

信用等级公告

联合[2016]2801号

联合资信评估有限公司通过对正泰集团股份有限公司及其拟发行的 2016 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

正泰集团股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

正泰集团股份有限公司

2016 年度第三期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年十二月八日



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) 85679223

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

正泰集团股份有限公司

2016 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还银行贷款

评级时间: 2016 年 12 月 8 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产(亿元)	55.60	72.18	53.22	50.64
资产总额(亿元)	274.56	364.44	420.93	465.44
所有者权益(亿元)	92.34	110.29	128.26	145.76
短期债务(亿元)	49.01	88.86	135.34	137.51
长期债务(亿元)	55.99	78.49	72.09	99.27
全部债务(亿元)	105.00	167.35	207.43	236.79
营业收入(亿元)	166.29	210.95	220.67	178.15
利润总额(亿元)	19.07	21.24	20.45	20.10
EBITDA(亿元)	26.34	36.29	38.68	--
经营性净现金流(亿元)	9.52	36.03	36.93	12.05
营业利润率(%)	30.14	28.91	28.94	28.20
净资产收益率(%)	16.96	15.44	12.85	--
资产负债率(%)	66.37	69.74	69.53	68.68
全部债务资本化比率(%)	53.21	60.28	61.79	61.90
流动比率(%)	124.43	119.91	100.40	111.04
经营现金流动负债比(%)	7.78	21.41	17.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.99	4.61	5.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.85	4.60	3.84	--

注: 1. 公司 2016 年三季度财务数据未经审计;
2. 公司对 2014 年审计报告做了追溯调整, 报告中 2014 年财务数据采用 2015 年期初的财务数据;
3. 公司其他流动负债中的短期融资券和超短期融资券已计入全部债务中;
4. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务;
5. 2016 年 9 月底权益中包含 5 亿元永续中票。

分析师

魏铭江 姜雨彤

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对正泰集团股份有限公司(以下简称“公司”或“正泰集团”)的评级反映了公司作为国内知名工业电器制造业企业之一, 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行业领先地位, 在技术研发、品牌知名度及营销网络方面具有比较优势。近年来公司业务规模不断扩大, 在原有业务板块经营情况良好情况下, 通过同一控制下控股合并, 新增新能源业务, 形成产业链发展优势, 带动收入持续增长, 整体盈利能力较强; 同时, 联合资信也关注到低压电器行业竞争激烈、债务负担较重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, 行业发展前景较好。公司完成重组后资产结构有所改善, 未来有望继续保持低压电器行业领先地位, 并进一步完善产业链, 提高综合竞争力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延支付等特点。联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债权相关特征接近。

公司经营活动现金流净额及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。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, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 公司业务范围涵盖低压电器、输配电设备、太阳能光伏发电等, 产品门类齐全, 产业链优势凸显, 综合配套能力强。
2. 公司建立了完善的购销网络体系, 原材料供应稳定, 主要产品市场占有率较高。

3. 公司研发实力强，获得多项专利授权；品牌知名度高，“正泰”商标是中国驰名商标。
4. 公司前三年经营基本稳定，2015 年新增新能源业务，收入规模扩大，整体盈利能力较强。
5. 公司经营活动现金流净额及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

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. 公司负债规模增长较快，债务负担较重。
3. 光伏行业周期性以及政策的稳定性对公司新能源业务有一定影响，未列入名录的应收补贴回收存在不确定性。
4. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延支付等特点。

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、正泰集团股份有限公司 2016 年度第三期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

正泰集团股份有限公司

2016 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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 2016 年 9 月底，公司注册资本 15 亿元，股东为南存辉等 125 名自然人，其中南存辉持股 31.10%，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 120 人合计持股 38.46%。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，公司实际控制人为南存辉。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，股票简称“正泰电器”，股票代码 601877，截至 2016 年 9 月底，正泰集团持股 64.73%。

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

规禁止、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）

公司下设办公室、战略投资部、人力资源部、法务部、知识产权部和财务部 6 个职能部门。

截至 2015 年底，公司资产总额 420.93 亿元，所有者权益合计 128.26 亿元（含少数股东权益 54.74 亿元）；2015 年公司实现营业收入 220.67 亿元，利润总额 20.45 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 465.44 亿元，所有者权益合计 145.76 亿元（其中少数股东权益 59.44 亿元）。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 178.15 亿元，利润总额 20.10 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。

二、本期中期票据概况

公司本期计划注册中期票据 5 亿元，本期拟发行 2016 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 5 亿元，发行募集资金将全部用于偿还银行借款。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定的特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率

计息。本期中期票据前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前3个计息年度内保持不变。自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。前3个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为集中簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间可按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期

利息以及已经递延的所有利息及其孳息：①向普通股股东分红；②减少注册资本。如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前5个工作日披露《递延支付利息公告》。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，在第4个计算年度至6个计算年度内保持不变，此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）考虑到利息递延时的惩罚，即每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息，从成本角度分析，公司递延利息支付的可能性不大。另外，本期中期票据除发生向普通股股东分红和减少注册资本情况，可递延支付利息且递延次数不受限制。从近年经营业绩角度看，公司重要经营业务板块低压电器主要经营子公司浙江正泰电器股份有限公司（以下简称“正泰电器”，股票代码：601877）近年来经营情况稳定，2014~2015年分别实现营业收入210.95亿元和220.67亿元；利润总额分别为21.24亿元和20.45亿元。根据正泰电器的对外公告，2009年以来，正泰电器每年均根据自身情况进行分红，具体分红情况如下表：

表1 2009年以来正泰电器分红情况

年度	分红方案	登记日	除权日	红股上市日
2016 中期	10 派 3 元 (含税)	2016-09-13	2016-09-14	
2016	10 派 2 元 (含税)	2016-05-23	2016-05-24	
2015 中期	10 派 6 元 (含税)	2015-10-13	2015-10-14	
2014	10 转增 3	2015-05-20	2015-05-21	2015-05-22

	股派 3 元 (含税)			
2014 中期	10 派 5 元 (含税)	2014-09-29	2014-09-30	
2013	10 派 6 元 (含税)	2014-04-28	2014-04-29	
2013 中期	10 派 4 元 (含税)	2013-09-25	2013-09-26	
2012	10 派 6 元 (含税)	2013-05-03	2013-05-06	
2012 中期	10 派 2.9 元 (含税)	2012-09-28	2012-10-08	
2011	10 派 7 元 (含税)	2012-04-10	2012-04-11	
2010	10 派 4 元 (含税)	2011-06-03	2011-06-07	
2009	10 派 2 元 (含税)	2010-05-27	2010-05-28	

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总体看，作为公司重要业务低压电器业务主要经营子公司，正泰电器近年来收入和利润规模保持增长，经营业绩良好，未来持续分红的可能性大。因此，从经营层面上看公司递延支付利息可能性小，本期中期票据与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延支付等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债权相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，中国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年

增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，中国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，中国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，中国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，中国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8

月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，中国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革

和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域环境

公司的核心产业主要为低压电器制造业、新能源、输配电设备制造业，三项业务的产品销售收入占公司 2015 年主营业务收入（不包含内部抵消）的 54.10%、25.15%和 23.04%。

1. 低压电器行业

行业整体概况

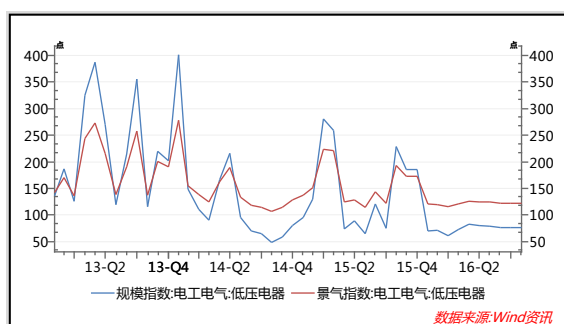
按照国家标准，低压电器包括适用电流在交流 1000V、直流 1500V 以下的电器线路中用于电能分配、电路连接、电路切换、电路保护、控制及显示的各类电器元件和组件。各类低压电器主要应用于：工厂、商场、住宅等工业、商用及民用建筑中的配电系统；机床等各类工业设备的电控制部件；电网的配套设施。由于低压电器的应用面极广，因此其属于支持国民经济发展的基础产品。

低压电器产品的种类繁多，按用途可分为配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器五大类。

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。2013~2015 年，中国全社会固定资产投资增速有所放缓，2015 年全年全社会固定资产投资（不含农户）551590 亿元，同比名义增长 10%，扣除价格因素，实际增长 12%，较上年下降 3 个百分点，2016 年 1-10 月份，中国固定资产投资（不含农户）484429 亿元，同比名义增长 8.3%，从环比速度看，10 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.58%。受以上因素影响，加之 2014 年以来受

宏观经济环境向弱，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。2015 年两项指数均有呈现波动回暖趋势并于 10 月达到高点，此后持续下降。2016 年两指数呈平缓趋势。

图1 2013年1月至2016年10月中国低压电器指数



资料来源：Wind资讯

行业竞争格局

在全球范围内，低压电器行业是一个充分竞争、市场化程度较高的行业，形成了跨国公司与各国国内本土优势企业共存的竞争格局。

中国是全球增长最为迅速的低压电器市场，庞大的经济总量和辽阔的经济区域使得对各层次低压电器产品均存在较大需求，因此中国低压电器行业呈现竞争较为分散、市场集中度不高的特点，行业中绝大多数是缺乏规模和核心竞争力的中小型企业。同时，在中国低压电器市场庞大需求总量和快速增长趋势下，全球主要低压电器生产企业通过建立区域工厂、并购国内企业或设立销售代理的方式基本已进入中国市场。

就竞争格局而言，全行业可区分为三类竞争企业：（1）产品门类齐全，相互间进行全方位竞争的企业；（2）专注于若干子产品，参与行业局部竞争的企业；（3）无明显产品优势和特点的中小型企业。从数量上而言，第三类企业占据绝大多数，同质化竞争严重。

低压电器产品由于种类繁多，单一或部分子产品分类绝对市场容量较小，因此就产销量

而言，位居市场前列的均为提供齐全产品种类的制造商，如以浙江正泰电器股份有限公司（正泰集团股份有限公司下属子公司）、德力西电气有限公司为代表的本土企业和以 ABB、施耐德电气、罗格朗、西门子为代表的跨国公司。其中，正泰电器等国内企业相比较跨国公司拥有植根本土的营销网络 and 成本优势，并且近年不断集中资源进行研发投入，技术差距迅速缩小；而跨国公司则在技术、品牌、资金方面具备较强竞争力。

行业需求分析

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器具备稳定的市场需求。

细分而论，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的，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。

