# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 2419 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定河南平高电气股份有限公司主体长期信用等级为 $AA^{+}$，评级展望为稳定，并维持“15 平高 CP001”A-1 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年十一月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

# 河南平高电气股份有限公司跟踪评级报告

## 主体长期信用

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

| 名　称 | 额 度 | 存续期 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 15 平高 CP001 | 3 亿元 | 2015/10/15-2016/10/14 | A-1 | A-1 |

**跟踪评级时间：**2015 年 11 月 30 日

## 财务数据

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 15 年 9 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 7.85 | 1.15 | 3.99 | 2.82 |
| 资产总额(亿元) | 71.76 | 72.26 | 99.12 | 115.64 |
| 所有者权益(亿元) | 34.58 | 38.14 | 60.89 | 60.45 |
| 短期债务(亿元) | 13.45 | 11.23 | 14.16 | 21.79 |
| 全部债务(亿元) | 18.02 | 15.21 | 14.16 | 27.28 |
| 营业收入(亿元) | 32.84 | 38.18 | 46.06 | 31.29 |
| 利润总额 (亿元) | 1.50 | 4.64 | 8.09 | 6.46 |
| EBITDA(亿元) | 3.14 | 6.55 | 10.35 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 4.71 | -2.00 | 2.76 | -3.68 |
| 营业利润率(%) | 20.00 | 24.95 | 28.09 | 32.22 |
| 净资产收益率(%) | 3.93 | 10.42 | 11.55 | -- |
| 资产负债率(%) | 51.81 | 47.22 | 38.57 | 47.73 |
| 全部债务资本化比率(%) | 34.26 | 28.51 | 18.87 | 31.09 |
| 流动比率(%) | 145.40 | 149.12 | 170.46 | 161.85 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 5.74 | 2.32 | 1.37 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 6.24 | 12.13 | 24.69 | -- |
| 经营现金流动负债比(%) | 14.59 | -6.70 | 7.24 | -- |

注：1、公司 2015 年三季度财务数据未经审计。
2、公司于 2012 年 10 月发行的 5 亿元短期融资券“12 平高 CP001”已计入 2012 年全部债务中。
3、现金类资产已剔除受限使用资金。

## 分析师

王叶笛　魏铭江
lianhe@lhratings.com

**电话：**010-85679696
**传真：**010-85679228
**地址：**北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

## 评级观点

河南平高电气股份有限公司（以下简称“公司”）是国内传统三大高压开关制造企业（“三大开”）之一，在行业地位、技术水平、生产能力等方面具备竞争优势。跟踪期内，公司业务规模不断扩大，收入和利润水平保持同比增长，盈利能力稳步提升。同时，联合资信也关注到高压开关行业竞争激烈、下游客户集中度高、产品销售价格下降等因素对公司经营可能产生的不利影响。

近年来，国家对电网建设的扶植力度不断加大，“六交八直”和“五横五纵”特高压线路工程规划为高压开关行业创造了良好的发展机遇。未来，公司有望继续凭借自身的规模优势和技术水平继续维持行业领先地位，联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司$AA^+$的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 平高CP001”A-1的信用等级。

## 优势

1. 国内电网投资快速增长，国家对电网建设的扶植力度不断加大，高压开关行业发展外部环境良好。
2. 公司行业地位突出，产品研发实力强，技术水平处于行业领先地位。
3. 跟踪期内，公司收入和利润保持同比增长，盈利能力稳步提升。
4. 跟踪期内，公司现金类资产、经营活动现金流入量对存续期内债券“15 平高 CP001”保障能力强。

## 关注

1. 国内高压开关行业竞争激烈，产品同质化程度高。
2. 公司拟建工程规模大，未来存在一定资本支出压力。
3. 公司有息债务中短期债务占比高，债务结

构有待改善。

# 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与正泰集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与正泰集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因正泰集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由正泰集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 平高 CP001”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于河南平高电气股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券“15 平高 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

河南平高电气股份有限公司（以下简称“平高电气”或“公司”）前身为平顶山平高电气有限责任公司，于 1998 年 12 月 14 日由平高集团有限公司（原平顶山天鹰集团有限责任公司，以下简称“平高集团”）及其余四家股东出资成立，初始注册资本 1.20 亿元。1999 年 6 月 1 日，经河南省人民政府豫股批[1999]12 号文批准，平顶山平高电气有限责任公司于 1999 年 7 月 12 日整体变更为河南平高电气股份有限公司，注册资本金为 1.24 亿元。2001 年 1 月，经中国证券监督管理委员会证监发行字[2001]8 号问批准，公司向社会公开发行人民币普通股 6000 万股，在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：平高电气；股票代码：600312）。经过多次增资扩股，截至 2015 年 9 月底，公司总股本为 113749 万股，其中平高集团持股比例为 45.94%，为公司的控股股东。平高集团为国家电网公司（以下简称“国家电网”）全资子公司，国家电网为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直属企业，因此公司实际控制人为国资委（详见“附件 1”）。

公司经营范围为：制造、销售高压开关设备、控制设备及其配件(按国家有关规定)；咨询服务(国家专项规定的除外)；经营本企业自产产品及相关技术的进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外），投资及投资管理。

公司设有综合管理部、财务部、证券部等职能部门（详见“附件 1”）。截至 2015 年 9 月底共拥有员工 5726 人，合并范围子公司共计 7 家。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 99.12 亿元，所有者权益为 60.89 亿元（其中少数股东权益为 2.20 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 46.06 亿元，利润总额 8.09 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额为 115.64 亿元，所有者权益为 60.45 亿元（其中少数股东权益为 2.36 亿元）。2015 年 1～9 月，公司实现营业收入 31.29 亿元，利润总额 6.46 亿元。

公司注册地址：河南省平顶山市南环东路 22 号；法定代表人：李永河。

## 三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）

502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

## 四、行业与区域经济环境分析

公司主营业务为特高压输电线路中开关产品的研发和生产，属于输配电行业。

### 1. 行业概况

**行业背景**

输配电及控制设备制造行业的发展与电力工业的发展密切相关。近年来，中国经济良好的发展态势带动了电力工业的迅猛发展，中国是目前仅次于美国的世界第二大电力生产和消费国。

目前,中国的输配电建设严重滞后于电源建设。长期以来,中国电力发展一直延续“重发电、轻输配电”的状态,主网架结构较为薄弱,配电网老化,区域电网间交换容量较小,联络线多采用单回线的周边联网方式,使得某些地区电网成为电源和最终用户之间的“瓶颈”。

为了改变电网建设严重滞后于电源建设的局面,中国近年来对电网建设的扶植力度不断加大。积极的产业政策引导以及电源投资的快速增长对国内的电网建设起到了有力的推动作用。在电源基本建设投资规模增长的同时,国内电网建设速度明显加快,规模不断扩大,“十一五”期间国家电网公司累计完成电网投资 1.2 万亿元,超过新中国成立 56 年电网投入的总和；“十二五”期间规划投资电网 1.7 万亿元。电网建设中设备类投资占 30%左右。

从中国能源状况的基本特点看,中国油气资源较为贫乏,煤炭和水能资源丰富,并且能源生产和消费分布不均衡。中国煤炭资源的探明保有储量超过 1 万亿吨,三分之二以上分布在北部和西北部地区。水能资源的经济可开发容量超过 4 亿千瓦,四分之三以上分布在西南部

