

信用等级公告

联合[2015] 036 号

联合资信评估有限公司通过对正泰集团股份有限公司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⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年一月七日



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

网址：www.lhratings.com

正泰集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2015 年 1 月 7 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	175.55	188.62	275.15	294.89
所有者权益(亿元)	71.03	79.68	92.94	102.97
长期债务(亿元)	16.10	29.42	55.99	75.43
全部债务(亿元)	63.07	59.28	105.00	115.88
营业收入(亿元)	134.28	148.10	166.29	128.34
利润总额(亿元)	12.63	14.86	19.07	16.79
EBITDA(亿元)	16.63	21.84	29.23	--
营业利润率(%)	22.65	27.25	30.14	31.13
净资产收益率(%)	14.87	15.00	16.85	--
资产负债率(%)	59.54	57.76	66.22	65.08
全部债务资本化比率(%)	47.03	42.66	53.05	52.95
流动比率(%)	152.80	168.68	124.43	146.99
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	2.71	3.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.84	6.53	5.44	--

注: 1. 公司 2014 年 3 季度财务数据未经审计;

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

分析师

王叶笛 靳晓龙

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

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,新增新能源业务,带动收入和利润持续增长,盈利能力不断增强;同时,联合资信也关注到债务规模上升较快、对外担保规模大,存在一定或有负债风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

中国低压电器市场容量大,行业发展前景较好,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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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,产品系列齐全,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. 公司收入与利润规模逐年扩大,盈利能力不断增强。

关注

1. 低压电器行业市场化程度高,公司面临国内外众多知名厂商的激烈竞争。
2. 公司债务规模上升较快,债务负担趋重。
3. 公司对外担保比率较高,且对单一企业担保规模大。

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主体长期信用等级自 2015 年 1 月 7 日至 2016 年 1 月 6 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。

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2014年9月底，公司注册资本15亿元，股东为南存辉等自然人，其中持股前五名的自然人分别为南存辉（持股28.96%）、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%），其余自然人合计持股40.60%。公司股东中南存辉、南存飞为兄弟关系，其他部分股东与南存辉为亲属关系，公司实质控制人为南存辉。2010年1月，公司控股子公司浙江正泰电器股份有限公司（以下简称“正泰电器”）首次公开发行10500万股A股股票（正泰集团持股65.42%），股票简称“正泰电器”，股票代码601877。

公司主要经营范围包括高低压电器、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，经营进出口业务等。

公司下设投资管理部、财务部、公共事务部、法律部四个职能部门。截至2014年9月底，公司纳入合并范围的子公司共计111家。

公司目前拥有在职员工29317人。

截至2013年底，公司资产总额275.15亿元，所有者权益合计92.94亿元（含少数股东权益29.20亿元）；2013年公司实现营业收入166.29亿元，利润总额19.07亿元。

截至2014年9月底，公司资产总额294.89亿元，所有者权益合计102.97亿元（含少数股东权益30.70亿元）；2014年1~9月，公司实现营业收入128.34亿元，利润总额16.79亿元。

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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债券筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年

发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内

容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

三、行业及区域经济环境

1. 低压电器行业

行业整体概况

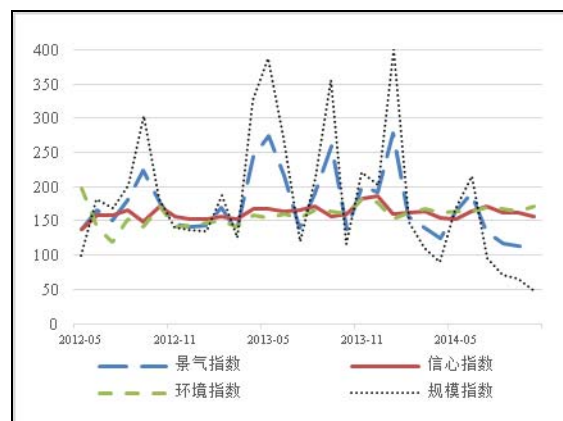
按照国家标准，低压电器包括适用电流在交流 1000V、直流 1500V 以下的电器线路中用于电能分配、电路连接、电路切换、电路保护、控制及显示的各类电器元件和组件。各类低压电器主要应用于：工厂、商场、住宅等工业用、商用及民用建筑中的配电系统；机床等各类工业设备的电控制部件；电网的配套设施。由于低压电器的应用面极广，因此其属于支持国民

