

信用等级公告

联合〔2019〕1933号

联合资信评估有限公司通过对正泰集团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，确定维持正泰集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，“19正泰MTN001”债券信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十二日



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.jhratings.com>

正泰集团股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA⁺

上次主体长期信用等级: AA⁺

| 债券简称 | 余额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|--------------|------|------------|-----------------|-----------------|
| 19 正泰 MTN001 | 8 亿元 | 2024/04/10 | AA ⁺ | AA ⁺ |

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 7 月 12 日

财务数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 现金类资产(亿元) | 80.81 | 128.08 | 113.44 | 105.18 |
| 资产总额(亿元) | 502.01 | 613.88 | 644.97 | 658.55 |
| 所有者权益(亿元) | 151.64 | 214.75 | 237.93 | 243.48 |
| 短期债务(亿元) | 150.82 | 125.19 | 139.36 | 152.73 |
| 长期债务(亿元) | 106.29 | 148.57 | 119.14 | 122.48 |
| 全部债务(亿元) | 257.11 | 273.76 | 258.50 | 275.22 |
| 营业收入(亿元) | 262.30 | 300.72 | 357.52 | 77.03 |
| 利润总额(亿元) | 30.12 | 28.92 | 37.60 | 6.12 |
| EBITDA(亿元) | 50.97 | 53.32 | 64.61 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 51.75 | 23.10 | 32.01 | -9.61 |
| 营业利润率(%) | 27.60 | 26.87 | 27.32 | 25.18 |
| 净资产收益率(%) | 16.52 | 11.62 | 13.24 | -- |
| 资产负债率(%) | 69.79 | 65.02 | 63.11 | 63.03 |
| 全部债务资本化比率(%) | 62.90 | 56.04 | 52.07 | 53.06 |
| 流动比率(%) | 106.62 | 129.10 | 119.01 | 120.37 |
| 经营现金流流动负债比(%) | 22.11 | 9.65 | 11.52 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 5.04 | 5.13 | 4.00 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 5.06 | 5.02 | 5.65 | -- |

注: 1. 2019 年一季度财务数据未经审计;

2. 公司其他流动负债中的超短期融资券已计入短期债务及相关计算指标;

3. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及相关计算指标;

4. 截至 2019 年 3 月底, 公司所有者权益中包含 5 亿元永续中票

分析师: 魏铭江 魏丰

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

正泰集团股份有限公司(以下简称“公司”)是国内知名工业电器制造业企业和国内最大的民营光伏发电企业,在输配电及控制设备制造,特别是在低压电器制造领域保持行业领先地位,在技术研发、品牌知名度及营销网络方面保持较强竞争优势。跟踪期内,公司业务规模不断扩大,整体盈利能力较强。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到低压电器行业竞争激烈,原材料价格上升,光伏行业投资及补贴受政策影响较大,太阳能和高压板块业务应收账款不断增长以及债务规模较大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,公司在保持低压电器行业领先地位的同时,进一步完善产业链,提高综合竞争力。未来,随着公司在建项目的完工和投入运营,公司盈利能力和整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强;经营活动现金流入和 EBITDA 对应付债券的保障能力强。综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺,“19 正泰 MTN001”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 公司综合实力强,连续多年位列中国民营企业 500 强前十位,是中国低压电器行业产销量最大的企业,也是国内最大的民营光伏发电企业,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. 公司研发实力强,累计获得 1000 多项国内外专利;“正泰”商标是中国驰名商标,

品牌知名度高。

3. 跟踪期内，公司继续完善购销网络体系的建设，截至 2018 年底已经拥有 500 多家核心经销商，3600 多个经销网点，原材料供应稳定，主要产品市场占有率较高。
4. 跟踪期内，公司资产规模实现较快增长，资产负债率有所下降。公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强；经营活动现金流入和 EBITDA 对应付债券的保障能力强。

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。公司低压电器板块采购的原材料以钢材、铜材等大宗商品为主，原材料采购成本占生产成本 80% 以上，随着原材料采购价格持续上升，公司低压电器板块毛利率持续下降。
2. 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，未列入名录的项目的应收补贴回收存在不确定性。2018 年光伏行业政策的收紧，扭转了市场对于光伏行业 2018 年保持稳定增长的预期，短期内公司光伏业务运营压力较大。
3. 公司输配电业务生产周期较长，库存较大，新能源业务应收账款不断增长，日常运营资金需求大，有息债务负担较重。
4. 截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额折合人民币 19.48 亿元，少量涉及境外主体，担保比率为 8.00%，存在一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由正泰集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

正泰集团股份有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于正泰集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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”）成立于1984年7月7日，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，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2019年3月底，公司注册资本15亿元，其中南存辉持股31.23%，温州辉泰投资管理有限公司持股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130人合计持股38.33%。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.SH，截至2019年3月底，正泰集团持股44.35%，其中股权质押比例为6.98%¹。

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等8个职能部门。

截至2018年底，公司（合并）资产总额644.97亿元，所有者权益237.93亿元（其中少数股东权益114.03亿元）。2018年，公司实现营业收入357.52亿元，利润总额37.60亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额658.55亿元，所有者权益合计243.48亿元（其中少数股东权益116.57亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入77.03亿元，利润总额6.12亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续债券发行额度和存续期等情况如下表所示。所有存续债券均已按照募集资金用途使用完毕。“19正泰MTN001”未到付息日。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

| 存续债券 | 发行金额 | 余额 | 起息日 | 兑付日 |
|------------|------|------|-----------|-----------|
| 19正泰MTN001 | 8.00 | 8.00 | 2019.4.10 | 2024.4.10 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币

¹公司将持有的正泰电器7000万股股票质押用于给2017年12月发行的15元可交换债券交换标的的股票及偿付提供质押担保。

政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构

性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，

汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回

落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投

资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业分析

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。

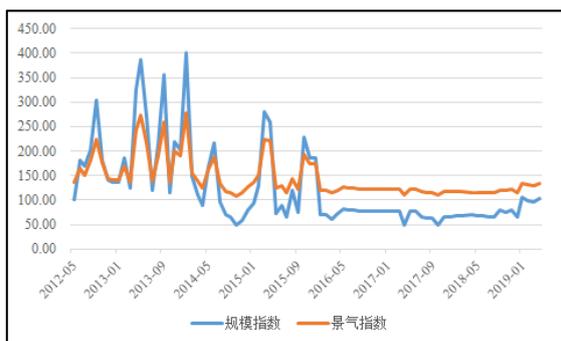
1. 低压电器行业

(1) 行业概况

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。根据中国工商业联合会提供的数据显示，2018 年，低压电器规模指数与景气指数总体均趋于平缓，2018 年底分别为 66.59 和 115.40；2019 年 1-3 月，低压电器规模指数与景气指数均较 2018 年底有所增长，2019 年 3 月底分别为 96.65 和 130.43。

图1 近年来中国低压电器规模指数和景气度指数



资料来源：Wind资讯

低压电器产品由于种类繁多，单一或部分子分类产品绝对市场容量较小，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和成本优势，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。

2017 年，受经济回暖及夏季高温影响，全国用电需求持续旺盛，全社会用电量达到 63077 亿千瓦时，同比增长 6.57%，增速较 2016 年提高 1.56 个百分点。2017 年，全国新增装机容量仍较快增长，全国电源新增生产能力（正式投产）13372 万千瓦，同比增长 10.87%。其中，太阳能发电 5338 万千瓦，同比增长 54.31%。电力行业控制投资节奏、优化投资结构的效果开始显现。2018 年，全社会用电量保持快速增长，增速达 8.5%，比上年同期提高了 1.9 个百分点。其中，工业用电量增速 7.2%。2018 年，全国电力工程完成投资 8094 亿元，其中，电源工程投资完成 2721 亿元，电网基本工程投资完成 5373 亿元。随着国家相关电网投资、发电装机总容量的不断增长，对低压电器产品市场需求提供了有力保障。

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 2018 年底，全国全口径发电装机容量达 19.0 亿千瓦，同比增长 6.5%，其中，非化石能源发电装机容量 7.7 亿千瓦，占总装机容量比重为 40.8%、比上年提高 2.0 个百分点。全年电力投资额达 8094 亿元，同比下降 1.8%。其中，电网投资达 5373 亿元，同比增长 0.6%；电源投资达 2721 亿元，同比下降 6.2%。展望 2019 年，预计全国新增发电装机容量约 1.1 亿千瓦，年底总装机容量约 20 亿千瓦。其中，新增非化石能源发电装机约 6200 万千瓦，装机比重进一步提高。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，在使用中的各类低压电器产品约有 99 亿件，未来更新维修需求旺盛。

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。

(2) 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。

2016年下半年以来，铜现货价格有所回暖，经历了2017年上半年的持续震荡后再次攀升，2017年底为7157.00美元/吨，同比增长30.10%；2018年以来，铜现货价格整体呈波动下降趋势，2018年底为5965.00美元/吨，同比下降16.66%；2019年1-3月，铜现货价格整体呈下降趋势，2019年5月底下降至5780.50美元/吨。

图2 2015年底以来LME铜现货结算价
(单位：美元/吨)



数据来源：Wind资讯

2016年初开始，白银现货价格开始上升，2016年8月底接近21美元/盎司，之后开启不断震荡下跌走势，价格在15-18美元/盎司之间徘徊，2017年底为16.86美元/盎司，同比略有增长。2018年以来，银现货价格整体呈波动下降趋势，2018年底为15.46美元/盎司；2019年以来，银现货价格持续下降，2019年5月底为14.40美元/盎司。

