

跟踪评级公告

联合[2015] 765 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持正泰集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“14 正泰 CP001” A-1、“15 正泰 CP001” A-1 的信用等级。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

正泰集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 正泰 CP001	5 亿元	2014/06/12-2015/06/12	A-1	A-1
15 正泰 CP001	5 亿元	2015/05/19-2016/05/19	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 12 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	56.26	52.19	62.77	43.41
资产总额(亿元)	188.62	275.15	318.47	320.01
所有者权益合计(亿元)	79.68	92.94	107.50	110.27
长期债务(亿元)	29.42	55.99	61.60	69.72
全部债务(亿元)	59.28	105.00	123.50	132.84
营业收入(亿元)	148.10	166.29	187.75	31.65
利润总额(亿元)	14.86	19.07	20.99	3.34
EBITDA(亿元)	21.84	29.23	32.76	--
经营性净现金流(亿元)	24.29	9.52	21.60	-2.35
营业利润率(%)	27.25	30.14	30.25	31.71
净资产收益率(%)	15.00	16.85	15.92	--
资产负债率(%)	57.76	66.22	66.24	65.54
全部债务资本化比率(%)	42.66	53.05	53.46	54.64
流动比率(%)	168.68	124.43	119.96	124.03
全部债务/EBITDA(倍)	2.71	3.59	3.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.53	5.44	5.43	--
经营现金流负债比(%)	31.09	7.78	15.02	--

注: 1. 公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

2. 公司 2013 年 5 月份发行的 5 亿元短期融资券“13 正泰 CP001”和 2014 年 6 月发行的 5 亿元短期融资券“14 正泰 CP001”已计入全部债务中。

3. 现金类资产中已剔除使用受限部分资金。

分析师

王叶笛 孔祥一
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

正泰集团股份有限公司(以下简称“公司”)是国内知名电气制造企业,在输配电及控制设备制造,特别是在低压电器制造领域处于领先地位,在技术研发、营销网络方面具有优势。跟踪期内,公司业务规模不断扩大,盈利能力稳步提升;同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到,低压电器行业竞争激烈、对外担保比率较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

中国低压电器市场容量大,发展前景良好。未来,公司有望继续保持在行业内的领先地位。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持公司 AA⁺ 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“14 正泰 CP001” A-1、“15 正泰 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司低压电器、输配电设备产品门类齐全,技术研发实力强、整体综合配套能力强。
2. 公司建立了完善的购销网络体系,与供应商、销售商建立了长期合作关系。
3. 跟踪期内,公司在传统业务板块低压电器与输配电业务经营情况良好情况下,新能源业务不断发展,收入和利润保持增长,盈利能力稳步提升。
4. 跟踪期内,公司现金类资产、经营活动现金流对存续期内债券“14 正泰 CP001”、“15 正泰 CP001”保障能力强。

关注

1. 低压电器行业市场化程度高,公司面临国内外众多知名厂商的激烈竞争。
2. 公司对外担保比率较高,且对单一企业担保规模大,存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与正泰集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与正泰集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因正泰集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由正泰集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“14 正泰 CP001”和“15 正泰 CP001”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于正泰集团股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券“14 正泰 CP001”和“15 正泰 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

正泰集团股份有限公司（以下简称“正泰集团”或“公司”）是根据浙政股[2005]7 号文《关于同意整体改制发起设立正泰集团股份有限公司的批复》，由正泰集团公司整体改制发起设立的股份有限公司，在浙江省工商行政管理局注册登记。1984 年 7 月 7 日，9 名自然人投资成立了乐清县求精开关厂。1993 年 4 月 21 日，乐清县乡镇企业管理局批准乐清县求精开关厂分设为乐清求精开关一厂和乐清求精开关二厂。1994 年 2 月 2 日温州市政府批复同意以乐清求精开关一厂为主体改制设立温州正泰集团公司。1995 年 11 月 10 日国家工商行政管理局批准温州正泰集团公司更名为正泰集团公司。2007 年 6 月 25 日正泰集团注册资本由 12 亿元增加到 15 亿元，股东为南存辉等 113 名自然人。后经过多次股东变更，截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 15 亿元，股东为南存辉等 123 名自然人，其中南存辉持股 28.95%，南存飞持股 9.13%，朱信敏持股 9.13%，林黎明持股 6.09%，吴炳池持股 6.09%，其他 118 人合计持股 40.61%。公司股东中南存辉、南存飞为兄弟关系，其他部分股东与南存辉为亲属关系，公司实质控制人为南存辉。2010 年 1 月，公司控股子公司浙江正泰电器股份有限公司（以下简称“正泰电器”）首次公开发行 10500 万股 A 股股票（正泰集团持股 65.42%），股票简称“正泰电器”，股票代码 601877。

公司经营范围：企业管理咨询，投资管理，实业投资，高低压电器、电气机械及器材、自动化产业、计算机软硬件、电子元器件、仪器仪表、建筑电器、通信设备的研制、开发、设

计、制造、安装、调试、加工、销售及技术服务，物业管理，经营进出口业务（国家法律法規禁止、限制的除外），信息咨询服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

公司下设投资管理部、财务部、公共事务部、法律部四个职能部门。公司目前拥有在职员工 31237 人。

截至 2014 年底，公司资产总额 318.47 亿元，所有者权益合计 107.50 亿元（含少数股东权益 34.82 亿元）；2014 年公司实现营业收入 187.75 亿元，利润总额 20.99 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 320.01 亿元，所有者权益合计 110.27 亿元（含少数股东权益 35.59 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.65 亿元，利润总额 3.34 亿元。

公司注册地址：浙江省乐清市柳市镇工业区正泰大楼；法定代表人：南存辉。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，

进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发

展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业与区域经济环境分析

1. 行业概况

公司的产业中，核心产业主要为低压电器制造业及输配电设备制造业，该两项业务的产品销售收入占公司 2014 年主营业务收入的 67.84% 和 25.03%。

低压电器制造业

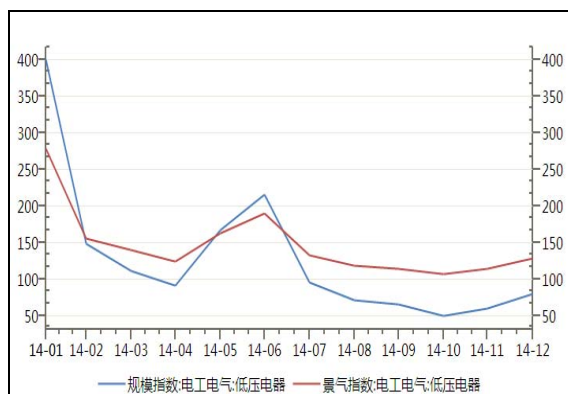
按照国家标准，低压电器包括适用电流在交流 1000V、直流 1500V 以下的电器线路中用于电能分配、电路连接、电路切换、电路保护、控制及显示的各类电器元件和组件。各类低压电器主要应用于：工厂、商场、住宅等工业用、商用及民用建筑中的配电系统；机床等各类工业设备的电控制部件；电网的配套设施。由于低压电器的应用面极广，因此其属于支持国民经济发展的基础产品。