2015 年，中国经济进入“新常态”，电力需求增长远低于预期，全社会用电量 55500 亿千瓦时，同比增长 0.5%。中国全口径发电装机容量达到 15.08 亿千瓦，同比增长 10.5%。2016 年 1~9 月，中国全社会用电量累计 43885 亿千瓦时，同比增长 4.5%；同期，中国电源新增生产能力（正式投产）7270 万千瓦。国家能源局 2016 年 11 月召开的《电力发展“十三五”规划》新闻发布会预期，2020 年全社会用电量 6.8~7.2 万亿千瓦时，年均增长 3.6~4.8%，中国发电装机容量 20 亿千瓦，年均增长 5.5%，人均装机突破 1.4 千瓦，人均用电量 5000 千瓦时左右，接近中等发达国家水平。城乡电气化水平明显提高，电能占终端能源消费比重达到 27%。

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2015年底，中国总电力装机容量15.08亿千瓦，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90.48亿件。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。

综合看低压电器的市场需求，一方面近年经济放缓使得新增需求低于预期，另一方面未来电气化水平提高的预期以及存量更新对需求存在保障。

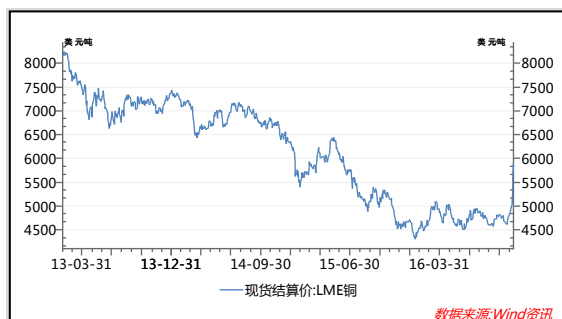
行业关注

成本控制

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%。

受经济不景气影响，铜期货价格由2013年1月的8170美元/吨波动下降至2014年3月的6498美元/吨，铜价虽于此后有所回升至2014年9月的7159美元/吨，但总体呈大幅下降趋势，并于2016年1月降至低点4365美元/吨。2016年以来，铜期货价格有所回暖，截至2016年11月10日，铜期货价格为5619美元/吨。

图2 2013年1月以来英国LME铜现货结算价
(单位：美元/吨)



数据来源：Wind资讯

白银期货价格近几年呈波动较大。2013年上半年，白银期货价格快速下降，由2013

年1月初的32.03美元/盎司降至2013年6月底的18.61美元/盎司，此后白银期货价格小幅回升至2013年8月底的24.29美元/盎司，自此后白银期货价格波动下降至2016年1月的14.38美元/盎司。2016年白银期货价格呈现上升趋势，于2016年8月升至高点20.51美元/盎司，截至2016年11月10日，银期货价格报18.75美元/盎司。

图3 2013年1月以来伦敦现货白银价格

(单位：美元/盎司)



数据来源：Wind资讯

2013~2015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。2016年以来，上述原材料价格有上升趋势，对低压电器制造商的成本有一定冲击。

2. 新能源行业

2011年以来，光伏产业进入景气度下行阶段，光伏产品价格持续下跌，晶硅组件价格从2011年初的1.6美元/瓦下降到2012年底的0.65美元/瓦，价格已跌破众多中小企业的成本价。2013年，受补库存以及新兴区域需求增加影响价格略有回升，但是价格仍然偏低，企业盈利水平较差。根据solarzoom（光伏太阳能网）数据，2013年下半年，多晶硅和单晶硅价格略有回升并企稳，晶硅电池组件稳定在0.7美元/瓦。由于多晶硅价格持续在低位运行，加上国外多晶硅企业的低价倾销，国内多晶硅企业面临经营压力较大。2014年以来光伏行业产品市场景气度低迷，多晶硅、单晶硅和晶硅电池组价格持续走低。在光伏产业陷入

低迷的背景下，国家陆续推出光伏支持政策，国内电站建设逐步进入实质性发展阶段，目前光伏电站成为光伏产业链中盈利能力最强的环节。

2015年以来中国光伏产业回暖，多晶硅产量超过16.50万吨，同比增长21%，产业集中度逐步提升，光伏协会统计的37家硅片企业平均产能利用率为94%，光伏组件全年产量超过43GW，同比增长20.8%。2015年中国光伏新增装机15GW，连续三年新增装机超过1000万千瓦，太阳能发电新增装机创历史新高，累计装机约43GW，累计装机容量已跃居世界首位，其中地面电站占比约84%，分布式电站占比约16%。

2015年，光伏企业的发展呈现出几个趋势：

（1）发电成本下降，中国光伏发电实际成本从2014年到2015年下降超过20%，光伏初始投资从1万元/千万时降到8000元/千万时以内，同时融资成本2015年连续下降使得中国制造成本介于每瓦58-68美分之间，而同时欧洲、美国以及日本制造成本每瓦超过80美分，发电成本下降使得中国光伏企业有一定国际竞争力；（2）企业扭亏为盈，2015年从33家通过规范条件的光伏组件企业经营情况看，仅有4家亏损，平均利润达4.7%；（3）“走出去”战略，2015年全球前九位领先太阳能组件制造商中，中国占据7位，多家企业通过兼并重组方式在海外设厂。

同时，光伏行业存在的问题也暴露明显，欧美针对中国的“双反”愈演愈烈直接导致中国光伏出口额下降；补贴拖欠一定程度上影响光伏企业的效益，拖欠原因主要受到可再生能源附加费限制以及补贴发放程序制约。

政策方面，2013年7月，国务院办公厅下发《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》，不仅将《可再生能源发展十二五规划》中光伏发电的目标调整为35GW，更明确了分布式发电、光伏电站建设和国际市场的递进发展思路。为落实上述政策，国家发改委于当年

8月发布《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》确认对光伏电站实行分区域的标杆上网电价政策，以及对分布式光伏发电项目实行按电量进行电价补贴的政策。在国家发布0.42元/度的分布式光伏补贴标准之后，各地区为了进一步刺激分布式光伏建设积极性，也纷纷出台省级、市级等补贴政策。

2015年国家能源局通过《关于下达2015年光伏发电建设实施方案的通知》，提出2015年中国新增光伏电站规模为1780万千瓦，规模内的项目具备享受国家可再生能源基金补贴资格。2015年12月，国家能源及相关机构印发《关于征求太阳能利用“十三五”发展规划意见的函》。根据规划，到2020年底，太阳能发电装机容量达到160GW，年发电量达到1700亿千瓦时。2015年12月，国家发改委发布《关于完善路上风电、光伏发电上网标杆电价政策的通知》发改价格【2015】3044号文件，根据政策2016年1月1日起新备案的光伏项目电站将执行一类0.8元/度，二类0.88元/度，三类0.98元/度上网标杆电价。2016年1月，财政部发布《关于组织申报可再生能源电价附加资金补助目录的通知》（财办建【2016】9号），要求各省级财政、价格、能源主管部门和国家电网公司、南方电网公司组织申报第六批可再生能源电价附加资金补助表目录。

总体看，中国光伏发电行业受到国家政策支持力度强，随着产业结构不断调整和行业不断规范，中国光伏行业有一定发展前景。同时，联合资信也注意到贸易壁垒、补贴政策的稳定性、补贴拖欠等问题对光伏行业的影响。

3. 输变电设备制造行业

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。2015年中国电网工程建设完成投资4603亿元，同比增长11.7%，为2010年以来最快增速。从电力系统内部投资结构来看，过去一年电网工程建设投入超过电源建设79亿元，占电力基本建设投资完成额的比重达52.9%，同比近乎持平。这也是十二五以来电网建设投入第三次超过电源建设投入。

随着智能电网建设的持续推进，电网功能将会发生深刻变化，它能够综合配置能源、信息等各类资源，重构广泛互联、高度智能以及开放互动的能源供应网络，并为智能家居、智能社区、智慧城市等提供支撑保障。

“十三五”期间，中国将进入智能电网建设的引领提升阶段，电网投资仍将保持在高位，国网公司2016年工作会议明确，2016年国家电网公司电网建设计划投资4390亿元，投资重心仍然是特高压、配电网和智能化。电网的全面升级将强力拉动特高压电网装备、柔性交直流输电、智能配电网、微电网、智能用电服务等快速发展。

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。

4. 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，以名列中国民营企业500强前10位的正泰集团和德力西控股集团为代表。2015年，乐清市全市地区生产总值（GDP）为766.82亿元，较上年增长8.6%，年均增速8.3%。其中第一、二、三产业增加值分别为20.40亿元、390.97亿元、355.46亿元，分别增长3.6%、6.4%、11.7%。三次产业结构从2014年的2.8:53.6:43.6调整为2015年的2.7:51.0:46.4。

2015年，乐清市完成限额以上固定资产投资555.15亿元，比上年增长14.3%，其中房地产投资80.48亿元，比上年下降4.4%。全市工业性固定资产投资222.01亿元，比上年增长18.2%，其中工业技改投入181.69亿元，比上年增长22.5%，占工业投资比重达81.8%，比重同比提升2.9个百分点；电气机械及器材制造业投资累计完成81.78亿元，比上年增长13.4%，占制造业投资的比重高达43.9%；但计算机、通信和其他电子设备制造业投资出现增速下滑的趋势，完成26.52亿元，比上年下降26.4%；基础设施投资122.85亿元，比上年增长28.6%，在浙江浙能温州发电有限公司、乐清市正泰光伏发电有限公司等下属的5个亿元以上大项目的拉动下，电力、燃气及水的生产供应业投资34.96亿元，比上年增长39.8%。

2015年，乐清产业结构实现新优化，现代服务业发展加速，三产占比达46.4%，年均提高1.9个百分点。电气产业成为温台地区首个千亿级产业集群，创成国家级科技孵化器、国家低压电器产品质量监督检验中心，新增高新技术企业93家，成为全省首批两化深度融合国家综合性示范区。“四换三名”“三转一市”深入开展，正泰、华仪入选省“三名”培育试点企业，正泰获得温州市首个“浙江制造”认证产品。

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

1. 产权状况

截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 15 亿元，股东为南存辉等 125 名自然人，公司实际控制人为南存辉。

2. 企业规模

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。目前，公司在中国拥有 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。

3. 人员素质

截至 2016 年 9 月底，公司拥有高层管理人员 10 人，均在公司工作多年，具有丰富的管理工作经验和深厚的专业技术背景，整体素质高。

公司董事长南存辉，男，1963 年出生，硕士研究生学历，高级经济师。现任公司、浙江正泰电器股份有限公司（以下简称“正泰电器”）、浙江正泰电气股份有限公司（以下简称“正泰电气”）及浙江太阳能科技有限公司董事长等职务。南存辉先生是第九届、十届、十一届中国人大代表，中国政协十二届中国委员会常务委员、中华全国工商业联合会常委，同时担任中国工业经济联合会主席团主席、浙江省工商联主席、中国机械工业联合会副会长、中国电器工业协会副理事长、中国青年企业家协会副会长、西北大学兼职教授等社会职务。

