跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕2017号

华明电力装备股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对华明电力装备股份有限公司主体长期信用状况和面向合格投资者公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

华明电力装备股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为“稳定”

华明电力装备股份有限公司面向合格投资者公开发行的“18 华明01”公司债券信用等级为AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

华明电力装备股份有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级：

债券简称	剩余债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 华明 01	7.00 亿元	3+2	AAA	AAA	2019 年 6 月 19 日

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2020 年 6 月 28 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	31.73	40.50	38.42	42.06
所有者权益（亿元）	21.81	23.48	24.09	25.92
长期债务（亿元）	0.00	6.97	8.76	9.33
全部债务（亿元）	5.70	12.83	11.16	12.73
营业收入（亿元）	18.09	11.59	12.03	2.22
净利润（亿元）	3.05	1.71	1.58	1.75
EBITDA（亿元）	4.25	2.75	2.77	--
经营性净现金流（亿元）	-2.59	4.34	1.85	0.37
营业利润率（%）	35.45	42.31	48.77	49.98
净资产收益率（%）	15.04	7.56	6.62	7.01
资产负债率（%）	31.26	42.02	37.29	38.38
全部债务资本化比率（%）	20.72	38.81	31.65	32.94
流动比率（倍）	2.70	2.93	4.49	4.09
EBITDA 全部债务比（倍）	0.75	0.21	0.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	31.63	4.97	4.37	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.61	0.39	0.40	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	78.99	134.70	205.27
所有者权益合计（亿元）	65.59	111.96	117.87
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	20.85
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33
平均净资产收益率（%）	10.94	12.24	9.86

注：1. 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；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，华明电力装备股份有限公司（以下简称“公司”或“华明装备”）整体经营情况良好，电力设备业务收入大幅增长，数控设备业务收入及毛利率水平均有所增长，综合毛利率水平有所提升，整体债务负担有所减轻，经营活动现金流保持净流入状态。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到受光伏新政影响，公司电力工程业务收入大幅下降，费用控制能力有待提升，应收账款规模较大且账龄较长等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司对贵州长征电气有限公司（以下简称“长征电气”）整合的完成，公司在国内变压器分接开关领域有望继续保持领先势头。

“18 华明 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，高新投的担保对“18 华明 01”的信用状况仍有显著积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望“稳定”；同时维持“18华明01”的债项信用等级为AAA。

优势

1．**电力设备业务收入大幅增长。**2019 年，公司电力设备实现营业收入 9.51 亿元，较上年增长 45.63%；继续保持国内变压器分接开关细分领域龙头企业地位。

2．**整体债务负担有所减轻。**截至 2019 年末，公司全部债务 11.16 亿元，较年初下降 13.05%，以长期债务为主；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 37.29%和 31.65%，较年初分别下降 4.73 个百分点和 3.69 个百分点。

3．**高新投担保对“18 华明 01”的信用水**

平仍具有显著提升作用。跟踪期内，担保方高新投总资产及净资产规模保持增长，资本充足性较高，担保能力强，其担保对“18 华明 01”的信用水平具有显著提升作用。

关注

1．**公司电力工程业务规模大幅收缩，毛利率大幅下降。**2019年，受光伏新政影响，公司电力工程实现营业收入0.24亿元，较上年下降92.04%，毛利率为3.30%，较上年下降11.57个百分点。

2．**费用控制能力有待提升。**2019年，公司期间费用总额为4.09亿元，较上年增长41.32%；费用收入比为34.01%，较上年上升9.05个百分点。

3．**应收账款规模较大且账龄较长。**截至2019年末，公司应收账款7.86亿元，占流动资产比重为33.05%；且账龄1年以内的金额为3.52亿元，仅占34.93%，账龄偏长，存在一定回收风险。

分析师

高佳悦　登记编号（R0040219050005）
杨　野　登记编号（R0040219090001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-851712818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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他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：

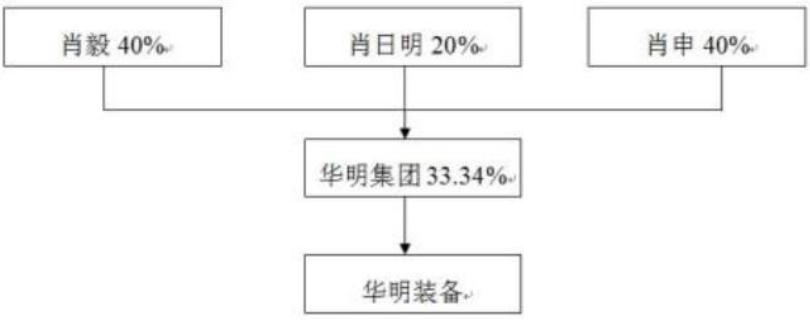
联合信用评级有限公司

一、主体概况

华明电力装备股份有限公司（以下简称“华明装备”或“公司”）前身为 2002 年 8 月成立的山东法因数控机械有限公司（以下简称“法因有限”），初始注册资本为 300.00 万元，其中李胜军、郭伯春、管彤、刘毅各出资 75.00 万元，各占注册资本的比例为 25.00%。2007 年 6 月，法因有限整体变更为股份公司并更名为山东法因数控机械股份有限公司（以下简称“法因数控”），股本总额为 10,900.00 万元，股东持股比例保持不变。2008 年 7 月，根据中国证券监督管理委员会《关于核准山东法因数控机械股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可〔2008〕975 号），法因数控公开发行 A 股 36,500,000.00 股，并于 2008 年 9 月 5 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称为“法因数控”，证券代码为“002270.SZ”，公开发行后，法因数控股本总额增至 14,550.00 万元；后经资本公积转增股本，法因数控股本总额增至 18,915.00 万元。

2015 年 12 月，根据中国证券监督管理委员会《关于核准山东法因数控机械股份有限公司向上海华明电力设备集团有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可〔2015〕2489 号），法因数控实施重大资产重组，向上海华明电力设备集团有限公司（以下简称“华明集团”）等发行 280,777,537 股份购买其持有的上海华明电力设备制造有限公司（以下简称“上海华明”）100%股权，同时定向发行 36,231,883 股新股募集配套资金；本次发行后，法因数控股本总额增至 50,615.94 万元。2017 年 7 月，法因数控更名为华明装备。经过资本公积转增股本后，截至 2020 年 3 月末，公司总股本为 759,239,130.00 万股，控股股东为华明集团，持股比例为 33.34%，实际控制人为肖日明家族[1]，控股股东华明集团所持公司股权不存在质押的情况。

图 1　截至 2020 年 3 月末公司股权结构情况



资料来源：公司年报

2019 年，公司经营范围和部门设置较上年末均未发生变化。截至 2019 年末，公司纳入合并财务报表范围的子公司共 19 家，较上年末增加 2 家，其中，因非同一控制下企业合并增加山东星球企业孵化有限公司 1 家（以下简称“星球公司”），因新设增加 HUAMING USA CORPORATION（以下简称“华明美国”）、遵义华明电力设备制造有限公司（以下简称“遵义华明”）2 家，因处置减少沈阳华明电气设备有限公司（以下简称“华明沈阳”）1 家；公司拥有在职员工 1,562 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 38.42 亿元，负债合计 14.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益 24.03 亿元。2019 年，公司实现营业收入 12.03 亿元，净利润（含少数股东损益）1.58 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.51 亿元；经营

[1] 肖日明、肖毅、肖申为一致行动人，肖日明为肖毅和肖申父亲。

活动产生的现金流量净额 1.85 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.74 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 42.06 亿元，负债合计 16.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）25.92 亿元，其中归属于母公司所有者权益 25.85 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.22 亿元，净利润（含少数股东损益）1.75 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润（1.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.71 亿元。

公司注册地址：山东省济南市天辰大街 389 号；法定代表人：肖毅。

二、债券发行情况及募集资金使用

经中国证监会证监许可〔2018〕1808号文核准，公司于2018年5月11日完成“华明电力装备股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”）的发行。本次债券为5年期债券，第3年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券发行规模为7.00亿元，票面利率为6.38%，每年付息一次，到期还本，最后一期利息随本金偿还，起息日为2018年5月14日，付息日为2019年至2023年每年的5月14日。债券简称为“18华明01”，证券代码为“112673.SZ”。

本次债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至 2019 年末，本次债券募集资金已按募集说明书约定使用完毕。

公司已于 2020 年 5 月 14 日支付 2019 年 5 月 14 日至 2020 年 5 月 13 日期间的利息，截至本报告出具日，本次债券尚未到下一付息日。

三、行业分析

1. 分接开关行业

分接开关行业作为输变电设备行业下的细分行业，市场规模较小，市场集中度较高；目前我国在分接开关 220KV 及以下产品已达到国际先进水平，在高压和特高压领域中，国内产品仍处于待市场接受阶段，2019 年，我国电力投资额同比下降，给分接开关行业发展带来一定不利影响。

从细分行业来看，分接开关行业属于输变电设备行业下三级细分行业，目前，90%以上的变压器需要安装有载分接开关。有载分接开关作为变压器在带电情况可动作的核心组件，其技术性能好坏与可靠性的高低，对变压器在电力系统中正常运行会产生直接的影响。随着我国输变电设备制造行业的技术日趋成熟，产品的国际竞争力逐步增强，我国部分分接开关的技术水平已经达到了国际先进水平，相较国外分接开关企业，国内企业具有较显著的成本优势，产品价格仅为国外厂商的 1/2 至 1/3，为国内分接开关设备企业带来了较大的发展机遇。

分接开关行业整体规模较小，目前国内分接开关行业市场规模约为 10 亿元，其中华明装备占据了绝大部分市场份额。从国际市场上看，目前国际市场上的最主要参与者是莱茵豪森（Reinhausen）集团（简称“德国 MR”），其发展历史悠久，是全球领先的分接开关技术及服务供应商。

目前，国内 220KV 及以下产品基本实现了国产产品对进口产品的替代，国内市场上国外产品的市场占有率降幅明显。但是，在超高压、特高压领域，行业存在较强资质壁垒，高端产品仍需大量进口，500KV 及以上电压等级的分接开关几乎由进口产品垄断。从我国电网安全和产业发展考虑，分接开关高端产品的进口替代势在必行，这将给国内相关厂商带来新的机遇。