低压电器作为国民经济中的基础产品，广泛应用于生产及居民生活中，其在电能传输过程中的不可替代性决定了低压电具备稳定的市场需求。

低压电器国民经济基础产品的性质决定其需求受各个产业投资的驱动，与全社会固定资产投资情况联系密切。2000~2014 年，中国全社会固定资产投资增长迅速。2014 年全年全社会固定资产投资（不含农户）502005 亿元，同比名义增长 15.7%，扣除价格因素，实际增长 15.1%，较上年下降 3.80 个百分点；受此带动，2000~2008 年低压电器行业总产值也快速增长，年均复合增长率在 15% 以上。2009 年受金融危机影响中国低压电器行业工业总产值为 459 亿元，较 2008 年的 485 亿元下降了 5.66%。2010~2013 年，中国政府坚持实施应对国际金融危机冲击的一揽子计划，有针对性地加强和改善宏观调控，并继续保持一定的投资规模，同时，随着电力建设进入高速发展期，智能电

网建设的兴起、低碳经济和节能减排项目的推进，中国低压电器行业企稳及快速发展趋势明显。2014年以来，受宏观经济环境向弱影响，中国低压电器行业明显承压，根据中国工商业联合会提供的数据显示，2014年，低压电器规模指数（2012年5月，基准为100）与景气指数（2012年5月，基准为136.78）均总体呈下降趋势。

图1 2014年中国低压电器指数



数据来源：中国工商业联合会

需求方面，低压电器产品的需求包含增量需求及存量需求两部分。由于电能都是通过低压电器的分配以实现利用，每新增1万千瓦发电量，约需6万件各类低压电器产品与之配套。因此，新增发电量所需的配套设施构成了对低压电器的增量需求，而对在役各类低压电器产品的更换维修则形成了存量需求。

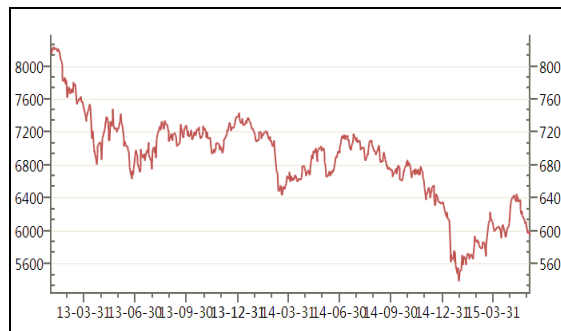
2014年，中国全社会用电量55233亿千瓦时，同比增长3.8%；全国全口径发电装机容量为13.6亿千瓦，同比增长8.7%。

出于产品寿命、安全性及稳定性等考虑，一般低压电器产品使用周期在5年左右，因此低压电器产品存在稳定而可持续的更新维修需求。截至2014年底，中国总电力装机容量13.6亿千瓦，若根据1万千瓦发电量约需6万件各类低压电器产品与之配套计，可简单估计目前在使用中的各类低压电器产品约有81.6亿件。因此，构筑于中国日益增长的经济总量基础上数量巨大的现役低压电器产品，存在着可观的更新维修需求。

低压电器行业产品成本受原材料价格波动

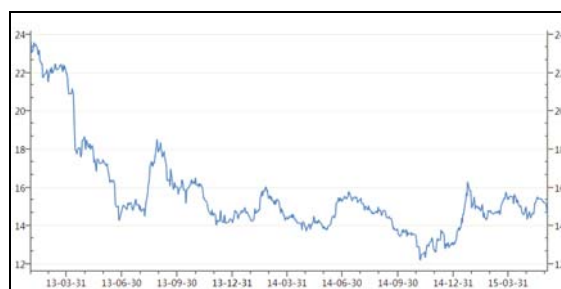
的影响较大。该行业主要的原材料为铜、银、钢材及塑料等，铜占总成本比重约20%，银占总成本的比重约10%，钢材占总成本的比重约为5%，塑料占总成本的比重约为10%。2014年，以上原材料价格均呈下降趋势。各主要原材料价格的持续降低，有利于降低低压电器制造商的成本。

图2 2013年以来LME铜现货结算价
(单位：美元/吨)



数据来源：Wind资讯

图3 2013年以来伦敦现货白银价格
(单位：欧元/盎司)



数据来源：Wind资讯

输配电设备制造业

输配电设备主要包括电网的基础性设备，如变压器、电力开关、电线电缆等，以及对基础性设备进行控制、监测和保护的设备。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。电力固定资产投资主要由电源投资和电网投资构成，其中电源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设备的需求。

长期以来，中国电力发展延续“重发电、轻输配电”的状态，主网架结构较为薄弱，配电网老化，区域电网间交换容量较小，联络线多采用单回线的周边联网方式，使得某些地区电网成

为电源和最终用户之间的“瓶颈”。

为了改变电网建设严重滞后于电源建设的局面,中国近年来对电网建设的扶植力度不断加大。积极的产业政策引导以及电源投资的快速增长对国内的电网建设起到了有力的推动作用。在电源基本建设投资规模增长的同时,国内电网建设速度明显加快,规模不断扩大,“十二五”期间国家电网公司累计完成电网投资1.7万亿元,超过新中国成立56年电网投入的总和。电网建设中设备类投资占30%左右。

2015年年初,国家电网公司2015年投资目标出炉。2015年国家电网的电网投资金额将达4202亿元,同比增幅将达24%,投资金额再创历史新高。国家电网2015年年度工作会议内容透露,国家电网2015年计划核准开工建设“六交八直”合计14条线路。从具体计划来看,一季度核准开工蒙西-天津南、榆横-潍坊交流以及酒泉-湖南直流等“两交一直”工程;二季度核准开工“三直”工程,为锡盟-江苏、晋北-江苏、上海庙-山东。2015年下半年计划核准开工“四交四直”工程,分别为蒙西-长沙、荆门-武汉、长沙-南昌交流,张北-南昌、晋东南-豫北、南阳-驻马店交流,南京-徐州-连云港-泰州交流,济南-枣庄-临沂-潍坊交流;以及呼盟-青州、蒙西-武汉、准东-成都、准东-皖南直流工程。

从长远规划来看,国家电网董事长、党委书记刘振亚发表文章《智能电网与第三次工业革命》指出,发展智能电网要加快推进关键环节突破,“加快建设特高压网架”为突破点之一,“以构建华北—华东—华中特高压同步电网为重点,力争到2020年建成“五纵五横”特高压交流网架和27回特高压直流工程,具备4.5亿千瓦电力大范围配置能力,满足5.5亿千瓦清洁能源送出和消纳的需要”。

总体看,受益于中国电网建设投资规模的持续增长,中国输配电及控制设备制造行业将维持较高的景气度,未来随着智能电网战略的实施,输配电及控制设备制造行业面临良好的发展前景。