经济发展的基础产品。

低压电器产品的种类繁多，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。2000~2013 年，中国全社会固定资产投资增长迅速，年均增长超过 20%，2013 年全年全社会固定资产投资 447074 亿元，比上年增长 19.3%，扣除价格因素，实际增长 18.9%；受此带动，2000~2008 年低压电器行业总产值也快速增长，年均复合增长率在 15%以上。2009 年受金融危机影响中国低压电器行业工业总产值为 459 亿元，较 2008 年的 485 亿元下降了 5.66%。2010~2013 年，中国政府坚持实施应对国际金融危机冲击的一揽子计划，有针对性地加强和改善宏观调控，并继续保持一定的投资规模，同时，随着电力建设进入高速发展期，智能电网建设的兴起、低碳经济和节能减排项目的推进，中国低压电器行业企稳及快速发展趋势明显。2014 年以来，受宏观经济环境向弱影响，中国低压电器行业明显承压，根据中国工商业联合会提供的数据，截至 2014 年 10 月，低压电器规模指数仅为 49.05，为指数成立（2012 年 5 月，基准为 100）以来的最低值，景气指数为 107.15，也为指数成立（2012 年 5 月，基准为 136.78）的最低值。

图1 中国低压电器指数



资料来源：中国工商业联合会，联合资信整理

从低压电器主要产品产量上看,从 2005~2013 年,具有代表性的几类产品产量均保持较平稳的增长趋势。值得注意的是,2009 年虽然受全球金融危机的影响,导致原材料价格波动较大、货币政策紧缩、各国间贸易环境恶化等,但低压电器行业的市场调节能力表现出较强的弹性。一方面原因是政府出台的多项经济刺激政策、贸易扶持政策,有效地缓和了全球金融危机对中国实体经济的冲击;另一方面是主要低压电器生产企业的综合实力较强。

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。2013 年中国低压电器生产企业超过 2000 家。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。

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 kW 发电量,约需 6 万件各类低压电器产品与之配套。因此,分配使用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。

2004~2013 年,中国全社会用电量年均增长 10.46%,2013 年全社会用电量达到 5.32 万亿千瓦时,发电总装机容量 12.47 亿千瓦,电力投资的快速发展对低压电器产品构成良好的需求拉动。根据中电联《电力工业“十二五”规划滚动研究报告》,“十二五”期间,全国电力工业投资将达到 6.10 万亿元,比“十一五”增长 88.30%。

出于对产品寿命、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 2013 年底,中国总电力装机容量 12.47 亿千瓦,若根据 1 万 kW 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 74.82 亿件。因此构筑于中国日益增长的经济总量基础上的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。

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、

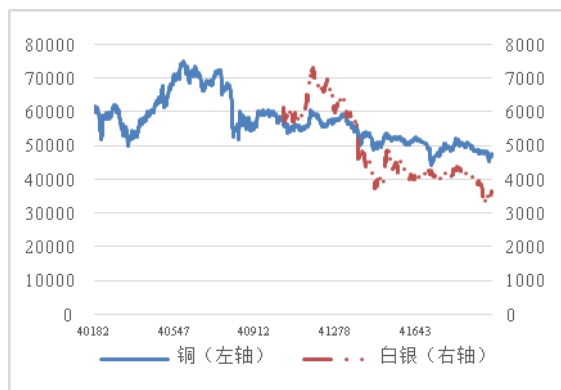
钢材及塑料等，铜占总成本比重约 20%，银占总成本的比重约 10%，钢材占总成本的比重约为 5%，塑料占总成本的比重约为 10%