公司董事、总裁南存飞，男，1969 年出生，硕士研究生学历，工程师，高级经济师。曾担任公司董事、执行总裁，正泰电气总裁、副董事长等职务。现任公司董事、总裁，正泰电气副董事长、正泰电器董事。南存飞先生目前担任上海市政协委员、上海市工轻联副会长等社会职务，曾获“首届浙江省优秀创业企业家”等荣誉。

公司其余高级管理人员均为大专及以上学历，并在同行业从业多年，具有深厚的专业知识和丰富的管理经验。

截至 2016 年 9 月底，公司合并范围拥有员工 29443 人。按照文化素质划分，初中及以下学历占 26.08%，高中及中专学历占 31.17%，大专学历占 16.88%，本科及以上学历占 25.87%；按照岗位划分，管理人员占 7.25%，研发人员占 12.48%，生产人员占 59.13%，销售人员占 5.44%，其他岗位占 15.70%；按年龄构成划分，30 岁以下占 53.80%，30~50 岁占 43.98%，50 岁以上占 2.22%，公司人员结构符合行业特点。

总体看，公司高层领导大多具有深厚的专

业技术背景和丰富的管理经验；公司员工生产人员所占比重高，符合公司主要经营业务的特点。

4. 技术水平

公司高度重视技术创新，并建立了完善的研发体系，购进先进的研发支持设备，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。公司共有四大系列产品跻身“中国名牌”，其中“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。

公司技术中心于 2007 年被国家发改委等五部委认定为国家级企业技术中心。2007 年，公司与全球权威的测试与认证机构—荷兰 KEMA 合作组建国内惟一的 KEMA 低压电器测试机构；2009 年，公司与上海电器科学研究所合作组建上海电科电器科技有限公司，整合上海电器科学研究室在低压电器领域的研发资源。

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。

总体看，公司技术水平先进，研发实力强。

5. 外部环境

公司主要生产基地位于温州、杭州、上海三地。长三角地区是中国经济最活跃的地区之一，加工制造业发达，中小企业众多，为公司采购原材料、配件、招聘员工及进一步拓展产业链创造了便利条件。公司最重要的生产基地所在地浙江省乐清市是中国最大的低压电器生产基地，云集了上千家生产各式低压电器元件的企业，形成了完整的产业链。公司注重发展生产质量优良的外协合作企业，通过供应链的整合和紧密的技术、质量协同管理机制，使公司生产资源集中于制造核心部件，充分利用了乐清的产业集群效应，有效地提高了生产效率。

6. 外部支持

正泰集团股份有限公司技术中心于 2007 年被国家发改委、科技部、财政部、海关总署及税务总局认定为第十四批国家级企业技术中心。国家认定的企业技术中心（含分中心）根据《科技开发用品免征进口税暂行规定》（财政部海关总署国家税务总局[2007]第 44 号令），享受相关优惠政策。

公司多家子公司正泰电器、浙江正泰电源电器有限公司、浙江正泰机电电气有限公司、浙江正泰仪器仪表有限责任公司等通过高新技术企业认定，享受企业所得税按 15% 的税率计缴。

公司子公司浙江正泰新能源开发有限公司部分子公司因所投资光伏电站项目被列入《公共设施项目企业所得税优惠目录》（2008 版）而享受企业所得税“三免三减半”优惠政策。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照现代企业制度要求，依据《公司

法》和其他法律、法规，建立现代企业法人治理结构。公司设股东大会，是公司的权力机构。公司设董事会，由七名董事组成；公司设监事会，由三名监事组成。公司设总裁，负责主持公司的生产经营管理工作，并对董事会负责。

2. 管理水平

目前，公司已初步建成以资本为纽带的现代企业集团，本部无实际的生产经营业务，主要从事控股投资工作，本部以股权为纽带，控股、参股低压电器、输配电设备制造、仪器仪表、建筑电器、智能电网等相关领域的企业，本部的基本职能也从成员企业经营业务的指导转为资产管理、风险管控、产业群战略指引及新产业投资等。

资产管理方面，集团公司的首要职能是管理所持有的控股子公司、参股公司的股权，在不减弱对核心资产控制力的基础上，稳步提高集团所控制的资产额及所持股权的市场价值；保持合理的流动性，增强对新产业的投资、并购能力；在保证财务稳健的基础上，实现股东价值的最大化。

风险管理方面，集团各子公司因其行业地位和发展阶段各异，具有不同的资产负债状况和盈利能力。随着集团规模的不断扩大，成员企业将陆续增加，集团与成员企业之间、成员企业之间的资产关系将不可避免地趋于复杂，由此集团资产的系统性风险将随之逐渐累积。有鉴于此，集团公司作为子公司的控制人，其重要职能是建立有效的风险管控机制，从集团整体利益出发，监控、分析所控股、参股公司的资产负债、利润及现金流状况，甄别并及时隔离局部风险，适时剥离高危资产，使资产的风险程度始终处于一个可控的范围，以保证集团的财务稳健。

资金管理方面，（1）提供信贷资源，利用集团的高信用资质，建立与政策性银行、商业银行的深层合作关系，获取长期、低息的信贷资源，为各成员企业的发展提供低成本的资

金；（2）集团内部现金管理，建立统一信息化平台，及时获取集团公司及各成员企业账户的资金余额及交易信息，全面掌握集团资金动态和账务状况；加强对成员企业的现金预算及用途的监控、管理；推行精细化资金管理模式，实现集团内部的现金资源共享，以提高资金利用率，降低财务成本，保证现金流的健康运行。

人才管理方面，建立高端人力资源培训体系，形成“企业商学院”运行机制，为集团及各成员企业建立中高层管理人员储备库。

总体看，公司已建立了规范的法人治理结构，内部管理制度比较健全，建立了完善健全的资产管理、风险管理、资金管理、人才管理机制。

七、重大事项

2014年之前，正泰集团光伏产业经营主体为浙江正泰新能源开发有限公司（以下简称“正泰新能源开发”），主要从事国内光伏电站的开发、建设、运营、EPC工程总包；其原材料太阳能电池组件从同一控制下的公司太阳能科技有限公司¹（以下简称“太阳能科技”）购买，太阳能科技主要从事国外光伏电站的开发、建设、运营及太阳能电池组件的制造及销售业务。为避免同业竞争及关联交易，正泰集团计划将上述两公司纳入上市公司正泰电器中，本次重组分为两步：第一，正泰新能源开发收购太阳能科技，是为便于重组后正泰电器对光伏业务板块的经营管理而进行的架构调整；第二，正泰电器发行股份收购正泰新能源开发股权。

正泰新能源开发收购太阳能科技

截至2014年12月底，浙江正泰新能源投资有限公司²（正泰集团持股90%）持有正泰新能源开发77.77%股权，太阳能科技持有18.29%股

¹ 太阳能科技成立于2006年，为中外合资企业，截至2014年12月底，正泰集团合计持有太阳能科技股份36.34%，实际控制人为南存辉。2015年7月太阳能科技由中外合资变更为内资企业。

² 截至目前，正泰集团持有新能源投资95.52%股权，新能源投资于2016年10月21日更名为浙江正泰新能源技术有限公司。

权, 为避免整合完成后正泰新能源开发与太阳能科技之间存在交叉持股关系, 2015年7月, 太阳能科技向正泰集团转让其所持有的正泰新能源开发18.29%股权(转让价格3.99亿元)。2015年9月、10月、11月, 原太阳能科技的权益持有人或其亲属通过对正泰新能源开发直接或间接增资的方式, 改为持有正泰新能源开发的股权, 截至2015年11月18日, 正泰新能源开发经历几轮融资后注册资本由21.80亿元增至53.18亿元(其中正泰集团累计增资9.94亿元); 2015年11月, 正泰新能源开发以现金21.34亿元收购太阳能科技100%股权。截至2015年11月底, 太阳能科技资产总额75.13亿元, 所有者权益19.63亿元; 2015年前三季度实现营业收入43.93亿元, 营业利润1.83亿元, 利润总额2.03亿元。截至目前, 正泰集团直接与间接合计对正泰新能源开发持股58.07%。

正泰电器收购正泰新能源开发

正泰电器2016年6月28日披露了拟发行股份购买资产以及募集配套资金事项的相关事宜:

正泰电器拟通过发行股份的方式向正泰集团、浙江正泰新能源投资有限公司、上海联合投资有限公司、Treasure Bay Investments Limited、杭州浙景投资管理合伙企业(以下简称“杭州浙景”)、上海君彤鸿璟投资合伙企业(以下简称“君彤鸿璟”)等7家企业及南存辉等17位自然人购买其持有的正泰新能源开发85.96%的股权; 向南存辉等47位自然人购买其持有的乐清祥如投资有限公司(以下简称“乐清祥如”)100%股权, 向徐志武等45位自然人购买其持有的乐清展图投资有限公司(以下简称“乐清展图”)100%股权, 向吴炳池等45位自然人购买其持有的乐清逢源投资有限公司(以下简称“乐清逢源”)100%股权, 向王永才等16位自然人购买其持有的杭州泰库投资有限公司(以下简称“杭州泰库”)100%股权, 乐清祥如、乐清展图、乐清逢源、杭州泰库合计持有正泰新能源开发14.04%股权。本

次交易完成后, 正泰电器将直接及间接持有正泰新能源100%股权; 同时正泰集团持有正泰电器的股权将由64.96%降至56.20%³, 仍为正泰电器控股股东; 南存辉持有正泰电器股权由5.67%降至5.21%, 仍为正泰电器实际控制人。根据坤元评估出具的评估报告, 截至2015年11月30日, 正泰新能源开发85.96%股权的账面价值52.07亿元, 评估值81.01亿元, 评估增值55.59%。

正泰电器与除海君彤鸿璟投资合伙企业(有限合伙)、杭州浙景、君彤鸿璟之外的本次发行股份购买资产交易对方签订的《盈利补偿协议》以下简称“协议”), 业绩补偿承诺方承诺正泰新能源开发2016年、2017年、2018年合并报表口径扣除非经常性损益后的净利润分别不低于70101.00万元, 80482.00万元和90006.00万元。

根据协议, 正泰新能源开发实际净利润在利润补偿期间内未达到预测净利润的, 上市公司将以人民币1.00元总价向业绩补偿承诺方定向回购其当年应补偿的股份数量, 并依法予以注销。

同时上市公司拟发行股份募集配套资金不超过43.60亿元, 不高于本次拟购买资产交易价格的100%, 拟投入国内外光伏电站项目、国内居民分布式光伏电站项目及智能制造应用项目。

2016年9月8日, 公司重大资产重组经中国证监会上市公司并购重组审核委员会2016年第66次会议审核通过。由于本次重大资产重组需履行的商务部门审批事项的具体办理程序因政策调整等原因尚需与主管部门进一步明确, 并待明确后方可实施本次重大资产重组。为此, 经公司第七届董事会第五次会议审议, 公司向中国证监会申请中止审查本次重大资产重组。

