

信用等级公告

联合〔2019〕2551号

联合资信评估有限公司通过对平高集团有限公司及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⁺，“16 平高 MTN001”“18 平高 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十九日



平高集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA⁺

上次主体长期信用等级: AA⁺

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 平高 MTN001	1 亿元	2019/11/21	AA ⁺	AA ⁺
18 平高 MTN001	4 亿元	2021/10/11	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	32.33	35.34	30.61	31.35
资产总额(亿元)	221.60	233.29	268.25	272.77
所有者权益(亿元)	113.88	105.51	96.90	96.03
短期债务(亿元)	43.22	68.98	73.56	76.94
长期债务(亿元)	8.49	1.00	9.49	9.49
全部债务(亿元)	51.71	69.98	83.05	86.42
营业总收入(亿元)	102.40	107.01	99.30	11.96
利润总额(亿元)	10.30	3.32	-6.42	-0.89
EBITDA(亿元)	16.70	9.43	0.62	--
经营性净现金流(亿元)	7.84	-7.73	-7.25	-4.89
营业利润率(%)	25.45	17.60	11.53	14.17
净资产收益率(%)	5.74	1.89	-6.42	--
资产负债率(%)	48.61	54.78	63.88	64.80
全部债务资本化比率(%)	31.23	39.88	46.15	47.37
流动比率(%)	162.19	133.64	109.81	106.67
经营现金流动负债比(倍)	7.93	-6.13	-4.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.10	7.42	134.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.42	4.81	0.26	--

注: 1. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计; 2. 现金类资产已剔除受限货币资金

分析师: 魏铭江 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

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,受特高压建设放缓、产品价格下降等综合因素影响,公司盈利能力下滑,经营业绩出现亏损。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司应收账款和存货规模大以及债务规模增长快、短期偿债压力大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

随着 2018 年四季度以来中国特高压建设加快,公司作为细分领域龙头企业,将持续受益。公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强;经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“16 平高 MTN001”“18 平高 MTN001”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 国家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. 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. 公司是国家电网全资子公司,享有其给予的研发和贷款支持,2018 年全年国家电网提供各项资金支持合计 15.61 亿元。
4. 公司在国家电网的电网建设招标中常年保

持领先的中标份额，2018 年公司合同签订总额为 188.38 亿元，同比增长 29.13%，随着特高压建设在 2018 年四季度重启，公司未来将持续受益。

5. 公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强；经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，受特高压建设放缓以及主要产品售价下降影响，公司产能利用率明显下降，营业收入同比有所下滑，期间费用对利润形成较大侵蚀，加上 2018 年计提资产减值损失 3.39 亿元，上述因素使得公司 2018 年经营出现亏损。
2. 公司输配电产品生产周期较长，公司存货和应收账款规模大，周转效率慢，尤其是公司依托国际工程开展的海外 EPC 总承包业务受当地政治环境、法律环境、税务政策、货币政策等因素影响显著，对营运资金形成占用，经营活动净现金流波动大。
3. 公司下游客户集中度高，2018 年公司新签合同中来自国家电网及其子公司的合同额度占 68.14%。截至 2018 年底，公司应收国家电网及其子公司应收账款余额占比为 59.88%。
4. 近年来，公司有息债务增长明显，短期偿债压力大，债务结构有待改善，少数股东权益占比大。
5. 母公司资产质量一般，短期偿债压力较大。

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。

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、企业基本情况

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2019年3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（详见“附件1”）。

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2019年3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（详见“附件1”）。公司合并范围内分子公司共计28家，其中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），截至2019年3月底，公司持有其40.50%的股份，所持股份未质押。

截至2018年底，公司合并资产总额268.25亿元，所有者权益合计96.90亿元（其中少数股东权益63.04亿元）；2018年实现营业总收入99.30亿元，利润总额-6.42亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额272.77亿元，所有者权益合计96.03亿元（其中少数股东权益63.23亿元）；2019年1-3月，公司实现营业总收入11.96亿元，利润总额-0.89亿元。

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

截至本报告出具日，公司存续债券发行额度、使用状况和存续期等情况如下表所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，“16平高MTN001”已正常付息。

表1 公司存续债券概况及使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	兑付日
16平高MTN001	1.00	1.00	2016.11.21	2019.11.21
18平高MTN001	4.00	4.00	2018.10.11	2021.10.11

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：18平高MTN001未到付息日

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部

分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）

较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228

元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下

降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将进一步升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业

和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业分析

公司是国内三大高压开关研发、制造基地之一，主营业务为研发、制造、销售高压、超高压、特高压等高端开关设备、控制设备及其配件；技术服务；技术咨询以及公司自产产品及相关技术的进出口业务，属于电力设备行业中的高压开关子行业。

1. 行业概况

根据中国电力企业联合会发布的《2018-2019 年度全国电力供需形势分析预测报告》，从社会用电需求来看，2018 年中国全社会用电量 6.84 万亿千瓦时，同比增长 8.5%，增速较上年提高 1.9 个百分点。全年第一产业用电量 728 亿千瓦时，同比增长 9.8%，增速较上年提高 2.6 个百分点；全年第二产业用电量 4.72 万亿千瓦时，同比增长 7.2%，增速较上年提高 1.7 个百分点；全年第三产业用电量为 1.08 万亿千瓦时，同比增长 12.7%，增速较上年提高 2.1 个百分点。从电力消费结构来看，第二产业用电量占比为 69.0%，同比降低 0.8 个百分点，其中，四大高载能行业用电量比重比上年降低 0.6 个百分点；高技术及装备制造业用电量比重提高 0.1 个百分点。第三产业、城乡居民生活用电量比重分别提高 0.6 和 0.2 个百分点，第一产业用电量比重为 1.1%，与上年持平。整体看，2018 年全社会用电量实现快速增长、电力消费结构持续优化。

从下游需求来看，电力固定资产投资主要由电力投资和电网投资构成，其中电力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及控制设备的需求。随着中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，电力工业作为国民经济发展的基础产业，中国的电力投资建设也由“高速”转为“高质量”发展，投资的重点也从输电线路投资逐步转向电网智能化及配电网建设。2018 年，全国电力工程建设完成投资 8094 亿元，同比下降 1.80%。其中电源工程建设和电网建设分别完成投资 2721 亿元和 5373 亿元，同比分别下降 6.20% 和上升 0.60%。

