跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1683 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公司债券“16 正集 02”和“17 正集 01”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：

二〇一九年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

正泰集团股份有限公司
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：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02	10亿元	5年	AA+	AA+	2018/6/25
17正集01	10亿元	3年	AA+	AA+	2018/6/25

跟踪评级时间：2019年6月24日

主要财务数据

项目	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	613.88	644.97	658.55
所有者权益（亿元）	214.75	237.93	243.48
长期债务（亿元）	142.90	112.04	114.15
全部债务（亿元）	263.09	248.39	233.97
营业收入（亿元）	300.72	357.52	77.03
净利润（亿元）	24.95	31.49	4.88
EBITDA（亿元）	53.32	64.61	--
经营性净现金流（亿元）	23.67	32.01	-9.61
营业利润率（%）	26.87	27.32	25.18
净资产收益率（%）	13.62	13.91	2.13
资产负债率（%）	65.02	63.11	61.82
全部债务资本化比率（%）	55.06	51.08	49.00
流动比率（倍）	1.29	1.19	1.20
EBITDA全部债务比（倍）	0.20	0.26	--
EBITDA利息倍数（倍）	5.10	2.45	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.55	4.31	--

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. 2019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

2018年，正泰集团股份有限公司（以下简称“公司”）整体经营业绩良好，低压电器和高压电器业务经营良好，主要产品产能利用率和产销率处于较高水平；收入和利润规模有所增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到太阳能业务收入和毛利下滑且受国家产业政策导向影响较大、原材料价格波动、应收账款规模较大以及债务负担较重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+，评级展望为“稳定”；同时维持“16正集02”和“17正集01”债项信用等级为AA+。

优势

1．2018年，公司低压电器和高压电器业务经营良好，主要产品的产能利用率和产销率处于较高水平。

2．2018年，公司收入和利润规模有所增长；经营现金流入规模增加。

关注

1．2018年，公司太阳能业务收入和毛利下滑且受国家产业政策导向影响较大。

2．2018年，公司主要原材料价格上升，给公司成本控制形成挑战。

3．公司应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用；公司债务负担较重。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

戴非易

电话：010-85172818

邮箱：daify@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 月投资设立，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变更为现名称。历经多次股东变更和转股增资，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 15.00 亿元，股东为南存辉等 130 个股东，其中南存辉持股 31.23%，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 38.33%。公司实际控制人为南存辉；公司前 10 大股东股权结构如下表所示：

表 1　截至 2019 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	31.23
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

2018 年，公司经营范围、组织结构均未发生变化；截至 2018 年底，纳入合并范围的子公司共有 496 家，总员工人数 31,057 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 644.97 亿元，负债合计 407.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）237.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 123.89 亿元。2018 年，公司实现营业收入 357.52 亿元，净利润（含少数股东损益）31.49 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 11.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.01 亿元，现金及现金等价物净增加额-21.71 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 658.55 亿元，负债合计 415.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）243.48 亿元，其中归属于母公司所有者权益 126.91 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.03 亿元，净利润（含少数股东损益）4.88 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 1.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.61 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.00 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、债券发行及债券筹资使用情况

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，本次债券采取分期发行方式。其中，第一期“16 正集 01”已于 2019 年 6 月 13 日完成了最后一期利息和债券本

[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。

金的偿付并摘牌。

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 20.00 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。

截至本报告出具日，公司均正常兑付利息。

三、行业分析

1．低压电器行业

低压电器产品种类繁多，按用途可分为配电电器、中断电器、控制电器、电源电器、电子电器，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。2018 年全年全社会固定资产投资 645,675 亿元，同比增长 5.9%，固定资产投资平稳增长将为低压电器提供稳定的市场，预计未来几年行业整体需求有望增加。

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。2018 年，铜期货价格有所下降，铜期货结算价格于 2018 年已降至 5,970 美元/吨；螺纹钢价格由 2017 年 12 月底的 4,452 元/吨下跌至 2018 年 12 月 29 日的 3,961 元/吨。整体看，原材料价格的下降有利于提升低压电器行业的盈利能力。

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 万千瓦发电量，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。

2018 年，全国发电装机容量 19.00 亿千瓦，较上年增长 6.5%。2018 年，电网工程建设完成投资 5,373 亿元，小幅上涨 0.6%，从电力投资结构上来看，2018 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 66.4%，较 2017 年提升 0.1 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。我国电网投资、发电装机总容量的不断增长，为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 2018 年底，全国发电装机容量达到 19.00 亿千瓦，同比增长 6.5%。以 2018 年底的装机容量来算，我国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，低压电器行业发展与全社会固定资产投资情况联系密切，竞争程度较高；2018 年，原材料价格的降低有利于提升行业整体的盈利能力；下游新增和维修需求旺盛。