2. 区域经济环境

公司位于浙江省温州乐清市柳市镇工业区,柳市是中国著名的低压电器之都,以名列全国民营企业500强前10位的正泰集团和德力西控股集团为代表。2014年,乐清市全市地区生产总值(GDP)为704.80亿元,较上年增长7.6%,增幅较2012年提高了1.1个百分点。其中,第一产业增加值20.38亿元,下降2.7%;第二产业增加值416.02亿元,增长8.2%;第三产业增加值268.40亿元,增长6.8%。人均地区生产总值(按户籍人口计算)54950元,按年平均汇率折算为8945美元,比上年增长6.9%。三次产业结构由上年的3.0:59.7:37.3调整为2.9:59.0:38.1。

2014年,乐清市完成限额以上固定资产投资485.90亿元,比上年增长16.1%,其中房地产投资84.17亿元,比上年下降25.7%。工业投资占比提高,全市工业性固定资产投资187.89亿元,比上年增长43.7%,占限上投资的比重达到38.7%,较2013年提高了7.5个百分点;其中工业技改投入148.30亿元,比上年增长77.5%,占工业投资比重的78.9%,较2013年提高了16.1个百分点。民间投资态势良好,全年完成民间投资356.78亿元,比上年增长21.6%,民间投资占限上投资比重达73.4%,较2013年提高了3.3个百分点。

2014年,乐清市全年实现财政总收入111.22亿元,比上年增长8.7%;其中公共财政预算收入55.65亿元,比上年增长8.5%,占财政总收入的50.0%。全年完成公共财政预算支出61.35亿元,增长19.5%。从各支出的科目类别来看,教育支出17.68亿元,增长10.3%;社会保障、就业支出8.81亿元,增长86.7%;一般公共服务支出5.51亿元,增长14.3%。

总体看,公司所在区域经济环境与行业环境为公司发展提供了良好保障。

五、基础素质分析

公司是国内知名工业电气制造企业,产品

涵盖低压电器、输电设备、仪器仪表等，产品销往国内与世界多个国家和地区，是国内工业电气制造企业产品系列较为齐全的电气制造商之一。

“正泰”商标是中国驰名商标，浙江省知名商号。公司高度重视技术创新，建立了完善的研发体系，在国内同行业中率先通过了SIO9001质量体系认证、SIO14001环境体系认证，并通过了国际CB安全认证、美国UL认证、德国VDE认证等。目前拥有国内外各种专利1000多项，并领衔、参与了数十项行业标准的制订和修订。公司成功研制中国首台代表国际尖端水平的薄膜太阳能电池关键生产设备——等离子体增强型化学气相沉积设备（PECVD），被视为中国在新能源高端装备领域取得的“零的突破”，填补了国内空白。目前公司拥有国内外各种专利1000多项，并领衔、参与了80多项行业标准的制订和修订。

公司综合实力连续多年位列中国民营企业500强前十位，纳税额连续多年位居温州市各类制造企业榜首，是中国低压电器行业产销量最大企业，销售额已连续多年位居行业前列，产量已连续11年位居国内行业第一。其中，2014年公司主要产品小型断路器市场占有率近30%，接触器、热继电器、刀开关等产品国内市场占有率超过20%，万能式断路器和塑壳（含漏电）断路器国内市场占有率均分别为10.50%、12.60%。2014年，公司被授予“中国工业大奖”、“国家信息化和工业化融合管理体系贯标试点企业”、“全国质量诚信优秀典型企

业”、“浙江慈善奖”、“浙江省第一批‘三名’培育试点企业”、“浙江省技术创新能力百强企业”、“浙江省高新技术企业先进制造业十强”、“温州市首届百家诚信企业”等称号。

目前，公司在全国拥有2000多个经销商，其中约630家有公司的正式授权，销售点能够渗透到市、县级。公司实现对经销商的统一管理，正逐步建立以区域办事处为核心，以经销商为平台，以分销商（二级经销商）为补充的相互协作的营销网络。

六、管理分析

2014年12月11日公司第六届二十一次董事会决议：同意聘任陈国良为公司副总裁。

陈国良，男，1963年出生，大专学历，高级经济师。曾任公司低压电器事业部总经理、正泰电器企管部总经理、董事、常务副总裁等职务，行业与管理经验丰富。

除此以外，公司法人治理结构、管理制度及高管人员无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为低压电器和输电设备的生产与销售，该两项业务占公司2014年主营业务收入总额的比例分别为67.84%、25.03%。

表1 2012年~2015年1季度公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013年			2014年			2015年1-3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
低压电器	117.38	72.08	31.73	125.32	67.84	33.34	22.30	71.47	34.41
输配电	43.29	26.58	22.59	46.23	25.03	21.73	8.19	26.24	20.86
新能源	5.35	3.29	45.98	14.74	7.98	30.83	1.45	4.65	46.19
其他	2.69	1.65	29.74	3.12	1.69	29.44	0.60	1.93	36.33
内部抵消	-5.86	-3.60	--	-4.69	-2.54	--	-1.34	-4.29	--
合计	162.85	100.00	30.87	184.72	100.00	30.99	31.20	100.00	32.92

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司推进企业转型升级与技术创新，在国内市场营销稳步前进的同时积极拓展海外市场，管控能效不断提升，生产运营持续改善。2014年，公司实现主营业务收入184.72亿元，较2013年同比增长13.43%。但低压电器作为工业资本品，在2014年度中国经济进入增速放缓、需求乏力的背景下公司收入增速亦有所放缓。2015年1~3月，公司实现主营业务收入31.20亿元，同比下降2.53%。

从收入构成上看，公司主营业务收入主要来源于低压电器和输配电两大业务板块，2013年与2014年，低压电器业务收入占公司主营业务收入总额比重分别为71.90%、67.84%；同期输配电业务收入占公司主营业务收入比重分别为26.29%、25.03%。2014年，受EPC业务增加影响，公司新能源业务收入同比增长175.51%，为14.74亿元，占公司主营业务收入比重为7.98%，同比增加4.69个百分点。2015年1~3月，公司主营业务收入中低压电器和输配电收入分别占71.47%和26.24%。

从产品毛利率看，2014年，公司主营业务综合毛利率有所上升，为30.99%，主要因为跟踪期内，在主要原材料铜、银、钢材等采购成本下降的情况下，公司新产品销售收入增加，产品销售结构得以优化，同时，公司不断开拓北美市场，提高了出口产品的盈利能力所致。从分产品毛利率上看，公司综合毛利率主要由低压电器和输配电毛利率决定，低压电器毛利率较输配电毛利率高10个百分点左右，主要是因为公司输配电产品原材料成本高于低压电器

产品。公司新能源业务毛利率受EPC业务增加影响2014年同比下降15.15个百分点。2015年1~3月，公司综合毛利率较2014年继续提升，为32.92%，同比增加0.87个百分点。

2. 低压电器业务

公司低压电器业务的经营主体是浙江正泰电器股份有限公司（以下简称“正泰电器”）。正泰电器成立于1997年8月，目前注册资本13.15亿元，主要从事低压电器及元器件、电子元器件、电源类产品的生产和销售。2014年末，正泰电器资产总额122.02亿元，所有者权益64.42亿元（其中少数股东权益4.03亿元）；实现营业收入127.67亿元，利润总额23.24亿元。