截至 2018 年底，中国已经建设“八交十三直”特高压线路，另外有“四交三直”特高压项目正在建设，但是近两年特高压核准和招标进程有所趋缓，2017 年全年中国只完成 2 条特高压交流项目核准，招标量呈现断崖式下降，导致主要设备制造商后续合同不足，2018 年业绩均受到不同程度影响。由于特高压电网投资大，中长期效益显著，对稳定增长，调整经济结构，普惠民生等方面具有明显的拉动作用。由于 2017 年以来特高压建设投资规模低于预期加上当前国家拉动基建稳定增长的背景下，国家于 2018 年重启特高压建设。2018 年 9 月 7 日，国家能源局下发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》（以下简称“通知”）。通知指出，为加大基础设施领域补短板力度，发挥重点电网工程在优化投资结构、清洁能源消纳、电力精准扶贫等方面重要作用，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，共规划了 12 条特高压工程，将于今明两年给予审核，项目建设期 2-3 年，合计输电能力 57GW，初步核算带来约 1800~2000 亿元投资。

电网投资方面，2019 年，国家电网计划发展总投入 5909 亿元，电网投资 5126 亿元，计划开工 110（66）千伏及以上线路 5.3 万千米，

变电（换流）容量 3.6 亿千伏安（亿千瓦）；投产 110（66）千伏及以上线路 5 万千米，变电（换流）容量 3 亿千伏安（亿千瓦）；加快建设智能电网，和中西部贫困地区电网建设任务同时推动产业转型升级，推进电工装备制造、新能源等业务重组整合，加快现代化配电网建设，大力服务“一带一路”建设。未来，国家电网将继续加大在特高压和配电网领域的建设，在特高压方面，到 2020 年、2025 年和 2035 年，国家电网跨区跨省输电能力分别达到 2.5 亿千瓦、3.6 亿千瓦和 6 亿千瓦。在配电网建设方面，到 2020 年，城网、农网供电可靠率分别达到 99.99%、99.88% 以上，配电自动化系统覆盖率达到 90% 以上。

总体看，2018 年以来，虽然经济运行面临下行压力，但随着工业用电需求维持旺盛，国家继续加大电网投资力度，电力设备行业景气度有所提升。2018 年四季度以来，国家加快特高压建设进度，特高压核心产品的龙头企业竞争力强，且中标份额一直较为稳定，未来随着特高压项目逐步进入交付期，相关领域的龙头企业将持续受益。

2. 行业竞争格局

高压开关行业属于完全竞争行业，市场集中度相对较低，具体在特高压、高压和中低压领域，市场集中度和技术水平有较大区别。在超特高压领域（800kV 及以上），市场集中度较高，国内市场几乎全部集中于传统的“三大开”，即平高电气、中国西电电气股份有限公司（以下简称“中国西电”）和新东北电气集团有限公司（以下简称“新东北电气”），整体技术水平处于世界先进或领先水平。在高压领域（126~550kV），国内可以生产 550kV GIS 的企业有 7 家左右，主要厂家是中国西电和新东北电气。国内可以生产 252kV GIS 的企业有 14 家左右，主要厂家是平高电气、中国西电、泰开电气集团有限公司（以下简称“泰开电气”）和新东北电气，四家合计产量占行业总

产量的 80% 以上。126kV 电压等级行业厂家有 28 家左右，主要厂家有中国西电、泰开电气、平高电气、新东北电气、北京北开电气股份有限公司（以下简称“北京北开电气”），五家合计产量占行业总产量的 70%。126~550kV 高压领域相对技术门槛不高，大量的外资企业和民营企业参与竞争，市场竞争异常激烈。在中低压领域（72.5kV 及以下），国内中低压开关市场的发展潜力巨大，大量外资企业、合资企业和中小民营企业加入其中，中国传统“三大开”在中低压领域几乎都没有明显优势。总体上看，国内中低压领域厂商数量巨大、集中度不高、同质化竞争激烈，市场上产品技术过硬、知名度高的企业比较少，主要为外资或合资企业，如厦门 ABB、西门子、施耐德等，民营企业有正泰、德力西、大全集团、华仪电气等。

与国外一流企业特别是大型跨国公司相比，国内企业在规模、效益、商业模式创新、管理及产品的性能和质量等方面差距明显，综合竞争力处于弱势地位。在国际上，大型电力设备制造企业多是多元化经营的巨型跨国公司，如 ABB、西门子等，规模的巨大和产品的多样化，为技术发展和抵抗风险提供了足够的支撑。

3. 行业关注

（1）宏观经济风险

高压开关设备行业属于电力行业的重要组成部分，行业整体需求与宏观经济情况以及社会用电需求密切相关。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高压开关设备领域，在常规产品及低端市场增加了市场竞争成分。而跨国集团也凭借其品牌优势、丰富的研发制造经验、雄厚的资金优势，逐渐进入国内高压开关市场（如施耐德、ABB、西门子等），并且具有较强竞争力，在常规产品方面及高端产品方面加剧了竞争。

(3) 财务风险

输配电设备产品生产周期较长，下游用户集中度高、制造商议价能力弱，应收账款和存货金额较大，增加了资金周转压力，经营性现金流不乐观，经营效率和业绩受到一定影响。发展规划的实施和主业的快速发展、产业的升级、经营规模的扩张，对资金的需求将会大幅增加，对电力设备企业的融资能力提出了更高要求，可能存在融资能力不能满足迅速发展所需资金的风险。

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。

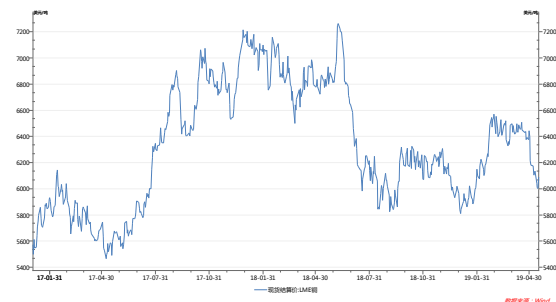
(4) 原材料价格波动风险

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、铝等原材料价格均波动较大，尤其2017年以来以铜、钢材等大宗商品涨价幅度较大，导致电力设备企业主营业务成本控制难度加大。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。

