跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1325 号

南瑞集团有限公司：

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公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

南瑞集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”
南瑞集团有限公司公开发行的“16 南瑞 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

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

南瑞集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　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
16 南瑞 01	5 亿元	3 年	AAA	AAA	2018/6/22

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	476.56	509.88	584.66
所有者权益（亿元）	245.80	265.44	339.31
长期债务（亿元）	15.03	15.03	1.56
全部债务（亿元）	58.46	61.07	40.79
营业收入（亿元）	311.83	269.71	295.35
净利润（亿元）	32.00	27.59	32.21
EBITDA（亿元）	48.81	47.03	42.98
经营性净现金流（亿元）	42.50	32.03	32.18
营业利润率（%）	21.09	25.88	24.53
净资产收益率（%）	13.60	10.79	10.65
资产负债率（%）	48.42	47.94	41.96
全部债务资本化比率（%）	19.20	18.70	10.08
流动比率（倍）	1.78	1.73	1.85
EBITDA 全部债务比（倍）	0.84	0.77	1.05
EBITDA 利息倍数（倍）	26.20	32.02	33.68
EBITDA/待偿本金合计（倍）	9.76	9.41	8.60

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。3、已将其他应付款与长期应付款中的计息部分调整进入短期债务和长期债务。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，南瑞集团有限公司（以下简称“公司”或“南瑞集团）收入保持增长，公司主要业务板块发展稳健，技术实力和竞争力仍很强；此外，公司资产规模有所增长，整体债务负担仍然很轻，经营活动现金流状况仍保持净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到电网行业竞争激烈，国网招标体系逐步公开化，大额应收账款及存货对资金存在占用以及关联交易规模仍较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，在国内电网投资建设投入持续增加的背景下，公司电网自动化及工业控制行业、继电保护行业等主要业务板块均将保持平稳发展态势，公司发展前景较好。

综上，联合评级维持公司 AAA 的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“16 南瑞 01”的 AAA 债项信用等级。

优势

1．跟踪期内，公司继续保持了国内最大的电力系统自动化、水利水电自动化、轨道交通监控技术的产品和服务供应商的地位，其产品质量及服务水平均处于全国前列。

2．跟踪期内，公司收入规模保持增长，利润规模有所扩大。

3．跟踪期内，公司债务水平较低，债务负担较轻，大规模的现金类资产对债务的覆盖程度很高。

关注

1．公司关联销售规模较大，主要是向国家电网有限公司系统内单位进行销售，关联销售占比较高使得公司在一定程度上依赖关联方，降低了公司经营的独立性。

2．公司应收账款和存货规模较大，对公司营运资金形成一定占用。

分析师

戴非易
电话：010-85172818
邮箱：daify@unitedratings.com.cn

罗　峤
电话：010-85172818
邮箱：luoq@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。

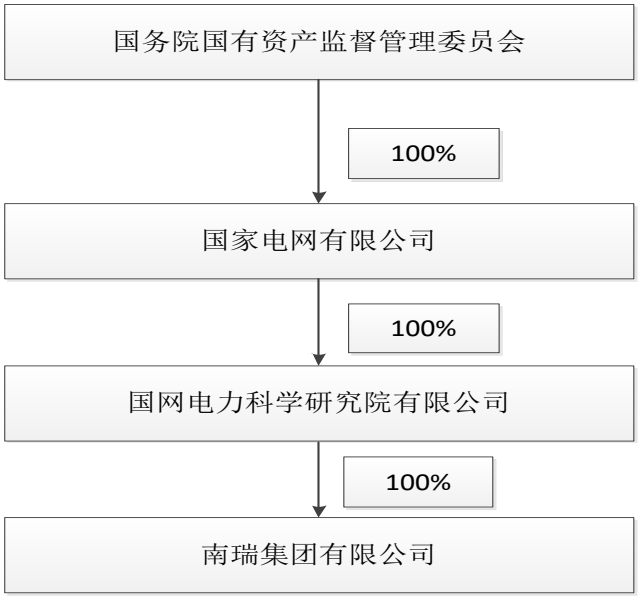
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

南瑞集团有限公司（以下简称“公司”或“南瑞集团”）前身为南京南瑞自动化总公司，于 1993 年 2 月 27 日出资设立，初始注册资本 2,000.00 万元。1997 年 12 月，电力工业部电力自动化研究所作出《关于南京南瑞自动化总公司更名的批复》，同意公司名称由“南京南瑞自动化总公司”变更为“南京南瑞集团公司”。1999 年 4 月，国电南京自动化研究院批准将注册资金由 2,000.00 万元增至 20,000.00 万元，以盈余公积转增股本。2011 年 3 月，国网电力科学研究院（国网电科院）作出《关于对南京南瑞集团公司增加注册资本的决定》（国网电科院产业〔2011〕108 号），决定增加南瑞集团注册资本至 80,000.00 万元，由南瑞集团以未分配利润转增股本。2017 年 10 月，公司完成公司制改革，更名为南瑞集团有限公司，实收资本增至 200,000 万元。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本为 200,000 万元，国网电力科学研究院有限公司持有公司 100%股份，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图 1　截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