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。

2018 年，受“煤改电”、一般工商业电价下调政策以及春夏季连创高温纪录、冬季寒潮天气等因素影响，电力需求旺盛，电力生产加快，全年发电 6.80 万亿千瓦时，比上年增长 6.80%，增速比上年加快 1.10 个百分点，为 2014 年以来最高增速。此外，2015 年以来，电网建设投资占比逐年走高，电网包含变电、输电、配电三个单元。2018 年 1-11 月份，全国电网工程完成投资 4511 亿元，与电网建设投资规模增加相对应的是设备设备行业收入的增长。

当前我国电网建设面临售电放开、新能源并网、储能、新能源汽车等新需求、新形势，智能电网成为行业未来发展的新方向。智能电网是建立在集成的、高速双向通信网络的基础上，通过先进的传感和测量技术、先进的设备技术、先进的控制方法以及先进的决策支持系统技术的应用。

2018 年，我国电网投资规模恢复增长，建设增速略有提高。据中电联发布《2018~2019 年度全国电力供需形势分析预测报告》显示，2018 年全国电网投资 5,373 亿元，比 2017 年增长 58 亿元，同比增长 0.6%。与电网相比，2018 年我国电源工程建设完成投资 2,721 亿元，同比下降 6.2%。这也是“十二五”以来电网建设投入连续第六年超过电源建设投入，且差距不断加大。

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。

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 2018 年后，我国光伏装机规模仍保持较快增速，2018 年我国新增光伏装机容量 4,426 万千瓦，截至 2018 年底，我国光伏发电装机容量达 1.74 亿千瓦。

上游原材料方面，进入 2018 年后，全年多晶硅产量为 25.90 万吨，同比增长 5.9%，相较 2017 年增幅大幅缩减；硅片产量 109.2GW，同比增长 19.1%；电池片产量超过 87.2GW，同比增长 21.1%；组件产量约 85.7GW，同比增长 14.3%。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，2018 年全球光伏新增装机约 104GW，基本与上年持平，其中中国 44.26GW，近几年首次出现下滑，美国 11.36GW、澳大利亚 3.78GW、欧盟 8GW、印度 9.6GW。国内市场方面，2018 年中国装机 44.26GW（连续六年第一），其中集中式电站 23.3GW，同比增长 23%；分布式电站 20.96GW，同比增长 71%。全国光伏发电量 1,775 亿千瓦时，同比增长 50%；平均利用小时数 1,115 小时，同比增加 37 小时，四川、青海等中西部省份平均利用小时

数高于东部省份。

政策方面，2018 年 2 月，国家能源总局颁布《2018 年能源工作指导意见》，继续实施和优化完善光伏领跑者机制，启动光伏发电平价上网示范和实证平台建设工作，强化光伏发电预警机制，控制弃光严重地区新建规模，确保光伏发电弃电量和弃电率实现“双降”。2018 年 5 月 31 日，国家发改委、财政部、国家能源局联合发布《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》，提出①暂不安排 2018 年普通光伏电站建设规模；②2018 年安排 10GW 分布式光伏建设规模，明确各地 5 月 31 日（含）前并网的光伏电站项目纳入国家认可的规模管理范围；③自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦统一降低 0.05 元，I 类、II 类、II 类资源区标杆电价分别调整为每千瓦时 0.5 元、0.6 元、0.7 元（含税）；④采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低 0.05 元；光伏新政从规模控制、补贴下调和鼓励竞争性招标、鼓励分布式市场化交易等几个方面对 2018 年光伏行业政策进行了调整，光伏行业政策的收紧，短期来看将加速行业整合洗牌；长期来看，光伏行业将逐步从扩大规模转向提质增效、推进技术进步等方向发展。此外，自 2012 年以来，可再生能源补贴缺口逐年扩大，截至 2018 年底，补贴缺口已达 1,100 亿元，补贴落实周期长，时间滞后，影响企业现金流，且近年来补贴退坡持续推进，对企业经营产生压力。

总体看，光伏行业仍面临弃光限电、补贴滞后等风险，长期内随着光伏发电补贴标准的下调，未来新增光伏装机容量有可能放缓，行业内大中型企业将更多依赖并购方式获得装机容量的提升，行业集中度将进一步提升，行业整合将是未来发展的焦点。

四、管理分析

2018 年，公司新聘任栾广富为副总裁，其余高级管理人员和管理制度与模式未发生变化。

栾广富，男，1955 年出生，本科学历，教授级高级工程师，曾在上海发电设备成套设计研究院担任新型发电研究室主任、院长助理、副院长、党委书记等，2012 年起在公司任职，现兼任正泰电器总裁助理、上海新华控制技术（集团)有限公司总经理等职务。

总体看，2018 年，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

2018 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；公司各项业务稳定增长，实现营业收入 357.52 亿元，同比增长 18.89%，主要系下游需求增长所致；实现净利润 31.49 亿元，同比增长 26.21%，主要系公司降本提效所致。