2016年下半年以来，铜期货价格开始回暖，经历了2017年上半年的持续震荡后再次攀升，2018年6月达到7245.50美元/吨高点，之后快速回落到5823.00美元/吨附近后开启地位震荡，截至2019年5月中旬，铜期货价格为6089.00美元/吨左右。

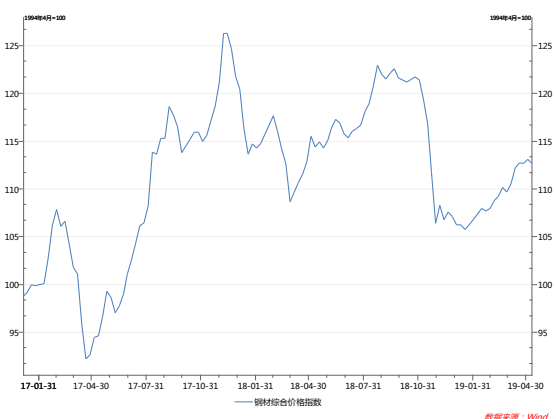
图1 2017年以来LME铜现货结算价
(单位：美元/吨)



资料来源：Wind 资讯

2017年二季度开始，钢材价格指数触底回升，一度触及126.28，一直到2018年三季度之前一直处于高位震荡，2018年四季度开始大幅下降，截至2019年5月10日，钢材综合价格指数为112.70。

图2 2017年以来钢材综合价格指数



资料来源：Wind 资讯

4. 行业发展趋势

“十三五”时期，中国输配电装备行业在2018年前仍将保持稳定增长的态势，之后市场规模有减少趋势。特高压、直流输电、智能电网、配电网、农网升级改造、机场、港口、城

市轨道交通、核电、水电和新能源发电建设等领域市场需求增加，将为输变电行业提升自主创新能力，加快重大技术突破，促进传统产业升级，实现产业跨越式发展带来良好机遇。随着智能电网建设的开展，数字化、智能化投资将提升二次设备和系统的需求，二次设备和系统占比显著增加。智能二次成套组合化招标趋势渐显，以电网用户为主的输配电设备制造行业在细分市场上呈现一二次设备融合的行业趋势。电网一次设备的数字化、智能化水平提升也将正面影响、带动电源和工业客户的设备和服务需求。

国家电网“十三五”规划中电网总投资2.7万亿元，计划在2020年建成东部、西部同步电网，建设22项特高压交流和19项直流工程，加快推进配电网升级改造。国家能源局发布了《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》，明确将全面加快现代配电网建设，2015-2020年配电网建设改造投资不低于2万亿元，其中2015年投资不低于3000亿元，“十三五”期间累计投资不低于1.7万亿元。按照2015-2017年的配网投资金额，2016和2017年累计投资超过6000亿元，距离17000亿元还有1.10万亿元的差距。2018-2020年投资金额按计划还有大幅增长空间，综合判断，“十三五”期间仍是电网建设的高峰期，电工装备企业面临良好的发展机遇。

总体看，中国电源、电网建设的大发展为输配电设备制造企业提供了良好的市场发展机遇，国内资源与消费格局的逆向分布决定了中国电力发展将打破就地平衡格局，电源建设将向资源地转移，能源输送将由输煤为主转变为输电和输煤并举，通过特高压、超压交直流实现跨区跨省，西电东送、南北互济，火电、风电、太阳能打捆送电，中国大规模、远距离输电、特高压电网建设、新农村电网建设、大规模城市电网改造等将为输配电设备制造业企业提供巨大的市场空间；同时受国家电网下调招标价格、原材料价格大幅波动以及跨国企

业竞争等综合影响，输配电及控制设备制造企业也将面临挑战。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司注册资本为391030.90万元，公司为国家电网全资子公司，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模

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 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。

总体看，公司行业地位突出，技术水平先进、产能规模优势明显，综合竞争实力强。

3. 股东背景

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。截至2019年3月底，国家电网注册资本13045.20亿元，资产总额39293.06亿元，所有者权益16480.05亿元。2018年实现收入25602.54亿元，净利润565.10亿元。平高集团作为国家电网的全资子公司，依托国家电网股东的客户优势，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2019年6月底，平高集团共获国家电网公司注资、研发经费、低息贷款等资金支持88.11亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事高压和中低压产品的生产和销售、EPC总承包业务以及运维服务等。其中高压产品是公司收入和利润的主要来源，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等。

2018年，公司实现营业收入99.30亿元，

同比下降7.20%。分板块来看，高压产品为公司收入的最主要来源，但近年来比重逐渐下降，2018年高压产品收入44.95亿元，同比下降11.48%，主要系2018年受国家政策影响，特高压线路建设放缓，使得高压板块收入减少；2018年中低压及配网业务实现收入24.54亿元，同比下降8.26%，主要受经济下行，市场需求下降影响；2018年EPC总承包业务实现收入22.58亿元，同比下降11.90%，主要系国内外市场总量下降，存量合同达到可确认收入条件的项目同比有所减少所致；2018年运维服务及其他收入为7.23亿元，同比增长87.79%，主要系公司积极开展多元化检修领域，市场订单增长所致。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为12.70%，同比下降5.82个百分点，主要系特高压建设放缓，招标规模严重缩减，原材料成本、人工成本、固定成本等居高不下，其次受经济下行影响，行业竞争加剧，产品销量及价格等同比下降所致。2018年，公司高压板块、中低压及配网和EPC总承包毛利率分别为14.82%、11.17%和7.97%，同比均有所下降；运维服务及其他毛利率为19.51%，同比下降主要系毛利率较低的备品备件占比上升所致。

2019年1-3月，公司实现营业收入11.96亿元，同比下降18.64%，综合毛利率为15.44%，同比增加2.31个百分点，主要系中低压及配网板块产能释放，单位固定成本不断降低，加上大力开展降本增效及开展物资集中采购等综合因素所致。