2010 年，铜期货价格维持在 5.30~6.30 万元/吨价格区间。2010 年 9 月至 2011 年 2 月，铜期货价格大幅上涨并突破 7.40 万元/吨，大幅上涨的铜价对企业控制原材料成本提出挑战。2011 年 3 月至 2011 年 8 月，铜期货价格在高位波动，2011 年 9 月以来受经济不景气性影响，铜期货价格大幅下降，至 2014 年底，铜期货价格保持波动下降趋势，截至 2014 年 12 月 6 日为 4.61 万元/吨。

银的价格 2010 年初为 329.60 万元/吨，2012 年 7 月初上涨至 570.20 万元/吨，之后银价总体呈波动下降趋势，2013 年 6 月底跌至 390.60 万元/吨，之后银价小幅反弹，2013 年 8 月底上涨至 501.50 万元/吨。2013 年 9 月后，银期货价格持续下跌，2014 年 11 月最低价格达 340.90 万元/吨，截至 2014 年 12 月 15 日，银期货价格报 361.20 万元/吨，较 2013 年底下达 11.93%。

图2 铜、白银期货结算价（连续）

（单位：铜：元/吨，白银：元/公斤）



资料来源：上海期货交易所，联合资信整理

2010 年以来，受行业产能严重过剩影响，中国钢材价格总体呈下降趋势，其间于 2012 年下半年及 2013 年 6~9 月曾有不同程度的反弹。总体看，螺纹钢期货价格由 2011 年的高点 5188 元/吨下降至 2014 年以来的低于 3000 元/吨。截至 2014 年 12 月 12 日，螺纹钢期货

价格收于 2585 元/吨，较 2013 年底下跌 27.65%。

总体看，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。

低压电器行业属于劳动力密集型行业，在制造业相对发达的环渤海、长三角、珠三角地区，劳动力紧缺状况逐步加剧，中西部重点城市劳动力需求创历史新高。从劳动资源的绝对人数上看，未来中国 20 岁至 40 岁的中青年人口数将逐步下降，劳动力供需矛盾的加剧将推动劳动力成本的上升。

自主研发能力

近年来，尽管国内低压电器行业的技术进步很快，但与国外同行业相比，国内低压电器行业在技术原理、原材料和核心部件等方面的创新能力比较薄弱，缺乏领先的自主创新成果，在一定程度上形成了竞争劣势。虽然已经有部分国内低压电器企业开始涉足含有较高技术含量的高端低压电器市场，但整体规模仍偏小。

未来，低压电器企业的竞争很大程度上会体现在技术和研发上的竞争。随着第四代智能低压电器 2011 年的投入量产，低压电器行业也迎来“加速淘汰潮”。这也给内资企业在自主研发和产品创新方面提出了挑战。

行业政策和发展趋势

2010 年 6 月 29 日，由国家电网公司编制的《智能电网关键设备（系统）研制规划》和《智能电网技术标准体系规划》发布。作为《国家电网智能化规划》的子规划，这两个规划的发布是国家电网公司关于发展智能电网工作部署、推动中国智能电网建设的重大举措。

低压电器的智能化对智能电网建设具有重要意义。电能的传输包括发电、输电、配电和用电，而 80%以上的电能是通过低压电器，也就是用户端消耗掉的。因此，低压电器智能化是智能电网建设不能忽略的重要组成部分。