2013年与2014年，公司低压电器业务分别实现收入117.38亿元、125.32亿元，受产业转型升级与技术创新影响，同比增长6.76%。

原材料采购

正泰电器低压电器生产所需原材料主要包括铜、银、钢材、塑料等，原材料占生产成本比重约为40%。从采购价格上看，2014年，正泰电器主要原材料价格较2013年有所下降，银采购价格由2013年的469.16万元/吨下降至401.76万元/吨，铜采购价格由5.31万元/吨下降至4.91万元/吨，钢材采购价格由0.49万元/吨下降至0.44万元/吨，塑料采购价格由1.50万元/吨下降至1.48万元/吨。原材料价格的下降有助于公司低压电器业务毛利率的提升，公司低压电器业务毛利率从2013年的31.60%上升至2014年的33.34%。

表2 低压电器原材料采购情况

主要原材料		采购量（吨）			采购价格（万元/吨）		
名称	2014年占成本比重（%）	2013年	2014年	2015年1~3月	2013年	2014年	2015年1~3月
银	11.14	157.00	174.22	30.66	469.16	401.76	351.53
铜	18.31	22957.07	23429.62	4099.24	5.31	4.91	4.33
钢材	4.43	64695.03	63588.36	11685.69	0.49	0.44	0.40
塑料	12.20	47711.23	51835.78	9088.32	1.50	1.48	1.54

资料来源：公司提供

正泰电器采取集中招（议）标分散采购与集中招（议）标统一采购两种模式，2013年两种采购模式占比分别为86%和14%。其中集中招（议）标分散采购即对零部件、专项材料、专项外购件由采购部根据招（议）标的相关原则与程序，确定入围供应商、采购范围、数量与价格，由各制造部根据招（议）标后确定的要求进行采购；集中招（议）标统一采购即对大宗物资、通用外购件由采购部根据招（议）标的相关原则与程序，确定入围供应商、采购范围、数量与价格进行统一采购。

从结算方式看，正泰电器对上游的付款期限一般为90天、120天，主要采取银行存款现金和承兑汇票组合结算方式结算。

产品生产

正泰电器共生产406个系列，11916个规格的各式低压电器产品，主要有配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器。

从生产模式上看，正泰电器主要采取存货和订单两种生产模式，2014年两种生产模式占比分别占比85%和15%，公司存货生产模式占比较2013年有所提升。其中存货生产模式即由各制造部根据销售计划、库存定额等要素采取精益、准时生产方式组织生产，该部分产品主要为标准化批量生产的产品，如低压开关；订单生产模式即由各制造部根据客户个性化需求采取准时生产方式组织生产，如低压成套设备的生产。

在生产组织方面，在低端产品领域，利用浙江省温州乐清市的产业集群效应，正泰电器主要采取外协加工为主的生产形式，利用自有核心技术，负责产品设计、核心部件生产及产品组装检验；在高端产品领域，正泰电器实行部分外协加工的生产模式。

正泰电器主要生产基地位于浙江省乐清市。2014年，正泰电器实现产量70688万台，同比增长7.40%。2015年1~3月，正泰电器实现产量13313万台，同比增长3.09%。

产品销售

从销售模式上看，正泰电器采取分销（经销商模式）和直销相结合的销售模式，其中分销占比85%、直销占比15%。

从销售区域上看，正泰电器销售以国内销售为主，占销售收入比重90%以上。在国内销售上，华东地区是低压电器产品的主要销售地区，2014年该地区实现销售收入占国内销售比重为43.63%。

从客户集中度看，2013年和2014年，正泰电器对前五名经销商销售实现收入合计占比分别为8.13%和9.08%，销售对单一客户的依赖度不高。

从结算方式看，正泰电器与下游客户的结算有30天信用期（根据客户信用等级，信用额度有所不同），并设置相应奖励政策，鼓励客户提前付款，赊销和现销比例约为7:3；主要结算方式为现金、银行存款和承兑汇票。

3. 输配电设备业务

公司输配电业务的经营主体是正泰电气股份有限公司（以下简称“正泰电气”）。正泰电气成立于2004年1月，目前注册资本8.50亿元，主要从事电力输变电设备的生产和销售，如高压变压器、电抗器、绝缘子、电线电缆等。2014年，公司输配电业务实现收入46.23亿元，同比增长6.79%。

正泰电气输配电生产所需原材料主要包括铜杆和硅钢片等。2013年与2014年输配电主要原材料占生产成本比重分别为54.88%和53.88%，变化不大。

在供应商集中度方面，2014年正泰电气铜杆前5位供应商占公司铜杆采购量总额的89%；硅钢片前5位供应商占公司硅钢片采购总额的93%。总体看，正泰电气原材料供应商集中度较高。近几年，正泰电气原材料供应商基本保持稳定，保证生产原料供应的稳定。

正泰电气主要生产基地位于上海市松江工业区，生产以订单生产为主，2013年和2014年，实现输配电产品产量分别为214.38万台和

168.20 万台；同期，实现电线电缆产量分别为和 14.86 万千米和 30.88 万千米。正泰电气 2014 年输配电产品产量大幅下降和电线电缆产量大幅上升的原因为产品种类及产品结构的变化所致。

从销售模式上看，正泰电气销售主要有分销和直销两种模式，两种模式比例大约为2:1。

从客户集中度看，2014年，正泰电气输配电设备对前五位客户销售实现收入合计占比 12.09%，客户集中度一般，销售对单一客户的依赖度不高。

4. 新能源

公司新能源业务经营主体是浙江正泰新能源开发有限公司（以下简称“正泰新能源”），成立于2009年，注册资本15.80亿元。正泰新能源是一家专业光伏发电投资商和系统整体解决方案供应商，业务范围包括光伏电站领域的开发投资、建设安装、运营管理、光伏电站整体解决方案、项目工程总承包以及整套设备供应等，范围涵盖了大型地面光伏电站、大型商用屋顶光伏电站、民用屋发电系统以及光伏建筑一体化项目。

截至2015年3月底，正泰新能源已建成并网的光伏电站868.10MW，包括西部大型地面站771.30MW，东部分布式屋顶电站96.80MW。西部地面电站主要分布在日照条件较好、土地资源丰富的甘肃、青海、宁夏、新疆、内蒙古等省份；东部分布式电站目前主要集中在浙江省范围内。

表3 2015年3月底正泰新能源西部地面电站项目情况

序号	项目名称	装机规模: MW
1	永昌正泰（1期）	100.00
2	永昌正泰（2期）	100.00
3	高台正泰	100.00
4	民勤正泰	50.00
5	敦煌正泰（1期）	50.00
6	敦煌正泰（2期）	50.00

7	内蒙古正利 1	10.00
8	内蒙古正利 2	62.00
9	格尔木正泰	40.00
10	金塔正泰	40.00
11	其他	169.30
合计	--	771.30

资料来源：公司提供

表4 2015年3月底正泰新能源东部分布式屋顶电站项目情况

序号	项目名称	装机规模: MW
1	长兴开发区一期	10.00
2	长兴开发区二期	20.00
3	杭州湾项目	20.00
4	东风裕隆项目	18.00
5	德清天马重工	16.00
6	杭玻浮法项目	8.80
7	中钢一期、二期	4.00
合计	--	96.80