分接开关的上游主要是基础原材料行业和基础电子元器件行业（如：电缆线、焊条、钢板、铜

管、铝棒、电阻、玻璃纤维、真空泡等材料）。铜、铝等有色金属形成了较为成熟的国际市场交易，全球化的供给与采购体系使得铜、铝供需处于相对均衡的状态，采购量及价格随着全球经济的发展周期性波动。由于铜、铝等有色金属占产品总成本比重较小，其价格波动对产品成本影响较小。基础电子元器件行业的价格相对较为稳定，对行业的影响较小。

从下游情况看，2019 年，我国电网基本建设投资完成额为 4,856.00 亿元，同比下降 9.60%；发电新增设备容量为 10,173.00 千瓦时，同比下降 20.40%，全国社会用电量为 72,255.00 亿千瓦时，同比增长 4.50%。下游电网投资完成额、发电新增设备容量的下降给分接开关行业外部发展带来一定不利影响。

2. 光伏行业

2019 年，我国光伏发电总装机容量稳步增长，但已趋于饱和，新增装机速度放缓；整体弃光率有所下降，发电成本逐步接近火电上网标杆电价。

2019 年，全年光伏发电新增装机 3,011.00 万千瓦，同比下降 31.97%，新增装机速度放缓。其中，集中式电站和分布式光伏分别新增装机容量出现分化，集中式光伏新增装机 1,791.00 万千瓦，同比下降 22.90%，分布式光伏新增装机 1,220.00 万千瓦，同比增长 41.30%。截至 2019 年末，光伏发电累计装机达到 20,430.00 万千瓦，同比增长 17.30%，其中集中式光伏累计装机 14,167.00 万千瓦，同比增长 14.50%；分布式光伏累计装机 6,263.00 万千瓦，同比增长 24.20%。

2019 年全国光伏发电量达 2,243.00 亿千瓦时，同比增长 26.30%，光伏利用小时数为 1,169.00 小时，同比增长 54 小时。全国弃光率降至 2.00%，同比下降 1 个百分点，弃光电量为 46 亿千瓦时。从重点区域看，光伏消纳问题主要出现在西北地区，其弃光电量占全国的 87%，弃光率同比下降 2.30 个百分点至 5.90%。华北、东北、华南地区弃光率分别为 0.80%、0.40%、0.20%，华东、华中无弃光。从重点省份看，西藏、新疆、甘肃弃光率分别为 24.10%、7.40%、4.00%，同比下降 19.50 个百分点、8.20 个百分点和 5.60 个百分点；青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率提高至 7.20%，同比提高 2.50 个百分点。

我国光伏上网电价根据国家政策按照不同地区实行了 0.9~1 元/kwh 的标杆上网电价。目前国内光伏发电的平均发电成本为 0.7~0.9 元/kwh（单晶则更低），正在逐步接近我国火电上网标杆电价。

根据《电力发展“十三五”规划》，到2020年，我国太阳能发电装机达到110GW，其中光热发电总装机规模为5GW，分布式光伏总装机规模达到60GW以上。截至2019年末，我国的国内光伏发电累计装机总量已超过204GW，已超过《电力发展“十三五”规划》的110GW，装机容量已经饱和，市场竞争将更加激烈。

四、管理分析

2019 年，因任期届满等原因，公司董事会、监事会及高级管理层人员变动较大，但公司内部管理制度延续上年，管理运作正常。

2019 年 9 月，因换届选举，谢晶先生、余健先生和吕大忠先生担任公司董事职务；陈栋才先生、崔源先生和张坚先生担任公司独立董事职务；朱建成先生担任公司监事会主席职务；尤德芹女士开始担任公司监事职务；雷纯立先生开始担任公司财务总监、董事会秘书职务。

2019 年 9 月，因任期届满，龚玮女士、李胜军先生和朱国光先生不再担任公司董事职务；杨迎建先生、刘大力先生和冯正权先生不再担任公司独立董事职务；李萍先生不再担任公司监事会主席

职务；沈旭先生不再担任公司监事职务；李胜刚先生不再担任公司副总经理、董事会秘书职务。

公司内部管理制度延续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司营业收入规模变动不大，但受公司主动压缩电力工程业务影响，电力工程业务收入大幅下降；由于电力工程业务毛利率较低，其业务规模的缩减使得公司综合毛利率有所提升。

2019 年，公司实现营业收入 12.02 亿元，较上年增长 3.71%；实现净利润 1.58 亿元，较上年下降 8.00%，主要系期间费用增加所致；主营业务收入占公司营业收入的 97.27%，主营业务突出。

表1　2017－2019年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力设备	6.66	36.80	64.63	6.53	56.35	63.09	9.51	79.12	56.72
数控设备	2.52	13.94	30.19	1.77	15.28	20.33	1.94	16.15	24.10
电力工程	8.59	47.47	16.21	3.02	26.08	14.87	0.24	2.00	3.30
其他	0.32	1.79	33.64	0.27	2.29	42.94	0.33	2.73	37.03
合计	**18.09**	**100.00**	**36.29**	**11.59**	**100.00**	**43.52**	**12.02**	**100.00**	**49.85**

资料来源：公司年报

从收入构成看，2019 年，公司营业收入仍然主要来自电力设备和数控设备板块。其中，电力设备业务实现营业收入 9.51 亿元，较上年增长 45.63%，主要系 2019 年合并了贵州长征电气有限公司（以下简称“长征电气”）全年的营业收入，上年同期从第四季度开始合并所致，占营业收入的比重上升 22.77 个百分点至 79.12%；数控设备业务实现营业收入 1.94 亿元，较上年增长 9.61%，主要系客户订单增加所致，占营业收入的比重上升 0.87 个百分点至 16.15%；电力工程业务实现营业收入 0.24 亿元，较上年下降 92.04%，降幅较大，主要系公司主动收缩电力工程业务所致，占营业收入的比重下降 24.08 个百分点至 2.00%；公司其他业务收入占营业收入比重为 2.73%，对公司营业收入影响很小。

从毛利率来看，2019 年，公司电力设备业务毛利率为 56.72%，较上年下降 6.37 个百分点，主要系 2019 年公司合并了长征电气全年数据，而 2018 年从第四季度起开始合并，长征电气毛利率低于上海华明所致；数控设备业务毛利率为 24.10%，较上年上升 3.77 个百分点，主要系钢、铜、铝材等原材料价格下降所致；电力工程业务毛利率为 3.30%，较上年下降 11.57 个百分点，主要系公司主动收缩电力工程业务所致。受上述因素影响，2019 年，公司综合毛利率较上年上升 6.33 个百分点至 49.85%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.22 亿元，较上年同期下降 10.26%；实现净利润 1.75 亿元，较上年同期增长 364.96%，主要系确认政府收储土地补偿收益所致。

2. 电力设备业务

公司电力设备业务主要包括变压器有载分接开关和无励磁分接开关以及其它输变电设备的研发、制造、销售和服务，主要产品包括 SHZV 型、VCM 型及 VCV 型真空有载分接开关等。

（1）原材料采购

2019 年，公司电力设备原材料采购量大幅增长，采购均价均有不同程度下降，有利于生产成本控制，供应商集中度有所下降。

公司电力设备板块建成了低压钢模精密浇铸生产系统，实现了从原材料到最终产品的全产业链制造。除真空泡、触头和铜材料等少数零部件和标准件需要外购，大部分产品零配件均可自行生产。

原材料成本约占电力设备板块营业成本的 75%左右，华明高压采购原材料包括铜材料和零部件/电器件，其中零部件/电器件包括真空泡和触头，占原材料采购成本比例高（约占 80%~90%），铜等原材料采购相对较少。

采购方面，由于子公司长征电气全年数据并表，2019 年，公司电力设备主要原材料的采购量较上年均大幅增长，其中，真空泡采购量为 24,478 件，同比增长 53.74%；铜材料采购量为 247,071 千克，同比增长 33.74%；触头采购量为 734,965 件，同比增长 55.62%。2019 年，公司电力设备原材料的采购价格较上年均有所下降，其中，真空泡采购均价为 2,188.58 元/件，较上年下降 0.95%；在收购长征电气后，电气设备业务规模扩大，供应商给以公司价格优惠，公司铜材料采购均价为 46.92 元/千克，较上年下降 5.17%；触头采购均价为 17.77 元/件，较上年下降 13.49%。除上述主要原材料外，公司其他原材料采购品种很分散。

表 2　2017－2019 年电力设备主要原材料采购情况

名称	项目	2017 年	2018 年	2019 年
真空泡	采购量（件）	27,035	15,922	24,478
	采购均价（元/件）	2,201.53	2,209.61	2,188.58
铜材料	采购量（千克）	189,682.97	184,736.17	247,071.00
	采购均价（元/千克）	47.41	49.48	46.92
触头	采购量（件）	773,389	472,267	734,965
	采购均价（元/件）	14.17	20.54	17.77

资料来源：公司提供

从供应商集中度看，2019 年，电力设备板块向前五大供应商采购金额为 0.80 亿元，前五大采购金额占电力设备板块采购金额的 19.34%，较上年下降 7.15 个百分点，采购集中度有所下降；公司采购中对真空泡的采购主要来自于云南喆利吉电气设备有限公司（以下简称“云南喆利”）和天津港保税区鼎恒国际贸易有限公司两家供应商。

（2）产品生产

2019 年，公司有载分接开关产产能和产量均大幅增长，高压电器及其他产品产能和产量保持平稳，整体产能利用率一般。

2019 年，公司电力设备板块仍主要采用“以销定产”模式，计划部每月会根据订单情况并结合历史经验预测来制定生产计划。

由于公司合并长征电气全年数据，2019 年，公司有载分接开关产量为 8,925 台，较上年增长 45.88%。无励磁分接开关非公司电力设备板块主要产品，其生产情况对公司经营影响有限。