公司于2016年11月20日披露的《浙江正泰电器股份有限公司关于调整重大资产重

³ 未考虑募集的配套资金。

组方案的公告》公布对上述收购新能源开发方案进行调整，调整后，交易对方由正泰集团等 7 家企业及南存辉等 165 位自然人调整为正泰集团等 7 家企业及南存辉等 161 位自然人，原交易对方钱秀兰、Zhixun Shen、Xindi Wu、HONG, Frederick Wing Wah 不再作为本次发行股份购买资产的交易对方；本次发行股份购买资产的范围由新能源开发 100%的直接和间接权益调整为新能源开发 99.44%的直接和间接权益，交易作价相应由 94.24 亿元调整为 93.71 亿元，发行股份数量（不含配套募集资金）由 5.66 亿股调整为 5.63 亿股。

同时，公司于 2016 年 11 月 20 日披露的《浙江正泰电器股份有限公司关于向中国证监会申请恢复重大资产重组审查事项的公告》披露，公司收到中华人民共和国商务部出具的《商务部关于原则同意 Treasure Bay Investments Limited 战略投资浙江正泰电器股份有限公司的批复》，商务部已原则同意

Treasure Bay Investments Limited 以其持有的浙江正泰新能源开发有限公司的股权认购正泰电器非公开发行的股份。公司向中国证监会申请恢复审查本次重大资产重组，并于 2016 年 11 月 28 日的公告披露称，收到《中国证监会行政许可申请恢复审查通知书》（160784 号），同意公司恢复发行股份购买资产的审查申请。

联合资信将对以上事项持续关注。

八、经营分析

1. 经营现状

2014 年以前，公司主营业务为低压电器和输配电设备的生产与销售，2015 年公司同一控制下合并太阳能科技使得新能源业务成为占比第二的业务板块。2015 年公司收入（抵消前）构成中，低压电器、输配电和新能源分别占比 54.10%、23.04%和 25.15%。

表2 2013年~2016年3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			2016 年 1-9 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
低压电器	117.38	72.08	31.73	125.32	67.84	33.34	117.07	54.10	35.07	87.21	50.57	34.00
输配电	43.29	26.58	22.59	46.23	25.03	21.73	49.86	23.04	22.23	39.75	23.05	19.56
新能源	5.35	3.29	45.98	14.74	7.98	30.83	54.42	25.15	19.99	50.87	29.50	22.04
其他	2.69	1.65	29.74	3.12	1.69	29.44	3.11	1.44	30.53	2.38	1.38	29.11
内部抵消	-5.86	-3.60	--	-4.69	-2.54	--	-8.08	-3.73	--	-7.76	-4.50	--
合计	162.85	100.00	30.87	184.72	100.00	30.99	216.38	100.00	29.55	172.45	100.00	28.61

资料来源：公司提供

注：2015 年公司因合并太阳能科技对新能源板块的收入进行追溯调整，表中 2014 年新能源板块收入未做追溯调整。

2013~2015 年，公司主营业务收入年均复合增长 15.27%。2013、2014 年，公司推进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，保持了传统低压电器和输配电业务的增长；其中低压电器作为工业资本品，在中国经济进入增速放缓以及需求乏力的影响下，收入有所波动，2015 年实现收入

117.07 亿元，同比下降 6.58%。2015 年，新能源业务成为收入重要支撑点，弥补了低压电器收入下降带来的缺口，同时带动了 2015 年收入的增长，当年新能源实现主营业务收入 54.42 亿元，同比增长 269.20%。2016 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 172.45 亿元，较上年同期的 125.19 亿元有所增加。

从收入构成上看，2013、2014年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，低压电器业务收入占公司主营业务收入总额比重分别为72.08%和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26.58%和25.03%。2015年，新能源业务的增加使得低压电器和输配电业务占主营业务收入总额的比重分别下降至54.10%和23.04%，新能源业务占比25.15%。2016年1~9月，公司主营业务收入中低压电器、输配电和新能源占比分别为50.57%、23.05%和29.50%。

从产品毛利率情况看，2013、2014年，公司传统业务主要原材料铜、银、钢材等采购成本不断下降，产品结构得以优化，同时，公司不断开拓北美市场，出口产品盈利能力不断提高，公司综合毛利率上升，两年分别为30.87%和30.99%；2015年毛利率较低的新能源业务并入使得综合毛利率下降至29.55%。分产品毛利率来看，2014年以前公司综合毛利率主要由低压电器和输配电业务的毛利率决定，低压电器业务毛利率较输配电业务毛利率高约10个百分点，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成本；新能源板块的毛利率在2015年同比下降较大主要因毛利率较低的晶硅组件业务大幅增加所致。2016年1~9月，公司实现综合毛利率28.61%，较2015年下降

5.43个百分点。

总体看，近年来公司营业收入不断增长，综合毛利率波动下降，但盈利能力仍保持同行业较强地位。

2. 低压电器业务

公司低压电器业务的经营主体是正泰电器。正泰电器成立于1997年8月，注册资本10.05亿元，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，主要产品包括配电电器、终端电器、电源电器等。近年来，受到宏观经济和固定资产投资增速放缓影响，正泰电器收入呈波动下降趋势，2013~2015年，正泰电器低压电器业务收入年均复合下降0.13%，2015年实现收入117.07亿元。2016年1~9月，公司低压电器业务实现收入87.21亿元，同比增长1.29%，为2015年全年的74.49%。

截至2015年底，正泰电器资产总额121.11亿元，所有者权益71.11亿元（其中少数股东权益4.06亿元）；实现营业收入120.26亿元，利润总额21.95亿元。

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，主要原材料占生产成本比重约为40%。

表3 低压电器业务原材料采购情况

主要原材料		采购量（吨）				采购价格（万元/吨）			
名称	2015年占成本比重（%）	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
银	9.50	157.00	174.22	155.43	125.96	469.16	401.76	340.40	374.58
铜	16.16	22957.07	23429.62	21894.46	19466.35	5.31	4.91	4.11	3.67
钢材	3.57	64695.03	63588.36	60253.40	51776.75	0.49	0.44	0.33	0.34
塑料	12.65	47711.23	51835.78	47591.76	40323.61	1.50	1.48	1.48	1.42

资料来源：公司提供

从采购模式上看，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，以前者为主。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。2015年两种采购模式占比分别为88%和12%。

在供应商集中度方面，2015年正泰电器银前5位供应商占公司银采购量总额的94.56%；铜件前5位供应商占公司铜件采购总额的80.19%；铜铁件前5位供应商占公司铜铁件采购总额的24.75%；塑料原料前5位供应商占公司塑料原料采购总额的98.82%。总体看，正泰电器原材料供应商集中度较高，近几年正泰电器原材料供应商基本保持稳定，保证生产原料供应的稳定。

从采购价格来看，铜、银、钢材及塑料等主要原材料占低压电器业务生产成本比重较高，当原材料价格出现较大幅度波动时，公司收益将受到直接影响。2013~2015年，正泰电器主要原材料价格均呈现下降趋势，2015年主要原材料产品价格处于近3年低位，银采购价格由2013年的469.16万元/吨降至340.40万元/吨，铜采购价格由5.31万元/吨降至4.11万元/吨，钢材采购价格由0.49万元/吨降至0.33万元/吨，塑料采购价格由1.50万元/吨降至1.48万元/吨。原材料价格下行有利于公司生产成本控制及利润空间增长，公司低压电器板块毛利率从2013年的31.73%上升至2015年的35.07%。2016年1~9月，银和钢材采购价格分别上升至374.58万元/吨和0.34万元/吨，其余原材料价格继续下行。未来原材料产品价格存在反弹的可能性。但公司具备较强的议价能力，同时公司可凭借规模化生产优势，并通过与供应商建立战略联盟关系，在一定程度上可转移部分成本上涨压力，适当规避原材料价格上升风险。

从结算方式看，正泰电器对上游的付款期限一般为90天和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

公司生产模式为存货生产和订单生产结合，其中存货生产模式为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；订单生产模式为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。2015年两种生产模式占比分别占比88.50%和11.50%，以存货生产模式为主。

正泰电器主要生产基地位于浙江省乐清市，在低端产品领域，正泰电器利用乐清市的产业集群效应，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。2015年，正泰电器研发支出总额占其营业收入比重为4.17%。

正泰电器共生产420个系列，15692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。2013~2015年，正泰电器主要产品产能分别为44941.08万台、46866.11万台和43493.44万台；实现产量分别为44116.09万台、45995.15万台和44299.65万台，产销率分别为97.44%、101.38%和101.32%；出口方面，出口量与出口额均有所上升，但占比仍较低。2016年1~9月，正泰电器实现产量38861.75万台，为2015年全年的87.72%。

表4 低压电器板块产品产销情况

（单位：万台、万元）

产品		2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
低压电器	产量	44116.09	45995.15	44299.65	38861.75
	销量	42985.38	46629.48	44882.87	40599.96
	出口量	3498.78	3621.90	3802.95	3380.55
	出口额	73316.72	90763.00	127271.77	100741

资料来源：公司提供

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%。分销模式分为区域授权分销和项目经营模式，其中区域授权分销即通过对各区域市场容量和竞争状况等要素，以区域为单元对一家或若干家经销商授权销售；项目经营模式即针对招标项目单独采取项目授权方式，由本区域经销商或引入有资质的自然人进行项目开拓与维护。正泰电器在华东、东北、华北、山东、中原、中南、华南、西南、西北、新疆、上海、云贵、甘宁、广西等区域建立办事处，主要负责落实营销策略、政策和计划。在省级和重要城市或地区，经销商在办事处的协助下，建立起产品营销平台，负责区域范围内的产品营销。分销商则构建起了以地级城市为重点，以县级市为辐射点的最后一层营销网络。直销模式是根据正泰电器发展的不同阶段，按照营销规划和营销升级的要求，针对重点工业客户和有重大影响力的行业客户由公司销售人员组建项目团队进行拓展与维护。

从销售区域上看，正泰电器以国内销售为主，国内销售额占销售收入比重的90%以上。国内销售方面，正泰电器销售客户在华东、华中、华北和华南等地区均有分布，其中华东地区是低压电器产品的主要销售地区，2015年该地区实现销售收入占国内销售比重为44.82%。

从销售集中度看，2013~2015年，正泰电器前五名经销商合计销售收入占比分别为8.13%、9.08%和6.14%，销售集中度不高。

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，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，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、高压开关、电容器、电线电缆等。

表5 正泰电气2015年财务情况

（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
正泰电气	47.29	14.53	50.23	2.13

资料来源：正泰电气2015年审计报告

原材料采购方面，正泰电气输配电生产所需原材料主要包括铜材和硅钢片等，其中铜材包括铜箔、铜排和铜母线等。2013~2015年，铜的采购价格波动价格的下跌，占正泰电气的生产成本比重呈上升趋势；同期硅钢片的采购价格呈波动上升趋势，占生产成本比重也同趋势变动；受上述因素影响，输配电业务毛利率近三年总体呈波动下降趋势，2015年为22.23%。2016年1~9月，主要原材料价格均中铜材的采购均价下降至3.65万元/吨，硅钢片的价格保持不变。