跟踪期内，公司部门减少企业管理协会、体制改革办公室和客户服务中心，职能部门合计共有 15 个、5 个支撑部门；截至 2019 年 3 月末，合并范围内一级子公司共 7 家，公司员工总数为 13,558 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 584.66 亿元，负债合计 245.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）339.31 亿元，其中属于母公司的所有者权益 191.38 亿元；2018 年，公司实现营业收入 295.35 亿元，净利润（含少数股东损益）32.21 亿元，其中归属于母公司的净利润 9.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.49 亿元。

公司注册地址：南京市江宁经济技术开发区诚信大道 19 号；法定代表人：冷俊。

二、债券发行情况及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会许可〔2016〕1727 号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）的公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券采取分期发行方式。其中，第一期为发行规模为 5 亿元的 3 年期债券，票面利率为 2.87%，采用单利按年计息，不计复利，已于 2016 年 8 月 16 日发行完毕。第一期债券于 2016 年 9 月 8 日起在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“16 南瑞 01”，证券代码为“136631.SH”。

公司募集资金已按募集说明书承诺用途全部用于补充流动资金。截至本报告出具日，公司已按时兑付利息。

三、行业分析

1．行业概况

目前，我国电源、电网建设均达到较为完备水平，但我国在电网建设方面仍存在“电网不足，电能输送受限”的问题。其中，跨区域特高压及超高压交直流输电通道建设作为解决电能输送受限问题的主要途径，该领域投资维持较大的投资规模以及较高投资增速。同时，为提升电网供电能力以及供电质量，根据国家能源局的《配电网建设改造行动计划（2015~2020 年）》和国家发展改革委《关于“十三五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》，配网及农网领域保持较大投资规模。

2018 年，我国电网建设增速有所回落。根据国家能源局的数据显示，2018 年，电网工程建设完成投资 5,373 亿元，同比微增 0.60%，从电力投资结构上来看，过去一年电网工程建设投入超过电源建设 2,652 亿元，占电力基本建设投资完成额的比重达 66.95%，较 2017 年提升 0.65 个百分点，是“十二五”以来电网建设投入连续第六次超过电源建设投入。2018 年，±1,100 千伏、1,000 千伏投资分别增长 111.5%和 6.8%；110 千伏及以下投资增长 12.5%，占全部电网投资的比重为 57.4%、比上年提高 4.5 个百分点。全国基建新增 220 千伏及以上变电设备容量 2.2 亿千伏安、同比下降 8.9%；新增 220 千伏及以上输电线路长度 3.77 万千米、同比增长 14.0%；新增直流换流容量 3,200 万千瓦、同比下降 59.5%。全年投产 1 个特高压项目，为内蒙古上海庙至山东临沂±800 千伏特高压直流工程。截至 2018 年底，全国跨区电网输电能力达到 1.36 亿千瓦。

总体看，2018 年，电网投资规模继续加大，电源投资逐渐减小，未来将更加偏向于配、用电侧；电网建设力度的加大，对电力设备制造行业效益拉动明显。

2．行业政策

电气设备制造业以及输变电配套工程行业的发展与国家产业政策、电源与电网的基本建设投资结构和规模以及国家电力规划有着密切的联系。近年来行业的主要政策如下表所示：

表 1　近年来主要行业政策

时间	法条	主要内容
2017 年 7 月	《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》	从 2017 年至 2020 年，地面光伏电站的新增计划装机规模为 5,450 万千瓦，领跑技术基地新增规模为 3,200 万千瓦，两者合计的年均新增装机规模将超过 21GW。
2017 年 9 月	《电力需求侧管理办法》（修订版）	国家发改委、工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、国务院国资委、国家能源局 6 部门联合印发了《关于深入推进供给侧结构性改革做好新形势下电力需求侧管理工作的通知》。结合新形势和新任务，国家发改委等 6 部门对现行《电力需求侧管理办法》进行了修订。
2018 年 9 月	《关于推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》	加快推进青海至河南、陕北至湖北等 12 条特高压交直流输变电工程建设，合计输电能力 5700 万千瓦

资料来源：联合评级根据公开资料整理

总体看，我国政府对清洁能源发电及电网建设项目的重视程度高，在政策导向上对相关业务的支持力度大；新一轮的特高压线路的批复对电网建设的投资将有保障。

3．行业关注

（1）下游客户议价能力强

下游客户基本为电力、通讯等大客户，议价能力强。尤其是以国家电网为代表的大型集团实施集中采购，打破了以往各省独自采购的格局，在议价方面更容易掌握主动性。

（2）宏观经济周期性波动的风险

从宏观来看，电力行业需求受到国民经济中其他行业用电需求、尤其是下游重工业和制造业的用电需求影响较大，因此电力行业盈利水平与经济周期的波动性具有较大相关性。

（3）产业政策变动的风险

我国正处于快速工业化、信息化、城镇化发展的进程中，电力行业投资持续快速增长。如果未来国家产业政策发生转变，将会导致电力行业投资需求减少。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事长和总会计师发生变更，具体如下表示所示。

