信用等级公告

联合〔2020〕3628 号

联合资信评估股份有限公司通过对平高集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持平高集团有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“20 平高 CP001”及“20 平高 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年九月二十一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

平高集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
平高集团有限公司	AA^+	稳定	AA^+	稳定
20 平高 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
20 平高 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 平高 CP001	4 亿元	4 亿元	2021/06/05
20 平高 CP002	6 亿元	6 亿元	2021/07/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 9 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA^+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
公司是国家电网全资子公司，在历次国网招标中保持稳定的订单份额；截至 2020 年 3 月底，公司获得中国电力财务有限公司授信额度 31.00 亿元				2
2020 年起，公司在建的租赁项目将陆续竣工并产生收益，对公司业绩形成有力支撑				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

平高集团有限公司（以下简称“公司”）作为国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）旗下国内外全电压等级、全系列、交直流开关设备主要研发制造企业之一，在股东实力、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，特高压建设加速对公司高压产品合同额的推动作用尚未完全体现，同时低压产品受到市场竞争冲击较大，叠加期间费用和资产减值损失对利润的侵蚀，公司继续亏损。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司应收账款规模大以及债务规模增长快、短期偿债压力较大等因素对其信用水平产生的不利影响。

随着中国特高压建设的推进，市场对电力设备的需求将逐步释放，公司作为细分领域龙头企业，未来将持续受益。同时，公司在建的多个租赁项目将逐步完工并确认收入，公司盈利能力有望得到改善。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“20 平高 CP001”和“20 平高 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **中国仍处于电网建设高峰期，公司外部发展环境良好。**中国电网建设仍处于较快发展阶段，根据国家电网建设规划，“十三五”期间仍是电网建设的高峰期，公司发展仍具备良好的外部环境。
2. **行业地位突出，研发实力强。**公司作为国内高压开关行业“三大开”之一，行业地位突出，研发实力强，其生产的特高压全封闭组合电器、隔离开关和断路器产品性能均达到国际领先水平，所有产品都拥有核心制造技术，全部拥有自主知识产权。
3. **作为国家电网的全资子公司，获得股东支持力度大。**公司是国家电网的全资子公司，在历次国网招标中保持稳定的订单份额；截至 2020 年

分析师：杨 涵 刘丙江
邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

6 月底，公司获得中国电力财务有限公司授信额度 28.00 亿元。

4. **经营活动现金流明显改善，收入实现质量提升。**跟踪期内，公司加强了应收账款回款力度，同时在原材料采购中提高了承兑汇票付款比重。综合作用下，公司 2019 年经营活动现金净流入 27.56 亿元，较 2018 年的净流出 7.25 亿元明显改善，当期现金收入比为 130.73%，同比增加 38.77 个百分点。
5. **在建项目陆续竣工，未来业绩有望改善。**2020 年起，公司在建的租赁项目将陆续竣工并产生收益，可对公司业绩形成有力支撑。

关注

1. **行业竞争激烈，公司 2019 年继续亏损。**跟踪期内，特高压建设加速对公司高压产品合同额的推动作用尚未完全体现，同时低压产品受到市场竞争冲击较大，叠加期间费用和资产减值损失对利润的侵蚀，公司 2019 年亏损 4.97 亿元。
2. **应收账款规模大，资产流动性一般。**公司流动资产中应收账款规模大，对资金形成占用，资产流动性一般。
3. **所有者权益规模持续下降，少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。**截至 2019 年底，公司所有者权益合计 89.61 亿元，较上年底下降 7.52%。其中少数股东权益 63.89 亿元，在所有者权益中占比高。
4. **短期偿债压力较大。**跟踪期内，公司有息债务增长明显，短期偿债压力较大，债务结构有待改善。
5. **母公司短期偿债压力较大。**母公司资产质量一般，整体债务负担较重，短期偿债压力较大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	35.34	30.61	34.08	18.38
资产总额(亿元)	233.29	268.25	302.59	311.02
所有者权益(亿元)	105.51	96.90	89.61	89.50
短期债务(亿元)	68.98	73.56	98.02	97.03
长期债务(亿元)	1.00	9.49	13.49	17.49
全部债务(亿元)	69.98	83.05	111.51	114.51
营业收入(亿元)	107.01	99.30	86.41	38.02
利润总额(亿元)	3.32	-6.42	-4.97	0.36
EBITDA(亿元)	9.43	0.62	3.56	--
经营性净现金流(亿元)	-7.73	-7.25	27.56	-17.70
营业利润率(%)	17.60	11.53	14.04	18.67
净资产收益率(%)	1.89	-6.42	-5.45	--
资产负债率(%)	54.78	63.88	70.39	71.22
全部债务资本化比率(%)	39.88	46.15	55.44	56.13
流动比率(%)	133.64	109.81	85.70	85.53
经营现金流动负债比(%)	-6.13	-4.50	13.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.81	0.26	1.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.42	134.36	31.28	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	105.39	138.65	185.55	195.53
所有者权益(亿元)	42.04	37.91	33.45	34.06
全部债务(亿元)	24.67	32.92	73.08	79.81
营业收入(亿元)	32.91	29.39	24.17	14.24
利润总额(亿元)	-1.40	-3.81	-3.82	0.61
资产负债率(%)	60.11	72.66	81.97	82.58
全部债务资本化比率(%)	36.99	46.48	68.60	70.09
流动比率(%)	101.88	70.23	46.96	46.98
经营现金流动负债比(%)	-1.87	-14.23	-7.51	--

注：2020 年上半年财务数据未经审计；合并口径现金类资产中已剔除使用受限的货币资金

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 平高 CP002	A-1	AA+	稳定	2020.07.02	杨涵、刘丙江	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 平高 CP001	A-1	AA+	稳定	2020.05.28	杨涵、刘丙江	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由平高集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

平高集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于平高集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

