

信用等级公告

联合〔2019〕2436号

联合资信评估有限公司通过对许继电气股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2020 年度第一期中期票据进行综合分析和评估,确定许继电气股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,许继电气股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十六日



许继电气股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债券概况:

本期中期票据发行额度: 3 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

发行目的: 偿还银行借款和补充流动资金

评级时间: 2019 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.70	16.67	13.79	11.33
资产总额(亿元)	143.01	153.09	145.77	143.19
所有者权益(亿元)	75.51	81.25	83.53	83.81
短期债务(亿元)	3.01	7.67	2.13	2.65
长期债务(亿元)	6.97	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	9.98	7.67	2.13	2.65
营业收入(亿元)	96.07	103.31	82.17	10.33
利润总额(亿元)	10.85	7.93	3.25	0.36
EBITDA(亿元)	12.55	9.86	5.47	--
经营性净现金流(亿元)	12.47	-0.35	4.63	-2.26
营业利润率(%)	22.69	19.77	16.79	21.44
净资产收益率(%)	12.46	8.39	3.28	--
资产负债率(%)	47.20	46.93	42.70	41.47
全部债务资本化比率(%)	11.67	8.63	2.49	3.06
流动比率(%)	204.17	183.45	197.58	203.43
经营现金流动负债比(倍)	20.65	-0.49	7.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.79	0.78	0.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	25.38	18.88	12.13	--

注: 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师: 姜帆 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

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,在行业地位、技术水平、生产能力等方面具备竞争优势。近年来,公司整体债务负担很轻,财务弹性良好;2018 年,公司新签合同订单量有所回升,经营活动现金流状况有所改善。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到 2018 年以来受电网建设投资放缓,行业竞争加剧以及原材料价格上涨等因素的综合影响,公司收入出现下滑,利润空间持续受到挤压及应收账款规模较大对运营资金形成占用等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较高。2018 年 9 月,随着“七交五直”特高压建设项目招标启动,2019 年将成为特高压项目核准高峰期,加上电网建设尤其是配网端投资的持续推进以及依托国家电网的客户优势,公司业绩在未来有望复苏。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债风险很小,本期中期票据的偿还能力很强,违约风险很低。

优势

1. 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、智能电表等领域具备成熟技术,市场占有率高,行业地位突出。
2. 国内电网建设仍处于较快发展阶段,根据

国家电网有限公司建设规划，“十三五”期间仍是电网建设的高峰期，随着 2018 年特高压建设项目招标启动，公司发展仍具备良好的外部环境。

3. 公司有息负债规模小，整体债务负担很轻，财务弹性良好。
4. 2018 年，公司新签合同订单量有所回升，经营活动现金流状况有所改善。
5. 公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

关注

1. 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国家电网招标进度影响较大，公司每年新签合同额存在一定不确定性。
2. 公司输配电产品生产周期较长，下游客户销售中关联方占比高，公司应收账款规模大，且应收账款账期较长，对营运资金占用明显，经营活动净现金流具有波动性。
3. 公司盈利能力受原材料价格影响较大，2017 年以来铜和钢材等原材料价格增长较快，推升公司采购成本。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、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2019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41.28%的股份（均未质押），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为公司实际控制人。

公司经营范围为：生产经营电网调度自动化设备，配电网自动化、变电站自动化、电站自动化、铁路供电自动化、电网安全稳定控制设备，电力管理信息系统、电力市场技术支持系统；继电保护及自动控制装置，继电器，电能计量设备，智能仪表，开关及开关柜，环网柜，电缆分支箱，电源设备，智能充换电设备及服务，新能源并网及发电设备，储能系统，直流输电换流阀及大功率电力电子设备，直流场设备，电力通信设备，变压器，电抗器，消弧线圈，互感器，箱式变电站及其他机电产品（不含汽车）；从事信息系统集成及服务，工程施工、安装、检修、试验及工程承包；电力技术服务；承办本企业自产的机电产品、成套设备及相关技术的出口业务，经营本企业生产、科研所需要原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务，低压电器生产经营；电子机械加工；房屋租赁；各种高空作业车、特种作业车及相关零部件的设计、制造、销售、租赁及相关服务；电力工程咨询；工程勘察；电力工程设计及工程承包。（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经

营）。

截至2019年3月底，公司下辖14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（监督室）、党委党建部（党委宣传部）、科技信息部、信息运维中心10个部门，技术中心、中试部（计量中心）、营销服务中心以及电力设计院等4个实施机构。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为145.77亿元，所有者权益合计83.53亿元（其中少数股东权益5.98亿元）；2018年，公司实现营业收入82.17亿元，利润总额3.25亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为143.19亿元，所有者权益合计为83.81亿元（其中少数股东权益6.01亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入10.33亿元，利润总额0.36亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司本次拟注册8亿元中期票据，本期计划发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额为3亿元，期限为3年。本期中期票据按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集的资金用于偿还银行借款和补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、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（PPIRM）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持续升温、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。

四、行业分析

1. 行业概况

输配电及控制设备制造行业的发展与电力工业的发展密切相关,受国民经济影响较大,也是国民经济发展中重要的装备工业之一,担负着为国民经济、国防事业以及人民生活电气化提供所需的各种各样电气设备的重任。

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为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

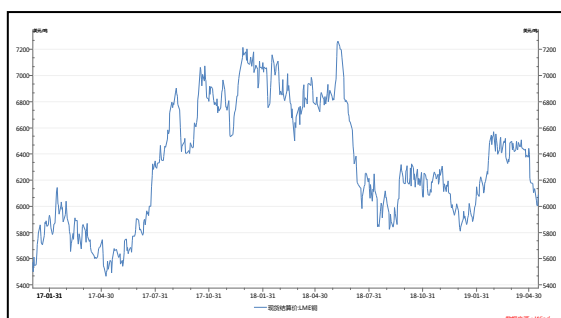
资主要形成对输配电及控制设备的需求。随着中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段,电力工业作为国民经济发展的重要基础产业,中国的电力投资建设也由“高速”转为“高质量”发展,投资的重点也从输电线路投资逐步转向电网智能化及配电网建设。2018年,全国电力工程建设完成投资8094亿元,同比下降1.80%。其中电源工程建设和电网建设分别完成投资2721亿元和5373亿元,同比分别下降6.20%和上升0.60%。