低压电器智能化一直是国内企业努力的方向，智能电网建设更为智能化低压电器提供

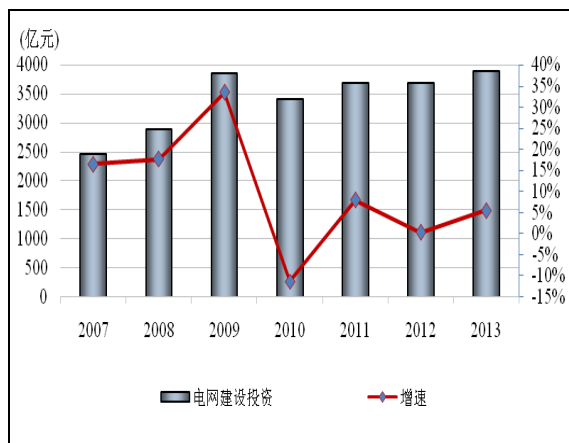
了巨大的市场机遇。

目前，国内低压电器的市场格局仍然分为低、中、高三个层次，随着中国工业化的进展及国民经济的提升，在一段时间内，低端市场的份额会逐渐减少，中高端的市场份额会增加。

2. 输变电行业

2004~2013年，电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2012年，全国固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比名义增长20.6%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资完成额为12815亿元，同比增长10.4%，增速与上年同期相比上升8.6个百分点；低于全社会固定资产投资增速10.2个百分点。同期，电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为3.5%，较上年同期下降0.3个百分点。2013年，全国固定资产投资（不含农户）为436528亿元，增速延续回落态势，名义增长19.6%（扣除价格因素实际增长19.2%）。其中，电力、热力生产和供应业完成投资14823亿元，同比增长14.5%，增速增加4.1个百分点；在固定资产总投资额中占比稳中有降，为3.4%。

图3 全国电网建设投资情况



资料来源：国家能源局数据，联合资信整理

电源建设方面，2007~2010年中国电力行

业装机容量一直保持在10%以上的高速增长，随着中国电力行业装机容量的不断发展，2012年中国电力行业装机容量为114491万千瓦，同比增长7.8%，电源建设基本满足中国电力供应的需求，装机容量增速呈逐渐小幅下降趋势。2013年，全国电力装机容量持续提升，清洁能源装机占比延续增长态势。全年非化石能源发电新增装机5829万千瓦、占总新增装机比重提高至62%。截至2013年底，全国发电装机容量首次超越美国位居世界第一、达到12.47亿千瓦，同比增长9.2%。其中水电装机容量达到2.80亿千瓦，同比增长12.3%，占22.45%；火电装机容量8.62亿千瓦，同比增长5.7%，占69.13%。电网投资方面，长期以来中国电源、电网投资严重失衡，一边是电源建设投资过剩，电厂在建规模不断扩大；另一边却是电网投资严重不足，电网投资短板成为制约电力工业健康发展的瓶颈。近年来，电网投资落后于电源投资的局面正在逐步改善，随着中国加强对智能电网的建设，电网投资比例已经由2005年的32.10%上升到2012年的49.47%，2013年中国电网工程建设完成投资3894亿元，占电力工程投资比重为51.20%，同比提高1.6个百分点，投资比例结构趋于合理。

作为衡量电网建设情况的关键指标，国家电网的投资及招标情况值得关注。从长期看，电网建设缓慢仍然是制约可再生能源发展的主要瓶颈之一，随着电力投资和电网建设的开展，各项输配电和控制设备的需求还将继续增长，输变电设备制造行业发展前景良好。

变压器市场分为电站变压器和电网变压器市场。电站变压器为各类发电厂需按照的变压器，由发电企业单独招标，电压等级和变电容量较高（500kv/100万kVA），对生产企业的技术水平要求较高，该市场毛利率相对较高。电网变压器是在输电线路和配电系统中安装的变压器，购买方主要是国家电网公司和南方电网公司。国家电网公司对220kv以上的电网

设备统一招标，220kV以下的电网设备由各省电网公司及下属电网企业招标，该市场价格竞争较为激烈。根据中电联统计，220kV以上电网变压器容量每年占变压器总产量的20%左右，110kV以下电网变压器容量占变压器总产量的65%左右。

随着中国电力建设投资逐年增大，变压器生产企业迅速增加，具备500kV变压器生产能力的企业近20家，具备220kV变压器生产能力的企业30多家，具备110kV变压器生产能力的企业上百家。外资大型跨国集团如ABB、东芝、西门子等公司占据第一阵营，产品类别齐全、可靠性高，但不能参与国内特高压电力设备招标；特变电工、天威保变、西电电气等公司占据第二阵营，生产110-750kV变压器，并开始试制1000kV变压器和800kV直流换流变等特高压设备；江苏鹏华、顺特电气、杭州钱江等企业占据第三阵营，生产220kV及以下产品，已在220kV市场上抢夺前两阵营企业的市场份额；其他竞争主体还包括置信电气等企业，具备一定生产规模垄断细分产品市场。