表6 输配电业务主要原材料情况

（单位：吨、万元/吨、%）

原材料		2013 年	2014 年	2015 年	2016年 1~10月
铜材	采购量	17014	19409	28760.75	32216.62
	采购价格	4.63	4.34	4.48	3.65
	占生产成本比	26.88	27.58	36.02	42.03
硅钢片	采购量	7065	7684	5821.55	10105.35
	采购价格	1.31	1.17	1.37	1.37
	占生产成本比	4.05	4.78	4.65	4.93

资料来源：公司提供

正泰电气主要原材料供应商集中在华东、华南地区，主要原材料供应商集中度高。2015年正泰电气铜杆前5位供应商占公司铜杆采购量总额的83.44%；硅钢片前5位供应商占公司硅钢片采购总额的95.59%。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。

表7 2015年输配电业务主要原材料供应商情况

公司名称	占采购成本比重
宁波市江北太创铜线有限公司	31.36%
无锡凌峰材料科技有限公司	22.15%
无锡市凌峰铜业有限公司	12.86%
江苏泰富金属材料有限公司	10.44%
无锡锡洲电磁线有限公司	6.63%
合计	83.44%
上海宝钢钢材贸易有限公司	47.19%
武汉润欣电气有限公司	41.45%
无锡巨龙硅钢片有限公司	3.41%
无锡普天铁心股份有限公司	2.64%
首钢股份公司迁安钢铁公司	0.90%
合计	95.59%

资料来源：公司提供

产品生产方面，正泰电气拥有涵盖输配电全系的产品线，主要生产和销售 110~500KV 电力变压器、10~35KV 配电变压器、126~252kV 气体绝缘金属封闭开关设备（GIS）高压断路器和隔离开关，0.66KV~40.5KV 成套开关设备，箱式变电站，配电自动化设备，以

及 35KV 以下电线电缆等产品。

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。产能角度看，2015 年低压产品产能较前两年有所提高，由 2013、2014 年的 75 万台提高至 92 万台，主要系终端生产由大设备变更小设备产品所致；2013~2015 年，中压产能波动下降，年均下降 14.31%，主要因产品线拆分所致；同期，电缆产能增长较快，主要因公司陕西电缆 2015 年 8 月后开始生产所致。产量方面，2013~2015 年，受产品种类及产品结构调整影响，正泰电气元件、中压等输配电产品和电线电缆产量变化较大；2015 年，元件产量 101.44 万台，同比下降 36.64%；电缆产量 33.42 万千米，同比上升 33.39%；合电产量 3.11 万台，同比下降 69.19%；低压产量 9.10 万台，同比上升 31.82%；中压产量 0.75 万台，同比下降 31.57%。2016 年 1~10 月以上产品的产量分别为 97.21 万台、43.96 万千米、7.52 万台和 0.53 万台。

表8 2013~2016 年 9 月正泰电气主要输配电产品生产情况

产品		2013 年	2014 年	2015 年	变化率	2016 年 1~9 月
低压	产能（台）	75000.00	75000.00	92000.00	10.75	69000.00
	产量（台）	71046.00	68994.00	90951.00	13.14	75207.00
	产能利用率（%）	94.73	91.99	98.86		109.00
元件	产能（台）	1265540.00	1901040.00	1190160.00	-3.02	1097475.00
	产量（台）	978167.00	1600901.00	1014403.00	1.84	972105.50
	产能利用率（%）	77.29	84.21	85.23		88.58
中压	产能（台）	10500.00	11500.00	7710.00	-14.31	6028.00
	产量（台）	10285.00	10969.00	7506.00	-14.57	5295.00
	产能利用率（%）	97.95	95.38	97.35		87.80
合电	产能（台）	150000.00	150000.00	150000.00	0.00	50000.00
	产量（台）	103444.00	101018.00	31121.00	-45.15	30000.00
	产能利用率（%）	68.96	67.35	20.75%		60.00
电缆	产能（千米）	227246.00	281067.00	360909.00	26.02	479592.00
	产量（千米）	200945.16	250717.76	334175.00	28.96	439648.81
	产能利用率（%）	88.43	89.20	92.59%		91.67

资料来源：公司提供

产品销售方面，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7:3。从客户集中度看，2013~2015 年，正泰电气输配电设备对前五位客户销售实

现收入合计占比分别为9.58%、12.09%和10.95%，客户集中度较低。

结算方式上看，正泰电气与下游客户的结算方式按具体的供货合同进行，通常是合同签订后客户付预付款30%，产品生产好工厂验收后付30%，产品运抵现场现场调试合格投运后付30%，剩余10%作为质保金，在投运12个月 after 付清。

4. 新能源业务

公司新能源业务主要为光伏发电、EPC业务和晶硅组件业务，经营主体是正泰新能源开发及其子公司太阳能科技。正泰新能源开发成立于2009年，注册资本15.80亿元，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年底，正泰新能源开发资产总额182.79亿元，所有者权益48.67亿元，2015年营业收入55.14亿元，净利润0.62亿元。2015年11月，正泰新能源开发收购太阳能科技100%股权，其晶硅组件业务并入对公司新能源板块收入产生较大影响，出于可比性考虑，以下经营数据以2015年以及2016年1~9月份分析为主。

表9 公司新能源板块收入构成（单位：万元、%）

	2015 年			2016 年 1~9 月		
	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率
发电业务	79250.21	14.56	49.69	88526.43	17.40	58.48
EPC 业务	80267.56	14.75	15.16	112233.75	22.06	18.00
晶硅组件	384228.76	70.61	14.83	307575.78	60.47	12.97
其他	447.38	0.08	65.65	340.89	0.07	73.39
合计	544193.91	100.00	19.99	508676.86	100.00	22.04

资料来源：公司提供

晶硅组件

晶硅组件的生产及销售主要由太阳能科技具体从事，太阳能科技产品主要为太阳能电池片及晶硅组件，其中电池片为中间产品，原材料主要为多晶硅片（约占成本的67%），产成品全部用于最终产品晶硅组件的制造，约可满足晶硅组件生产对电池片需求量的58.7%，并外采剩余生产所需电池片；除电池片（约占成本的63%）外，生产晶硅组件的原材料还包括正银、铝浆等。

原材料采购采取招投标、询比价等采购工具，结合销售订单、库存定额、采购提前期和经济批量等因素制定月度采购计划，进行集中、定点、定价下单采购，采购实行先货后款。受行业环境影响，2015年在多晶硅片价格下降的

带动下，电池片价格同向变动，当年公司外采太阳能电池片的价格和多晶硅片均价分别为1.89元/w和5.04元/片。2015年，晶硅组件前五大供应商占比39.60%，集中度尚可。

生产方面，太阳能科技组件的国内生产基地主要为酒泉正泰工厂、海宁组件制造基地和上海制造基地，国外有德国工厂、泰国电池片制造基地和马来西亚工厂，国外厂的布局有利于规避双反冲击。太阳能科技实行以销定产，向各工厂提供近三个月的产能需求。光伏组件的主要核心技术为离子注入技术、抗PID技术和多主栅技术等，主要功用为提升电池转换效率、抗PID能力以及提升组件功率。2015年，光伏组件产能1439.20MW，产能利用率为93.25%，2015年实现销量11.1MW，产销率

83.56%。

销售方面，太阳能科技采用订单直销方式进行销售，光伏组件主要外销，同时包括国内的光伏EPC承包商以及部分太阳能组件贸易商，2015年外销收入占比94.79%；前五大客户占比41.17%，集中度尚可。从结算方式来看，晶硅组件国内大部分客户的账期为90天，国外客户一般有中信保的客户，账期一般不超过90天，部分为120天信用证结算。

EPC业务

正泰新能源开发在EPC工程总包领域具备丰富的国内电站建设经验，形成了自己的运作团队，进行项目承接、设计、采购和建设。

项目承接方面，正泰新能源开发通过招标获得EPC项目；设计方面，正泰新能源开发会对项目进行总体设计，并在项目环节后期与专业机构对接深化施工图设计。采购方面，正泰新能源开发利用自身的产业链优势，带动自身组件生产业务的发展，采购环节形成了组件质量保障和优先供应等优势。项目建设方面，正泰新能源开发成立专门的电站建设项目部，对承包工程的质量、安全、工期、造价全面负责。光伏电站的建设周期一般为3~6个月。

下游客户为光伏电站投资企业，目前新能源开发与大型光伏发电投资企业建立了良好的合作关系。客户主要分布在境内，2015年境内客户占比82.18%，前五大客户占比93.40%，集中度高。2015年，公司EPC业务新签订合同207MW，新签订合同金额为15.16亿元，同比分别增长48%和47%。EPC业务的定价方式为成本基础上加成一定的利润空间，合同签订后先收取一定比例预付款（具体由合同约定），然后根据设备供货和工程进度分阶段进行结算，完工后留5%保证金，并网发电满一年后的1个月内支付。

发电业务

公司发电业务主要为电站开发建设及运营，收入主要来自按上网电价售电收入和政府补贴两部分。

公司光伏电站主要由地面集中式电站和分布式电站。截至2016年9月底，正泰新能源已建成并网的光伏电站1407.38MW。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。发电业务的成本主要为设备折旧费（2015年约占成本的86.47%），其设备即为太阳能科技生产的晶硅组件。光伏电站的投资建设工作由正泰新能源开发内部的EPC团队负责，实施项目经理负责制，对项目建设过程中的资金、进度、质量和安全进行控制。2013~2015年，正泰新能源开发实际上网电量分别为4.73亿度、7.40亿度和9.93亿度，占设计发电量的比例分别为94.55%、69.83%和70.01%；2014年产能利用率的下降主要因甘肃、宁夏等西部地区大范围弃光限电所致，为解决该问题，正泰新能源开发与甘肃当地大型电企业合作实施替发模式，及当地大型用电企业关闭自有发电机以此吸纳正泰新能源开发的光伏电站发电量。

光伏地面电站的电力销售工作由项目公司负责，项目公司与电力部门签订并网协议及购售电协议，由地方各电力公司按照协议约定购买电力，项目公司相应取得电费收入。光伏发电业务的客户分为企业客户与国网客户，企业客户一般按月结算，账龄一般都为70天左右，国网客户标杆部分（光伏发电上网电价在当地燃煤机组标杆上网电价以内的部分，由当地省级电网结算；高出部分通过国家可再生能源发展基金予以补贴）按月结算。2015年，发电业务前五大客户占比88.82%，均为国网，集中度高。