地区。中国三分之二以上的能源需求集中在中部和东部经济相对发达的地区,重要能源基地与负荷中心的距离一般都在 800~3000 公里。东部地区由于环保压力大、运输成本高、土地资源紧张,已经不适宜再大规模建设燃煤电厂,要满足不断增长的用电需求,必须建设强大的电网,实施跨大区、跨流域、长距离、大规模输电,实现“西电东送”和“北电南送”,在全国范围优化能源资源配置。中国现有的 500 千伏电网,由于输送能力不足、短路电流超标等问题,难以适应未来发展的需要,亟需发展资源配置能力更强的特高压电网,建设电力“高速公路”。虽然业界对特高压输电线路的建设争议激烈,但争议并未影响特高压输电工程的陆续上马,中国在此方面的尝试一直在深入。从 2006 年 6 月位于北京中关村科技园区昌平园东区的国网公司特高压直流试验线段正式投运至今,世界首条特高压直流输电线路——“云南-广东”、四川-上海特高压输电线路、晋东南—南阳—荆门 1000kV 特高压交流、家坝—上海特高压直流输电示范工程等特高压输电线路陆续建设并投入了运营。

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

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

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

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

另外,自改革开放以来,中国经济建设有了飞速的发展,城市化进程逐步加快,城市人口急剧增加,这使某些城市交通面临着严峻的形势。发展以轨道交通为骨干的公共交通网络,积极引入具有大、中客运量的地铁和轻轨交通方式。

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

**发展现状**

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

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

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

**高压开关行业竞争格局**

目前，国内高压开关行业主要以西电集团、平高电气、新东北电气等传统的国内“三大开”为主，加上十多家中外合资企业和约五十家国内企业的市场格局。

高压开关行业市场竞争参与者，一般分为如下四大阵营：跨国集团（纯进口产品）、代表国内开关水平的传统“三大开”、跨国集团在国内的合资企业、最近几年逐步开展开关业务的国内企业集团及几十家中小企业。

从二十世纪七十年代至八十年代中后期，市场竞争呈现明显的寡头垄断局面。“三大开”三分天下，瓜分了国内的主要市场，在行业中占据了绝对的领先优势。

自二十世纪九十年代中期开始，市场竞争进入了不完全竞争局面。世界输变电设备巨头等外国企业以各种方式加快了在中国的本土化进程，借助其品牌优势，在 550kV 及以下电压等级开关领域，抢占了一定的市场分额，传统“三大开”的市场优势被削弱。

随着 2004 年开始的国内新一轮电力投资的启动，国内一些民营资本纷纷涉足中低压输变电设备领域，部分原来生产中、低压开关设备的企业更是向高压和超高压设备制造领域进军，但由于高压开关行业的技术壁垒和运行资质壁垒的限制，新进入者较少参与进中高端产品的竞争，但依然在中压、高压甚至部分超高压设备领域，占领了传统“三大开”的又一大部分市场。市场竞争形成了完全竞争的激烈局面，同时也进入了同质化大打价格战时代。

2. 行业政策

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

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

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

上述均为输配电及控制设备制造业发展提供了良好的政策支持。

3. 行业关注

**产业集中度低,市场竞争激烈**

输配电产品分为特高压、超高压、高压、中压和低压产品。随着设备电压等级的提高,企业数量逐渐减少。目前,中国年销售收入 500 万元以上的输配电设备生产制造企业有 5000 多家,产业集中度较低。

**原材料价格波动**

输配电设备制造行业产品成本构成中原材料占到总成本的 70%左右。近年来,电力设备制造所需的钢材、铜、铝等原材料均经历了价格上的下降,导致电力设备企业主营业务成本的降低,有利于行业内企业成本控制。由于大型电力设备的生产周期基本都在半年以上,原材料价格对利润率的影响相对滞后,只要原材料价格短期内不出现急剧上涨,企业就有相应的时间和空间来调整产品价格。

**流动资金压力**

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

4. 行业发展趋势

“十二五”期间,电力行业仍将将保持一定增速,据《电力工业“十二五”规划研究报告》称,计划到 2015 年,全国发电装机容量达到 14.37 亿千瓦左右,年均增长 8.5%。而国网计划“十二五”期间共投资 1.7 万亿元,以 90%用于电网投资计算,预计未来五年国网用于电网投资金额约 1.5 万亿元,较“十一五”期间增长约 45%;其中 2014 年国网计划完成电网投资 3385 亿元,同比增长约 14%,行业发展前景良好。

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

2015 年年初,国家电网公司 2015 年投资目标出炉。2015 年国家电网的电网投资金额将

达 4202 亿元，同比增幅将达 24%，投资金额再创历史新高。国家电网 2015 年年度工作会议内容透露，国家电网 2015 年计划核准开工建设“六交八直”合计 14 条线路。从具体计划来看，一季度核准开工蒙西-天津南、榆横-潍坊交流以及酒泉-湖南直流等“两交一直”工程；二季度核准开工“三直”工程，为锡盟-江苏、晋北-江苏、上海庙-山东。2015 年下半年计划核准开工“四交四直”工程，分别为蒙西-长沙、荆门-武汉、长沙-南昌交流，张北-南昌、晋东南-豫北、南阳-驻马店交流，南京-徐州-连云港-泰州交流，济南-枣庄-临沂-潍坊交流；以及呼盟-青州、蒙西-武汉、淮东-成都、淮东-皖南直流工程。

从长远规划来看，国家电网董事长、党委书记刘振亚发表文章《智能电网与第三次工业革命》指出，发展智能电网要加快推进关键环节突破，“加快建设特高压网架”为突破点之一，“以构建华北－华东－华中特高压同步电网为重点，力争到 2020 年建成“五纵五横”特高压交流网架和 27 回特高压直流工程，具备 4.5 亿千瓦电力大范围配置能力，满足 5.5 亿千瓦清洁能源送出和消纳的需要”。

总体看，目前政策有利于特高压建设，特高压项目建设无疑将为电力设备企业带来大量订单，未来五年将会是特高压行业的黄金发展周期，高压开关等相关电力设备企业也将获益丰厚。

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

总体看,受益于中国电网建设投资规模的持续增长,中国输配电及控制设备制造行业将维持较高的景气度,未来随着智能电网战略的实施,输配电及控制设备制造行业面临良好的发展前景。同时,技术更新和成本波动压力等因素将对输配电及控制设备制造企业形成挑战。

## 五、基础素质分析

目前，国内高压开关行业主要以西电集团、平高电气、新东北电气等传统的国内“三大开”为主，公司作为“三大开”之一，主要产品有 72.5～1100kV SF6 气体绝缘封闭式组合电器（GIS）、72.5～1100kV 敞开式 SF6 断路器、72.5～1100kV 高压隔离开关和接地开关等，是国内外全电压等级、全系列、交直流开关设备研发制造主要企业之一。

在公司的主要产品中，敞开式断路器和隔离开关是公司的传统优势产品，平高东区新基地的建成大幅提升了断路器和隔离开关的产能。公司生产的封闭组合电器（GIS）是特高压领域具有显著竞争优势的高端产品，个别类产品已达到国外如 ABB 同类产品的先进水平。