平高集团有限公司（以下简称“平高集团”或“公司”）前身为 1970 年 12 月成立的平顶山高压开关厂，是中国电工行业重大技术装备支柱企业和中国特、超高压开关重大装备三大研发制造基地之一。1996 年 12 月，平顶山高压开关厂改制为有限责任公司，并更名为平顶山天鹰集团有限责任公司。2005 年 3 月 31 日，平顶山天鹰集团有限责任公司更名为平高集团有限公司。公司最初由平顶山市国有资产管理委员会持有 100%的股权。2010 年 2 月 4 日国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）将平高集团整体无偿划拨给国网国际技术装备有限公司。2010 年 12 月 31 日，国网国际技术装备有限公司将其持有的公司 100%股权无偿划转给中国电力技术装备有限公司，划转后公司成为中国电力技术装备有限公司全资子公司。2012 年 5 月，中国电力技术装备有限公司将其持有的 100%平高集团股权无偿上划至国家电网有限公司（以下简称“国家电网”），划转后平高集团成为国家电网全资二级子公司。截至 2020 年 6 月底，公司注册资本为 391030.90 万元，为国家电网全资子公司，国家电网为国务院国资委直属企业，公司实际控制人为国务院国资委。

公司经营范围为：输配电设备研发、设计、制造、销售、检测、相关设备成套、服务与工程承包，核心业务为中压、高压、超高压及特高压交直流开关设备制造、研发、销售和检修服务。

截至 2020 年 6 月底，公司共设有党建工作部、财务资产部、发展策划部等 7 个职能部门，生产物资部、市场部等 4 个业务部门以及综合服务中心等 3 个支撑部门。公司合并范围内包含一家上市公司，为河南平高电气股份有限公司（以下简称“平高电气”，股票代码：600312.SH），截至 2020 年 6 月底，公司持有其 40.50%的股份，所持股份未质押。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 302.59 亿元，所有者权益合计 89.61 亿元（其中少数股东权益 63.89 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 86.41 亿元，利润总额-4.97 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司合并资产总额为 311.02 亿元，所有者权益合计 89.50 亿元（其中少数股东权益 64.23 亿元）；2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 38.02 亿元，利润总额 0.36 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：成卫。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年 6 月底，公司存续短期融资券概况见下表，所募集资金均已按指定用途使用完毕。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20 平高 CP001	4.00	4.00	2020/06/05	2021/06/05
20 平高 CP002	6.00	6.00	2020/07/17	2020/07/17

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲

击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5－6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 2　2017－2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1－6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季

度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1－5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1－3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收

缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大

项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

五、行业分析

1. 行业概况

随着 2018 年第四季度国家特高压电网建设重启，近两年国内市场对电力设备将保持旺盛的需求；2019 年以来上游原材料价格稳中有降，降低了电力设备制造企业的成本控制难度。总体来看，跟踪期内电力设备制造企业外部发展环境良好。

电力设备制造行业是国民经济发展中重要的装备工业之一，行业景气度与电力工业的发展密切相关，受国民经济影响较大。根据中国电力企业联合会发布的《2019－2020 年度全国电力供需形势分析预测报告》，从电力需求来看，2019 年中国全社会用电量为 7.23 万亿千瓦时，同比增长 4.5%。全年第一产业用电量为 780 亿千瓦时，同比增长 4.5%；全年第二产业用电量为 4.94 万亿千瓦时，同比增长 3.1%，用电量占比为 68.3%，同比下降 0.9 个百分点；全年第三产业用电量为 1.19 万亿千瓦时，同比增长 9.5%，第三产业和城乡居民生活用电量对全社会用电量增长的贡献率合计超过 50%。电力供应方面，截至 2019 年底，全国全口径发电装机容量 20.1 亿千瓦，较上年底增长 5.8%，其中全国全口径非化石能源发电装机容量 8.4 亿千瓦，较上年增长 8.7%，占总装机容量的比重为 41.9%，较上年底提高 1.1 个百分点。2019 年，发电设备利用小时 3825 小时，比上年降低 54 小时。全国主要电力企业合计完成投资 7995 亿元，比上年下降 2.0%。整体看，2019 年全社会用电量保持平稳增长、第三产业和城乡居民生活用电的拉动效果明显，电力供应延续绿色低碳发展趋势，非化石能源发电装机和发电量均保持较快增长。

电力设备产品成本中，钢材、铜、铝等原材料所占比重在 70%左右，输配电设备生产企业的生产成本与对应的大宗商品价格走势高度相关。

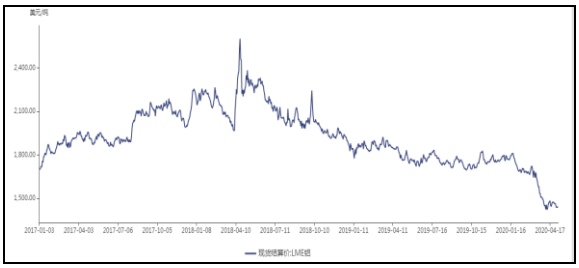
图 1　2017 年以来 LME 铜现货结算价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

铜期货价格在2017年大幅攀升并在2018年二季度回落后，至2020年初保持相对稳定的态势。2020年以来，铜期货价格在一季度大幅下跌至4617美元/吨左右，在二季度出现回升，至4月底在5231美元/吨左右；同期铝期货的价格走势总体上与铜期货相似，至2020年4月底在1460.5美元/吨左右。

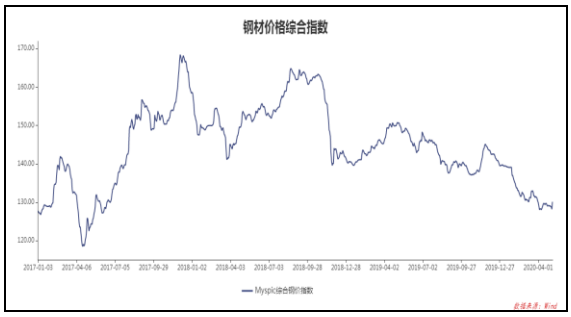
图 2　2017 年以来 LME 铝现货结算价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