3. 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。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。

2013年全球新增装机量构成中，中国、美洲及亚太地区等新兴市场占据了高达71%的份额，而欧洲新增装机量占比下滑至28%。中、日、美新兴市场成为推动本轮光伏行业景气周期的主要动力，中国、美国和日本光伏发电市场快速增长主要是国家鼓励性政策的不断出台。

2012年以来，中国出台了一系列的政策支持光伏发电，包括《可再生能源十二五能源规划》、《太阳能十二五能源规划》、《国家电网关于加强分布式光伏发电并网工作的意见》等。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。在能源局最新公布的2014年全国光伏装机规划中，2014年国内光伏新增装机14GW，其中分布式占比约60%，装机量为8GW左右，超过地面电站的6GW，明显体现出了政策对于发展分布式光伏的导向意图。

总体看，中国光伏发电行业受国家政策支持力度不断加强，发电价格、补贴资金、金融服务、项目管理、备案制等配套政策均已陆续出台。

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，以名列全国民营企业500强前10位的正泰集团和德力西控股集团为代表。2013年以来，乐清市经济

运行质量不断改善，转型升级稳步推进。2013年，乐清市全市地区生产总值（GDP）为657.92亿元，较上年增长6.5%，增幅较2012年提高了1个百分点。其中，第一产业增加值19.61亿元，下降1.5%；第二产业增加值392.97亿元，增长9.0%；第三产业增加值245.34亿元，增长3.1%。人均地区生产总值（按户籍人口计算）51612元，按年平均汇率折算为8334美元，比上年增长5.7%。服务业发展低迷，占GDP的比重比上年下滑了1.2个百分点，三次产业结构由上年的3.2:58.3:38.5调整为3.0:59.7:37.3。

2013年，乐清市完成限额以上固定资产投资418.52亿元，比上年增长15.6%，其中房地产投资113.28亿元，比上年下降7.1%。工业投资占比提高，全市工业性固定资产投资130.71亿元，比上年增长30.2%，占限上投资的比重达到31.2%，较2012年提高了3.5个百分点；其中工业技改投入83.4亿元，比上年增长34.0%，占工业投资比重的63.8%，较2012年提高了2.2个百分点。民间投资态势良好，全年完成民间投资293.50亿元，比上年增长16.2%，民间投资占限上投资比重达70.1%，较2012年提高了0.3个百分点。

2013年，乐清市全年实现财政总收入102.35亿元，比上年增长11.6%，首次突破百亿大关；其中公共财政预算收入51.29亿元，比上年增长12.2%，占财政总收入的50.1%。全年完成公共财政预算支出51.35亿元，增长10.5%，其中民生类项目支出40.83亿元，增长13.2%，高于财政支出平均增幅2.7个百分点，占全部财政支出的比重为79.5%，占比较上年提高了1.9个百分点。

总体看，公司所在区域经济环境与行业环境较好，为公司发展提供良好保障。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年9月底，公司注册资本15亿元，股东为南存辉等自然人，其中持股前五名

的自然人分别为南存辉（持股28.96%）、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%），其余自然人合计持股40.60%。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。

2. 企业规模

公司是国内知名工业电器制造企业和新能源领军企业，产业涵盖低压电器、输配电设备、仪器仪表、建筑电器、光伏发电和装备制造等，产品销往国内与世界多个国家和地区，是国内工业电器制造企业产品系列较为齐全的电器制造商及清洁能源供应商。

公司综合实力连续多年位列中国民营企业500强前十位，纳税额连续多年位居温州市各类制造企业榜首，是中国低压电器行业产销量最大企业，销售额已连续多年位居行业前列，产量已连续11年位居国内行业第一。其中，2013年公司主要产品小型断路器市场占有率近30%，接触器、热继电器、刀开关等产品国内市场占有率超过20%，万能式断路器和塑壳（含漏电）断路器国内市场占有率均超过10%。子公司正泰电器的低压电器产品产销量排名系中国前列，也是中国第一家以低压电器为主业的A股上市公司，被波士顿咨询公司在《全球挑战者》研究报告中列为未来最优可能改变全球产业格局并挑战老牌跨国公司的33家中国企业之一。