公司主要加工设备 5000 余台（套），其中各类数控加工设备 200 余台（套）。拥有数控机加工中心、绝缘件制造、导体镀银、壳体制造及涂装、橡胶密封等国际一流的专业生产线，工艺装备达到国际先进水平。目前，公司拥有 13 座现代化生产厂房，在占地面积、工艺装备和环境条件等方面均居国内同类企业前列。2014 年，公司封闭组合电器产能达到 3200 间隔、敞开式断路器产能 2500 台、隔离与接地开关产能达 8000 组，是目前中国最大的高压隔离开关生产基地。

公司是全国高压开关行业首家通过中科院、科技部“双高”认证的高新技术企业，国家电工行业重大技术装备支柱企业，全国高压、超高压、特高压开关及电站成套设备研发、制造基地，先后荣获“全国 500 家最大电器制造企业”、“中国电气产品制造十大领军企业”、“中国电力设备十佳服务明星企业”、“中国企业信息化 500 强”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“河南省工业企业 20 强”、“河南省优秀高新技术企业”、"“国家电网特高压交流试验示范工程特殊贡献单位”等称号。

总体看，公司作为国内传统“三大开”之一，行业地位地位突出，技术水平先进、产能规模优势明显，综合竞争实力强。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度及高管人员无重大变化。

## 七、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事高压开关的生产和销售，主导产品包括封闭组合电器、高压隔离开关和接地开关，敞开式六氟化硫断路器，同时还生产开关设备相关配件等产品，其中封闭组合电器是公司收入和利润的主要来源，约占公司营业收入总额的 70%。

收入构成方面，近年来，受益于国内特高压建设快速发展，特高压产品需求增加，公司业务规模不断扩大，主营业务收入呈增长趋势，2012～2014 年分别为 29.53 亿元、34.53 亿元和 44.70 亿元，年均复合增长率为 23.03%。封闭组合电器作为公司收入和利润来源最主要的产品，近三年营业收入分别为 25.24 亿元、25.94 亿元和 34.64 亿元，年均复合增长率为 17.15%，占公司主营业务收入比例均在 75%以上，其中 2014 年为 77.49%；敞开式断路器近年来营业收入呈波动增长趋势，其中 2014 年为 3.94 亿元，占公司主营业务收入比例为 8.81%；隔离与接地开关近年来营业收入呈波动增长趋势，其中 2014 年为 2.79 亿元，占公司主营业务收入比例为 6.24%；2012～2014 年公司其他产品营业收入分别为 0.95 亿元、1.33 亿元和 3.33 亿元，占公司主营业务收入比例分别 3.22%、3.85%和 7.45%。

毛利率方面，近三年公司毛利率不断提升，分别为 21.10%、26.93%和 28.88%。封闭组合电器作为公司毛利率最高的产品，近年来受原材料国产化率提高、成本下降影响毛利率持续上升，2014 年为 30.14%，较 2012 年增加 6.25 个百分点；受益于公司持续推进降本增效工作，敞开式断路器和隔离与接地开关毛利率快速上升，分别由 2012 年的-12.57%和-1.80%上升至 2014 年的 21.83%和 12.90%。

2015 年 1～9 月，公司实现营业收入 31.29 亿元，同比增长 25.75%，其中主营业务收入 30.86 亿元，为 2014 年全年的 69.04%；同期公司毛利率为 32.41%，受公司采取控制采购成本、改善生产工艺技术、加强产品质量控制降低质量损费等影响毛利率较 2014 年增加 3.53 个百分点。

表1　2012～2015年9月公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

| 业务板块 | 2012 年 | | | 2013 年 | | | 2014 年 | | | 2015 年 1-9 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 封闭组合电器 | 25.24 | 85.47 | 23.89 | 25.94 | 75.12 | 27.64 | 34.64 | 77.49 | 30.14 | 24.31 | 78.78 | 35.40 |
| 敞开式断路器 | 1.67 | 5.66 | -12.57 | 4.37 | 12.66 | 17.62 | 3.94 | 8.81 | 21.83 | 2.33 | 7.55 | 22.69 |
| 隔离与接地开关 | 1.67 | 5.66 | -1.80 | 2.89 | 8.37 | 27.34 | 2.79 | 6.24 | 12.90 | 1.84 | 5.96 | 8.58 |
| 备件及其他 | 0.95 | 3.22 | 46.32 | 1.33 | 3.85 | 42.86 | 3.33 | 7.45 | 37.54 | 2.38 | 7.71 | 29.82 |
| **合计** | **29.53** | **100.00** | **21.10** | **34.53** | **100.00** | **26.93** | **44.70** | **100.00** | **28.88** | **30.86** | **100.00** | **32.41** |

资料来源：公司提供

2．原材料采购

公司采购原材料主要包括铜、铝、钢的管材、板材、型材等和零部件/电器件，其中零部件/电器件占原材料采购成本比例高（约占80～85%），对铜、铝、钢的管材、板材、型材等的采购较少。公司主要原材料占生产成本比重在80%以上，原材料价格变化对公司生产成本影响大。公司零部件/电器件的采购来源既包括进口，也包括国产，其中进口件成本高于国产件。为降低采购成本，近年来公司逐步增加零部件采购的国产化率，同时由于人民币汇率提升等原因，公司零部件/电器件的采购成本逐年降低。

表2　公司原材料采购情况　（单位：吨、万元/吨）

| 主要原材料 | 采购量 | | | | 采购单价 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 名称 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年1～9月 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年1～9月 |
| 铜 | 289.00 | 352.00 | 407.00 | 275.30 | 6.67 | 6.23 | 5.76 | 6.00 |
| 铝 | 3068.00 | 3913.00 | 4279.00 | 3970.10 | 1.56 | 1.41 | 1.33 | 2.05 |
| 钢材 | 6771.00 | 9375.00 | 5566.00 | 2987.10 | 0.63 | 0.56 | 0.51 | 0.65 |

资料来源：公司提供

公司原材料采购主要由物资部负责，采购模式主要分为集中采购和日常询比价采购两种模式。集中采购模式指公司根据需要与供应商进行集中谈判并签署框架协议的采购方式。日常询比价采购模式主要作为集中采购模式的补充，是公司针对客户的特殊要求由各个生产事业部进行的特殊零部件采购。公司采购以集中采购为主，日常询比价采购为辅，前者约占公司采购量的80%。

公司将供应商分为合格供应商和临时供应商两种类别，二者均需接受公司的评价体系评定。合格供应商的选择主要是公司对参选的供应商派出考察队进行现场考察，并由供应商提供产品样品件由公司带回检验，检验合格可以成为公司的合格供应商。合格供应商每个月需经过公司对产品质量，交货期和服务等的综合评价。公司集中采购供应商主要为合格供应商。临时供应商主要为下游客户指定的供应商，公司与此类供应商的合作往往仅限于一次订单合同。2014年，公司向前五名供应商的采购金额占全部采购金额的14.42%，集中度不高。

表3　2014年公司前五名供应商情况

| 供应商名称 | 金额（亿元） | 占总采购额比例（%） |
|---|---|---|
| 株式会社东芝 | 1.68 | 5.71 |
| 平顶山市高压福利机械厂 | 1.03 | 3.51 |
| 平高集团有限公司 | 0.55 | 1.88 |
| 江苏金鑫电器有限公司 | 0.49 | 1.67 |
| 河南省飞宇重工机械制造有限公司 | 0.49 | 1.65 |
| 合计 | 4.24 | 14.42 |

