信用评级公告

联合〔2021〕3721 号

联合资信评估股份有限公司通过对许继电气股份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，确定维持许继电气股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“20 许继电气 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

许继电气股份有限公司2021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
许继电气股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20许继电气MTN001	AA+	稳定	AA+	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许继电气MTN001	3亿元	3亿元	2023/3/19

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：2021年6月7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	aa+	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	
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

跟踪期内，许继电气股份有限公司（以下简称“公司”）作为中国电力装备行业领先企业之一，持续保持在行业地位、技术水平、生产能力等方面具备的竞争优势。2020年，受益于国家特高压工程建设提速以及电网投资的持续推进，公司收入同比有所增长，利润规模显著提升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司业绩易受原材料价格波动、主要客户采购招标进度等因素影响，应收账款规模较大且账期偏长等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，随着“双碳”目标实施，新型电力系统构建，清洁能源占比提升，对电力设备行业发展起到支撑作用，中国特高压输电、智能变配电将迎来新的发展机遇。

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许继电气MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定 。

优势

1. **公司是中国电力设备行业领军企业之一，行业地位突出。**公司的电力产品横跨一次及二次设备、交流及直流输电领域，可以提供电力系统全面解决方案，是国内综合配套能力最具竞争力的电力装备制造商和电力系统集成商之一。公司在直流输电、智能变配电、电动汽车智能充换电等领域具备成熟技术，行业地位突出。
2. **盈利能力提升。**2020年，受益于国家特高压工程建设提速以及电网投资的持续推进，公司收入规模有所增长，利润水平显著提升。
3. **财务弹性良好。**截至2021年3月底，公司全部债务规模为11.10亿元，全部债务资本化比率为10.67%，债务负担较轻。

关注

1. **行业竞争压力大。**中国电力设备行业竞争激烈，产品同质化程度高，公司面临较大的竞争压力。此外，公司业务受国内特高压建设周期以及主要客户招标进度影响较大。

分析师：刘 哲
崔濛骁
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

2. **原材料价格大幅上涨对公司成本有一定影响。**电力一次设备产品成本中铜、铝、钢材等原材料成本占比较高，相关大宗商品价格的大幅上涨将对公司成本管控产生一定影响。
3. **应收账款对资金形成一定占用。**电力设备产品供货周期较长，公司应收账款规模大，且整体账期偏长，对营运资金形成一定占用。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.79	19.72	21.16	19.11
资产总额(亿元)	145.77	150.90	168.06	162.45
所有者权益(亿元)	83.53	86.77	91.99	92.93
短期债务(亿元)	2.13	2.16	3.50	3.05
长期债务(亿元)	0.00	5.00	8.10	8.06
全部债务(亿元)	2.13	7.16	11.60	11.10
营业收入(亿元)	82.17	101.56	111.91	18.15
利润总额(亿元)	3.25	5.59	9.08	1.13
EBITDA(亿元)	5.47	7.57	11.80	--
经营性净现金流(亿元)	4.63	0.76	7.83	-0.23
营业利润率(%)	16.79	17.50	19.70	17.31
净资产收益率(%)	3.28	5.70	8.72	--
资产负债率(%)	42.70	42.50	45.26	42.80
全部债务资本化比率	2.49	7.62	11.19	10.67
流动比率(%)	197.58	215.20	206.80	221.18
经营现金流动负债比	7.47	1.29	11.55	--
现金短期债务比(倍)	6.48	9.13	6.05	6.27
EBITDA 利息倍数(倍)	12.13	122.74	40.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.39	0.95	0.98	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	111.11	113.88	125.22	121.07
所有者权益(亿元)	62.54	64.54	69.89	70.25
全部债务(亿元)	1.35	5.20	8.44	8.40
营业收入(亿元)	56.03	63.72	71.48	11.66
利润总额(亿元)	1.61	2.41	6.91	0.35
资产负债率(%)	43.71	43.33	44.19	41.98
全部债务资本化比率(%)	2.11	7.46	10.78	10.68
流动比率(%)	183.18	205.47	209.48	223.09
经营现金流动负债比(%)	9.34	-1.70	-2.97	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计

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 许继电气 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/6/24	刘丙江、郭蕾	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）	阅读原文
19 许继 01	AA+	AA+	稳定	2020/6/5	候珍珍、罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评（主体）	阅读原文
19 许继 01	AA+	AA+	稳定	2019/11/22	候珍珍、罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评（主体）	阅读原文
20 许继电气 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/7/26	姜帆、刘丙江	工商企业信用评级方法总论（2018 年） 制造业企业主体信用评级模型（2016 年	阅读原文

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无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由许继电气股份有限公司(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。

许继电气股份有限公司 2021 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”）关于许继电气股份有限公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

许继电气股份有限公司（以下简称“公司”或“许继电气”）成立于1993年3月，发起人是许昌继电器厂，公司于1997年4月经批准在深圳证券交易所首次公开发行5000万股股票并上市，公司股票代码“000400.SZ”，股票简称“许继电气”。后经过历次增发、配股等，截至2021年3月底，公司总股本为100832.73万股，许继集团有限公司（以下简称“许继集团”）持有公司43.26%的股份（2021年5月11日起质押4800万股），为公司的控股股东；国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）持有许继集团100%股权，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化。

截至 2020 年底，公司下辖 15 个全资、控股子公司；公司本部设办公室（党委办公室）、证券投资管理部、财务管理部、党委组织部（人力资源部）、安全质量部、审计法律部、纪委办公室、党委党建部（党委宣传部）、科技互联网部、信息运维中心 10 个部门，以及技术中心、中试部（计量中心）、营销服务中心以及后勤保障中心（培训中心）4 个实施机构。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 168.06 亿元，所有者权益合计为 91.99 亿元（含少数股东权益 5.31 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 111.91 亿元，利润总额 9.08 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 162.45 亿元，所有者权益合计为 92.93 亿元（其中含少数股东权益 5.42 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 18.15 亿元，利润总额 1.13 亿元。

公司注册地址：河南省许昌市许继大道 1298 号；法定代表人：张旭升。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级且在存续期内债券如下表所示，截至本报告出具日，上述债券募集资金均已按用途使用完毕，上述债券在跟踪期内均按时正常付息。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20 许继电气 MTN001	3.00	3.00	2020/3/19	2023/3/19
19 许继 01	5.00	5.00	2019/12/3	2024/12/3