2018 年，公司实现主营业务收入 349.62 亿元，同比增长 18.95%，占营业收入的比重为 97.78%，主营业务突出。从收入构成来看，2018 年，公司低压电器板块实现收入 163.31 亿元，同比增长 18.08%，主要系公司加大渠道建设所致，收入占比较上年下降 0.38 个百分点至 47.68%；公司太阳能板块实现收入 76.43 亿元，较上年下降 13.06%，主要系太阳能电池组件出货增加所致，收入占比较上年下降 7.45 个百分点至 21.87%；公司高压电器板块实现收入 101.72 亿元，同比增长 59.76%，主要系下游需求增长所致，占比较上年上升了 7.45 个百分点；其他业务板块实现收入 8.16 亿元，占比 2.34%，对公司主营业务影响较小。

表 2　2017~2018 年公司主营业务构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
低压电器	138.31	47.06	32.80	163.31	46.68	35.62
太阳能	87.91	29.91	29.29	101.72	29.11	19.04
高压电器	63.67	21.66	14.98	76.43	21.87	13.70
其他	4.02	1.37	47.96	8.16	2.34	28.86
合计	**293.91**	**100.00**	**28.10**	**349.62**	**100.00**	**25.64**

资料来源：公司提供

从毛利率方面，2018 年，公司低压电器业务毛利率较上年上升了 2.82 个百分点至 35.62%，主要系子公司正泰电器研发、采购与生产降本提效所致；高压电器业务毛利率较上年下降 1.28 个百分点至 13.70%；太阳能业务毛利率为 19.04%，较上年下降 10.25 个百分点，主要系太阳能电池组件出货增加但其毛利较低所致；受上述因素影响，2018 年，公司主营业务毛利率为 25.64%，较上年下降了 2.46 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.03 亿元，同比增长 20.22%；净利润 4.88 亿元，同比下降 6.33%。

总体看，2018年，公司收入规模有所增长，综合毛利率有所下降。

2．低压电器业务

公司低压电器业务的经营主体是正泰电器。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。

从采购价格上来看，2018 年，原材料价格除银以外均有所上涨，原材料价格的上升给公司成本控制带来了一定的压力；采购量上，各类原材料采购量较上年均有所增长，银、铜材、钢材和塑料分别上涨了 23.07%、14.25%、8.87%和 13.12%。受上述因素影响，2018 年，正泰电器采购总额为 39.15 亿元，同比增长 17.43%。

表 3　2017~2018 年正泰电器采购情况（单位：%、亿元、万元/吨、吨）

原材料	2017 年			2018 年		
名称	采购金额	均价	采购量	采购金额	均价	采购量
银	7.49	391.64	191.30	8.44	358.58	235.43
铜材	12.66	4.92	25,724.40	14.90	5.07	29,390.88
钢材	3.49	0.49	71,241.60	3.88	0.50	77,559.76
塑料	9.70	1.60	60,621.34	11.93	1.74	68,577.29
合计	**33.34**	--	--	**39.15**	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2018 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 8.67%，较上年有所下降，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 90 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，2018 年，正泰电器主要原材料采购金额有所增长，采购价格除银以外均呈现不同程度的上涨，给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，2018 年，正泰电器仍采用“存货生产”和“订单生产”相结合的生产模式，两种生产模式占比分别占比 89%和 11%，仍以存货生产模式为主。2018 年，正泰电器主要产品产能和产量除电子电器外均呈现不同程度的增长。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 93%以上水平。

表 4　2017~2018 年正泰电器主要产品产能利用率情况表（单位：万台、%）

项目		2017 年	2018 年
配电电器	产能	7,927.16	8,594.82
	产量	7,852.00	8,440.64
	产能利用率	99.05	98.21
终端电器	产能	34,801.56	37,974.87
	产量	36,063.50	40,928.60
	产能利用率	103.63	107.78
控制电器	产能	12,207.41	14,352.68
	产量	12,531.00	14,117.32
	产能利用率	102.65	98.36
电源电器	产能	1,099.07	1,174.83
	产量	1,109.87	1,199.11
	产能利用率	100.98	102.07
电子电器	产能	13.77	11.50
	产量	13.87	11.41
	产能利用率	100.73	99.23
仪器仪表	产能	1,548.55	2,411.01
	产量	1,590.13	2,246.49
	产能利用率	102.68	93.18
建筑电器	产能	30,846.72	34,520.34
	产量	31,866.80	32,731.00
	产能利用率	103.31	94.82

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，2018 年，正泰电器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 2018 年底，拥有 500 多家核心经销商，3,600 多个经销网点，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，2018 年，正泰电器增设授权经销商、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，2018 年，正泰电器主要产品产销率均维持在 93%以上，其中电子电器、仪器仪表和建筑电器产销率超过 100%，主要系去化原有存货所致。

表 5　2017~2018 年低压电器产销率情况（单位：亿元、万台、%）

项目		2017 年	2018 年
配电电器	销售额	36.97	42.67
	销量	7,867.42	8,121.17
	产销率	100.20	96.22
终端电器	销售额	40.11	47.91
	销量	36,567.77	38,362.99
	产销率	101.40	93.73
控制电器	销售额	23.00	25.92
	销量	12,376.09	14,015.02
	产销率	98.76	99.28
电源电器	销售额	4.99	5.17
	销量	1,094.24	1,167.84
	产销率	98.59	97.39
电子电器	销售额	6.11	5.78
	销量	13.95	11.72
	产销率	100.62	102.70
仪器仪表	销售额	12.46	13.99
	销量	1,582.63	2,277.34
	产销率	99.53	101.37
建筑电器	销售额	14.16	21.29
	销量	31,663.22	34,071.00
	产销率	99.36	104.09