资料来源：公司提供

从采购价格看，铜、铝、钢材和零部件/电器件等主要原材料占公司生产成本比重高，当原材料价格出现较大幅度波动时，公司收益将受到直接影响。2012年以来，占原材料采购成本比重最高的零部件/电器件的采购成本总体呈下降趋势。2012～2014年，铜、铝和钢材原材料价格均呈现下降趋势，2014年主要原材料产品价格处于近三年低位，铜采购价格由6.67万元/吨降至5.76万元/吨，钢材采购价格由0.63万元/吨降至0.51万元/吨，铝采购价格由1.56万元/吨降至1.33万元/吨。原材料价格下行对公司生产成本控制及利润空间增长带来一

定好处，公司综合毛利率由2012年的21.10%上升至2014年的28.88%。2015年1～9月，公司铜、铝、钢材的原材料价格均较2014年有所上升，主要因为公司为节省加工成本和减少材料浪费提高了铜、铝、钢材采购中定制材料部分的比例。近年来公司原材料采购价格处于历史地位，未来原材料产品价格存在反弹的可能性。但公司具备较强的议价能力，同时公司可凭借规模化生产优势，并通过与供应商建立战略联盟关系，在一定程度上可转移部分成本上涨压力，适当规避原材料价格上升风险。

从结算方式来看，公司对国内供应商一般采取先物后款的支付方式，公司收到货物后将货款挂账4个月后支付90%，6个月后支付剩余的10%（质保金），主要结算方式为银行承兑汇票。公司对国外供应商一般采取先款后物的支付方式，确定购货后预付10%的预付款，收到货物后支付80%的货款，剩余10%为质保金，主要结算方式为信用证。

3．产品生产

公司产品共分三大类15个系列90多个品种，其中三大类主要包括封闭组合电器（GIS）、敞开式断路器（GCB）和隔离/接地开关（DS/ES）。公司主要产品均属于高压开关产品。高压开关是用于电力系统发电、输电、配电、电能转换和消耗中起通断、控制或保护等作用的电器产品。

封闭组合电器系列即SF6气体绝缘封闭式组合电器（简称GIS）。GIS标准名称为“气体绝缘金属封闭开关设备”，是将各种控制和保护电器，包括断路器、隔离开关、接地开关、电压互感器、电流互感器、避雷器、连接母线等全部封装在接地的金属壳体内，壳内充以一定压力的SF6气体作为绝缘和灭弧介质，并按一定接线方式组合构成的开关设备。GIS的优点在于占地面积小，可靠性高，安全性强，维护工作量很小，其主要部件的使用寿命不小于20年。公司生产的GIS主要包括550千伏、363千伏组合电器（平高东芝）、ZF系列组合电器、ZHW1-252型复合电器和ZCW（N）8-126型敞开式组合电器，其中ZF系列气体绝缘金属封闭开关产品获河南省名牌产品，ZHW1-252kv复合式组合电器等产品获国家多项专利。目前，公司800KV GIS和1100KV GIS特高压组合电器已经投入国家电网重点工程并正常运营。

敞开式六氟化硫断路器系列即SF6断路器（简称GCB）产品。SF6断路器主要用途是在规定时间内关合、承载、开断电力线路正常电流（包括短路电流），主要作用是切合额定电流与故障电流，转换线路，实现对输电线路的控制和保护。公司生产的SF6断路器主要包括LW10B-110型、LW10B-550型、LW10B-363型、LW10B-252型等，其中多项产品获国家级、省级优秀新产品奖。目前，公司已为国家百万伏特高压电网供货。

隔离开关及接地开关系列即高压隔离开关和接地开关产品(简称DS/ES)。隔离开关是一种没有专门灭弧装置的开关设备，在分闸状态有明显可见的断口，在合闸状态能可靠地通过正常工作电流和短路故障电流，通常与断路器配合使用。在电网中隔离开关的主要作用是：设备检修时，用隔离开关来隔离有电和无电部分，形成明显断开点，以保证工作人员和设备的安全；也可用来断开小电流电路和旁（环）路电流；接地开关在高压与超高压线路检修、电气设备维修时，用于回路接地，以确保人身及系统安全。目前，公司高压隔离开关主要包括GW4型、GW5型、GW7型、GW17型等，高压接地开关系列包括JW□型、JW6型、JW5型等，其中GW16/GW17－110隔离开关获河南省技术创新优秀奖。

公司生产模式为以销定产为主，目前拥有国内现代化的高压开关生产厂房12座，其中拥有作业面积8000平方米，全封闭、恒温恒

湿、防尘等级达 10～100 万级的 GIS 装配厂房 2 座，年生产 GIS3200 个间隔；拥有断路器装配作业面积 7700 平方米，年生产 GCB 断路器 2500 台；年产隔离开关 8000 余组，是目前中国最大的高压隔离开关生产基地。公司投资建设的“平高电气特高压、超高压开关重大装备产业基地项目”，已达到年产 1100kV GIS 32 间隔、未来可达到 72 间隔的产能，对调整公司产品结构，增强和释放高端产品产能，满足特高压电网建设对开关设备的需求发挥重要作用。

表 4　公司 2012-2015 年 9 月主要产品生产情况

| 产类类别 | 2012 年 | | | 2013 年 | | | 2014 年 | | | 2015 年 1-9 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 产能 | 产量 | 产能利用率 | 产能 | 产量 | 产能利用率 | 产能 | 产量 | 产能利用率 | 产能 | 产量 | 产能利用率 |
| 封闭组合电器（间隔） | 2800 | 2846 | 101.64 | 3200 | 1486 | 46.44 | 3200 | 2387 | 74.59 | 2400 | 1752 | 73.00 |
| 敞开式断路器（台） | 2500 | 866 | 34.64 | 2500 | 723 | 28.92 | 2500 | 889 | 35.56 | 1875 | 613 | 32.69 |
| 隔离与地开关（组） | 4500 | 3593 | 79.84 | 5000 | 4447 | 88.94 | 8000 | 6155 | 76.94 | 6000 | 3869 | 64.48 |

资料来源：公司提供

2012～2014 年，公司敞开式断路器产能维持稳定，封闭组合电器和隔离与接地开关产能均有所增长。隔离与接地开关受益于公司市场营销工作的加强，近三年销量不断增加，从而带动产量不断增加，年均复合增长 30.88%。封闭组合电器与敞开式隔离开关产量有所波动，主要因为公司主要客户国家电网在集中招标中不断调整中标限额，从而对公司订单带来不确定影响。2015 年 1～9 月，公司封闭组合电器与敞开式断路器产能利用率维持相对稳定，隔离与接地开关受产品市场份额下降影响产能利用率有所下降。未来，随着国家电网特高压电路建设的进行，公司具有特高压系列产品生产能力的优势将逐步得到体现，产能利用率将得到提高，产能过剩情况将得以改善。

4．产品销售

在销售模式上，公司目前全部采用直销模式，由销售部门专设投标科进行各大产品招标工作的标书制作，并由报价委员会进行销售价格的制定。

公司 80%的合同来源于国家电网，公司产品的定价全部采用中标价。电压等级为 1100KV 的封闭组合电器，作为公司售价最高、利润空间最大的产品，2012～2014 年中标数量大幅增加，分别为 14 间隔、16 间隔和 27 间隔。随着产品中标数量的增加，产品售价有所下降。