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，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。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；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，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长

2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 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 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的

冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年底（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年底增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年底增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资

金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业分析

公司业务主要包括智能变配电系统、直流输电系统等，属电力设备制造业。

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的需求保持旺盛，电力设备制造企业外部发展环境良好；2020 年以来，上游原材料价格探底后大幅上涨，一定程度上加大了电力设备制造企业的成本控制难度。

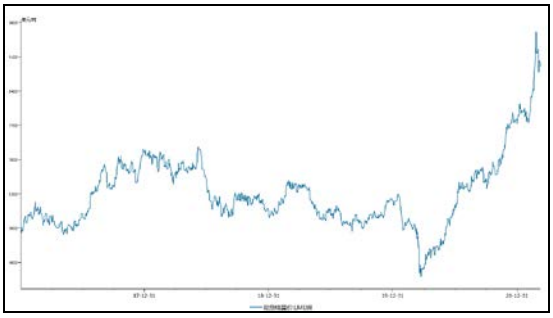
电力设备制造行业是国民经济发展中重要的装备工业之一，行业景气度与电力工业的发展密切相关，受国民经济影响较大。根据中国电力企业联合会发布的《2020－2021 年度全国电力供需形势分析预测报告》，从电力消费需求来看，2020 年，全社会用电量 7.51 万亿千瓦时，同比增长 3.1%。全年第一产业用电量 859 亿千瓦时，同比增长 10.2%；全年第二产业用电量 5.12 万亿千瓦时，同比增长 2.5%；全年第三产业用电量 1.21 万亿千瓦时，同比增长 1.9%。2020 年，各季度全社会用电量增速分别为-6.5%、3.9%、5.8%、8.1%，经济运行稳步复苏是用电量增速回升的最主要原因。全社会用电量季度增速变化趋势，反映出随着疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复。电力供应方面，截至 2020 年底，全国全口径发电装机容量 22.0 亿千瓦，同比增长 9.5%，其中全口径非化石能源装机年均增长 13.1%，占总装机容量比重从 2015 年底的 34.8%上升至 2020 年底的 44.8%，提升 10 个百分点；煤电装机容量年均增速为 3.7%，占总装机容量比重从 2015 年底的 59.0%下降至 2020 年底的 49.1%。2020 年，全国发电设备平均利用小时 3758 小时，同比减少 70 小时。2020 年，纳入行业投资统计体系的主要电力企业合计完成投资 9944 亿元，同比增长 9.6%；电源工程建设完成投资 5244 亿元，同比增长 29.2%，其中风电、太阳能发电、水电投资分别增长 70.6%、66.4%、19.0%；电网工程建设完成投资 4699 亿元，同比下降 6.2%。整体看，2020

年全社会用电量保持平稳增长，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。

电力一次设备产品成本中，钢材、铜、铝等原材料所占比重较大，输配电一次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 铜现货结算价格

（单位：美元/吨）

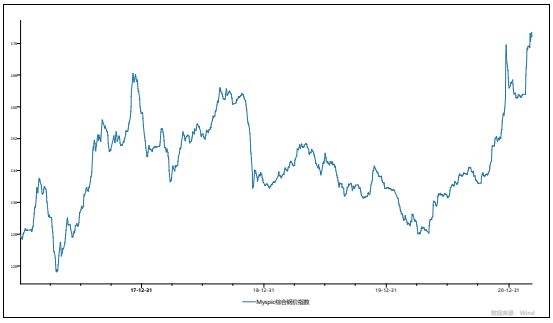


资料来源：Wind

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/吨左右后一路震荡上行，并于 2021 年 2 月 24 日上摸至 9286 美元/吨；同期铝期货的价格走势总体上与铜期货相似，2021 年 2 月底维持在 2200 美元/吨左右。

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，其后基本上维持震荡下探趋势至 2020 年 4 月底 128 附近后企稳，并一路震荡攀升至 2021 年 3 月份的 178 高位。

图 2　2017 年以来 Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind

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. 行业竞争

中国电力装备制造行业中小企业数量众多，规模小，生产效率低，技术装备落后，行业集中度较低，整体竞争力较弱。

目前，中国电力装备制造行业内企业数量众多，但行业集中度较低，产品进入市场的门槛也相对较低，尤其在中低端产品市场，行业竞争激烈。近年来，随着国家电网和中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）普遍采用集中招标方式，加剧了市场竞争程度。而在高端产品市场，如特高压主设备产品技术门槛高，市场集中度较高，呈现完全相反的两种景象，主要的参与企业包括国电南瑞科技股份有限公司、许继电气、河南平高电气股份有限公司、特变电工股份有限公司和中国西电集团有限公司等。从整体上看，中国电力装备制造行业竞争激烈，呈现金字塔型结构，随着电压等级增加，技术壁垒就越强，生产厂家越少，垄断程度越高。

未来，二次设备及成套设备等技术壁垒较高的领域将成为国内输配电行业的发展重点。从细分产品来看，智能电网、特高压的建设对技术和资金的要求较高，随着智能电网和特高压建设的推进，行业进入壁垒会逐渐提高。