表10 2015年新能源板块前五大原材料供应商和客户的情况（单位：%）

发电业务				光伏组件		
公司名称		占比	内容	公司名称	占比	内容
原材料	浙江正泰太阳能科技有限公司	16.25	组件	高佳太阳能股份有限公司	11.13	硅片
	酒泉正泰太阳能科技有限公司	13.87	组件	浙江芯能光伏科技股份有限公司	10.72	硅片
	宁波尤里卡太阳能科技发展有限公司	8.05	组件	杭州福斯特光伏材料股份有限公司	6.49	EVA、背板
	正泰电气股份有限公司	7.11	逆变器	浙江艾能聚光伏科技股份有限公司	5.71	电池片
	上海正泰电源系统有限公司	4.01	箱变设备	山东天信光伏新能源有限公司	5.54	电池片
合计		49.30			39.60	
客户	国网甘肃省电力公司	62.86	电	Energenza GmbH	12.75	晶硅组件
	国网宁夏电力公司	12.35	电	SUNEDISION PRODUCTS SINGAPORE PT ELT	12.65	晶硅组件
	国网青海省电力公司	10.43	电	CONERGY ASIA&RESOURCES CO,LTD.	7.68	晶硅组件
	国网新疆电力公司阿克苏供电公司	1.97	电	NEXT ENERGY&RESOURCES CO,LTD.	4.11	晶硅组件
	国网西藏电力公司	1.21	电	Conergy Projects Inc	3.98	晶硅组件
合计		88.82			41.17	

资料来源：公司提供

除售电收入，政府为光伏发电企业提供相应政府补助。2015年公司光伏发电业务实现收入7.93亿元，其中补贴收入为5.12亿元（含税金额为5.99亿元），已于2015年底到位3.25亿元、2016年9月底前到位0.22亿元。

光伏企业接受政府补助分为两种类型：金太阳及光电建筑项目专项资金补贴和电价补贴。金太阳及光电建筑项目专项资金补贴是政府根据电站的投资额的一定比例给予补贴，一般情况下开工时拨付35%，完工时拨付35%，待项目通过发改委决算验收通过后拨付尾款，截至2016年9月底，公司累计收到金太阳示范工程项目补助68468.50万元。

除金太阳电站外，其余电站均适用电价补贴，地面集中式项目和分布式项目采用不同的补贴方式。地面集中式项目光伏发电上网电价高出标杆上网电价的部分通过国家可再生能源发展基金予以补贴。上网标杆电价一经核定，后续不再因国家相关政策的调整而调整，故已并网项目在上网电价批复确定后不会调整。公司按照上网电量和上网电价（包含补贴）确认发电收入，上网电价超出标杆电价的电费由全国征收的可再生能源电价附加解决。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0.90~1.15元/千瓦时（含税）。补贴发放方面，已进入名录部分一般按季结算，若未进入名录，账龄较长。截至2016年9月底，正泰新能源开发应收补贴电费8.31亿元，其中已列入补贴名录的电站项目应收补贴费余额6.53亿元，未进入补贴名录的电费余额1.78亿元；截至目前，正泰新能源开发已申报列入第六批补助名录⁴的补贴电费4.51亿元。

分布式电站包括“全额上网”和“自发自用，余量上网”两种模式。在“自发自用、余量上网”的模式中，自用部分电价一般在工业企业用电价格的基础上给予合作方的用电客户一定优惠。分布式电站的上网部分电价一般按照当地脱硫煤标杆电价向当地电网企业销售。国家财政按照分布式光伏电站的总发电量给予0.42元/千瓦时的电价补贴。除国家层面的财政补贴外，浙江、江西等多个省份的地方政府还通过给予地方补贴的方式，鼓励支持光伏电站发展。截至2016年9月底，正泰新能源已建成并网的西部大型地面站885.00MW，西部分布式屋顶电站1.00MW；东部分布式屋顶电

⁴ 第六批补助名录的初步审核工作已于2016年5月15日完成，最终申报结果将于2016年下半年公布，届时将在结果公布后3~6个月内完成相应补贴电费的结算。

站159.31MW，东部金太阳电站127.07MW，东部大型地面电站235.00MW。

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科技有限公司、浙江正泰中自企业管理有限公司、浙江正泰中自控制工程有限公司、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有限公司等子公司。2015年，公司其他业务收入为3.11亿元，占公司主营业务收入比重为1.44%。2016年1~9月，公司其他业务收入为2.38亿元，占公司主营业务收入的1.38%。

6. 经营效率

2013~2015年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数有所下降，三年平均值分别为2.85次、4.03次、0.62次，2015年分别为2.63次、3.76次、0.56次。总体看，公司存货流动性一般、资产利用效率良好，生产经营的组织管理能力比较稳定。

7. 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，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2016年9月底，公司主要在建工程包括正泰智能电气西北产业园项目一期、乐清正泰150MW农光互补光伏发电项目、正泰韩城50MW瓦光伏电站项目和吉安市江泰光伏发电50MW农光互补光伏地面电站项目等共计7个项目，以上项目预计总投资30.15亿元，截至2016年9月底已完成投资7.18亿元，预计截至2016年底完成投资17.63亿元。总体看，公司在建项目未来投资规模较大，考虑到截至2016年底大部分投资已完成，未来投资规模一般，公司未来融资压力一般。

表11 截至2016年9月底公司重点在建项目情况（单位：万元）

项目/设备名称	总投资	资金来源			截至2016年9月底完成投资	2016年10-12月计划投资	2017年计划投资额	2018年计划投资额
		贷款	自筹	财政补贴				
正泰智能电气西北产业园项目一期	75000	45000	29886	114	23160	2000	10000	20000
中自下沙三期项目	5800	4000	1800	-	1263	1737	2800	-
正泰韩城50MW瓦光伏电站项目	40000	28000	12000		5631	11456	22912	
吉安市江泰光伏发电50MW农光互补光伏电站项目	40000	23283	16717		2877	37123		
图木舒克二期20MW光伏地面电站项目	12907	9035	3872		12328	579		
乐清正泰150MW农光互补光伏发电项目	120000	80000	40000		20735	49633	49633	
华兴钢构10.50MW屋顶分布式项目	7800	5460	2340		5801	1999		
合计	301507	194778	106615	114	71796	104526	85345	20000

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表均已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并发表了标准无保留审计意见。公司 2016 年前三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2013 年公司纳入合并范围内子公司共计 101 家，较 2012 年新增 16 家，无减少纳入合并范围子公司；2014 年公司因直接设立或投资等方式新纳入合并范围子公司共 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；2015 年公司新设或投资方式增加合并范围内子公司 30 家，同一控制下控股合并 1 家，非同一控制下控股合并 3 家子公司，本期因转让不再纳入合并范围的子公司 2 家，纳入合并范围子公司共计 152 家。

2015 年 11 月，公司通过股权收购将原联营企业正泰太阳能科技变更为公司子公司正泰新能源开发之全资子公司，发生了同一控制下控股合并，故在 2015 年对 2014 年底数据进行了追溯调整。由于该合并事项对 2014 年、2015 年财务数据影响较大，为增强可比性，以下财务分析以 2014 年追溯后的财务数据为基础。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 420.93 亿元，所有者权益 128.26 亿元（其中少数股东权益 54.74 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 220.67 亿元，利润总额 20.45 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 465.44 亿元，所有者权益合计 145.76 亿元（其中少数股东权益 59.44 亿元）。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 178.15 亿元，利润总额 20.10 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额较快增长，年均复合增长 23.69%。截至 2015 年底，公司资产总额 420.93 亿元，其中流动资产占 50.64%，非流动资产占 49.36%。公司资产结构较 2014

年底变化不大。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 213.16 亿元，同比增长 5.63%，主要为应收账款、预付款项和其他流动资产增长所致。从构成上看，主要由货币资金（占 17.30%）、应收账款（占 31.86%）、存货（占 19.79%）和其他流动资产（占 10.02%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金 36.87 亿元，同比下降 24.25%，主要系上市公司购买理财产品以及客户选择票据结算较上期增加所致。从构成上来看，主要以银行存款为主（占 80.35%），其中受限使用的货币资金 7.50 亿元（已从现金类资产中剔除），主要为各类保证金；外币货币资金折合人民币 6.60 亿元。

公司 2015 年对太阳能科技的合并使得公司与太阳能有关的应收账款比重升至 23.72%，因太阳能业务（光伏电站）的建设期为 3~6 个月，且能源主管部门一般对电站建设期限具有时间要求，故而太阳能业务的账龄与非太阳能业务的账龄有一定区别。截至 2015 年底，公司应收账款账面余额同比上升 13.67% 至 67.92 亿元。应收账款前五名客户占比 16.03%，集中度低。应收账款中按信用风险特征组合计提坏账准备的比重为 96.58%，2015 年计提坏账累计计提准备 6.45 亿元；组合中，93.29% 的应收账款采用账龄分析法计提坏账准备，其余为对国内电网和电力公司的应收账款。从账龄看，非太阳能光伏行业应收账款（账面余额 49.88 亿元，坏账准备 5.77 亿元）账龄在 1 年以内的占比 57.56%，1~2 年的占比 10.17%；太阳能光伏行业的应收账款（账面余额 17.83 亿元，坏账准备 0.68 亿元）账龄在 1~6 个月的占比 23.81%；公司应收账款账龄较短。2015 年底的应收账款中，关联方账款 1.25 亿元，用于担保的应收账款 4.57 亿元，外币应收账款折合人民币 19.89 亿元。新能源开发列为应收账款合计补贴电费 4.58 亿元中有 3.67 亿元未进入补贴名录，且未计提坏账准备，由于太阳能光伏行业的应收账款受到国家补贴政策影

响，存在一定不确定性，具有一定回收风险。

表12 2015年底公司应收账款简表(单位:亿元)

	账面余额	比例	坏账准备
按信用风险特征组合计提坏账准备	72.57	96.58	6.45
单项金额不重大但单项计提坏账准备	2.56	3.42	0.76
合计	75.13	100.00	7.21
组合中采用账龄法分析计提坏账准备的应收账款			
非太阳能光伏行业			
账龄	账面余额	比例	坏账准备
1年以内	38.97	57.56	1.95
1~2年	6.88	10.17	1.03
...	...	...	...
合计	49.88	73.68	5.77
太阳能光伏行业			
账龄	账面余额	比例	坏账准备
1~6个月	16.12	23.81	
...	...	...	...
合计	17.83	26.32	0.68
组合中国内电网和电力公司的应收款			
组合名称	账面余额	比例	坏账准备
国内电网和电力公司应收款	4.86	--	--

资料来源:公司审计报告

截至2015年底,公司其他应收款账面价值17.76亿元,同比增长48.05%,主要系增加了对杭州朗午太阳能科技有限(关联方)等公司的往来款所致。2015年底其他应收款账面余额21.80亿元,计提坏账准备4.04亿元;其中账龄分析法组合比重92.43%,非太阳能光伏行业账龄在1年以内的比重64.49%,太阳能光伏行业账龄在1-6个月内的比重4.82%,账龄较短。2015年底关联方其他应收款6.09亿元,外币其他应收款折合人民币1.23亿元。公司其他应收款前五名客户占比43.13%,相对集中。

表13 2015年底公司其他应收账款前五名
(单位:亿元)