表 2　2018 年公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
冷俊	董事长、党委书记	聘任	组织调动
奚国富	董事长、党委书记	离任	组织调动
夏俊	总会计师、党委委员	聘任	组织调动
张宁杰	总会计师、党委委员	离任	组织调动

资料来源：公司提供

冷俊，1963 年 12 月出生，大学学历，硕士学位，历任电力自动化研究院电网控制研究所副所长、南京南瑞集团公司电网控制分公司副总经理，国电自动化研究院电网控制研究所所长、南京南瑞集团公司电网控制分公司总经理，国电南瑞科技股份有限公司副总经理，国网南京自动化研究院副总工程师、南京南瑞集团公司副总工程师，国电南瑞科技股份有限公司常务副总经理、总经理，国网电力科学研究院副院长、党组成员兼南京南瑞集团公司副总经理，许继集团有限公司党委书记、副总经理，许继集团有限公司执行董事、总经理、党委副书记兼许继电气股份有限公司董事长，许

继集团有限公司董事长、党委书记兼许继电气股份有限公司董事长，山东电工电气集团有限公司董事长、党委书记等职。现在南瑞集团有限公司董事长、国网电力科学研究院有限公司董事长、南瑞集团有限公司（国网电力科学研究院有限公司）党委书记，国电南瑞科技股份有限公司董事长。跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化。

总体看，2018 年，公司核心管理人员发生变化，但作为国务院国资委实际控制下的国有企业，公司法人治理、内部控制体系未发生变化，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司实现主营业务收入 294.35 亿元，占营业收入的 99.6%，公司主营业务突出；实现净利润 28.86 亿元，同比增长 16.74%。

从主营业务收入及构成来看，2018 年，公司电网自动化及工业控制业务实现收入 171.97 亿元，同比增长 28.66%，主要系电网行业智能化投资增长所致，占收入比重为 58.42%；继电保护及柔性输电实现收入 53.76 亿元，同比增长 6.35%，占收入比重为 18.26%；信息通信及现代服务业实现收入 38.44 亿元，同比增长 34.31%，主要系调度信息化、新产品网络安全管理平台和检测装置取得突破所致，占收入比重为 13.06%；发电及水利环保实现收入 20.66 亿元，同比变动不大，占收入比重为 7.02%。线缆制造和集成及其他业务收入规模小，对公司收入影响不大。

从毛利率情况来看，2018 年，电网自动化及工业控制毛利率为 26.59%，较上年下降 2.79 个百分点，主要系集成总包类项目占比提高所致；继电保护及柔性输电毛利率为 38.52%，较上年下降 8.86 个百分点，主要系竞争加剧所致；信息通信及现代服务业毛利率 27.47%，较上年提升 7.41 个百分点，主要系产品更新所致；发电及水利环保毛利率为 6.44%，较上年下降 2.66 个百分点，主要系光伏行业受政策影响，景气度下降所致。综上情况，2018 年，公司主营业务板块毛利率 25.40%，较上年下降 1.74 个百分点。

表 3　2016~2018 年公司主营业务板块收入构成情况（单位：亿元、%）

产品板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电网自动化及工业控制	177.16	57.12	22.36	133.66	49.69	29.38	171.97	58.42	26.59
继电保护及柔性输电	39.41	12.71	47.83	50.55	18.79	47.38	53.76	18.26	38.52
信息通信及现代服务业	27.06	8.73	17.44	28.62	10.64	20.06	38.44	13.06	27.47
发电及水利环保	30.28	9.76	8.09	21.86	8.13	9.10	20.66	7.02	6.44
线缆制造	28.02	9.03	5.10	24.11	8.96	6.18	3.69	1.25	-145.26
集成及其他	8.2	2.64	4.39	10.17	3.78	5.41	5.83	1.98	30.70
合计	**310.13**	**100.00**	**21.74**	**268.98**	**100.00**	**27.14**	**294.35**	**100.00**	**25.40**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司主营业务突出，收入和利润保持增长，主营业务毛利率略有下降。

2．产品生产

公司生产模式主要为定制化生产和标准化生产。其中，电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电、电力信息通信和发电及水利环保板块实行定制化生产，均采取“以销定产”模式。电线电缆产品板块产品为标准化产品，生产采用“以销定产”模式，公司按照已承接订单进行排产以及下

达生产计划。

（1）电网自动化及工业控制和继电保护及柔性输电板块

由于电网投资结构发生变化，电网安全稳定、调度等投资量较 2017 年有所增长，电网安全稳定分析与控制产品线、电网调度自动化产品线合同额小幅增长。受此影响，2018 年，公司电网自动化及工业控制板块新增合同合计金额增长 9.28%至 108.21 亿元。