3. 行业政策

电力设备制造业以及输变电配套工程行业的发展与国家产业政策、电源与电网的基本建设投资结构和规模以及国家电力规划有着密切的联系。近年来行业的主要政策如下表所示：

表 3 近年来主要行业政策

时间	法条	主要内容
2015 年 8 月	《配电网建设改造行动计划（2015－2020 年）》	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
2016 年 2 月	中央 1 号文件	要求加快实施农村电网改造升级工程，实施新一轮农村电网改造升级工程，预计总投资 7000 亿元以上，开展农村“低电压”综合治理
2016 年 6 月	《电力规划管理办法》	支持非化石能源优先利用和分布式能源发展，努力实现电力系统安全可靠、经济合理、清洁环保、灵活高效
2016 年 7 月	《“十三五”国家科技创新规划》	提出未来要大力发展清洁低碳、安全高效的现代能源技术，支持能源结构优化调整和温室气体减排，保障能源安全，推进能源革命。发展煤炭清洁利用、新型节能技术，积极推广可再生能源大规模开发利用技术和职能电网技术等
2016 年 11 月	《电力发展“十三五”规划》	在“十三五”期间，中国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内，并将中国太阳能发电总装机容量提高至 1.1 亿万千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量 680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主
2017 年 1 月	《能源发展“十三五”规划》	计划到 2020 年，中国能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在 41 亿吨以内；非化石能源消费比重提高到 15%以上，天然气消费比重力争达到 10%，煤炭消费比重降低到 58%以下；单位国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，煤电平均供电煤耗下降到每千瓦时 310 克标准煤以下。中国“十三五”期间着力推进升级改造和淘汰落后产能，优化能源开发利用布局
2017 年 9 月	《电力需求侧管理办法》（修订版）	国家发改委、工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、国务院国资委、国家能源局 6 部门联合印发了《关于深入推进供给侧结构性改革做好新形势下电力需求侧管理工作的通知》。结合新形势和新任务，国家发改委等 6 部门对现行《电力需求侧管理办法》进行了修订
2018 年 9 月	《关于推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》	加快推进青海至河南、陕北至湖北等 12 条特高压交直流输变电工程建设，合计输电能力 5700 万千瓦
2020 年 11 月	《新能源汽车产业发展规划》	规划展望 2025 年新售新能车占比到 20%，到 2035 年纯电成销售主流。按照发展规划展望，到 2025 年，中国新能源汽车市场竞争力明显增强，在三大电领域取得关键技术重大突破。纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，新售新能源汽车达到汽车新车销售总量的 20%左右，高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用，充换电服务便利性显著提高。力争到 2035 年中国新能源汽车核心技术达到国际先进水平。纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用，充换电服务网络便捷高效，氢燃料供给体系建设稳步推进。
2020 年 12 月	《新时代的中国能源发展》白皮书	从能源消费方式、能源供应体系、科技创新、能源体制改革和能源国际合作等方面全面阐述了中国推进能源革命的主要政策和重大举措。新能源发展地位不改，新模式新技术打造新方向。在肯定了非化石能源发展的成就之上，白皮书进一步提出了新能源未来的发展方向，力求从生产与消纳两端推进清洁能源利用，提升能源体系多元化程度。生物质发电向热电联产转型升级、光伏发电的智能化和与农业、渔业、牧业、建筑的融合发展、加速绿氢制取、储运和应用产业链技术装备。
2021 年 3 月	国家电网《“碳达峰、碳中和”行动方案》	在能源供给侧，构建多元化清洁能源供应体系。一是大力发展清洁能源，最大限度开发利用风电、太阳能发电等新能源，坚持集中开发与分布式并举，积极推动海上风电开发；大力发展水电，加快推进西南水电开发；安全高效推进沿海核电建设。二是加快煤电灵活性改造，优化煤电功能定位，科学设定煤电达峰目标。煤电充分发挥保供作用，更多承担系统调节功能，由电量供应主体向电力供应主体转变，提升电力系统应急备用和调峰能力。三是加强系统调节能力建设，大力推进抽水蓄能电站和调峰气电建设，推广应用大规模储能装置，提高系统调节能力。四是加快能源技术创新，提高新能源发电机组涉网性能，加快光热发电技术推广应用。推进大容量高电压风电机组、光伏逆变器创新突破，加快大容量、高密度、高安全、低成本储能装置研制。推动氢能利用，碳捕集、利用和封存等技术研发，加快 C02 资源再利用。预计 2025、2030 年，非化石能源占一次能源消费比重将达到 20%、25%左

		右。 在能源消费侧，全面推进电气化和节能提效。一是强化能耗双控，坚持节能优先，把节能指标纳入生态文明、绿色发展等绩效评价体系，合理控制能源消费总量，重点控制化石能源消费。二是加强能效管理，加快冶金、化工等高耗能行业用能转型，提高建筑节能标准。以电为中心，推动风光水火储多能融合互补、电气冷热多元聚合互动，提高整体能效。三是加快电能替代，支持“以电代煤”、“以电代油”，加快工业、建筑、交通等重点行业电能替代，持续推进乡村电气化，推动电制氢技术应用。四是挖掘需求侧响应潜力，构建可中断、可调节多元负荷资源，完善相关政策和价格机制，引导各类电力市场主体挖掘调峰资源，主动参与需求响应。预计 2025、2030 年，电能占终端能源消费比重将达到 30%、35%以上。
2021 年 3 月	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	构建现代能源体系。推进能源革命，建设清洁低碳、安全高效的能源体系，提高能源供给保障能力。加快发展非化石能源，坚持集中式和分布式并举，大力提升风电、光伏发电规模，加快发展东中部分布式能源，有序发展海上风电，加快西南水电基地建设，安全稳妥推动沿海核电建设，建设一批多能互补的清洁能源基地，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右。推动煤炭生产向资源富集地区集中，合理控制煤电建设规模和发展节奏，推进以电代煤。有序放开油气勘探开发市场准入，加快深海、深层和非常规油气资源利用，推动油气增储上产。因地制宜开发利用地热能。提高特高压输电通道利用率。加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力，加强源网荷储衔接，提升清洁能源消纳和存储能力，提升向边远地区输配电能力，推进煤电灵活性改造，加快抽水蓄能电站建设和新型储能技术规模化应用。完善煤炭跨区域运输通道和集疏运体系，加快建设天然气主干管道，完善油气互联互通网络。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 行业关注

宏观经济周期性波动的风险

从宏观来看，电力行业需求受到国民经济中其他行业用电需求、尤其是下游重工业和制造业的用电需求影响较大，因此电力行业盈利水平与经济周期的景气度具有较大相关性。从总体来看，目前国内外经济走势仍偏弱，外部环境的不确定性可能会对相关公司的经营和盈利造成一定影响。

受原材料价格及性能的影响较大

近几年国内外铜材、铝材等原材料的价格波动较大，若成本无法转嫁至下游，将对企业的原材料管理和盈利能力造成很大影响，增加盈利波动性。国内取向硅钢生产企业较少，价格变动对变压器产品的盈利能力影响较大。

产业政策变动的风险

中国正处于快速工业化、信息化、城镇化发展的进程中，电力行业投资持续快速增长。如果未来国家发展政策发生转变，导致电力行业投资需求减少，除非行业内的经营结构得到调整，否则会对行业成长性造成一定影响。