图3 2015年底以来伦敦现货白银价格
(单位：美元/盎司)



数据来源：Wind资讯

2018年以来，上述原材料价格整体呈波动下降趋势，低压电器制造商的成本控制压力同比有所减轻。

2. 太阳能光伏行业

受益于光伏发电的高效、节能优势及政府政策扶持力度，中国光伏发电虽然起步较晚，但扩张速度较快，根据国家能源局统计数据，2017年中国光伏发电新增装机53.06GW，同比增加18.52GW，增速达53.26%，其中，光伏电站33.62GW，同比增长11%；分布式光伏19.44GW，同比增长3.7倍。截至2017年12月底，全国光伏发电累计装机达到130.25GW，提前并超额完成“十三五规划目标”的105GW，其中光伏电站100.59GW，分布式光伏29.66GW，截至2018年末，全国光伏发电装机容量超过170GW。预计到2020年，中国光伏发电累计装机将有望达到250GW。

(1) 光伏补贴政策退坡

2018年5月31日，国家发改委、财政部、国家能源局三部委联合发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》（以下简称“光伏新政”），明确以下几点：

①暂不安排2018年普通光伏电站建设规模；②2018年安排10GW分布式光伏建设规模，明确各地5月31日（含）前并网的分布式光伏电站项目纳入国家认可的规模管理范

围。未纳入国家认可规模管理范围的项目，由地方依法予以支持；③自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦统一降低 0.05 元，I 类、II 类、III 类资源区标杆电价分别调整为每千瓦时 0.5 元、0.6 元、0.7 元（含税）；④采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低 0.05 元，即补贴标准调整为每千瓦 0.32 元（含税）；采用“全额上网”模式的分布式光伏按所在资源区光伏电站价格执行；符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5MW 及以下）标杆电价不调整；⑤所有普通光伏电站均需通过竞争性招标方式确定项目业主。招标价不得高于降价后的标杆上网电价。整体看，光伏新政从规模控制、补贴下调和鼓励竞争性招标、鼓励分布式市场化交易等几个方面对 2018 年光伏行业政策进行调整。光伏行业政策的收紧，扭转了市场对于光伏行业 2018 年保持稳定增长的预期，短期来看将加速行业整合洗牌的进程。长期来看，光伏行业将逐步从扩大规模转向提质增效、推进技术进步等方向发展，为将来“平价上网”的到来做准备。

（2）弃光限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚不完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可再生能源电力消纳等一系列建设方案。

2017年，全国全年弃光电量73亿千瓦时，弃光率6%，同比下降4.3个百分点，弃光主要集中在新疆和甘肃；2018年，全国全年弃光电量达到54.9亿千瓦时，全国平均弃光率3%，同比下降3个百分点。整体看，2018年全国发电

机组限电率有所下降，但部分地区整体限电量依旧偏高。

（3）政府补贴拖欠问题

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为 1.9 分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。近年来，风电、光伏上网标杆电价连年下调，补贴退坡持续推进，但历史补贴累计缺口问题依旧较为严重。

目前，国家能源局正积极推动建立可再生能源绿色电力证书交易制度，用绿证的自由交易价格，替代固定财政补贴，探索解决可再生能源补贴缺口问题的有效模式。

（4）未来发展

《电力发展“十三五”规划》指出，“十三五”时期，大幅度提高可再生能源在能源生产和消费中的比重，其消费占比在 2020 年计划达到 15%，其中光伏发电占比将达 5%。至 2020 年，太阳能发电规划新增投产 0.68 亿千瓦以上，其中分布式光伏 6000 万千瓦以上，光热发电 500 万千瓦；光伏总装机容量届时将达 1.1 亿千瓦以上，“十三五”期间年均增速 21.2%。此外，政府会加快落实光伏补贴，且承诺 8 年内不会停止补贴，但是，补贴额度会有所减少，这也要求企业通过提升技术水平，提高转化效率，以降低生产成本，提升综合竞争力。在过去十年间，光伏成本已降至原来的 1/8，未来短期内仍可能继续降低 30%，到 2020 年，系统成本达到每瓦 5 元以下，以逐步摆脱光伏发电对政府补贴的依赖，实现平价上网。

未来，光伏发电的产业格局将进一步优化，在弃光限电以及上网电价下调的影响下，中国将加快建设分布式光伏发电应用示范区，光伏

产业投资将逐渐向分布式项目转移。其次，光伏行业集中度将进一步提高，上游硅料生产和中游组件生产环节的兼并重组或将进一步提速，下游电站投资运营环节可能有一批资产规模较小、经济效益较差的企业将退出市场，光伏产业将逐步形成一批资产规模较大、核心竞争力较强、具备区域整合能力的行业龙头企业。第三，光伏产业跨行业融合将进一步推进，光伏产业将基于各区域的区位优势、资源优势、产业优势和科技优势，实现与扶贫、农业、气候环境等产业的多产融合，并优先发展本区域最有基础、最具优势条件、能够取得率先突破的细分产业。第四，创新对光伏产业驱动作用将进一步凸显，“互联网+光伏”成为发展趋势，借助互联网、大数据、云计算等新兴信息技术和手段，光伏产业的自主创新能力将飞速提高，晶硅高精度制造、高转换效率的光伏设备、光伏微网系统等将是中国光伏产业技术创新发展的重点领域。第五，中国光伏“走出去”将进一步加快，“一带一路”沿线国家和地区的电力设施相对不完善，电力缺口较大，具有广阔的发展空间，因此在国内产能过剩、欧美“双反”的局面下，加速将产能向“一带一路”沿线国家转移，成为中国光伏产业持续健康发展的现实选择和重要支撑。

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。

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2019年电网建设计划投资51264989亿元，同比增长2.75%，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司注册资本15亿元，其中南存辉持股31.23%，温州辉泰投资管理有限公司持股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130人合计持股38.33%。部分股东与南存辉为亲属关系，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。2016年底，公司完成对浙江正泰新能源开发有限公司（以下简称“新能源开发”）的收购，形成了“低压电器+光伏新能源”双主业。公司以旗下子公司新能源开发为平台，业务领域覆盖光伏组件及电池片制造，光伏电站领域的投资、建设和运营，及海外工程总承包等业务领域，是目前国内最大的民营光伏发电企业。新能源开发拥有发、集、逆、变、配、送、控系统产品全产业链，配套丰富的工程总承包与电站运维经验，是业内唯一具备系统集成和技术集成优势的全产品提供商。

公司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的企业，销售额已连续多年位居行业前列。截至2018年底，公司拥有500多家核心经销商，3600多个经销网点，形成以省会城市为核心、县区级为辅助点的营销体系。

3. 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ISO9001质量体系认证、ISO14001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。

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合作组建国内唯一的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所在低压电器领域的研发资源。目前，公司现已获授权专利1100项，其中发明专利220项、实用新型专利620项，并获得欧盟、美国、日本等国外专利5项。

总体看，公司技术水平先进，研发实力强。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

目前，公司已经形成了包含低压、太阳能、高压三大板块为主的业务结构，2018年，上述三项主营板块占比分别为46.71%、29.09%和21.86%，收入比重同比变化不大。

表2 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

| 业务板块 | 2016年 | | | 2017年 | | | 2018年 | | | 2019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 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 低压板块 | 121.98 | 47.36 | 33.52 | 138.31 | 47.06 | 32.80 | 163.31 | 46.71 | 35.39 | 35.18 | 47.21 | 35.62 |
| 太阳能板块 | 74.39 | 28.88 | 26.85 | 87.91 | 29.91 | 29.29 | 101.72 | 29.09 | 26.17 | 22.15 | 29.74 | 13.70 |
| 高压板块 | 57.61 | 22.37 | 17.23 | 63.67 | 21.66 | 14.98 | 76.43 | 21.86 | 17.55 | 14.44 | 19.39 | 19.04 |
| 其他板块 | 3.58 | 1.39 | 27.06 | 4.02 | 1.37 | 47.96 | 8.16 | 2.33 | 10.46 | 2.73 | 3.66 | 28.86 |
| 合计 | 257.56 | 100.00 | 27.86 | 293.91 | 100.00 | 28.10 | 349.63 | 100.00 | 28.23 | 74.50 | 100.00 | 25.64 |

资料来源：公司提供

2018年，公司实现主营业务收入349.63亿元，同比增长18.96%。受国家宏观经济持续发

展以及公司积极加强渠道建设、提升整体渠道核心竞争力影响，作为公司收入重要来源的低

压电器板块收入呈稳定上升趋势，2018 年实现收入 163.31 亿元，同比增长 18.08%。2018 年，公司太阳能板块实现收入 101.72 亿元，同比增长 15.71%，主要系前期投入建设的光伏电站集中并网发电收入提升所致。2018 年，公司高压板块实现收入 76.43 亿元，同比增长 20.04%，主要系下游需求增长拉动所致。公司其他板块主要为股权投资、房地产等，2018 年实现收入 8.16 亿元，比重相对较小。

从毛利率情况看，2018 年，低压板块和高压板块毛利率分别为 35.39% 和 17.55%，同比分别增加 2.59 个百分点和 2.57 个百分点，主要系本年度低价中标项目减少所致；太阳能板块毛利率为 26.17%，同比减少 3.12 个百分点，主要系毛利相对较低的太阳能电池组件出货增加所致。