2018 年，公司继电保护及柔性输电板块合同金额 63.13 亿元，较上年变动不大。

表 4　2016~2018 公司电网自动化及工业控制和继电保护及柔性输电板块合同金额（单位：万元、%）

	产品线	2016 年	2017 年	2018 年	变动率
电网自动化及工业控制板块	电网安全稳定分析与控制产品线	83,880.38	78,736.40	89,659.72	13.87
	电网调度自动化产品线	164,757.17	149,006.58	182,270.80	22.32
	电力市场产品线	299.10	1451.09	1,331.71	-8.23
	变电站保护及综合自动化产品线	743,616.11	761,076.62	808,867.99	6.28
	合计	**992,552.76**	**990,270.69**	**1,082,130.22**	**9.28**
继电保护及柔性输电板块	高压继电保护产品线	255,742.73	264,788.97	249,919.77	-5.62
	电力电子及应用产品线	510,169.43	350,023.38	381,418.68	8.97
	合计	**765,912.16**	**614,812.35**	**631,338.45**	**2.69**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，由于电网投资结构发生变化，公司电网安全和电网调度类产品带动电网自动化业务增长；继电保护及柔性输电板块合同金额变动不大。

（2）信息通信及现代服务业

2018 年，企业信息化以及信息管理投资量较上年有所增长，企业信息化产品线以及信息管理产品线合同金额同步增长，较上年增长 45.43%至 5.70 亿元；信息安全产品线和信息系统集成与运维产品线经营较为稳定，均有所增长。综上影响，电力信息通信及现代服务业板块合同金额较上年增长 9.58%至 47.97 亿元。

表 5　2016~2018 公司信息通信及现代服务业板块合同金额（单位：万元、%）

产品线	2016 年	2017 年	2018 年	变动率
企业信息化产品线以及信息管理产品线	49,174.77	39,190.27	56,995.17	45.43
信息安全产品线	121,527.54	152,754.71	153,350.76	0.39
信息系统集成与运维产品线	195,760.79	245,847.96	269,366.64	9.57
合计	**366,463.10**	**437,792.94**	**479,712.57**	**9.58**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，受下游行业投资增长影响，企业信息化产品线及信息管理产品线增长较快；信息安全和信息系统集成与运维较为稳定，受上述影响，信息通信及现代服务业板块经营良好。

3．原材料采购

2018 年，公司金属材料采购金额 18.19 亿元，同比下降 51.83%，主要系公司去低端产品，电线电缆订单减少所致；公司配件装置采购金额为 126.76 亿元，同比增长 23.63%，主要系装置类产品订单增加所致；其他原材料采购金额合计为 95.03 亿元，同比增长 22.56%，主要系公司业务持续增长所致；软件采购金额较小，对公司采购总额影响较小。综合以上因素，2018 年，公司主要原材料采购金额为 243.73 亿元，同比增长 9.61%。

表 6　2016~2018 年公司原材料采购情况（单位：亿元、%）

原材料类别	2016 年		2017 年		2018 年		采购金额变动率
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比	
金属材料	42.74	17.30	37.76	17.00	18.19	7.50	-51.83
配件装置	118.31	47.90	102.53	46.10	126.76	52.00	23.63
软件	1.77	0.71	4.53	2.00	3.75	1.50	-17.22
其他	84.18	34.09	77.54	34.90	95.03	39.00	22.56
合计	**247.00**	**100.00**	**222.36**	**100.00**	**243.73**	**100.00**	**9.61**

资料来源：公司提供

2018 年，公司前五大供应商采购金额总额为 15.22 亿元，公司前五大供应商采购金额合计占当期采购总额的比重为 6.89%，但关键原材料因技术要求高、可替代性低，对特定厂商仍具有一定依赖。

总体看，2018 年，受装置类产品订单增加，整体业务规模扩大影响，带动公司整体采购额增长。公司原材料及生产设备采购集中度较低，但部分产品对特定厂商仍具有一定依赖。

4．产品销售

公司产品的销售对象仍主要是国家电网有限公司系统内单位、五大发电集团（中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司、中国电力投资集团公司）、中国南方电网有限责任公司、各省能源电力集团、各流域水电公司、各核电发电企业以及非电力行业的工矿企业等，产品下游客户较为固定。

近年来，国网公司招标体系逐步公开化，电网设备市场竞争加剧，公司投标价格有所下降。

从合同确认收入方式来看，在销售设备方面，系统类产品在安装调试完毕并经初验投运后确认收入，无需安装调试的产品在发货并验收时确认收入。在建造合同方面，依据已提供的劳务占应提供劳务总量的比例确定合同完工进度确认合同收入。

从销售结算方式来看，公司按照合同签订、到货、调试、投运、质保期结束等项目节点收取进度款。公司多采用 3-6-1 或 3-3-3-1 等方式收取进度款，在销售合同签订后客户支付合同总价款 30%的预付款，投运合格后付 60%（或到货调试后付 30%、投运合格后付 30%），公司完成投运合格后，根据合同规定将该批产品总价款的一定比例（一般为 10%）作为质保金，待质保期（1~3 年）期满后收回。