表2 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018年			2019年1-3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
高压产品	52.49	51.78	33.92	50.78	47.00	24.50	44.95	45.27	14.82	6.37	53.23	12.60
中低压及配网	19.06	18.80	14.13	26.75	25.00	14.69	24.54	24.71	11.17	2.92	24.42	24.37
EPC总承包	27.47	27.10	5.46	25.63	24.00	9.60	22.58	22.75	7.97	2.01	16.85	9.42
运维服务及其他	3.38	2.32	29.32	3.85	4.00	25.54	7.23	7.28	19.51	0.66	5.50	21.70
合计	102.40	100.00	25.74	107.01	100.00	18.52	99.30	100.00	12.70	11.96	100.00	15.44

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

跟踪期内，公司原材料采购模式，主要采购品种，及供应商管理体制等均未发生重大变化。结算方式方面，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。

2018年，公司向前五名供应商的采购金额（不含EPC业务）占全部采购金额的12.65%，集中度一般。

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%），其中零部件/电器件主要生产成本均以钢、铜、铝等金属为主，上述金属原材料价格的波动将直接影响公司的利润水平。2018年，铜材和钢材的价格总体呈上升趋势，铝材价格略有下降。根据公司测算，2018年铜材和钢材采购价格同比分别上升2.75%和7.11%，铝材价格同比略降1.65%。

总体看，跟踪期内，公司原材料采购价格基本平稳，随着公司将来推进一系列降本增效措施，公司成本控制能力将有所提升。

3. 产品生产

公司主要产品封闭组合电器、高压隔离和接地开关以及敞开式断路器的经营主体是平高电气。平高电气成立于1998年12月，2001年1月在上海证券交易所挂牌上市。截至2019年3月底，平高电气总股本为135692.13万股，

其中公司持股比例40.50%（所持股份未质押），为平高电气的控股股东。平高电气主要从事制造、销售高压开关设备、控制设备及其配件等。

表3 平高电气2016-2018年财务情况

（单位：亿元）

年份	总资产	净资产	营业收入	利润总额
2016年	177.25	93.53	88.70	15.00
2017年	192.32	91.78	89.60	7.84
2018年	224.69	92.14	108.16	3.53

资料来源：公司提供

平高电气主要产品为高压开关产品。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。平高电气主要产品包括三大类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）。

平高电气生产模式为以销定产为主，根据客户需求由生产部统一下达生产计划。目前拥有国内现代化的高压开关生产厂房12座，其中作业面积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GIS4516个间隔；断路器装配作业面积7700平方米，年生产敞开式六氟化硫断路器（GCB）2500台；年产隔离开关8000余组。

平高电气是目前中国最大的高压隔离开关生产基地。平高电气投资建设的“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 42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 平高电气产品生产情况（单位：间隔/台/组、%）

产类别	2016年			2017年			2018年		
	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
高压产品	19962.00	8667.00	43.42	19962.00	8608.00	43.12	19962.00	6573.50	32.93
中低压及配网	75582.00	33999.00	44.98	75582.00	63527.00	84.05	75582.00	59424.00	78.62

资料来源：公司提供

从产能来看, 2018年, 受特高压项目建设推迟影响以及经济下行, 市场竞争加剧等因素影响, 平高电气高压及中低压及配网产品产量、产能利用率同比均有所下滑。

总体看, 跟踪期内, 平高电气主要产品产量均有所下滑, 随着特高压建设在 2018 年四季度重启, 平高电气产品产量将有望回升。

4. 产品销售

跟踪期内, 公司销售模式、下游客户结构、结算方式、定价方式等均未发生重大变化。

表 5 公司主要产品新签合同额情况 (单位: 亿元)

产品名称	2016年	2017年	2018年	2019年 3月
封闭组合电器	68.70	38.24	38.57	19.35
敞开式断路器	9.12	3.90	6.07	1.79
隔离/接地开关	3.55	1.79		
开关柜	23.63	19.47	20.08	5.86
EPC	28.73	42.16	36.28	0.00
其他	35.87	40.32	87.39	6.87
合计	169.60	145.88	188.38	33.87

资料来源: 公司提供

表 6 公司主要客户新签合同额情况 (不含 EPC 业务)
(单位: 亿元)

客户名称	2016年	2017年	2018年	2019年 1-3月
国家电网	92.63	67.44	128.36	31.30
南方电网	2.04	2.18	1.64	0.12
其他	74.93	76.26	58.38	2.55
总计	169.60	145.88	188.38	33.87

资料来源: 公司提供

2018 年公司新签合同 188.38 亿元, 同比增长 29.13%, 主要系公司大力拓展新业务, 2018 年新增经营租赁、电力储能等订单所致。公司新签合同中来自国家电网的合同额度占 68.14%。

公司产品的定价全部采用中标价, 受电工装备行业内价格下行政策引导、以及国内高压开关竞争者增加, 加上众多合资, 民营企业纷纷通过技术引进或自主研发的方式提高产品的生产能力和生产范围, 造成近年来国内高压

开关市场竞争空前激烈, 各大厂家纷纷以降价方式抢占有限的市场资源, 致使国内高压开关市场产品价格持续走低。

公司销售一般采用 1:4:4:1 的结算方式, 即合同签订后预付款 10%, 货到付款支付 40%, 安装验收后 40%, 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, 并且以银行汇款结算为主。

2018 年, 公司前五名客户销售金额合计为 27.01 亿元, 占销售总额的 27.20%, 客户集中度一般。

根据平高电气 2019 年 7 月 4 日发布的 2019 年半年度业绩预告: 得益于平高电气重点项目陆续实现收入, 预计 2019 年 1-6 月平高电气实现归属于上市公司股东的净利润为 5400 万左右, 同比上期的-13073 万元, 将实现扭亏为盈。

总体看, 跟踪期内, 公司客户仍以国家电网为主, 客户集中度高, 公司对客户议价能力弱; 公司绝大多数产品销售价格不断下降, 对公司盈利能力有较大影响; 随着特高压建设在 2018 年四季度重新提速, 公司 2018 年获取的订单量同比大幅回升, 未来业绩获得有力支撑。

5. EPC 项目总承包

EPC 是指公司受业主委托, 按照合同约定对建设工程项目的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包。通常公司在总价合同条件下, 对其所承包工程的质量、安全、费用和进度负责。EPC 的优势主要体现在: 第一, 业主只需要一次招标选择一个 EPC 总承包商, 不需要对设计和施工分别招标, 减少了招标费用与业主管理和协调的工作量; 第二, EPC 模式可以避免机构臃肿、层次重叠、管理人员比例失调的问题; 第三, 能较好地将工艺设计与设备采购及安装紧密结合起来, 有利于项目综合效益的提升。公司开展的 EPC 业务分为两类, 其中海外 EPC 项目由平高电气子公司