资料来源：正泰电器提供，联合评级整理

从销售集中度看，2018 年，正泰电器前五名经销商合计销售收入 23.78 亿元，占比为 8.67%，销售集中度低。

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，正泰电器营销网络完善，2018 年，主要产品销售量稳定增长，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。2018 年，受行业供求影响，上述两种原材料采购价格分别为 5.06 万元/吨和 1.24 万元/吨，较上年分别增长 17.95%和 33.33%；从采购量来看，铜杆的采购量为 68,328.77 吨，较上年增长 54.47%，硅钢片的采购量为 15,241.89 吨，较上年下降 1.05%。综合上述因素影响，2018 年，公司采购额较上年大幅增长 72.50%至 35.21 亿元。

表 6　2017~2018 年正泰电气采购情况（单位：万元、万元/吨、吨）

原材料	2017 年			2018 年		
名称	采购金额	均价	采购量	采购金额	均价	采购量
铜杆	189,711.16	4.29	44,233.26	330,650.68	5.06	68,328.77
硅钢片	14,396.03	0.93	15,403.89	21,437.73	1.24	15,241.89
合计	**204,107.19**	--	--	**352,088.41**	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

2018 年，正泰电气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 59.00%和 94.22%，供应商集中度很高。

2018 年，正泰电气采购采购结算方式方面较上年无变化，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，2018 年，正泰电气主要原材料采购价格明显上升，采购额大幅增加，供应商集中度很高。

（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，2018 年，中压产品和电缆的产能均通过技术改造实现了扩张，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、低压产品、元件和电缆有所增长外，其他产品产量均有下降；其中，中压产品产量为 8,418 台，同比增长 1.48%；箱变产量为 8,828 台，同比下降 10.88%；电缆产量为 747,074 千米，同比增长 64.99%；低压产品产量 123,040 台，同比增长 21.23%；元件产品类型涉及种类多，产品差异大，元件类产量增长 8.32%；正泰电气不同产品产能利用率有较大差别，2018 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；低压产品和元件受市场需求增长影响，产能利用率较上年有所增长；箱变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　2017~2018 年正泰电气主要产品产能利用率情况

项目		2017 年	2018 年
中压产品	产能（台）	9,400.00	9,800.00
	产量（台）	8,295.00	8,418.00
	产能利用率（%）	88.24	85.90
低压产品	产能（台）	155,000.00	155,000.00
	产量（台）	101,495.00	123,040.00
	产能利用率（%）	65.48	79.38
变压器	产能（台）	500.00	500.00
	产量（台）	408.00	410.00
	产能利用率（%）	81.60	82.00
元件	产能（台）	1,706,500.00	1,706,500.00
	产量（台）	1,158,488.00	1,254,915.00
	产能利用率（%）	67.89	73.54
箱变	产能（台）	9,000.00	9,000.00
	产量（台）	9,906.00	8,828.00
	产能利用率（%）	110.07	98.09

合电	产能（台）	50,000.00	50,000.00
	产量（台）	31,253.00	29,271.00
	产能利用率（%）	62.51	58.54
电缆	产能（千米）	480,875.00	803,950.00
	产量（千米）	452,802.00	747,074.00
	产能利用率（%）	94.16	92.93

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，2018 年，正泰电气生产模式仍以“按订单定产”为主；中压产品和电缆的产能扩张，其他产品产能稳定；大部分产品产能利用率较高。

（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，2018年，正泰电气主要产品中，低压产品、箱变和合电销量有所下降，其他产品销量均实现增长；其中箱变和合电下降幅度较大，分别为11.22%和24.54%，主要系市场需求影响所致；中压产品和电缆增幅较大，分别同比增长16.94%和76.28%，主要系市场需求旺盛所致。

表 8　2017~2018 年正泰电气主要产品产销率情况

项目		2017 年	2018 年
中压产品	销售金额（万元）	40,319.14	43,347.10
	销量（台）	8,183	9,569
	产销率（%）	98.65	88.30
	销售均价（万元/台）	4.93	4.53
	占比（%）	5.85	5.71
低压产品	销售金额（万元）	65,815.21	87,009.10
	销量（台）	126,352	123,040
	产销率（%）	124.49	107.20
	销售均价（万元/台）	0.52	0.71
	占比（%）	9.55	11.46
变压器	销售金额（万元）	84,004.00	83,648.00
	销量（台）	405	410
	产销率（%）	99	124
	销售均价（万元/台）	207.42	204.02
	占比（%）	12.19	11.01
元件	销售金额（万元）	25,088.98	41,831.68
	销量（台）	1,216,199	1,254,915
	产销率（%）	104.98	133.70
	销售均价（万元/台）	0.02	0.03
	占比（%）	3.64	5.51
箱变	销售金额（万元）	65,826.08	84,485.14
	销量（台）	9,944	8,828
	产销率（%）	100.39	114.20
	销售均价（万元/台）	6.62	9.57
	占比（%）	9.55	11.12
合电	销售金额（万元）	11,739.00	20,596.06
	销量（台）	35,001	26,411