5. 未来发展

随着国内经济持续发展，“双碳”目标实施，新型电力系统构建，清洁能源占比提升，对电力设备行业发展起到支撑作用，中国特高压输电、智能变配电将迎来新的发展机遇。

为应对气候变化，中国提出“二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”等庄严的目标承诺。在政府工作报告中，“做好碳达峰、碳中和工作”被列为 2021 年重点任务之一；“十四五”规划也将加快推动绿色低碳发展列入其中。

中央财经委员会第九次会议提出，“十四五”是碳达峰的关键期、窗口期，要构建清洁低碳安全高效的能源体系，控制化石能源总量，着力提高利用效能，实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。

“双碳目标”吹响能源变革号角。以电力为主体的能源生产、传输、消费、储存转换四个链条的变革是根本。新能源是电力减排的核心关键点。推进能源清洁低碳转型，关键是加快发展非化石能源，尤其风电、太阳能发电等新能源。中国 95%左右的非化石能源主要通过转化为电能加以利用。到 2030 年，以新能源为主的非化石能源发电可全部满足新增电力需求，逐步替代存量化石能源发电。2027 年电力系统与能源系统碳排放同步达峰，发电二氧

化碳排放占比持续提升。2060 年非化石能源装机占比 96%，发电量占比超过 87%；风电、太阳能装机占比近 80%，发电量超过 70%，储能 7.5 亿千瓦。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司总股本为 100832.73 万股，公司控股股东许继集团持股 43.26%，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模

公司作为中国电力设备行业的领先企业之一，在跟踪期内，保持了在行业地位、技术水平、产能规模方面的既有优势，综合竞争实力强。

公司是国内最早致力于直流输电、继电保护及变电站自动化技术和智能配电技术等研究与应用的企业之一，承担了中国绝大部分特高压工程的成套设备供货及服务，参与建设了新一代智能变电站、农配网改造、港口岸电项目等系列工程；在直流输电换流阀及控制保护、智能变电、智能配电、电动汽车智能充换电、智能电表等领域的核心产品市场占有率位居行业前列。

在技术水平方面，公司积极推进特高压、智能电网、电动汽车智能充换电、轨道交通及工业智能化等核心技术和重大装备研发，在特高压交直流输电、柔性直流输电、大电网保护等领域取得一大批创新成果，实施了国家首批智能电表智能制造专项示范项目，在特高压直流输电、柔性直流输电、智能变电、配网自动化、电动汽车智能充换电、轨道交通牵引供电、智能电表智能制造等领域处于行业领先水平。

2020 年，公司研发投入为 5.33 亿元，占当期营业收入的比例为 4.76%。

2020 年，公司完成了国产保护装置系列产品开发、国产芯电能表、柔直换流阀挂网运行；在新产品、新技术方面，公司突破了电力系统软件云化技术、电力大数据分析、海上风电柔直送出、5G 通信终端、人工智能应用等技术；完成了应用物联网技术，完成国产芯智能物联终端、环网柜智能物联终端、农配网箱变物联终端、开关柜智能物联终端研制开发以及应用人工智能技术输变电设备图像分析系统的开发。2020 年，公司全年申请专利 647 项，获得省部级以上科技奖励 18 项。

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（统一社会信用代码：91410000174273201L），截至 2021 年 5 月 8 日，公司无未结清的关注和不良信贷记录，已结清信贷中，有 12 笔关注类贷款、5 笔贴现和 72 笔银行承兑汇票，均已正常结清。

截至 2021 年 5 月 31 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

公司控股股东筹划战略性重组事项

根据公司 2020 年 12 月 23 日发布的《许继电气股份有限公司关于控股股东筹划重大事项的提示性公告》，许继集团正在与中国西电集团有限公司筹划战略性重组。截至本报告出具日，有关重组方案尚未确定，方案亦需获得相关主管部门批准。联合资信将持续关注相关重组事项进展，并及时评估该重组事项对公司主体信用水平可能带来的影响。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司维持六大板块的业务构

成，受益于特高压工程持续建设及配网下游需求的增长，公司营业收入同比有所增长，综合毛利率有所上升。

表 4　公司主要板块及相关产品

业务板块	主要产品
智能变配电系统	配电网自动化系统、智能变电站系统、继电保护系统、变电站监控系统、柱上真空开关、发电场保护及自动化等产品
直流输电系统	换流阀设备、特高压直流输电控制保护系统、直流场设备、柔性直流输电等产品
智能中压供用电设备	开关、变压器、电抗器、消弧线圈接地成套装置、环网柜、牵引供电综合自动化系统、轨道交通开关设备等
智能电表	智能电能表、智能终端、智能家居系统
电动汽车智能充换电系统	特种电源及电动汽车换电设备等
EMS 加工服务及其他	结构件加工及表面贴装等业务

资料来源：公司提供

2020 年，公司实现营业收入 111.91 亿元，同比增长 10.19%。分板块来看，受益于特高压工程持续建设及配网下游需求的增长，智能变配电系统业务和直流输电系统业务同比保持增长，分别实现收入 38.28 亿元和 16.54 亿元，分别占营业收入的 34.21%和 14.78%；智能电表业务实现收入 23.98 亿元，占营业收入的 21.43%，同比增幅较大，主要是本年度收购中电装备山东电子有限公司（以下简称“山东电子”）所致；智能中压供用电设备业务和电动汽车智能充换电系统业务收入有所下滑，主要系市场竞争激烈所致，上述两项业务分别占当期营业收入的 16.75%和 9.22%，同比分别减少 2.46 个百分点和 3.94 个百分点；EMS 加工服务及其他业务收入规模小。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率为 20.18%，同比增加 2.14 个百分点，除直流输电系统业务毛利率略有下降外，其他业务毛利率均有不同程度上升。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 18.15 亿元，同比增长 97.93%，主要系智能变配电、智能中压供用电设备和智能电表等板块收入增长所致；综合毛利率为 17.81%，较上年同期减少 6.34 个百分点，主要系材料成本增加以及高毛利板块收入同比下降所致。

表 5　2018－2020 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
智能变配电系统	31.85	38.75	21.96	37.37	36.80	24.38	38.28	34.21	25.53
智能中压供用电设备	17.96	21.86	8.80	19.51	19.21	11.55	18.75	16.75	12.43
智能电表	10.97	13.35	12.93	17.08	16.82	10.99	23.98	21.43	17.57
电动汽车智能充换电系统	9.67	11.77	15.45	13.36	13.16	9.11	10.32	9.22	11.55
直流输电系统	9.16	11.15	29.90	12.03	11.84	30.00	16.54	14.78	27.97
EMS 加工服务及其他	2.56	3.12	3.25	2.21	2.17	--	4.04	3.61	11.05
合计	**82.17**	**100.00**	**17.41**	**101.56**	**100.00**	**18.04**	**111.91**	**100.00**	**20.18**