平高集团国际工程有限公司（下称“国际工程公司”）负责，国内 EPC 项目由公司直接承接。

公司 EPC 项目主要回款方式：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。截至 2019 年 3 月底，表 8 中项目已累计回款 16.09 亿元，未回款金额为 15.49 亿元。

表 7 截至 2019 年 3 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 2019 年 3 月底已投资	2019 年 4 月-12 月拟投资
嘉峪关协合新能源有限公司嘉峪关二期 40MWp 光伏发电项目 PC 总承包	21130.03	业主自筹	2017.11	75 天	14657.53	0.00
波兰普拉格总承包 EPC 项目	28785.00	公司垫资	2017.11	5 年	6398.00	4663.00
老挝色贡总承包 EPC 项目	206000.00	买方信贷	2015.11	36 个月	139588.00	11898.00
尼泊尔嘎江 132 kV 输变电项目信息	4512.00	业主自筹	2017.02	24 个月	1877.00	2502.00
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	24 个月	269.00	5791.00
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	36 个月	1630.00	8597.00
尼泊尔奇利米 220 kV 变电站项目	7993.00	业主自筹	2017.11	18 个月	641.00	4242.00
尼泊尔翠素里 220 kV 变电站项目	8252.00	业主自筹	2017.11	18 个月	693.00	5282.00
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	18 个月	694.00	4554.00
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	730 天	964.00	7426.00
合计	315830.03	--	--	--	152754.00	54955.00

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 1.14 次、2.44 次和 0.40 次，存货周转次数同比有所增长，其他两项指标同比均有所下降。总体来看，公司经营效率一般。

6. 未来规划

公司 2019 年经营展望：1. 高压板块：继续保持高压、特高压的技术优势与市场份额，随着 2018 年 9 月国家能源局核准 12 条特高压工程，公司高压板块业务未来有望持续受益；2. 中低压板块：不断降低中低压配网产品成本，并借力国家电网配网板块业务布局，加强与国内各省级电力公司合作，采用经营租赁的合作模式，达到互利共赢；3. EPC 工程总包：将加大“一带一路”沿线国家市场拓展，扩大发展规模；4. 运维检修板块：公司在运维检修方面优势明显，具备开关设备全寿命周期专业化管理能力，未来将继续扩大运维检修业务。此外，

在现有业务的基础上，公司也积极探索新的业务模式，作为大容量储能板块项目的经营型平台，公司正积极推进河南省电网侧大规模示范储能项目，2018 年已经洛阳建成全国首个储能示范工程。

长远来看，公司作为国家电网特高压开关关键技术支持单位和开关业务的专业化研发制造平台，未来重点发展交直流全系列开关产品研发制造及系统集成业务，加快发展产品增值服务业务，大力发展电力电子、新能源装备、储能装置、电力自动化设备、充电设施、节能设备等产业，提升跨国经营能力，实施全球布局，成为“四强四优”、国际一流高科技电工产业集团。

截至 2019 年 3 月底，公司重点在建工程简介如下：

（1）特高压开关试验建设项目

本项目位于平顶山市新城区平新产业集聚区平高集团有限公司（以下简称平高集团）预留场地内。该项目新建建筑物有：特高压试

验大厅及产品检修间，户外试验场及测控楼、辅楼、消防水泵房。新增建筑面积 10144 m²。

(2) 平高电气天津智能真空开关科技园项目简介

该项目旨在以高电压、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、免维护的气体绝缘金属封闭开关等高端智能化成套开关为核心产品、建设具有国际先进、国内领先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，目前天津智能真空开关科技园项目主体基本完工。

该项目旨在以高电压、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、免维护的成套开关为核心产品、建设智能真空开关产品设计、工艺研发制造科技产业园。

(3) 印度工厂项目简介

项目拟在印度古吉拉特邦艾哈迈达巴德市建设工厂一座，主要生产高压开关设备及从事相关检修业务。截至 2018 年 3 月，项目已完成土地尽职调查、地质勘探、土地租赁等工作，目前正在开展垫土工程。

(4) 七省专项-上海公司租赁项目

为打造国家一流配电网城市，提高运维能力，提升营销水平，增强物资质量管理，加快信息化改造，确保进博会保电任务万无一失，国网上海市电力公司拟采用经营租赁方式开展配电网建设改造。项目预计投资 16.16 亿元，租赁期限为 5 年，主要涉及老旧设备改造、运

维装置购置、信息化项目改造、进博会配套等四大类合作项目。

(5) 七省专项-浙江公司租赁项目

为提高城市供电服务能力，扩展完善配电自动化功能，提升装备水平，国网浙江省电力有限公司计划投资 16.7 亿元，实施输电设备、配电设备、变电设备租赁，主要涉及开关设备、储能变电站等变电类，防雷附属设施等输电类，配电、配网储能装置、一二次融合柱上开关、环网柜、10kV 柔直相关设备等配电类，用于强化城市配电网安全和供电能力。

(6) 七省专项-河南公司租赁项目

国网河南省电力公司全面梳理城市市区、城市郊区及县城区配网薄弱环节，制定了配电网建设改造方案、储能电站建设方案，以上两类项目总投资 15.86 亿元，拟采用经营性租赁模式开展。

(7) 江苏储能项目以经营租赁方式在南京、苏州、盐城地区新建四座容量为 272.16MW/475.2MWh 的电网侧储能电站，由平高集团有限公司总体实施，当前四座电站已完成可研批复、初步设计、临水临电、环评安评维稳水土保持工作，并取得发改委备案证，已确定监理单位。

截至 2019 年 3 月底，公司重点在建工程总投资额合计 83.10 亿元，已完成投资 33.92 亿元，未来三年计划投资 29.85 亿元、12.08 亿元和 6.21 亿元，投资支出规模较大。

表 8 公司重点在建项目情况 (单位: 万元)