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

3. 人员素质

公司拥有高层管理人员9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”）及浙江正泰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、十一届全国人大代表，全国政协十二届全国委员会常务委员、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 2014 年 9 月底，公司拥有员工 29317 人。按照文化素质划分，初中及以下学历占 21.61%，高中及中专学历占 37.62%，大专及以上学历占 40.77%；按照岗位划分，管理人员占 8.09%，研发人员占 29.64%，生产人员占 51.64%，销售人员占 3.89%，其他岗位占 6.74%；按年龄构成划分，30 岁以下占 60.11%，30~50 岁占 37.45%，50 岁以上占 2.44%，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大，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。

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。

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配件的企业，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。

另外，政府每年给予公司一定的资金支持，2011~2013 年分别为 0.17 亿元、0.49 亿元、1.50 亿元，主要为财政专项资金补贴、科技经费及其他相关奖励等，均计入营业外收入-政府补助。

五、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。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事低压电器和输配电设备的生产及制造，2013 年该两项业务占公司主营业务收入比例分别为 69.58%、25.67%。

表1 2012年~2014年3季度公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	94.81	71.08	24.47	105.50	71.46	29.89	117.38	69.58	31.72	91.41	71.31	32.55
输配电	36.35	27.25	17.27	39.99	27.09	20.90	43.30	25.67	22.60	29.34	22.89	23.35
新能源	--	--	--	--	--	--	5.35	3.17	45.91	5.39	4.20	50.40
其他	2.22	1.66	35.60	2.14	1.45	27.90	2.68	1.59	29.75	2.05	1.60	29.66
合计	133.38	100.00	22.70	147.63	100.00	27.43	168.71	100.00	29.80	128.19	100.00	31.15

资料来源：公司提供。

注：上表主营业务收入数据未剔除公司内部抵消。

2011~2013 年，公司加快转型升级与技术创新，在中高端产品市场与行业拓展方便取得新的突破，管理能效与生产运营能力不断提升，实现主营业务收入年均复合增长 12.47%。2013 年，公司实现主营业务收入 168.71 亿元，同比增长 14.28%。2014 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 128.19 亿元，为 2013 年全年的 75.98%，较上年同期增长 8.47%。

从收入构成上看，公司主营业务收入主要来源于低压电器和输配电两大业务板块，2011~2013 年，低压电器业务收入占公司主营业务收入总额比重分别为 71.08%、71.46%、69.58%；同期输配电业务收入占公司主营业务收入比重分别为 27.25%、27.09%、25.67%。2014 年 1~9 月，公司主营业务收入中低压电器和输配电占比分别为 71.31% 和 22.89%。2012 年 10 月，浙江正泰新能源投资有限公司成立，2013 年公司收入构成新增新能源板块，为 5.35 亿元，占主营业务收入比例为 3.17%。

从产品毛利率情况看，2011~2013 年，受主要原材料铜、银、钢材等采购成本不断下降影响，公司毛利率不断上升，由 2011 年的 22.70%

上升至 2013 年的 29.80%。从分产品毛利率来看，公司综合毛利率主要由低压电器和输配电毛利率决定，低压电器毛利率较输配电毛利率高 7~9 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所致。2014 年 1~9 月，公司综合毛利率较 2013 年继续提升，实现综合毛利率 31.15%，较 2013 年增加 1.35 个百分点。

总体看，2011 年以来公司营业收入不断增长，公司综合毛利率不断上升。

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。2011~2013 年，正泰电器通过转型升级、技术创新与市场营销推广，实现低压电器业务收入年均复合增长 11.27%，2013 年为 117.38 亿元。2014 年 1~9 月公司电器业务实现收入 91.41 亿元，为 2013 年全年的 77.88%。

表2 低压电器业务主要子公司 2013 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
正泰电器	110.07	56.39	119.57	16.91

