跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1265 号

正泰集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

正泰集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

正泰集团股份有限公司公开发行的“16 正集 01”、“16 正集 02”和“17 正集 01”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六 月 二十五 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

正泰集团股份有限公司
公司债券 2018 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	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 正集 01	10 亿元	3 年	AA+	AA+	2017/6/20
16 正集 02	10 亿元	5 年	AA+	AA+	2017/6/20
17 正集 01	10 亿元	3 年	AA+	AA+	2017/6/20

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	502.01	613.88	619.95
所有者权益（亿元）	151.64	214.75	219.74
长期债务（亿元）	101.75	147.44	137.34
全部债务（亿元）	252.57	272.63	291.07
营业收入（亿元）	262.30	300.72	64.07
净利润（亿元）	25.05	24.95	10.40
EBITDA（亿元）	50.97	53.32	--
经营性净现金流（亿元）	51.75	23.10	-8.66
营业利润率（%）	27.60	26.87	26.08
净资产收益率（%）	17.90	13.62	4.79
资产负债率（%）	69.79	65.02	64.56
全部债务资本化比率（%）	62.48	55.94	56.98
流动比率（倍）	1.07	1.29	1.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.06	5.02	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.70	1.78	--

注：1. 本报告中数据不特别说明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 本报告将其他流动负债中短期融资券计入短期债务，将长期应付款中融资租赁款计入长期债务；5、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，正泰集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内知名工业电气制造企业，在保持了技术研发能力强、产品质量高、销售渠道畅通等优势的基础上，整体经营业绩较好，收入规模增长较快。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到光伏业务补贴存在不确定性、低压电器原材料价格上升、输配电业务带动应收账款不断增长以及债务规模增长较快等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工和投入运营，公司盈利能力和整体竞争实力将进一步增强。

综合考虑上述因素，联合评级维持公司主体信用级别为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16正集01”、“16正集02”和“17正集01”债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，公司在技术研发、产品质量和营销网络方面仍具备竞争优势。

2. 跟踪期内，公司各业务板块收入规模增长明显，整体盈利能力较强。

3. 跟踪期内，公司债务结构有所调整，短期债务规模下降，短期偿债压力有所减少。

关注

1. 光伏行业政策的稳定性及光伏补贴的及时性对公司利润有一定影响。

2. 2017年，公司低压电器原材料价格上升，对公司成本控制形成挑战。

3. 2017年，公司输配电业务生产周期较长，库存较大，新能源业务应收账款不断增长，对公司资金形成一定占用。

分析师

高　鹏
电话：010-85172818
邮箱：gaop@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

正泰集团股份有限公司（以下简称“公司”）的前身为乐清县求精开关厂，由郑碎钿、胡成中等 9 名自然人于 1984 年 6 月投资成立，初始设立资金为 1.08 万元。1993 年 4 月，乐清县乡镇企业管理局批准乐清县求精开关厂分设为乐清求精开关一厂和乐清求精开关二厂。1994 年 2 月，温州市政府批复同意以乐清求精开关一厂为主体改制设立温州正泰集团公司。1995 年 11 月，国家工商行政管理局批准温州正泰集团公司更名为正泰集团公司。2004 年 12 月，正泰集团公司进行改制并更为现名。历经多次股东变更和转股增资，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 15.00 亿元，股东为南存辉等 128 名自然人，其中南存辉持股 31.10%，温州辉泰投资管理有限公司持股 9.13%，朱信敏持股 9.13%，林黎明持股 6.09%，吴炳池持股 6.09%，其他 123 人合计持股 38.46%。

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 15.00 亿元，公司实际控制人南存辉，持有公司 31.10%的股权；公司前 10 大股东股权结构如下表所示：

表 1　截至 2018 年 3 月底公司前 10 大股东股权结构表[1]（单位：%）

序号	股东	股权占比
1	南存辉	31.10
2	温州辉泰投资管理有限公司	9.13
3	朱信敏	9.13
4	林黎明	6.09
5	吴炳池	6.09
6	黄李忠	3.04
7	陈景城	2.69
8	倪彩荣	2.28
9	朱信阳	2.15
10	金炘	1.38

资料来源：公司提供

2017 年，公司经营范围、组织结构均未发生变化；截至 2017 年底，纳入合并范围的子公司共有 334 家，总员工人数 31,057 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 613.88 亿元，负债合计 399.13 亿元，所有者权益 214.75 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 113.75 亿元。2017 年，公司实现营业收入 300.72 亿元，净利润 24.95 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.51 亿元；公司经营活动产生的现金流净额为 23.10 亿元，现金及现金等价物净增加额为 32.01 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 619.95 亿元，负债合计 400.21 亿元，所有者权益 219.74 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 116.30 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 64.07 亿元，净利润 10.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.18 亿元；公司经营活动产生的现金流净额为-8.66 亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.65 亿元。

公司注册地址：浙江省乐清市柳市镇工业区正泰大楼；法定代表人：南存辉。

二、本次债券及债券筹资项目概况

经中国证监会证监许可[2016]812 号文核准，公司已发行 30 亿元的公司债券，本次债券采取

[1] 公司股东中南存辉、南存飞为兄弟关系，其他部分股东与南存辉为亲属关系。

分期发行方式。其中，第一期于 2016 年 6 月 14 日发行完毕，发行规模为 10 亿元，债券期限为 3 年，本期债券为固定票面利率，票面利率为 3.88%；经上海证券交易所同意，第一期债券于 2016 年 7 月 8 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“16 正集 01”，证券代码为“136489.SH”。

第二期债券分为两个品种，品种一为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，初始发行规模为 5 亿元；品种二为 5 年期固定利率，初始发行规模为 5 亿元。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，2016 年 8 月 9 日，公司行使品种间互拨权，将品种二的 5 亿元发行规模全部拨至品种一；第二期债券于 2016 年 8 月 11 日发行完毕，实际发行规模为 10 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售权，最终票面利率为 3.40%；经上海证券交易所同意，第二期债券于 2016 年 9 月 6 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“16 正集 02”，证券代码为“136617.SH”。

第三期于 2017 年 4 月 12 日发行完毕，发行规模为 10 亿元，债券期限为 3 年；本期债券为固定利率债券，票面利率为 4.98%；经上海证券交易所同意，于 2017 年 4 月 21 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“17 正集 01”，证券代码为“143061.SH”。

公司存续债券共募集资金 30.00 亿元，截至本报告出具日，存续债券均已按照募集说明书指定用途使用完毕。

截至到 2018 年 5 月底，公司均正常兑付利息。

三、行业分析

1．低压电器行业

低压电器作为国民经济基础产品，其行业发展与全社会固定资产投资情况联系密切。2017 年年全年全社会固定资产投资（不含农户）631,684 亿元，同比增长 7.2%，较上年增速有所下滑。受我国宏观经济环境向弱影响，中国低压电器行业明显承压。