总体看，公司销售对象主要是国家电网有限公司系统内单位，销售集中度较高。国网公司招标体系逐步公开化，公司投标价格有所下降。

5．重大在建工程

公司重大在建工程如下表所示，总投资金额共 6.40 亿元，截至 2018 年底，公司已投资金额 2.56 亿元，尚需投资 3.84 亿元，尚需投资规模小。

表 7　截至 2018 年底公司重大在建情况（单位：亿元、%）

项目单位	项目名称	总投资	项目进度	资金来源	截至 2018 年底已完成投资	尚需投资
国电南瑞科技股份有限公司	南瑞集团江宁基地产业楼（5-8 号）建设项目	4.16	52.87	自筹	2.20	1.96
国电南瑞科技股份有限公司	国电南瑞电力工控安全防护系列设备产业化及应用能力建设项目（一期）	0.92	--	自筹	--	0.92
国电南瑞科技股份有限公司	南瑞集团江宁基地倒班楼	1.32	27.40	自筹	0.36	0.96
合计	--	**6.40**	--	--	**2.56**	**3.84**

资料来源：公司提供

总体看，公司重大在建工程规模较小，依靠公司自身的利润规模可以覆盖上述投资资金需求。

6．关联交易

受公司所处的输配电及控制设备制造行业特殊性影响，公司与关联方在出售产品、劳务方面存在较大规模的关联交易。公司发生的关联销售主要是向国家电网有限公司系统内单位销售的商品、劳务。

2018 年，公司向关联方销售、提供劳务的价值为 163.54 亿元，占营业收入比重为 55.37%。公司从关联方采购、接受劳务的价值为 21.41 亿元，占营业成本比重为 10.16%。公司向关联方销售、提供劳务金额和从关联方采购、接受劳务金额分别占营业收入和营业成本的比例均较上年变动不大。

总体看，2018 年，公司与关联方的往来款规模仍然较大。

7．经营关注

（1）关联销售较多

由于公司所处行业的特殊性，其与关联方在出售产品、劳务方面存在较多的关联交易。公司的关联销售主要是向国家电网有限公司系统内单位销售的商品、劳务。公司关联方交易虽然采取招标方式进行，且严格执行市场价格的定价原则，但关联销售占比较高；导致公司过分依赖关联方，降低公司的竞争力和经营的独立性。较大规模的关联交易对公司营业收入的稳定增长造成不利影响。

（2）下游客户较为集中

公司的主要客户为国家电网有限公司系统内单位、五大发电集团、中国南方电网有限责任公司、各省能源电力集团、各流域水电公司、各核电发电企业以及非电力行业的工矿企业等。下游客户集中度较高。流失任何该等客户或该等客户订单大幅下降，均会对公司销售造成较大不利影响。

8．未来发展

公司以全面建设成为具有全球竞争力的国际一流高科技企业为战略目标，致力于发展成为国际知名的能源互联网和能源信息技术引领者及整体解决方案提供商

从总体发展思路来看，公司将主动适应国家经济发展新常态，准确把握新一轮工业革命、能源革命和电力体制改革契机，以传统优势产业提升、新兴支柱产业培育、现代服务业发展、国际化发展为重点，顺应“互联网+”、人工智能等发展趋势，围绕国家电网有限公司“三型两网、世界一流”战略目标，坚持创新驱动，突出能源信息技术引领、高端装备研发和整体解决方案打造，大力实施创新发展、协调发展、融合发展、集聚发展和统筹发展。一是持续提升传统优势产业。围绕能源互联

网建设，加快传统优势产业向高端化、智能化发展，打造具备技术引领能力的能源互联网和能源信息技术产业集群。二是大力培育新兴支柱产业。聚焦新技术、新业态和新模式，围绕泛在电力物联网建设以及国家战略新兴产业等，培育发展新竞争优势，打造新效益增长点。三是加快发展现代服务业。强化“互联网+”思维模式，加大制造业与服务业的融合，加快发展生产性服务业，推进产品服务化和服务产品化，实现产业结构优化升级。四是加快实施国际化战略。创新自有优势产品的国际市场拓展模式，加大技术、人才、资本、市场等基础要素的国际国内双向配置，全面提升国际化发展水平。

总体看，随着公司技术水平的提高和产品结构的改善，公司在市场的整体竞争力将进一步提高。公司具有较强的技术实力，同时研发投入持续增加，可行性较强。

六、财务分析

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙），并出具了标准无保留审计意见。2019 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。会计政策变更上，财政部于 2018 年 6 月 15 日发布了《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对一般企业财务报表格式进行了修订。公司按照规定，对财务报表格式进行了相应修订。

2018 年底，公司合并范围共 7 家一级子公司，较上年未发生变化。同时，公司主营业务未发生变动，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 584.66 亿元，负债合计 245.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）339.31 亿元，其中属于母公司的所有者权益 191.38 亿元。2018 年，公司实现营业收入 295.35 亿元，净利润（含少数股东权益）32.21 亿元，其中归属于母公司的净利润 9.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.49 亿元。