2015年8月,国家能源局印发《关于印发配电网建设改造行动计划(2015—2020年)的通知》,提出,2015—2020年,配电网建设改造投资不低于2万亿元,“十三五”期间累计投资不低于1.7万亿元。到2020年,中心城市(区)智能化建设和应用水平大幅提高,供电可靠率达到99.99%,城镇地区供电可靠率达到99.88%以上。国家能源局关于配电网的顶层设计有利于配电网的投资建设以及配电质量的提升,配电网领域的应用也将越来越广,未来市场前景广阔。

上游原材料方面,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/吨附近后开启低位震荡,截至2019年5月中旬,铜期货价格为6089.00美元/吨左右。

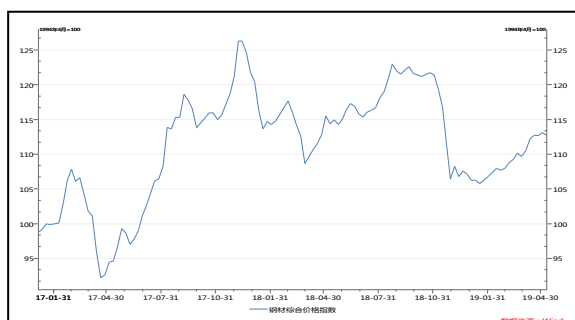
图1 2017年以来LME铜现货结算价
(单位:美元/吨)



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,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

行业竞争方面,中国输配电及控制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。但是在高压、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、平高电气、特变电工、许继电气、保变电气、国电南瑞等。由于特高压核心设备包含种类较多,各家由于技术路线及产品类型的不同,在特高压设备细分领域均保持一定的市场占有率。比如中国西电和平高电气主要是GIS设备提供商,许继电气和国电南瑞主要提供换流阀和直

流保护系统,保变电气和特变电工主要集中在电抗器、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分别占有较高的市场份额。

总体看,随着智能电网、现代化配电网投资的不断推进,将给输配电及控制设备制造企业带来新的机遇。但是,输配电及控制设备行业产能过剩、利润下滑、行业内企业较多且同质化较严重,未来行业竞争将更为激烈。

特高压

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。据国家电网发布的数据,截至2018年底,全国已建成“八交十三直”共21条特高压线路,在建“五交三直”8条线路,总投资额达到5200亿元。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。目前,已有4个项目于2018年四季度核准,其余8个项目预计将在2019年审核通过。2019年将是特高压项目核准高峰期,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。

总体看,2017年以来,电力设备行业景气度稳中有升,“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机遇。但电力设备企业可能面临竞争加剧、成本控制以及资金需求的压力。

2. 行业关注

(1) 行业利润受原材料价格的影响较大

输配电及控制设备制造企业生产所需的主要原材料包括钢板、硅钢片、铝等，原材料价格与大宗商品价格走势一致，企业下游客户主要为国家电网、电力公司等大型国有企业，下游话语权较强，2017年以来，钢、铜、铝等原材料的价格上涨较快，由于成本无法顺利转嫁至下游，将对企业的成本控制能力和盈利能力造成较大影响。

(2) 市场竞争激烈

中国中低端变压器企业众多，且规模小、行业集中度低、产业高度分散，不仅很难取得规模经济效益，而且行业市场秩序较为紊乱，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) 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，电力行业投资和轨道交通投资持续快速增长。如果未来国家发展政策发生转变、投资需求减少，将会对行业成长性造成一定影响。

3. 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、促进传统产业升级和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，数字化和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和带动电源及工业客户的设

备和服务需求。

国家电网“十三五”规划中电网总投资为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。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，中国电力和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，电网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、超高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业企业也将面临挑战。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司总股本为100832.73万股，许继集团持股41.28%，为公司第一大股东，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模

公司是中国电力装备行业的领先企业，致力于为国民经济和社会发展提供高端能源和电力技术装备，为清洁能源生产、传输、配送以及高效使用提供全面的技术、产品和服务支撑。公司聚焦特高压、智能电网、新能源、电动汽车、轨道交通及工业智能化五大核心业

务,拓展综合能源服务、先进储能、智能运维、智能制造、军工全电化五类新兴业务。产品广泛应用于电力系统各个环节。公司产品主要分为智能变配电系统、直流输电系统、智能中压供用电设备、智能电表、电动汽车智能充换电系统、EMS加工服务等六类。

在行业地位方面,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,承担了我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、阳光扶贫、港口岸电项目等系列工程,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,为服务能源转型、促进经济发展作出了积极贡献。

2016—2018年,公司研发投入分别为4.60亿元、4.91亿元和5.09亿元,占当期营业收入的4.79%、4.75%和6.19%,研发投入逐年增长。2018年,公司成功突破第三代智能变电站、有序充电、大功率充电等关键技术,研制了大电网系统保护精准负荷控制系统、新一代配电自动化主站系统等重大装备;申请发明专利273项,授权国内发明专利124项、海外专利5项;制修订国网级以上技术标准13项,其中国家标准8项、行业标准2项,新获批标准制修订计划6项,2个省级工程技术研究中心完成公示。

总体看,公司作为中国电力装备行业的领

先企业之一,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。

3. 人员素质

截至2019年3月底,公司有董事长、董事、监事、总经理、副总经理及董事会秘书共21名,其中董事9名(包括独立董事3名),监事5名。公司高层管理人员在行业内从事经营和管理工作多年,具有丰富的管理经验和行业经验。