钢材方面，2017年二季度开始，钢材价格指数触底回升，直到2018年三季度之前一直处于高位震荡，2018年四季度大幅下降至140左右，其后基本上呈现小幅波动。2019年底开始，钢材价格指数再次出现下滑，至2020年4月底为128.85。

图3　2017年以来Myspic综合钢价指数



资料来源：Wind

行业竞争方面，中国电力设备制造行业市场整体集中度较低，尤其在中低压产品市场，行业内企业数量众多，产品准入门槛相对较低，市场竞争激烈。而在高压、特高压及智能化等高端电工装备领域，由于行业内企业在规模、技术实力、招标资质等方面有较高门槛，市场集中度较高。以特高压为例，国内主要的特高压设备厂商包括中国西电电气股份有限公司（以下简称“中国西电”）、平高电气、特变电工股份有限公司（以下简称“特变电工”）、许继电气股份有限公司（以下简称“许继电气”）、保定保变电气有限责任公司（以下简称“保变电气”）、国电南瑞科技股份有限公司（以下简称“国电南瑞”）等，由于特高压核心设备包含种类较多，各家设备厂商由于技术路线及产品类型的不同，在细分领域均保持一定的市场占有率。如中国西电和平高电气主要是 GIS 设备提供商，保变电气和特变电工的产品主要集中在电抗器、变压器和换流变等领域，许继电气在特高压换流阀和控制保护方面占有较高的市场份额。

从下游需求来看，2017 年以来，特高压建设稳步推进，多条特高压交直流线路工程在 2018 年内全部开工；电力设备行业景气度稳中有升。2018 年 9 月，国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，提出加快推进白鹤滩至江苏、白鹤滩至浙江特高压直流等 9 项重点输变电工程建设；推进项目包括 12 条特高压工程（简称“七交五直”），共计输电能力 5200 万千瓦。其中：（1）特高压主项目 7 条：5 条直流+2 条交流；（2）特高压配套项目：5 条交流。根据往年特高压项目的整体建设进度来看，特高压建设周期一般为 2 年左右，2018 年核准开工的项目，经过半年左右的招标-中标阶段，2019－2020 年进入设备交付高峰期；2019 年核准开工的项目，预计将在 2020－2021 年进入设备交付高峰期，设备厂商将在 2019－2021 年逐步释放业绩。

2．行业关注

（1）宏观经济风险

目前，国内宏观经济面临较大的下行压力，经济结构调整对部分国民经济基础行业不利影响较大，但近年电力行业的发展仍然保持了较高的速度，受到国际金融危机与国内经济结构调整的影响尚未明确显现，但如果国际经济环境进一步恶化影响到国内实业发展，或国内经济结构发生不利于电力行业的调整，都可能会影响到电力行业以及下游子行业的效益，从而进一步对电力设备企业的业绩产生不良影响。

（2）市场竞争风险

近年来，一些国内民营企业相继涉足输配

电设备制造行业，特别是在中低端市场加剧了产能过剩和市场的过度竞争，对整个行业的发展造成了不利的影响。

（3）原材料价格波动风险

电力设备产品的成本中钢材、铜、铝等原材料占比在70%左右，原材料价格与大宗商品价格走势一致。同时，由于电力设备制造企业的下游客户主要为话语权较强的国家电网、电力公司等大型国有企业，若上述大宗商品价格出现大幅上涨，输配电设备制造企业的成本控制难度加大，且不易转嫁至下游客户，可能最终导致利润受到一定侵蚀。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年6月底，公司注册资本为391030.90万元。公司为国家电网的全资子公司，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模

公司核心子公司平高电气位列国内高压开关行业“三大开”之一，行业地位突出，技术水平先进，产能规模优势明显，综合竞争实力强。

目前，国内高压开关行业主要以中国西电、平高电气、新东北电气集团有限公司等传统的国内“三大开”为主。平高电气作为“三大开”之一，主要产品有72.5～1100kV SF_6气体绝缘封闭式组合电器（GIS）、72.5～1100kV敞开式SF_6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、交直流开关设备主要研发制造企业之一。

公司拥有主要加工设备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，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。

作为公司主要的经营主体，平高电气于2017年成功研制世界首支±1000kV级直流纯SF6气体绝缘穿墙套管、1100kV切滤波器组断路器。“1120kV侧墙式双配重阀厅接地开关”等3个新产品通过国家级鉴定。平高电气的“超特高压交直流开关设备技术创新工程”“新一代智能高压开关设备关键技术研究及规模化应用”获河南省科技进步一等奖，“机械制造事业部六项改善”获得全国设备管理最高奖。

3. 股东背景

作为国家电网的全资子公司，公司依托股东客户优势，业务发展迅速。同时，股东给予公司的资金支持力度大。

公司的股东为国家电网，国家电网作为中央国有企业，以电网业务为核心，兼营电力技术研发、电工电气设备制造及金融业务等。平高集团作为国家电网的全资子公司，依托国家电网的客户优势，将在特高压、智能电网及配电领域及国外市场扩张上得到快速发展。截至2020年6月底，公司获得中国电力财务有限公司授信额度28.00亿元。

4. 企业信用记录

公司过往履约情况良好。根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：4104000000003975），截至2020年8月26日，公

司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清中包含95笔关注类贷款，均为银行系统问题所致。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，大宗商品价格相对平稳，公司成本控制压力得到一定缓解；公司客户仍以国家电网为主，2019 年高压产品合同额及生产量有所增长，中低压板块受到行业竞争的冲击较明显，收入出现较大幅度下滑；公司全年营业收入下降，毛利率有一定提升。