原材料方面，低压电器产品成本受原材料价格波动影响较大。2017 年，铜期货维持上升趋势，铜期货结算价格一路上升，升至 7,251 美元/吨，全年累计涨幅达到 31%。受供给侧改革影响，钢材价格大幅上涨，其中，螺纹钢价格由 2016 年 12 月底的 3,320.00 元/吨上涨至 2017 年 12 月 29 日的 4,470 元/吨。整体看，原材料价格的上升对于低压电器行业成本控制带来挑战。

需求方面，低压电器产品的需求包含增量需求及存量需求。由于电能都是通过低压电器的分配以实现利用的，每新增 1 万 KW 发电量，约需 6 万件各类低压电器产品与之配套。因此，分配使用新增发电量所需的配套设施构成了对低压电器的增量需求，而对在役各类低压电器产品的更换维修则形成了存量需求。

2017 年，全国发电装机容量 17.77 亿千瓦，较上年增长 7.6%。2017 年，电网工程建设完成投资 5,315 亿元，同比微降 2.2%，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 2,615 亿元，占电力基本建设投资完成额的比重达 66.3%，较 2016 年提升 5.1 个百分点，是“十二五”以来电网建设投入连续第五次超过电源建设投入。我国电网投资、发电装机总容量的不断增长，对低压电器产品市场需求提供了有力保障。

出于产品寿命、安全性及稳定性等考虑，一般低压电器产品使用周期在 5 年左右，因此低压电器产品存在稳定而可持续的更新维修需求。截至 2017 年底，全国发电装机容量达到 17.77 亿千瓦，同比增长 7.6%，在使用中的各类低压电器产品约有 106 亿件，未来更新维修需求旺盛。

在全球范围内，低压电器行业是一个充分竞争、市场化程度较高的行业，形成了跨国公司与各国国内本土优势企业共存的竞争格局。目前，全球低压电器行业核心技术主要由施耐德、罗格

朗、西门子、ABB 等跨国企业掌握，代表行业最先进的技术，引领行业的发展方向。我国低压电器行业呈现产品同质化、低价竞争较为激烈、技术研发能力较低的产业格局。

总体看，2017 年低压电器行业下游需求旺盛，原材料价格上升给低压电器行业成本控制带来了挑战。

2．输配电行业

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》，配网及农网领域投资保持较大投资规模。

2017 年，我国电网建设增速有所回落，全国电网新增 220 千伏及以上输电线路回路长度为 41,459 千米，同比增长 18.5%；新增 220 千伏及以上变电设备容量 24,263 万千伏安，同比微降 0.5%。2017 年，共建成“两交六直”特高压输电工程，其中，国家大气污染防治行动计划特高压交直流工程全面建成，基本形成西电东送、北电南供的特高压输电网络。全国完成跨区送电量 4,235 亿千瓦时、同比增长 12.1%，跨省送出电量 1.13 万亿千瓦时、同比增长 12.7%。根据国家电网公司和南方电网公司 2017 年工作会议的数据显示：过去一年，国家电网公司发展总投入 6,081 亿元，固定资产投资 5,066 亿元，其中电网投资 4,854 亿元。110（66）千伏及以上线路开工 4.9 万千米、投产 5.5 万千米；变电（换流）容量开工 2.6 亿千伏安（千瓦）、投产 3.5 亿千伏安（千瓦）。南方电网公司滇西北直流双极低端及受端配套工程、鲁西背靠背直流扩建工程等“西电东送”输电通道重大项目顺利投产，形成“八交十直”共 18 条 500 千伏及以上大通道，2017 年“西电东送”电量累计 2,028 亿千瓦时，创历史新高。

总体看，2017 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。

3．光伏行业

光伏发电是一种利用光电伏打效应将太阳能转化为电能的发电方式，是目前比较成熟的一种新能源利用方式。2008 年以来，光伏行业的发展经历了大幅度的起伏，行业供求、经济发展周期和政策补贴的调整等均会对光伏行业发展造成影响。进入 2017 年后，我国光伏装机规模仍保持较快增速，2017 年我国新增光伏装机容量 5,306 万千瓦，截至 2017 年底，我国光伏发电装机容量达 1.3 亿千瓦。

上游原材料方面，进入 2017 年后，全年多晶硅产量为 24.20 万吨，同比增长 24.10%；硅片产量 87GW，同比增长 34.3%；电池片产量超过 68GW，同比增长 33.3%；组件产量约 75GW，同比增长 31.7%。价格方面，硅料、组件、逆变器等成本均呈现下降趋势。

下游光伏发电方面，国际市场方面，2017 年全球光伏新增装机约 99GW，其中中国 53.06GW，美国 11.8GW、澳大利亚 1.34GW、欧洲 1.79GW、印度 9.6GW。国内市场方面，2017 年中国装机 53.06GW（连续五年第一），其中地面电站 34.06GW，分布式电站 19GW。区域方面，由西北部向中部转移；结构方面，由地面式转向分布式，分布式光伏新增装机同比 2016 年增长 53.62%。

政策方面，2017 年 2 月，国家能源总局颁布《2017 年能源工作指导意见》，继续实施光伏发电“领跑者”行动，充分发挥市场机制作用，推动发电成本下降。调整光伏电站发展布局，严格

控制弃光严重地区新增规模，对弃光率超过5%的省份暂停安排新建光伏发电规模。2017年8月，国家能源局、工信部以及国家认监委正式发布《关于提高主要光伏产品技术指标并加强监管工作的通知》，《通知》规定，自2018年1月1日起，新投产并网运行的光伏发电项目的光伏产品供应商应满足《光伏制造行业规范条件》要求。其中，多晶硅电池组件和单晶硅电池组件的光电转换效率市场准入门槛分别提高至16%和16.8%。2017年国家能源局指导有关省级能源主管部门及市县级政府部门组织的先进光伏发电技术应用基地采用的多晶硅电池组件和单晶硅电池组件光电转换效率“领跑者”技术指标分别提高至17%和17.8%。

总体看，光伏发电行业未来仍是我国能源供应开发的重点方面，短期内光伏行业政策稳定性及补贴的及时性对光伏行业企业具有一定影响，长期内随着光伏发电补贴电价规模的下调，我国光伏发电行业将回归理性。

四、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员和管理制度与模式未发生变化。

总体看，跟踪期内，公司高级管理人员保持稳定，管理制度与模式保持连续。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司仍以低压电器、输配电设备和新能源的生产与销售为主营业务。2017年，公司各项业务稳定增长，实现营业收入300.72亿元，同比增长14.65%；实现净利润24.95亿元，同比减少0.36%。