	产销率（%）	111.99	80.00
	销售均价（万元/台）	0.34	0.80
	占比（%）	1.70	2.71
电缆	销售金额（万元）	231,437.22	339,201.00
	销量（千米）	423,798.67	747,074.00
	产销率（%）	93.59	115.60
	销售均价（万元/千米）	0.55	0.45
	占比（%）	33.58	44.66

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，2018 年，正泰电气前五位客户销售实现收入合计占比由 2017 年的 8.61%上升至 9.00%，客户集中度有所上升，但仍属较低。

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 1 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，2018 年，正泰电气主要采取以销定产的模式，客户集中度较低；主要产品销量和价格变动有所差异；主要产品产销率较高。

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，将其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。2018 年，公司太阳能板块实现收入 76.43 亿元，较上年下降 13.06%，毛利率为 19.04%，较上年下降 10.25 个百分点。

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 2018 年底，正泰新能源国内已建成并网的光伏电站 2,216.00MW，较 2017 年底增加了 39.01MW，海外已并网 206.07MW。其中，西部大型地面站 368.12MW，分布式屋顶电站 6.94MW；东部分布式屋顶电站 1,064.32MW，东部大型地面电站 776.62MW。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。2018 年，正泰新能源采购总额为 28.37 亿元，同比下降 5.40%。

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，2018 年，公司光伏组件的前五大供应商占总采购额的比重为 15.60%，占比较低；发电业务的前五大供应商占总采购额的比重为 66.00%，占比较高。

生产和销售方面，2018 年，晶硅组件实现收入 62.37 亿元，同比增长 17.81%，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 23.74 亿千瓦时，同比增长 12.57%，带动销售金额同比增长 14.67%至 19.52 亿元。EPC 业务完工 294.22MW，较上年增加 11.99MW，实现收入 21.59 亿元，同比增长 18.37%；2018 年，EPC 项目

新签订合同金额为21.14亿元，规模较大，对未来业务收入有较大支撑。

表9　2017~2018年正泰新能源收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电业务	170,198.93	19.30	59.32	195,175.60	18.24	58.00
EPC业务	182,400.25	20.68	17.30	215,892.82	20.17	16.77
晶硅组件	529,389.00	60.02	16.44	623,683.26	58.28	15.90
其他	--	--	--	35,392.60	3.31	14.78
合计	**881,988.18**	**100.00**	**24.89**	**1,070,144.28**	**100.00**	**23.72**

资料来源：公司提供

注：本表中正泰信能源各项业务收入，均包含对公司合并范围内企业的销售收入，因而与表2数据存在差异。

从下游客户来看，2018年，公司新能源发电业务前五大客户实现销售金额12.91亿元，占发电业务收入的66.00%，客户集中度很高，符合行业特点；晶硅组件前五大客户实现销售金额19.70亿元，占晶硅组件收入的32.00%，集中度一般。

总体看，2018年，公司太阳能业务收入和毛利率水平有所下降；太阳能业务受国家对光伏新能源产业政策导向影响较大。

5．在建项目

截至2019年3月底，公司主要在建项目计划总投资额为33.59亿元，资金来源为募投资金5.50亿元、贷款15.11亿元、自筹资金5.33亿元和财政补贴8.65亿元。截至2019年3月底，公司已完成投资21.91亿元，预计2019年4~12月投资3.19亿元，2020年投资2.00亿元。

表10　截至2019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2019年3月底完成投资	2019年4~12月计划投资	2020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	--	5.00	2.25	0.25	6.70	0.80	--
正泰智能电气西北产业园项目二期	12.00	1.00	3.40	0.20	8.40	8.20	1.80	2.00
宁波吉润汽车部件有限公司（二期）16.9兆瓦分布式光伏发电项目（DMA）	0.71	--	0.50	0.21	--	0.13	0.58	--
正泰新能源衢州柯城160MW光伏生态公园	5.76	2.50	2.28	0.98	--	5.75	0.01	--
吉利汽车部件有限公司屋顶分布式光伏电站二期11兆瓦项目	0.61	--	0.43	0.18	--	0.14	0.47	--
包头市正泰光伏发电有限公司土右旗100MWP光伏发电项目	7.01	2.00	3.50	1.50	--	1.00	6.01	--
合计	**33.59**	**5.50**	**15.11**	**5.33**	**8.65**	**21.91**	**3.19**	**2.00**

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，随着公司的在建项目的完工和投入运营，公司输配电设备业务和新能源业务有望获得增长。

6．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，原材料成本上升给公司的成本控制带来挑战。

（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，且未来一但国家取消相关行业“三免三减半”优惠政策，公司未来项目收益存在不确定性。

（4）资金占用风险

公司输配电设备产业项目周期较长，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；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。