2019 年，公司实现营业收入 86.41 亿元，同比下降 12.98%。其中，以封闭组合电器、高压隔离开关和接地开关、敞开式六氟化硫断路器等为代表的高压产品为公司收入的最主要来源，2019 年实现收入 40.95 亿元，在公司营业收入中占 47.38%，收入规模相比 2018 年有小幅下降；中低压及配网业务实现收入 18.47 亿元，同比下降 24.74%，主要系产品技术门槛相对较低，近年来市场竞争激烈所致；EPC 总承包业务随项目进度确认收入，每年收入规模有一定波动，2019 年实现收入 12.46 亿元，同比下降明显；2019 年运维服务及其他板块实现收入 14.54 亿元，同比增长 101.11%，公司业务领域拓展初见成效，对营业收入形成有益补充。

毛利率方面，2019 年，公司中低压及配网业务的毛利率基本维持稳定，EPC 总承包和运维服务的毛利率均出现不同程度下滑。受益于收入占比较高的高压产品中标价格回升，毛利率增长，公司综合毛利率由上年的 12.70%增长至 15.00%。

2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 38.02 亿元，同比增长 37.96%；当期毛利率为 19.41%。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年 1－6 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
高压产品	44.95	45.27	14.82	40.95	47.38	20.27	15.17	39.90	19.78
中低压及配网	24.54	24.71	11.17	18.47	21.37	11.21	8.82	23.19	8.28
EPC 总承包	22.58	22.75	7.97	12.46	14.42	4.82	5.90	15.53	7.8
运维服务及其他	7.23	7.28	19.51	14.54	16.83	13.62	8.13	21.38	39.36
合计	**99.30**	**100.00**	**12.70**	**86.41**	**100.00**	**15.00**	**38.02**	**100.00**	**19.41**

资料来源：公司提供

（1）原材料采购

跟踪期内，公司主要原材料种类以及原材料采购模式等未发生重大变化。在采购结算方式方面，公司出台了采购付款指导意见，严格按照采购类型对应付款方式，提高了承兑汇票付款的比例。

公司主要原材料占生产成本比重在 80%以上，当原材料价格出现较大幅度波动时，公司利润将受到直接影响。2019 年，铜、铝、钢材等大宗商品价格总体稳中有降，公司成本控制压力得到一定缓解。

（2）产品生产及销售

跟踪期内，公司在生产组织模式、主要产品类别、产品生产周期以及产品定价等方面未发生重大变化。在销售结算方面，公司加强了应收账款管理，加大了应收账款的催收力度。

从产能产量来看，2019 年，公司各板块产品产能保持稳定，中低压及配网产品的产量及产能利用率出现较明显的下降，主要系行业竞争加剧所致；在高压产品方面，由于技术门槛

较高，行业竞争的冲击相对较小，但特高压建设加速对产品需求的带动尚未明显体现，产品产量和产能利用率仅略有提升。

表 4　公司产品生产情况（单位：间隔/台/组、%）

产类类别	2018 年			2019 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
高压产品	19962	6574	32.93	19962	6766	33.89
中低压及配网	75582	59424	78.62	75582	52965	70.08

资料来源：公司提供

从订单量来看，2019 年公司各主要产品合计新签合同 150.64 亿元，同比下降 20.03%。其中，封闭组合电气、敞开式断路器以及隔离/接地开关等传统高压产品合同额出现了一定增长，但开关柜等其他中低压和 EPC 总承包业务的合同额均有所下降。从客户来看，公司下游客户仍以国家电网为主，2019 年国家电网的合同额度占 68.60%，较上年基本保持稳定。

2020 年 1－6 月，公司新签合同额为 62.19 亿元，较上年同期保持稳定。

表 5　公司主要产品新签合同额情况（单位：亿元）

产品名称	2018 年	2019 年	2020 年 1－6 月
封闭组合电器	38.57	50.91	18.09
敞开式断路器 隔离/接地开关	6.07	8.25	5.08
开关柜	20.08	17.07	6.18
EPC	36.28	15.12	12.30
其他	87.39	59.29	20.54
合计	**188.38**	**150.64**	**62.19**

资料来源：公司提供

表 6　公司主要客户新签合同额情况（单位：亿元）

客户名称	2018 年	2019 年	2020 年 1－6 月
国家电网	128.36	103.34	37.85
南方电网	1.64	4.48	1.69
其他	58.38	42.82	22.65
总计	**188.38**	**150.64**	**62.19**

资料来源：公司提供

2. EPC总承包业务

EPC 项目总承包方面，截至 2020 年 6 月底，公司在建 EPC 项目主要集中于波兰、老挝和尼泊尔三国（见表 7），合同额合计 29.47 亿元。其中仅波兰项目需要公司垫资执行，金额相对较小；其他项目均为买方信贷或业主自筹资金。

公司 EPC 项目的回款方式主要为：公司收到 10%～15%的预付款后开始开工建设，根据施工进度收取 70%～80%的进度款，剩下 5%～10%的完工款和 5%的验收款。由于项目建设周期普遍较长，大部分项目的工期需延续至 2020 年底以及 2021、2022 年。截至 2020 年 6 月底，公司在建 EPC 项目已累计回款 14.19 亿元，其中 2019 年回款 1.25 亿元。

表 7　截至 2020 年 6 月底公司主要 EPC 项目总包情况（单位：万元）

EPC 项目概况	合同额	资金来源	签约时间	工期	截至 2020 年 6 月底已投资	2020 年 7 月—12 月拟投资
波兰普拉格总承包 EPC 项目	28785.00	公司垫资	2017.11	5 年	23820.00	4002.44
老挝色贡总承包 EPC 项目	206000.00	买方信贷	2015.11	6 年	153062.56	5891.16
尼泊尔嘎江 132 kV 输变电项目信息	4512.00	业主自筹	2017.02	40 个月	3051.57	1743.85
尼泊尔 11/0.4 kV 光伏配网项目基本信息	6480.00	业主自筹	2017.04	3 年	6626	562.68
尼泊尔乌迪普-玛乔克-婆罗多布尔 220 kV 线路项目信息	15900.00	业主自筹	2017.11	3 年	9580.69	6093.25
尼泊尔奇利米 220 kV 变电站项目	7993.00	业主自筹	2017.11	3 年	4036.9	3001.16
尼泊尔翠素里 220 kV 变电站项目	8252.00	业主自筹	2017.11	3 年	3856.32	1156.79
尼泊尔奇利米-翠素里 220 kV 线路项目信息	6801.00	业主自筹	2017.11	3 年	6235.78	497.14