产能利用率方面，2019 年，公司有载分接开关产能利用率为 69.79%，较上年上升 10.35 个百分点，主要系优化上海奉贤和贵州遵义两大制造基地的生产安排所致；高压电器及其他产品产能利用率为 92.81%，较上年上升 3.87 个百分点。

表 3　2017－2019 年电力设备产品生产情情况（单位：台、%）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
有载分接开关	产能	8,792	10,292	12,788
	产量	6,492	6,118	8,925
	产能利用率	73.84	59.44	69.79
无励磁分接开关	产能	552	702	1,056
	产量	355	383	477
	产能利用率	64.31	54.56	45.17
高压电器及其他	产能	6,706	6,706	6,706
	产量	6,397	5,964	6,224
	产能利用率	95.39	88.94	92.81

注：2018 年、2019 年分接开关产能增加，主要系合并长征电气所致；长征电气不涉及高压电器及其他产品。
资料来源：公司提供

（3）产品销售

2019 年，公司电力设备主要产品销量大幅增长，无励磁分接开关销售价格增长，高压电器及其他产品销售价格保持平稳，有载分接开关销售价格小幅下降；电力设备板块各产品产销率均处于较高水平；销售集中度仍处于较高水平。

从销售情况来看，2019 年受公司合并长征电气全年数据影响，有载分接开关销量为 8,832 台，较上年增长 45.38%，无励磁分接开关销量为 490 台，较上年增长 45.38%；有载分接开关销售均价为 9.92 万元/台，较上年下降 1.39%，主要系销售结构变化所致；无励磁分接开关销售均价为 3.84 万元/台，较上年增长 18.89%，主要系销售结构变化所致。长征电气不涉及高压电器及其他产品，2019 年，公司高压电器及其他产品销量、销售价格均保持相对平稳。

由于电力设备板块主要采用“以销定产”的生产模式，各产品产销率均保持较高水平。

表 4　2017－2019 年电力设备产品销售情况（单位：台、%、万元、万元/台）

产品类别	项目	2017 年	2018 年	2019 年
有载分接开关	销量	6,614	6,075	8,832
	产销率	101.88	99.30	99.00
	销售金额	60,662.26	61,099.92	87，614.2
	销售均价	9.17	10.06	9.92
无励磁分接开关	销量	356	381	490
	产销率	100.28	99.48	103.00
	销售金额	1,192.29	1,231.00	1,879.16
	销售均价	3.35	3.23	3.84
高压电器及其他	销量	6,409	5,874	5,996
	产销率	100.19	98.49	96.00
	销售金额	4,568.49	3,219	3,217.44
	销售均价	0.71	0.55	0.54

资料来源：公司提供

从销售集中度看，2019 年，公司电力设备向前五大客户销售金额为 3.16 亿元，较上年增长 57.00%，主要系合并范围扩大所致；前五大客户销售集中度为 33.22%，较上年下降 3.78 个百分点，集中度有所下降，但仍处于较高水平。

销售结算方面，2019 年，公司电力设备板块销售结算方式无变化。

从新签合同情况来看，截至2020年3月末，受新冠肺炎疫情的影响，公司电力设备业务新签合同金额为1.99亿元，较上年同期下降19.66%。

3．电力工程业务

2019年，公司电力工程业务规模大幅收缩，但有部分项目尚未开始回款，仍存在一定资金占用。

公司于2016年新增电力工程业务，主要包括光伏电站PC（采购和施工）业务和集成变电站业务。在这两类电站承包业务中，公司与客户签订工程承包合同，并成立相应的项目小组，根据合同约定及电站设计方案进行施工建设。光伏电站的建设主要分为土建施工和机电安装两部分。光伏电站建成后，部分电站投资企业的股东会考虑将其持有的该电站投资企业股权出售给第三方（通常称为“收购方”），在此情况下，公司一般会与电站投资企业及其股东、收购方签署相应协议，由收购方将公司应收取的合同款直接汇入公司账户，公司扣除相应收入后再返还至土建施工方及业主。

收入确认方面，公司采取项目竣工验收后一次性确认收入的模式，截至2019年末，已累计收到回款5.36亿元。

截至2019年末，公司电力工程7个项目，已完成全部投资8.75亿元，无需继续投资，累计收到回款3.74亿元。

表5　截至2019年末公司电力工程项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资	尚需投资额	截至2019年末累计收到回款金额
A项目	24,700.00	24,700.00	0.00	27,525.00
B项目	14,756.14	14,587.14	0.00	
C项目	12,583.95	11,653.95	0.00	500.00
D项目	7,090.00	7,090.00	0.00	8,440.00
E项目	993.60	993.60	0.00	900.00
F项目	23,650.24	22,784.94	0.00	-
G项目	6,146.58	5,640.00	0.00	-
合计	89,920.51	87,449.63	**0.00**	37,365.00

注：总投资额为预估数，目前7个项目全部已经完成投资，无需继续投资，其中B项目和G项目为已自持项目
资料来源：公司提供

4．数控设备

2019年，数控设备业务收入小幅增长，采购和销售集中度均不高，不存在对单一客户或供应商的依赖的情况。

公司数控设备业务的经营主体为法因数控。法因数控主要生产钢结构数控成套加工设备，产品主要用于钢结构件的加工与制造。法因数控生产采取按订单式生产的模式，产品均为定制化产品，其业务收入规模存在一定波动。从采购集中度看，2019年，法因数控从前五大供应商采购金额占数控设备采购金额的比重为14.44%，较上年下降3.74个百分点，采购集中度不高；法因数控向前五大经销商销售金额占数控设备销售金额的比重为20.12%，较上年下降13.43个百分点；采购和销售集中度均不高。2019年，法因数控实现营业收入1.94亿元，较上年增长9.60%。

5．经营关注

（1）公司收入对电力设备业务依赖大，且电力设备业务受电力行业景气度影响较大

2019年，公司营业收入中电力设备业务收入占比为79.12%，主要产品为分接开关，市场规模较

小，且受电力行业景气度影响较大。

（2）数控设备行业景气度较低

近年来，数控设备行业景气度较低，公司数控设备板块盈利情况一般，若未来数控设备行业景气度无明显改善，可能对公司的整体盈利能力造成一定不利影响。

（3）电力工程业务受政策影响较大

受光伏新政的影响，整个光伏市场需求急速下降，国内光伏企业受到较大影响，公司主动缩减了电力工程业务规模，虽然通过缩减该业务规模可缓解公司资金压力，但同时也造成公司业绩波动较大。

6. 未来发展

公司未来发展方向明确，发展计划可行。

电力设备业务方面，公司未来将着重发展以下几点：

（1）挖掘协同效益，更好服务客户。华明制造和长征电气同为国内生产变压器分接开关领域的主要厂商，公司收购长征电气可以使双方产生协同效应。未来公司将会在研发、采购、生产、销售和融资等环节对华明制造和长征电气进行资源整合、互相学习、良性竞争，确保为客户持续提供更优质的产品和服务，进一步提升公司的全球竞争力。

（2）开拓服务市场，聚焦主业。公司投资设立上海华明电力设备检修服务有限公司（以下简称“检测公司”），检修公司主要提供电力设备的检测、监测、改造和技术服务等业务。在中国电力行业的高速发展，设备的基础保有量极其巨大的市场环境下，公司将充分发挥优势，不断开发分接开关服务市场。

（3）拓展海外市场范围。公司目前在海外市场占有率仍然较低，海外市场是公司未来发展的重点，公司积极寻求海外合作伙伴，已经实现了俄罗斯、巴西、美国、土耳其自有工厂及服务网点的布局，努力提升公司在国际市场的份额。

（4）顺应行业趋势，探索开发泛在电力物联网相关产品。公司将积极跟随国家泛在电力物联网领域的发展步伐，以自身产品为出发点，开展技术研究与创新，探索 5G、AI、物联网等技术在公司产品上的应用，为客户提供优质的产品和服务。

数控设备业务方面，公司将在高铁、核电、新能源汽车、环保等国家重点发展的行业加大投入，抓住行业转换机会，树立高端智能制造的理念，不断创新升级产品，继续为客户提供良好的产品和服务。

电力工程业务方面，受光伏新政的影响，整个光伏市场需求急速下降，国内光伏企业受到较大影响，补贴政策是最大的不确定因素。公司将主动有效控制风险，寻求优质项目开展合作。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见，2020 年 1－3 月财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

截至 2019 年末，公司纳入合并财务报表范围的子公司共 19 家。其中，因非同一控制下企业合并增加星球公司 1 家，因新设增加华明美国、遵义华明 2 家，因处置减少华明沈阳 1 家。公司合并

范围变化较大，对其财务数据可比性有一定影响。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 38.42 亿元，负债合计 14.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益 24.03 亿元。2019 年，公司实现营业收入 12.03 亿元，实现营业总收入 12.03 亿元，净利润（含少数股东损益）1.58 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.85 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.74 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 42.06 亿元，负债合计 16.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）25.92 亿元，其中归属于母公司所有者权益 25.85 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.22 亿元，实现营业总收入 2.22 亿元，净利润（含少数股东损益）1.75 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.71 亿元。

2．资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模小幅下降，资产结构仍以流动资产为主；应收账款规模较大且账龄较长，对公司资金存在较大占用且有一定回收风险；固定资产成新率低。公司整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 38.42 亿元，较年初下降 5.12%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占 61.90%，非流动资产占 38.10%。公司资产以流动资产为主，非流动资产较年初占比上升较快。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产为 23.78 亿元，较年初下降 16.83%，主要系应收账款减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 18.81%）、应收票据（占 9.77%）、应收账款（占 33.04%）、应收款项融资（占 11.82%）、预付款项（占 5.66%）和存货（占 17.36%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 4.47 亿元，较年初下降 19.07%，主要系银行存款减少所致。货币资金中有 0.58 亿元受限资金，受限比例为 12.91%，主要为承兑保证金、信用证保证金、保函保证金。