资料来源: 正泰电器 2013 年年度报告

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	2014 年 1~9 月占成本比重 (%)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
银	11.46	147.00	142.00	157.00	125.61	767.14	647.04	469.16	416.50
铜	18.36	20830.00	21134.00	22957.07	16897.15	6.67	5.71	5.31	4.96
钢材	4.54	57345.00	51624.00	64695.03	46555.71	0.63	0.50	0.49	0.44
塑料	12.05	39149.00	40099.00	47711.23	37458.13	1.60	1.57	1.50	1.47

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, 2013年两种采购模式占比分别为 86%和14%。其中集中招(议)标分散采购即对零部件、专项材料、专项外购件由采购部根据招(议)标的相关原则与程序, 确定入围供应商、采购范围、数量与价格, 由各制造部根据招(议)标后确定的要求进行采购; 集中招(议)标统一采购即对大宗物资、通用外购件由采购部根据招(议)标的相关原则与程序, 确定入围供应商、采购范围、数量与价格进行统一采购。2013年, 正泰电器前五大供应商采购额合计10.38亿元, 占公司营业成本的12.69%, 原材料供应商集中度不高。

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。2011~2013年, 正泰电器主要原材料价格均呈现下降趋势, 2013年主要原材料产品价格处于近3年低位, 银采购价格由2011年的767.14万元/吨降至469.16万元/吨, 铜采购价格由6.67万元/吨降至5.31万元/吨, 钢材采购价格由0.63万元/吨降至0.49万元/吨, 塑料采购价格由1.60万元/吨降至1.50万元/吨。原

材料价格下行对公司生产成本控制及利润空间增长带来一定好处, 公司低压电器板块毛利率从2011年的24.47%上升至2013年的31.72%。2014年1~9月, 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75天, 主要采取银行存款支付的结算方式, 部分款项采用银行承兑汇票结算。

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。公司主要为存货生产, 占总产量的86%左右。

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。2013年，正泰电器研发支出总额占营业收入比重为3.81%。

正泰电器共生产406个系列，11916个规格的各式低压电器产品，2011~2013年，正泰电器实现产量分别为40155.66万台、40783.25万台和44116.09万台。2014年1~9月实现产量33372.10万台，为2013年全年的75.65%。

表4 低压电器板块产品产销情况
(单位: 万台、万元)

产品		2011年	2012年	2013年	2014年1~9月
低压电器	产量	40155.66	40783.25	44116.09	33372.10
	销量	37112.73	41062.71	42985.38	33617.86
	出口量	4003.76	4005.82	3498.78	2611.95
	出口额	61344.03	79998.00	73316.72	65947.63

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，2013年该地区实现销售收入占国内销售比重44.01%。

从销售集中度看，2011~2014年9月，正泰电器前五名经销商合计销售收入占比分别为9.38%、7.43%、8.13%和9.39%，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。2011~2013年，正泰电气通过不断研发新产品，持续加强市场拓展，实现输配电业务收入年均复合增长9.14%，2013年为43.30亿元；2014年1~9月实现收入29.34亿元，为2013年全年的67.76%。

表5 输配电业务主要子公司2013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	40.12	13.69	43.71	1.07

资料来源: 正泰电气2013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杆和硅钢片等。2011年以

来，随着铜杆和硅钢片原材料价格的下跌，其占正泰电气的生产成本比重也逐步下降，正泰电气利润空间得到提升，输配电业务毛利率由2011年的17.27%上升至2013年的22.60%，2014年前3季度达到23.35%。

表6 输配电业务原材料情况

(单位: 吨、万元/吨、%)

原材料		2011年	2012年	2013年	2014年 1~9月
铜杆	采购量	13170	12880	17014	15409
	采购价格	5.93	5.45	4.63	4.34
	占生产成本比重	29.70	28.58	26.88	30.87
硅钢片	采购量	9159	8210	7065	5763
	采购价格	1.65	1.55	1.31	1.17
	占生产成本比重	6.50	5.47	4.05	4.94

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，2013年正泰电气铜杆与硅钢片前5位供应商占公司铜杆与硅钢采购总额均在85%以上，其中铜杆占89.87%，硅钢占87.57%。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 2013年输配电业务主要原材料供应商情况

