信用等级公告

联合〔2020〕1715 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^+，“20 许继电气 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

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

许继电气股份有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级级别	本次评级展望	上次评级级别	上次评级展望
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：2020年6月24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	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	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	1
			经营分析	3
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

许继电气股份有限公司（以下简称“公司”）作为电力设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。跟踪期内，随着中国特高压项目建设加速，公司营业收入和利润总额有所增长，盈利能力提升；公司有息债务规模较小且期限结构合理，财务弹性良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到电力设备制造行业竞争激烈、业内企业利润易受上游原材料价格波动影响、公司流动资产中应收账款占比高，对营运资金形成一定占用，经营性净现金流弱化等因素对公司信用水平产生的不利影响。

目前，国内特高压项目进入新一轮建设周期，建设重启对订单和业绩的拉动逐步传导至电力设备商，未来，随着进入订单执行和交付期，公司业绩有望得到新一轮释放。

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”的信用等级为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，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，是国内综合配套能力最具竞争力的电力设备制造商和电力系统集成商之一。
2. **特高压项目建设加速带动收入水平和盈利能力提升。**跟踪期内，受益于中国特高压项目建设加速，公司主要业务板块订单量有所回升，营业收入和利润总额呈增长态势。
3. **财务弹性良好。**公司债务期限结构适宜，整体债务负担轻。
4. 公司EBITDA对存续债券的保障能力较强。

分析师：刘丙江　郭　蕾
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

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，公司面临行业竞争压力大。
2. **盈利水平易受原材料价格波动影响。**电力设备产品成本中铜、铝、钢材等原材料成本占比高，相关大宗商品价格的波动可能对公司利润规模产生一定影响。
3. **应收账款对资金形成一定占用，经营活动净现金流表现弱化。**电力设备产品生产周期较长，公司应收账款规模大，对营运资金形成一定占用；跟踪期内，公司经营活动净现金流同比有所下降。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.67	13.79	19.72	18.29
资产总额(亿元)	153.09	145.77	150.90	151.13
所有者权益(亿元)	81.25	83.53	86.77	87.20
短期债务(亿元)	7.67	2.13	2.16	1.20
长期债务(亿元)	0.00	0.00	5.00	8.00
全部债务(亿元)	7.67	2.13	7.16	9.20
营业收入(亿元)	103.31	82.17	101.56	9.17
利润总额(亿元)	7.93	3.25	5.59	0.53
EBITDA(亿元)	9.86	5.47	7.57	--
经营性净现金流(亿元)	-0.35	4.63	0.76	-2.01
营业利润率(%)	19.77	16.79	17.50	23.54
净资产收益率(%)	8.39	3.28	5.70	--
资产负债率(%)	46.93	42.70	42.50	42.30
全部债务资本化比率(%)	8.63	2.49	7.62	9.54
流动比率(%)	183.45	197.58	215.20	228.66
经营现金流动负债比(%)	-0.49	7.47	1.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.88	12.13	122.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.78	0.39	0.95	--

公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	120.23	111.11	113.88	114.36
所有者权益(亿元)	61.19	62.54	64.54	64.54
全部债务(亿元)	7.38	1.35	5.20	8.20
营业收入(亿元)	76.20	56.03	63.72	6.54
利润总额(亿元)	3.82	1.61	2.41	0.00
资产负债率(%)	49.10	43.71	43.33	43.56
全部债务资本化比率(%)	10.77	2.11	7.46	11.27
流动比率(%)	168.21	183.18	205.47	219.79
经营现金流动负债比(%)	-0.87	9.34	-1.70	--

注：2020 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	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 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司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2020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（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（以下简称“国务院国资委”）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，特殊作业机器人，无人机，消防设备，煤矿井下供电系统自动化设备及其他机电产品（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；电力设备租赁；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；消防设施工程设计及专业承包。（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）。

截至 2020 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、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 2019 年底，公司（合并）资产总额为 150.90 亿元，所有者权益合计 86.77 亿元（其中含少数股东权益 5.45 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 101.56 亿元，利润总额 5.59 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 151.13 亿元，所有者权益合计为 87.20 亿元（其中含少数股东权益 5.50 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.17 亿元，利润总额 0.53 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

截至 2020 年 3 月底，公司存续一期中期票据“20 许继电气 MTN001”，募集资金尚未使用完毕，尚未到付息日。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20 许继电气 MTN001	3	3	2020/3/19	2023/3/19