截至 2019 年末，公司应收票据为 2.32 亿元，较年初下降 61.61%，主要系执行新金融工具，部分应收票据调整至应收款项融资所致。

截至 2019 年末，公司应收账款为 7.86 亿元，较年初下降 28.77%，主要系公司收购星球公司和销售回款增加所致。从账龄来看，账龄 1 年以内的金额为 3.52 亿元，占 34.93%；1~2 年为 3.41 亿元，占 33.88%；2~3 年为 2.52 亿元，占 25.02%，账龄较长。公司已累计计提坏账准备 2.22 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 5.56 亿元，占比为 55.17%，集中度较高。

截至 2019 年末，公司应收款项融资为 2.81 亿元，较上年增长 2.81 亿元，主要系执行新金融会计准则，部分应收票据调整至应收款项融资所致。

截至 2019 年末，公司预付款项为 1.35 亿元，较年初增长 42.12%，主要系遵义华明预付购买土地款和长征电气预付厂房租金所致所致。

截至 2019 年末，公司存货为 4.13 亿元，较年初下降 0.63%，变化不大。存货主要由原材料（占 18.61%）、在产品（占 46.27%）和库存商品（占 14.65%）构成，累计计提跌价准备 0.05 亿元。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 14.64 亿元，较年初增长 22.99%，主要系固定资产增长所致；公司非流动资产主要由其他权益工具投资（占 9.45%）、固定资产（占 35.66%）、在建工程（占

9.81%）、无形资产（占 13.49%）、商誉（占 6.81%）和递延所得税资产（占 5.31%）构成。

截至 2019 年末，公司新增其他权益工具投资 1.38 亿元，主要系会计政策变更，贵州遵义汇川农村商业银行股份有限公司股权从可供出售金融资产调整至其他权益工具投资所致。

截至 2019 年末，公司固定资产为 5.22 亿元，较年初增长 51.76%，主要系公司收购星球公司增加光伏电站所致；固定资产主要由房屋建筑物（占 37.03%）、机器设备（占 21.58%）、光伏电站（占 39.20%）构成，累计计提减值准备 81.40 万元，累计计提折旧 3.67 亿元；固定资产成新率为 29.69%，成新率低。

截至 2019 年末，公司在建工程为 1.44 亿元，较年初增长 66.07%，主要系募投项目支出及下属公司装配车间改造工程增加所致。

截至 2019 年末，公司无形资产为 1.98 亿元，较年初变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（占 73.79%）、专利权（占 24.50%）构成，累计摊销 0.70 亿元，无减值准备。

截至 2019 年末，公司商誉为 1.00 亿元，较年初没有变化，经评估机构测试，商誉无需计提减值准备。未来如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉仍存在减值风险。

截至 2019 年末，公司递延所得税资产为 0.78 亿元，较年初增长 55.77%，主要系增加可弥补亏损和资产减值计提所致。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计 1.98 亿元，占资产总额的 5.16%，受限比例较低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额为 42.06 亿元，较年初增长 9.46%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 63.94%，非流动资产占 36.06%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债规模有所下降，负债结构以流动负债为主，整体债务负担处于合理水平。

截至 2019 年末，公司负债总额为 14.33 亿元，较年初下降 15.80%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 36.97%，非流动负债占 63.03%。公司负债以非流动负债为主。

截至 2019 年末，公司流动负债为 5.30 亿元，较年初下降 45.75%，主要系短期借款和应付票据减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 19.57%）、应付票据（占 20.50%）、应付账款（占 29.88%）、预收款项（占 7.24%）、应交税费（占 9.98%）和一年内到期的非流动负债（占 5.13%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 1.04 亿元，较年初下降 67.32%，主要系偿还到期借款和调整借款结构所致。

截至 2019 年末，公司应付票据为 1.09 亿元，较年初下降 59.62%，主要系公司支付到期票据所致。

截至 2019 年末，公司应付账款为 1.58 亿元，较年初下降 23.12%，主要系支付的供应商货款增加所致。应付账款账龄以 1 年以内（占 64.09%）为主。

截至 2019 年末，公司预收款项为 0.38 亿元，较年初增长 49.83%，主要系子公司山东法因智能设备有限公司（以下简称“法因智能”）新增订单预收款所致。

截至 2019 年末，公司应交税费为 0.53 亿元，较年初下降 21.58%，主要系支付的税金增加所致。

截至 2019 年末，公司新增一年内到期的非流动负债 0.27 亿元，主要为 1 年内到期的长期借款。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 9.03 亿元，较年初增长 24.53%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 16.66%）和应付债券（占 80.38%）构成。

截至 2019 年末，公司新增长期借款为 1.50 亿元，主要系新增并购贷款所致；长期借款主要由并购贷款（占 99.84%）构成。从期限分布看，全部为 5 年期以上，长期借款规模不大，到期期限长，集中偿付压力较小。

截至 2019 年末，公司应付债券为 7.26 亿元，较年初增长 4.14%，主要系应计债券利息增加所致。

截至 2019 年末，公司全部债务为 11.16 亿元，较年初下降 13.05%，主要系短期债务减少所致。其中，短期债务占 21.46%，长期债务占 78.54%，以长期债务为主。短期债务为 2.40 亿元，较年初下降 59.15%，主要系短期借款和应付票据减少所致。长期债务为 8.76 亿元，较年初增长 25.72%，主要系长期借款增长所致。截至 2019 年末，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 37.29%、31.65%和 26.67%，较年初分别下降 4.73 个百分点、下降 3.69 个百分点和上升 3.78 个百分点。公司债务负担有所减轻。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 16.14 亿元，较年初增长 12.66%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 40.76%，非流动负债占 59.24%，仍以非流动负债为主。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 12.73 亿元，较年初增长 14.06%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务为 3.40 亿元（占 26.72%），较年初增长 41.98%，主要系应付票据增加所致。长期债务为 9.33 亿元（占 73.28%），较年初增长 6.43%，主要系长期借款增加所致。截至 2020 年 3 月末，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 38.38%、32.94%和 26.47%，较年初分别上升 1.09 个百分点、上升 1.28 个百分点和下降 0.21 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益规模略有增长，未分配利润占比高，权益稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 24.09 亿元，较年初增长 2.62%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.74%，少数股东权益占比为 0.26%。归属于母公司所有者权益 24.03 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 3.76%、39.19%、1.12%和 55.15%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 25.92 亿元，较年初增长 7.56%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.76%，少数股东权益占比为 0.24%。归属于母公司所有者权益 25.85 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 3.49%、36.43%、1.30%和 58.05%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

2019 年，公司营业收入和净利润变动不大，期间费用控制能力仍有待提升，整体盈利能力变化不大。

2019 年，公司实现营业总收入 12.03 亿元，较上年增长 3.71%，主要系电力工程业务收缩和合并长征电气全年数据所致；2019 年，公司实现营业利润 1.63 亿元，较上年变化不大。2019 年，公司实现净利润 1.58 亿元，较上年下降 8.00%，主要系销售结构变化引起的期间费用增加和非经常性损益贡献减少所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 4.09 亿元，较上年增长 41.32%，主要系销售费

用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 48.39%、24.71%、10.49%和 16.41%。其中，受 2019 年合并了长征电气全年的销售费用，而 2018 年合并第四季度费用影响，公司销售费用为 1.98 亿元，较上年增长 61.17%；管理费用为 1.01 亿元，较上年增长 26.09%；研发费用为 0.43 亿元，较上年增长 51.77%，主要系研发投入增长所致；财务费用为 0.67 亿元，较上年增长 15.31%，主要系确认了公司债券全年的利息所致。2019 年，公司费用收入比为 34.01%，较上年上升 9.05 个百分点。

从利润构成看，2019 年，公司实现投资收益 0.09 亿元，较上年下降 51.94%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益减少所致；投资收益占营业利润比重为 5.45%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现其他收益 0.06 亿元，较上年增长 3.24%；其他收益占营业利润比重为 3.91%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现营业外收入 0.11 亿元，较上年下降 56.14%，主要系政府补助减少所致；营业外收入占利润总额比重为 6.24%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 48.77%，较上年上升 6.46 个百分点，主要系高毛利率的电力设备业务占比提升所致。2019 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 4.40%、4.27%和 6.62%，较上年分别下降 0.96 个百分点、0.81 个百分点和 0.94 个百分点。公司各盈利指标较上年变化不大。

5．现金流

2019 年，公司经营活动现金保持净流入状态，但净流入规模大幅下降，收入实现质量有所提高；受投资活动减少影响，投资活动现金净流出规模大幅下降；受偿还贷款增加和新增借款减少影响，筹资活动现金流由上年净流入转为净流出状态。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 13.45 亿元，较上年下降 4.07%，主要系工程收款减少所致；经营活动现金流出量为 11.60 亿元，较上年增长 19.79%，主要系公司支付到期货款所致。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动现金净流入量为 1.85 亿元，较上年下降 57.33%。2019 年，公司现金收入比为 106.46%，较上年上升 6.25 个百分点，收入实现质量有所提高。

从投资活动来看，受上年公司收购长征电气和投资巴西电力项目产生高基数因素影响，2019 年，公司投资活动现金流入量为 0.85 亿元，较上年下降 5.78%；投资活动现金流出量为 1.55 亿元，较上年下降 78.62%。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动现金净流出量为 0.70 亿元，较上年下降 88.99%，

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 4.35 亿元，较上年下降 64.26%，主要系新增借款减少所致；筹资活动现金流出量为 6.18 亿元，较上年下降 39.93%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动现金净流出量为 1.83 亿元，由上年净流入转为净流出。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流入量为 0.37 亿元；投资活动现金净流入量为 0.72 亿元；筹资活动现金净流入量为 0.65 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.71 亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标表现良好，并且考虑到公司作为变压器分接开关细分领域龙头企业，在行业地位、技术研发、业务规模和产业链等方面仍具有较强的竞争优势，公司整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 2.93 倍和 2.50

倍分别上升至 4.49 倍和 3.71 倍，流动资产对流动负债的保障程度较强。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 1.98 倍上升至 4.01 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.77 亿元，较上年增长 0.78%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 11.43%）、计入财务费用的利息支出（占 22.90%）和利润总额（占 60.74%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.97 倍下降至 4.37 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.21 倍上升至 0.25 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至 2020 年 3 月末，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2020 年 3 月末，公司不存在对外担保事项。