公司董事长张旭升先生,1966年4月生,中共党员,大学学历,浙江大学硕士学位,教授级高级工程师。历任浙江省电力试验研究所总工程师、副所长、党委委员,科技信息部主任,浙江省电力调度通信中心主任、党委副书记,浙江省电力公司总经理助理、办公室主任,国家电网华北分部总工程师、华北电网有限公司总工程师、华北电网有限公司冀北电力公司总工程师,国网冀北电力有限公司总工程师、副总经理、党组成员,国家电网安全监察质量部副主任,许继集团党委书记、副总经理,许继集团董事、总经理、党委副书记,许继电气监事会主席。2017年9月至今,任许继集团董事长、党委书记、许继电气董事长。

截至2019年3月底,公司拥有员工5441人,其中生产人员占比21.58%,技术人员占51.20%,销售人员占9.56%,管理人员占17.66%;从教育程度来看,公司研究生及以上学历员工占13.99%,大学本科学历员工占49.73%,大专学历占22.37%,中等职业教育占6.91%,高中及以下占7%。

综合看,公司高管人员综合素质高,企业管理经验丰富;公司员工文化素质较高,员工结构基本适应公司发展需求。

六、管理分析

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》《深圳证券交易所主板上市公

司规范动作指引》及其他法律法规的要求，不断完善公司治理结构，健全内控制度，提升公司治理水平，形成了股东大会、董事会、监事会、管理层为架构的经营决策和管理体系。

公司股东大会是公司的权力机构。股东大会依法决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会报告及监事会报告、审议批准公司利润分配方案、财务预算方案、决算方案；公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3人，设董事长1人；公司监事会由5名监事组成，监事会设主席1人，监事会包括股东代表和公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生；公司设总经理1名，设副总经理若干名，均由董事会聘任或解聘，总经理每届任期三年，总经理可以连聘连任。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，治理结构相对清晰，组织机构的设置可以满足经营与管理需要。

2. 管理制度

公司根据国家有关规定，制定了内部控制及风险管理制度、标准，涵盖公司的投资、生产、管理及财务方面内容，有力保证公司各项经营活动的正常有序运行。

安全生产方面，公司深入贯彻落实《安全生产法》等国家安全生产方面的法律法规和相关规定，坚持“管行业必须管安全，管业务必须管安全，管生产经营必须管安全”的原则，全面提升安全管控能力。公司通过严格落实全员安全生产责任制，突出源头防范和综合治理，注重横向协同和纵向穿透，全面构建安全生产激励约束机制，以严格法规制度执行、深化安全风险管控和隐患排查治理、夯实安全基础管理工作、强化保障措施为重点，以杜绝和防范各类生产安全事故和职业病的发生为目标，深入推进本质安全建设，为公司高质量发展提供安全保障。

关联交易方面，公司规定关联交易应遵循诚实信用、公平、公开、公允的原则；关联交易定价必须坚持依据充分及市场公允原则。如遇到交易定价没有任何依据或缺乏依据的，应遵循双方协商一致、公平合理原则。

资金管控方面，公司构建了全面集中、统一管控的公司级集团账户体系，实行横向集中、纵向归集、自下而上、逐级递次归集的方式；实行分层管理、分级负责的资金安全管理责任制度，保证涵盖生产经营和投融资活动中各项资金收入、存放和支出全过程资金安全管控。

融资管理方面，公司按照“先内后外、先低后高”的顺序配置融资资源，并对银行授信、债务规模、债务风险、信用评级等进行集中监控。融资计划包括年度融资方案和月度融资计划，其中年度融资方案依据年度生产计划和现金流量预算编制；月度融资计划依据年度融资预算和月度现金流量预算编制。

总体看，公司各项经营活动有章可循，制度建设较为完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是主要从事以智能变配电、直流输电及智能用电为主的输配电及控制设备制造企业。公司营业收入主要分为六大板块，以智能变配电系统、直流输电系统、智能中压供用电设备及智能电表为主。具体的业务板块及主要产品见下表：

表 1 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、军工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

2016—2018 年，公司营业收入波动下降，其中 2017 年营业收入为 103.29 亿元，同比增长 7.52%，主要系直流输电系统业务于 2017 年集中结算所致；2018 年公司营业收入为 82.17 亿元，同比下降 20.45%，主要系智能变配电系统业务、直流输电系统业务以及智能电表收入下降所致。

分板块来看，近三年，公司智能变配电系统收入持续下降，但仍是公司最主要的收入来源，占公司营业收入的 37% 左右，2018 年该板块收入同比下降 14.82%，主要受 2018 年前三季度电网投资下滑影响；公司智能中压供用电设备波动中有所上升，收入整体较为稳定；公司智能电表业务收入在 2018 年出现下滑，主要系智能电表技术门槛较低，行业竞争激烈所

致；公司电动汽车智能充换电系统收入波动中有所上升，2017 年收入同比下滑 22.51%，主要系市场竞争激烈，公司可执行订单减少所致，2018 年收入同比上升 39.14%，主要系公司加大产品创新，市场订货量增长所致；公司直流输电系统收入波动较大，主要受特高压项目招标进度影响；公司 EMS 加工服务及其他收入波动中有所下降，整体收入占比较小。

毛利率方面，2016—2018 年，受市场竞争激烈、原材料价格上涨、产品结构变化以及国家电网招标价格不及预期等因素影响，除智能供用电设备和智能电表外，其他业务板块毛利率均出现不同程度的下降。2018 年，智能变配电系统、直流输电系统、智能中压供用电设备、电动汽车智能充换电系统、智能电表和 EMS 加工服务及其它业务板块毛利率分别为 21.96%、29.90%、8.80%、15.45%、12.93% 和 3.25%。

总体看，近年来，公司营业收入波动下降；同时受市场竞争激烈和原材料涨价等多种因素的影响，公司综合毛利率有所下降。

表 2 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 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	38.01	39.56	24.49	37.39	36.20	20.85	31.85	38.75	21.96
智能中压供用电设备	17.35	18.06	10.01	15.59	15.09	6.53	17.96	21.86	8.80
智能电表	12.14	12.64	13.67	12.15	11.76	14.90	10.97	13.35	12.93
电动汽车智能充换电系统	8.97	9.34	20.95	6.95	6.73	12.47	9.67	11.77	15.45
直流输电系统	15.92	16.57	47.38	27.48	26.60	34.98	9.16	11.15	29.90
EMS 加工服务及其他	3.68	3.83	6.21	3.74	3.62	5.42	2.56	3.12	3.25
合计	96.07	100.00	23.27	103.29	100.00	20.62	82.17	100.00	17.41