注：因四舍五入合计值存在误差
资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司原材料采购价格受大宗商品市场行情影响较大。2020 年以来，公司部分原材料采购价格明显上升，加大了公司的成本控制难度。

跟踪期内，公司主要原材料种类以及原材料采购模式、采购结算方式等未发生重大变化。主要原材料采购量方面，2020 年公司钢板类采购量同比增长 43.49%，硅钢片类以及铜排类采购量同比均有不同程度下降，主要系部分原材料占比较大的低毛利产品退出、并直接对外采购部分半成品组部件所致。采购价格方面，受钢铁、有色金属等大宗物资价格上涨影响，2020 年，公司钢板类、铜排类原材料采购

价格同比分别上涨 36.93%和 15.67%；硅钢片类原材料采购价格同比下降 17.08%，主要系公司加强集采管理，拓展供应商资源，提高物资采购议价能力所致。

供应商集中度方面，2020 年，公司向前五名供应商采购的金额占年度采购总额的 21.87%，同比减少 4.86 个百分点，供应商集中度一般。其中，公司向关联方国家电网及所属企业采购金额占总采购额的 16.28%。

表 6　2018－2020 年公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

主要原材料名称	采购量			采购均价		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
钢板类	5832	10005	14356	5092	4660	6381
硅钢片类	12960	8180	7063	13509	13440	11144
铜排类	12824	12038	3300	53433	50610	58540

资料来源：公司提供

表 7　2020 年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购额	占总采购额比例	关联方
国家电网及所属企业	15.05	16.28	是
供应商一	2.53	2.73	否
供应商二	0.94	1.02	否
供应商三	0.89	0.96	否
供应商四	0.81	0.88	否
合计	**20.22**	**21.87**	--

资料来源：公司提供

3. 产品生产

2020 年，公司直流输电系统产能稳定，产量小幅下降，其他业务板块产能产量均实现增长；各业务板块产能利用率小幅波动，但仍处较高水平。

跟踪期内，公司维持以销定产的生产组织模式，在产品生产周期、库存管理方式和生产基地布局等方面未发生重大变化。

2020 年，公司直流输电系统产能保持稳定，其他各业务板块产能均有所增长；受益于特高压工程持续建设及配网下游需求的增长，公司除直流输电系统因交付时点原因小幅下降外，其他业务板块产量均有不同程度增长。2020 年，公司各业务板块产能利用率小幅波动，整体仍处于较高水平。

表 8　2018－2020 年公司主要产品板块生产情况

板块	项目	2018 年	2019 年	2020 年
智能变配电系统	产能（单位：套）	56000	67000	75000
	产量（单位：套）	48064	62512	69510
	产能利用率（单位：%）	85.83	93.30	92.68
智能中压供用电设备	产能（单位：台）	58000	88000	90000
	产量（单位：台）	50038	78380	80223
	产能利用率（单位：%）	86.27	89.06	89.14
智能电表	产能（单位：万只）	1100	1200	1890
	产量（单位：万只）	940	1081	1555
	产能利用率（单位：%）	85.43	90.08	82.28
电动汽车智能充换电系统	产能（单位：台）	8600	8600	16000
	产量（单位：台）	7841	7938	14350
	产能利用率（单位：%）	91.17	92.30	89.69
直流输电系统	产能（单位：套）	14000	15000	15000
	产量（单位：套）	11264	13178	12974

	产能利用率（单位：%）	80.46	87.85	86.49

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司订单主要来自国家电网及所属企业，业绩受主要客户采购招标进度影响大。2020年，随着特高压工程持续建设及配网下游需求的增长，公司收入保持增长，但新签合同额小幅下降。

跟踪期内，公司主要产品类别以及产品定价方式、销售结算方式等未发生重大变化。2020年，公司新签合同额同比下降 4.11%，主要系特高压项目招标进度放缓所致。新签合同中国家电网及所属企业的合同额占比为 59.09%。

表 9 2018－2020 年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
国家电网	73.61	83.97	76.29
南方电网	13.38	6.99	7.89
其他	42.97	43.68	44.93
总计	**129.96**	**134.64**	**129.11**

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2020 年，公司向前五名客户的销售额占当期营业收入的 81.01%，其中对关联方国家电网及所属企业的销售金额占当期营业收入的 73.53%，客户集中度维持在很高水平。

表 10 2020 年公司前五大客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售额	占营业收入比例	关联方
国家电网及所属企业	82.29	73.53	是
客户一	5.33	4.76	否
客户二	2.04	1.83	否
客户三	0.54	0.48	否
客户四	0.45	0.41	否
合计	**90.66**	**81.01**	--

资料来源：公司提供

5. 在建项目

公司未来资本性支出压力不大，对外融资需求不大。

截至 2020 年底，公司重点在建项目见下表，项目投资金额均较小，公司未来投资规模有限，资本性支出压力不大，对外融资需求不大。

表 11 截至 2020 年底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 2020 年底完成投资	2021 年计划投资
标准配送式智能变电站及变电站在线监测系统产业化项目	1.97	自筹	1.90	--
制造中心水性喷涂生产线建设项目	0.23	自筹	0.22	0.01
预制舱产品智能制造项目	0.21	自筹	0.20	0.01
合 计	**2.41**	--	**2.32**	**0.02**

资料来源：公司提供

6. 经营效率

公司作为电力设备供应商，产品的生产和销售周期相对较长，符合行业特征，公司经营效率尚可。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数以及总资产周转次数分别为 1.31 次、4.04 次和 0.70 次。从同业对比来看，公司销售债权周转次数低于行业平均水平，存货周转次数和总资产周转次数均高于行业均值。

表 12 2020 年同行业公司经营效率情况对比

（单位：次）

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
许继电气	1.31	4.04	0.70
河南平高电气股份有限公司	0.93	3.99	0.45