项目	总投资额	资金来源	截至 2019 年 3 月底已投资	未来三年计划投资		
				2019 年	2020 年	2021 年
特高压开关试验建设项目	15186.00	自筹	7575.00	500.00	0	0
平高电气天津智能真空开关科技园项目	137960.00	募集资金、自有资金	126731.57	4305.11	0	0
印度工厂项目	24357.00	自筹	14561.00	5278.00	6607.00	1500.00
专项项目-上海租赁项目	161600.00	自筹	64722.00	59502.00	37376.00	0
专项项目-浙江租赁项目	167000.00	集团统一融资	67174.00	84370.00	15456.00	0
专项项目-河南租赁项目	158600.00	集团统一融资	0	55889.00	42111.00	60600.00
江苏储能资产租赁项目	166320.00	集团统一融资	58464.00	88635.00	19221.00	0
合计	831023.00	--	339227.57	298479.11	120771.00	62100.00

资料来源: 公司提供

九、财务分析

公司提供 2018 年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年合并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 2019 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年公司合并范围新增 1 家子公司，平高集团储能科技有限公司；处置 1 家子公司，河南平高电气销售有限责任公司。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围较 2018 年底无变化。公司财务数据的可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 268.25 亿元，所有者权益合计 96.90 亿元（其中少数股东权益 63.04 亿元）；2018 年实现营业总收入 99.30 亿元，利润总额-6.42 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 272.77 亿元，所有者权益合计 96.03 亿元（其中少数股东权益 63.23 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 11.96 亿元，利润总额-0.89 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 268.25 亿元，同比增长 14.98%。资产中流动资产占 65.97%，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 176.95 亿元，同比增长 4.96%，流动资产以货币资金（占 19.04%）、应收账款（占 50.29%）和存货（占 18.46%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 33.70 亿元，同比增长 5.92%。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 5.68 亿元，主要是各类保证金，受限制部分占货币资金总额的 16.85%。

截至 2018 年底，公司应收账款 89.00 亿元，同比增长 20.72%。公司应收账款包括单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款（账面余

额 40.04 亿元，占比 40.93%）、按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款（账面余额 29.86 亿元，占比 30.52%）和单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款（账面余额 27.93 亿元，占比 28.55%）。从账龄上看，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账龄较短，1 年以内占 74.61%，1~2 年占 20.12%，3 年及以上占 5.26%；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账龄较长，其中 1 年以内占 28.00%，1~2 年占 38.70%，2~3 年占 16.99%，3 年以上占 16.31%；期末单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款账龄较长，1 年内占 54.08%，1~2 年占 25.77%，2~3 年占 5.31%，3 年以上占 14.12%。总体看，公司应收账款账龄较长。从集中度来看，前五名欠款方所欠款项合计占 27.62%，集中度一般；截至 2018 年底公司对应收账款累计提取坏账准备 8.82 亿元，占应收账款账面余额的 9.03%，计提比例一般。公司应收账款欠款方主要为母公司国家电网及其子公司，公司整体应收账款回收风险不大，公司针对国家电网系统内单位不计提坏账准备。截至 2018 年底，公司应收国家电网及其子公司应收账款余额为 58.57 亿元，占比为 59.88%。

表 9 截至 2018 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
国网山东省电力物资公司	7.93	8.11	--
中国平煤神马集团天源新能源有限公司	6.39	6.53	1.61
国网上海市电力公司	4.89	5.00	--
国网陕西省电力公司	4.21	4.30	--
Electricite du Laos	3.60	3.68	--
合计	27.01	27.62	1.61

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司预付款项 11.98 亿元，同比略有下降，公司预付款主要系预付的采购款。从账龄来看，一年以内占 49.25%，1~2 年的占 26.94%，账龄较长。

截至 2018 年底，公司存货账面余额 33.37

亿元，主要由自制半成品及在产品 8.34 亿元、库存商品 7.40 亿元、已完工未结算款 8.91 亿元及原材料 8.72 亿元构成。累计计提存货跌价准备 0.71 亿元，主要为对库存商品计提的减值。截至 2018 年底，公司存货账面价值 32.67 亿元，同比下降 14.63%。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 91.30 亿元，同比增长 41.11%，主要系在建工程大幅增长所致。公司非流动资产主要为固定资产（占 40.28%）、在建工程（占 24.36%）、无形资产（占 13.66%）和开发支出（占 12.02%）。

截至 2018 年底，公司固定资产账面原值为 57.28 亿元，累计计提折旧 20.50 亿元，固定资产账面价值为 36.77 亿元，主要为房屋、建筑物 21.77 亿元和机器设备 10.31 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程 22.24 亿元，同比增加 20.85 亿元，其中基建工程 0.20 亿元，技改工程 0.43 亿元和其他工程 21.61 亿元。

截至 2018 年底，公司无形资产 12.48 亿元，同比保持稳定，主要为土地使用权 5.44 亿元、专利权 1.26 亿元和非专利技术 2.05 亿元等。

截至 2018 年底，公司开发支出 10.98 亿元，同比增长 30.01%，主要为自主研发支出增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 272.77 亿元，流动资产和非流动资产分别占 65.12% 和 34.88%，资产构成较 2018 年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司资产规模快速增长，以流动资产为主。资产中应收账款和存货占比较大，对营运资金形成一定占用，公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 171.35 亿元，同比增长 34.09%，其中流动负债占 94.04%，公司负债以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 161.15 亿元，同比增长 27.74%，主要以短期借款（占 35.57%）、应付账款（占 43.61%）和应付票据（占 9.45%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 57.33 亿元，同比增长 30.07%，以信用借款为主；应付账款 70.28 亿元，同比增长 89.64%，主要系 2018 年下半年，因公司业务需要加大采购量，但未到供应商付款期所致。其中账龄在 1 年以内的占 85.03%，1~2 年的占 7.88%，应付账款账龄较短；应付票据 15.24 亿元，同比有所下降，主要为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司预收款项 8.62 亿元，同比下降 36.04%，主要系随着 2018 年前三季度特高压建设放缓，公司按照合同约定收取的预付款有所减少。