2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 74.50 亿元，同比增长 20.01%，主要系低压板块和太阳能板块收入拉动所致；其中低压板块

实现收入 35.18 亿元，同比增长 14.63%；太阳能板块实现收入 22.15 亿元，同比增长 34.08%，主要系 EPC 项目并网量增加所致，毛利率为 13.70%，同比减少 4.06 个百分点。同期，公司综合毛利率为 25.64%，同比减少 1.77 个百分点。

跟踪期内，公司营业收入不断增长，但盈利能力仍保持同行业较强地位。

2. 低压板块

公司低压电器业务的经营主体为正泰电器，主要产品包括配电电器、终端电器、电源电器等。

截至 2018 年底，正泰电器资产总额为 475.83 亿元，所有者权益 222.48 亿元（其中少数股东权益 5.99 亿元）；2018 年，正泰电器实现营业收入 274.21 亿元，利润总额 42.50 亿元。

(1) 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材、银、钢材、塑料等。

表 3 低压电器业务原材料采购情况（单位：吨、万元/吨）

| 主要原材料 名称 | 采购量 | | | 采购价格 | | |
|-------------|----------|----------|----------|--------|--------|--------|
| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
| 银 | 178.13 | 191.30 | 235.43 | 383.56 | 391.64 | 358.58 |
| 铜材 | 26989.17 | 25724.40 | 29390.88 | 3.81 | 4.92 | 5.07 |
| 钢材 | 71354.85 | 71241.60 | 77559.76 | 0.36 | 0.49 | 0.50 |
| 塑料 | 55414.14 | 60621.34 | 68577.29 | 1.40 | 1.60 | 1.74 |

资料来源：公司提供

从采购主要原材料的构成来看，铜、银、钢材及塑料等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。2018 年，除银外，正泰电器主要原材料价格均呈现上升趋势。原材料价格的上涨对低压电器板块的毛利率产生一定压力，但公司凭借规模化生产优势，与供应商建立战略联盟关系，在一定程度上转移部分成本上涨压力。

从采购集中度看，2018 年，正泰电器前五名供应商采购额占年度采购总额的比重为 8.03%，采购集中度低。

从结算方式看，正泰电器对上游的付款期限一般为 75 天、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。

跟踪期内，公司的采购模式、结算方式和主要原材料均未发生重大变化。

(2) 产品生产

主要经营主体正泰电器共生产 446 个系列，130000 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。2018 年，正泰电器主要产品产能利用率为 100.64%；主要产品产销率为 98.35%。公司产能利用率及产销率均处于较高水平。

表4 低压电器板块产品产销情况(单位:万台、%)

| 产品 | 2016年 | 2017年 | 2017年 | 2019年 1-3月 | |
|------|--------|----------|----------|---------------|----------|
| 低压电器 | 产量 | 80868.00 | 91027.00 | 99674.57 | 18530.90 |
| | 销量 | 81171.00 | 91165.00 | 98027.08 | 20423.32 |
| 产销率 | 100.37 | 100.15 | 98.35 | 110.21 | |

资料来源:公司提供

跟踪期内,公司低压板块生产模式、产品种类均未发生重大变化。

(3) 产品销售

跟踪期内,正泰电器延续分销(经销商模式)和直销相结合的销售模式,其中分销占比84%,分销模式、直销模式和结算方式等均未发生重大变化。

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%左右。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,2018年该地区实现销售收入占销售收入的45.20%。

从销售集中度看,2018年,正泰电器前五名经销商合计销售收入占比为6.13%,销售集中度较低。

3. 高压板块

公司高压板块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2016-2018年财务情况(单位:亿元)

| 项目 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 | 净利润 |
|-------|-------|-------|-------|------|
| 2018年 | 68.74 | 20.74 | 81.13 | 4.37 |
| 2017年 | 63.61 | 16.82 | 69.04 | 1.98 |
| 2016年 | 58.94 | 15.68 | 61.54 | 2.55 |

资料来源:公司提供

原材料采购方面,正泰电气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。在议价能力方面,硅钢片国内供应商较少,正泰电气对此议价能力较弱;铜材供应商较多,市场较为透明,正泰电气通过大规模采购降低成本。2018年,公司主要原材料铜材采购量同比增长54.51%,硅钢片的采购量同比略有下降,主要系业务规模增长及产品结构变动所致。从采购均价来看,受行业供求影响,2018年公司铜材和硅钢片的采购价格同比分别上升17.95%和33.33%。

表6 高压业务主要原材料情况(单位:吨、万元/吨)

| 主要原材料 名称 | 采购量 | | | 采购价格 | | |
|-------------|----------|----------|----------|-------|-------|-------|
| | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
| 铜材 | 33258.41 | 44223.26 | 68328.77 | 3.30 | 4.29 | 5.06 |
| 硅钢片 | 14186.80 | 15403.89 | 15241.89 | 1.08 | 0.93 | 1.24 |

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。2018年正泰电气铜材和硅钢片前五位供应商采购额占比分别为59.00%和94.22%。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。

在采购结算方面,正泰电气采购付款期一般为3个月,主要通过银行承兑汇票或银行转账方式付款。销售资金结算按具体的供货合同

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个月后付清。

产品生产方面,正泰电气大部分产品为客户个性化定制产品(占比约为85%),正泰电气除电线、断路器等标准化产品外,其他产品均采用“以订单定采”的采购模式。

表7 2018年高压业务主要原材料供应商情况
(单位: %)

| 公司名称 | | 占比 |
|------|----------------|-------|
| 铜材 | 洛阳市昊昌金属制品有限公司 | 18.14 |
| | 宁波金田电材有限公司 | 14.56 |
| | 无锡凌峰材料科技有限公司 | 12.62 |
| | 江苏亨通精工金属材料有限公司 | 10.21 |
| | 江苏宝胜精密导体有限公司 | 3.47 |
| 合计 | -- | 59.00 |
| 硅钢片 | 上海宝钢钢材贸易有限公司 | 41.61 |
| | 武汉宝德鑫实业发展有限公司 | 24.43 |
| | 首钢股份公司迁安钢铁公司 | 10.44 |
| | 上海泽苍实业有限公司 | 8.92 |
| | 江苏光辉电力器材有限公司 | 8.82 |
| 合计 | -- | 94.22 |

资料来源: 公司提供

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。受市场需求影

响, 正泰电气逐年调整产品结构。2018年, 中压和电缆产品产能同比分别增长 4.26% 和 67.18%, 箱变、变压器、合电、低压和元件产能保持稳定; 受市场需求影响, 箱变和合电的产量分别下降 10.88% 和 6.34%, 低压、元件、中压和电缆的产量同比分别增长 21.23%、8.32%、1.48% 和 64.99%; 其中电缆的产能和产量同比增幅较大, 主要系公司在陕西区域工厂一二期全部投产, 重组后的山东区域工厂经过不断的技改, 整体电缆产品产能也在逐步释放所致; 除低压、元件和变压器之外, 正泰电气其他产品产能利用率同比均有不同程度的下降。

表8 正泰电气主要产品生产情况

| 项目 | | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-----|----------|---------|---------|---------|
| 箱变 | 产能(台) | 7380 | 9000 | 9000 |
| | 产量(台) | 7133 | 9906 | 8828 |
| | 产能利用率(%) | 96.65 | 110.07 | 98.09 |
| 变压器 | 产能(台) | 500 | 500 | 500 |
| | 产量(台) | 447 | 408 | 410 |
| | 产能利用率(%) | 89.00 | 82.00 | 82.00 |
| 低压 | 产能(台) | 155000 | 155000 | 155000 |
| | 产量(台) | 152429 | 101495 | 123040 |
| | 产能利用率(%) | 98.34 | 65.48 | 79.38 |
| 元件 | 产能(台) | 1706500 | 1706500 | 1706500 |
| | 产量(台) | 1466830 | 1158488 | 1254915 |
| | 产能利用率(%) | 85.96 | 67.89 | 73.54 |
| 中压 | 产能(台) | 8550 | 9400 | 9800 |
| | 产量(台) | 6869 | 8295 | 8418 |
| | 产能利用率(%) | 80.00 | 88.24 | 85.90 |
| 合电 | 产能(台) | 50000 | 50000 | 50000 |
| | 产量(台) | 42405 | 31253 | 29271 |
| | 产能利用率(%) | 84.81 | 62.51 | 58.54 |
| 电缆 | 产能(千米) | 396990 | 480875 | 803950 |
| | 产量(千米) | 370390 | 452802 | 747074 |
| | 产能利用率(%) | 93.00 | 94.16 | 92.93 |

资料来源: 公司提供

正泰电气产品销售主要以中压、低压、变压器和电缆等产品为主; 2018年, 由于正泰电气客户定制化产品较多, 各定制产品销售价格

受产品设计、规格、参数等因素影响较大, 因此各产品销售均价年度间存在一定的波动性。

从客户集中度看, 2018年, 正泰电气前五

位客户包括南京正泰自动化系统工程有限公司、浙江正泰新能源开发有限公司、南京远能电力工程有限公司、中国石油天然气股份有限公司长庆油田分公司和中国电建集团江西省电力建设有限公司，前五位客户销售实现收入合计占比为9.00%，客户集中度低。

跟踪期内，正泰电气销售模式和结算方式均未有重大变化。

从产品销售价格看，2018年，箱变、低压、元件以及合电产品销售价格同比分别增长44.56%、36.54%、50.00%和135.29%；变压器、中压和电缆产品销售价格有所下降。从产品销