单位名称	与本公司关系	账面余额	账龄
杭州朗午太阳能科技有限公司	非关联方	3.57	1年以内

长兴和泰置地有限公司	关联方	2.10	1年以内 0.16 亿元, 1-2 年 0.99 亿元, 2-3 年 0.95 元
朱敏	非关联方	1.18	2-3 年
上海寰泰投资发展有限公司	非关联方	0.50	2-3 年
江苏盐城二建公司	非关联方	0.31	1年以内
合计		7.66	

资料来源:公司审计报告

截至2015年底,公司存货账面价值42.18亿元,同比增长4.08%,计提跌价准备0.71亿元(主要为对原材料和库存商品的计提)。从构成上来看,主要由库存商品(占33.48%)、工程施工(占14.31%)、原材料(占18.40%)和开发成本(占16.52%)等构成。

截至2015年底,公司新增划分为持有待售的资产科目,为太阳能薄膜相关固定资产3.61亿元。

截至2015年底,公司其他流动资产21.36亿元,同比增长56.70%,增长主要来自银行理财产品。从构成来看,主要由银行理财产品(17.28亿元)和待抵扣或预缴税费(3.92亿元)构成。2015年底有1.00亿元理财产品用于短期借款的质押担保。

截至2015年底,公司非流动资产合计207.76亿元,同比增长27.74%,主要为可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产的增加。从构成来看,主要由可供出售金融资产(占12.13%)、长期股权投资(占12.19%)、固定资产(占55.00%)和在建工程(占7.07%)等构成。

截至2015年底,公司可供出售金融资产25.21亿元,同比增长90.31%,新增部分主要为对江苏绿城信息技术有限公司、浙江达人环保科技有限公司等公司的权益投资。从构成来看,对非上市公司的股权投资(成本法)占80.19%;其余为按公允价值计量的权益工具,本年计提减值0.45亿元。

截至2015年底，公司长期股权投资25.33亿元，同比增长94.88%，增长主要为了对温州民商银行、联合投资公司等公司的股权投资。（公司对合营联营企业的投资见下表）

表14 2015年公司前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
中广核二期产业投资基金有限责任公司	30.00	7.45
温州民商银行	29.00	5.83
联合投资公司	20.00	5.16
上海正赛联创业投资管理有限公司	26.45	1.60
甘肃金泰电力有限责任公司	20.00	0.97
合计		21.01

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司固定资产账面价值114.26亿元，同比增长31.84%，主要系新能源电站等在建工程先后竣工，转入固定资产所致。从构成来看，2015年底，固定资产主要由发电装置（占61.51%）、房屋及建筑物（占25.69%）和机械设备（占7.96%）等构成。截至2015年底，固定资产累计折旧30.99亿元，计提减值准备0.65亿元；用于抵押担保的房屋建筑物2.49亿元、发电装置40.45亿元；未办妥产权证书的固定资产12.07亿元。

截至2015年底，公司在建工程14.69亿元，同比下降26.99%，主要系在建工程转入固定资产（33.38亿元，其中20.93亿元为光伏电站项目）所致。从构成来看，在建工程主要为光伏电站项目（占89.31%），光伏电站项目2015年新增23.54亿元。

截至2015年底，公司其他非流动资产9.39亿元，主要为待抵扣税费（占88.71%）。

截至2016年9月底，公司资产总额为465.44亿元，较2015年底增长10.58%；其中流动资产占50.44%，非流动资产占比为49.56%，整体资产结构较2015年底变化不大。流动资产中，应收账款较2015年底增长34.35%至91.26亿元，主要系公司对信用政策进行调整导致相

应应收账款相应增长。存货较2015年底增长16.19%至49.01亿元，主要系销售规模增长带动备货需求增加。非流动资产较上年底变化不大。

总体看，公司2015年将正泰太阳能科技并入合并范围，资产规模快速增长，受固定资产和长期股权投资规模增加影响，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，太阳能发电补贴未列入名录部分存在不确定性。整体看，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益128.26亿元，同比增长16.29%，主要来自少数股东权益的增加；2015年底少数股东权益较2014年底上升45.35%，增长一方面来自公司利润归属于少数股东部分（7.63亿元），另一部分系正泰新能源开发引进战略投资者所致。

2015年底的所有者权益构成中，归属于母公司的所有者权益合计73.51亿元，公司少数股东权益54.74亿元。公司所有者权益中实收资本占11.70%、资本公积占12.23%、其他综合收益占0.36%、盈余公积占2.81%、未分配利润占30.22%、少数股东权益占42.68%，未分配利润与少数股东权益占比较高。

截至2016年9月底，公司所有者权益合计145.76亿元（含少数股东权益59.44亿元），较2015年底增长13.64%。主要来自其他权益工具和未分配利润的增长。其中，其他权益工具增长5亿元系公司于2016年4月7日发行的5亿永续中期票据所致。

总体看，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性偏弱。

负债

截至2015年底，公司负债合计292.67亿元，同比增长15.15%。其中流动负债占比72.54%，

非流动负债占比27.46%，公司以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债合计212.31亿元，同比增长26.16%，主要为短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致。

截至2015年底，公司短期借款75.48亿元，同比增长45.57%，公司短期借款主要由信用借款（占77.15%）和保证借款（占18.83%）构成；应付账款40.28亿元，同比下降7.29%；其他应付款16.52亿元，同比下降6.76%；一年内到期的非流动负债20.88亿元，其中一年内到期的长期借款6.60亿元，一年内到期的正泰电器应付债券“11正泰债”15.00亿元；其他流动负债20.60亿元，其中短期融资券20.00亿元，为公司2015年5月发行的“15正泰CP001”、2015年9月发行的“15正泰SCP001”、2015年11月发行的“15正泰SCP002”和2015年11月发行的“15正泰SCP003”合计20亿元。（已计入短期债务）

截至2015年底，公司非流动负债合计80.35亿元，同比下降6.42%，主要为到期应付债券的减少所致。截至2015年底，公司长期借款72.09亿元，主要是以在建的光伏电站工程项目为抵押和相应的电费收费权为质押所取得的借款。

截至2016年9月底，公司负债合计319.69亿元，较2015年底增长9.23%，主要系新增25亿元应付债券。截至2016年9月底，公司非流动负债为108.25亿元，较2015年底上升34.72%。其中，公司新增应付债券为25亿元主要为2016年新发行的10亿元中期票据（5亿元3年期“16正泰MTN001”和5亿元永续中期票据“16正泰MTN002”）和15亿元公司债。

2015年底公司有息债务207.43亿元，同比下降8.16%，其中短期债务比重65.25%，同比增长12.15个百分点。截至2016年9月底，公司有息债务226.79亿元，其中短期债务比重56.23%，较2015年底减少9.02个百分点。从债务指标来看，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2014年底基本保持稳定，分别为69.53%、61.79%和35.98%，

较2014年底分别下降0.21个百分点、增长1.52个百分点和下降5.60个百分点；2016年9月底上述三项指标分别为68.68%、60.88%和40.52%。考虑到永续中票与其他普通债务特征相近，将永续中票5亿元调整入长期有息债务，公司调整后的长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为41.70%和61.39%。水平维持仍保持相对稳定。

总体看，随着公司主业经营规模的不断扩张，日常运营资金需求带动负债规模快速增长。公司有息债务以短期债务为主，整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入220.67亿元，同比增长4.61%；同期营业成本155.51亿元，同比增长4.54%，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。2015年公司期间费用43.32亿元，同比增长10.27%，高于营业收入的增长速度；同期公司期间费用占营业收入比为19.63%，同比增加1.01个百分点。

2015年公司资产减值损失2.97亿元（2014年2.63亿元），由坏账损失（2.33亿元）、可供出售金融资产减值损失（0.19亿元）和存货跌价损失（0.19亿元）构成。2015年公司投资收益2.07亿元（2014年0.92亿元），其中购买银行理财产品取得的投资收益0.58亿元、权益法核算的长期股权投资取得的投资收益0.51亿元、处置长期股权投资产生的投资收益0.52亿元、可供出售金融资产持有期间取得的投资收益0.42亿元。

2015年，公司实现营业利润19.63亿元，同比下降1.82%，主要系期间费用和资产减值损失侵蚀所致；同期公司营业外收入1.25亿元，主要为政府补助（1.03亿元）等。2015年公司利润总额20.45亿元，同比下降3.72%。

从盈利指标来看，2015年，公司营业利润率较上年略有提升，为28.94%，同比增加0.03

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 7.88% 和 12.85%，较上年分别减少 0.99 个百分点和 2.60 个百分点。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 178.15 亿元，同比增长 17.13%，主要来自新能源业务增长带动；利润总额为 20.10 亿元，同比增长 15.88%；同期，公司营业利润率较 2015 年水平小幅下降至 28.20%。

总体看，随着主业保持良好发展态势且注入新能源业务，公司整体经营规模不断扩张，整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看，2015 年公司经营活动产生的现金流入 234.82 亿元，同比下降 3.57%，主要因公司对下游客户增加信用账期使得销售商品、提供劳务收到的现金（2015 年为 210.43 亿元）下降所致。同期公司经营活动现金流出 197.89 亿元，同比下降 4.63%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金（2015 年为 123.64 亿元）减少所致。公司经营活动现金流量净额为 36.93 亿元，同比增长 2.50%。2015 年，公司收到其他与经营活动有关现金 20.19 亿元，主要为收回的往来款；支付其他与经营活动有关现金 36.92 亿元，主要为支付往来款和为技术创新投入的研发资金。2015 年，公司现金收入比为 95.36%，同比下降 6.84 个百分点，公司经营活动获取现金的能力有所下降。

从投资活动来看，2015 年公司投资活动现金流入 279.87 亿元（2014 年 36.41 亿元），增长较大主要为投资收回的现金大幅增加至 267.47 亿元（2014 年 31.73 亿元），主要系本期理财产品累计赎回所致；投资活动现金流出 368.50 亿元（2014 年 65.98 亿元），其中，投资支付的现金 299.59 亿元（2014 年 32.62 亿元），主要为本期购买银行理财产品累计支付和对外投资，取得子公司等支付的现金 13.60 亿元（2014 年 0.66 亿元），主要为对太阳能科技公司的投资，支付其他与投资活动有关的现金

11.52 亿元（2014 年 1.60 亿元），主要非集团合并内关联方拆借款。2015 年投资活动产生的现金流量净额 -88.63 亿元（2014 年 -29.57 亿元）。

2015 年，公司筹资活动现金流入主要为取得银行借款获得的现金，为 215.36 亿元，另有吸收投资收到的现金 29.44 亿元，主要为正泰新能源开发收到增资现金；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 177.98 亿元。筹资活动产生的现金流量净额为 37.37 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额为 12.05 亿元；投资活动现金净流出 37.25 亿元，主要为公司购买理财产品所致；筹资活动现金净流入量 21.69 亿元。