尼泊尔加德满都谷地132 kV GIS变电站项目信息	9977.00	业主自筹	2017.11	3年	2245.69	2894.45
合计	**294700.00**	--	--	--	**212515.51**	**25842.92**

资料来源：公司提供

3. 租赁项目

2018年起，公司在上海、河南、浙江、江苏等地开展租赁项目建设，项目业主方主要为各省市电力公司，租赁资产主要包含变压器、开关等输配变电设备以及配套的部分基础设施。项目建设资金需要公司垫付，其中约60%将用于设备采购，40%用于基础设施建设。

项目建设完成后，公司将在3～5年内以租金形式分期确认收入并在当期实现回款，确认的收入计入“运维服务及其他”板块。截至2020年6月底，公司租赁项目已累计确认收入5.92亿元，其中2019年实现收入0.96亿元。

2018年和2019年，由于租赁项目建设周期长，垫付资金规模大，公司无法在当期全额确认收入，而发生的期间费用对利润形成了一定侵蚀。2020年开始，公司租赁项目将陆续进入交付期，2020年预计可实现收入10.79亿元，公司盈利能力将有所改善。

表8 截至2020年6月底公司在建租赁项目情况（单位：万元）

项目	总投资额	资金来源	截至2020年6月底已投资	未来三年计划投资		
				2020年下半年	2021年	2022年
上海地区租赁项目	226000.00	集团统一融资	143404.73	41006	0	22600
浙江地区租赁项目	308400.00	集团统一融资	176613.09	39566	50000	0
河南地区租赁项目	158600.00	集团统一融资	76255.29	25236	0	0
江苏储能资产租赁项目	166320.00	集团统一融资	109015.48	38929	12996.20	0
合计	**859320.00**	--	**505288.59**	**144737**	**62996.20**	**22600**

资料来源：公司提供

表9 2020－2022年公司租赁项目新签合同额以及预计收入、利润情况（单位：亿元）

年份	新签合同额	预计可确认收入	预计可实现净利润
2020年	8.00	10.79	2.65
2021年	10.00	13.00	3.50
2022年	11.00	18.00	4.00

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2019年，公司销售债权周转次数为1.09次，同比增加0.01个百分点；存货周转次数及总资产周转次数分别为2.22次和0.30次，同比分别减少0.22个和0.10个百分点，公司经营效率略有下降。

5. 未来发展

2020年，公司将继续保持高压板块的市场占有率及技术领先优势，通过特高压建设增加利润；开展提质增效专项行动，从市场开拓、物资采购、生产制造、质量提升等方面努力对冲疫情影响，稳步提升经营效益和质量；开展新业务模块，积极拓展电力储能业务、综合能源服务、运维检修业务等新业务领域，提升公司盈利能力。

公司在建项目主要为上述租赁项目以及印度工厂项目，印度工厂项目总投资额2.44亿元，规模不大。公司在租赁项目上仍需较大规模的投资。

九、财务分析

公司提供了2019年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2020年上半年财务数据未经审计。

合并范围方面，2019年公司合并范围新增

2 家子公司，分别为河南平高电力设备有限公司以及河南龙源平高科技发展有限公司；截至 2020 年 3 月底，公司合并范围较 2019 年底无变化。由于新增子公司规模较小，公司财务数据的可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 302.59 亿元，所有者权益合计 89.61 亿元（其中少数股东权益 63.89 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 86.41 亿元，利润总额-4.97 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司合并资产总额为 311.02 亿元，所有者权益合计 89.50 亿元（其中少数股东权益 64.23 亿元）；2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 38.02 亿元，利润总额 0.36 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，流动资产占比下降，其中应收账款规模大且账龄偏长，对营运资金形成占用。考虑到应收账款欠款方以国家电网及其子公司为主，回收风险可控，公司整体资产质量较好，资产流动性一般。

截至 2019 年底，公司资产总额为 302.59 亿元，较上年底增长 12.80%。资产中流动资产占 56.31%。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 170.39 亿元，较上年底下降 3.71%。从构成来看，公司流动资产以货币资金（占 21.51%）、应收账款（43.23%）和存货（占 19.64%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金为 36.65 亿元，较上年底增长 8.77%。公司货币资金主要为银行存款，其中使用受限的货币资金为 8.45 亿元，主要是各类保证金，受限制部分占货币资金总额的 23.06%。

截至 2019 年底，公司应收账款账面余额为 83.06 亿元，累计计提坏账准备 9.41 亿元，应收账款账面价值 73.66 亿元，较上年底下降 17.24%，主要系公司加强应收账款管理所致。从账龄来看，公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 24.33 亿元。其中账龄在 1 年以内的占 31.02%，1～2 年的占 17.18%，2～3 年的占 27.92%，3 年以上的占 23.88%，账龄偏长。从集中度来看，前五名欠款方所欠款项合计占 15.97%，集中度一般。截至 2019 年底，公司应收国家电网及其子公司的应收账款余额为 40.96 亿元，占比为 49.13%。

表 10　截至 2019 年底应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人	账面余额	占比	坏账准备
中国平煤神马集团天源能源有限公司	3.39	4.08	1.69
尼泊尔国家电力公司	2.64	3.18	--
内蒙古天合能源有限责任公司	0.98	1.18	0.28
Power Grid Corporation of Indian Liam	1.48	1.79	--
Electricite du Laos	4.78	5.75	--
合计	**13.27**	**15.97**	**1.97**