量情况来看，2018年，电缆和中压产品销量增速较快，同比分别增长76.28%和16.94%；箱变和合电产品销量同比分别下降11.22%和24.54%；其他主要产品销量同比变化不大。从销售金额来看，2018年，除变压器产品销售金额同比略有下降之外，其他主要产品的销售收入同比均有所增长。从产销率方面看，2018年，中压、低压和合电产品产销量同比分别下降10.35个百分点、17.29个百分点和31.99个百分点；其他主要产品产销率均较高且同比有所增长。

表9 正泰电气主要产品产销率情况

| 项目 | | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|------|------------|----------|----------|----------|
| 箱变 | 销售金额(万元) | 63936.73 | 65826.08 | 84485.14 |
| | 销量(台) | 6300 | 9944 | 8828 |
| | 产销率(%) | 88.32 | 100.39 | 114.20 |
| | 销售均价(万元/台) | 10.15 | 6.62 | 9.57 |
| | 占比(%) | 11.06 | 9.55 | 11.12 |
| 变压器 | 销售金额(万元) | 77470.00 | 84004.00 | 83648 |
| | 销量(台) | 450 | 405 | 410 |
| | 产销率(%) | 100.67 | 99.00 | 124 |
| | 销售均价(万元/台) | 172.16 | 207.42 | 204.02 |
| | 占比(%) | 13.40 | 12.19 | 11.01 |
| 中压产品 | 销售金额(万元) | 33109.63 | 40319.14 | 43347.10 |
| | 销量(台) | 6319 | 8183.00 | 9569 |
| | 产销率(%) | 92.00 | 98.65 | 88.30 |
| | 销售均价(万元/台) | 5.24 | 4.93 | 4.53 |
| | 占比(%) | 5.73 | 5.85 | 5.71 |
| 低压产品 | 销售金额(万元) | 57615.74 | 65815.21 | 87009.10 |
| | 销量(台) | 103264 | 126352 | 123040 |
| | 产销率(%) | 68.00 | 124.49 | 107.20 |
| | 销售均价(万元/台) | 0.56 | 0.52 | 0.71 |
| | 占比(%) | 9.97 | 9.55 | 11.46 |
| 元件 | 销售金额(万元) | 33692.00 | 25088.98 | 41831.68 |
| | 销量(台) | 1120300 | 1216199 | 1254915 |
| | 产销率(%) | 76.38 | 104.98 | 133.70 |
| | 销售均价(万元/台) | 0.03 | 0.02 | 0.03 |
| | 占比(%) | 5.82 | 3.64 | 5.51 |
| 合电 | 销售金额(万元) | 12669.33 | 11739.00 | 20596.06 |
| | 销量(台) | 35190 | 35001 | 26411 |
| | 产销率(%) | 100.00 | 111.99 | 80 |
| | 销售均价(万元/台) | 0.36 | 0.34 | 0.80 |

| | | | | |
|----|--------------|-----------|-----------|-----------|
| | 占比 (%) | 2.19 | 1.70 | 2.71 |
| 电缆 | 销售金额 (万元) | 180291.00 | 231437.22 | 339201.00 |
| | 销量 (千米) | 352688 | 423799 | 747074 |
| | 产销率 (%) | 95.22 | 93.59 | 115.60 |
| | 销售均价 (万元/千米) | 0.51 | 0.55 | 0.45 |
| | 占比 (%) | 31.00 | 33.58 | 44.66 |

资料来源: 公司提供

注: 上表产销率计算中销量不包含自用量; 当期产销率 (%) = (当期核算销售收入/当期产值) * 100%, 其中当期产值会因图纸确认、采购延期、生产返工等原因并没有当期报缴, 造成当期核算的销售收入比当期产值偏高

4. 太阳能板块

公司太阳能业务主要为光伏发电、EPC业务和晶硅组件业务, 经营主体是新能源开发及其子公司太阳能科技, 新能源开发具备电力工程总承包三级资质, 是国内规模最大的民营光伏发电投资企业。2016年, 正泰电器通过发行股份及现金购买方式, 直接或间接持有新能源开发99.44%股权, 将公司光伏发电业务及资产注入上市公司, 通过本次资产重组, 公司的产

业链进一步优化。

太阳能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、民用屋顶发电系统以及光伏建筑一体化项目。截至2018年底, 新能源开发资产总额302.38亿元, 所有者权益106.34亿元, 2018年营业收入107.01亿元, 净利润13.43亿元。

表10 公司太阳能板块收入构成 (单位: 万元、%)

| 项目 | 2016年 | | | 2017年 | | | 2018年 | | |
|-------|-----------|--------|-------|-----------|--------|-------|------------|--------|-------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 发电业务 | 111081.84 | 14.92 | 53.26 | 170198.93 | 19.30 | 59.32 | 195175.60 | 18.24 | 58.00 |
| EPC业务 | 160355.82 | 21.54 | 20.02 | 182400.25 | 20.68 | 17.30 | 215892.82 | 20.17 | 16.77 |
| 晶硅组件 | 472851.24 | 63.53 | 16.91 | 529389.00 | 60.02 | 16.44 | 623683.26 | 58.28 | 15.90 |
| 其他 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 35392.60 | 3.31 | 14.78 |
| 合计 | 744288.89 | 100.00 | 23.01 | 881988.18 | 100.00 | 24.89 | 1070144.28 | 100.00 | 23.72 |

资料来源: 公司提供

注: 太阳能板块收入构成相关数据统计包含关联交易

(1) 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。

公司光伏电站主要包括地面集中式电站和分布式电站。截至2019年3月底, 公司国内已建成并网的光伏电站2398.98MW, 包括地面集中式电站1144.74MW和分布式电站1254.24MW, 其中已进入国家补贴名录的电站总装机规模为1207.02MW, 预计进入第八批补贴名录但由于第八批名录暂停发布原因而未进入的电站总装机规模为724.60MW, 其中2016年4-12月并网未入名录装机容量

355.00MW, 2017年1-6月并网未入名录装机容量396.60MW。2017年6月以后除光伏“领跑者”计划以外, 公司不再新建需要申请补贴名录的地面式光伏电站项目。

光伏电站的投资建设工作由新能源开发内部的EPC团队负责。2018年, 新能源开发实际上网电量为23.57亿度, 同比增长11.74%, 主要系电站项目并网增加所致。2018年, 公司光伏发电业务实现收入19.52亿元, 其中补贴收入为11.06亿元 (含税金额为13.05亿元), 已于2018年底到位4.48亿元。

2018年, 发电业务前五大客户占67.00%, 均为国网, 集中度高。

截至2018年底，新能源开发应收补贴电费16.67亿元，其中已列入补贴名录的电站项目应收补贴费余额6.25亿元，未进入补贴名录的电费余额10.42亿元。

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0.32元/千瓦时的电价补贴。除国家层面的财政补贴外，浙江、江西、上海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。

(2) EPC业务

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。

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，2018年境内客户占59.26%，前五大客户占48.00%，集中度较高。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。2018年，公司EPC业务完工418MW，较上年增

加143MW，实现收入21.59亿元，同比增长18.40%；2018年，EPC项目新签订合同金额为21.14亿元。

(3) 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，太阳能科技的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。

2018年，晶硅组件前五大供应商占21.09%，集中度尚可。

2018年，光伏组件产能3397MW，产能利用率为94.48%，2018年实现销量3094MW，产销率96.41%。

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，2018年外销收入占81.33%；前五大客户占32.00%，集中度尚可。2018年，晶硅组件实现收入62.37亿元，同比增长17.81%，主要系公司加大渠道销售拓展力度所致。

从结算方式来看，晶硅组件国内大部分客户的账期为90天，国外客户一般是有中信保的客户，账期一般不超过90天，部分为120天信用证结算。

表11 2018年公司太阳能板块前五大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 | 公司名称 | 占比 |
| 供应商 | 浙江启鑫新能源科技股份有限公司 | 4.60 | 杭州萧山江海实业有限公司 | 4.68 |
| | 浙江向日葵光能科技股份有限公司 | 3.20 | 高佳太阳能股份有限公司 | 4.38 |
| | 江西泰明光伏有限公司 | 3.10 | 镇江环太硅科技有限公司 | 4.29 |
| | 苏州金山太阳能科技有限公司 | 2.50 | 浙江艾能聚光伏科技股份有限公司 | 3.97 |
| | 杭州福莱特塑料开发有限公司 | 2.20 | 杭州福斯特光伏材料股份有限公司 | 3.77 |
| 合计 | -- | 15.60 | -- | 21.09 |
| 客户 | 国网浙江省电力有限公司 | 37.00 | Green wing solar technology Co. LTD | 10.00 |
| | 国网甘肃电力公司 | 13.00 | Sterling & Wilson Limited | 6.00 |
| | 国网新疆电力有限公司 | 8.00 | Alcom Energy JSC | 6.00 |
| | 国网山西省电力公司 | 5.00 | ACWA Benban One for Energy JSC | 5.00 |
| | 国网甘肃省电力公司 | 4.00 | Solairedirect Global Operations S.A | 5.00 |

| | | | | |
|----|----|-------|----|-------|
| 合计 | -- | 67.00 | -- | 32.00 |
|----|----|-------|----|-------|

资料来源：公司提供

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，从事相关业务的主体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。2018年，公司其他业务收入为8.16亿元，，占公司主营业务收入比重低。

6. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为2.69次、4.26次和0.57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2019年3月底，公司在建项目主要为电气产业园项目和光伏发电项目，项目预计总投资34.25亿元，其中正泰新能源衢州柯城160MW光伏生态公园和包头市正泰光伏发电有限公司土右旗100MWP光伏发电项目正泰电器募投资金项目，募投资金分别为2.50亿元和2.00亿元。主要在建项目自筹8.72亿元，贷款20.58亿元，截至2019年3月底累计投资21.99亿元，预计后续投资额合计12.27亿元。

截至2018年底，公司拟建项目12个，全部为新建的分布式太阳能电站，预计总投资1.73亿元，合计总装机容量30.92MW。公司在建及拟建的光伏项目多采取建成投产后的未来应收账款做抵押向银行贷款。光伏项目一旦建成并网发电，未来稳定的预期收益及公司自身良好的经营能力都为未来债务的偿还及公司的正常资金运转提供强有力的保障。

总体看，公司在建及拟建项目未来投资规模较大，公司资金支出压力较大。2018年出台的光伏新政补贴退坡力度加大，行业短期内承压较大，未来将淘汰一批落后产能，行业集中度进一步提升，公司作为国内民营光伏龙头企业，在生产规模、成本控制、产业链配套及资产质量上具有一定优势，市场占有率有望进一步提升。此外，随着公司电气产业园项目的完工和投入运营，公司输配电业务布局将更加完善，业务规模有望增长。

表 12 截至 2019 年 3 月底公司重点在建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 资金来源 | | | | 截至 2019 年 3 月底完成投资 | 预计后续投资额 | 预计完工时间 |
|-----------------|------|------|------|------|------|--------------------|---------|--------|
| | | 募投资金 | 贷款 | 自筹 | 财政补贴 | | | |
| 正泰智能电气西北产业园一期项目 | 7.50 | -- | 5.00 | 2.25 | 0.25 | 6.70 | 0.80 | 2019 年 |

| | | | | | | | | |
|--------------------------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-----------|
| 正泰智能电气西北产业园二期项目 | 12.00 | -- | 8.40 | 3.40 | 0.20 | 8.20 | 3.80 | 2020年 |
| 宁波吉润汽车部件有限公司(二期)16.9兆瓦分布式光伏发电项目(DMA) | 0.71 | -- | 0.50 | 0.21 | -- | 0.13 | 0.58 | 2019年6月 |
| 正泰新能源衢州柯城160MW光伏生态公园 | 5.76 | 2.50 | 2.28 | 0.98 | -- | 5.75 | 0.01 | 2019年6月 |
| 吉利汽车部件有限公司屋顶分布式光伏电站二期11兆瓦项目 | 0.61 | -- | 0.43 | 0.18 | -- | 0.14 | 0.47 | 2019年6月 |
| 包头市正泰光伏发电有限公司土右旗100MWP光伏发电项目 | 7.00 | 2.00 | 3.50 | 1.50 | -- | 1.00 | 6.01 | 2019年6月 |
| 杭州吉利汽车部件有限公司10.8813MWp分布式光伏并网发电项目 | 0.67 | -- | 0.47 | 0.20 | -- | 0.07 | 0.60 | 2019年9月 |
| 合计 | 34.25 | 4.50 | 20.58 | 8.72 | 0.45 | 21.99 | 12.27 | -- |

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了2018年度合并财务报告，天健会计师事务所(特殊普通合伙)该财务报告进行了审计，并发表了标准无保留意见审计结论。公司2019年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共496家，较2017年底增加162家；其中，公司通过投资新设增加124家，通过非同一控制下企业合并增加69家，子公司注销减少8家，股权转让23家。总体看，公司财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司(合并)资产总额644.97亿元，所有者权益237.93亿元(其中少数股东权益114.03亿元)。2018年，公司实现营业收入357.52亿元，利润总额37.60亿元。

截至2019年3月底，公司(合并)资产总额658.55亿元，所有者权益合计243.48亿元(其中少数股东权益116.57亿元)。2019年1-3月，公司实现营业收入77.03亿元，利润总额6.12亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额644.97亿元，其中流动资产占51.27%，非流动资产占48.73%。流动资产比重略有增长。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计330.66亿元，同比增长6.97%，增长主要来自应收票据、应收账款、其他应收款和存货。从构成上看，公司流动资产主要由货币资金(占21.93%)、

应收票据(占12.37%)、应收账款(占31.02%)和存货(占19.66%)构成。

截至2018年底，公司货币资金为72.50亿元，同比下降23.96%；从构成看，以银行存款(占87.69%)为主，其中受限使用的货币资金10.09亿元，主要为各类保证金；外币货币资金折合人民币9.52亿元。

截至2018年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产0.05亿元，同比下降99.03%，主要为远期锁汇、结构性存款等。

截至2018年底，公司应收票据40.89亿元，同比增长47.49%。从构成看，公司应收票据以银行承兑汇票(占90.44%)为主；其中未到期已质押的应收票据28.19亿元，未到期已背书或贴现的应付票据8.53亿元。

截至2018年底，公司应收账款账面价值为102.58亿元，同比增长8.70%。应收账款前五名客户占15.75%，集中度较低。应收账款中按信用风险特征组合计提坏账准备的比重为96.02%，2018年底累计计提坏账准备8.18亿元；组合中，82.54%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63.86亿元，坏账准备6.66亿元)账龄在1年以内的占81.45%，1-2年的占11.84%；太阳能光伏行业的应收账款(账面余额25.80亿元，坏账准备1.52亿元)账龄在6个月以内的占72.60%，7-12个月的占15.38%；公司应收账款账龄较短。2018年底的应收账款中，关联方应收账款3.86亿元，用于担保的应收账款12.49亿元，外币应

收账款折合人民币19.96亿元。新能源开发列为应收账款合计补贴电费16.82亿元中有10.43亿元未进入补贴名录，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13 2018年底公司应收账款简表（单位：亿元、%）

| 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 | 52.01 | 81.45 | 2.60 |
| 1-2年 | 7.56 | 11.84 | 1.13 |
| ... | ... | ... | ... |
| 合计 | 63.86 | 100.00 | 6.66 |
| 太阳能光伏行业 | | | |
| 账龄 | 账面余额 | 比例 | 坏账准备 |
| 6个月以内 | 18.73 | 72.60 | -- |
| 7-12个月 | 3.97 | 15.38 | 0.20 |
| ... | ... | ... | ... |
| 合计 | 24.92 | 100.00 | 1.10 |
| 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 | 18.97 | -- | -- |

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司其他应收款为28.47亿元，同比大幅增长，主要系子公司新能源开发出售电站项目所致。截至2018年底，其他应收款账面余额36.79亿元，计提坏账准备8.32亿元。从构成看，账龄分析法组合比重为95.04%；组合中，非太阳能光伏行业账龄在1年以内的占63.89%（计提坏账准备0.84亿元），1-2年的占3.26%（计提坏账准备0.13亿元），2-3年的占17.65%（计提坏账准备2.33亿元），3年以上的占15.20%（计提坏账准备4.02亿元）；太阳能光伏行业账龄在6个月以内的占57.30%（未计提坏账准备），7-12个月的占24.62%（计提坏账准备0.11亿元），1-2年的占11.64%（计提坏账准备0.15亿元），2-3年的占1.89%（计提坏账准备0.08亿元），3年以上的占4.55%（计提坏账准备0.39亿元）；整体看，账龄较短。2018年底关联方其他应收款5.25亿元，外币其他应收款折合人民币3.87亿元。公司其他应收款前五

名客户占10.54%，集中度低。

截至2018年底，公司存货为65.01亿元，同比增长16.03%，累计计提跌价准备1.33亿元（主要为对库存商品的计提）；从构成上来看，主要由库存商品（占31.88%）、原材料（占15.44%）、在产品（占14.52%）和工程施工（未完工EPC合同）（占24.72%）等构成。

截至2018年底，公司其他流动资产10.57亿元，同比增长15.08%，主要系预缴及待抵扣税费增长所致。从构成来看，公司其他流动资产主要由预缴或待抵扣税费（占89.26%）构成。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计314.31亿元，同比增长3.13%，增长主要来自长期股权投资、长期应收款和在建工程。从构成来看，主要由可供出售金融资产（占9.43%）、长期股权投资（占18.98%）和固定资产（占55.66%）等构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产29.65亿元，同比下降5.08%。从构成来看，对非上市公司的股权投资（成本法）占21.63%；其余为按公允价值计量的权益工具（占78.37%）。

截至2018年底，公司长期应收款为10.52亿元，同比增长25.79%，主要系太阳能海外公司电站项目融资款大幅增加所致。公司长期应收款主要以电站项目融资款（占89.80%）为主。

截至2018年底，公司长期股权投资59.64亿元，同比增长18.75%，主要系新能源开发向浙江省浙江水利水电投资集团有限公司（以下简称“浙江水利水电”）转让其持有的十家电站子公司51%股权，新能源开发对子公司丧失控制权，转为联营企业核算所致²。

² 子公司新能源开发向浙江水利水电转让了10家子公司各51%的股权，包括敦煌正泰光伏发电有限公司、民勤县正泰光伏发电有限公司、高台县正泰光伏发电有限公司、永昌正泰光伏发电有限公司、中卫正泰光伏发电有限公司、敦煌市天润新能源有限公司、瓜州县光源光伏发电有限公司、嘉峪关正泰光伏发电有限公司、金昌帷盛太阳能发电有限公司、中卫清银源星太阳能有限公司，对该等10家公司丧失控制权，故转为联营企业核算。上述10家公司当期增减变动之其他，系其作为联营企业核算后，对应剩余部分的长期股权投资成本。