资料来源：公司提供

2014年，公司光伏发电并网电量7.37亿度。公司在西部地区不同电站项目的上网核定电价有所不同，但基本上网电价核定在1.00~1.15元/千瓦时（含税）。

2014年和2015年1~3月，公司新能源业务实现收入分别为14.74亿元和1.45亿元，主要来自于光伏发电电费收入和光伏发电系统销售收入。2014年光伏发电电费收入占公司新能源业务收入比例为41.47%，光伏发电系统销售收入占新能源业务收入比例为58.53%。新能源业务2014年毛利率为30.83%，2015年1季度为46.19%。

5. 其他业务

公司涉及的其他业务主要为汽车电器、自动化控制及投资业务，从事相关业务主要为公司本部及浙江正泰汽车零部件有限公司、浙大中自集成控制股份有限公司、上海正泰投资股份有限公司、上海云杉股权投资合伙企业（有限合伙）、上海云杉投资管理有限公司、上海正

泰企业管理服务公司等子公司。2014年，公司其他业务收入为3.12亿元，占公司主营业务收入比重为1.69%。

跟踪期内，公司低压电器业务受益于产业转型升级与技术创新影响营业收入增长较快，同时主要原材料价格下降，毛利率有所提升；输配电业务平稳发展，同时新能源业务快速发展，为公司营业收入增长提供有力支持。总体看，跟踪期内，公司各业务板块经营情况良好，收入保持增长，毛利率有所提升。但在国内经济增速放缓的背景下，公司收入增速亦有所放缓。

6. 未来发展

公司结合行业市场背景与自身的实际情况，制定了未来10年的“一二三四五”战略发展思路：一、围绕一个目标：围绕“创世界名牌，圆工业强国梦”的目标，努力将公司打造成为“全球领先的清洁能源与智能电气系统解决方案供应商”。二、坚持两个“不动摇”：公

司始终坚持实业发展创新驱动理念不动摇，坚持以人为本价值分享文化不动摇。三、实施三大战略：全球化战略、并购整合战略、智能制造战略。四、构建四大平台：一是构建科技创新与产业孵化平台；二是构建线上工业与民用物联网平台；三是构建线上与线下供应链互动平台；四是构建投融资与支付平台。五、打造五大产业集群：一是打造智能电气系统解决方案的产业集群；二是打造工业自动化信息化产业集群；三是清洁能源、环保节能产业集群；四是打造智能制造与高端装备产业集群；五是打造智能商业与智能家居产业集群。

截至2015年3月底，公司主要在建工程包括温州民用智能电器项目、衢州江山200MW项目等共计9个项目，以上项目预计总投资34.11亿元，截至2015年3月底已完成投资17.04亿元，未来还将投资17.07亿元，预计2015年末将完成投资25.45亿元。总体看，公司未来投资规模不大，融资压力不大。

表5 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2015年3月底完成投资	2015年计划投资
		贷款	自筹	财政补贴		
温州民用智能电器项目	11.91	--	11.91	--	7.59	5.35
下沙房产二期项目	0.69		0.69	--	0.57	0
甘肃嘉峪关 30MW	2.25	1.80	0.45	--	0.39	2.25
甘肃酒泉瓜州 20MW	1.50	1.20	0.30	--	0.50	1.50
青海共和二期 10MW	0.75	0.60	0.15	--	0.57	0.75
衢州江山 200MW	13.20	10.56	2.64	--	3.61	13.20
宁夏东园镇 10MW	0.80	0.64	0.16	--	0.80	0.80
宁夏镇罗镇 20MW	1.60	1.28	0.32	--	1.60	1.60
长兴经济开发区二期 20MW 项目	1.41	0.39	0.42	0.60	1.41	-
合计	34.11	16.47	17.04	0.60	17.04	25.45

资料来源：公司提供

温州民用智能电器项目的投资主体是温州正泰电器科技有限公司（正泰电器全资子公司），主要经营低压电器及元器件的研发、设计、制造、加工、安装、调试、销售及相关技术服务。该项目建成后拟生产经营下列产品：塑壳

漏电断路器、塑壳断路器、转换开关、万能式断路器、控制器、智能控制器、电容器、控制器、熔断器、稳压器、互感器、变压器、模拟电表、数显电表、指针式、数字显示等，产品年总产量预计达7292万台/万极。该项目预计总

投资11.91亿元，资金来源全部为自筹，截至2015年3月底已完成投资7.59亿元。

衢州江山200MW项目的投资主体是江山正泰林农光伏发展有限公司（正泰新能源全资子公司）。截至2015年3月底，该项目已完成投资3.61亿元，目前项目仍在建设中。2014年12月1日，改项目获得浙江省发展和改革委员会浙发改能源（2014）996号关于江山正泰200兆瓦林农光互补地面电站项目备案的通知和环评、国土资源局审查意见批文。该项目预计总投资13.20亿元，其中自筹2.64亿元，其余资金通过银行贷款解决。

八、募集资金使用情况

公司于2014年6月12日发行“14正泰CP001”，募集资金5亿元，募集资金用途：全部用于补充流动资金。目前募集资金已按规定用途使用完毕。

公司于2015年5月19日发行“15正泰CP001”，募集资金5亿元，募集资金用途：置换银行贷款。截至2015年5月末，公司募集资金已按规定用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2013年和2014年财务报表均经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了标准无保留的审计意见。公司2015年一季度财务报表未经审计。

截至2013年底，公司纳入合并范围内子公司共计101家。截至2014年底，公司因直接设立或投资等方式增加合并范围子公司19家，无减少纳入合并范围子公司，纳入合并范围子公司共计120家。截至2015年3月底，公司合并范围内子公司131家。

总体看，跟踪期内，公司合并范围增加子公司数量多，对公司合并范围有一定影响。但公司合并范围中控制的重要子公司无变动，因此公司2013年和2014年财务数据仍具有可比性。

截至2014年底，公司资产总额318.47亿

元，所有者权益合计107.50亿元（含少数股东权益34.82亿元）；2014年公司实现营业收入187.75亿元，利润总额20.99亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额320.01亿元，所有者权益合计110.27亿元（含少数股东权益35.59亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入31.65亿元，利润总额3.34亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入187.75亿元，同比增长12.91%；同期营业成本129.81亿元，同比增长12.63%，低于营业收入的增长速度。

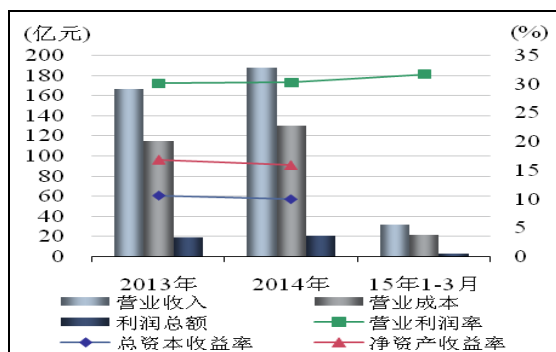
从期间费用来看，随着公司营业收入的增加，公司期间费用有所增长。2014年公司期间费用34.16亿元，同比增长12.15%，低于营业收入的增长速度；同期公司期间费用营业收入比为18.20%，同比减少0.12个百分点。