表 5　2012～2015 年 9 月公司主要产品平均价格 （单位：万元）

| 产品类别 | 电压等级 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 1-9 月 |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 均价 | 均价 | 均价 | 均价 |
| 封闭组合电器（间隔） | 110KV | 46.80 | 45.16 | 42.30 | 39.12 |
| | 220KV | 113.82 | 116.03 | 105.50 | 96.27 |
| | 800KV | 2754.83 | 2815.00 | 2475.00 | 2327.00 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 1100KV | 11465.46 | 11072.19 | 9703.81 | 9269.00 |
| 敞开式断路器（台） | 110KV | 10.22 | 9.96 | 9.70 | 9.36 |
| | 220KV | 23.20 | 22.93 | 22.70 | 22.14 |
| | 330KV | 67.02 | 64.10 | 58.90 | 56.05 |
| | 550KV | 76.23 | 75.62 | 73.10 | 72.46 |
| | 1100KV | - | - | - | - |
| 隔离开关/接地开关（组） | 110KV | 3.06 | 3.06 | 2.80 | 2.84 |
| | 220KV | 8.84 | 8.20 | 6.67 | 6.20 |
| | 330KV | 23.57 | 21.11 | 16.42 | 16.42 |
| | 550KV | 27.47 | 27.45 | 21.97 | 17.62 |

数据来源：公司提供

国家电网 2010 年采用的是“低价中标”原则，受市场竞争日趋激烈影响，2010 年国家电网高压开关产品中标价格大幅下降，尤其是 220KV 的断路器的价格的降幅超过 25%，由于国家电网的这种招标定价模式无法保障产品的质量，并意识到低价中标的危害，国家电网提出了全生命周期管理的模式。自 2011 年末起国家电网采用“均价中标”政策。价格权重占比有所降低，其中封闭式组合电器的价格权重为 55%左右，技术权重为 35%左右；断路器的价格权重为 50%，技术权重为 40%左右，隔离开关的价格权重为 30%，技术权重为 60%左右。目前国家电网招标正逐渐由价格优势向技术优势倾斜，而公司属于国内特高压生产三大企业之一，有较强的技术研发实力。

表 6　2012～2015 年 9 月公司产品合同额情况（单位：亿元）

| 产品名称 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 1-9 月 |
|---|---|---|---|---|
| 封闭组合电器 | 32.80 | 39.85 | 51.05 | 23.09 |
| 敞开式断路器 | 3.45 | 5.13 | 4.73 | 3.36 |
| 隔离/接地开关 | 3.12 | 3.42 | 3.72 | 2.05 |
| 总计 | 39.37 | 48.40 | 59.50 | 28.50 |

资料来源：公司提供

表 7　2012～2015 年 9 月公司主要客户合同额情况（单位：亿元）

| 客户名称 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 1-9 月 |
|---|---|---|---|---|
| 国家电网 | 35.06 | 39.29 | 47.14 | 23.97 |
| 南方电网 | 2.83 | 2.25 | 3.00 | 0.99 |
| 其他 | 1.47 | 6.86 | 9.36 | 3.54 |
| 总计 | 39.36 | 48.40 | 59.50 | 28.50 |

资料来源：公司提供

公司销售一般采用 1:4:4:1 的结算方式，即合同签订后收到预付款 10%，客户收到货物支付 40%，安装验收后支付 40%，最后支付质保金 10%，其中质保金一般在运行半年到一年后支付。公司主要采用银行汇款和承兑汇票两种销售结算模式。目前公司采用银行现款结算的比例为 85%左右，采用银行承兑汇票结算的比例为 15%左右。

2014 年公司签订新签合同 59.50 亿元，主要是来自于国家电网及下属公司 GIS 的合同，其中封闭组合电器产品中标金额为 51.05 亿元，断路器产品中标金额为 4.73 亿元，隔离开关产品中标金额为 3.72 亿元。公司新合同增长较快是公司营业收入提高的基础，同时特高压产品合同的履约将提高公司的盈利能力。2014 年 12 月 8 日，公司收到国家电网公司招投标管理中心、国网物资有限公司的《中标通知书》，国家电网公司“锡盟-山东特高压交流工程变电一次设备招标-特高压组合电器”活动中，公司被确认为包 2（北京东变电站 1100KV GIS 11 个间隔）中标人，中标金额为 10.29 亿元。公司产能将得到有效利用，产能利用将逐步达到均衡。

受电力行业发展模式的影响（即从原来的“重发电轻输变电”转变为“发电与输变电同步发展”），公司依托行业技术领先优势及国家电网股东的客户优势，加大了对特高压、智能电网及配电发展力度，未来公司特高压高端产品封闭组合电器（GIS）销售量将不断提高。

从总的发展情况看，公司未来销售市场将不断扩大，但不同类型客户市场销售情况亦不完全相同。

5．经营效率

2012～2014年，受业务规模不断扩大影响，公司应收账款快速增长，销售债权周转次数不断下降，三年均值为1.47次，2014年为1.30次；公司存货周转次数、总资产周转次数基本稳定，三年平均值分别为2.77次、0.54次，2014年分别为2.88次、0.54次。总体看，公司存货流动性较强，生产经营的组织管理能力稳定。

6．未来发展

公司以服务特高压、坚强智能电网建设和实施“走出去”战略为主要途径，以打造“国际一流的高压开关产品和核心零部件专业制造企业”为发展目标，通过四个阶段的工作实现中短期规划目标。第一阶段以适应市场为目标，重点加快特高压交直流开关、智能化开关、真空开关等产品的研制，通过对现有产品的持续改进和更新换代，降低生产成本，不断提升产品质量和适应市场的能力，保证公司的正常经营和持续发展。第二阶段以满足国内外电力市场需求为目标，按照建设交直流、全系列、全电压等级开关设备生产基地的要求，补全特高压交直流开关设备种类，对新一代智能开关进一步完善，研制满足国际需求的开关设备。从产品研发、试验、工艺装备和生产组织管理等方面做好储备，提升实力，初步具备建设开关行业最优企业的基础和条件。第三阶段以提供最优的产品和服务为目标，把产品生产和标准制定结合起来，管理上水平，经营创佳绩，不断实现对国际先进企业由跟随到超越的跨越发展。第四阶段以向输配电市场提供最优设备和整体解决方案为目标，引导市场，创造需求。在产品和技术日臻成熟和领先的基础上，做好 EPC、大检修和一二次设备融合工作，全面提升公司综合管理实力。力争在“十二五”末，初步成为国际一流的高压开关设备和核心零部件专业制造企业。

截至 2015 年 9 月底，公司主要在建工程包括平高电气天津智能真空开关科技园项目和电镀厂扩建项目，预计总投资 15.72 亿元，截至 2015 年 9 月底已完成投资 9.61 亿元，未来还将投资 6.11 亿元，其中 2015 年预计投资 3.65 元。公司拟建工程项目预计投资 20.86 亿元，大部分工程项目预计从 2017 年开始投资。总体看，公司在建工程规模不大，融资压力不大，但拟建工程未来几年投资规模较大，存在一定融资压力。

表 8　公司重点在建项目情况（单位：亿元）

| 项目/设备名称 | 总投资 | 资金来源 | 截至 2015 年 9 月底完成投资 | 2015 年计划投资 | 2016 年计划投资 | 2017 年计划投资 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 平高电气天津智能真空开关科技园项目 | 15.00 | 自有资金 | 9.05 | 3.50 | 1.80 | 0.56 |
| 电镀厂扩建项目 | 0.72 | 自筹资金 | 0.56 | 0.15 | 0.11 | -- |
| **合计** | **15.72** | -- | **9.61** | **3.65** | **1.91** | **0.56** |