7．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传略、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 2018 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，2019 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照《企业会计准则》及财政部相关规定编制，并根据《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)对财务报表部分列报项目进行了调整，因此项会计政策变更采用追溯调整法，本报告 2017 年财务数据均使用 2018 年审计报告期初数或上期数。截至 2018 年末，公司纳入合并范围的子公司共有 496 家，较 2017 年底增加 162 家。其中，公司通过投资新设增加 124 家，通过非同一控制下企业合并增加 69 家，子公司注销减少 8 家，股权转让 23 家。公司 2018 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。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 644.97 亿元，负债合计 407.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）237.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 123.89 亿元。2018 年，公司实现营业收入 357.52 亿元，净利润（含少数股东损益）31.49 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 11.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.01 亿元，现金及现金等价物净增加额-21.71 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 658.55 亿元，负债合计 415.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）243.48 亿元，其中归属于母公司所有者权益 126.91 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.03 亿元，净利润（含少数股东损益）4.88 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 1.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.61 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.00 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 644.97 亿元，较年初增长 5.06%，变化不大；其中流动资产占 51.27%，非流动资产占 48.73%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产规模 330.66 亿元，较年初增长 6.97%，主要系其他应收款、应收票据和存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 21.93%）、应收票据（占 12.37%）、应收账款（占 31.02%）、其他应收款（占 8.61%）和存货（占 19.66%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 74.30 亿元，较年初下降 23.96%；公司货币资金主要由银行存款（占 87.69%）和其他货币资金（占 12.27%）构成；由于海外项目的开展，公司积累了一定外币资金，存在汇率变动风险，但仍以人民币资金为主，2018 年底，公司货币资金中人民币占 86.87%；其中货币资金受限比例为 13.92%，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 2018 年底，公司应收票据账面价值 40.89 亿元，较年初增长 47.49%，主要系销售收入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 90.44%）构成，公司银行承兑汇票中 28.19 亿元用于质押担保，占比 68.93%，占比较高。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 102.58 亿元，较年初增长 8.70%，变化不大；从账龄上看，公司采用信用风险特征组合法计提坏账准备的应收账款为 108.62 亿元(占 96.01%)，其中，1 年以内的占比为 69.70%，1~2 年的占比为 8.83%，整体账龄较短，公司对应收账款计提坏账准备 10.55 亿元，计提比例为 9.33%；公司应收账款前五大欠款单位金额合计 3.42 亿元，占比为 3.02%，集中度很低。

截至 2018 年底，公司其他应收款 30.89 亿元，较年初增长 130.79%，主要系尚未收到出售电站项目资金所致。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 65.01 亿元，较年初增长 16.03%，主要系公司电站存货增加所致；存货主要由库存商品（占 32.63%）、工程施工（占 24.22%）、原材料（占 15.41%）、在产品（占 14.53%）和发出商品（占 6.08%）所构成；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 1.33 亿元，计提比例为 2.05%。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 2018 年底，公司非流动资产 314.31 亿元，较年初增长 3.13%，主要系长期股权投资、在建工程和长期应收款增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.43%）、长期股权投资（占 18.98%）和固定资产（占 55.66%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值 29.65 亿元，较年初下降 5.08%，变化不大；公司可供出售金融资产主要为按公允价值计量的可出售金融资产，占比为 78.37%。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 59.64 亿元，较年初增长 18.75%，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 2018 年底，公司固定资产账面净值 174.93 亿元，较年初下降 2.27%，变化不大；公司累计计提折旧 48.30 亿元，累计计提减值准备 0.64 亿元，固定资产成新率为 78.48%，成新率较高；公司固定资产中受限资产账面价值为 34.38 亿元，占比 19.65%，主要用于抵押担保。

截至 2018 年底，公司资产中所有权或使用权受限资产合计 86.18 亿元，占总资产的比例为 13.36%；其中固定资产 34.38 亿元，货币资金 10.09 亿元，应收账款 28.19 亿元，应收票据 12.49 亿元，无形资产 0.37 亿元，在建工程 0.40 亿元，存货 0.26 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 658.55 亿元，较年初增长 2.11%，变化不大；其中流动资产占 51.67%，非流动资产占 48.33%。公司资产总计结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司资产规模有所增长，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；公司应收账款规模较大，对资金形成一定占用；公司资产受限比例较低；整体资产质量尚可。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 407.04 亿元，较年初增长 1.98%，变化不大；其中流动负债占 68.26%，非流动负债占 31.74%，流动负债较年初占比上升 8.27 个百分点，公司负债合计仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 277.84 亿元，较年初增长 16.04%，主要系一年内到期的非流动负债、应付票据和应付账款增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 26.97%）、应付票据（占 11.27%）、应付账款（占 26.45%）、其他应付款（占 10.56%）、一年内到期的非流动负债（占 10.84%）和构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 74.94 亿元，较年初下降 14.64%；公司短期借款主要由信用借款（占 60.30%）和保证借款（占 39.51%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据 31.30 亿元，较年初增长 31.31%，主要系产销规模带动采购金额扩大以及上游供应商结算方式转变所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 33.98 亿元，同比增长 26.01%，主要系公司收购分布式电站项目待付款项增长所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 30.11 亿元，较年初增长 252.38%，主要系一年内到期的债券、长期借款转入所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 129.20 亿元，较年初下降 19.09%，主要系长期借款和应付债券下降所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 60.52%）、应付债券（占 26.20%）、长期应付款（占 5.50%）和递延收益（占 5.48%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 78.19 亿元，较年初下降 17.43%，主要系部分长期借款即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。从长期借款的构成来看，主要为抵押及担保借款（占比 21.54%）、质押及担保借款（占比 38.77%）和保证借款（占比 25.62%）。从偿债压力来看，规模较大的长期借款为项目借款，借款期限均在 10 年以上。