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和

-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，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-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大

战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

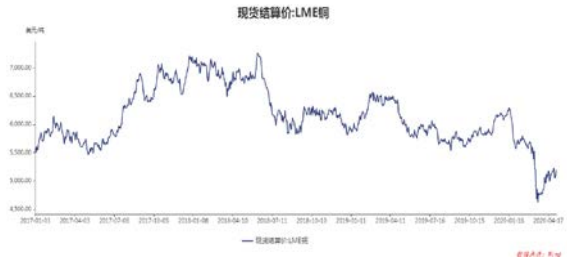
1．行业概况

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

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

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

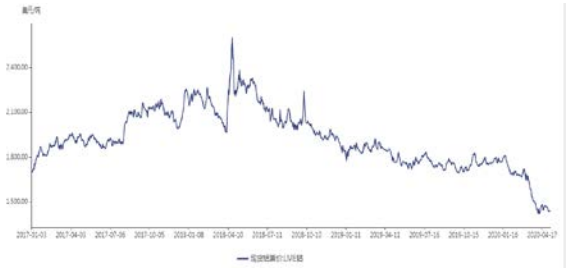
图 1　2017 年以来 LME 铜现货结算价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

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

图 2　2017 年以来 LME 铝现货结算价（单位：美元/吨）

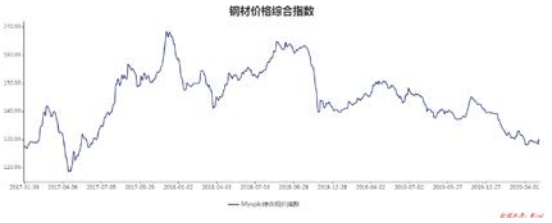


资料来源：Wind资讯

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点

左右，其后基本上呈现小幅波动。2019年底开始，钢材价格再次出现下滑，至2020年4月底为128.85点。

图3　2017年以来Myspic综合钢价指数



资料来源：Wind 资讯

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

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

2．行业关注

（1）宏观经济风险

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

（2）市场竞争风险

近年来，一些国内民营企业相继涉足输配电设备制造行业，特别是在中低端市场加剧了产能过剩和市场的过度竞争，对整个行业的发展造成了不利的影响。

（3）原材料价格波动风险

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

六、基础素质分析

1．产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司总股本为 100832.73 万股，许继集团持股 43.26%，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，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。

2019 年，公司研发投入为 5.36 亿元，占当期营业收入比例为 5.28%。

2019 年，公司发布新产品 84 项。关键技术研究和设备研制取得新突破，世界首台±800 千伏/5000 兆瓦柔直换流阀通过型式试验，±500 千伏直流电网柔直换流阀、高压断路器在张北柔直工程带电运行，成功研制标准化紧凑型直流控制保护平台，完成配网云主站、辅助设备集控、自主数据库等大型系统级软件开发，500 千瓦大功率充电设备在北京怀柔示范应用。全年完成国家电网公司级以上标准制修订 7 项，新增授权发明专利 245 项，获省部级以上科技奖励 6 项。区域能源综合管控系统等 11 项成果通过中国电机工程学会鉴定，3 项成果整体达到国际领先水平。

4. 企业信用记录

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 2020 年 5 月 18 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，均已在 2010 年之前结清。公司过往履约情况良好。

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、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，受益于中国特高压建设重新加速，主要业务板块的收入均呈现增长，综合毛利率略有上升。

表 3 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

2019 年，公司实现营业收入 101.56 亿元，同比增长 23.60%。分板块来看，受益于 2018 年底中国特高压建设加速，公司除 EMS 加工

服务及其他以外各业务板块的收入均在 2019 年实现了增长，其中智能变配电系统仍是公司最主要的收入来源，2019 年实现收入 37.37 亿元，占公司营业收入的比重为 36.80%。

毛利率方面，2019 年，公司智能变配电系统以及智能中压供用电设备产品毛利率同比有所增长，分别为 24.38%和 11.55%；直流输电系统毛利率为 30.00%，同比基本保持稳定；智能电表和电动汽车智能充换电系统业务毛利率出现较明显的下滑，主要系市场竞争加剧，产品价格下调所致。受上述因素综合影响，2019 年公司综合毛利率为 18.04%，同比略有上升。