正泰集团股份有限公司	2.52	4.62	0.54
特变电工股份有限公司	2.90	4.47	0.42

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十、财务分析

公司提供了 2020 年合并财务报告，信永中和会计师事务所（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审计结论。公司 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年底，公司合并范围较 2019 年底新增合并子公司 1 家，为山东电子；2021 年 1－3 月，公司合并范围无变化。公司财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 168.06 亿元，所有者权益合计为 91.99 亿元（含少数股东权益 5.31 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 111.91 亿元，利润总额 9.08 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 162.45 亿元，所有者权益合计为 92.93 亿元（其中含少数股东权益 5.42 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 18.15 亿元，利润总额 1.13 亿元。

1. 资产质量

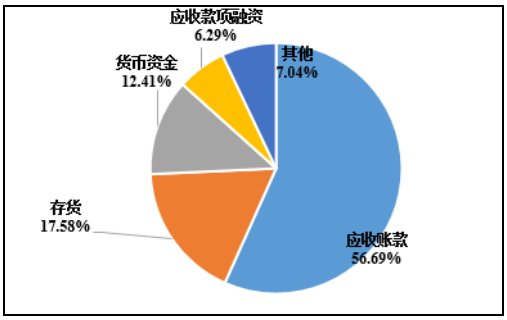
截至 2020 年底，公司资产规模保持增长且以流动资产为主。流动资产中应收账款占比高，但欠款方主要为许继集团以及国家电网各地分、子公司，回收风险可控。公司资产受限比例很低，整体资产质量高。

截至 2020 年底，公司资产总额为 168.06 亿元，较上年底增长 11.37%，其中流动资产占 83.44%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 140.23 亿元，较上年底增长 10.52%，以货币资金（占 12.41%）、应收账款（占 56.69%）和存货（占 17.58%）为主。

图 3 截至 2020 年公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2020 年底，公司货币资金为 17.40 亿元，较上年底增长 38.42%，主要系公司销售回款增加所致。公司货币资金主要为银行存款，截至 2020 年底使用受限货币资金为 1.40 亿元，主要为开具银行承兑汇票及保函所缴纳的保证金，受限比例低。

截至 2020 年底，公司应收账款账面余额为 90.24 亿元，计提坏账准备 10.75 亿元（其中按账龄法计提 7.73 亿元，按单项计提 3.02 亿元），账面价值为 79.49 亿元，较上年底下降 1.73%。从账龄及集中度来看，公司应收账款账龄偏长，前五大欠款单位欠款余额合计占 44.45%，集中度较高，考虑到欠款方主要为控股股东许继集团以及国家电网各地分、子公司，公司应收账款回收风险可控。

表 13 截至 2020 年底公司应收账款账龄分布

（单位：亿元、%）

账龄	期末余额	占比
1 年以内	51.67	57.26
1－2 年	19.16	21.23
2－3 年	6.68	7.40
3－4 年	3.49	3.87
4－5 年	2.89	3.20
5 年以上	6.36	7.05
合计	**90.24**	**100.00**

注：因四舍五入合计值存在误差

资料来源：公司年报

表 14 截至 2020 年底公司应收账款期末余额前五名

（单位：亿元、%）

欠款单位	期末余额	占比	坏账准备
许继集团	31.47	34.88	2.04

许继集团国际工程有限公司	3.73	4.14	0.20
国网河南省电力公司	1.89	2.10	0.16
国网浙江省电力有限公司	1.53	1.70	0.11
国网江苏省电力有限公司	1.47	1.63	0.14
合计	**40.10**	**44.45**	--

注：因四舍五入合计值存在误差
资料来源：公司年报

截至2020年底，公司存货账面余额为24.72亿元，主要由原材料（3.90亿元）、在产品（6.61亿元）以及库存商品（14.21亿元）构成，累计计提存货跌价准备0.07亿元。截至2020年底，公司存货账面价值为24.65亿元，较上年底增长26.28%。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产为27.84亿元，较上年底增长15.90%，主要由固定资产（占57.39%）和无形资产（占28.84%）构成。

截至2020年底，公司固定资产账面原值为30.99亿元，累计计提折旧15.01亿元，固定资产账面价值为15.98亿元，较上年底增长22.43%，主要为房屋、建筑物10.49亿元、机器设备3.37亿元以及电子设备2.04亿元。固定资产成新率为51.57%，成新率较低。

截至2020年底，公司无形资产为8.03亿元，较上年底增长28.44%，主要由土地使用权（1.57亿元）、专利权（5.00亿元）和非专利技术（1.30亿元）构成。

截至2020年底，公司使用受限的资产为1.40亿元，全部为货币资金。

截至2021年3月底，公司资产总额为162.45亿元，资产规模和结构较2020年底变化不大。

2. 资本结构

（1）所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益规模有所增长，未分配利润占比高，权益稳定性有待提升。

截至2020年底，公司所有者权益合计91.99亿元，较上年底增长6.02%，其中归属于母公司的所有者权益为86.68亿元，主要由股本（占11.63%）、资本公积（占8.02%）、盈余公积（占6.07%）和未分配利润（占74.28%）构成；少数股东权益为5.31亿元，在所有者权益中占5.77%。

截至2021年3月底，公司所有者权益为92.93亿元（含少数股东权益5.42亿元），较2020年底变动不大。

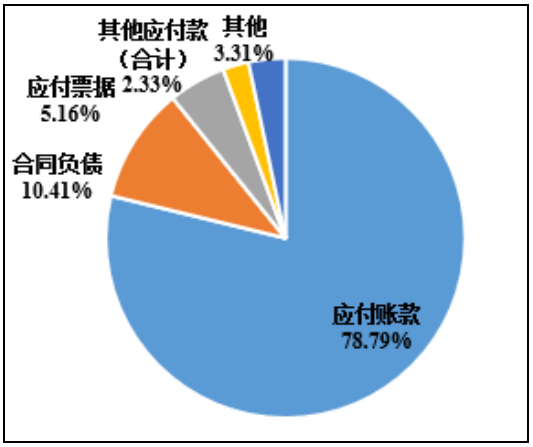
（2）负债

截至2020年底，公司负债有所增长，以流动负债为主；有息债务规模较小且债务期限结构合理。公司债务负担轻，财务弹性良好。

截至2020年底，公司负债合计76.07亿元，较上年底增长18.62%，其中流动负债占89.14%，公司负债以流动负债为主。

截至2020年底，公司流动负债为67.81亿元，较上年底增长15.00%，以应付账款（占78.79%）和合同负债（占10.41%）为主。

图4 截至2020年公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至2020年底，公司应付账款为53.42亿元，较上年底增长5.50%，主要为应付材料款51.38亿元；合同负债为7.06亿元，主要为预收货款。