截至 2018 年底，公司应付债券 33.84 亿元，较年初下降 29.78%，主要系公司兑付“17 正泰 SCP001”以及将即将到期的“16 正集 01”转至一年内到期的非流动负债所致；公司存续债券中，23.30 亿元将于 2020 年到期，9.95 亿元将于 2021 年到期，2020 年有一定集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司全部债务 248.39 亿元，较年初下降 5.59%，变化不大。其中，短期债务占 54.90%，长期债务占 45.10%，以短期债务为主。截至 2018 年底，公司短期债务 136.36 亿元，较年初增长 13.45%，主要系即将到期的应付债券转入一年内到期的非流动负债所致；长期债务 112.04 亿元，较年初下降 21.60%；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 63.11%、51.08%和 32.01%，分别较上年下降 1.91 个百分点、3.98 个百分点和 7.94 个百分点。整体看，公司债务负担有所减轻，但仍然较重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 415.08 亿元，较年初增长 0.02%，变化不大；其中流动负债占 69.44%，非流动负债占 30.56%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司负债规模较年初略有增长；债务负担有所下降，但依然较重；公司债务有一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 237.93 亿元，较年初增加 10.79%，主要系少数股东权益因利润增长所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为 52.07%，少数股东权益占比为 47.93%。截至 2018 年底，公司资本公积 41.28 亿元，较年初增加 27.25%；公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益为 123.89 亿元，主要由股本（占 12.11%）、其他权益工具（占 5.34%）、资本公积（占 43.61%）、盈余公积（占 5.02%）和未分配利润（占 43.61%）构成。公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

总体看，2018 年，因少数股东对子公司溢价增资，公司所有者权益规模有所增长；公司所有者权益稳定性有待提升。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 357.52 亿元，同比增长 18.89%，主要系业务规模扩大所致；公司营业成本 257.74 亿元，同比增长 18.37%；公司实现利润总额 37.60 亿元，同比增长 29.99%；净利润 31.49 亿元，同比增长 26.21%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额为 64.61 亿元，同比增长 19.69%，主要系销售费用增长所致。2018 年，公司期间费用中销售费用占 38.61%，管理费用占 25.56%，研发费用占 20.71%，财务费用占 15.11%；其中，销售费用 24.95 亿元、管理费用 16.52 亿元，分别较上年增长 30.98%和 27.35%，主要系业务规模扩大以及相应的人员薪酬增加所致；研发费用 13.38 亿元，同比增长 10.84%，主要系公司持续扩大研发投入规模所致；财务费用 9.77 亿元，同比下降 1.29%，变化不大。2018 年，公司费用收入比为 18.07%，较上年上升了 0.12 个百分点，费用对利润侵蚀较重。

非经常性损益方面，2018 年，其他收益有 2.41 亿、投资收益有 8.51 亿，资产处置收益 1.45 亿，非经常性损益合计占营业利润 32%，占比较高。公司营业利润对非经常性损益依赖较大。

从盈利指标来看，2018 年，公司主营业务毛利率为 28.23%，营业利润率 27.32%，较上年分别上升了 0.13 个百分点和 0.45 个百分点，变化不大；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.90%、7.79%和 13.91%，较上年分别上升了 0.89 个百分点、0.73 个百分点和 0.29 个百分点。整体看，公司各项盈利指标保持较为稳定。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.03 亿元，同比增长 20.22%；净利润 4.88 亿元，同比