受季节性影响，每年一季度均属于销售淡季，实现收入规模较小。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 9.17 亿元，较上年同期略有回落，综合毛利率为 24.15%，较上年同期增加 2.03 个百分点，主要受益于毛利率相对高的直流输电系统收入比重抬升。

表 4　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年		
	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
智能中压供用电设备	17.96	21.86	8.80	19.51	19.21	11.55
智能电表	10.97	13.35	12.93	17.08	16.82	10.99
电动汽车智能充换电系统	9.67	11.77	15.45	13.36	13.16	9.11
直流输电系统	9.16	11.15	29.90	12.03	11.84	30.00
EMS 加工服务及其他	2.56	3.12	3.25	2.21	2.17	--
合计	**82.17**	**100.00**	**17.41**	**101.56**	**100.00**	**18.04**

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司原材料采购价格受市场影响较大，2019 年铜、铝、钢材等大宗商品价格相对稳定，公司成本控制压力得以缓解。

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。从采购价格来看，受益于大宗商品价格稳定，2019 年，公司钢板类、硅钢片类以及铜排类原材料的采购价格分别为 4660 元/吨、13440 元/吨以及 50610 元/吨，同比均有所下降。

供应商集中度方面，2019 年，公司向前五名供应商采购的金额占年度采购总额的 26.73%，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 17.91%。

表 5　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	2018 年	2019 年
钢板类	5832	10005	5092	4660
硅钢片类	12960	8180	13509	13440
铜排类	12824	12038	53433	50610

资料来源：公司提供

表 6　2019 年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购额	占比	关联方
国家电网及所属企业	14.79	17.91	是
供应商一	3.45	4.18	否
供应商二	2.27	2.75	否
供应商三	0.79	0.95	否
供应商四	0.78	0.94	否
合计	**22.07**	**26.73**	--

资料来源：公司提供

3. 产品生产

跟踪期内，公司各板块产品产量实现增长，产能利用率有所提升。

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。

2019 年，公司电动汽车智能充换电系统产能保持稳定，其他各主要产品类别的产能均有所增长；受益于特高压建设加速，公司各产品板块产量均实现增长，产能利用率有所提升。

表 7　公司主要产品板块生产情况

板块	项目	2018 年	2019 年
智能变配电系统	产能（单位：套）	56000	67000
	产量（单位：套）	48064	62512
	产能利用率（单位：%）	85.83	93.30
智能中压供用电设备	产能（单位：台）	58000	88000
	产量（单位：台）	50038	78380
	产能利用率（单位：%）	86.27	89.06
智能电表	产能（单位：万只）	1100	1200
	产量（单位：万只）	940	1081
	产能利用率（单位：%）	85.43	90.08
电动汽车智能充换电系统	产能（单位：台）	8600	8600
	产量（单位：台）	7841	7938
	产能利用率（单位：%）	91.17	92.30
直流输电系统	产能（单位：套）	14000	15000
	产量（单位：套）	11264	13178
	产能利用率（单位：%）	80.46	87.85

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，跟踪期内，随着特高压建设重新加速，公司订单量出现回升。

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。2019 年，公司新签合同额为 134.64 亿元，同比增长 3.60%，新签合同中国家电网及所属企业的合同额占比为 62.37%。

表 8　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
国家电网	73.61	83.97
南方电网	13.38	6.99
其他	42.97	43.68
总计	**129.96**	**134.64**

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2019 年，公司向前五名客户的销售额占当期营业收入的 76.26%，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 71.78%，客户集中度维持在较高水平。

表 9　2019 年公司前五大客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售额	占比	关联方
国家电网有限公司及所属企业	72.90	71.78	是
客户一	2.52	2.48	否
客户二	0.89	0.88	否
客户三	0.67	0.66	否
客户四	0.47	0.46	否
合计	**77.45**	**76.26**	--

资料来源：公司提供

5. 未来发展

2020 年，公司将继续强化管理，提质增效，加快推动创新发展，加大市场开拓力度，强化安全质量和生产管理，继续坚持“国际领先的电工装备制造商和电力系统服务商”的战略目标，坚持“对外以客户为中心，对内以效益为中心”的经营理念，奋力开创公司高质量发展的新局面。