1．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 584.66 亿元，较年初增长 14.67%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 76.11%，非流动资产占 23.89%，资产结构较年初变动不大。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 444.99 亿元，较年初增长 13.13%，主要系其他流动资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 19.82%）、应收账款（占 41.09%）、存货（占 14.12%）和其他流动资产（占比 14.53%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 88.19 亿元，较年初下降 8.03%。货币资金主要由银行存款构成（占比 97.05%）。货币资金受限金额为 2.15 亿元，主要为银行承兑汇票保证金及保函保证金，占货币资金的比重为 2.95%，货币资金受限比重很小。

截至 2018 年底，应收账款账面价值 182.86 亿元，较年初增长 8.16%。截至 2018 年底，公司累计计提应收账款坏账准备 19.82 亿元，计提比例为 10.84%。从集中度来看，公司应收账款前五名客户余额合计 41.88 亿元，占比为 20.66%，集中度一般。考虑应收账款客户多数为国家电网有限公司及下属公司，信用水平较高，出现坏账风险的可能性较小，但应收账款规模较大，对公司营运资金产生一定占用。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 62.85 亿元，较年初增加 2.61%。公司存货账面价值主要由原材料（占 16.39%）、自制半成品及在产品（占 69.21%）、库存商品（占 6.73%）和周转材料（占 7.68%）构成。截至 2018 年底，公司计提存货跌价准备 0.82 亿元，计提比例为 1.29%。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 64.67 亿元，较年初增长 134.07%，主要系购买银行理财所致。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产总额为 139.67 亿元，较年初增长 19.86%，主要系固定资产、长期股权投资和建工程增长所致。公司非流动资产主要由长期应收款（占 7.17%）、长期股权投资（占 15.89%）、固定资产（占 44.84%）、在建工程（占 14.42%）、无形资产（占 7.56%）和递延所得税资产（占 6.43%）构成。

截至 2018 年底，公司长期应收款为 10.01 亿元，较年初增长 36.06%，主要公司新接项目所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 22.19 亿元，较年初增加 21.63 亿元，主要系本年新增对参股企业北京智芯微电子的投资所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 62.63 亿元，较年初增长 12.55%，主要系在建工程转固及新购买电子设备所致。公司累计计提折旧 30.30 亿元，固定资产成新率为 67.39%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司在建工程合计 20.14 亿元，较年初增长 18.67%，主要系公司业务拓展承接的配网节能改造、配网自动化租赁等项目增加所致。公司在建工程各项目进展顺利，未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司无形资产为 10.56 亿元，较年初下降 3.00%；无形资产账面价值主要由土地使用权（占 55.74%）、专利权（占 23.97%）、软件（占 8.45%）和著作权（占 9.00%）构成。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产为 8.98 亿元，较年初增长 44.58%，主要系计提减值准备暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，公司受限资产 2.15 亿元，占总资产比重为 0.37%，比例很小。

总体看，2018 年底，公司资产规模持续增长，资产构成仍以流动资产为主。公司现金类资产充足，资产受限比例很小，资产质量很好。

2．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 245.35 亿元，较年初增长 0.38%，变动不大。其中，流动负债占 98.16%，非流动负债占 1.84%，负债结构较年初变动不大，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 240.84 亿元，较年初增长 6.16%。公司流动负债主要由短期借款（占 5.28%）、应付票据（占 7.32%）、应付账款（占 60.04%）和预收款项（占 19.46%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 12.73 亿元，较年初下降 45.94%，主要系偿还短期借款所致。公司短期借款由保证借款（占 88.53%）和信用借款（占 11.47%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据为 17.63 亿元，较年初增长 0.11%，变动不大。其中，银行承兑汇票占 75.39%，商业承兑汇票占 24.61。

截至 2018 年底，公司应付账款为 144.61 亿元，较年初增长 12.28%，主要系业务规模扩大，应付上游采购款增加所致。

截至 2018 年底，公司预收款项为 46.88 亿元，较年初增长 26.99%，主要系业务规模扩大所致。

截至 2018 年底，公司的非流动负债合计 4.51 亿元，较年初下降 74.33%，主要系应付债券减少

所致；公司非流动负债主要由长期应付款（占 35.60%）、长期应付职工薪酬（占 7.54%）和递延收益（占 50.65%）构成。

截至 2018 年底，公司长期应付款 1.60 亿元，较年初增加 1.47 亿元，主要系下属子公司收购少数股东股权分期支付所致。

截至 2018 年底，公司长期应付职工薪酬 0.34 亿元，较年初无变化。

截至 2018 年底，公司递延收益 2.28 亿元，较年初增长 59.77%，主要系收到政府补助增加所致。

截至 2018 年底，公司全部债务为 40.79 亿元，较年初下降 33.21%%，主要系对到期债务进行偿付所致。其中，公司短期债务 39.23 亿元（占 96.19%），长期债务 1.56 亿元（占 3.81%），以短期债务为主；公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.96%、10.73%和 0.46%，债务负担很轻。