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

从生产成本来看，公司生产所需的主要原材料包括钢板类、硅钢片类、有色金属、非金属材料等，同时公司需要采购电子元器件等外购配套件，原材料占总成本的比重较大。2016

—2018 年，钢板类和铜排类等采购均价均整体持续上涨，硅钢片类采购均价波动中有所上升。整体看，近三年，公司采购成本不断上升，公司成本控制压力持续增加。

表3 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

主要原材料名称	采购金额			采购均价		
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
钢板类	4601	4644	5832	4120	4758	5092
硅钢片类	9521	10336	12960	13386	10699	13509
铜排类	6419	9177	12824	41736	50983	53433

资料来源：公司提供

公司按合同约定条款结算，按照合同约定的付款方式审批付款。公司以成本控制为主要目标，加强物资集中采购，强化物资采购内部控制，进一步提高原材料的利用率，降低采购成本和加工成本。公司按照国家相关法律法规和公司相关物资管理制度的要求，主要原材料及部件采用公开招标和竞争性谈判等采购模式，原材料供应商一般为生产厂商。从结算方式来看，公司对国内供应商一般采取先物后款的支付方式，周期一般为3个月，主要结算方式为银行汇款和银行承兑汇票。

公司近年来持续推广主要原材料及部件的集中采购，不断提高议价能力。在合格供应商选择方面，公司首先对备选的供应商进行现场资质核实，同时供应商提供产品样品件进行检验，中标后可以成为公司的合格供应商。

供应商集中度方面，2018年，公司向前五名供应商的采购金额占全部采购金额的14.47%，供应商集中度较低。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9.54%。

表4 2018年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

供应商名称	采购额	占比	关联方
国家电网及所属企业	102214.37	9.54	是
供应商一	21372.84	2.00	否
供应商二	15105.03	1.41	否
供应商三	8311.56	0.78	否
供应商四	7955.30	0.74	否
合计	154959.10	14.47	--

资料来源：公司提供

总体看，由于公司原材料采购价格受市场影响较大，近三年主要原材料采购价格持续上

升，对于公司成本控制产生较大压力。

3. 产品生产

公司聚焦特高压、智能电网、新能源、电动汽车、轨道交通及工业智能化五大核心业务，并拓展综合能源服务、先进储能、智能运维、智能制造和军工全电化五类新兴业务。公司产品广泛应用于电力系统各个环节，产品主要分为智能变配电系统、直流输电系统、智能中压供用电设备、智能电表、电动汽车智能充换电系统和EMS加工服务六类。

公司采取以销定产模式组织生产。公司每年年初，公司预测年度计划产能，确定产能指标；根据实际合同订单量，公司调整生产线配置（主要是工人配置），调整优化生产能力，按时生产交付，以满足客户需求。公司根据需求调整生产线配置（主要是工人配置），公司分为两段式生产，即工程方案设计和生产制造。在库存管控方面，按照经济订货批量和配套周期，公司主要采取集中订货、分批供货的方式，同时不断探索新的库存管控方式，有效管理库存规模。

在产能布局上，公司拥有4个制造基地，分别位于河南省许昌市、福建省福州市、广东省珠海市和四川省成都市。公司主要从事电力装备研发、生产和销售，其中智能变配电系统、智能中压供用电设备、智能电表、电动汽车智能充换电系统、直流输电系统等业务为公司主要收入来源，2018年上述板块收入占比均在10%以上。

表 5 许继电气主要产品板块生产情况

板块	项目	2016 年	2017 年	2018 年
智能变配电系统	产能（单位：套）	53000	55000	56000
	产量（单位：套）	50381	51729	48064
	产能利用率（单位：%）	95.06	94.05	85.83
智能中压供用电设备	产能（单位：台）	55000	56000	58000
	产量（单位：台）	52424	46856	50038
	产能利用率（单位：%）	95.32	83.67	86.27
智能电表	产能（单位：万只）	933	1050	1100
	产量（单位：万只）	892	1002	940
	产能利用率（单位：%）	95.64	95.38	85.43
电动汽车智能充换电系统	产能（单位：台）	8000	8100	8600
	产量（单位：台）	7757	6557	7841
	产能利用率（单位：%）	96.96	80.95	91.17
直流输电系统	产能（单位：套）	12500	13000	14000
	产量（单位：套）	12012	12356	11264
	产能利用率（单位：%）	96.10	95.05	80.46

资料来源：公司提供

从公司主要产品板块来看，在特高压直流输电及电力电子领域，公司主要参与国家电网和南方电网投资的特高压项目，每年能为 4.5 个±500kV 直流输电工程提供换流阀设备（或每年生产 2 个±800kV 直流输电工程和 1.5 个±500kV 直流输电工程所需的换流阀设备），生产线同时具备换流阀组件的出厂试验能力。在智能变配电系统领域，公司具备常规变电站保护及监控系统、智能变电站保护及监控系统、发电厂发变组保护、机组监控系统等设备的生产制造能力。在智能仪表系统领域，公司以河南省许昌市为生产基地，业务覆盖高低压、交直流、单相和三相智能表、集中器、采集器、电表箱、JP 柜等各类产品。在电动汽车智能充换电系统领域，公司可以提供交直流充电桩等充换电设备，且可以提供系统集成、智能充换电服务网络的布点与规划、系统运营与管理、运维服务等一揽子解决方案，并具备 EPC 总包建站的能力。

产能产量方面，公司产品以定制化为主，多数板块的生产交付周期较短（6 个月以内），直流输电系统和少部分其他产品生产周期较长，但均采取以销定产的模式。2017 年，公司