2017年，公司实现主营业务收入293.91亿元，同比增长14.11%，占营业收入的比重为97.74%，主营业务突出。从收入构成来看，2017年，公司低压电器板块实现收入138.31亿元，同比增长13.39%，主要系公司加大渠道建设所致；低压电器板块收入占比较上年下降0.30个百分点至47.06%。2017年，公司太阳能板块实现收入87.91亿元，较上年增长18.17%，主要系光伏行业需求增长所致，收入占比较上年上升1.03个百分点至29.91%。2017年，公司高压电器板块实现收入63.67亿元，同比增长10.52%，主要系下游需求增长所致，占比较上年下降0.71个百分点；其他业务板块实现收入4.02亿元，占比1.37%，对公司主营业务影响较小。

表2　2016~2017年公司主营业务构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
低压电器	121.98	47.36	33.52	138.31	47.06	32.80
太阳能	74.39	28.88	26.85	87.91	29.91	29.29
高压电器	57.61	22.37	17.23	63.67	21.66	14.98
其他	3.58	1.39	27.06	4.02	1.37	47.96
合计	**257.56**	**100.00**	**27.86**	**293.91**	**100.00**	**28.10**

资料来源：公司提供

从毛利率方面，2017年，受大宗原材料采购价格上升影响，公司低压电器业务毛利率较上年下降0.72个百分点至32.80%，高压电器业务毛利率较上年下降2.25个百分点至14.98%；太阳能业务毛利率为29.29%，较上年上升2.44个百分点，主要系光伏产业相关成本随着技术进步和规模

优势的不断扩展而下降所致；受上述因素影响，公司主营业务毛利率为 28.10%，较上年提升 0.24 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 64.07 亿元，较上年同期增长 27.68%；实现净利润 10.40 亿元，较上年同期增长 213.25%，主要系投资收益大幅增长所致。

总体看，2017 年，公司各板块业务发展较好，收入规模持续增长，综合毛利率略有上升。

2. 低压电器业务

公司低压电器业务的经营主体是浙江正泰电器股份有限公司（以下简称“正泰电器”）。正泰电器成立于 1997 年 8 月，注册资本为 21.51 亿元，主要从事低压电器及元器件、电子元器件、电源类产品的生产和销售，主要产品包括配电电器、终端电器、电源电器等。

（1）原材料采购

正泰电器低压电器生产所需原材料主要包括银、铜、钢材、塑料等。

从采购量上来看，2017 年，随着原料价格上涨，采购均价均呈现不同幅度上涨，银的采购价格较上年增长 2.11%，增幅较小；铜材、钢材和塑料的采购价格分别较上年增长 29.13%、36.11%和 14.29%，上涨幅度较大，原材料价格的上升对公司成本控制带来了一定的压力；采购量上，银与塑料的采购量较上年均有所增长，分别增长了 7.39%和 9.40%，铜材和钢材的采购量较上年略有下降，分别下降了 4.69%和 0.16%。受上述因素影响，2017 年，公司采购总额为 33.34 亿元，较上年增长了 21.41%。

表 3　2016~2017 年正泰电器采购情况（单位：%、亿元、万元/吨、吨）

原材料	2016 年			2017 年		
名称	采购金额	均价	采购量	采购金额	均价	采购量
银	6.83	383.56	178.13	7.49	391.64	191.30
铜材	10.29	3.81	26,989.17	12.66	4.92	25,724.40
钢材	2.55	0.36	71,354.85	3.49	0.49	71,241.60
塑料	7.78	1.40	55,414.14	9.70	1.60	60,621.34
合计	**27.46**	--	--	**33.34**	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

2017 年，正泰电器前五名供应商采购总额占年度采购总额的比重为 11.01%，较上年变化不大，采购集中度很低，对上游供应商依赖度小。

从结算方式看，正泰电器对上游的付款期限一般为 75 天、90 天、120 天，主要采取银行存款现金和承兑汇票组合结算方式结算。

总体看，2017 年，主要原材料价格均呈现不同程度的上涨，对正泰电器成本控制带来了一定的压力；公司原材料供应商集中度很低。

（2）产品生产

生产方面，正泰电器仍采用“存货生产”和“订单生产”相结合的生产模式，2017 年两种生产模式占比分别占比 87%和 13%，仍以存货生产模式为主。

2017 年，正泰电器主要产品产能和产量均呈现不同程度的增长。产量方面，电子电器、电源电器、仪器仪表和建筑电器的产量增幅较大，产量分别为 13.87 万台、1,109.87 万台、1,590.13 万台和 31,866.80 万台，分别同比增长 15.58%、11.21%、12.86%和 24.66%。在产能利用率方面，正泰电器各主要产品产能利用率较高，均能维持在 95%以上水平。

表 4　2016~2017 年正泰电器主要产品产能利用率情况表（单位：万台、%）

项目		2016 年	2017 年
配电电器	产能	7,411.33	7,927.16
	产量	7,146.00	7,852.00
	产能利用率	96.42	99.05
终端电器	产能	32,141.54	34,801.56
	产量	34,745.00	36,063.50
	产能利用率	108.10	103.63
控制电器	产能	10,940.30	12,207.41
	产量	10,995.00	12,531.00
	产能利用率	100.50	102.65
电源电器	产能	1,083.25	1,099.07
	产量	998.00	1,109.87
	产能利用率	92.13	100.98
电子电器	产能	13.04	13.77
	产量	12.00	13.87
	产能利用率	92.00	100.73
仪器仪表	产能	1,515.05	1,548.55
	产量	1,409.00	1,590.13
	产能利用率	93.00	102.68
建筑电器	产能	26,353.61	30,846.72
	产量	25,563.00	31,866.80
	产能利用率	97.00	103.31

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，2017 年，主要产品产能和产量均实现不同幅度的增长，产能利用率仍处于较高水平。

（3）产品销售

正泰电器拥有完善的销售网络，截至 2017 年底，拥有 519 家核心经销商，公司与经销商形成了长期稳定合作关系。从销售模式上看，正泰电器采取分销（经销商模式）和直销相结合的销售模式，其中分销占比 84%，直销占比 16%，仍以分销模式为主。

销售量来看，2017 年，正泰电器加强渠道生态重构，实现深度分销，增设授权经销商、建设二级分销网络，主要产品销量均有不同程度的增长，受销量增长的带动，主要产品销售额也均实现增长。在产销率方面，2017 年，正泰电器主要产品产销率均维持在 97%以上，其中配电电器、终端电器和电子电器产销率超过 100%，主要系去化原有存货所致。产销率仍然维持很高水平。

表 5　2016~2017 年正泰电器产销率情况（单位：万元、万台、%）

项目		2016 年	2017 年
配电电器	销售额	325,590.81	369,714.27
	销量	7,207.00	7,867.42
	产销率	100.85	100.20
终端电器	销售额	365,334.21	401,116.88
	销量	34,691.00	36,567.77
	产销率	99.84	101.40
控制电器	销售额	189,391.19	229,971.21
	销量	11,118.00	12,376.09