截至 2019 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。

表 10　截至 2019 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 2019 年底完成投资	2020 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	1.85	0.12
智能变电站及状态监测系统产品调试中心项目建设项目	1.08	自筹	0.89	-
许继电气制造中心水性喷涂生产线建设项目	0.10	自筹	0.09	-
许继电气系统及产品解决方案展示中心改造项目	0.32	自筹	0.29	-
许继集团许继电气生产调度会场改造项目	0.08	自筹	0.02	0.05
许继电气智能电网产业园 10KV 专线改造项目	0.02	自筹	0.02	0.00
许继电气预制舱产品智能制造项目	0.03	自筹	0.02	0.01
合计：	**3.59**	--	**3.19**	**0.18**

资料来源：公司提供

6. 经营效率

2019 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 1.15 次、4.53 次和 0.57 次，相比上年均有所提升。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。

九、财务分析

公司提供了 2019 年合并财务报告，中审华会计师事务所（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 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2019 年底，公司合并范围较 2018 年底无重大变化；2020 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 2019 年底，公司（合并）资产总额为 150.90 亿元，所有者权益合计 86.77 亿元（其中含少数股东权益 5.45 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 101.56 亿元，利润总额 5.59 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 151.13 亿元，所有者权益合计为 87.20 亿元（其中含少数股东权益 5.50 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.17 亿元，利润总额 0.53 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长且以流动资产为主。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。公司资产质量较好。

截至 2019 年底，公司资产总额为 150.90 亿元，较上年底增长 3.52%，其中流动资产占 84.08%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 126.88 亿元，较上年底增长 3.62%，以货币资金（占 9.91%）、应收账款（占 63.76%）和存货（占 15.39%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金为 12.57 亿元，较上年底增长 28.93%。公司货币资金主要为银行存款，截至 2019 年底使用受限货币资金为 0.91 亿元，受限比例不高。

截至 2019 年底，公司应收账款账面余额为 91.61 亿元，计提坏账准备 10.72 亿元（其中按账龄法计提 8.05 亿元，按个别认定计提 2.67 亿元），账面价值为 80.89 亿元，较上年底下降 4.02%。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

42.09%，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 11　截至 2019 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	54.00	58.95
1—2 年	16.23	17.72
2—3 年	8.24	8.99
3—4 年	5.56	6.07
4—5 年	1.74	1.90
5 年以上	5.84	6.37
合计	**91.61**	**100.00**

资料来源：公司 2019 年年报

表 12　截至 2019 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	26.28	28.69	2.11
许继集团国际工程有限公司	4.65	5.08	0.19
国网江苏省电力有限公司	2.75	3.00	0.16
国网河南省电力有限公司	2.56	2.79	0.16
国网山东省电力有限公司	2.32	2.53	0.19
合计	**38.56**	**42.09**	--

资料来源：公司 2019 年年报

截至2019年底，公司存货账面余额为19.54亿元，主要由原材料（4.26 亿元）、在产品（5.15 亿元）以及库存商品（10.13 亿元）构成，累计计提存货跌价准备 0.02 亿元，全部为对原材料计提的减值。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 19.52 亿元，较上年底增长 13.28%。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 24.02 亿元，较上年底增长 2.98%，主要由固定资产（占 54.34%）、无形资产（占 26.02%）以及开发支出（占 10.76%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面原值为 25.67 亿元，累计计提折旧 12.62 亿元，固定资产账面价值为 13.05 亿元，较上年底增长 6.50%，主要为房屋、建筑物 8.11 亿元、机器设备 2.99 亿元以及电子设备 1.91 亿元。

截至 2019 年底，公司无形资产为 6.25 亿元，较上年底增长 27.00%，主要由土地使用权（1.00 亿元）及专利权（4.86 亿元）构成。

截至 2019 年底，公司使用受限的资产为 0.91 亿元，全部为货币资金。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 151.13 亿元，资产规模和结构较 2019 年底变化不大。

2. 所有者权益和负债

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模略有增长，其中未分配利润占比高，权益稳定性有待提升。

截至2019年底，公司所有者权益合计 86.77 亿元，较上年底增长 3.88%，其中归属于母公司的所有者权益为 81.31 亿元，主要由股本（占 12.40%）、资本公积（占 10.21%）、盈余公积（占 6.38%）和未分配利润（占 71.01%）构成，少数股东权益为 5.45 亿元，在所有者权益中占 6.29%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 87.20 亿元（含少数股东权益 5.50 亿元），较 2019 年底变动不大。