截至2020年底，公司非流动负债为8.26亿元，主要为公司发行的5亿元公司债券“19许继01”和3亿元中期票据“20许继电气MTN001”。

截至2021年3月底，公司负债总额为69.52亿元，较2020年底下降8.61%。其中，流动负债61.26亿元，占88.11%，仍以应付账款为主；非流动负债8.27亿元，较2020年底变化不大。

有息债务方面，截至2020年底，公司全部债务为11.60亿元，较上年底增长62.01%。其中，短期债务3.50亿元，长期债务8.10亿元。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45.26%、11.19%和8.09%。

截至2021年3月底，公司全部债务为11.10亿元，较2020年底下降4.31%。其中，短期债务3.05亿元，长期债务8.06亿元。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42.80%、10.67%和7.98%。

3. 盈利能力

2020年，公司营业收入和利润总额均有所增长，盈利能力有所提升。

2020年，公司实现营业收入111.91亿元，同比增长10.19%；同期公司发生营业成本89.33亿元，同比增长7.32%。2020年，公司实现利润总额9.08亿元，同比增长62.37%。

期间费用方面，2020年公司销售费用、管理费用和研发费用分别为3.79亿元、4.79亿元和5.12亿元，同比均有不同程度增长。公司全年期间费用合计13.94亿元，同比增长12.87%。期间费用率为12.46%，同比增加0.30个百分点。

2020年，公司其他收益为0.85亿元，主要为税收返还以及各种补贴等。

从盈利指标看，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为19.70%、8.03%和8.72%，同比分别提升2.20个百分点、2.70个百分点和3.02个百分点。

2021年1—3月，公司实现营业收入18.15亿元，同比增长97.93%；利润总额1.13亿元，同比增长110.90%，主要系智能变配电、智能中压供用电设备、智能电表等板块收入增长所致。

4. 现金流分析

2020年，公司经营活动净现金流明显改善，可满足其当期对外投资需求，公司融资需求较小。

从经营活动来看，2020年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为96.64亿元，经营活动现金流入101.48亿元，同比分别增长9.14%和7.34%。同期，经营活动现金流出93.64亿元，同比下降0.14%。2020年公司经营活动现金净流量为7.83亿元，同比大幅增长，主要系年内销售回款增加以及采用票据方式结算的采购支出同比增加所致。从收入实现质量看，2020年公司现金收入比为86.35%，同比减少0.84个百分点，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流出为4.73亿元，其中投资支付的现金4.06亿元，主要为支付山东电子的股权收购款。2020年公司投资活动净现金流为-4.72亿元。

2020年，公司筹资活动前现金流为3.11亿元，考虑到公司对外投资规模较小，公司对外融资需求较小。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金，2020年为3.00亿元；同期，筹资活动现金流出为2.94亿元，同比增长20.93%。2020年公司筹资活动产生的现金流量净额为0.06亿元。

2021年1—3月，公司经营活动现金流入22.31亿元，经营活动现金净流出0.23亿元；投资活动现金净流出0.53亿元；筹资活动现金净流出0.48亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产对短期债务的保障能力很高，EBITDA对长期债务的保障能力很高；公司未使用银行授信充足，整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，截至2020年底，公司流动比率和速动比率分别为206.80%和170.45%，较上年底分别减少8.40个百分点和

11.64 个百分点；现金短期债务比为 6.05 倍。公司现金类资产中使用受限部分占比很低，现金类资产对短期债务的保障程度很高。2020 年，公司经营现金流动负债比为 11.55%，同比增加 10.26 个百分点。总体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债指标看，2020 年公司 EBITDA 为 11.80 亿元，同比增长 55.88%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 12.97%）、摊销（占 7.71%）和利润总额（占 76.95%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数为 40.68 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度很高；全部债务/EBITDA 为由上年的 0.95 倍提高至 0.98 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。总体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年底，公司获得各家银行授信总额度为 47.90 亿元，尚未使用额度为 45.06 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为深交所上市企业，具备直接融资渠道。

6. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部资产以应收账款和存货为主，所有者权益稳定性一般；本部存在经营性业务且营业收入和利润总额占合并口径比重较高，有息债务规模较小，债务保障能力很强。

截至 2020 年底，母公司资产总额为 125.22 亿元，其中流动资产为 98.65 亿元（占 78.78%），非流动资产为 26.57 亿元（占 21.22%）；流动资产主要由货币资金（占 5.77%）、应收账款（占 60.05%）和存货（占 15.53%）构成；非流动资产主要是长期股权投资（占 36.77%）、固定资产（占 41.85%）和无形资产（占 12.68%）。

截至 2020 年底，母公司负债合计 55.33 亿元，其中流动负债 47.09 亿元，主要为应付账款 38.76 亿元和合同负债 5.77 亿元；非流动负债 8.24 亿元，主要为应付债券 8.10 亿元。截至 2020 年底，母公司全部债务为 8.44 亿元，以长期债务为主。

截至 2020 年底，母公司所有者权益合计 69.89 亿元，其中股本 10.08 亿元、资本公积 16.50 亿元、盈余公积 5.04 亿元、未分配利润 38.27 亿元。

2020 年，母公司实现营业收入 71.48 亿元，利润总额 6.91 亿元，同比分别增长 12.18%和 186.96%。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流入 56.64 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（54.62 亿元）；经营活动现金流出 58.03 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（43.34 亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（7.21 亿元），母公司经营活动现金流量净额为-1.40 亿元。投资活动方面，2020 年，母公司投资活动现金流入和流出规模分别为 4.73 亿元和 4.99 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.26 亿元。2020 年，母公司筹资活动产生的现金净额为 2.20 亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至 2020 年底，公司对存续债券的保障能力很强。

截至 2020 年底，公司应付债券为 8.00 亿元，分别为“19 许继 01”（5.00 亿元）及“20 许继电气 MTN001”（3.00 亿元），将分别于 2024 年 12 月 3 日和 2023 年 3 月 19 日到期兑付。截至 2020 年底，公司现金类资产为 21.16 亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的 4.23 倍；2020 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 11.80 亿元、101.48 亿元和 7.83 亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的 2.36 倍、20.30 倍和 1.57 倍。