2014年公司资产减值损失3.24亿元，由坏账损失（2.90亿元）、无形资产减值损失（0.32亿元）和存货跌价损失（0.02亿元）构成。2014年公司投资收益0.84亿元，主要为购买银行理财产品 and 权益法核算的长期股权投资取得的投资收益。

2014年，公司实现营业利润20.24亿元，同比增长12.97%；同期公司营业外收入0.94亿元，主要为收到包括税收返还和财政专项资金补贴等在内的政府补助。2014年公司利润总额20.99亿元，同比增长10.04%。

从盈利指标来看，2014年，公司营业利润率较上年略有提升，为30.25%，同比增加0.11个百分点；总资本收益率和净资产收益率均略有下降，分别为10.02%和15.92%，较上年分别减少0.61个百分点和0.93个百分点。

图4 2013~2015年3月公司盈利指标情况



资料来源: 公司审计报告

2015年1~3月, 公司实现营业收入31.65亿元, 同比下降1.12%; 营业利润率为31.71%, 同比增加0.20个百分点; 实现利润总额3.34亿元, 同比下降6.96%, 仍保持较强的盈利能力。

总体看, 跟踪期内, 公司营业收入、利润总额保持稳定增长, 整体盈利能力强。

2. 现金流及保障

从经营活动来看, 2014年公司经营活动产生的现金流入207.41亿元, 同比增长17.41%, 主要为公司营业收入增加, 带动销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2014年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金189.77亿元, 同比增长18.48%; 同期公司经营活动现金流出185.81亿元, 同比增长11.17%。其中购买商品、接受劳务支付的现金129.99亿元。同期公司经营活动现金流量净额为21.60亿元。2014年, 公司收到其他与经营活动有关现金17.23亿元, 主要为收回的往来款; 支付其他与经营活动有关现金25.83亿元, 主要为支付往来款和为技术创新投入的研发资金。2014年, 公司现金收入比为101.08%, 同比增加4.76个百分点, 公司经营活动获取现金的能力有所提升。

从投资活动来看, 2014年公司投资活动现金流入34.05亿元, 同比下降6.89%, 主要为部分理财产品到期减少引起收到其他与投资活动有关现金减少所致; 投资活动现金流出55.74亿元, 同比下降22.52%, 其中, 购建固定资产、无形资产等支付的现金因新在建项目投入减少, 原有部分在建项目完工转固同比下降23.69%。支付其他与投资活动有关的现金1.68

亿元, 主要由公司理财产品构成。2014年公司投资活动产生的现金流量净额为-21.69亿元。

从筹资活动前产生的现金流来看, 2014年公司筹资活动前产生的现金流量净额为-934.42万元, 因公司经营活动现金流入增加与投资活动现金流出大幅减少, 经营活动产生的现金基本可以覆盖投资活动, 资金需求缺口较2013年有大幅缩减。

从筹资活动看, 2014年, 公司筹资活动现金流入主要为取得银行借款、发行债券获得的现金, 为86.17亿元; 筹资活动现金流出主要是偿还债务以及分配股利、利润、偿付利息支付的现金, 为76.36亿元。筹资活动产生的现金流量净额为9.82亿元。

2015年1~3月, 公司经营活动现金流入32.41亿元, 现金收入比为98.03%, 较2014年有所下降; 经营活动产生的现金流量净额为-2.35亿元; 投资活动产生的现金流量净额为-14.22亿元; 筹资活动现金流量净额为5.22亿元。

跟踪期内, 公司经营规模扩大, 公司经营活动获取现金的能力有所提升; 同时投资活动规模有所缩减, 经营活动产生的现金基本可以覆盖投资活动需求, 公司对外融资压力不大。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内, 公司资产规模有所扩大, 主要为公司经营规模扩张引起货币资金、应收账款及存货等相应增长。

截至2014年底, 公司资产总额318.47亿元, 同比增长15.74%, 其中流动资产占54.16%、非流动资产占45.84%, 公司资产仍以流动资产为主, 资产结构较2013年底变化不大。

截至2014年底, 公司流动资产合计172.48亿元, 同比增长13.21%, 主要为公司业务规模扩张引起货币资金、应收账款和存货增长所致。

截至2014年底, 公司货币资金43.19亿元, 同比增长27.05%, 以银行存款为主, 其中受限使用的货币资金2.89亿元, 主要为各类保证金。

截至2014年底, 公司应收账款账面余额

55.09亿元，其中按账龄分析法组合52.80亿元，共计提坏账准备6.51亿元，账面价值48.58亿元。账龄分析法中账龄在1年以内的应收账款占比77.15%，1-2年的占16.20%，2年以上的占6.65%，整体账龄较短。应收账款前五名客户占比13.69%，集中度低。

截至2014年底，公司其他应收款账面余额10.92亿元，其中按账龄分析法组合10.48亿元，共计提坏账准备2.49亿元，账面价值8.43亿元，主要为保证金及往来款等。账龄分析法中账龄在1年以内的应收账款占比49.71%，1-2年的占31.43%，2年以上的占18.86%。

表6 2014年公司其他应收款前5名债务方情况
(单位: 亿元)

单位名称	与公司关系	账面价值	账龄
长兴和泰置地有限公司	关联	2.38	1年以内
朱敏	非关联	1.18	1-2年
上海寰泰投资发展有限公司	关联	0.50	2-3年
江苏盐城二建公司	非关联	0.31	1年以内
温州民商银行股份有限公司	联营企业	0.32	1年以内
合 计	--	4.69	--

资料来源: 公司提供

截至2014年底，公司其他流动资产13.23亿元，主要由银行理财产品（9.85亿元）和待抵扣或预缴税费（3.22亿元）构成。

截至2014年底，公司非流动资产合计145.99亿元，同比增长18.89%，主要为固定资产和其他费流动资产的增加。

截至2014年底，公司可供出售金融资产9.06亿元，主要为公司2014年7月1日起执行财政部于2014年修订的《企业会计准则第2号-长期股权投资》，将原计入长期股权投资的资产调整至可供出售金融资产科目，包括公司持股16.50%的浙商财产保险股份有限公司资产（2014年年底账面价值2.48亿元），公司持股10.00%的北京三联国际投资有限责任公司资产（2014年底账面价值1.10亿元）等。

截至2014年底，公司长期股权投资21.20亿

元，为对合营联营企业的投资（主要长期股权投资对象见下表）。

表7 2014年底公司前5大长期股权投资情况
(单位: %, 亿元)

被投单位名称	持股比例	投资账面价值
浙江正泰太阳能科技有限公司	36.62	8.46
中广核二期产业投资基金有限责任公司	30.00	7.35
上海正赛联创业投资有限公司	26.45	1.97
甘肃金泰电力有限责任公司	20.00	0.93
乐清市正泰小额贷款有限责任公司	22.50	0.95