（2）负债

跟踪期内，公司负债略有增长，有息债务规模较小且期限结构合理。公司债务负担轻，财务弹性良好。

截至 2019 年底，公司负债合计 64.13 亿元，较上年底增长 3.04%，其中流动负债占 91.94%，公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债为 58.96 亿元，较上年底下降 4.86%，以应付账款（占 85.88%）和预收款项（占 8.05%）为主。

截至 2019 年底，公司应付账款为 50.64 亿元，较上年底下降 7.48%，主要为应付材料款 49.09 亿元；预收款项为 4.75 亿元，全部为预收货款。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 5.17 亿元，较上年底的 0.26 亿元有较明显增长，主

要系公司当期发行 5 亿元债券“19 许继 01”所致。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 63.93 亿元，其中流动负债 55.76 亿元，占 87.22%，仍以应付账款为主；非流动负债 8.17 亿元，其中应付债券增长至 8.00 亿元，主要系公司发行 3 亿元债券“20 许继电气 MTN001”所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 7.16 亿元，其中短期债务 2.16 亿元，较上年底略有增长，2019 年公司新增长期债务 5 亿元，系发行债券所致。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 42.50%、7.62%和 5.45%。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 9.20 亿元，其中短期债务 1.20 亿元，长期债务 8.00 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 42.30%、9.54%和 8.40%。

3. 盈利能力

跟踪期内，随着中国特高压建设重新加速，公司营业收入和利润总额有所增长，盈利能力提升。

2019 年，公司实现营业收入 101.56 亿元，同比增长 23.61%，同期公司发生营业成本 83.24 亿元，同比增长 22.67%。

期间费用方面，2019 年公司销售费用、管理费用和研发费用分别为 3.75 亿元、4.34 亿元和 4.23 亿元，同比均小幅增长；财务费用 0.04 亿元，较上年的 0.41 亿元明显下降。全年期间费用合计 12.35 亿元，同比增长 9.28%。期间费用率为 12.16%，同比减少 1.6 个百分点。

2019 年，公司发生信用减值损失 1.26 亿元，主要为应收账款信用损失；同期公司其他收益为 1.34 亿元，主要为税收返还以及各种补贴等。

2019 年，公司实现利润总额 5.59 亿元，同比增长 72.06%。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 17.50%、5.33%和 5.70%，同比分别增加 0.71、1.61 和 2.42 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.17 亿元，同比下降 11.15%，利润总额 0.53 亿元，同比增长 48.10%，公司营业利润率为 23.54%。

4. 现金流

2019 年，公司经营活动现金净流量出现一定下降；收入实现质量有所下降；但投资支出规模小，外部融资压力不大。

从经营活动来看，2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 88.55 亿元，经营活动现金流入 94.54 亿元，同比分别增长 12.33%和 11.81%。同期经营活动现金流出 93.78 亿元，同比增长 17.34%。2019 年公司经营活动现金净流量为 0.76 亿元，较上年的 4.63 亿元有所下降，主要系响应国家号召开展民营企业欠款清理导致经营活动现金支出增长较快所致。从收入实现质量看，2019 年公司现金收入比为 87.19%，同比减少 8.75 个百分点，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入及流出量分别为 49.44 万元和 0.88 亿元，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，当期投资活动现金净流出 0.87 亿元。

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，2019 年为 5.00 亿元；同期筹资活动现金流出为 2.44 亿元，较 2018 年的 7.78 亿元下降明显主要系上年偿还到期债券所致。2019 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.56 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 14.66 亿元，经营活动现金净流出 2.01 亿元（上年同期为-2.26 亿元）；投资活动现金净流出 0.09 亿元；筹资活动现金净流入 2.85 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产对短期债务的覆盖程度很高，EBITDA 对债务本息的保障能力高，未使用银行授信充足，偿债能力很强。

从短期偿债指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 215.20%和 182.09%，较上年底分别增加 17.62 和 12.32 个百分点；截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 228.66%和 182.62%。同时，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覆盖程度很高。