除电动汽车智能充换电系统和智能中压供用电设备产量有所下降外，其他板块产量均有所上升，主要系 2017 年部分订单集中在 2018 年结算所致。2018 年，受国家电网招标量下降以及市场竞争加剧影响，公司的智能变配电系统、直流输电系统和智能电表产量均出现下降；电动汽车智能充换电系统和智能中压供用电设备产量同比上升，主要系国家电网招标量提升以及公司加大创新力度所致。

产能利用率方面，近三年，公司各个产品板块产能利用率保持在 80%以上，主要系公司产品以订单量进行生产为主，并非计划生产。

总体看，近年来，受国家宏观经济增速放缓和市场竞争加剧等因素影响，公司各主要业务板块产量出现下滑，产能利用率较高。随着 2018 年特高压项目建设招标启动以及电网投资的持续推进，未来公司主要的产品产量有望实现回升。

4. 产品销售

销售模式方面，公司所售产品以工程定制型产品为主，主要采用直销模式。公司下设有营销服务中心，全面负责公司销售业务。在营

销服务中心内部设有 5 个专业营销机构，在全国设有 22 个省级营销服务中心，形成了专业营销与区域营销相互配合的矩阵式立体营销网络。公司产品主要销往各电网公司、发电集团、大型制造企业、市政建设、地产开发、轨道交通、石油化工、煤炭煤化、钢铁冶金等行业客户。

销售计划方面，公司在每年底启动工作总结及下年度市场规划编制工作。依据市场形势变化和下年度市场主要机会点，与各专业营销机构、各省级营销服务中心、各子分公司共同确定不同业务板块的年度销售量和关键行动计划，并制定各种 KPI 考核政策。

产品定价方面，公司主要采取市场竞争导向定价法，即在确保产品质量和服务水平以及合理利润的前提下，依据行业市场技术要求、招标规则要求及市场竞争形势制定价格策略，并不断对标同行业竞争厂家，提升市场竞争能力。

销售回款方面，产品销售的结算方式以银行电汇、银行汇票为主，付款模式按照合同约定执行。合同一般约定的付款进度分为预付款、到货款、投运款和质保金，依照合同执行进度按期付款。

客户集中度方面。2018 年，公司前五名客户贡献的营业收入占总营业收入的 74.41%，集中度高。其中，公司 67.00% 的营业收入来源于关联方国家电网有限公司及所属企业。

表 6 2018 年公司前五大客户情况（单位：万元、%）

客户名称	营业收入	占比	关联方
国家电网有限公司及所属企业	550528.60	67.00	是
客户一	33905.27	4.13	否
客户二	16982.63	2.07	否
客户三	5289.33	0.64	否
客户四	4670.34	0.57	否
合计	611376.16	74.41	--

资料来源：公司提供

表 7 公司主要客户新签合同额情况（单位：亿元）

客户名称	2016 年	2017 年	2018 年
------	--------	--------	--------

国家电网	74.72	71.98	73.61
南方电网	13.37	6.05	13.38
其他	43.53	38.81	42.97
总计	131.62	116.85	129.96

资料来源：公司提供

近三年，公司新签合同额有所波动，2017 年公司新签合同同比下降 11.22%，主要系部分大项目因延期招标未能在当期签订合同所致。2018 年公司新签合同同比上升 11.22%，主要系智能变配电和电动汽车智能充换电系统板块订单增长所致。

从主要业务板块看，智能变配电业务方面，2018 年公司新签合同额为 52.22 亿元，较上年增长 19.51%，主要系公司加大产品创新、商业模式创新及市场推广，主要客户市场订货实现较快增长。

电动汽车智能充换电系统方面，公司 2018 年新签合同额为 12.16 亿元，较上年增长 17.19%，主要系公司通过加大产品创新和业务模式创新及主要客户市场推广，实现市场订货量的增长。

直流输电业务主要为公司服务国家电网、南方电网公司投资的特高压项目，近三年，受国家投资政策的影响，公司在该板块新签合同额平稳波动。2018 年底，国家核准多条特高压直流输电项目，将对公司直流输电业务发展提供较好支撑。2018 年 9 月，特高压建设开始加速启动，订单方面，2019 年 2 月，在青海-河南±800kV、陕北-湖北±800kV 两条特高压直流线路招标中，公司中标换流阀 7.34 亿元，直流控保系统 1.93 亿元，中标份额分别为 24%和 49%。

近三年，公司新签合同中国家电网及所属企业的合同额占比一直保持在 50%以上。

总体看，公司订单主要来自国家电网及所属企业，由于市场竞争激烈、特高压项目投资放缓以及电网投资下滑等综合因素影响，2018 年公司营业收入同比出现下降，加上原材料采购价格上涨，公司综合毛利率进一步下滑，利

润空间受到较大挤压。2018年四季度，随着特高压项目招标启动，公司订单量开始回升，未来收入和利润有望恢复增长。

5. 未来发展

公司以“国际领先的电工装备制造商和电力系统服务商”为战略目标，坚持“对外以客户为中心，对内以效益为中心”经营理念，坚持“创新驱动、质量为先、服务保障、降本增效、激励约束”的工作思路。2019年，公司主要经营计划如下：

(1) 全力支撑国家电网公司“三型两网”建设。公司将聚焦泛在电力物联网、智能电网领域，优化业务布局和技术创新方向，推进坚强智能电网核心技术及设备，加快关键技术研究及重大攻关，发挥直属产业优势，全面参与清洁低碳、安全高效的能源体系建设。

(2) 大力开拓市场。公司将深耕细作系统内市场，策划国家电网集招项目，深挖国家电网系统内各省公司和地市公司、集体企业的合作空间。公司将加快拓展国家电网系统外市场，深入分析重点大客户需求，梳理重点机会和营销策略。公司将加强行业大客户构建，加大资源开发、资源置换等项目运作，扎实推进服务领先战略。

(3) 加快推进国际化发展。公司将加快推进产品国际化，加强国际业务财务管理和风险防范，完善重大项目全流程评审制度；同时探索建立本土化经营管理机制，深化产销协同，做好产业考核牵引和专业服务。