	产销率	101.12	98.76
电源电器	销售额	43,229.79	49,896.41
	销量	998.00	1,094.24
	产销率	100.00	98.59
电子电器	销售额	59,982.96	61,107.55
	销量	13.00	13.95
	产销率	108.33	100.58
仪器仪表	销售额	124,414.87	124,595.42
	销量	1,383.00	1,582.63
	产销率	98.15	99.53
建筑电器	销售额	105,918.31	141,573.03
	销量	25,774.00	31,663.22
	产销率	100.83	99.36

资料来源：公司提供，联合评级整理

从销售集中度看，2017 年，正泰电器前五名经销商合计销售收入 20.87 亿元，占比为 8.91%，较上年变化不大，销售集中度较低。

从结算方式看，正泰电器与下游客户的结算仍以 30 天信用期（根据客户信用等级，信用额度有所不同）为主，并设置相应奖励政策，鼓励客户提前付款，主要结算方式为现金、银行存款和承兑汇票。

总体看，公司营销网络完善，2017 年，正泰电器低压电器产品销售量规模大幅增长，产品产销率处于较高水平。

3. 高压电器

公司高压电器的经营主体是浙江正泰电气股份有限公司（以下简称“正泰电气”）。正泰电气成立于 2004 年 1 月，注册资本 8.50 亿元，主要从事电力输变电设备的生产和销售，如高压变压器、高压开关、电容器、电线电缆等。

（1）原料采购

高压电器生产所需原材料主要包括铜材、硅钢片、变压器油、变压器油箱钢材和塑料等，其中，铜杆和硅钢片占比最高。2017 年，受行业供求影响，上述两种原材料采购价格分别为 4.29 万元/吨和 0.93 万元/吨，较上年分别增长 30%和下降 13.88%；从采购量来看，受公司高压电器业务规模扩张影响，铜杆和硅钢片的采购量均实现增长，铜杆的采购量为 44,233.26 吨，较上年增长 33%，硅钢片的采购量为 15,403.89 吨，较上年增长 8.58%。综合上述因素影响，2017 年，公司采购额较上年大幅增长 63.19%至 20.41 亿元。

表 6　2016~2017 年正泰电气采购情况（单位：万元、万元/吨、吨）

原材料	2016 年			2017 年		
名称	采购金额	均价	采购量	采购金额	均价	采购量
铜杆	109,752.75	3.30	33,258.41	189,711.16	4.29	44,233.26
硅钢片	15,321.74	1.08	14,186.80	14,396.03	0.93	15,403.89
合计	**125,074.50**	--	--	**204,107.19**	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

正泰电气主要原材料供应商集中度高，2017 年，铜杆与硅钢片前五大供应商占铜杆与硅钢采

购总额分别为 63.16%和 96.23%，供应商集中度很高。

在采购结算方面，正泰电气采购通常需要支付一定比例的预付款（30%），在货到后按合同约定信用期限结清货款。

总体看，2017 年，正泰电气主要原材料价格有所波动，采购量大幅增加，供应商集中度较高。

（2）产品生产

产品生产方面，正泰电气生产基地主要位于上海市松江工业区，采用“订单式定产”和“库存定产”相结合的生产模式，以订单式生产为主。

从产能来看，2017 年，中压产品、箱变和电缆的产能均通过技术改造实现产能扩张，其余主要产品的产能未有变化。从产量来看，由于客户定制化产品较多，产量变化趋势不尽相同，除中压产品、箱变和电缆有所增长外，其他产品产量均有下降；其中，2017 年，中压产品产量为 8,295 台，同比增长 20.76%；箱变产量为 9,906 台，同比增长 38.88%；电缆产量为 452,802 千米，同比增长 22.25%；低压产品受下游订单减少的影响，产量下降较大，降幅达 33.41%；元件产品类型涉及种类多，产品差异大，受避雷器绝缘子低压类产量下降影响，元件类产量下降 21.02%；正泰电气不同产品产能利用率有较大差别，2017 年主要产品中压产品、变压器、箱变和电缆整体产能利用率较高；低压产品、元件产品和合电产品受产量下滑影响，产能利用率较上年有所下滑。整体看，正泰电气主要产品产能利用率仍处于较高水平。

表 7　2016~2017 年正泰电气主要产品产能利用率情况

项目		2016 年	2017 年
中压产品	产能（台）	8,550.00	9,400.00
	产量（台）	6,869.00	8,295.00
	产能利用率（%）	80.00	88.24
低压产品	产能（台）	155,000.00	155,000.00
	产量（台）	152,429.00	101,495.00
	产能利用率（%）	98.34	65.48
变压器	产能（台）	500.00	500.00
	产量（台）	447.00	408.00
	产能利用率（%）	89.00	81.60
元件	产能（台）	1,706,500.00	1,706,500.00
	产量（台）	1,466,830.00	1,158,488.00
	产能利用率（%）	85.96	67.89
箱变	产能（台）	7,380.00	9,000.00
	产量（台）	7,133.00	9,906.00
	产能利用率（%）	96.65	110.07
合电	产能（台）	50,000.00	50,000.00
	产量（台）	42,405.00	31,253.00
	产能利用率（%）	84.81	62.51
电缆	产能（千米）	396,990.00	480,875.00
	产量（千米）	370,390.00	452,802.00
	产能利用率（%）	93.00	94.16

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，正泰电气生产模式仍以“按订单定产”为主，主要产品产能有所提升，产量均有增长；主要产品产能利用率仍处于较高水平。

（3）市场销售

跟踪期内，公司主要客户、销售模式及产品构成较上年无变化。

分产品来看，2017 年，正泰电气主要产品中除变压器、合电销量小幅下降之外，其他产品销量均实现增长，增幅大部分位于 10%以内；箱变、中压产品增幅较大，分别同比增长 57.84%和29.50%，主要系订单增长所致；由于部分产品销售均价有所下降，但由于销量增长，因此除元件、合电销售金额有所下降之外，其他均实现了不同程度的增长，增幅位于 0%~30%之间。