从长期偿债指标看，2019 年公司 EBITDA 利息倍数为 122.74 倍，全部债务/EBITDA 为 0.95 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力极强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年底，公司获得各家银行授信总额度为 54.90 亿元，尚未使用额度为 52.64 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 2019 年底，母公司资产总额为 113.88 亿元，其中流动资产为 90.85 亿元（占 79.78%），非流动资产为 23.03 亿元（占 20.22%）；流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，分别为 5.15 亿元、58.66 亿元和 13.03 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 6.36 亿元、11.37 亿元和 2.74 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债合计 49.35 亿元，其中流动负债 44.22 亿元，主要为应付账款 39.30 亿元和预收款项 4.01 亿元；非流动负债 5.13 亿元，主要为应付债券 5.00 亿元。同期母公司全部债务为 5.20 亿元，以长期债务为主。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 64.54 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 32.27 亿元。

2019 年，母公司实现营业收入 63.72 亿元，利润总额 2.41 亿元，同比分别增长 13.73%和 49.85%。同期母公司经营活动现金净流出 0.75 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司 EBITDA 对存续债券的保障能力很强。

截至 2020 年 3 月底，公司应付债券为 8.00 亿元，构成为“19 许继 01”（5.00 亿元）及“20 许继电气 MTN001”（3.00 亿元）。2019 年，公司 EBITDA 为 7.57 亿元，对应付债券的覆盖倍数为 0.95 倍；同期公司经营活动现金流入量为 94.54 亿元，对应付债券的覆盖倍数为 11.82 倍。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

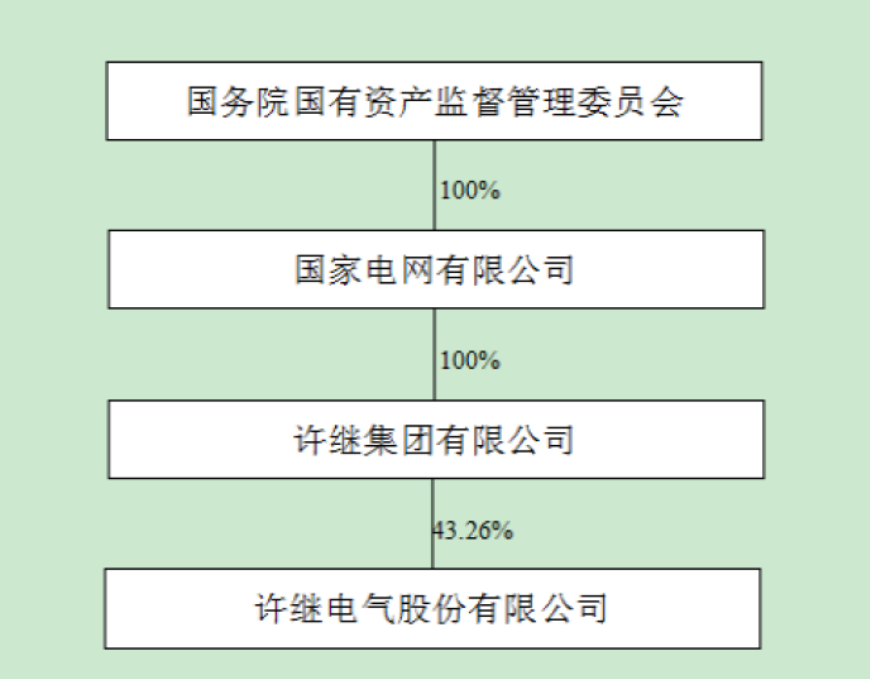
项目	2019 年
一年内到期债券余额	-
现金类资产/一年内到期债券余额	-
经营活动现金流入量/应付债券余额	11.82
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.10
EBITDA/应付债券余额	0.95