总体看，近年来公司投资活动现金流均呈现净流出状态，公司经营活动现金无法满足投资需求，存在对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2015 年，受债务规模增长与存货增加影响，公司流动比率和速动比率持续下降，截至 2015 年底分别为 100.40% 和 80.53%；截至 2016 年 9 月底上述指标分别为 111.04% 和 87.86%，较 2015 年底变化不大。2015 年，公司经营现金流动负债比分别为 17.39%，受流动负债增加影响较 2014 年减少 4.02 个百分点。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2015 年，受利润总额上述影响，公司 EBITDA 从 36.29 亿元增长至 38.68 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 4.60 倍和 3.84 倍；全部债务/EBITDA 分别为 4.61 倍和 5.36 倍。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年 9 月底，公司对外担保折合人民币 9.24 亿元，担保比率为 6.34%，被担保企业为鄂尔多斯市正利新能源开发有限公司（以下简称“鄂尔多斯市正利”）和柬埔寨达岱水电有限公司（以下简称“柬达”），其中鄂尔多斯市正利为公司合营企业，柬达为公司参股

企业。

表15 公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	币种	担保金额	到期日
鄂尔多斯市正利新能源开发有限公司	人民币	66668.70	2031/06/27
柬埔寨达岱水电有限公司	美元	3730.00	2025/06/20

资料来源：公司提供

鄂尔多斯正利成立于 2012 年，主营业务主要为光伏电站的投资、建设；截止 2016 年 3 月末，公司持有鄂尔多斯正利 51% 股权。截至 2015 年底，鄂尔多斯正利总资产 91106.58 万元，所有者权益合计 27668.02 万元，2015 年实现营业收入 12359.01 万元，净利润 8921.44 万元。截至 2016 年 9 月底，鄂尔多斯正利总资产 102,795.66 万元，所有者权益合计 42960.74 万元，2016 年 1~9 月份实现营业收入 11418.48 万元，净利润 5533.72 万元。

束达于 2009 年在柬埔寨注册成立，为北京三联国际投资有限责任公司的全资子公司。束达主要承担柬埔寨达岱水电站投资运营工作。柬埔寨达岱水电站装机容量 24.6 万千瓦，装机为 3 台，单机容量为 8.2 万千瓦，项目计划总投资 5.4 亿美元，建设期 5 年，经营期 37 年。束达的柬埔寨达岱水电站已于 2014 年 8 月 13 日实现首台机组并网发电，截至 2014 年 9 月底，三台机组已经全部投产。截至 2015 年底，束达总资产 358301.64 万元，所有者权益合计 124073.93 万元，2015 年实现营业收入 40540.52 万元，净利润 22102.25 万元。截至 2016 年 9 月底，束达总资产 365913.21 万元，所有者权益 134541.99 万元，2016 年 1~9 月份实现营业收入 32721.31 万元，净利润 15886.54 万元。

总体看，公司对外担保比率较低，或有负债发生的风险较低。

截至 2016 年 9 月底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计 366 亿元，尚未使用额度 157 亿元，公司间接融资渠道有待扩宽。公司子公司正泰电器为深圳证券交易所上市公司，

具备直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10330382000244608），截至 2016 年 11 月 04 日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录。

8. 抗风险能力

公司是国内知名的电器制造企业，业务范围涵盖低压电器、输变电设备、新能源发电及设备制造等几大产业领域，是国内产品系列相对齐全的电器制造商之一。

综合看，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、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

公司发行本期中期票据的额度为 5 亿元，占 2016 年 9 月底公司长期债务和全部债务的比重分别为 5.04% 和 2.11%。本期中期票据的发行将对公司现有的债务规模影响较小。

截至 2016 年 9 月底，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 68.68%、61.90% 和 40.52%，以公司 2016 年三季度报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 69.02%、62.39% 和 41.70%，公司债务负担将进一步加重。考虑到本期债券募集资金将用于置换银行借款，实际债务水平将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 243.53 亿元和 234.82 亿元，分别为本期中期票据的 48.71 倍和 46.96 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力

强。2014~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 36.03 亿元和 36.93 亿元，分别为本期中期票据的 7.21 倍和 7.39 倍，对本期中期票据的保障能力强。同期，公司 EBITDA/本期中期票据分别为 7.26 倍和 7.74 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能性较小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债权分期支付压力。

十一、结论

中国低压电器市场容量大，智能电网建设为低压电器智能化提供了巨大的市场机遇、低压电器行业和输配电行业发展前景良好。

公司产业链完整，综合配套能力强，行业技术领先，研发实力突出。近年来，公司加快转型升级与技术创新，管理能效与生产运营能力不断提升，销售渠道稳定，收入规模不断扩大，产品盈利能力不断增强。同时，随着业务发展，公司债务规模不断扩大，负债水平逐年提高。公司在建项目未来资本支出压力不大；各项偿债指标良好。

中国低压电器市场容量大，行业发展前景较好，光伏发电行业受国家政策支持力度不断加强。公司未来有望继续保持低压电器行业领先地位，并进一步完善产业链，提高综合竞争力。

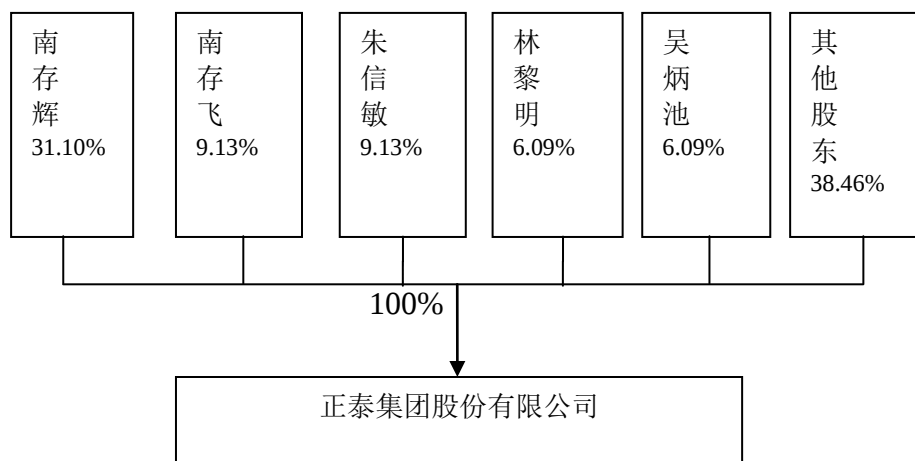
近年来，公司资产规模大幅增长，资产构成中应收账款和存货占流动资产比重大，投资性净现金流持续净流出；债务规模快速扩大，整体债务负担较重。受益于合并正泰太阳能科技，公司收入和利润规模大幅提高，盈利水平较强。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

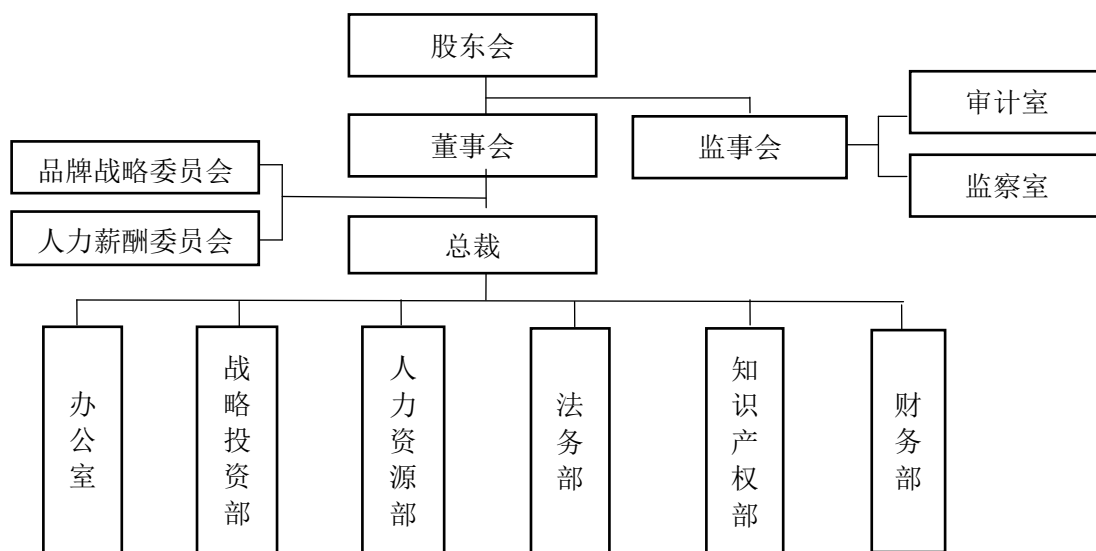
公司经营活动现金流净额及 EBITDA 对本

期中期票据覆盖程度高。总体看，公司对于本期中期票据具有很强的偿还能力，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	55.60	72.18	53.22	50.64
资产总额(亿元)	274.56	364.44	420.93	465.44
所有者权益(亿元)	92.34	110.29	128.26	145.76
短期债务(亿元)	49.01	88.86	135.34	137.51
长期债务(亿元)	55.99	78.49	72.09	99.27
全部债务(亿元)	105.00	167.35	207.43	236.79
营业收入(亿元)	166.29	210.95	220.67	178.15
利润总额(亿元)	19.07	21.24	20.45	20.10
EBITDA(亿元)	26.34	36.29	38.68	--
经营性净现金流(亿元)	9.52	36.03	36.93	12.05
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.20	2.98	2.63	--
存货周转次数(次)	4.38	4.26	3.76	--
总资产周转次数(次)	0.72	0.66	0.56	--
现金收入比(%)	96.32	102.20	95.36	97.56
营业利润率(%)	30.14	28.91	28.94	28.20
总资本收益率(%)	9.20	8.87	7.88	--
净资产收益率(%)	16.96	15.44	12.85	--
长期债务资本化比率(%)	37.74	41.58	35.98	40.52
全部债务资本化比率(%)	53.21	60.28	61.79	61.90
资产负债率(%)	66.37	69.74	69.53	68.68
流动比率(%)	124.43	119.91	100.40	111.04
速动比率(%)	100.50	95.83	80.53	87.86
经营现金流动负债比(%)	7.78	21.41	17.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.85	4.60	3.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.99	4.61	5.36	--

注：1. 公司 2016 年三季度财务数据未经审计；

2. 公司对 2014 年审计报告做了追溯调整，报告中 2014 年财务数据采用 2015 年期初的财务数据；

3. 公司其他流动负债中的短期融资券和超短期融资券已计入全部债务中；

4. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；

5. 2016 年 9 月底权益中包含 5 亿元永续中票。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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/主营业务收入×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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 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为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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：

信用等级设置	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 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

附件 5-3 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。

联合资信评估有限公司关于 正泰集团股份有限公司 2016 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

正泰集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司的相关资料）。正泰集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，正泰集团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正泰集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现正泰集团股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如正泰集团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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送正泰集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一六年十二月八日