表 8　2016~2017 年正泰电气主要产品产销率情况

项目		2016 年	2017 年
中压产品	销售金额（万元）	33,109.63	40,319.14
	销量（台）	6,319	8,183
	产销率（%）	92.00	98.65
	销售均价（万元/台）	5.24	4.93
	占比（%）	5.73	5.85
低压产品	销售金额（万元）	57,615.74	65,815.21
	销量（台）	103,264	126,352
	产销率（%）	68.00	124.49
	销售均价（万元/台）	0.56	0.52
	占比（%）	9.97	9.55
变压器	销售金额（万元）	77,470.00	84,004.00
	销量（台）	450	405
	产销率（%）	100.67	99.00
	销售均价（万元/台）	172.16	207.42
	占比（%）	13.40	12.19
元件	销售金额（万元）	33,692.00	25,088.98
	销量（台）	1,120,300	1,216,199
	产销率（%）	76.38	104.98
	销售均价（万元/台）	0.03	0.02
	占比（%）	5.82	3.64
箱变	销售金额（万元）	63,936.73	65,826.08
	销量（台）	6,300	9,944
	产销率（%）	88.32	100.39
	销售均价（万元/台）	10.15	6.62
	占比（%）	11.06	9.55
合电	销售金额（万元）	12,669.33	11,739.00
	销量（台）	35,190	35,001
	产销率（%）	100.00	111.99
	销售均价（万元/台）	0.36	0.34
	占比（%）	2.19	1.70
电缆	销售金额（万元）	180,291.00	231,437.22
	销量（千米）	352,688.00	423,798.67
	产销率（%）	95.22	93.59
	销售均价（万元/千米）	0.51	0.55
	占比（%）	31.00	33.58

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：上表产销率计算中销量不包含自用量

从客户集中度看，2017 年，正泰电气前五位客户销售实现收入合计占比由 2016 年的 19.10%下降至 8.61%，客户集中度有所下降。

在销售结算方面，对于客户定制化产品，正泰电气一般收取 30%左右预付款，然后按工程进度进行分期结算，工程完工后，10%质保金将在 2 年内结清；对于电线、电缆等标准化产品，正泰电气采取货到付款模式，账期一般为 1 个月。

总体看，正泰电气销售以销定产为主，客户集中度一般；采用“以订单定产”和“库存定产”相结合的生产模式，销售均价年度间具有一定的波动性；主要产品产销率较好。

4. 太阳能业务

公司新能源业务主要为光伏发电、EPC 业务和晶硅组件业务，经营主体为正泰电器子公司浙江正泰新能源开发有限公司（以下简称“正泰新能源”）及其子公司浙江正泰太阳能科技有限公司（以下简称“太阳能科技”）。正泰新能源成立于 2009 年，注册资金 53.20 亿元，具备电力工程总承包三级资质，是国内规模最大的民营光伏发电投资企业。2016 年，正泰电器通过发行股份及现金购买方式，合计取得并持有正泰新能源 100%股权，将公司光伏发电业务及资产注入上市公司，通过本次资产种重组，公司的产业链进一步优化。

正泰新能源光伏电站主要为地面集中式电站和分布式电站。截至 2017 年底，正泰新能源国内已建成并网的光伏电站 2,176.99MW，较 2016 年底增加了 716.99MW，海外已并网 137.95MW。其中，西部大型地面站 1,025.00MW，分布式屋顶电站 17.29MW；东部分布式屋顶电站 427.91MW，东部金太阳电站 126.08MW，东部大型地面电站 580.71MW。西部地面电站主要分布在日照条件较好、土地资源丰富的甘肃、青海、宁夏、新疆、内蒙古等省份；东部分布式电站目前主要集中在浙江省范围内。

在采购方面，正泰新能源光伏发电系统原材料主要由晶硅组件、支架、逆变器、电缆、汇流箱等构成，其中，90.00%以上原材料为向关联方采购。2017 年，由于硅材料和铜材等原材料价格上升，晶硅组件、逆变器和电缆等采购均价上升，导致采购成本有所增加。2017 年，正泰新能源总采购额为 29.99 亿元。

在采购账期方面，正泰新能源组件和电缆账期一般为 3 个月，逆变器为 6 个月，其他一般为 9 个月。正泰新能源按销售合同进行生产和采购，因此，基本可以实现无库存。

从原材料采购集中度来看，2017 年，公司光伏组件的前五大供应商占总采购额的比重为 25.58%，占比一半；发电业务的前五大供应商占总采购额的比重为 54.24%，占比较高。

生产和销售方面，2017 年，晶硅组件实现收入 52.94 亿元，同比增长 11.96%，主要系公司 EPC 业务量增长使得晶硅组件采购量增长以及光伏需求增加所致。发电业务实现上网电量 21.09 亿千瓦时，同比增长 51.59%，主要系乐清地面式 150MW、衢州杭泰地面式 160MW、鄯善皇迈地面式 50MW、精河祖木墩 20MW 等新并网所致，带动销售金额 17.02 亿元，同比增长 53.22%。EPC 业务完工 282.23MW，较上年增加 42.23MW，实现收入 18.24 亿元，同比增长 13.75%；2017 年，EPC 项目新签订合同金额为 22.24 亿元，规模较大，对未来业务收入有较大支撑。

表 9　2016~2017 年正泰新能源收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电业务	111,081.84	14.92	53.26	170,198.93	19.30	59.32
EPC 业务	160,355.82	21.54	20.02	182,400.25	20.68	17.30

晶硅组件	472,851.24	63.53	16.91	529,389.00	60.02	16.44
合计	**744,288.89**	**100.00**	**23.01**	**881,988.18**	**100.00**	**24.89**

资料来源：公司提供

表 2 中的太阳能收入合计与表 9 中的太阳能收入合计有所偏差，主要系表 2 为集团合并口径，有所抵消

从下游客户来看，2017 年，发电业务前五大客户实现销售金额 13.26 亿元，占发电业务收入的 77.90%，客户集中度很高，符合行业性质；晶硅组件前五大客户实现销售金额 14.16 亿元，占晶硅组件收入的 23.59%，集中度一般。

总体看，2017 年，正泰新能源业务发展较好，各大业务收入均实现增长；未来随着国家对清洁能源的不断推进，公司新能源业务持续增长性较好。

5. 在建项目

截至2018年3月底，公司主要在建项目总投资额为39.27亿元，其中募投资金4.73亿元，贷款20.12亿元，自筹资金13.87亿元，财政补贴0.55亿元。截至2018年3月底，公司已完成投资17.38亿元，预计2018年4~12月投资18.37亿元，2019年投资2.52亿元。

表 10　截至 2018 年 3 月底公司重点在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金来源				截至 2018 年 3 月底完成投资	2018 年 4~12 月计划投资	2019 年计划投资额
		募投资金	贷款	自筹	财政补贴			
正泰智能电气西北产业园项目一期	7.50	0.00	5.00	2.25	0.25	6.50	0.50	0.50
正泰智能电气西北产业园项目二期	12.00	0.00	8.40	3.30	0.30	6.00	3.00	2.00
中自科技园三期工程	0.66	0.00	0.40	0.26	0.00	0.56	0.08	0.02
京山天菇 7.5MW 分布式屋顶电站	0.38	0.33	0.00	0.06	0.00	0.06	0.32	0.00
吉利汽车部件有限公司屋顶分布式光伏电站一期 8.8 兆瓦项目	0.47	0.40	0.00	0.07	0.00	0.04	0.43	0.00
衢州-柯城生态园 160MW	11.25	2.00	3.41	5.84	0.00	3.91	7.34	0.00
内蒙-包头土默特右旗 100MW	7.01	2.00	2.90	2.10	0.00	0.31	6.70	0.00
合计	**39.27**	**4.73**	**20.12**	**13.87**	**0.55**	**17.38**	**18.37**	**2.52**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目未来资金支出压力一般，未来随着公司的在建项目的完工和投入运营，公司输配电业务和新能源业务收入有望获得增长。