资料来源：公司提供

注：公司 2015 年 9 月底“平高电气天津智能真空开关科技园项目”包括计入无形资产的 1.03 亿元土地使用权和 2.71 亿元暂计入预付款中的设备采购款，目前设备公司暂未验收，待验收完成收到发票后公司会将此部分款项转出在建工程。

表 9　公司未来拟建工程情况（单位：亿元）

| 项目/设备名称 | 总投资 | 资金来源 | 2015 年计划投资 | 2016 年计划投资 | 2017 年计划投资 | 2018 年计划投资 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 建设绝缘件工厂 | 3.70 | 自筹 | 0 | 0 | 1.37 | 1.48 |
| 建设铸造件制造工厂 | 4.20 | 自筹 | 0 | 0 | 1.55 | 1.68 |
| 退城进园项目 | 6.20 | 自筹 | 0 | 0 | 2.29 | 2.48 |
| 平高印度建厂项目 | 6.76 | 自筹 | 0 | 0.60 | 1.20 | 1.40 |
| **合计** | **20.86** | -- | **0** | **0.60** | **6.41** | **7.04** |

资料来源：公司提供

平高电气天津智能真空开关科技园项目突出以高电压、大容量真空灭弧室制造为核心业务，以智能、环保、节能、长寿命、免维护为主要特征的智能真空柱上开关和智能气体绝缘金属封闭开关设备等高端中压成套开关为核心产品，建设具有国际先进、国内领先水平和国内规模最大的智能真空开关产品设计、工艺研发制造科技产业园。项目位于天津市东丽华明工业园区，占地约 500 亩，总建筑面积 178448 平方米，需购置和引进设备 781 台（套），其中进口设备 302 台(套)，国产设备 479 台(套)。项目完工后预计可生产真空灭弧室合计 50 万只、固封极柱 13.5 万只、智能柱上真空开关 4 万只、智能气体绝缘金属封闭开关设备 1.6 万面。项目预计总投资 15.00 亿元，截至 2015 年 9 月底已完成投资 9.05 亿元。

## 八、募集资金使用情况

公司于 2015 年 10 月 14 日发行“15 平高 CP001”，募集资金 3 亿元，募集资金用途：全部用于补充流动资金。目前募集资金已按规定用途使用完毕。

公司于 2015 年 5 月 19 日发行“15 正泰 CP001”，募集资金 5 亿元，募集资金用途：置换银行贷款。截至 2015 年 5 月末，公司募集资金已按规定用途使用完毕。

## 九、财务分析

公司 2012～2014 年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年 1~9 月合并财务报表未经审计。

截至 2013 年底，公司合并范围子公司 7 家，较 2012 年底无变化。截至 2014 年底，公司合

并范围子公司 7 家，较 2013 年底增加 1 家：河南平芝高压开关有限公司（以下简称“平芝公司”）；较 2013 年底减少 1 家：平顶山平高电气焊接有限公司。截至 2015 年 9 月底，公司合并范围较 2014 年底无变化。公司将平芝公司纳入合并范围对公司财务数据可比性有一定影响，以下财务分析以 2014 年财务数据为主，其他年份和季度财务数据为补充。

截至 2014 年底，公司资产总额 99.12 亿元，负债合计 38.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.89 亿元。2014 年公司实现营业收入 46.06 亿元，利润总额 8.09 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额为 115.64 亿元，所有者权益为 60.45 亿元（其中少数股东权益为 2.36 亿元）。2015 年 1～9 月，公司实现营业收入 31.29 亿元，利润总额 6.46 亿元。

1. 盈利能力

受益于国家大力发展特高压电力项目，营业收入和净利润大幅增长。2012~2014年，公司分别实现营业收入32.84亿元、38.18亿元和46.06亿元，年均复合增长18.42%，净利润分别为1.36亿元、3.97亿元和7.03亿元，年均复合增长127.52%。

从利润构成来看，2012~2014年公司的营业利润主要来自主营业务利润，投资收益规模有所增长，但整体占比不大，营业外收入占比小。

2012~2014年，公司期间费用总额分别为5.02亿元、5.07亿元和5.01亿元，三年基本持平；公司费用收入比分别为15.30%、13.29%和10.88%，占比不断下降，公司费用控制能力不断增强。

2014年，公司主营业务毛利率为28.86%，营业利润率为28.09%，较上年均有所上升；总资本收益率和净资产收益率分别为9.93%和11.55%，均较上年有所提升。

2015年1~9月，公司实现营业收入31.29亿元，同比增长25.75%；营业成本21.06亿元，同比增长18.09%。实现净利润5.35元，同比增长25.75%。

总体看，近年来公司发展较快，产品毛利不断提高，目前公司整体盈利能力强。

2. 现金流及保障

2012～2014年，随着公司业务规模的扩大，公司经营活动现金流入量呈波动增长趋势。2014 年公司经营活动现金流入量 38.68 亿元，较 2013 年底增长 43.71%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 38.46 亿元。近三年公司经营活动现金流出量亦呈增长趋势，2014 年为 35.92 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 26.00 亿元。2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为 2.76 亿元。从收入实现质量看，2012~2014 年公司现金收入比分别为 87.27%、70.04 和 83.50%，呈波动下降趋势，公司经营获现能力一般。

从投资活动看，2012~2014 年公司投资活动现金流出规模较大，以构建固定资产、无形资产等支付的现金为主；投资活动现金流入以取得投资收益收到的现金为主且规模小，导致公司投资活动现金流呈现持续净流出。2014 年公司投资活动现金流净额为-6.94 亿元。

公司筹资活动以取得借款和偿还债务为主。2014 年公司筹资活动现金流入 22.10 亿元，较上年增长 141.84%，主要是成功定向增发引起吸收投资收到的现金大幅增长所致。同期，公司筹资活动现金流出 15.22 亿元。2014 年公司筹资活动现金流净额为 6.89 亿元。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量 29.70 亿元，经营活动现金净流量为-3.68 亿元；现金收入比为 94.23%，较 2014 年有大幅提升。投资活动现金净流出-1.95 亿元，筹资活动现金净流入 3.69 亿元。

3. 资本及债务结构

2012~2014年，公司资产规模呈大幅增长态

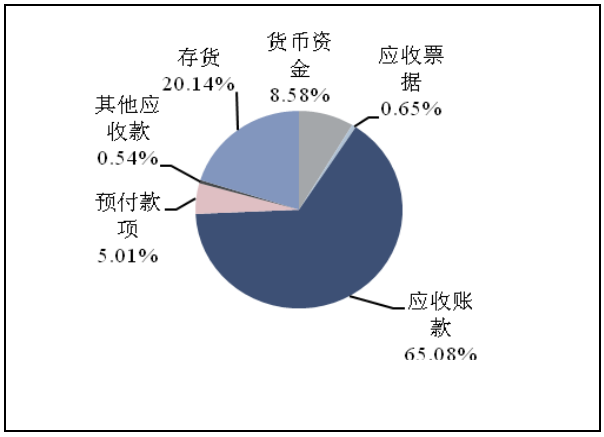
势，三年年均复合增长17.53%。截至2014年底，公司合并资产总额为99.12亿元，资产构成以流动资产为主，其中流动资产占65.58%，非流动资产占34.42%。