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司存货账面余额为34.15亿元，其中自制半成品及在产品 22.47 亿元（包含已完工未结算工程 11.08 亿元）、库存商品 4.61 亿元、原材料 7.07 亿元。公司存货累计计提跌价准备 0.69 亿元，主要为对库存商品计提的减值。截至 2019 年底，公司存货账面价值 33.46 亿元，较上年底增长 2.42%。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 132.20 亿元，较上年底增长 44.81%。公司非流动资产主要由固定资产（占 40.70%）、在建工程（占 35.18%）和无形资产（占 10.68%）等构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面原值为 78.31 亿元，主要由房屋及建筑物（28.42 亿元）、机器设备（28.79 亿元）和电子设备（15.30 亿元）构成；固定资产累计计提折旧 24.51 亿元，账面价值为 53.81 亿元，较上年底增长 46.28%，主要系当期机器设备和电子设备增加较多所致。

截至 2019 年底，公司在建工程为 46.51 亿元，较上年底增长 109.14%，主要系租赁项目

建设推进所致。从构成来看，公司在建工程主要包括上海地区租赁项目（5.28 亿元）、浙江地区租赁项目（10.25 亿元）、河南地区租赁项目（6.53 亿元）、江苏储能资产租赁项目（6.13 亿元）等。

截至 2019 年底，公司无形资产为 14.11 亿元，主要为土地使用权 5.28 亿元、专利权 1.49 亿元和非专利技术 2.27 亿元等。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额为 311.02 亿元，流动资产和非流动资产分别占 55.94%和 44.06%，资产构成较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 6 月底，公司使用受限资产合计 9.02 亿元，全部为受限货币资金。

2. 所有者权益和负债

（1）所有者权益

跟踪期内，由于未分配利润持续为负，公司所有者权益有所下降，少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。

截至2019年底，公司所有者权益合计89.61亿元（其中少数股东权益63.89亿元），较上年底下降 7.52%，主要系未分配利润下降所致。归属于母公司的所有者权益 25.72 亿元，主要由实收资本 39.10 亿元、资本公积 6.40 亿元及未分配利润-19.74 亿元构成。

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益为 89.50 亿元（含少数股东权益 64.23 亿元），所有者权益规模及构成较 2019 年底变动不大。

（2）负债

跟踪期内，公司短期债务增长较快，债务结构有待改善，短期偿债压力较大。

截至 2019 年底，公司负债合计 212.98 亿元，较上年底增长 24.29%，其中流动负债占 93.35%，公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债为 198.82 亿元，较上年底增长 23.38%，主要以短期借款（占 29.73）、应付账款（占 42.33%）和应付票据（占 19.57%）为主。

截至 2019 年底，公司短期借款为 59.11 亿元，较上年底增长 3.12%，全部为信用借款。

截至 2019 年底，公司应付账款为 84.16 亿元，较上年底增长 19.76%；应付票据为 38.91 亿元，较上年底增长 155.37%，主要系公司加强采购付款管理，通过承兑汇票付款的比例增加所致。

截至2019年底，公司非流动负债合计14.16亿元，较上年底增长 38.72%，主要由长期借款和应付债券构成。截至 2019 年底，公司长期借款为 3.50 亿元，较上年底略有下降；应付债券由上年底的 3.99 亿元增长至 9.99 亿元，主要系公司发行 6 亿元中期票据“19 平高 MTN001”所致。

截至 2020 年 6 月底，公司负债总额为 221.52 亿元，其中流动负债占 91.82%，负债规模和结构较 2019 年底变化不大。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 111.51 亿元，同比增长 34.27%。其中短期债务 98.02 亿元，占 87.90%。公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 70.39%、55.44%和 13.08%，较上年底分别增加 6.51 个百分点、9.29 个百分点和 4.16 个百分点；截至 2020 年 6 月底，公司全部债务为 114.51 亿元，其中短期债务 97.03 亿元；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 71.22%、56.13%和 16.34%。

3. 盈利能力

2019 年公司营业收入及营业成本同比均有所下降，但期间费用的增长以及资产减值损失对利润形成一定侵蚀，全年继续亏损。

2019 年，公司实现营业收入 86.41 亿元，发生营业成本 73.45 亿元，同比分别下降 12.98%和 15.27%；同期利润总额为-4.97 亿元，亏损较上年有所减少。

2019 年，公司期间费用总额为 16.86 亿元，同比增长 13.78%。其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 5.99 亿元、4.96 亿元、3.19 亿元和 2.71 亿元，管理费用同比下降

13.31%，其他三费均同比增长，研发费用同比增长 160.86%，主要系当期推进多个科技公关项目，研发投入加大所致。当期公司期间费用率为 19.51%，同比增加 4.59 个百分点。

2019 年，公司发生资产减值损失 1.62 亿元，主要为坏账损失。

从盈利指标看，2019 年公司营业利润率为 14.04%，较上年增加 2.51 个百分点，总资本收益率和净资产收益率分别为-1.11%和-5.45%，公司盈利能力弱。

2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 38.02 亿元，同比增长 37.96%，利润总额为 0.36 亿元，较上年同期的-2.03 亿元有所好转，营业利润率为 18.67%。

4. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流改善明显，同时在建租赁项目扩大了投资活动现金流出，公司持续存在融资需求。

2019 年，公司经营活动现金流入 118.34 亿元，同比增长 23.26%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；同期公司经营活动现金流出 90.77 亿元，同比下降 12.09%；公司支付、收到其他与经营活动有关的现金主要为投标保证金的支出以及退回等，2019 年分别为 11.86 亿元和 5.14 亿元。由于公司加强了对应收账款的回收力度，同时在采购中增加应付票据的使用，使得当期经营活动现金净流量为 27.56 亿元，较上年的-7.25 亿元有明显好转，现金收入比为 130.73%，同比增加 38.77 个百分点，公司收入实现质量明显提升。