根据中国人民银行企业信用报告（信用机构代码：G10370102000867000），截至 2020 年 3 月 10 日，公司已结清业务和未结清业务均不存在关注类和不良/违约类信息，公司信用状况良好。

截至 2020 年 3 月末，公司获得授信总额为 7.17 亿元，已使用额度为 4.85 亿元，未使用额度为 2.32 亿元，间接融资渠道有待拓宽；公司作为深圳证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

7．公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部资产主要为长期股权投资，债务负担较轻，权益稳定性较好。2019 年，公司本部营收规模很小，净利润主要来自投资收益；经营活动现金流为净流入状态。

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 43.69 亿元，较年初增长 2.41%，变化不大。其中，流动资产为 6.60 亿元（占 15.11%），非流动资产为 37.09 亿元（占 84.89%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 8.12%）、应收票据（占 9.55%）、应收账款（占 1.52%）、其他应收款（占 64.63%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 99.51%）构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 0.54 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额为 8.98 亿元，较年初增长 11.99%。其中，流动负债为 1.72 亿元（占 19.18%），非流动负债为 7.26 亿元（占 80.82%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 94.32%）构成，非流动负债全部由应付债券构成。公司本部资产负债率为 20.56%，较 2018 年上升 1.76 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 34.71 亿元，较年初增长 0.19%，变化不大。其中，实收资本为 7.59 亿元（占 21.88%）、资本公积合计 25.73 亿元（占 74.15%）、未分配利润合计 1.01 亿元（占 2.90%）、盈余公积合计 0.37 亿元（占 1.08%），所有者权益稳定性较好。

2019 年，公司本部营业收入为 0.16 亿元，投资净收益为 0.58 亿元，净利润为 0.39 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流量净额为 1.15 亿元；投资活动现金流量净额为-0.36 亿元；筹资活动现金流量净额为-1.13 亿元。

七、本次公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，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、应收票据和应收款项融资）为 9.13 亿元，约为“18 华明 01”待偿本金（7.00 亿元）的 1.30 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；净资产为 25.92 亿元，约为“18 华明 01”待偿本金（7.00 亿元）的 3.70 倍，公司的现金类资产和净资产能够对“18 华明 01”

的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.77 亿元，约为“18 华明 01”待偿本金（7.00 亿元）的 0.40 倍，公司 EBITDA 对“18 华明 01”的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 13.45 亿元，约为“18 华明 01”待偿本金（7.00 亿元）的 1.92 倍，公司经营活动现金流入量对“18 华明 01”的覆盖程度较高。

综合以上分析，公司对“18 华明 01”债券的偿还能力很强。

八、债权保护分析

“18华明01”由高新投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 担保人信用分析

（1）高新投概况

高新投前身为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系经深圳市人民政府批准，于 1994 年 12 月成立的国有控股公司，2011 年 12 月更名为现名，主要经营担保及投资业务。2015 年，高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司 3 家战略投资者，实现从纯国有企业到混合所有制企业的转变。自成立以来，高新投历经数次增资扩股，2018 年末股本增至 88.52 亿元；深圳市人民政府通过深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有公司 68.11%的股权，为高新投实际控制人。高新投经营范围：融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

截至 2018 年末，高新投资产总额 205.27 亿元，其中货币资金 22.03 亿元，发放贷款及垫款净额 139.46 亿元；负债总额 87.40 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 4.27 亿元；所有者权益 117.87 亿元；担保责任余额 1107.39 亿元。2018 年，高新投实现营业总收入 20.85 亿元，其中担保业务收入 8.24 亿元；净利润 11.33 亿元。

高新投注册地址：深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦 23 楼 2308 房；法定代表人：刘苏华。

（2）高新投公司治理与内部控制

高新投依据《公司法》及有关法律法规，建立了由股东会、董事会、监事会及经营管理层组成的现代股份制公司治理架构，并制定了相关工作制度和议事规则，各治理主体能够相互制衡、协调运作，高新投治理体系不断完善，法人治理水平逐渐提高。

股东会是高新投的最高权力机构。自成立以来，高新投按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，高新投召开多次股东会，分别就董事会提交的集团及子公司增资、利润分配方案等事宜进行讨论，相关股东均出席会议并对方案进行表决通过。

高新投董事会由 11 人组成，其中独立董事 3 人。董事长是高新投的法定代表人，由深圳市国资委推荐提名，董事会选举产生。董事会下设战略与预算委员会、审计与风险管理委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会四个专业委员会。近年来，高新投召开多次董事会会议，审议并通过集团及子公司增资、利润分配、设立融资及金融产品事业部等重大议案。

高新投监事会由 3 人组成，其中包含职工监事 1 名。高新投监事会对董事会和经营管理层进行

监督，对股东会负责并向其报告工作。近年来，高新投监事会召开多次会议，涉及监事会工作报告、财务报告、利润分配、经营管理层履职情况等多项议案，较好地履行了监督职能。

高新投经营管理层由 8 人组成，包括总经理、副总经理、首席合规官和首席风险官等。经营管理层根据董事会授权负责高新投的日常经营管理工作；行使的职权包括主持经营管理工作、组织实施股东会决议和董事会决议、制定年度经营计划和投资方案、拟定基本管理制度和制定具体规章等。高新投下属子公司总经理均由高新投管理层兼任。近年来，高新投经营管理层能够按照《公司章程》及董事会授权开展日常经营管理，落实股东会和董事会的议定事项，履行董事会赋予的职责。

内控方面，高新投本部设有金融产品事业部、发展研究部、企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、法律事务部、信息技术部、审计部、评审会（决策会）秘书处、政府专项资金管理部等职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有限公司在全国重点及省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 25 个办事处；设立 8 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金的经营管理工作。

高新投下属各子公司设立前中后台部门，子公司总经理由高新投本部副总经理级别人员兼任，逐步形成一套完整的集团管理架构。高新投设立评审委员会和决策委员会等业务审批机构，各子公司及事业部的所有项目均需根据要求上报评审会或决策会进行审批，会议由高新投本部的风险管理部统一安排召开；评审委员会和决策委员会成员由总经理、领导班子成员及业务部门中高层人员组成，总经理担任评审会和决策会的主任，其余委员由总经理办公会议聘任。

自成立以来，高新投各项制度不断完善，制定了《融资担保业务管理制度》《工程保函业务管理制度》《无期限保函业务的指引》《担保项目后期法律手续工作指引》等涉及担保业务各环节的业务管理制度。

总体看，高新投不断完善组织架构设置，各子公司业务评审及管理体系较为完善，内控管理体系逐步健全。

（3）高新投经营分析

高新投现已发展成为全国性创新型类金融服务集团，主要为深圳市孵化期和初创期的科技企业提供融资担保服务。高新投通过 8 家子公司分别开展直接融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金业务；高新投本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

担保业务

高新投担保业务品种主要为间接融资担保、直接融资担保和非融资担保，其中，间接融资担保主要为银行贷款担保，直接融资担保主要为保本基金担保和债券担保，非融资担保主要为工程保证担保。

受国内宏观经济下行、中小企业经营风险加剧等因素影响，高新投不断调整担保业务结构，控制间接融资担保规模，主要发展直接融资担保和非融资担保业务。近年来，高新投担保业务规模有所波动；2017 年受保本基金产品被停止审批的影响，高新投担保业务规模有所下降；2018 年，得益于担保的重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁小微”）所发行资产支持证券规模较大，高新投担保业务规模恢复增长。截至 2018 年末，高新投担保责任余额为 1107.39 亿元。

表 6　高新投担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期担保发生额	982.39	489.09	704.71

期末担保责任余额	1167.05	974.22	1,107.39
其中：融资性担保	781.61	621.32	730.65
间接融资担保	54.52	55.80	54.80
直接融资担保	727.09	565.52	675.85
非融资性担保	385.44	352.90	376.74
再担保	31.27	33.15	43.20

资料来源：公司提供，联合评级整理

间接融资担保业务

高新投间接融资担保业务主要为银行贷款担保，由子公司高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）负责运营。高新投银行贷款担保业务分为流动资金贷款担保、固定资产投资贷款担保和综合授信额度担保。目前，高新投已与中国银行、平安银行等 27 家银行建立合作关系，获得授信额度超过 800 亿元。

近年来，受宏观经济下行等因素的影响，国内中小企业经营风险加大，偿债能力减弱，高新投在稳定发展担保业务的同时逐步调整业务结构，着力控制风险较大的银行贷款担保业务规模。高新投持续优化间接融资担保业务结构，大力培育并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业，并贯彻以下两个方面的措施：一是重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，在保企业中科技型企业的占比不断提升。二是对经营处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，同时积极开拓有成长性的新项目。

近年来，高新投间接融资担保规模整体保持稳定，占担保责任余额的比重呈下降趋势。截至 2018 年末，高新投间接融资担保责任余额 54.80 亿元，占担保责任余额的比重为 4.95%。

直接融资担保业务

高新投直接融资担保业务主要为金融产品担保，包括保本基金担保和债券担保，由高新投本部金融产品事业部负责。高新投担保的保本基金分为专户和公募基金，目前高新投主要的合作对象均为国内大型公募基金，担保期限均为 2－3 年。高新投承保的保本基金为附带追索权的保本基金，即在保本基金发生投资亏损时，基金公司先以自身盈利填补亏损，不足部分才由高新投进行差额弥补，高新投可在后续期间就代偿部分向基金公司进行追偿。高新投债券担保的业务对象主要为非公开、小公募的交易所公司债券，发行金额多集中在 3－5 亿元，期限多为 3+2 或 2+1 年，发行主体的信用评级集中在 AA^-和 AA 级别，反担保措施多为信用反担保。