**流动资产**

2012~2014年，由于货币资金和应收账款增长，公司流动资产逐年增长，年均复合增长17.67%。截至2014年底，公司流动资产为65.00亿元，主要由货币资金（占8.58%）、应收账款（占65.08%）和存货（占20.14%）构成。

2014年底，公司货币资金为5.58亿元，以银行存款（占比63.93%）为主，受限资金占36.06%，全部为银行承兑汇票保证金。

图 1　截至 2014 年末公司流动资产构成




资料来源：公司审计报告

2012~2014年，随着经营规模的扩大，近三年应收账款增长较快，年均复合增长48.70%。截至2014年底，公司应收账款为42.30亿元，账龄在1年以内的占76.55%，1-2年的占14.75%，主要欠款方为公司母公司平高集团和上海市电力公司等各省电力公司，回收风险较小；公司应收账款按信用风险特征计提坏账准备2.51亿元。

公司预付账款主要为原材料采购款，2012~2014年，随着公司业务规模的扩大，公司预付账款波动增长，年均复合增长率为7.39%。截至2014年底，公司预付账款为3.26亿元。

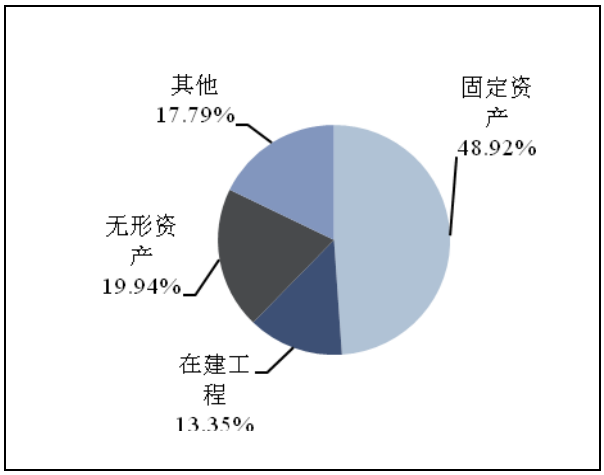
截至2014年底，公司存货为13.09亿元，以原材料（占63.37%）、在产品（占15.48%）和库存商品（占21.05%）为主；计提存货跌价准备28.37万元。

**非流动资产**

近三年，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长率为17.25%。截至2014年底，公司非流动资产为34.12亿元，以固定资产（占比48.92%）、在建工程（占比13.35%）和无形资产（占比19.94%）为主。

2012年～2013年，公司长期股权投资分别为3.71亿元、3.84亿元，全部为公司对河南平高东芝高压开关有限公司（以下简称“平高东芝”）的投资，公司持有平高东芝50.00%的股权。2014年，平高东芝纳入公司合并报表范围，更名为平芝公司，公司持有其75.00%股权。

图 2　截至 2014 年底公司非流动资产构成




资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司固定资产账面原值为26.05亿元，以机械设备和房屋及建筑物为主；累计折旧9.36亿元，账面价值为16.69亿元。

截至2014年底，公司在建工程为4.56亿元，同比增长104.96%，主要为平高电气天津智能真空开关科技园等项目投入增加。

公司无形资产主要为公司拥有的土地使用权和非专利技术。截至2014年底，公司无形资产账面价值为6.80亿元，以土地使用权为主，占比为52.54%，非专利技术占44.31%。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 115.64 亿元，较 2014 年底增长 16.68%，其中公司流动资产为 80.31 亿元，较 2014 年底增长 23.55%，主要源于应收票据、应收账款和存货的增加；公司非流动资产为 35.34 亿元，较 2014 年底增长 3.58%。截至 2015 年 9 月底，公司存货 21.27 亿元，较 2014 年底增长 62.53%，主要为公司交货期集中在四季度所致。截至 2015 年 9 月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 69.44%和 30.56%，流动资产比重较 2014 年底有所上升。

总体看，近年来公司资产规模大幅增长，资产构成以流动资产为主，现金类资产较充足。资产构成中应收账款、存货、固定资产与在建工程占比高，资产流动性偏弱，但应收账款回收风险不大。

**所有者权益**

2012~2014年，公司所有者权益快速增长，近三年年均复合增长32.70%，主要是2014年公司完成对母公司平高集团的定向增发导致实收资本与资本公积增长所致。截至2014年末，公司所有者权益合计60.89亿元，归属于母公司所有者权益合计58.69亿元，其中实收资本占19.38%、资本公积占51.52%、盈余公积占4.34%，未分配利润占24.76%。

截至2015年9月末，公司所有者权益合计60.45亿元，归属于母公司所有者权益58.09亿元，其中实收资本占19.58%、资本公积占52.05%、盈余公积占4.38%、未分配利润占23.99%，所有者权益构成较2014年底变化不大。

总体看，近年来公司所有者权益整体呈增长态势，归属于母公司的所有者权益占比大，所有者权益结构稳定性好。

**负债**

2012~2014年，公司负债以流动负债为主，近三年占比分别为86.84%、87.35%和99.75%，导致公司负债总额随流动负债波动上涨，三年年均复合增长1.04%。

近三年，公司流动负债波动增长，年均增长率为8.68%。截至2014年底，公司流动负债合计38.13亿元，主要由短期借款（占比10.49%）、应付票据（占比16.17%）、应付账款（47.94%）和预收款项（占比9.56%）构成。

截至2014年底，公司短期借款4.00亿元，全部为信用借款；应付账款18.28亿元，以物资款为主；预收账款3.64亿元，以预收客户销售款为主；1年内到期的非流动负债3.99亿元，为公司2012年发行的3年期中期票据“12平高MTN1”。

非流动负债方面，由于2014年应付债券重分类至一年内到期的非流动负债，2012~2014年非流动负债大幅减少，三年年均复合下降86.00%。截至2014年底，非流动负债为0.10亿元，由长期应付职工薪酬和递延所得税负债构成。

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 55.20 亿元，较 2014 年底增长 44.39%，其中公司流动负债为 49.62 亿元，较 2014 年底增长 30.13%，主要源于短期借款的增加；公司非流动负债为 5.58 亿元，较 2014 年底大幅增长，其中应付债券 5.48 亿元，为公司 2015 年 9 月发行的公司债。期末公司流动负债和非流动负债占比分别为 89.89%和 10.11%，非流动负债占比较年初有所增加。

截至2014年底，公司全部债务为14.16亿元，全部为短期债务。公司债务结构有待改善。

2015年三季度，公司有息债务规模继续增加。截至2015年9月底，公司有息负债总额为27.28亿元，以短期债务为主。同期，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为47.73%和31.09%，债务负担较2014年底有所加重。

整体看，目前公司债务结构以短期债务为主，债务结构有待优化；但公司整体债务负担较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率及速动比率持续增长，三年加权平均值分别为 159.05%和 123.66%，2014 年分别为 170.05%和 123.66%。2015 年 9 月底，公司流动比率和速动比率均较 2014 年底有所下降，分别为 161.85%和 118.98%。2012~2014 年公司经营现金流动负债比分别为 14.59%、-6.70%和 7.24%，经营现金流动负债比指标不断波动且有所弱化。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，近三年公司EBITDA逐年增加，2012~2014年分别为3.14亿元、6.55亿元和10.35亿元；EBITDA利息倍数分别为6.24倍、12.13倍和24.69倍，全部债务/EBITDA比分别为5.74倍、2.32倍和1.37倍，EBITDA对全部债务的保障能力增强。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2015年9月末，公司无对外担保；公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，已获得的银行授信额度为人民币59.00亿元，尚未使用的授信额度为人民币29.20亿元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