6. 经营效率

2017 年，公司各项经营效率指标较上年变化不大，应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 3.23 次、4.43 次和 0.54 次。

总体看，2017 年，公司经营效率较高。

7. 经营关注

（1）原材料价格波动风险

公司主要的原材料包括铜、银、钢材和塑料等，2017 年，原材料成本上升对公司的成本控制

带来一定挑战。

（2）供应商集中度较高风险

公司部分业务存在向单个供应商采购主要原材料和关键零部件比例过高，公司对部分供应商依赖度较大，供应商较为集中风险值得关注。

（3）受国家经济发展速度和相关政策影响，未来项目收益具有不确定性

公司主营产品为电子电器，处于电子、电力能源产业的中端，其产品为国民经济中的基础产品，广泛应用于生产和居民生活的各个领域，受总体经济运行和社会发展速度影响较大，目前经济运行下行对公司业务产生不良影响。

公司在建投资项目包括多项光伏发电项目，但投资项目进展受公司资金状况、项目所在地政策变化影响以及国家对光伏新能源产业政策导向影响，且未来一旦国家取消相关行业“三免三减半”优惠政策，公司未来项目收益将存在不确定性。

（4）资金占用风险和违约风险

公司输配电产业项目周期较长，且相关项目产品差异化较大，体积较大，工序较多，公司存货成本、运输成本较高，应收账款较大，对资金形成一定程度的占用；由于按工程进度进行结算，存在一定的违约风险或拖延付款风险。随着光伏新能源业务不断推进，公司应收账款不断增长，对公司资金占用较大。

8. 未来发展

未来，公司仍将坚持“围绕一个目标、坚持两个不动摇、实施三大战略、构建四大平台、打造五大产业集群”的发展战略。

具体来看，围绕一个目标即围绕“创世界名牌，圆工业强国梦”的目标，将公司打造成为“全球领先的清洁能源与智能电气系统解决方案供应商”；坚持两个“不动摇”即公司坚持实业发展创新驱动理念不动摇，坚持以人为本价值，分享文化不动摇；实施三大战略即全球化战略、并购整合战略、智能制造战略；构建四大平台即构建科技创新与产业孵化平台、构建线上工业与民用物联网平台、构建线上与线下供应链互动平台、构建投融资与支付平台；打造五大产业集群即打造智能电气系统解决方案的产业集群、打造工业自动化信息化产业集群、打造清洁能源、环保节能产业集群、打造智能制造与高端装备产业集群以及打造智能商业与智能家居产业集群。

总体看，公司长期规划目标明确，未来发展成效可期。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供 2017 年度合并财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见，2018 年一季度财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。截至 2017 年末，纳入合并范围的子公司共有 334 家，较 2016 年底增加 133 家。其中，公司通过投资新设增加 103 家，通过非同一控制下企业合并增加 30 家，子公司注销减少 8 家，股权转让 10 家。公司 2017 年合并财务报表范围虽有所变化，但新纳入合并范围的子公司对公司整体影响较小，公司财务数据可比性较强。

会计政策变更上，根据财政部 2017 年 5 月 10 日颁布的修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》（以下简称“修订后的 16 号准则”）的相关规定，公司自 2017 年 1 月 1 日起将与日常活动相关的政府补助，按照经济业务实质，计入其他收益，并在利润表中的“营业利润”项目之

上单独列报“其他收益”项目；与经营活动无关的政府补助，计入营业外收入；根据财政部 2017 年 4 月 28 日发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（以下简称“发布的 42 号准则”），自 2017 年 5 月 28 日起施行，对于施行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，要求采用未来适用法处理；根据财政部 2017 年 12 月 25 日发布《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》[财会〔2017〕30 号]，要求执行企业会计准则的非金融企业应当按照企业会计准则和本通知要求编制 2017 年度及以后期间的财务报表。公司按照规定，相应对财务报表格式进行了修订。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 613.88 亿元，负债合计 399.13 亿元，所有者权益 214.75 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 113.75 亿元。2017 年，公司实现营业收入 300.72 亿元，净利润 24.95 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.51 亿元；公司经营活动产生的现金流净额为 23.10 亿元，现金及现金等价物净增加额为 32.01 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 619.95 亿元，负债合计 400.21 亿元，所有者权益 219.74 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 116.30 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 64.07 亿元，净利润 10.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.18 亿元；公司经营活动产生的现金流净额为-8.66 亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.65 亿元。

2．资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产规模达 613.88 亿元，较年初增长 22.29%，主要系流动资产和非流动资产均增长所致；其中流动资产占比 50.36%，非流动资产占比 49.64%，资产结构较上年变化不大。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 309.12 亿元，较年初增长 23.86%，主要系货币资金、应收账款、应收票据和存货增长所致；公司流动资产以货币资金（占 30.84%）、应收票据（占 8.97%）、应收账款（占 30.53%）和存货（占 18.13%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金为 95.34 亿元，较年初增长 57.05%，主要系收到债券募集资金所致。公司货币资金以银行存款（占比 88.42%）为主，由于海外项目开展积累了一定外币资金，但人民币占比始终较大，2017 年末人民币占 85.52%，公司外币存在汇率变动风险。截至 2017 年底，公司货币资金受限金额为 11.22 亿元，占比 11.77%，主要用于开具银行承兑汇票、保函及借款保证金等，公司货币资金受限比例一般。

截至 2017 年底，公司应收票据余额为 27.73 亿元，较年初增长 37.94%，主要系销售收入规模增长以及下游客户结算方式转变所致。应收票据主要由银行承兑汇票（占比 93.36%）构成，公司银行承兑汇票中 12.70 亿元用于质押担保，占比 45.80%，占比较高。

截至 2017 年底，公司应收账款 94.37 亿元，较年初增长 25.75%，主要系公司经营规模扩大所致；截至 2017 年底，公司对应收账款累计计提坏账准备 8.99 亿元，计提比例为 8.70%，计提比例尚可。从账龄来看，非太阳能光伏行业应收账款账面余额为 58.14 亿元，1 年以内的占比 81.61%，1~2 年的占比 10.85%，2 年以上的占比 7.54%，整体账龄较短；太阳能光伏行业应收账款账面余额为 24.92 亿元，1~6 个月的占比 89.43%，7~12 个月的占比 1.70%，其他为 1 年以上，太阳能光伏行业应收账款账龄较短。应收账款中已有 14.46 亿元用于质押担保，占比为 15.32%，占比一般。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 56.03 亿元，较年初增长 40.86%，主要系电站存货增加所致；存货结构较上年变化不大；公司对存货累计计提存货跌价准备 1.39 亿元，计提比例为 2.42%。