(4) 加快推进产业转型。公司加快推动下属子公司信息系统集成资质升级，建立重大合作跟踪落实工作机制，稳步推进重点工程项目实施。

(5) 推动质量许继落地实施。公司制定改善提升方案并推动实施，实施产品、客户分级分类管理，运行基于大数据的运营管控系统，健全各级安全考核奖惩机制，强化对质量事件的管理。公司完善重大工程质量管控，实施精

细化、标准化监督管理。

总体看，公司发展战略清晰，在保持固有优势领域和持续进行关键研究的基础上，拓展的先进储能、智能制造、智能运检等新业务与原有业务紧密相关，产研合作和示范项目建设等实现路径合理，公司市场效益与竞争力有望提升。

6. 经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数持续下降，存货周转次数波动下降。上述指标三年加权平均值分别为1.05次、4.08次和0.63次，2018年分别为0.90次、3.91次和0.55次，同比均有所下降。总体来看，公司经营效率尚可。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对2016年和2017年财务报告进行了审计，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对2018年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见审计结论。公司2019年1—3月财务数据未经审计。

合并范围方面，2016年—2019年3月底，公司合并范围变化不大，公司财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司（合并）资产总额145.77亿元，所有者权益合计83.53亿元（其中少数股东权益5.98亿元）；2018年，公司实现营业收入82.17亿元，利润总额3.25亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额143.19亿元，所有者权益合计为83.81亿元（其中少数股东权益6.01亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入10.33亿元，利润总额0.36亿元。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额波动增长，

截至 2018 年底为 145.77 亿元，其中流动资产占 84.00%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产规模略有波动，截至 2018 年底，公司流动资产为 122.45 亿元，以货币资金、应收账款和存货为主。

2016—2018 年，公司货币资金规模持续下降，截至 2018 年底为 9.75 亿元，同比下降 27.35%，主要系当期偿还到期债券所致。公司货币资金主要为银行存款，截至 2018 年底使用受限货币资金为 0.55 亿元，受限比例不高。

2016—2018 年，公司应收账款分别为 77.97 亿元、91.24 亿元和 84.28 亿元。截至 2018 年底，公司应收账款账面余额为 93.77 亿元，计提坏账准备 9.49 亿元，账面价值为 84.28 亿元。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金额合计占 42.00%，集中度较高，考虑到欠款方主要为母公司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 9 截至 2018 年底公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄分布（单位：亿元、%）

账龄	期末余额	占比	坏账准备
1 年以内	51.90	56.47	2.08
1-2 年	21.61	23.51	1.30
2-3 年	9.75	10.61	0.97
3-4 年	2.67	2.91	0.80
4-5 年	1.89	2.06	0.57
5 年以上	4.09	4.45	2.04
合计	91.91	100.00	7.76

资料来源：公司 2018 年年报

表 10 截至 2018 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	31.03	33.09	1.86
客户 1	2.99	3.19	0.12
国网江苏省电力有限公司	2.42	2.58	0.20
国网河南省电力公司	1.56	1.66	0.13
国网山东省电力公司物资公司	1.38	1.48	0.11
合计	39.38	42.00	2.41

资料来源：公司 2018 年年报

2016—2018 年，公司存货持续缓慢下降，截至 2018 年底，公司存货账面余额为 17.25 亿元，主要由原材料 3.75 亿元、在产品 5.08 亿元以及库存商品 8.42 亿元构成，累计计提存货跌价准备 0.02 亿元，全部为对库存商品计提的减值。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 17.23 亿元，同比下降 1.49%。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产年均复合增长 8.75%，截至 2018 年底为 23.32 亿元，主要由固定资产（占 52.53%）、无形资产（占 21.10%）以及开发支出（占 12.26%）构成。

2016—2018 年，公司固定资产规模年均复合增长 8.91%。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值为 23.89 亿元，累计计提折旧 11.64 亿元，固定资产账面价值为 12.25 亿元，主要为房屋、建筑物 7.05 亿元和机器设备 3.01 亿元。

2016—2018 年，公司无形资产年均复合增长 48.56%，截至 2018 年底为 4.92 亿元，主要由土地使用权（1.02 亿元）及专利权（3.57 亿元）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 143.19 亿元，其中流动资产占 83.98%，公司应收账款为 75.07 亿元，较 2018 年底减少 9.21 亿元，存货为 24.59 亿元，较 2018 年底增加 7.36 亿元，其他科目变化不大。

截至 2018 年底，公司资产中使用受限的资产为 0.55 亿元，全部为货币资金。

总体看，近年来公司资产规模略有波动，以流动资产为主，资产中应收账款占比很高，且账龄偏长，资金占用严重。考虑到公司应收账款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。总体看，公司资产质量尚可。

3. 负债和所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债总额波动下降，截至 2018 年底，公司负债合计 62.24 亿元，其

中流动负债占 99.57%，公司负债以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债分别为 60.39 亿元、71.61 亿元和 61.97 亿元，公司 2018 年底的流动负债以应付账款（占 88.31%）和预收款项（占 5.94%）为主。

2016—2018 年，公司应付账款规模略有波动，截至 2018 年底为 54.73 亿元，主要为应付材料款 50.47 亿元；预收款项规模保持稳定，截至 2018 年底为 3.68 亿元，全部为预收货款；公司 2017 年底的一年内到期的非流动负债 6.98 亿元为“11 许继债”，已于 2018 年兑付。

2016—2018 年，公司非流动负债分别为 7.12 亿元、0.23 亿元和 0.26 亿元，2016 年规模较大主要系存在应付债券所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 59.38 亿元，其中流动负债为 59.11 亿元，占 99.55%，仍以应付账款为主，公司负债结构较 2018 年底变化不大。

有息债务方面，2016—2018 年，公司有息债务规模持续下降。截至 2018 年底，公司全部债务为 2.13 亿元，全部为短期债务，同比下降 72.25%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。同期，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 42.70%和 2.49%，公司债务负担很轻。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 2.65 亿元，全部为短期债务；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 41.47%和 3.06%。