公司投资活动现金流入规模较小，2019 年为 0.12 亿元，同期公司投资活动现金流出 28.50 亿元，较上年的 2.58 亿元大幅增长，主要系在建租赁项目进度推进所致；当期公司投资活动现金净流量为-28.37 亿元。

公司筹资活动现金流入和流出主要为取得借款收到的现金以及偿还债务支付的现金，2019 年，公司筹资活动现金流入 75.38 亿元，同比下降 4.48%；筹资活动现金流出 74.04 亿元，同比增长 10.59%，当期公司筹资活动现金净流量为 1.34 亿元。

2020 年 1－6 月，公司经营性净现金流为-17.70 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-2.98 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 12.31 亿元。

5. 偿债能力

公司有息债务增长快，现金类资产对短期债务覆盖能力较弱，EBITDA 对债务本息保障程度一般。但考虑到公司受限资产规模小，可持续获得来自股东国家电网多种形式的资金支持，且未使用银行授信规模较充裕。整体看，公司偿债能力很强。

从短期偿债指标看，截至 2019 年底公司流动比率、速动比率分别为 85.70%和 68.87%，较上年底分别减少 24.11 个百分点和 20.67 个百分点，同期公司现金类资产/短期债务为 0.35 倍；截至 2020 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 85.53%和 63.76%。

从长期偿债指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 3.56 亿元，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.34 倍和 31.28 倍。

截至 2020 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 6 月底，公司合并口径获得银行授信额度合计 342.39 亿元，未使用额度 218.02 亿元，公司间接融资渠道畅通；子公司平高电气为上市公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务状况

母公司自身具有经营性业务，但规模较小，持续亏损；母公司资产质量一般，整体债务负担较重且主要为短期债务，短期偿债压力较大。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 185.55 亿元，其中流动资产为 65.00 亿元（占 35.03%）；流动资产主要由货币资金和应收账款构成，分别为 9.42 亿元和 26.41 亿元；非流动资产主要由长期股权投资 33.92 亿元、固定资产 26.66 亿元和在建工程 53.01 亿元构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 152.11 亿元，其中流动负债 138.42 亿元，非流动负债 13.68 亿元；流动负债中短期借款、应付票据及应付账款规模较大，分别为 35.27 亿元和 74.53 亿元；非流动负债主要系 3.50 亿元长期借款和 9.99 亿元应付债券。同期母公司全部债务为 73.08 亿元，其中短期债务 59.59 亿元。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 33.45 亿元，其中实收资本 39.10 亿元，资本公积 1.10 亿元，未分配利润-6.86 亿元。

2019 年，母公司实现营业总收入 24.17 亿元，利润总额-3.82 亿元。同期母公司经营活动现金净流出 10.40 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金净流量对存续债券的保障能力较强。

截至本报告出具日，公司存续期内债券余额合计 33.90 亿元，其中将于一年内到期的债券余额 19.90 亿元（见表 11）。

表11　截至报告出具日公司存续债券概况(单位:亿元)

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20 平高 SCP001	3.00	3.00	2020/03/19	2020/12/14
20 平高 SCP002	2.00	2.00	2020/04/22	2021/01/17
20 平高 SCP003	4.90	4.90	2020/08/24	2021/05/21
20 平高 CP001	4.00	4.00	2020/06/05	2021/06/05
20 平高 CP002	6.00	6.00	2020/07/17	2021/07/17
18 平高 MTN001	4.00	4.00	2018/10/11	2021/10/11
19 平高 MTN001	6.00	6.00	2019/12/17	2022/12/17
20 平高 MTN001	4.00	4.00	2020/04/23	2023/04/23
合计	**33.90**	**33.90**	--	--

资料来源：联合资信整理

表12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2019 年
一年内到期债券余额	19.90
现金类资产/一年内到期债券余额	1.71
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.49
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.81
EBITDA/应付债券余额	0.11