资料来源: 公司2014年审计报告

截至2014年底，公司固定资产80.52亿元，受部分在建工程完工转固影响同比增长26.29%，以机械设备（占76.57%）和房屋及建筑物（20.99%）为主。

截至2014年底，公司其他非流动资产7.19亿元，主要为待抵扣税费（占92.95%）。

截至2015年3月底，公司资产总额320.01亿元，较2014年底变化不大，其中流动资产占比52.09%，非流动资产占比47.91%，流动资产占比较2014年底略有下降。其中货币资金30.39亿元，同比下降29.62%；应收票据15.99亿元，同比下降28.87%；应收账款54.46亿元，同比增长12.11%。公司应收票据减少应收账款增加一方面因为公司结算方式改变，二是公司新能源业务部分国内电站项目补贴款暂未到账所致。2015年3月底，公司在建工程15.11亿元，受重点建设项目部分工程完工转固影响同比下降26.61%。

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，资产构成以流动资产为主。受固定资产规模增加影响，公司非流动资产比重上升幅度较大。公司流动资产中应收账款与存货占比较高，资产流动性一般。整体看，公司资产质量尚可。

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益增长较快，主要来自未分配利润和少数股东权益的增加。截至2014年底，公司所有者权益107.50亿元，同比增长15.68%。归属于母公司的所有者权益合

计72.68亿元，公司少数股东权益34.82亿元。公司所有者权益中实收资本占13.60%、资本公积占13.82%、未分配利润占37.33%，少数股东权益占32.27%，未分配利润与少数股东权益占比较高。

截至2015年3月底，公司所有者权益110.27亿元，同比增长2.57%，所有者权益构成较2013年底变化不大。

跟踪期内，得益于未分配利润的增长，公司所有者权益快速增长，稳定性一般。

负债

跟踪期内，长短期借款的增加使得公司负债规模有所增长。截至2014年底，公司负债合计210.96亿元，同比增长15.78%。其中流动负债占比68.16%，非流动负债占比31.84%。

截至2014年底，公司流动负债合计143.79亿元，同比增长17.43%，主要为短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。

截至2014年底，公司短期借款37.57亿元，同比增长11.06%；其他应付款19.99亿元，同比增长52.46%，主要是待付经销商的折扣折让及押金保证金增加；一年内到期的非流动负债14.85亿元，其中一年内到期的长期借款2.85亿元，一年内到期的应付债券“12正泰MTN1”12.00亿元；其他流动负债5.75亿元，主要为公司发行的5亿元短期融资券“14正泰CP001”。

截至2014年底，公司非流动负债合计67.18亿元，同比增长12.40%，主要为长期借款的大幅增加所致。截至2014年底，公司长期借款47.70亿元，主要是以房产等为抵押物取得的借款；应付债券13.91亿元，为公司于2011年发行的5年期“11正泰债”。

截至2015年3月底，公司负债合计209.73亿元，较2014年底同比下降0.58%。其中流动负债占比64.08%，非流动负债占比35.92%，受长期借款增加影响公司非流动负债占比较2014年底进一步提高。

2014年，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较2013年底基本

保持稳定，分别为66.24%、53.46%和36.43%，较2013年底分别增长0.02个百分点、0.41个百分点和下降1.16个百分点；2015年3月底分别为65.54%、54.64%和38.73%，债务水平维持相对稳定。

跟踪期内，由于业务规模扩张，公司借款增加，债务规模有所增长。但各项债务指标维持相对稳定，整体负债水平仍在合理范围内。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014年，公司流动比率和速动比率分别为119.96%和96.70%，受债务规模增长与存货增加影响均较2013年底有所下降；截至2015年3月底上述指标分别为124.03%和98.30%，较2014年底小幅提升。2014年，公司经营现金流动负债比分别为15.02%，受经营活动现金流净额大幅增加影响较2013年增加7.24个百分点。总体看，公司短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标看，2013年和2014年，公司EBITDA构成以利润总额为主，分别为29.23亿元和32.76亿元，增长较快。2014年EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为5.43倍和3.77倍。总体看，公司对全部债务保护能力较强。

截至2015年3月底，公司对外担保折合人民币31.87亿元，担保比率为28.90%，被担保企业为浙江正泰太阳能科技有限公司（以下简称“正泰太阳能”）、浙江正泰太阳能科技荷兰有限公司（以下简称“荷兰公司”）和柬埔寨达岱水电有限公司，被担保企业均为公司参股企业。

表8 2015年3月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	币种	担保金额
浙江正泰太阳能科技有限公司	人民币	123400.00
	美元	4536.38
	欧元	1390.58
浙江正泰太阳能科技荷兰有限公司	美元	2000.00
	欧元	13990.50
柬埔寨达岱水电有限公司	美元	3730.00

资料来源：公司提供

正泰太阳能主要从事太阳能光伏发电产品（包括电池、组件、系统）的研发、生产和销售。截至2015年3月底，公司持有正泰太阳能17.57%的股权。由于正泰太阳能对资金独立管理，同时没有单独的授信额度，公司以担保形式保证正泰太阳能融资需求。截至2015年3月底，公司对正泰太阳能担保总额为人民币12.34亿元及美元0.45亿元、欧元0.14亿元。

截至2015年3月底，正泰太阳能产能1.3GW，其中国内客户主要为正泰新能源（以市场价结算），国外客户主要通过代理商进行分销，需求较为稳定。截至2014年底，正泰太阳能总资产55.85亿元，所有者权益合计22.69亿元，2014年实现营业收入33.27亿元，利润总额0.56亿元，经营性净现金流11.72亿元。总体看，正泰太阳能经营情况良好，担保代偿风险相对较低。

荷兰公司为正泰太阳能全资子公司，主要从事太阳能电站的建设及运营后出售。目前荷兰公司经营两家光伏发电项目，分别位于罗马尼亚和保加利亚。截至2015年3月底，两家电站均已投入运营10个月以上。荷兰公司计划在两家电站正常经营达18月之后将其出售。截至2015年3月底，公司对荷兰公司担保1.40亿欧元和0.20亿美元，主要集中在保加利亚电站（该电站已于2013年上半年正式运营），担保期限15年，但荷兰公司出售该电站后，该笔担保会相应解除。截至2014年底，荷兰公司总资产16.50亿元（人民币，下同）、所有者权益合计2.44亿元；2014年实现营业收入1.86亿元，利润总额32万元。总体看，由于两家电站均已正常经营，有稳定现金流保证，同时公司出售电站的模式已有数次成功经验，有一定专业性保证，公司对荷兰公司担保的风险较低。

总体看，公司对外担保比率较高，主要集中于正泰太阳能及其全资子公司荷兰公司，有一定的或有负债风险。

截至2015年3月底，公司共获得银行授信225.09亿元，其中已使用100.11亿元，尚未使

用额度为124.98亿元，公司间接融资渠道畅通。子公司正泰电器为上市公司，公司具备直接融资渠道。

5. 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（自主查询版）（机构信用代码：G10330382000244608），截至2015年4月28日，公司本部无未结清和已结清不良信贷，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司是国内知名的电气制造企业，业务范围主要涵盖低压电器、输变电设备两大产业领域，是国内产品系列最全的电气制造商之一。基于公司自身经营和财务特点，以及公司所处行业发展状况的综合判断，公司整体抗风险能力强。