总体看，公司负债主要为应付账款、有息债务规模很小，债务负担很轻，财务弹性良好。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益规模年均复合增长 5.18%，截至 2018 年底为 83.53 亿元，其中归属于母公司的所有者权益主要由股本（占 12.96%）、资本公积（占 10.72%）、盈余公积（占 6.67%）和未分配利润（占 69.65%）构成，少数股东权益为 5.98 亿元，在所有者权益中占 7.16%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 83.81 亿元（含少数股东权益 6.01 亿元），较 2018 年底变动不大。

整体看，近年来公司所有者权益规模稳定增长，未分配利润占比高，权益稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入分别为 96.07 亿元、103.31 亿元和 82.17 亿元，同期公司营业成本分别为 73.71 亿元、82.00 亿元和 67.86 亿元，2018 年营业收入、营业成本均下滑主要系受产品招标价格下降以及特高压工程建设进度放缓等因素影响所致。

期间费用方面，2016—2018 年，公司销售费用持续下降，管理费用（包括研发费用）有所增长，2018 年公司销售费用、管理费用和研发费用分别为 3.46 亿元、4.09 亿元和 3.35 亿元；由于有息债务规模很小，公司财务费用很低，近三年分别为 0.45 亿元、0.44 亿元和 0.41 亿元。2016—2018 年，公司期间费用率分别为 11.54%、10.63%和 13.76%。

2016—2018 年，公司资产减值损失波动较大，分别为 1.07 亿元、2.36 亿元和 0.14 亿元，构成主要以坏账损失为主。

2017—2018 年，公司其他收益分别为 0.80 亿元和 0.73 亿元，其中 2017 年其他收益中税收返还为 0.68 亿，2018 年其他收益主要包括税收返还 0.36 亿元和科技研发补助 0.28 亿元。

2016—2018 年，公司利润总额分别为 10.85 亿元、7.93 亿元和 3.25 亿元，从盈利指标看，近三年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均值分别为 18.87%、6.65%和 6.65%，2018 年分别为 16.79%、3.72%和 3.28%，同比均有所下降。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.33 亿元，同比增长 15.39%，利润总额 0.36 亿元，同比增长 2.62%，公司营业利润率为 21.44%。

总体看，受到市场竞争加剧及原材料价格上涨等因素的影响，近三年公司营业收入波动

下降，盈利能力有所减弱。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2016—2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金持续下降，2018 年为 78.83 亿元；近三年经营活动现金流入量分别为 91.49 亿元、89.15 亿元和 84.55 亿元；同期，公司经营活动现金流出量分别为 79.02 亿元、89.50 亿元和 79.92 亿元；近三年公司经营活动现金净流量出现一定波动，分别为 12.47 亿元、-0.35 亿元和 4.63 亿元。从收入实现质量看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 90.68%、81.88%和 95.93%，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入及流出量均很小，2018 年公司投资活动无现金流入，投资活动现金净流出 1.01 亿元，为购建资产的支出。

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，2016—2018 年分别为 1.25 亿元、0.00 亿元和 1.05 亿元；同期公司筹资活动现金流出分别为 3.03 亿元、2.85 亿元和 7.78 亿元，2018 年大幅增长主要系当期偿还到期债券所致；2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -1.79 亿元、-2.85 亿元和 -6.73 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 18.36 亿元，经营活动现金净流出 2.26 亿元；投资活动现金净流出 0.13 亿元；筹资活动现金净流出 0.24 亿元。

总体看，公司经营活动现金流呈现一定波动，但考虑到公司投资支出规模小，外部融资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016—2018 年公司流动比率和速动比率三年加权均值分别为 194.66%和 167.05%，截至 2018 年底分别为 197.58%和 169.77%，截至 2019 年 3 月底分别为 203.43%和 161.84%。总体看，公司短期偿债

能力很强。

从长期偿债指标看，2016—2018 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 25.38 倍、18.88 倍和 12.13 倍，同期全部债务/EBITDA 分别为 0.79 倍、0.78 倍和 0.39 倍。EBITDA 对债务本息的保障能力很强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，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 44.76 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。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 111.11 亿元，其中流动资产为 88.63 亿元（占 79.77%），非流动资产为 22.48 亿元（占 20.23%）；流动资产主要由应收账款、存货、预付款项和其他应收款构成，分别为 64.35 亿元、11.26 亿元、4.21 亿元和 5.08 亿元；非流动资产主要是长期股权投资、固定资产和无形资产，分别为 6.04 亿元、10.27 亿元和 2.28 亿元；母公司货币资金为 1.59 亿元。

截至 2018 年底，母公司负债合计 48.57 亿元，其中流动负债 48.38 亿元（占 99.61%），非流动负债 0.19 亿元（占 0.39%）；流动负债主要为应付票据及应付账款合计 43.69 亿元、预收款项 3.48 亿元；非流动负债全部为递延收益 0.19 亿元。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 62.54 亿元，其中股本 10.08 亿元、资本公积 17.14 亿元、盈余公积 5.04 亿元、未分配利润 30.27 亿元。

2018 年，母公司实现营业收入 56.03 亿元，利润总额 1.61 亿元，同比分别下降 26.46%和 57.85%。2018 年，母公司投资收益为 2.09 亿元，同比增加 2.03 亿元；同期母公司经营活动现金净流入 4.52 亿元。

整体看，母公司资产构成以应收账款和存货为主，资产质量一般；负债以应付票据及应付账款为主，整体债务负担轻；所有者权益结

构较为稳定；公司本部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。

8. 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（机构信用代码：G10411002000151506），截至 2019 年 7 月 16 日，公司无未结清的关注和不良信贷记录，已结清债务中，有 12 笔关注类贷款和 6 笔欠息，均已在 2010 年之前结清。公司过往履约情况良好。

9. 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很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟发行本期中期票据额度为 3 亿元，以下按照 3 亿元进行测算。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 2.65 亿元，无长期债务，本期中期票据发行后公司有息债务规模及结构将发生较大变化。

截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 41.47% 和 3.06%，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别增长至 42.67% 和 6.31%。