总体看，2018 年底，公司负债总额保持稳定，负债结构仍以流动负债为主；公司债务负担很轻。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 339.31 亿元，较年初增长 27.83%，主要系资本公积和少数股东权益增加所致。归属于母公司的所有者权益 191.38 亿元，其中实收资本占 10.45%、资本公积占 18.25%、盈余公积占 33.72%、未分配利润占 37.65%。

截至 2018 年底，公司资本公积 34.94 亿元，较年初增长 1.62 倍，主要系【】所致。

截至 2018 年底，公司少数股东权益 147.93 亿元，较年初增长 47.39%，主要系【】所致。

总体看，2018 年底，公司所有者权益有所增长，所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益的结构稳定性一般。

3．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 295.35 亿元，同比增长 9.51%；公司实现净利润 32.21 亿元，同比增长 16.74%。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用（含研发费用）为 40.26 亿元，同比增长 4.88%；其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 40.18%、21.53%、39.41%和-1.12%。2018 年，销售费用为 16.18 亿元，同比增长 18.57%，主要系业务规模增长，销售人员薪酬增加所致；管理费用为 8.67 亿元，同比下降 8.98%；研发费用 15.87 亿元，同比增长 17.29%，主要系研发人员薪酬增长所致；财务费用-0.45 亿元，上年同期为 1.69 亿元，财务费用为负，主要系汇兑收益增加所致。2018 年，公司费用收入比为 13.63%，较上年下降 0.60 个百分点。

2018 年，公司的资产减值损失为 4.81 亿元，同比增长 183.22%，主要系计提的坏账准备增加所致；实现投资收益 3.04 亿元，较上年增加 2.71 亿元，主要系联营企业北京南瑞智芯微电子科技有限公司经营情况良好所致，投资收益占营业利润的比例为 8.35%，投资收益对营业利润影响很小；公司其他收益 6.02 亿元，占营业利润比重的 16.53%，对营业利润有一定贡献。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 24.53%，较上年下降 1.35 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.43%、6.91%和 10.65%，分别较上年提升 0.17 个百分点、下降 0.66 个百分点和 0.14 个百分点，盈利能力较上年变化不大。

总体看，2018 年，公司营业收入和利润均保持增长，盈利能力较上年变化不大。

4．现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入量减少至 312.70 亿元，同比增长 8.18%。同时，

公司经营活动现金流出量为 280.52 亿元，同比增长 9.14%。综上，2018 年，公司经营活动现金流量净额为 32.18 亿元，同比增长 0.46%。从现金收入质量来看，2018 年，公司现金收入比为 100.89%，较上年变动不大。

投资活动方面，2018 年，由于公司购买结构性存款，投资活动产生的现金流量净额为-57.94 亿元。其中，公司投资活动现金流入量为 36.98 亿元，同比增长 143.38%；公司投资活动现金流出量为 94.92 亿元，较上年提高 38.16%。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入量为 81.55 亿元，同比增长 194.67%，主要系下属上市公司非公开发行股票所致。公司筹资活动现金流出量为 62.71 亿元，同比增长 61.34%，主要系公司偿还债务增长所致。综上所述，2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 18.84 亿元，筹资活动现金流呈净流入。

总体看，2018 年，公司经营活动净现金持续呈流入状态，且净流入规模较大；投资活动现金以银行理财投资为主，未有大规模资本性支出，外部筹资需求较小。

5．偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2018 年底，公司流动比率从年初的 1.73 倍提升至 1.85 倍，速动比率从 1.46 倍提升至 1.59 倍，现金短期债务比从年初的 2.48 倍提升至 2.72 倍，现金对短期债务的保障程度较高。公司短期偿债能力仍很强。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 42.98 亿元，同比下降 8.61%；从 EBITDA 的构成来看，折旧占 9.41%、摊销占 2.63%、计入财务费用的利息支出占 2.61%、利润总额占 85.35%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 33.68 倍，EBITDA 对利息的保障能力非常强；公司 EBITDA 全部债务比提升至 1.05 倍，对全部债务保护能力仍很强。整体看，公司的长期偿债能力非常强。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信总额 195.01 亿元，已使用授信额度 49.54 亿元，未使用 145.47 亿元，间接融资渠道较畅通。公司控股上市公司国电南瑞，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1032010100377660T），截至 2019 年 4 月 12 日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保和重大未决诉讼。

总体上，公司整体偿债能力仍极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月末，公司现金类资产达 106.58 亿元，为“16 南瑞 01”待偿本金（5 亿元）的 21.32 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 339.31 亿元，约为债券待偿本金合计（5 亿元）的 67.86 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 南瑞 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 42.98 亿元，约为债券待偿本金合计（5 亿元）的 8.60 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 312.70 亿元，约为债券待偿本金合计（5 亿元）的 62.54 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国家电网有限公司系统内直属单位，经营规模大、技术水平高、财务状况良好等优势，公司对本次债券的偿还能力仍极强。