2015 年以来，国内资本市场出现剧烈动荡，并经历数次降息，对高新投担保业务特别是债券担保业务造成较大影响。为此，高新投调整担保业务结构，加大保本基金担保业务的发展力度；2017 年 2 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，保本基金将被调整为避险策略基金，连带责任担保机制被取消；加之 2018 年随着资管新规的落地，高新投调整金融产品担保业务结构，业务重心逐步向债券担保业务转移。截至 2018 年末，高新投直接融资担保责任余额 675.85 亿元，占期末总担保责任余额的 61.03%。其中，保本基金担保责任余额 150.38 亿元，较之前年度下降明显；债券担保责任余额 525.47 亿元，较之前年度大幅增长，这主要是蚂蚁小微资产支持证券担保业务规模较大所致。

根据 2017 年 10 月 1 日施行的《融资担保公司监督管理条例》第二条规定，债券增信业务纳入融资担保范围，从事债券增信业务需要获得融资担保牌照；而目前高新投本部未有担保牌照。高新投拟通过引入战略投资者的方式，在 2019 年 12 月 31 日前完成对下属子公司深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“融资担保子公司”）的增资工作，以提高融资担保公司的担保额度，从而将金

融产品担保增信业务下沉到拥有融资担保牌照的融资担保子公司开展，高新投本部将不再开展融资担保业务。

非融资性担保业务

目前，高新投开展的非融资性担保业务主要为工程保证担保，还有少量诉讼保全担保，其中工程保证担保业务由全资子公司深圳市高新投保证担保有限公司（以下简称“高新投保证”）负责经营，其担保业务品种分为支付保函、履约保函、预付款保函、投标保函等，客户主要为具备二级资质以上的工程企业。

高新投保证担保业务起步较早，通过子公司高新投保证在全国主要城市设立分公司或办事处，在客户基础、渠道建设、品牌推广等方面形成了一定的积累。近年来，高新投大力发展工程保证担保业务，压缩保证担保责任余额，但整体保持在较稳定规模。截至 2018 年末，高新投非融资担保责任余额 376.74 亿元，占总担保责任余额的 34.02%。其中工程保证担保责任余额 363.51 亿元，诉讼保全担保责任余额 13.23 元。

总体看，高新投担保业务品种较为丰富，业务结构根据宏观经济环境及市场变化而有所调整。

创投业务

高新投自 1996 年开始开展创业投资业务，2011 年 6 月成立子公司深圳市高新投创业投资有限公司（以下简称“高新投创投”）负责创业投资业务的运营。高新投创投主要通过直接股权投资并结合融资担保的方式开展中小科技企业的创投业务。近年来，高新投一方面不断完善项目决策流程、规章制度、合规审查、责任分配、投后管理等，另一方面，充分利用立项会讨论机制丰富员工视野，注重行业项目挖掘，依托项目开展行业研究。在项目选择方面，高新投优先选择具有较高科技含量且具有较大增值潜力的项目进行投资，保证投资资金的安全性、收益性和流动性。

高新投创投在业内率先提出并实施“投资与担保联动”机制，聚焦高精尖科技领域，致力于发掘小而美的中小企业，依托“股权+债券+增值服务”的优势为投资企业提供丰富、全面的投后综合服务。在目前的宏观经济形势下，高新投创投优先选择处于成长期的企业进行投资。截至 2018 年末，高新投累计投资项目近 150 个，其中 8 家企业在 A 股、H 股上市，4 家企业并购上市。

总体看，高新投对创投业务较为重视，集团内担保业务资源丰富有助于创投业务渠道拓展，投资项目上市后利润回报率较高，未来有望成为高新投重要的收入增长点。

其他业务

除担保业务之外，高新投其他业务品种涵盖委托贷款、小额贷款、典当借款等，主要通过高新投本部以及下属子公司开展上述业务。2018 年，在经济下行、股市行情波动较大等因素的影响下，深圳市政府 2018 年 10 月出台政策，从债权和股权两个方面入手，构建风险共济机制，降低深圳 A 股上市公司的股权质押风险，改善上市公司的流动性；高新投作为深圳市政府构建风险共济机制的抓手，接收政府提供的共济资金 50.00 亿元发挥纾困效用。

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有少量政府专项资金委托贷款。近年来，高新投自有资金委托贷款余额占全部委托贷款余额的比重达到 90%以上。自有资金委托贷款投放的客群主要为高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司、融资担保业务涉及的中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等，反担保措施主要为股票质押、个人连带保证等。高新投委托贷款的期限主要集中在 1 年期以内。近年来，高新投委托贷款规模快速增长，2018 年末委托贷款净额 130.20 亿元，其中包括自有资金委托贷款 104.14 亿元、政府专项资金委托贷款 2.75 亿元和共济资金 23.30 亿元。2018 年以来，受宏观经济下行等因素的影响，部分委托贷款客户的资金流出现问题，导致高新投委托贷款资产质量下行明显。截至 2018 年末，高新投委托贷款余额 131.15

亿元，委托贷款业务的不良贷款率较之前年度明显上升。

高新投小额贷款业务由子公司深圳市高新投小额贷款有限公司（以下简称“高新投小贷”）负责经营。高新投小贷是为解决深圳市中小微企业的小额、短期资金需求而设立的专业融资平台，以母公司为依托，利用母公司的客户资源开展小额信用贷款业务。截至 2018 年末，高新投小贷的小额贷款余额 7.82 亿元；不良贷款率 3.58%，较之前年度明显上升。

高新投典当业务由控股子公司深圳市华茂典当行有限公司（以下简称“华茂典当”）负责开展。2018 年，高新投典当金额 1.74 亿元，实现典当业务收入 1.28 亿元。

总体看，近年来高新投委托贷款业务规模明显增长，在宏观经济下行的背景下，相关资产质量下行明显，相关信用风险需关注。

（4）高新投风险管理分析

近年来，高新投已形成较为成熟的风险管理体系，按照业务板块形成了融资类业务、保证担保业务和创业投资业务的风险管理办法。其中融资类业务包括融资担保、委托贷款、小贷业务和典当业务。此外，基于对宏观经济发展前景的预判，高新投对业务拓展所涉及的行业进行调整，重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，对处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，不断优化客户结构，提高准入门槛，以降低代偿风险。

业务风险管理

项目受理及项目调查

高新投在进行项目初审时遵循项目经理 A、B 角原则，即项目调研须经项目经理 A、B 角共同完成；A 角作为第一负责人对客户进行资料收集并出具调研报告，B 角协助 A 角进行调研并承担代偿金额 20%的风险责任，对调研报告出具独立意见并提交至业务部门进行初审。其中，创业投资业务较为特殊，实行项目小组制：项目 A 角为项目负责人，负责撰写《投资项目立项建议书》，由子公司高新投创投的总经理、副总经理决定是否立项；B 角、C 角为项目组成员，负责撰写《投资项目可行性研究报告》，作为投资项目决策的依据。

项目评审及审批

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投董事长做最后审批，投资额在 3,000 万元以上的项目需提交至高新投董事会讨论，并由第一大股东深圳投控做最后审批；在得到各层级审议批准后，为了降低投资风险，高新投设立了跟投机制，高新投员工参投金额占项目总金额的 20%以上时该项目方可通过。

对于创业投资以外的业务，所有项目均须经过相关评审会或决策会的会议评审。其中评审会主任由高新投领导班子成员兼任，其他评审委员由高新投总裁办公会任命，每次会议评审委员人数为 5 人，与会委员 2/3 以上同意视为通过；决策会主任由高新投总裁兼任，集团副总裁均为决策委员，每次会议的决策委员人数为 7 人，参会委员 2/3 以上同意视为通过，决策会主任对所有项目具有一票否决权。

项目后期监管、代偿及追偿处置

融资担保项目的保后管理主要是通过对担保对象以及影响担保对象按期还款的相关因素进行监控和分析，及时发现风险预警信号。项目经理 A 角定期对已担保项目进行检查，一般为 3 个月进行一次，风险管理部负责监督；集团风险管理部对所有项目进行稽核监控，每季度稽核项目的个数不低于 10%。高新投制定了担保项目代偿和追偿制度；当此类项目出现代偿风险时，相关的项目经理需参照高新投《融资担保业务管理规定》对项目进行风险认定，然后对客户进行代偿有效性审查，

分析项目风险原因、可能的化解途径，并提交风险项目移交报告，经高新投集团总经理审批后移交至法律事务部。此外，子公司高新投融资担保制定了相应的风险补偿金制度，风险补偿金包括从收入中计提和税后利润转入两部分，实行专户管理，不参与营运资金的周转，以对冲风险代偿带来的损失。

保证担保类业务的保后管理由项目客户经理 A 角负责，子公司高新投保证的风险控制部门对所有在保项目进行日常监管，高新投风险管理部对在保项目进行稽核监控，每季度稽核项目个数不低于当季发出保函项目的 2%。当此类项目出现代偿风险时，高新投启动索赔应急机制，并按照如下流程报批：客户经理 A 角→区域总监→高新投保证主管风险副总经理→集团风险管理部负责人→保证公司总经理→集团法律事务部。如相关项目造成高新投代偿，高新投须在一个月内启动追索法律程序，向保函申请人提出赔偿诉求。

创业投资类的项目实施完毕后，由高新投创投统一管理。高新投创投指定专门的投资项目经理作为该投资项目的后期管理人；对于完成投资并经过一至两个完整会计年度营运的项目，以及延期一年以上未完成的项目，应当组织后评价工作；对分阶段实施、时间跨度较长的投资项目，可按阶段进行后评价。高新投创业投资项目的后评价工作可以由高新投自查，也可以由深圳投控检查。当此类项目出现信用风险时，项目后期管理人应参照《融资担保业务管理规定》中风险项目管理的相关内容对该项目进行风险认定，在认定后 5 个工作日内提交风险项目移交报告，报送高新投研究和决策。

整体看，高新投根据业务类型制定了不同的项目后期管理制度，提出了有针对性的风险化解的手段。

反担保管理

高新投将设定反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：房产抵押、动产抵押、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、股权质押、企业保证、个人保证、法人保证等。高新投根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施，以达到风险缓释的效果。近年来，高新投的反担保措施对担保本金的覆盖率保持在 50%以上。