总体看，目前公司整体偿债能力强。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（银行版，报告编号为：B201511160105917705），截至2015年11月16日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司所属行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、技术水平、行业地位等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力强。

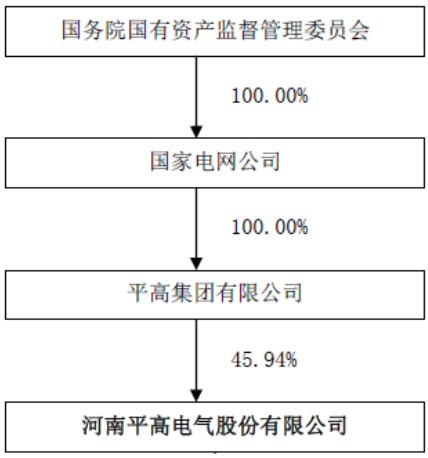
## 十、存续期债券偿债能力

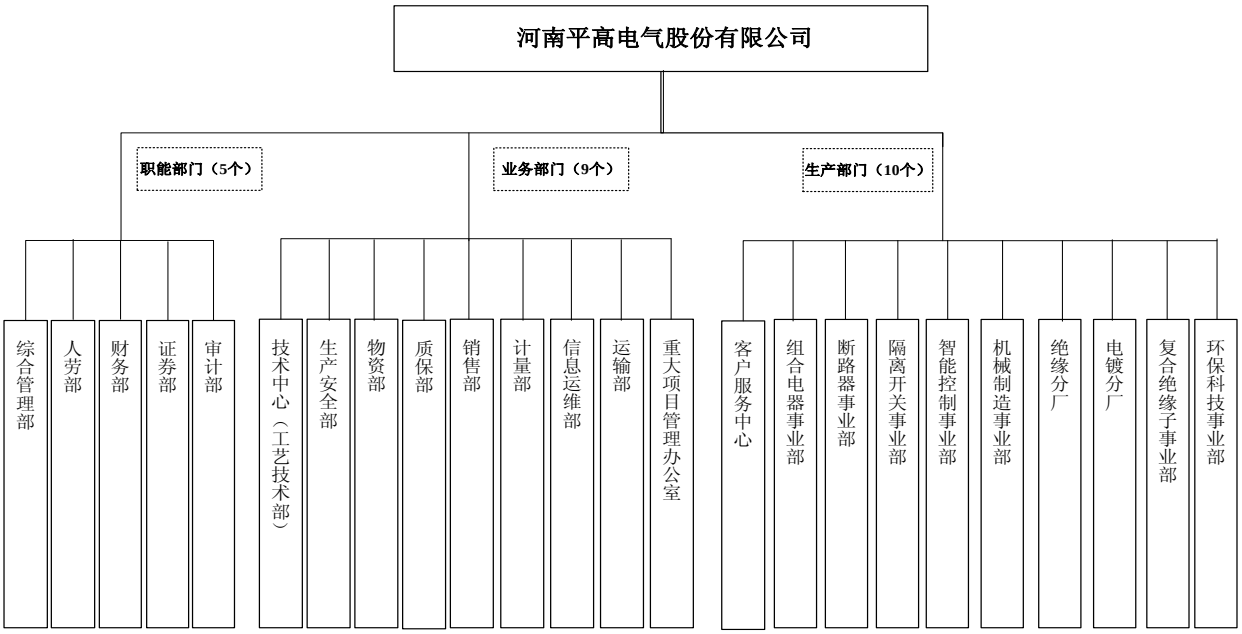
截至 2014 年底，公司剔除受限资金后的现金类资产 3.99 亿元，为待偿债券“15 平高 CP001”的 1.33 倍。2014 年，公司经营活动现金流入量为 38.68 亿元，为待偿债券“15 平高 CP001”的 12.89 倍；同期公司经营活动现金流净额为 2.76 亿元，为待偿债券“15 平高 CP001”的 0.92 倍。公司现金类资产及经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力强。

## 十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司$AA^{+}$的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 平高CP001”A-1的信用等级。

# 附件 1 公司股权结构图与组织结构图



# 附件 2　主要财务数据及指标

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 15 年 9 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 7.85 | 1.15 | 3.99 | 2.82 |
| 资产总额(亿元) | 71.76 | 72.26 | 99.12 | 115.64 |
| 所有者权益(亿元) | 34.58 | 38.14 | 60.89 | 60.45 |
| 短期债务(亿元) | 13.45 | 11.23 | 14.16 | 21.79 |
| 长期债务(亿元) | 4.57 | 3.98 | 0.00 | 5.48 |
| 全部债务(亿元) | 18.02 | 15.21 | 14.16 | 27.28 |
| 营业收入(亿元) | 32.84 | 38.18 | 46.06 | 31.29 |
| 利润总额(亿元) | 1.50 | 4.64 | 8.09 | 6.46 |
| EBITDA(亿元) | 3.14 | 6.55 | 10.35 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 4.71 | -2.00 | 2.76 | -3.68 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 1.68 | 1.60 | 1.30 | -- |
| 存货周转次数(次) | 1.91 | 2.79 | 2.88 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.46 | 0.56 | 0.54 | -- |
| 现金收入比(%) | 87.27 | 70.04 | 83.50 | 94.23 |
| 营业利润率(%) | 20.00 | 24.95 | 28.09 | 32.22 |
| 总资本收益率(%) | 3.54 | 8.46 | 9.93 | -- |
| 净资产收益率(%) | 3.93 | 10.42 | 11.55 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 11.68 | 9.46 | 0.00 | 8.32 |
| 全部债务资本化比率(%) | 34.26 | 28.51 | 18.87 | 31.09 |
| 资产负债率(%) | 51.81 | 47.22 | 38.57 | 47.73 |
| 流动比率(%) | 145.40 | 149.12 | 170.46 | 161.85 |
| 速动比率(%) | 103.06 | 116.59 | 136.14 | 118.98 |
| 经营现金流动负债比(%) | 14.59 | -6.70 | 7.24 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 6.24 | 12.13 | 24.69 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 5.74 | 2.32 | 1.37 | -- |

注：1、公司 2015 年 3 季度财务数据未经审计；
2、公司于 2012 年 10 月发行的 5 亿元短期融资券“12 平高 CP001”已计入 2012 年全部债务中；
3、现金类资产已剔除受限资金。

# 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** | |
| 资产总额年复合增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100% |
| 净资产年复合增长率 | |
| 营业收入年复合增长率 | |
| 利润总额年复合增长率 | |
| **经营效率指标** | |
| 销售债权周转次数 | 营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据） |
| 存货周转次数 | 营业成本/平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 营业收入/平均资产总额 |
| 现金收入比 | 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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/所有者权益×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% |
| **债务结构指标** | |
| 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/利息支出 |
| 全部债务/ EBITDA | 全部债务/ EBITDA |
| **短期偿债能力指标** | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计×100% |
| 速动比率 | （流动资产合计-存货）/流动负债合计×100% |
| 经营现金流动负债比 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

| 级别设置 | 含　义 |
|---|---|
| AAA | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 不能偿还债务 |

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

# 附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

| 级别设置 | 含　义 |
|---|---|
| A-1 | 为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响 |
| B | 还本付息能力较低，有一定的违约风险 |
| C | 还本付息能力很低，违约风险较高 |
| D | 不能按期还本付息 |