下降 6.33%。

总体看，2018 年，公司收入和利润规模有所增长；费用对利润侵蚀较重；公司利润对非经常性损益有依赖较大。

5．现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 402.69 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 374.67 亿元，同比增长 19.83%，主要系业务规模扩大所致；公司经营活动流出为 370.68 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 267.78 亿元，同比增长 22.89%。受上述因素的综合影响，2018 年，公司经营活动产生的现金流净额为 32.01 亿元，同比增长 35.22%。从收入实现质量看，2018 年，公司现金收入比为 104.80%，较上年上升了 0.82 个百分点，变化不大，公司收入实现质量较高。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动现金流入为 75.31 亿元，同比下降 67.60%，主要系子公司新能源开发出售电站项目所致；公司投资活动现金流出为 115.38 亿元，同比下降 56.89%，主要为资性资金拆借和收回外汇交易业务保证金。受上述因素的综合影响，2018 年，公司投资活动现金流为净流出 40.07 亿元，净流出规模有所上升。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 171.62 亿元，同比下降 24.12%，主要系上年公司发行较多债券所致；公司筹资活动流出为 185.40 亿元，同比增长 1.81%，变化不大。受上述因素的综合影响，2018 年，公司筹资活动现金流为净流出 13.78 亿元，主要系偿还债务所致。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流入为 86.41 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 75.40 亿元；公司经营活动流出为 96.02 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 63.12 亿元；公司经营活动产生的现金流净额为-9.61 亿元；公司投资活动现金流为净流出 9.63 亿元；公司筹资活动产生的现金流净额为 10.37 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流入增加，公司对外投资规模较大，公司仍有一定的对外融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率与速动比率由年初的 1.29 倍和 1.06 倍下降至 1.19 倍和 0.96 倍；公司现金短期债务比由年初的 1.07 倍下降至 0.83 倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力小幅减弱。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司 EBITDA 为 64.61 亿元，同比增长 21.18%；其中，利润总额占比 58.19%，折旧占比 22.25%，计入财务费用的利息收入占比 17.68%，摊销占比 1.88%。2018 年，公司 EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息倍数由 2017 年的 0.20 倍和 5.10 倍分别上升至 0.26 倍和 5.66 倍，公司 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力有所增强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保额度为 19.48 亿元，担保比率为 8.19%，目前被担保企业经营情况良好，但公司对外担保仍存在一定或有负债风险。

表 11　截至 2019 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
柬埔寨达岱水电有限公司	美元	0.21	6.71	1.39
鄂尔多斯市正利新能源发电有限公司	人民币	4.63	--	4.63
浙江省水利水电投资集团有限公司	人民币	8.05	--	8.05
张家口宣化区正亿生态能源有限公司	人民币	1.27	--	1.27
内蒙古亿利库布其生态能源有限公司	人民币	2.80		2.80
嘉峪关正泰光伏发电有限公司	人民币	1.35		1.35
合计		--	--	**19.48**

资料来源：公司提供
注：换算汇率为截至 2019 年 3 月 31 日外汇价格

截至 2019 年 3 月底，公司作为被执行方，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准备申请不予执行，涉及金额 0.7 亿人民币，该案件不会对公司正常经营产生影响。

截至 2018 年底，公司已经取得的银行授信总额为 710.35 亿元，其中已用授信额度 194.88 亿元，尚可使用授信额度 515.47 亿元。公司子公司正泰电器为上市公司，公司具备直接融资渠道。

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 2019 年 6 月 20 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 2019 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 113.44 亿元，约为“16 正集 02”和“17 正集 01”本金合计（20.00 亿元）的 5.67 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达 237.93 亿元，约为债券本金合计（20.00 亿元）的 11.90 倍，公司较大规模的净资产能够对“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，2018 年，公司 EBITDA 为 64.61 亿元，约为“16 正集 02”和“17 正集 01”债券本金合计（20.00 亿元）的 3.23 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 402.69 亿元，约为“16 正集 02”和“17 正集 01”本金合计（20.00 亿元）的 20.13 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，输配电设备、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 02”和“17 正集 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

2018年，公司整体经营业绩良好，低压电器和高压电器业务经营良好，主要产品产能利用率和产销率处于较高水平；收入和利润规模有所增长。同时，联合评级也关注到太阳能业务收入和毛利下滑且受国家产业政策导向影响较大、原材料价格波动、应收账款规模较大以及债务负担较

重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+，评级展望为“稳定”；同时维持“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	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
资产总额（亿元）	613.88	644.97	658.55
所有者权益（亿元）	214.75	237.93	243.48
短期债务（亿元）	120.19	136.36	119.82
长期债务（亿元）	142.90	112.04	114.15
全部债务（亿元）	263.09	248.39	233.97
营业收入（亿元）	300.72	357.52	77.03
净利润（亿元）	24.95	31.49	4.88
EBITDA（亿元）	53.32	64.61	--
经营性净现金流（亿元）	23.67	32.01	-9.61
应收账款周转次数（次）	3.37	3.30	--
存货周转次数（次）	4.48	4.17	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.57	0.12
现金收入比率（%）	103.97	104.80	97.89
总资本收益率（%）	8.01	8.90	--
总资产报酬率（%）	7.06	7.79	--
净资产收益率（%）	13.62	13.91	2.13
营业利润率（%）	26.87	27.32	25.18
费用收入比（%）	17.95	18.07	19.10
资产负债率（%）	65.02	63.11	61.82
全部债务资本化比率（%）	55.06	51.08	49.00
长期债务资本化比率（%）	39.96	32.01	31.92
EBITDA 利息倍数（倍）	5.10	2.45	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.26	--
流动比率（倍）	1.29	1.19	1.20
速动比率（倍）	1.06	0.96	0.98
现金短期债务比（倍）	1.07	0.83	0.56
经营现金流动负债比率（%）	9.89	11.52	-3.40
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.55	4.31	--

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；3．2019 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。