表14 2018年底公司前五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 |
|---------------------|-------|--------|
| 浙江民营企业联合投资股份有限公司 | 20.00 | 12.78 |
| 中广核二期产业投资基金有限责任公司 | 30.00 | 9.12 |
| 温州民商银行股份有限公司 | 29.00 | 6.72 |
| GRABAT ENERGY, S.L. | 25.00 | 3.02 |
| 浙商财产保险股份有限公司 | 16.50 | 2.78 |
| 合计 | -- | 34.42 |

资料来源: 公司审计报告

截至2018年底, 公司固定资产账面价值174.93亿元, 同比下降2.27%; 从构成来看, 2018年底, 固定资产主要由光伏电站(占68.54%)、房屋及建筑物(占17.23%)和机械设备(占9.80%)等构成。截至2018年底, 固定资产累计折旧48.30亿元, 计提减值准备0.64亿元。公司融资租入固定资产账面价值11.34亿元, 主要以光伏电站(占84.27%)为主, 融资租入固定资产累计折旧3.94亿元; 公司用于抵押担保的固定资产33.89亿元。截至2018年底, 未办妥产权证书的固定资产1.56亿元, 主要以正泰电气厂房(占37.09%)和陕西电缆厂房(占44.62%)为主。

截至2018年底, 公司在建工程账面价值14.81亿元, 同比增长30.23%, 增长主要来自光伏电站项目投入。从构成来看, 在建工程主要为光伏电站项目(占72.07%); 其中光伏电站项目2018年新增投入31.05亿元, 转入固定资产28.32亿元。

截至2019年3月底, 公司资产总额为658.55亿元, 较2018年底略有增长; 从资产结构看, 流动资产占51.67%, 非流动资产占48.33%, 资产结构较2018年底变化不大。截至2019年3月底, 公司货币资金和应收票据分别为66.70亿元和38.33亿元, 较2018年底分别下降8.00%和6.26%; 应收账款为117.16亿元, 同比增长14.22%, 主要受销售增长影响; 预付款项为12.47亿元, 较2018年底增长55.85%, 主要系海宁工厂产线扩建以及原材料采购等预付款项增长所致; 其他应收款为34.10亿元, 较2018年底增长19.76%,

主要系年初往来款增长所致; 其他科目较2018年底变化不大。

截至2019年3月末, 公司受限资产账面价值余额合计为80.38亿元, 占当期资产总额12.21%, 其中用于信用证、保函、票据、借款等业务保证金的货币资金为13.29亿元; 用于贷款抵押的固定资产的账面价值为3.99亿元; 用于贷款抵押的在建工程及项目资产的账面价值31.64亿元; 用于贷款质押的股权的账面价值为14.41亿元; 用于贷款质押的应收账款或账户质押的账面价值17.06亿元。

跟踪期内, 公司资产规模持续增长, 其中货币资金、存货和应收账款占比较高, 太阳能发电补贴未列入名录部分回收存在不确定性; 非流动资产中固定资产占比高。整体看, 公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2018年底, 公司所有者权益237.93亿元, 同比增长10.79%; 其中资本公积为41.28亿元, 同比增长27.25%, 主要系公司因不丧失控制权处置子公司正泰电器2.23%股权, 按享有的份额相应增加资本公积资本溢价8.47亿元所致; 其他权益工具为6.61亿元, 主要系公司于2016年4月发行的5.00亿元永续债“16正泰MTN002”(期限为3+N年)和公司于2017年12月非公开发行的15.00亿元可交换公司债券“17正集EB”(期限为3年)所致, 其中截至本报告出具日, “16正泰MTN002”已到期并按时兑付; 少数股东权益为114.03亿元, 同比增长12.90%, 主要系公司因不丧失控制权处置子公司正泰电器2.23%股权, 按享有的份额相应增加少数股东权益13.03亿元所致。截至2018年底, 公司所有者权益构成中, 归属于母公司的所有者权益合计123.89亿元, 以实收资本(占12.11%)、资本公积(占33.32%)和未分配利润(占43.61%)为主。

截至2019年3月底, 公司所有者权益合计

243.48 亿元（含少数股东权益 116.57 亿元），较 2018 年底增长 2.33%，增长主要来自未分配利润和少数股东权益。从构成看，公司归属于母公司的所有者权益为 126.91 亿元，仍以实收资本（占 11.82%）、资本公积（占 33.31%）和未分配利润（占 44.06%）为主。

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

负债

截至2018年底，公司负债合计407.04亿元，同比增长1.98%，其中流动负债占68.26%，非流动负债占31.74%，公司负债以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债合计277.84亿元，同比增长16.03%，增长主要来自应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债；从构成看，主要以短期借款（占26.97%）、应付票据（占11.27%）、应付账款（26.45%）、其他应付款（占10.84%）和一年内到期的非流动负债（10.84%）为主。

截至2018年底，公司短期借款74.94亿元，同比下降14.64%；主要由信用借款（占60.30%）和保证借款（占39.51%）构成；公司外币借款折合人民币7.81亿元。

截至2018年底，公司应付票据为31.30亿元，同比增长31.31%；构成以银行承兑汇票（占97.90%）为主。

截至2018年底，公司应付账款为73.49亿元，同比增长14.52%，主要系随着经营规模扩大，公司购买商品及劳务增加所致；公司外币应付账款折合人民币4.41亿元。

截至2018年底，公司其他应付款为29.35亿元，同比增长26.01%，主要系公司收购分布式电站项目待付款项增长所致；公司外币其他应付款折合人民币1.61亿元。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为30.11亿元，同比大幅增长，主要系部分长期借款和应付债券于一年内到期转入所致；从构成看，主要包括一年内到期的长期借款

13.55亿元和一年内到期的应付债券14.99亿元构成；其中一年内到期的应付债券为公司于2016年3月发行的5.00亿元中期票据“16正泰MTN001”（期限为3年）和公司于2016年6月发行的10.00亿元公司债券“16正集01”（期限为3年）；截至本报告出具日，上述债券均已到期并按时完成兑付。

截至2018年底，公司其他流动负债4.69亿元，同比下降26.48%；其中短期融资券3.00亿元，为公司2018年11月发行的超短期融资券“18正泰SCP001”（期限为180天），截至本报告出具日，该超短期融资券已到期并按时完成兑付。

截至2018年底，公司非流动负债合计129.20亿元，同比下降19.09%，下降主要来自长期借款和应付债券。

截至2018年底，公司长期借款为78.19亿元，同比下降17.43%，主要为抵押及担保借款（占21.54%）、质押及担保借款（占38.61%）、保证借款（占25.62%）和信用借款（占14.03%）。长期借款中外币借款折合人民币20.07亿元，主要以10.74亿美元借款和9.32亿欧元借款为主。

截至2018年底，公司应付债券账面价值33.84亿元，其中包括公司于2016年8月发行的10.00亿元公司债券“16正集02”（期限为3+2年）、2017年4月发行的10.00亿元公司债券“17正集01”（期限为3年）和2017年12月发行的15.00亿元可交换公司债券“17正集EB”（期限为3年）。

截至2019年3月底，公司负债合计415.08亿元，较2018年底增长1.97%，其中流动负债占68.11%，非流动负债占比31.89%，负债构成仍以流动负债为主。公司短期借款和长期借款分别为93.63亿元和80.84亿元，分别较2018年底增长24.94%和3.39%；其他应付款为34.11亿元，较2018年底增长16.23%，主要系公司收购分布式电站所致；一年内到期的非流动负债21.59亿元，较2018年底下降28.28%，主要系公司偿还一年内到期的长期借款以及“16正泰MTN001”

到期兑付所致；长期应付款为8.33亿元，较2018年底增长17.28%，构成全部为应付融资租赁款。其他科目较2018年底变化不大。

截至2018年底，公司有息债务258.50亿元，同比下降19.81%；从构成看，短期债务占53.91%，长期债务占46.09%，受部分长期借款和应付债券于一年内到期影响，短期债务比重同比增加8.18个百分点。从债务指标来看，截至2018年底，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63.11%、52.07%和33.37%，同比分别下降1.91个百分点、3.97个百分点和7.53个百分点。截至2019年3月底，受长、短期借款增长影响，公司有息债务较2018年底增长6.47%至275.22亿元，其中短期债务占55.50%，长期债务占44.50%，短期债务比重进一步增长；从债务指标来看，截至2019年3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63.03%、53.06%和33.47%；考虑到永续中票与其他普通债务特征相近，将公司于2016年4月发行的中期票据（永续债，期限为3+N年）5.00亿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34.37%和53.51%。整体看，公司有息债务规模较重。

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持续增长。公司有息债务结构合理，整体债务负担较重。

3. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入357.52亿元，同比增长18.89%；营业成本257.74亿元，同比增长18.37%，增速略低于营业收入的增速；营业利润率为27.32%，同比增长0.45个百分点。

从期间费用来看，跟踪期内，随着公司营业收入的增加，公司期间费用持续增长。2018年，公司期间费用合计64.61亿元，同比增长19.69%；其中销售费用24.95亿元，较上年增长30.98%，主要系随着公司销售收入增加，职