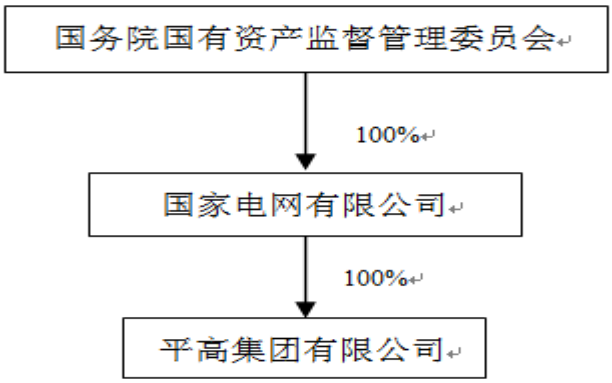
资料来源：联合资信整理

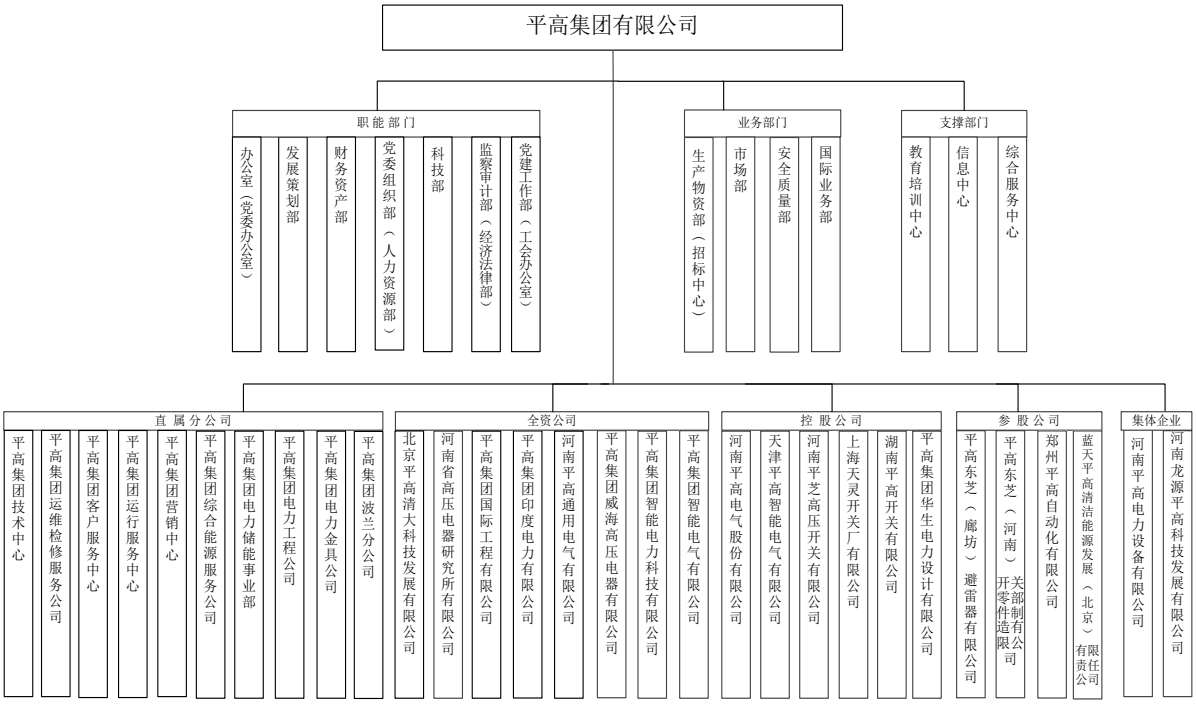
截至2019年底，公司的现金类资产为34.08亿元，对上述一年内到期债券余额保障能力较强；2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 27.56 亿元，对应付债券余额的保障能力较强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“20 平高 CP001”和“20 平高 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图及组织机构图





附件 1-2 截至 2019 年底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金（元）	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
河南平高电气股份有限公司	1356921309.00	电气机械和器材制造	40.50	--	投资设立

资料来源：公司年报

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.34	30.61	34.08	18.38
资产总额(亿元)	233.29	268.25	302.59	311.02
所有者权益(亿元)	105.51	96.90	89.61	89.50
短期债务(亿元)	68.98	73.56	98.02	97.03
长期债务(亿元)	1.00	9.49	13.49	17.49
全部债务(亿元)	69.98	83.05	111.51	114.51
营业收入(亿元)	107.01	99.30	86.41	38.02
利润总额(亿元)	3.32	-6.42	-4.97	0.36
EBITDA(亿元)	9.43	0.62	3.56	--
经营性净现金流(亿元)	-7.73	-7.25	27.56	-17.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.30	1.08	1.09	--
存货周转次数(次)	2.26	2.44	2.22	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.40	0.30	--
现金收入比(%)	95.79	91.96	130.73	128.90
营业利润率(%)	17.60	11.53	14.04	18.67
总资本收益率(%)	2.25	-2.12	-1.11	--
净资产收益率(%)	1.89	-6.42	-5.45	--
长期债务资本化比率(%)	0.94	8.92	13.08	16.34
全部债务资本化比率(%)	39.88	46.15	55.44	56.13
资产负债率(%)	54.78	63.88	70.39	71.22
流动比率(%)	133.64	109.81	85.70	85.53
速动比率(%)	103.31	89.54	68.87	63.76
经营现金流动负债比(%)	-6.13	-4.50	13.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.42	134.36	31.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.81	0.26	1.34	--

注：2020 年上半年财务数据未经审计；现金类资产中已剔除使用受限的货币资金

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.66	8.96	11.94	8.22
资产总额(亿元)	105.39	138.65	185.55	195.53
所有者权益(亿元)	42.04	37.91	33.45	34.06
短期债务(亿元)	23.68	25.43	59.59	62.33
长期债务(亿元)	1.00	7.49	13.49	17.49
全部债务(亿元)	24.67	32.92	73.08	79.81
营业收入(亿元)	32.91	29.39	24.17	14.24
利润总额(亿元)	-1.40	-3.81	-3.82	0.61
EBITDA(亿元)	-0.99	-3.33	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.16	-13.23	-10.40	-13.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.39	1.04	0.84	--
存货周转次数(次)	5.45	4.97	6.24	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.24	0.26	--
现金收入比(%)	90.77	82.29	115.45	94.71
营业利润率(%)	2.92	5.53	6.71	22.80
总资本收益率(%)	-2.01	-4.89	-3.43	-
净资产收益率(%)	-3.18	-9.13	-10.92	--
长期债务资本化比率(%)	2.32	16.50	28.74	33.93
全部债务资本化比率(%)	36.99	46.48	68.60	70.09
资产负债率(%)	60.11	72.66	81.97	82.58
流动比率(%)	101.88	70.23	46.96	46.98
速动比率(%)	92.82	64.29	41.76	46.98
经营现金流动负债比(%)	-1.87	-14.23	-7.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	-25.04	-9.88	-36.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年上半年财务数据未经审计

附件 4　同行业企业对比数据

发行人	许继电气股份有限公司	新疆特变电工集团有限公司	正泰集团股份有限公司	平高集团有限公司
主体信用等级	AA^+	AA^+	AA^+	AA^+
企业性质	国有企业	民营企业	民营企业	国有企业
综合毛利率（%）	18.04	20.58	27.87	15.00
销售债权周转次数（次）	1.15	3.09	2.63	1.09
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	150.90	1018.60	740.67	302.59
所有者权益（亿元）	86.77	406.50	272.55	89.61
营业收入（亿元）	101.56	431.19	398.48	86.41
利润总额（亿元）	5.59	29.65	46.14	-4.97
经营活动现金流净额（亿元）	0.76	34.02	47.90	27.56
资产负债率（%）	42.05	60.09	63.20	70.39

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 5　主要财务指标的计算公式

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% （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-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%
现金类资产/短期债务	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+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 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

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

附件 6-2　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变