总体看，本期中期票据发行后，公司有息债务规模及构成将受较大影响，但整体有息债务仍处于低水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 30.50 倍、29.72 倍和 28.18 倍，公司经营活动现金流入量

对本期中期票据的覆盖程度很高；近三年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 4.18 倍、3.29 倍和 1.82 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

总体看，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

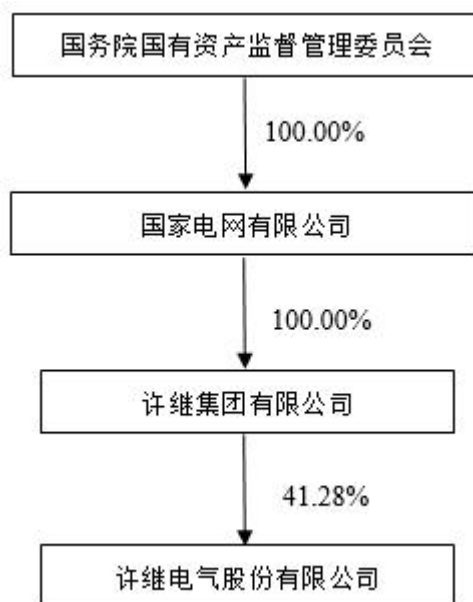
十、结论

公司作为中国电力设备行业的领先企业之一，在市场地位、技术水平和生产能力等多方面具有较强的竞争优势，整体抗风险能力良好。近年来，公司债务规模持续下降，整体债务负担很轻；2018 年，公司新签合同订单量有所回升，经营活动现金流状况有所改善。但联合资信也关注到，行业竞争加剧、原材料采购成本上升及特高压项目建设放缓，使得公司成本控制压力加大，公司产品下游客户集中度高，应收账款规模大，对公司运营资金形成占用等问题对公司信用水平产生的不利影响。

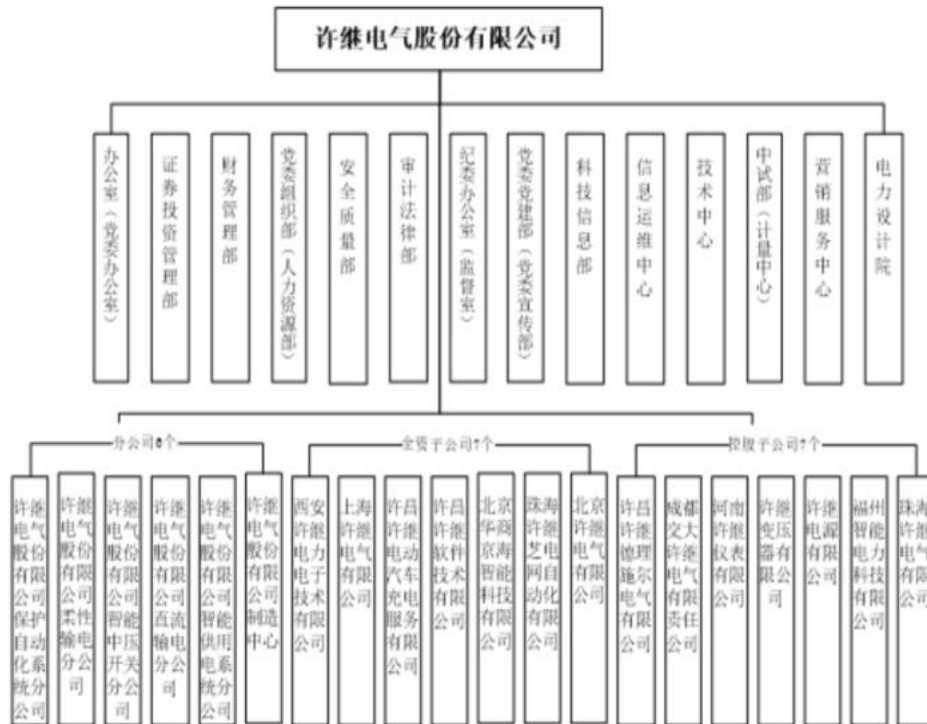
公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较高。未来，受益于中国电网建设投资的持续推进以及特高压项目建设招标的启动，中国电力设备行业仍将维持较高的景气度，随着智能电网战略的实施，电力设备制造行业面临良好的发展前景。同时，技术更新和原材料采购成本上涨等因素将对输配电及控制设备制造企业形成挑战。

综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图及组织机构图



附件 1-2 公司组织结构图



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)	20.70	16.67	13.79	11.33
资产总额(亿元)	143.01	153.09	145.77	143.19
所有者权益(亿元)	75.51	81.25	83.53	83.81
短期债务(亿元)	3.01	7.67	2.13	2.65
长期债务(亿元)	6.97	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	9.98	7.67	2.13	2.65
营业收入(亿元)	96.07	103.31	82.17	10.33
利润总额(亿元)	10.85	7.93	3.25	0.36
EBITDA(亿元)	12.55	9.86	5.47	--
经营性净现金流(亿元)	12.47	-0.35	4.63	-2.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.22	1.18	0.90	--
存货周转次数(次)	3.95	4.46	3.91	--
总资产周转次数(次)	0.72	0.70	0.55	--
现金收入比(%)	90.68	81.88	95.93	169.74
营业利润率(%)	22.69	19.77	16.79	21.44
总资本收益率(%)	11.58	8.26	3.72	--
净资产收益率(%)	12.46	8.39	3.28	--
长期债务资本化比率(%)	8.45	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	11.67	8.63	2.49	3.06
资产负债率(%)	47.20	46.93	42.70	41.47
流动比率(%)	204.17	183.45	197.58	203.43
速动比率(%)	172.30	159.02	169.77	161.84
经营现金流动负债比(%)	20.65	-0.49	7.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	25.38	18.88	12.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.79	0.78	0.39	--

注：2019 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%

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

联合资信评估有限公司关于 许继电气股份有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

许继电气股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

许继电气股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对许继电气股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，许继电气股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注许继电气股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现许继电气股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对许继电气股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如许继电气股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对许继电气股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与许继电气股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。