工薪酬、销售佣金及推广费用增长所致；管理费用16.52亿元，同比增长27.35%，主要系职工薪酬增长所致；研发费用为13.38亿元，同比增长10.84%；财务费用9.77亿元，同比略有下降。2018年，公司期间费用占营业收入比重为18.07%，同比略有增长，公司费用控制能力尚可。

2018年，资产减值损失为6.75亿元，同比大幅增长，主要系公司对其他应收账款计提坏账准备增加所致；从构成看，以坏账损失（6.17亿元）为主。2018年，公司投资收益为8.51亿元，同比大幅增长，主要系子公司新能源开发出售电站项目公司股权获取一次性大额投资收益所致；从构成看，以处置长期股权投资产生的投资收益4.91亿元、权益法核算的长期股权投资收益1.35亿元和可供出售金融资产持有期间取得的投资收益1.03亿元为主。

2018年，公司实现资产处置收益1.45亿元，全部为固定资产处置收益；其他收益2.41亿元，以与公司日常经营活动相关的政府补助为主；同期，公司营业外收入和营业外支出分别为0.80亿元和1.90亿元。2018年，公司实现利润总额37.60亿元，同比增长29.99%。

从盈利指标来看，2018年，公司总资产收益率为8.65%，同比增长1.40个百分点；净资产收益率为13.24%，同比增长1.62个百分点。

2019年1-3月，公司实现营业收入77.03亿元，同比增长20.22%，主要来自低压和新能源业务的增长带动；营业成本为57.19亿元，同比增长21.81%；期间费用合计14.71亿元，同比增长12.54%，占营业收入比重为19.10%，同比减少1.30个百分点；投资收益为0.48亿元，同比下降93.70%，主要系上年同期子公司新能源开发出售电站项目实现投资收益规模较大；其他收益1.21亿元，主要为土地处置收益；同期，公司实现利润总额6.05亿元，同比下降46.72%；公司营业利润率为25.18%，同比略有下降。

跟踪期内，公司主业在新能源业务的增长

带动下保持良好发展态势，整体经营规模不断扩张，子公司新能源开发出售电站项目产生的投资收益对公司利润形成一定补充，公司整体盈利能力较强。

4. 现金流分析

从经营活动来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入402.69亿元，同比增长22.74%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为374.67亿元，同比增长19.83%；收到其他与经营活动有关现金21.61亿元，同比增长72.41%，主要系经营性资金往来款和保证金增长所致。2018年，公司经营活动现金流出370.68亿元，同比增长21.54%；其中购买商品、接受劳务支付的现金为267.78亿元，同比增长22.89%；支付其他与经营活动有关的现金44.29亿元，同比增长14.47%，构成主要以经营性资金往来和付现费用为主。2018年，公司经营活动现金流量净额为32.01亿元，同比增长38.59%；公司现金收入比为104.80%，同比略有增长，经营活动获取现金的能力尚可。

从投资活动来看，2018年，公司投资活动现金流入75.31亿元，同比下降67.68%；其中收回投资收到的现金为50.04亿元，同比下降76.36%；处置子公司及其他单位收到的现金净额7.35亿元，同比大幅增长，主要系子公司新能源开发出售电站项目公司股权所致；收到其他与投资活动有关的现金13.89亿元，同比下降16.15%，主要为拆借资金收回。2018年，公司投资活动现金流出115.38亿元，同比下降56.89%；其中购建固定资产、无形资产等支付的现金38.70亿元，同比增长12.97%；投资支付的现金47.44亿元，同比下降76.95%；支付其他与投资活动有关的现金26.73亿元，主要为投资性资金拆借款和支付外汇交易业务保证金。2018年，公司投资活动产生的净流出量为-40.07亿元。

从筹资活动来看，2018年，公司筹资活动现金流入171.62亿元，同比下降24.12%，构成

以取得借款获得的现金155.14亿元为主；收到其他与筹资活动有关的现金12.18亿元，同比增幅较大，主要系公司本年因不丧失控制权处置正泰电器2.23%股权的合并层面调整所致。2018年，公司筹资活动现金流出量为185.40亿元，同比略有增长，主要为偿还债务支付的现金155.03亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-13.78亿元。

2019年1-3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-9.61亿元，净流出规模较2018年同期有所下降；投资活动产生的现金流量净额为-9.63亿元，较2018年同期由净流入转为净流出，其中投资活动现金流出为13.05亿元，包括投资支付的现金3.08亿元、购建固定资产、无形资产等支付的现金6.57亿元和支付其他与投资活动有关的现金3.39亿元。筹资活动产生的现金流量净额为10.37亿元，其中取得借款收到的现金41.42亿元，偿还债务支付的现金24.11亿元。

跟踪期内，公司投资活动现金流呈现净流出状态，公司经营活动现金无法满足投资需求，存在对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为119.01%和95.61%，同比分别减少10.09个百分点和10.09个百分点；截至2019年3月底，上述指标分别为120.37%和97.92%，较2018年底分别增加1.36个百分点和2.31个百分点。截至2018年底，公司经营现金流动负债比率为11.52%，较2017年底增加1.88个百分点。总体看，考虑到公司货币资金充足，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为64.61亿元，同比增长21.18%；EBITDA利息倍数为5.65倍；全部债务/EBITDA为4.00倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至2019年3月底，公司对外担保余额折

合人民币19.48亿元，担保比率为8.00%，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”）、柬埔寨达岱水电有限公司（以下简称“柬达”）、张家口宣化区正亿生态能源有限公司（以下简称“张家口宣化”）、内蒙古亿利库布其生态能源有限公司（以下简称“亿利库布其”）、浙江省水利水电投资集团有限公司（以下简称“浙江水利水电”）和嘉峪关正泰光伏发电有限公司（以下简称“嘉峪关正泰”），其中鄂尔多斯市正利和张家口正亿为子公司新能源开发合营企业，柬达为公司参股企业，亿利库布其和嘉峪关正泰为新能源开发联营企业。

表15 公司对外担保情况（单位：亿元）

| 被担保单位 | 币种 | 担保余额 | 到期日 |
|------------------|-----|--------------|------------|
| 鄂尔多斯市正利新能源开发有限公司 | 人民币 | 4.63 | 2027/03/27 |
| 柬埔寨达岱水电有限公司 | 人民币 | 1.39 | 2025/06/20 |
| 张家口宣化区正亿生态能源有限公司 | 人民币 | 1.27 | 2030/02/15 |
| 内蒙古亿利库布其生态能源有限公司 | 人民币 | 2.80 | 2026/03/23 |
| 浙江省水利水电投资集团有限公司 | 人民币 | 8.05 | 2027/05/20 |
| 嘉峪关正泰光伏发电有限公司 | 人民币 | 1.35 | 2031/10/20 |
| 合计 | -- | 19.48 | -- |

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；截至2019年3月底，公司持有鄂尔多斯正利51%股权。截至2018年底，鄂尔多斯正利总资产8.95亿元，所有者权益合计3.80亿元，2018年实现营业收入1.47亿元，净利润0.67亿元。截至2019年3月底，鄂尔多斯正利总资产10.26亿元，所有者权益合计3.94亿元，2019年1-3月份实现营业收入0.33亿元，净利润0.14亿元。

柬达于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（公司持股比例为6.88%）的全资子公司。柬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。柬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2018年底，柬达总资产38.84亿元，所有者权益合计19.68亿元，2018年实现营业收入5.76亿元，净利润2.51亿元。截至2019年3月底，柬达总资产37.54亿元，所有者权益19.40亿元，2019年1-3月份实现营业收入0.62亿元，净利润0.15亿元。

张家口宣化于2015年注册成立，注册资本1.00亿元人民币，主营业务为太阳能光伏发电项目规划、建设、管理，水果、蔬菜、苗木、谷物、薯类、豆类、中药材的种植、销售；牛、羊、鸡、鸭的饲养、销售；农产品初加工服务，农、林、牧产品的销售；货物进出口；观光果园管理服务（以向游客提供采摘为主的活动）。新能源开发与亿利集团长期合作，并共同持股张家口京张迎宾廊道生态能源有限公司，新能源开发持股40%，张家口宣化为张家口京张迎宾廊道生态能源有限公司的子公司。截至2018年底，张家口宣化总资产22.15亿元，所有者权益6.50亿元，2018年实现营业收入2.30亿元，净利润0.86亿元。截至2019年3月底，张家口宣化总资产28.54亿元，所有者权益7.07亿元，2019年1-3月份实现营业收入0.58亿元，净利润0.29亿元。

内蒙古亿利于2015年注册成立，注册资本4.80亿元人民币，主营业务为太阳能发电；种植、养殖；农产品销售。截至2018年底，新能源开发持有内蒙古亿利30%的股权。截至2018年底，内蒙古亿利总资产18.87亿元，所有者权益6.57亿元，2018年实现营业收入2.60亿元，净利润0.93亿元。截至2019年3月底，内蒙古亿利总资产18.33亿元，所有者权益6.79亿元，2019年1-3月份实现营业收入0.58亿元，净利润0.22亿元。

浙江水利水电与2002年注册成立，注册资本7.80亿元，为浙江省能源集团有限公司子公

司，浙江省能源集团有限公司持股比例 76.92%，实际控制人为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）。该公司作为浙江省内最大水利水电项目的投资、运营和管理主体，在区域内拥有行业垄断优势。