资料来源：联合资信整理

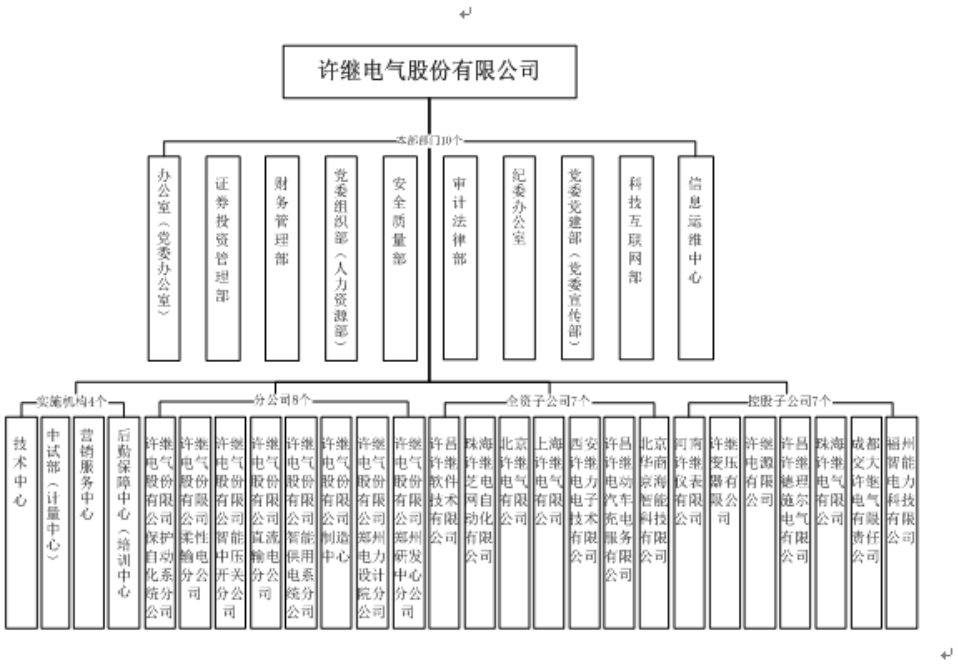
十一、结论

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

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.67	13.79	19.72	18.29
资产总额(亿元)	153.09	145.77	150.90	151.13
所有者权益(亿元)	81.25	83.53	86.77	87.20
短期债务(亿元)	7.67	2.13	2.16	1.20
长期债务(亿元)	0.00	0.00	5.00	8.00
全部债务(亿元)	7.67	2.13	7.16	9.20
营业收入(亿元)	103.31	82.17	101.56	9.17
利润总额(亿元)	7.93	3.25	5.59	0.53
EBITDA(亿元)	9.86	5.47	7.57	--
经营性净现金流(亿元)	-0.35	4.63	0.76	-2.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.18	0.90	1.15	--
存货周转次数(次)	4.46	3.91	4.53	--
总资产周转次数(次)	0.70	0.55	0.68	--
现金收入比(%)	81.88	95.93	87.19	149.43
营业利润率(%)	19.78	16.79	17.50	23.54
总资本收益率(%)	8.26	3.72	5.33	--
净资产收益率(%)	8.39	3.28	5.70	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	5.45	8.40
全部债务资本化比率(%)	8.63	2.49	7.62	9.54
资产负债率(%)	46.93	42.70	42.50	42.30
流动比率(%)	183.45	197.58	215.20	228.66
速动比率(%)	159.02	169.77	182.09	182.62
经营现金流动负债比(%)	-0.49	7.47	1.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.88	12.13	122.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.78	0.39	0.95	--

注：2020 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.56	3.74	10.62	9.08
资产总额(亿元)	120.23	111.11	113.88	114.36
所有者权益(亿元)	61.19	62.54	64.54	64.54
短期债务(亿元)	7.38	1.35	0.20	0.20
长期债务(亿元)	0.00	0.00	5.00	8.00
全部债务(亿元)	7.38	1.35	5.20	8.20
营业收入(亿元)	76.20	56.03	63.72	6.54
利润总额(亿元)	3.82	1.61	2.41	0.00
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.51	4.52	-0.75	-3.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.09	0.79	0.98	--
存货周转次数(次)	4.91	4.21	4.54	--
总资产周转次数(次)	0.65	0.48	0.57	--
现金收入比(%)	79.60	94.65	87.38	122.87
营业利润率(%)	17.46	11.08	13.07	15.79
总资本收益率(%)	4.81	3.12	3.64	--
净资产收益率(%)	5.39	2.48	3.84	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	7.19	11.03
全部债务资本化比率(%)	10.77	2.11	7.46	11.27
资产负债率(%)	49.10	43.71	43.33	43.56
流动比率(%)	168.21	183.18	205.47	219.79
速动比率(%)	147.39	159.91	176.00	177.96
经营现金流动负债比(%)	-0.87	9.34	-1.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　同行业企业对比数据

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

附件 4　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 5-1　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 5-2　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 5-3　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