保证担保业务方面，由于其拥有“只有完成工程项目才能获取利益”的业务特点，且高新投仅针对履约进行担保，因此具有总体违约率较低的业务特征。高新投对于此类业务主要采取信用担保的反担保措施，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担保。若客户为民营企业，当保函金额大于 3,000 万元时，客户须提供企业实际控制人的个人反担保。

直接融资担保业务方面，高新投目前主要经营的是保本基金担保及上市公司债券担保业务，在进行客户筛选时主要挑选优质基金管理公司及管理团队，对于保本基金担保业务进行实际控制人反担保；对于上市公司的债券担保业务，高新投坚持不以抵押物作为担保条件，而以企业发展预期为评判标准，纯信用担保项目金额和个数逐年上升。

间接融资担保业务方面，受宏观经济下行、中小企业违约风险上升的影响，高新投主要用房产抵押物作为反担保措施，且抵押的房产集中在深圳本市。

委托贷款业务方面，高新投此类业务的客户主要为上市公司及个人股东，客户实力较强。针对此类客户，高新投主要采取个人保证的反担保措施和股票质押的反担保措施，存在一定的信用风险。

总体看，高新投针对各业务类型的特点分别制定了不同的反担保措施，一定程度上能够缓释代偿风险；但债券担保业务的反担保措施以纯信用担保为主，委托贷款业务以个人保证类担保措施为主，相关信用风险需关注。

担保业务组合风险分析

近年来，高新投的业务结构保持以担保业务为主、资产管理业务为辅的发展态势，担保业务规模不断扩大。截至 2018 年末，高新投间接融资担保、非融资性担保、直接融资担保业务的责任余额分别为 54.80 亿元、376.74 亿元和 675.85 亿元，非融资担保和直接融资担保是高新投主要的担保业务品种。

客户集中度

截至 2018 年末，高新投前十大担保客户共有 7 户来自于直接融资担保业务中的保本基金，其余来自债券担保业务；前十大担保客户担保责任余额为 148.67 亿元，与高新投净资产的比率为 126.13%；单一最大担保客户担保责任余额为 18.00 亿元，与净资产的比率为 15.27%，为深圳市天健（集团）股份有限公司于 2018 年 12 月公开发行的可续期公司债券；直接融资担保业务的前十大客户担保责任余额占该类业务担保责任余额的 22.00%，较之前年度大幅下降。

截至 2018 年末，高新投非融资性担保业务和间接融资担保业务的前十大客户担保责任余额分别为 57.74 亿元和 3.80 亿元，分别占该类业务担保责任余额的 15.33%和 6.93%，占比较低，有效分散了代偿风险。

截至 2018 年末，高新投委托贷款业务前十大客户贷款余额为 18.42 亿元，占委托贷款总额的 14.05%。此外，近年来，高新投对债券担保合作客户的关联方开展委托贷款业务，针对部分客户的风险敞口较大，容易出现信用风险集中爆发的情况，存在一定的客户集中风险。

整体来看，近年来高新投在主营业务的经营上，金融产品的担保增信业务发展较快，随着保本基金的逐渐到期，高新投金融产品担保业务的客户集中风险明显下降。但值得注意的是，在宏观经济形势下行、中小企业经营压力上升的环境下，高新投的风险管理压力有所上升，反担保措施及集中风险控制措施需加强，相关风险需持续关注。

行业及区域集中度

从行业集中度来看，高新投的非融资性担保业务主要集中在工程担保领域，行业集中度高，这主要是由于高新投近年来积极研判宏观经济形势以及企业经营环境变化，暂停了供货类保函业务，以避免风险项目的大量爆发。高新投工程担保类的客户性质主要为具备特级资质、一级资质和二级资质的工程企业，其中以一级和二级占绝大多数。

近年来，受宏观经济持续下行的影响，高新投持续调整融资担保业务的客户行业结构（表 2），重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。目前高新投在保企业中科技型企业的占比持续提升，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到 70%以上。同时，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略，相关行业项目数量及担保余额有所下降。截至 2018 年末，高新投融资担保业务责任余额为 730.65 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 75.38%。总体看，高新投融资担保业务行业集中度仍较高。

表 7　融资担保前五大行业责任余额占比（单位：%）

2016 年末		2017 年末		2018 年末	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
制造业(其他制造业)	19.12	信息技术业	19.40	信息技术业	20.35
信息技术业	14.88	制造业（其他制造业）	16.49	制造业(其他制造业)	16.2
制造业(电子)	12.29	制造业（电子）	15.20	制造业(电子)	16.1
制造业(机械、设备、仪表)	8.51	制造业（机械、设备、仪表）	11.27	制造业(机械、设备、仪表)	15.47
建筑业	6.55	批发和零售贸易	5.06	批发和零售贸易	7.26
合计	**61.35**	**合计**	**67.41**	**合计**	**75.38**

数据来源：高新投提供，联合评级整理

从区域集中度来看，高新投作为地方政策性担保机构，致力于服务深圳本地的中小微企业；同时，高新投在全国设有 6 家分公司，25 家办事处，实现了以广东、北京、上海、江浙为重点区域向全国辐射和覆盖的市场布局。目前高新投的间接融资担保业务主要集中在深圳市，直接融资担保业务主要集中在全国一线城市，非融资性担保业务分散在全国各地，委托贷款业务主要集中在华南和华东地区。整体看，高新投的业务区域集中风险不显著。

担保期限组合

高新投的担保项目合同期限分布较为平均。目前高新投间接融资担保业务的平均担保期限为 1 年，间接融资担保主要为中短期借款担保。

表 8　高新投担保项目合同期限分布（单位：%）

合同期限	2016 年末	2017 年末	2018 年末
1 年以内（含）	9.39	15.96	38.08
1 年至 2 年（含）	37.44	26.97	12.57
2 年以上	53.18	57.07	49.35
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：高新投提供，联合评级整理

担保代偿情况及代偿风险

2015 和 2016 年，受部分行业风险暴露等因素的影响，高新投担保代偿规模较大，担保代偿项目有所增加，代偿区域主要集中在深圳市，行业集中在制造业，但在 2017 年高新投代偿规模明显下降。2018 年以来，由于高新投担保客户主要为中小企业，在宏观经济下行的影响下出现经营困难，高新投代偿规模大幅上升。2016－2018 年，高新投当期代偿金额分别为 0.86 亿元、0.04 亿元和 0.55 亿元，当期担保代偿率分别为 0.26%、0.01%和 0.09%，代偿项目主要来自间接融资担保业务和保证担保业务。截至 2018 年末，高新投累计代偿金额为 3.27 亿元，累计担保代偿率为 0.13%。整体看，高新投的代偿风险不高。

为控制担保行业风险，深圳市组建了再担保体系，由深圳市再担保中心牵头，由再担保中心、融资性担保公司、银行等机构自主加入并认购部分运作保证金；该资金由财政部门管理并自负盈亏，以保证金比例对各成员进行担保风险补偿及分配。这有助于在一定程度上缓释高新投面临的代偿风险。目前高新投主要的追偿手段包括清收、重组、和解、法律诉讼等。近年来，高新投积极调整业务结构，主动退出落后产业，并暂停了违约风险较大的供货类保函业务，以控制代偿风险。截至 2018 年末，高新投累计回收代偿金额 1.70 亿元，累计代偿回收率为 52.73%。

整体看，2018 年以来受宏观经济增速放缓等因素的影响，高新投担保代偿规模明显回升，但整体代偿规模不高。此外，考虑到近年来高新投委托贷款业务发展较快，资产质量下行明显，高新投整体的风险管理压力有所上升，相关风险需持续关注。

（5）高新投财务分析

高新投提供了 2016－2018 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017－2018 年年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。目前高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 8 家。

表 9　高新投主要子公司情况（单位：亿元、%）

名称	注册资本	持股比例
深圳市华茂典当行有限公司	2.00	100.00
深圳市高新投创业投资有限公司	5.00	100.00
深圳市高新投保证担保有限公司	30.00	100.00
深圳市高新投融资担保有限公司	12.00	100.00
深圳市高新投小额贷款有限公司	5.00	100.00
深圳市高新投人才股权投资基金管理有限公司	0.10	51.00
深圳市高新投正选股权投资基金管理有限公司	0.10	60.00
高新投（香港）有限公司	1 万港元	100.00

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

资本结构

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投持续增资扩股。2015 年高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司三家新股东，上述新股东于 2015 年 7 月向高新投增资合计 26.52 亿元，其中计入股本 13.39 亿元，计入资本公积 13.13 亿元。2016 年 5 月，高新投将资本公积转增股本 13.13 亿元，股本增至 48.52 亿元。2017 年 11 月，高新投启动新一轮增资扩股，股东深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳远致投资有限公司、深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）合计对高新投增资 40.00 亿元，其中 24.25 亿元计入注册资本，其余计入资本公积。2018 年 10 月，高新投以资本公积及 15.75 亿元转增注册资本，原股东维持股权比例不变。截至 2018 年末，高新投所有者权益合计 117.87 亿元，其中股本 88.52 亿元，资本公积 0.03 亿元，未分配利润 24.93 亿元。

2018 年以来，高新投负债规模快速上升，主要是由于接收政府提供的共济资金以发挥纾困效用。此外，在宏观经济下行的背景下，高新投股东通过短期借款的方式给予高新投资金方面的支持，增强其抵御风险的能力。截至 2018 年末，高新投负债总额为 87.40 亿元。其中，担保赔偿准备余额 3.72 亿元，责任准备金余额 0.54 亿元，两者合计占负债总额的 4.88%；短期借款 20.70 亿元，占负债总额的 23.68%，主要为股东提供的资金；长期借款 50.34 亿元，其中 50.00 亿元为深圳市政府提供的共济资金，借款期限采用 3+2 的方式。截至 2018 年末，高新投资产负债率为 42.58%，较 2017 年末大幅提升，但实际的债务负担仍较轻。

总体看，高新投资本实力不断增强，负债规模随着共济资金的到位大幅增长，但高新投实际的资产负债率仍较低，整体财务杠杆水平不高。

资产质量

近年来，在共济资金、股东借款等负债规模的推动下，高新投资产规模快速增长；从资产结构来看，货币资金、委托贷款及投资资产在资产总额中的占比较高。截至 2018 年末，高新投资产总额 205.27 亿元。