表15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	5.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	20.30
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.57

EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.36

资料来源：联合资信整理

十二、结论

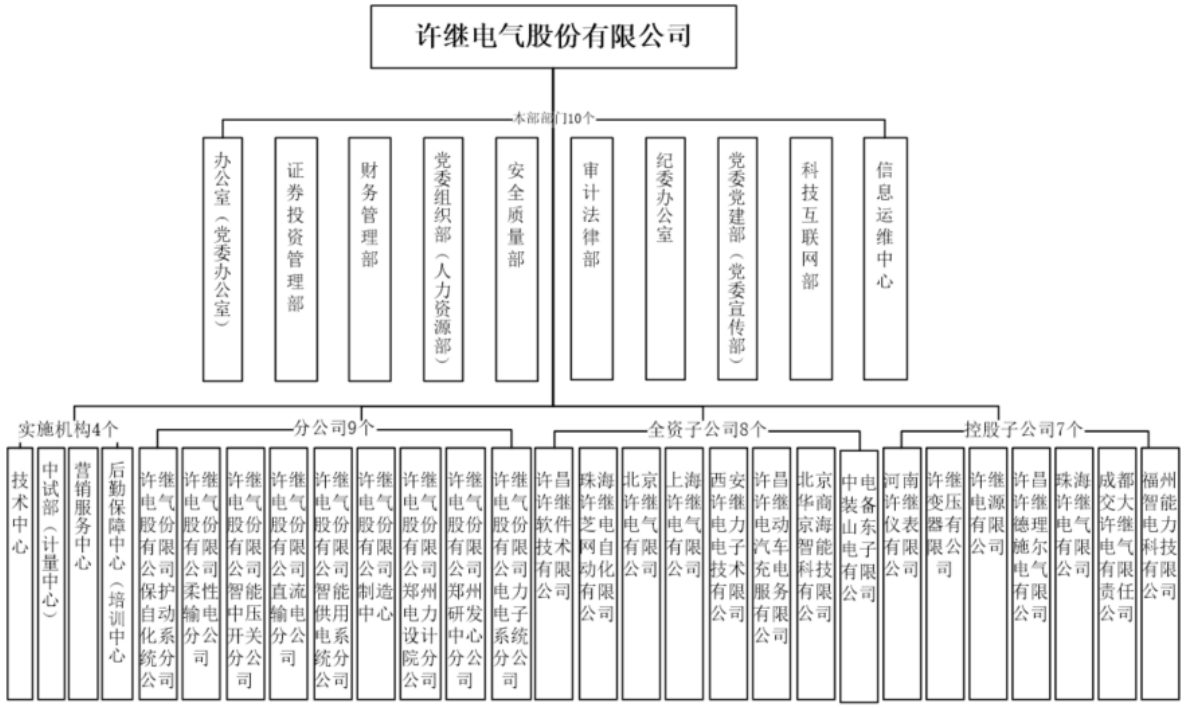
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“20 许继电气 MTN001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底许继电气股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底许继电气股份有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底许继电气股份有限公司主要子公司情况

序号	子公司名称	主要业务	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	河南许继仪表有限公司	智能电表	10000.00	70.00
2	珠海许继电气有限公司	城网改造、配电设备的研发和生产	12000.00	70.00
3	许昌许继软件技术有限公司	电力装备应用软件的开发应用	3000.00	100.00
4	中电装备山东电子有限公司	智能电表	25900.00	100.00
5	许继电源有限公司	电动汽车充换电设备及电力电源	5000.00	75.00

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.79	19.72	21.16	19.11
资产总额(亿元)	145.77	150.90	168.06	162.45
所有者权益(亿元)	83.53	86.77	91.99	92.93
短期债务(亿元)	2.13	2.16	3.50	3.05
长期债务(亿元)	0.00	5.00	8.10	8.06
全部债务(亿元)	2.13	7.16	11.60	11.10
营业收入(亿元)	82.17	101.56	111.91	18.15
利润总额(亿元)	3.25	5.59	9.08	1.13
EBITDA(亿元)	5.47	7.57	11.80	--
经营性净现金流(亿元)	4.63	0.76	7.83	-0.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.90	1.15	1.31	--
存货周转次数(次)	3.91	4.53	4.04	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.68	0.70	--
现金收入比(%)	95.93	87.19	86.35	117.69
营业利润率(%)	16.79	17.50	19.70	17.31
总资本收益率(%)	3.72	5.33	8.03	--
净资产收益率(%)	3.28	5.70	8.72	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	5.45	8.09	7.98
全部债务资本化比率(%)	2.49	7.62	11.19	10.67
资产负债率(%)	42.70	42.50	45.26	42.80
流动比率(%)	197.58	215.20	206.80	221.18
速动比率(%)	169.77	182.09	170.45	178.02
经营现金流动负债比(%)	7.47	1.29	11.55	--
现金短期债务比(倍)	6.48	9.13	6.05	6.27
EBITDA 利息倍数(倍)	12.13	122.74	40.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.39	0.95	0.98	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.74	10.62	8.97	7.01
资产总额(亿元)	111.11	113.88	125.22	121.07
所有者权益(亿元)	62.54	64.54	69.89	70.25
短期债务(亿元)	1.35	0.20	0.34	0.34
长期债务(亿元)	0.00	5.00	8.10	8.06
全部债务(亿元)	1.35	5.20	8.44	8.40
营业收入(亿元)	56.03	63.72	71.48	11.66
利润总额(亿元)	1.61	2.41	6.91	0.35
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	4.52	-0.75	-1.40	-1.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.79	0.98	1.13	--
存货周转次数(次)	4.21	4.54	4.27	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.57	0.60	--
现金收入比(%)	94.65	87.38	76.41	98.22
营业利润率(%)	11.08	13.07	14.78	9.64
总资本收益率(%)	/	/	/	-
净资产收益率(%)	2.48	3.84	9.45	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	7.19	10.38	10.29
全部债务资本化比率(%)	2.11	7.46	10.78	10.68
资产负债率(%)	43.71	43.33	44.19	41.98
流动比率(%)	183.18	205.47	209.48	223.09
速动比率(%)	159.91	176.00	176.95	187.21
经营现金流动负债比(%)	9.34	-1.70	-2.97	--
现金短期债务比(倍)	2.77	53.08	26.04	20.34
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计

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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	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/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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。