由于公司原材料和产品存在一定的价格波动，公司存货存在一定的跌价风险。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 304.76 亿元，较年初增长 20.73%，主要系固定资产和长期股权投资增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 10.25%）、长期股权投资（占 16.48%）和固定资产（占 58.73%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 31.23 亿元，较年初增长 9.15%，主要系当年公司加大对外投资所致。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 50.23 亿元，较年初增长 48.64%，主要系对联营企业增加投资以及对部分公司委派董事，将原计入可供出售金融资产的部分转计入长期股权投资所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面净值 178.99 亿元，较年初增长 16.68%，主要系在建工程转入的光伏电站项目所致；公司累计计提折旧 47.45 亿元，固定资产成新率为 79.05%，成新率较高；公司固定资产累计计提 0.65 亿元的减值准备，比例很低；公司固定资产中受限资产账面价值为 58.77 亿元，占比 32.83%，主要用于抵押担保。

截至 2017 年底，公司资产中所有权或使用权受限资产合计 97.48 亿元，占总资产的比例为 15.88%；其中固定资产 58.77 亿元，货币资金 11.22 亿元，应收账款 14.46 亿元，应收票据 12.70 亿元，无形资产 0.38 亿元；公司资产流动性尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额合计 619.95 亿元，较年初增长 0.99%。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为 50.66%和 49.34%，资产结构变动不大。

总体看，2017 年，公司资产规模继续增长，资产构成较为均衡；其中，存货和固定资产占比较高，符合公司作为生产制造型企业的特点；公司资产受限比例较低，整体资产质量较好。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 399.13 亿元，较年初增长 13.92%，主要系非流动负债增长所致；其中，流动负债和非流动负债分别占比 59.99%和 40.01%，非流动负债较年初上升了 6.82 个百分点，负债结构较年初变化不大。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 239.45 亿元，较年初增长 2.29%，变动不大；公司流动负债以短期借款（占比 36.67%）、应付票据（占比 9.96%）、应付账款（占比 26.80%）和其他应付款（占比 9.73%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 87.80 亿元，较年初减少 10.03%。短期借款主要由信用借款（占比 71.79%）和保证借款（占比 24.36%）所构成。

截至 2017 年底，公司的应付票据为 23.84 亿元，较年初增长 2.27%，变动不大。

截至 2017 年底，公司应付账款 64.17 亿元，较年初增长 40.22%，主要系经营规模扩大所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 23.29 亿元，较年初增长 55.22%，主要系增加限制性股票回购义务所致。其中，应付关联方款项为 1,535.88 万元，规模较小。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债为 159.68 亿元，较年初增长 37.33%，主要系长期借款和应付债券增加所致；非流动资产以长期借款（占比 59.31%）、应付债券（占比 30.18%）和递延收益（占比 5.07%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款为 94.70 亿元，较年初增长 23.15%，主要来源于抵押及担保借款和质押及担保借款的增加。从长期借款的结构来看，主要为抵押及担保借款（占比 42.13%）、

质押及担保借款（占比 40.07%）和保证借款（占比 17.00%）。

截至 2017 年底，公司应付债券 48.20 亿元，较年初增长 93.98%，主要系 2017 年公开发行债券“17 正集 01”和非公开发行“17 正集 EB”所致。公司存续债券中，14.91 亿元将于 2019 年到期，23.30 亿元将于 2020 年到期，9.95 亿元将于 2021 年到期，偿还期限较分散。

截至 2017 年底，公司递延收益为 8.09 亿元，较年初增长 5.39%，变动不大。

截至 2017 年底，公司全部债务为 272.63 亿元，较年初增长 7.94%；其中短期债务为 125.19 亿元，较年初减少 17.00%，主要系短期借款下降所致；长期债务 147.44 亿元，较年初增长 44.91%，主要系长期借款和应付债券增长所致；从债务结构来看，公司短期债务和长期债务分别占比 45.92%和 54.08%，以短期债务为主。截至 2017 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为由 2016 年底的 69.79%和 62.48%下降至 65.02%和 55.94%，长期债务资本化比率由 40.15%上升至 40.71%。公司的债务负担有所增加。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 400.21 亿元，较年初增长 0.27%，其中流动负债占比 61.83%，非流动负债占比 38.17%，仍主要由流动负债构成。

公司于 2016 年发行永续中票 16 正泰 MTN002（5 亿元），计入公司“所有者权益—其他权益工具”中。考虑到永续中票的性质及特点，将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算，相关指标如下表所示。

表 11　截至 2017 年底永续债调整测算表（单位：%）

项目	调整前	调整至债务
资产负债率	65.02	65.30
全部债务资本化比率	57.25	56.39
长期债务资本化比率	40.71	41.52

资料来源：联合评级整理

总体看，2017 年，公司负债规模继续增长，资产负债率处于较高水平；全部债务规模不断增长，以长期债务为主，整体债务负担较重。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 214.75 亿元，较年初增长 41.61%，主要系少数股东权益增长所致；归属于母公司的所有者权益 113.75 亿元，少数股东权益 101.00 亿元。归属于母公司的所有者权益中，股本占比 13.19%、其他权益工具占比 5.79%、资本公积为占比 28.52%、盈余公积占比 4.43%、未分配利润占比 47.50%；公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。公司其他权益工具系公司发行的永续债（5 亿元）。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 219.74 亿元，较年初增长 2.32%；归属于母公司的所有者权益 116.30 亿元，其中，股本占比 12.90%，其他权益工具占 5.67%，资本公积占比 27.99%，其他综合收益占比 0.35%，盈余公积占比 4.34%，未分配利润占比 48.76%。

总体看，2017 年，公司所有者权益规模保持增长，所有者权益结构稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 300.72 亿元，同比增长 14.65%，主要系经营规模扩大所致；公司营业成本 217.75 亿元，同比增长 15.68%；公司实现营业利润 29.27 亿元，同比增长 1.82%；同期，公司利润总额和净利润分别为 28.92 亿元和 24.95 亿元，分别同比下降 3.98%和 0.36%。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用为 53.99 亿元，同比增长 19.52%；其中销售费用 19.05

亿元（占比 35.28%），较上年增长 26.80%，主要系销售收入增长所致；管理费用 25.04 亿元（占比 46.39%），同比增长 15.39%，主要系薪酬和研发费用增加所致；财务费用 9.89 亿元（占比 18.33%），同比增长 17.17%，主要系债务规模增长所致。2017 年，公司费用收入比由 2016 年的 17.22%上升至 17.95%，公司费用控制能力基本持平。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率由 2016 年的 27.60%、9.64%、8.67%和 17.90%分别下降至 26.87%、7.94%、7.06%和 13.62%，公司整体盈利能力有所下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 64.07 亿元，较上年同期增长 27.68%；实现净利润 10.40 亿元，较上年同期增长 213.25%。