截至 2018 年底，公司其他应付款 4.46 亿元，同比略有下降，主要由应付的运费装卸费、保证金、职工个人社保费用构成。

截至 2018 年底，公司非流动负债 10.21 亿元，同比大幅增加 8.58 亿元。从构成上看，主要为新增的长期借款 5.50 亿元和应付债券 3.99 亿元（2018 年 10 月发行的 3 年期 4 亿元“18 平高 MTN001”）。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 176.74 亿元，较 2018 年底上升 3.15%，其中流动负债占 94.22%，负债结构较 2016 年底变化不大。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 83.05 亿元，同比增长 18.68%，其中短期债务占 88.57%。同期公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.88%、46.15% 和 8.92%，同比分别增加 9.10、6.28 和 7.98 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 86.42 亿元，其中短期债务 76.94 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 64.80%、47.37% 和 8.99%。

总体看，跟踪期内公司负债规模增长较快，债务负担呈加重趋势，短期债务占比高，短期

偿债压力大，债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 96.90 亿元（其中少数股东权益 63.04 亿元），同比下降 8.16%。归属于母公司的所有者权益 33.86 亿元，主要由实收资本 39.10 亿元、资本公积 6.61 亿元及未分配利润-12.14 亿元构成。其中资本公积同比有所下降，主要系公司注销子公司河南平高电气销售有限责任公司，合并范围减少 0.24 亿元资本公积所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 96.03 亿元（含少数股东权益 63.23 亿元），所有者权益规模及构成较 2018 年底变动不大。

整体看，跟踪期内，受公司经营亏损影响，所有者权益规模继续下降，少数股东权益占比高，权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2018 年公司实现营业总收入 99.30 亿元，营业成本 86.69 亿元，同比分别下降 7.21%和 0.63%；同期利润总额-6.42 亿元，同比减少 9.74 亿元。

2018 年公司发生期间费用 14.82 亿元，同比略有增长，其中销售费用 5.39 亿元，管理费用（包含研发费用）6.95 亿元，财务费用 2.48 亿元，同比均略有上升。2018 年公司期间费用占营业总收入比重为 13.69%，同比基本持平，公司费用控制能力保持稳定，但仍对利润形成较大侵蚀。

2018 年公司资产减值损失 3.39 亿元，同比增长 116.18%，主要为坏账损失 2.84 亿元，存货跌价损失 0.56 亿元。

从盈利指标看，2018 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 11.53%、-2.12%和-6.42%，同比分别减少 6.07、4.37 和 8.30 个百分点。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 11.96 亿元，同比下降 18.64%，利润总额为-0.89 亿元，同比亏损有所减少。营业利润率 14.17%，同比

增加 2.14 个百分点。

总体看，跟踪期内受特高压建设放缓等导致公司营业收入同比下滑，同时由于主要产品售价下降，成本维持高位，公司发生亏损。

4. 现金流分析

2018 年，公司经营活动现金流入 96.01 亿元，同比下降 13.34%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，收到其他与经营活动有关的现金 3.11 亿元，主要为公司投标保证金退回款项、政府补助及经营性资金往来款；经营活动现金流出 103.26 亿元，同比下降 12.88%，主要系随着销售规模下降，购买商品支付的现金减少所致，支付其他与经营活动有关的现金 10.18 亿元，主要为招投标保证金、承兑保证金及相关费用支出；同期经营活动现金净流出 7.25 亿元。2018 年公司现金收入比 91.96%，同比有所下降。

2018 年，公司投资活动现金流入 0.16 亿元，主要为取得投资收益收到的现金和处置固定资产和其他长期资产收回的现金；投资活动现金流出 2.58 亿元，同比下降 61.04%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；同期公司投资活动现金净流出 2.42 亿元，净流出规模同比大幅下降，主要系 2017 年公司购买理财产品支付了 4.30 亿元而 2018 年无此投资支出所致。

2018 年，公司筹资活动现金流入 78.91 亿元，同比增长 41.27%，主要系取得借款收到的现金增长所致；公司筹资活动现金流出 66.95 亿元，同比增长 49.03%，主要系偿还债务支付的现金增长所致；2018 年公司筹资活动现金净流入 11.96 亿元，同比增长 9.40%。

2019 年 1-3 月，公司经营性现金流净额 -4.89 亿元；投资活动产生的现金流量净额-1.14 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 2.76 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流继续呈净流出，投资活动现金缺口大幅下降，仍然依赖对外融资。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 109.81% 和 89.54%，同比分别减少 23.83 和 13.77 个百分点；截至 2019 年 3 月底分别为 106.67% 和 81.47%。总体看，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债指标看，2018 年公司 EBITDA 为 0.62 亿元，EBITDA 利息倍数及全部债务/EBITDA 分别为 0.26 倍和 134.36 倍，公司长期偿债能力弱化。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 300.18 亿元，未使用额度 205.06 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司子公司平高电气为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务状况

截至 2018 年底，母公司资产总额 138.65 亿元，其中流动资产 63.30 亿元（占 47.08%），非流动资产 73.37 亿元（占 52.92%）；流动资产主要由应收账款和其他应收款构成，分别为 29.96 亿元和 9.21 亿元；非流动资产主要由长期股权投资 32.13 亿元和在建工程 27.36 亿元构成。

截至 2018 年底，母公司负债合计 100.74 亿元，其中流动负债 92.95 亿元（占 92.27%），非流动负债 7.79 亿元（占 7.73%）；流动负债中短期借款和应付票据及应付账款规模较大，分别为 24.43 亿元和 63.12 亿元；非流动负债主要系 3.50 亿元长期借款和 3.99 亿元应付债券。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 37.91 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-2.61 亿元。

2018 年母公司实现营业总收入 29.39 亿元，利润总额-3.81 亿元。同期母公司经营活动现金净流出-13.23 亿元。

整体看，母公司资产构成以应收账款、长期股权投资和在建工程为主，资产质量一般；负债以短期借款、应付票据及应付账款为主，

整体债务负担较重且主要为短期债务；所有者权益结构较为稳定；母公司存在经营性业务且营业收入规模占合并口径收入比重较高，利润水平受原材料价格上涨及中标价格下降的影响亦呈下降趋势。

7. 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：G1041041100035680A），截至 2019 年 7 月 25 日，公司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，3 笔关注类银行承兑汇票。此外，公司有 3 笔欠息记录，均为银行系统问题所致，已于 2014 年 7 月全部结清。

8. 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较强。

十、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司处于存续期内债券共有两期合计 5.00 亿元的中期票据。