表 10　高新投资产结构（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.38	13.15	30.14	22.37	22.03	10.73
发放贷款及垫款净额	57.13	72.33	90.73	67.36	139.46	67.94
其中：委托贷款净额	52.61	66.61	82.34	61.13	130.2	63.89
投资资产	5.12	6.49	7.86	5.83	37.02	18.03

其他类资产	6.35	8.04	5.97	4.43	6.76	3.29
其中：应收代偿款	2.43	3.07	2.15	1.60	2.26	1.1
合计	**78.99**	**100**	**134.70**	**100.00**	**205.27**	**100**

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差；2018 年末投资资产中包含了其他流动资产项下的理财产品投资
资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

2018 年以来，高新投将部分共济资金已通过委托贷款的方式进行投放，剩余未来得及投放的资金暂时购买了短期理财产品，因此导致年末投资资产规模大幅上升。截至 2018 年末，高新投投资资产净额 37.02 亿元，占资产总额的 18.03%。其中，可供出售金融资产余额为 6.44 亿元，均为权益投资；理财产品投资规模 29.30 亿元，其余为少量投资性房地产和长期股权投资。

近年来，高新投发放贷款及垫款规模保持增长。截至 2018 年末，高新投发放贷款和垫款净额 139.46 亿元，占资产总额的 67.94%。其中，委托贷款净额 130.20 亿元，包括自有资金委托贷款 104.14 亿元、政府专项资金委托贷款 2.75 亿元和共济资金 23.30 亿元；其余主要为发放的小额贷款。截至 2018 年末，高新投针对发放贷款及垫款共计提 1.16 亿元减值准备，委托贷款的不良贷款率较高，小额贷款业务的不良贷款率为 3.58%，资产质量明显下行，相关信用风险需关注。

高新投其他类资产主要由应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产构成。截至 2018 年末，高新投其他类资产余额 6.76 亿元，占资产总额的 3.29%。其中，应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产净额分别为 2.26 亿元、1.82 亿元和 1.17 亿元。

总体看，近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；自有资金委托贷款规模较大，资产质量面临下行压力，相关信用风险需关注。

盈利能力

近年来，高新投营业总收入呈稳定增长态势，2018 年实现营业总收入 20.85 亿元，主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入。近年来，高新投担保业务收入整体呈增长态势。2018 年，高新投实现担保业务收入 8.24 亿元，占营业总收入的 39.52%。其中，以工程担保费收入和金融产品担保费收入为主，上述两项收入占担保业务收入的比例分别为 48.60%和 37.22%。除担保业务外，高新投利用自有资金开展业务，拓宽收入来源。2018 年高新投实现资金管理业务收入 8.25 亿元，占营业总收入的 39.56%。其中以自有资金委托贷款利息收入为主，占资金管理业务收入的 56.84%，其余为小贷利息收入、典当业务收入和理财产品利息收入。近年来，高新投投资收益整体有所下降，2018 年实现投资收益 0.58 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益。

表 11　高新投收益指标（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业总收入	**11.01**	**15.05**	**20.85**
其中：担保业务收入	5.24	7.28	8.24
资金管理业务收入	3.68	5.32	8.25
咨询服务收入	1.49	2.04	3.51
营业总成本	**3.21**	**4.82**	**6.23**
其中：营业成本	2.63	3.29	4.49
税金及附加	0.23	0.14	0.19
管理费用	0.31	0.44	0.49
财务费用	-0.11	0.67	0.63
资产减值损失	0.14	0.27	0.43
加：投资收益	1.72	0.87	0.58

净利润	**7.09**	**8.35**	**11.33**
平均资产收益率	**8.8**	**7.81**	**6.67**
平均净资产收益率	**10.94**	**12.24**	**9.86**

注：2017 年平均净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项
资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势。2018 年，高新投营业总成本 6.23 亿元。其中营业成本 4.49 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主；计提资产减值损失 0.43 亿元，计提力度较之前年度明显提升，主要是受贷款业务资产质量下行影响。

近年来，高新投净利润呈现稳定增长趋势。2018 年，高新投实现净利润 11.33 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 6.67%和 9.86%，盈利水平有所下降，但仍处于较好水平。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，由于注册资本的持续增长，盈利指标有所下降。值得注意的是，在宏观经济下行的影响下，高新投委托贷款资产质量下行明显，加之代偿规模有所上升，或面临持续计提资产减值损失的压力，对盈利能力可能产生一定负面影响。

资本充足率及代偿能力

高新投面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，高新投将以自有资本承担相应的损失。高新投实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合评级在评估高新投可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了高新投的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额为负且整体呈扩大趋势，主要是委托贷款和典当业务的净发放额持续上升所致；投资活动产生的现金流量净额有所波动，主要是投资支付的现金规模波动所致；高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资扩股收到的募集资金以及接收政府提供的共济资金。总体看，高新投现金流较宽松。

表 12　高新投现金流情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动产生的现金流量净额	-6.16	-21.72	-66.19
投资活动产生的现金流量净额	0.57	-0.26	-1.16
筹资活动产生的现金净流量	-4.77	41.75	59.24
现金及现金等价物净增加额	-10.35	19.75	-8.10
期末现金及现金等价物余额	10.38	30.14	22.03

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

2018 年以来，高新投净资本规模有所下降，主要是委托贷款规模增幅较大所致。根据高新投财务报表估算，2018 年末高新投净资本为 67.62 亿元，净资本比率为 57.37%。2018 年，高新投担保业务快速增长，担保责任余额恢复增长，净资产担保倍数和净资本担保倍数有所上升，2018 年末以上两项指标分别为 9.40 倍和 16.38 倍。

表 13　高新投资本充足性指标（单位：亿元、倍、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
担保责任余额	1167.05	974.22	1107.39

净资产	65.59	111.96	117.87
净资本	39.95	72.78	67.62
净资产担保倍数	17.79	8.70	9.40
净资本担保倍数	29.21	13.27	16.38
净资本比率	60.90	65.55	57.37
净资本覆盖率	109.01	169.28	91.01

资料来源：高新投审计报告及其他资料，联合评级整理

联合评级根据高新投的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算高新投在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。截至 2018 年末，高新投净资本覆盖率为 91.01%，净资本覆盖率较上年末明显下降，未来随着通过引入战略投资者对融资担保子公司增资事项的完成，高新投资本实力将有所增强，净资本覆盖率水平或有所改善。

2．担保效果评价

以截至 2018 年末高新投财务数据测算，高新投资产总额为 205.27 亿元，净资产达 117.87 亿元，分别为“18 华明 01”待偿本金（7.00 亿元）的 29.32 倍和 16.84 倍，对“18 华明 01”待偿本金的覆盖倍数很高，其担保对“18 华明 01”的信用水平仍具有显著的提升作用。

九、综合评价

跟踪期内，公司整体经营情况良好，电力设备业务收入大幅增长，数控设备业务收入及毛利率水平均有所增长，综合毛利率水平有所提升，整体债务负担有所减轻，经营活动现金流保持净流入状态。同时，联合评级也关注到受光伏新政影响，公司电力工程业务收入大幅下降，费用控制能力有待提升，应收账款规模较大且账龄较长等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司对长征电气整合的完成，公司在国内变压器分接开关领域有望继续保持领先势头。

“18 华明 01”由高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，高新投的担保对“18 华明 01”的信用状况仍有显著积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AA，评级展望“稳定”；同时维持“18华明01”的债项信用等级为AAA。

附件 1　华明电力装备股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	31.73	40.50	38.42	42.06
所有者权益（亿元）	21.81	23.48	24.09	25.92
短期债务（亿元）	5.70	5.86	2.40	3.40
长期债务（亿元）	0.00	6.97	8.76	9.33
全部债务（亿元）	5.70	12.83	11.16	12.73
营业收入（亿元）	18.09	11.59	12.03	2.22
净利润（亿元）	3.05	1.71	1.58	1.75
EBITDA（亿元）	4.25	2.75	2.77	--
经营性净现金流（亿元）	-2.59	4.34	1.85	0.37
应收账款周转次数(次)	2.18	1.01	1.04	--
存货周转次数（次）	2.92	1.64	1.44	--
总资产周转次数（次）	0.66	0.32	0.30	0.06
现金收入比率（%）	47.02	100.21	106.46	149.15
总资本收益率（%）	13.60	7.10	6.18	--
总资产报酬率（%）	14.30	6.61	5.88	--
净资产收益率（%）	15.04	7.56	6.62	7.01
营业利润率（%）	35.45	42.31	48.77	49.98
费用收入比（%）	14.04	24.96	34.01	40.96
资产负债率（%）	31.26	42.02	37.29	38.38
全部债务资本化比率（%）	20.72	35.34	31.65	32.94
长期债务资本化比率（%）	0.00	22.89	26.67	26.47
EBITDA 利息倍数（倍）	31.63	4.97	4.37	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.75	0.21	0.25	--
流动比率（倍）	2.70	2.93	4.49	4.09
速动比率（倍）	2.32	2.50	3.71	3.38
现金短期债务比（倍）	2.13	1.98	2.84	2.26
经营现金流动负债比率（%）	-26.69	44.42	34.94	5.61
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.61	0.39	0.40	--

注：1. 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；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　深圳市高新投集团有限公司
主要计算指标及计算公式

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	78.99	134.70	205.27
所有者权益（亿元）	65.59	111.96	117.87
担保责任余额（亿元）	1,167.05	974.22	1,107.39
净资产担保倍数（倍）	17.79	8.70	9.40
当期担保代偿率（%）	0.28	65.55	57.37
当期代偿回收率（%）	41.55	0.01	0.09
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	20.85
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33
平均资产收益率（%）	8.80	7.81	6.67
平均净资产收益率（%）	10.94	9.40	9.86

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户担保责任余额/净资产余额
前十大客户集中度	前十大客户担保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产－经调整的负债
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

附件 3　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=（本次-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次/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-营业总成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/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（**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

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 4 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。