总体看，2017 年，公司收入规模有所增长，盈利规模略有下降，费用控制能力和盈利能力均有所下降。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2017 年公司经营活动产生的现金流入为 328.08 亿元，同比增长 10.80%，主要系业务规模扩大所致；经营活动产生的现金流出为 304.99 亿元，同比增长 24.82%，主要系业务规模扩大及费用增加所致；综上，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 23.10 亿元，同比下降 55.37%；公司现金收入比由 2016 年的 106.33%下降至 103.97%。

从投资活动情况来看，2017 年公司投资活动产生的现金流入为 233.00 亿元，同比下降 12.54%，主要系理财产品赎回较少使得收回投资收到的现金下降所致；投资活动产生的现金流出 267.64 亿元，同比下降 18.47%，主要系缩减投资规模所致；综上，2017 年公司投资活动产生的现金流仍表现为净流出，净流出额由去年的 61.86 亿元下降至 34.64 亿元。

从筹资活动来看，2017 年公司筹资活动产生的现金流入为 226.17 亿元，同比下降 8.46%，主要系公司减少借款所致；筹资活动现金流出为 182.11 亿元，同比下降 15.05%，主要系偿还债务支付的现金增幅减少所致；综上，2017 年公司筹资活动产生的现金流净额为 44.05 亿元，同比增长 34.73%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为-8.66 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 3.63 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.30 亿元，现金及现金等价物增加额-5.65 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金回笼的能力略有下降，公司对外投资的规模缩减，但仍然规模较大，公司有一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率由 2016 年底的 1.07 倍和 0.90 倍上升至 1.29 倍和 1.06 倍；2017 年，公司现金短期债务比由 2016 年的 0.54 倍上升至 1.74 倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力大幅增强。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 53.32 亿元，同比增长 4.60%；其中，利润总额占比 54.25%，计入财务费用的利息支出占比 19.62%，折旧占比 24.37%，摊销占比 1.77%。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.20 倍，较上年无变化；EBITDA 利息倍数由 2016 年的 5.06 倍下降至 5.02 倍，公司 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保额度为 10.72 亿元，担保比率为 4.88%，被担保企业经营情况良好，或有负债风险较低。

表 12　截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况（单位：亿元、元/美元）

被担保单位	币种	担保余额	换算汇率	人民币金额
鄂尔多斯正利新能源发电有限公司	人民币	4.92	--	4.92
柬埔寨达岱水电有限公司	美元	0.24	6.29	1.50
张家口宣化区正亿生态能源有限公司	人民币	1.32	--	1.32
内蒙古亿利库布其生态能源有限公司	人民币	2.98	--	2.98
合计		--	--	**10.72**

资料来源：公司提供
注：换算汇率为截至 2018 年 3 月 31 日外汇价格

截至 2018 年 3 月底，公司存在一起南非产品质量仲裁，目前裁决尚未执行，公司已聘请律师事务所组建诉讼代理团队，着手准备申请不予执行，涉及金额 0.70 亿人民币，该案件不会对公司正常经营产生影响。

截至 2018 年 3 月底，公司已经取得的银行授信总额为 682.85 亿元，其中已用授信额度 246.08 亿元，尚可使用授信额度 436.77 亿元。公司子公司正泰电器为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行基本企业信用报告（机构信用代码：G10330382000244608），截至 2018 年 5 月 4 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司现金类资产充裕，整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 198.57 亿元，约为“16 正集 01”、“16 正集 02”和“17 正集 01”本金合计（30.00 亿元）的 6.62 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达 219.74 亿元，约为债券本金合计（30.00 亿元）的 7.32 倍，公司较大规模净资产能够对“16 正集 01”、“16 正集 02”和“17 正集 01”的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 53.32 亿元，约为“16 正集 01”、“16 正集 02”和“17 正集 01”债券本金合计（30.00 亿元）的 1.78 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 2017 年经营活动产生的现金流入 328.08 亿元，约为“16 正集 01”、“16 正集 02”和“17 正集 01”本金合计（30.00 亿元）的 10.94 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，考虑到公司所处低压电器市场容量大，输配电、新能源行业发展前景较好；公司产业链完整，综合能力强，行业技术领先，研发实力突出；收入与利润规模逐年增长，现金流对本次债券覆盖程度高。联合评级认为，公司对“16 正集 01”、“16 正集 02”和“17 正集 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司国内知名工业电气制造企业，在保持了技术研发能力强、产品质量高、销售渠道畅通等优势的前提下，整体经营业绩较好，收入规模增长较快。同时，联合评级也关注到光伏业务补贴存在不确定性、低压电器原材料价格上升、输配电业务带动应收账款不断增长以及债务规模增长较快等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工和投入运营，公司盈利能力和整体竞争实力将进一步增强。

综合考虑上述因素，联合评级维持公司主体信用级别为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16正集01”、“16正集02”和“17正集01”债项信用等级为“AA+”。

附件 1　正泰集团股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	502.01	613.88	619.95
所有者权益（亿元）	151.64	214.75	219.74
短期债务（亿元）	150.82	125.19	153.73
长期债务（亿元）	101.75	147.44	137.34
全部债务（亿元）	252.57	272.63	291.07
营业收入（亿元）	262.30	300.72	64.07
净利润（亿元）	25.05	24.95	10.40
EBITDA（亿元）	50.97	53.32	--
经营性净现金流（亿元）	51.75	23.10	-8.66
应收账款周转次数（次）	3.34	3.23	--
存货周转次数（次）	4.49	4.43	--
总资产周转次数（次）	0.57	0.54	0.10
现金收入比率（%）	106.33	103.97	100.21
总资本收益率（%）	9.64	7.94	--
总资产报酬率（%）	8.67	7.06	--
净资产收益率（%）	17.90	13.62	4.79
营业利润率（%）	27.60	26.87	26.08
费用收入比（%）	17.22	17.95	20.41
资产负债率（%）	69.79	65.02	64.56
全部债务资本化比率（%）	62.48	55.94	56.98
长期债务资本化比率（%）	40.15	40.71	38.46
EBITDA 利息倍数（倍）	5.06	5.02	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.20	--
流动比率（倍）	1.07	1.29	1.27
速动比率（倍）	0.90	1.06	1.00
现金短期债务比（倍）	0.54	1.74	1.29
经营现金流动负债比率（%）	22.11	9.65	-3.50
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.70	1.78	--

注：1. 本报告中数据不特别说明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2017 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 本报告将其他流动负债中短期融资券计入短期债务，将长期应付款中融资租赁款计入长期债务；5. 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　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 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。