205.79	-34,938.86	40,831.73	--	-52,809.18
加: 期初现金及现金等价物余额	99,536.80	94,331.01	59,392.15	-22.75	100,223.88
六、期末现金及现金等价物余额	94,331.01	59,392.15	100,223.88	3.08	47,414.70

附件 6 许继电气股份有限公司
2008 年~2011 年 6 月合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-6 月
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:					
净利润	10,283.50	23,051.81	24,721.90	55.05	11,201.30
加: 资产减值准备	6,527.17	3,591.35	5,634.93	-7.09	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,494.45	6,581.49	7,206.75	-1.94	3,641.63
投资性房地产折旧					
无形资产摊销	519.40	593.86	873.86	29.71	475.65
长期待摊费用摊销	7.42	42.64	0.00	--	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-18.69	1.29	-1,967.43	926.03	8.97
固定资产报废损失	267.91	413.90	0.00	--	0.00
公允价值变动损失					
财务费用	15,929.01	11,134.29	7,558.63	-31.11	4,480.83
投资损失	-583.60	-545.97	-1,058.43	34.67	-477.98
递延所得税资产减少	1,138.59	-446.51	-214.47	--	0.00
递延所得税负债增加					
存货的减少	-22,046.16	16,368.68	-3,725.77	-58.89	-31,477.31
经营性应收项目的减少	-6,206.27	-36,625.44	-50,307.16	184.71	-29,620.95
经营性应付项目的增加	14,272.96	-4,432.35	28,407.56	41.08	24,651.87
其他					
经营活动产生的现金流量净额	27,585.68	19,729.05	17,130.36	-21.20	-17,115.99
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
3. 现金及现金等价物净变动情况:					
现金的期末余额	94,331.01	59,392.15	100,223.88	3.08	47,414.70
减: 现金的期初余额	99,536.80	94,331.01	59,392.15	-22.75	100,223.88
加: 现金等价物的期末余额					
减: 现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	-5,205.79	-34,938.86	40,831.73	--	-52,809.18

附件 7 许继电气股份有限公司 主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	1.79	1.79	1.82	0.58
存货周转次数(次)	1.69	1.87	2.65	0.74
总资产周转次数(次)	0.55	0.65	0.74	0.24
现金收入比率(%)	100.72	100.20	100.43	97.24
盈利能力				
总资本收益率(%)	7.03	9.68	8.23	3.60
总资产报酬率(%)	6.49	8.24	7.07	2.92
净资产收益率(%)	4.39	9.42	9.34	4.00
主营业务毛利率(%)	34.01	33.43	29.40	36.47
营业利润率(%)	29.86	31.60	28.14	35.85
费用收入比(%)	23.48	23.36	21.72	28.48
财务构成				
资产负债率(%)	50.23	44.96	52.08	51.87
全部债务资本化比率(%)	34.11	27.14	36.89	34.61
长期债务资本化比率(%)	1.67	1.93	14.03	13.68
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	4.11	5.91	4.71
EBITDA 全部债务比(倍)	0.32	0.48	0.28	0.14
经营现金债务保护倍数(倍)	0.23	0.21	0.11	-0.11
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.21	0.12	-0.08	-0.16
流动比率(倍)	1.63	1.80	1.83	1.82
速动比率(倍)	1.13	1.30	1.41	1.29
现金短期债务比(倍)	0.81	0.70	0.92	0.52
经营现金流动负债比率(%)	11.81	9.78	6.73	-6.56
经营现金利息偿还能力(倍)	1.73	1.77	2.27	-3.82
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.59	1.05	-1.81	-5.49
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.40	0.48	0.47	0.22

注：2011 年上半年财务报告未经审计，相关指标未年化

附件 8 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 9 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。

联合信用评级有限公司关于 许继电气股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年许继电气股份有限公司年报公告后的一个月进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

许继电气股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。许继电气股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注许继电气股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现许继电气股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如许继电气股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至许继电气股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送许继电气股份有限公司、监管部门、交易机构等。