嘉峪关正泰于 2014 年注册成立，注册资本为 0.72 亿元，主营业务包括太阳能发电、太阳能光伏发电系统的研发和销售、光伏发电技术咨询以及光伏发电设备的销售。截至 2018 年底，新能源开发持有其 49% 股份，浙江水利水电持有其 51% 股份，嘉峪关正泰实际控制人魏浙江省国资委。截至 2018 年底，嘉峪关正泰总资产 2.49 亿元，所有者权益 0.69 亿元，2018 年实现营业收入 0.29 亿元，净利润 0.07 亿元。截至 2019 年 3 月底，嘉峪关正泰总资产 2.32 亿元，所有者权益 0.72 亿元，2019 年 1-3 月份实现营业收入 0.08 亿元，净利润 0.03 亿元。

总体看，跟踪期内，公司部分担保金额高于被担保企业净资产，被担保企业盈利水平均较弱，存在一定或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计 712.82 亿元，尚未使用额度 490.65 亿元，公司子公司正泰电器为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 172.63 亿元，其中流动资产 54.26 亿元，非流动资产 118.38 亿元；流动资产主要为其他应收款 45.15 亿元（占 83.21%），货币资金为 8.92 亿元；非流动资产主要为长期股权投资 116.08 亿元（占 98.06%）。截至 2018 年底，母公司负债合计 117.16 亿元，其中流动负债 72.92 亿元，非流动负债 44.24 亿元；流动负债主要为短期借款 40.24 亿元、其他应付款 11.49 亿元、一年内到期的非流动负债 15.02 亿元和其他流动负债 3.00 亿元；非流动负债主要为长期借款 10.97 亿元和应付债券 33.27 亿元。截至 2018 年底，母公司有息债务 104.12 亿元，其中短期债务

59.88 亿元、长期债务 44.24 亿元；母公司资产负债率为 67.87%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 55.48 亿元，其中实收资本 15.00 亿元、其他权益工具 5.00 亿元、其他综合收益 2.30 亿元、盈余公积 6.21 亿元、未分配利润 26.75 亿元。

盈利能力方面，2018 年，母公司营业收入 0.10 亿元，营业成本 0.04 亿元；期间费用包括管理费用 0.66 亿元和财务费用 3.31 亿元，资产减值损失 1.79 亿元，对利润侵蚀严重；投资收益 19.42 亿元，是母公司利润主要来源；2018 年，母公司实现利润总额 12.17 亿元。

2018 年，母公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -0.47 亿元、7.60 亿元和 -7.79 亿元。

总体看，公司本部资产以长期股权投资和其他应收款为主，有息债务规模大，债务负担重；公司本部盈利能力弱，投资收益为利润主要来源。

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 2019 年 6 月 17 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、存续期债券偿债能力

截至本报告出具日，公司一年内到期的债券为公司于 2017 年 4 月发行的 10.00 亿元公司

债“17 正集 01”（期限为 3 年），将公司于 2016 年 8 月发行的 10.00 亿元公司债券“16 正集 02”（期限为 3+2 年，附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权）按回售日 2019 年 8 月 12 日一并纳入测算范围，公司一年内到期的债券余额合计为 20.00 亿元。截至 2018 年底，公司现金类资产（剔除受限资金）为 75.16 亿元，为一年内到期的债券余额的 3.76 倍。

截至本报告出具日，公司应付债券余额合计 43.00 亿元，除上述一年内到期的债券之外，还包括：公司于 2019 年 4 月发行的 8.00 亿元中期票据“19 正泰 MTN001”（期限为 5 年）和公司于 2017 年 12 月发行的 15.00 亿元可交换公司债券“17 正集 EB”（期限为 3 年）。截至 2018 年底，公司经营活动现金流入量和净额分别为 402.69 亿元和 32.01 亿元，分别为公司应付债券余额的 9.36 倍和 0.74 倍；同期，公司 EBITDA 为 64.61 亿元，为公司应付债券余额的 1.50 倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强；经营活动现金流入和 EBITDA 对应付债券的保障能力强。

表16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

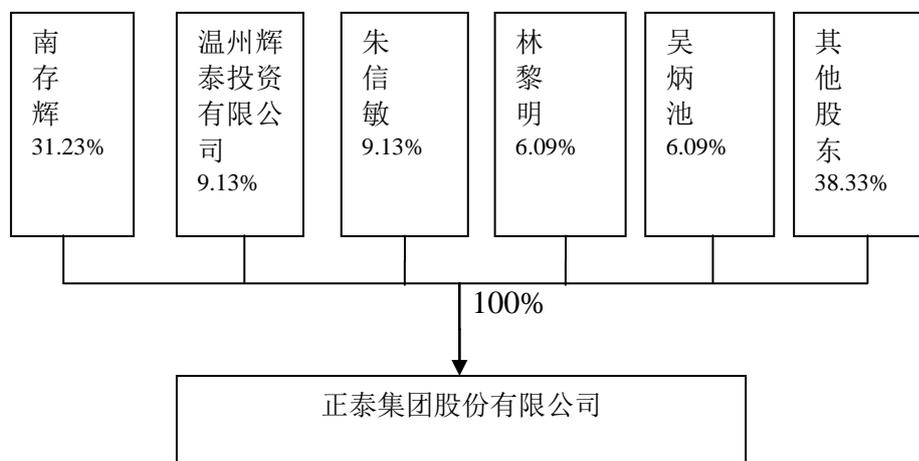
| 项目 | 2018 年 |
|------------------|--------|
| 一年内到期债券余额 | 20.00 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额 | 3.76 |
| 经营活动现金流入量/应付债券余额 | 9.36 |
| 经营活动现金流净额/应付债券余额 | 0.74 |
| EBITDA/应付债券余额 | 1.50 |

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

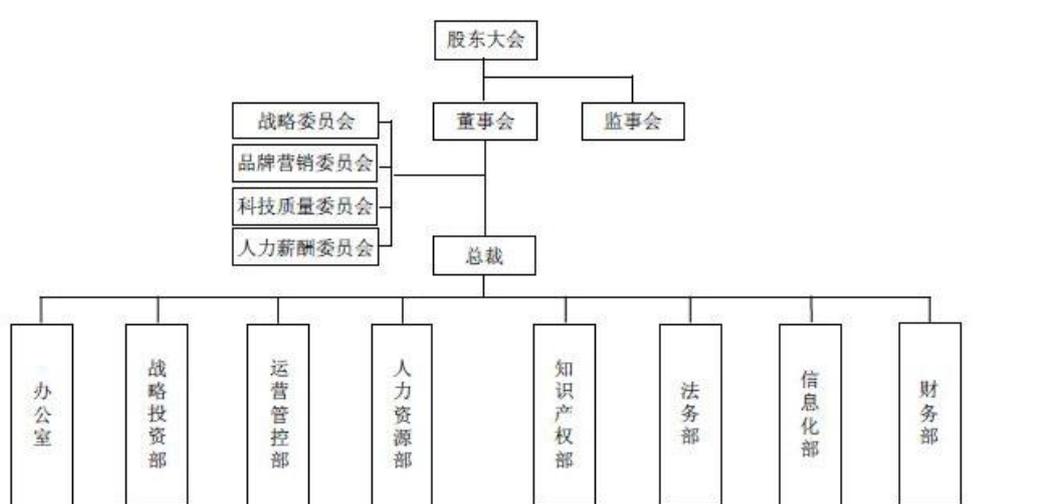
十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持正泰集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“19 正泰 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

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 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 80.81 | 128.08 | 113.44 | 105.18 |
| 资产总额(亿元) | 502.01 | 613.88 | 644.97 | 658.55 |
| 所有者权益(亿元) | 151.64 | 214.75 | 237.93 | 243.48 |
| 短期债务(亿元) | 150.82 | 125.19 | 139.36 | 152.73 |
| 长期债务(亿元) | 106.29 | 148.57 | 119.14 | 122.48 |
| 全部债务(亿元) | 257.11 | 273.76 | 258.50 | 275.22 |
| 营业收入(亿元) | 262.30 | 300.72 | 357.52 | 77.03 |
| 利润总额(亿元) | 30.12 | 28.92 | 37.60 | 6.12 |
| EBITDA(亿元) | 50.97 | 53.32 | 64.61 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 51.75 | 23.10 | 32.01 | -9.61 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 2.92 | 2.77 | 2.69 | -- |
| 存货周转次数(次) | 4.59 | 4.55 | 4.26 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.57 | 0.54 | 0.57 | -- |
| 现金收入比(%) | 106.33 | 103.97 | 104.80 | 97.89 |
| 营业利润率(%) | 27.60 | 26.87 | 27.32 | 25.18 |
| 总资本收益率(%) | 8.55 | 7.25 | 8.65 | -- |
| 净资产收益率(%) | 16.52 | 11.62 | 13.24 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 41.21 | 40.89 | 33.37 | 33.47 |
| 全部债务资本化比率(%) | 62.90 | 56.04 | 52.07 | 53.06 |
| 资产负债率(%) | 69.79 | 65.02 | 63.11 | 63.03 |
| 流动比率(%) | 106.62 | 129.10 | 119.01 | 120.37 |
| 速动比率(%) | 89.62 | 105.70 | 95.61 | 97.92 |
| 经营现金流动负债比(%) | 22.11 | 9.65 | 11.52 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 5.06 | 5.02 | 5.65 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 5.04 | 5.13 | 4.00 | -- |

注：1.公司 2019 年一季度财务数据未经审计；

2.公司其他流动负债中的超短期融资券已计入短期债务及相关计算指标；

3.长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及相关计算指标；

4.截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益中包含 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 | (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/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 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 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 |