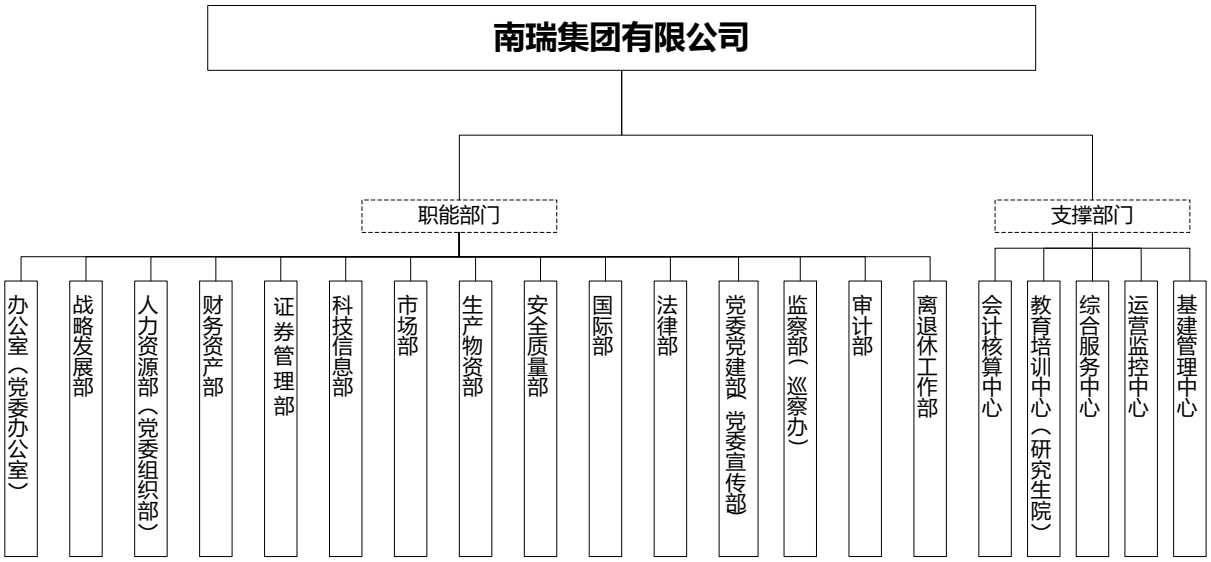
八、综合评价

跟踪期内，公司收入保持增长，公司主要业务板块发展平稳，技术实力和竞争力仍很强；此外，公司资产规模有所增长，整体债务负担仍然很轻，经营活动现金流状况仍保持净流入。同时，联合评级也关注到电网行业竞争激烈，国网招标体系逐步公开化，大额应收账款及存货对资金存在占用以及关联交易规模仍较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，在国内电网投资建设投入持续增加的背景下，公司电网自动化及工业控制行业、继电保护行业等主要业务板块均将保持平稳发展态势，公司发展前景较好。

综上，联合评级维持公司 AAA 的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“16 南瑞 01”的 AAA 债项信用等级。

附件 1　南瑞集团有限公司
组织机构图



附件 2　南瑞集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	476.56	509.88	584.66
所有者权益（亿元）	245.80	265.44	339.31
短期债务（亿元）	43.39	46.04	39.23
长期债务（亿元）	15.03	15.03	1.56
全部债务（亿元）	58.46	61.07	40.79
营业收入（亿元）	311.83	269.71	295.35
净利润（亿元）	32.00	27.59	32.21
EBITDA（亿元）	48.81	47.03	42.98
经营性净现金流（亿元）	42.50	32.03	32.18
应收账款周转次数（次）	1.75	1.50	1.52
存货周转次数（次）	3.83	3.13	3.50
总资产周转次数（次）	0.69	0.55	0.54
现金收入比率（%）	98.47	102.58	100.89
总资本收益率（%）	11.50	9.26	9.43
总资产报酬率（%）	8.48	7.57	6.91
净资产收益率（%）	13.60	10.79	10.65
营业利润率（%）	21.09	25.88	24.53
费用收入比（%）	11.56	14.23	13.63
资产负债率（%）	48.42	47.94	41.96
全部债务资本化比率（%）	19.20	18.70	10.73
长期债务资本化比率（%）	5.76	5.36	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	26.20	32.02	33.68
EBITDA 全部债务比（倍）	0.84	0.77	1.05
流动比率（倍）	1.78	1.73	1.85
速动比率（倍）	1.48	1.46	1.59
现金短期债务比（倍）	2.62	2.48	2.75
经营现金流动负债比率（%）	19.95	14.12	-5.70
EBITDA/待偿本金合计（倍）	9.76	9.41	8.60

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。3、已将其他应付款与长期应付款中的计息部分调整进入短期债务和长期债务。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 3　公司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

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。