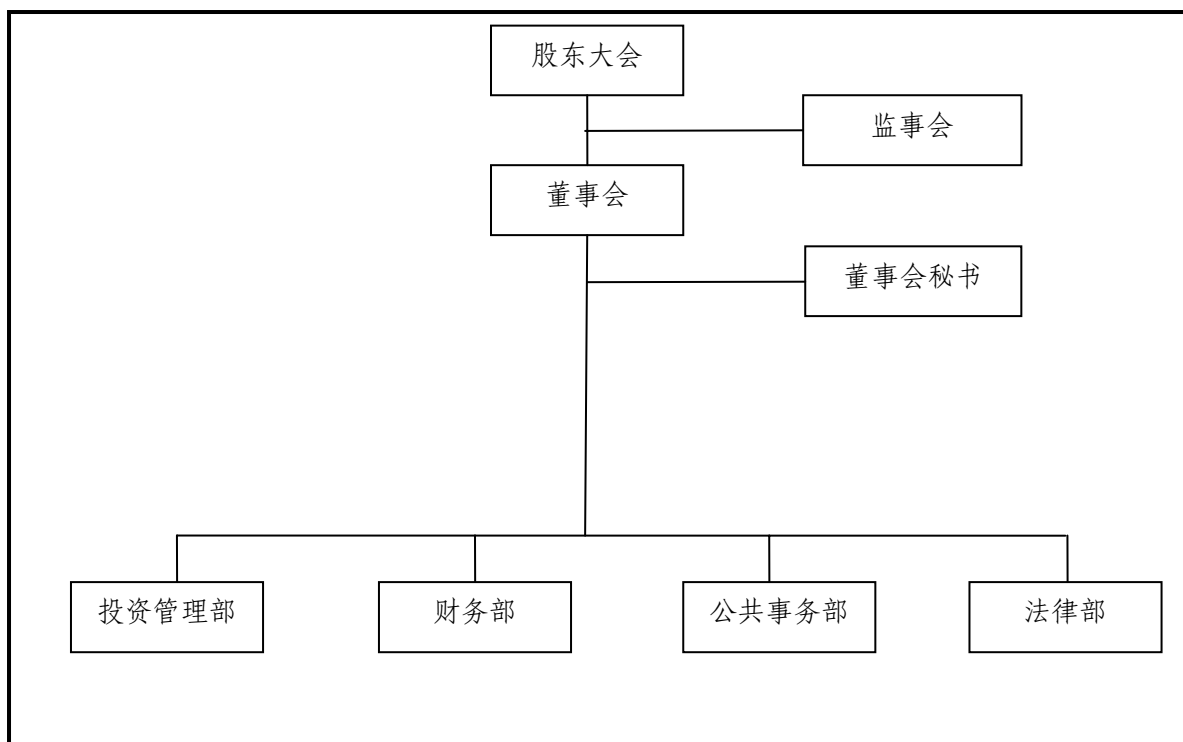
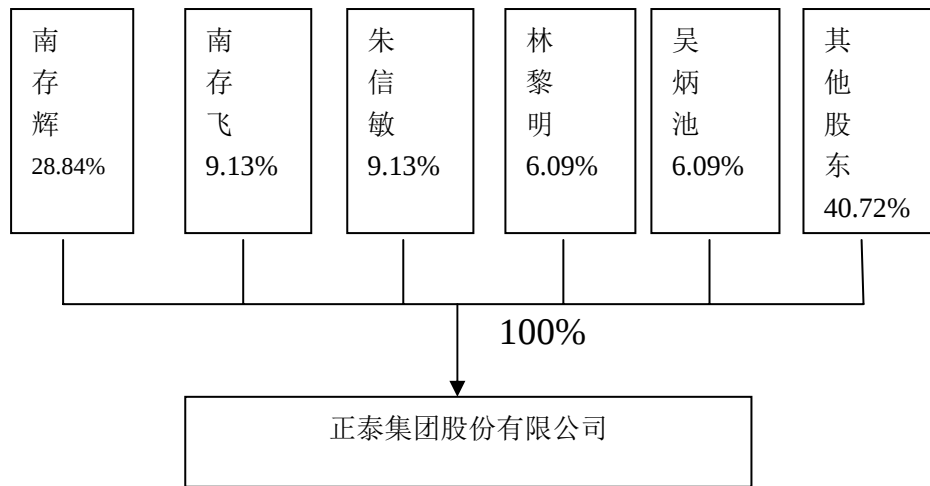
十、存续期债券偿债能力

截至2014年底，公司现金类资产62.77亿元（已剔除使用受限的货币资金2.89亿元），为待偿债券“14正泰CP001”的12.55倍，“15正泰CP001”的12.55倍。2014年，公司经营活动现金流入量为207.41亿元，为待偿债券“14正泰CP001”的41.48倍，“15正泰CP001”的41.48倍；同期公司经营活动现金流净额为21.60亿元，为待偿债券“14正泰CP001”的4.32倍，“15正泰CP001”的4.32倍。公司现金类资产及经营活动现金流对待偿还债券的保障能力强。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持正泰集团股份有限公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14正泰CP001”A-1、“15正泰CP001”A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图与组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	56.26	52.19	62.77	43.41
资产总额(亿元)	188.62	275.15	318.47	320.01
所有者权益(亿元)	79.68	92.94	107.50	110.27
短期债务(亿元)	29.86	49.01	61.90	63.12
长期债务(亿元)	29.42	55.99	61.60	69.72
全部债务(亿元)	59.28	105.00	123.50	132.84
营业收入(亿元)	148.10	166.29	187.75	31.65
利润总额(亿元)	14.86	19.07	20.99	3.34
EBITDA(亿元)	21.84	29.23	32.76	--
经营性净现金流(亿元)	24.29	9.52	21.60	-2.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.25	3.20	2.90	--
存货周转次数(次)	4.57	4.38	4.14	--
总资产周转次数(次)	0.79	0.72	0.63	--
现金收入比(%)	108.59	96.32	101.08	98.03
营业利润率(%)	27.25	30.14	30.25	31.71
总资本收益率(%)	11.01	10.63	10.02	--
净资产收益率(%)	15.00	16.85	15.92	--
长期债务资本化比率(%)	26.97	37.59	36.43	38.73
全部债务资本化比率(%)	42.66	53.05	53.46	54.64
资产负债率(%)	57.76	66.22	66.24	65.54
流动比率(%)	168.68	124.43	119.96	124.03
速动比率(%)	138.76	100.50	96.70	98.30
经营现金流动负债比(%)	31.09	7.78	15.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.53	5.44	5.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.71	3.59	3.77	--

注：1.公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

2.公司 2013 年 5 月份发行的 5 亿元短期融资券“13 正泰 CP001”和 2014 年 6 月发行的 5 亿元短期融资券“14 正泰 CP001”已计入全部债务中。

3.现金类资产中已剔除使用受限部分资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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+一年内到期的长期负债+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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息