截至 2018 年底，公司一年内到期的债券余额为 1.00 亿元，为“16 平高 MTN001”（余额 1.00 亿元，2019 年 11 月到期）。截至 2018 年底，公司剔除受限货币资金的现金类资产 30.61 亿元，为一年内到期的债券余额的 30.61 倍。2018 年公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为存续期债券余额的 19.20 倍和 0.12 倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强；经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力强。

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018 年
一年内到期债券余额	1.00
现金类资产/一年内到期债券余额	30.61
经营活动现金流入量/存续期债券余额	19.20

EBITDA/存续期债券余额	0.12
----------------	------

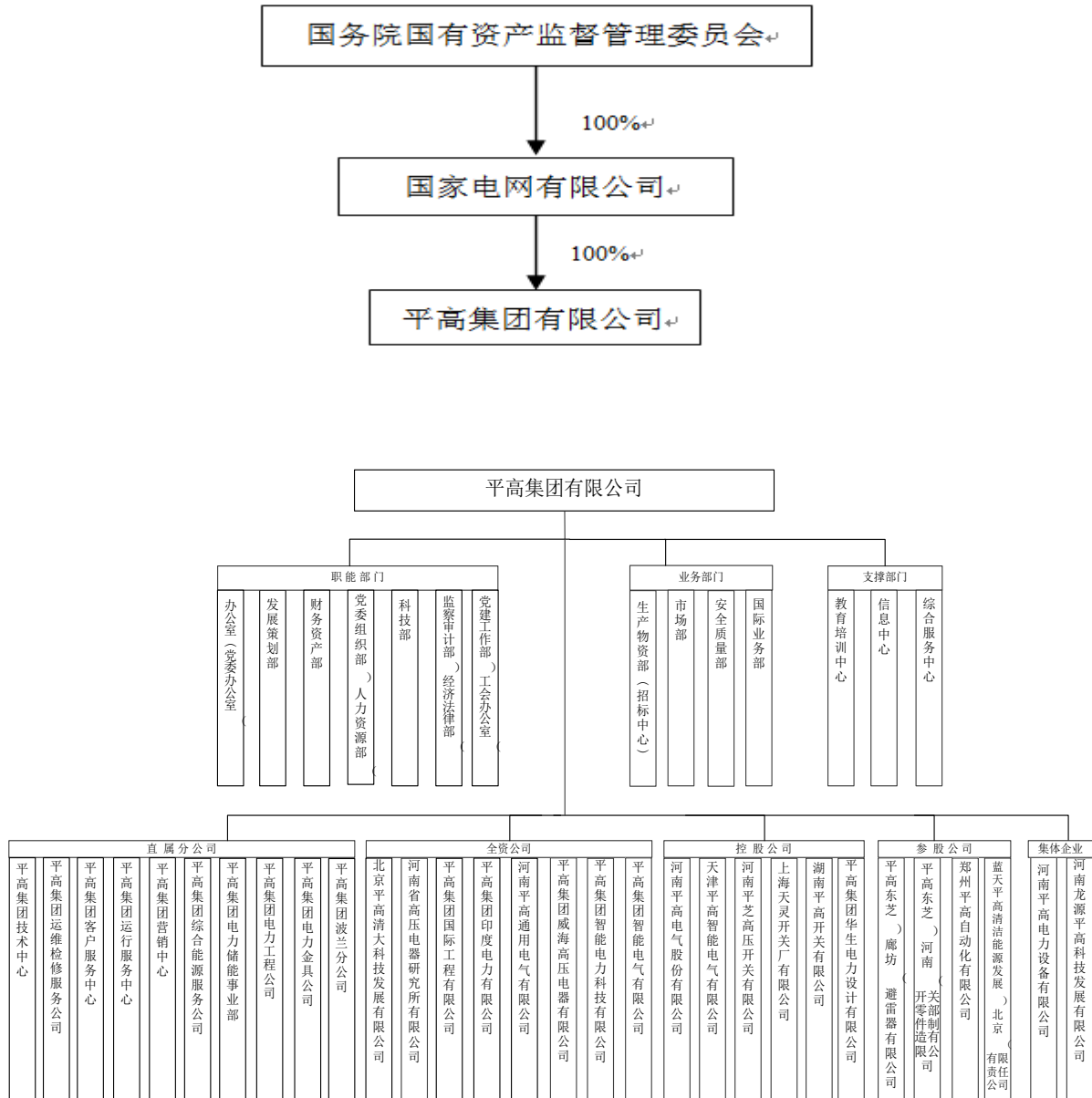
资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持平高集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“16 平高 MTN001”“18 平高 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

。

附件 1 公司股权结构图及组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.33	35.34	30.61	31.35
资产总额(亿元)	221.60	233.29	268.25	272.77
所有者权益(亿元)	113.88	105.51	96.90	96.03
短期债务(亿元)	43.22	68.98	73.56	76.94
长期债务(亿元)	8.49	1.00	9.49	9.49
全部债务(亿元)	51.71	69.98	83.05	86.42
营业总收入(亿元)	102.40	107.01	99.30	11.96
利润总额(亿元)	10.30	3.32	-6.42	-0.89
EBITDA(亿元)	16.70	9.43	0.62	--
经营性净现金流(亿元)	7.84	-7.73	-7.25	-4.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.48	1.36	1.14	--
存货周转次数(次)	2.44	2.26	2.44	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.47	0.40	--
现金收入比(%)	99.91	95.79	91.96	157.18
营业利润率(%)	25.45	17.60	11.53	14.17
总资本收益率(%)	5.31	2.25	-2.12	--
净资产收益率(%)	5.74	1.89	-6.42	--
长期债务资本化比率(%)	6.94	0.94	8.92	8.99
全部债务资本化比率(%)	31.23	39.88	46.15	47.37
资产负债率(%)	48.61	54.78	63.88	64.80
流动比率(%)	162.19	133.64	109.81	106.67
速动比率(%)	122.95	103.31	89.54	81.47
经营现金流动负债比(%)	7.93	-6.13	-4.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.42	4.81	0.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.10	7.42	134.36	--

注：1. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 注：1. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 现金类资产已剔除受限货币资金

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加)/营业总收入×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 4-1 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 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 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