公司名称	占生产成本 比重 (%)
铜杆	无锡市凌峰铜业有限公司
	宁波市江北大创铜线有限公司
	无锡市锡洲电磁线有限公司
	苏州俊能铜业有限公司
	贵溪华泰铜业有限公司
硅钢片	上海宝钢钢材贸易有限公司
	武汉润欣电气有限公司
	上海中浦供销售有限公司
	大宏机电(昆山)有限公司
	嘉善县奇星机械厂

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，2011~2013年，正泰电气输配电产品与电线电缆产销量均呈上升趋势，其中输配电产品产量分别为169.63万台、198.50万台和227.21万台；同期，电线电缆产量分别为10.95万千米、12.81万千米和14.86万千米。2014年1~9月，正泰电气实现产量188.11万台，为2013年全年的85.46%，实现电线电缆产量为19.43万千米，为2013年全年的130.75%。

表8 输配电板块产销情况

输配电	2011年	2012年	2013年	2014年 1~9月
产量 (万台)	169.63	198.50	227.21	188.11
产量 (万千米)	10.95	12.81	14.86	19.43
销量 (万台)	162.33	189.93	207.91	183.05
销量 (万千米)	11.51	13.47	14.41	18.46

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2:1。从客户集中度看，2011~2013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4.24%、5.15%、9.58%，2014年前3季度为12.62%，客户集中度较低，但主要客户销售占比呈上升趋势。

4. 新能源业务

公司新能源业务主要为太阳能光伏发电，经营主体是浙江正泰新能源开发有限公司（以下简称“正泰新能源”），成立于2009年，注册资本15.80亿元。正泰新能源是一家专业光伏发电

投资商和系统整体解决方案供应商，业务范围包括光伏电站领域的开发投资、建设安装、运营管理、光伏电站整体解决方案、项目工程总承包以及整套设备供应等，范围涵盖了大型地面光伏电站、大型商用屋顶光伏电站、民用屋发电系统以及光伏建筑一体化项目。

截至2014年9月底，正泰新能源已建成并网的光伏电站812MW，包括西部大型地面站680MW，东部分布式屋顶电站132MW。西部地面电站主要分布在日照条件较好、土地资源丰富的甘肃、青海、宁夏、新疆、内蒙古等省份；东部分布式电站目前主要集中在浙江省范围内。

表9 2014年9月底正泰新能源主要西部地面电站项目情况

序号	项目名称	装机规模: MW
1	甘肃永昌金泰光伏电站	200
2	正泰甘肃高台光伏电站	100
3	内蒙古鄂尔多斯独贵二期光伏电站	100
4	甘肃永昌光伏电站	100
5	正泰甘肃民勤	50
6	甘肃敦煌一期光伏电站	50
合计	--	600

资料来源：公司提供

表10 2014年9月底正泰新能源主要东部分布式屋顶电站项目情况

序号	项目名称	装机规模: MW
1	杭州火车东站枢纽光伏电站	10
2	宁波杭州湾经济开发区屋顶光伏电站	20
3	德清天马重工机械厂区屋顶光伏系统一期	16
4	长兴经济开发区 10MW 光伏电站	10
5	长兴经济开发区 20MW 光伏电站	20
6	杭州东风裕隆厂房屋顶光伏电站	18
合计	--	84

资料来源：公司提供

公司在西部地区不同电站项目的上网核定电价有所不同，但基本上网电价核定在1.00～1.15元/千瓦时（含税）。

2013年和2014年1～9月，公司新能源业务实现收入分别为5.35亿元和5.39亿元，主要来自

于光伏发电电费收入和光伏发电系统销售收入。2013年光伏发电电费收入占公司新能源业务收入比例为66.03%，光伏发电系统销售收入占新能源业务收入比例为19.55%。新能源业务2013年毛利率为45.91%，2014年3季度为50.40%。

5. 其他业务

公司涉及的其他业务主要为汽车电器、自动化控制及投资业务，从事相关业务主要为公司本部及浙江正泰汽车零部件有限公司、浙大中自集成控制股份有限公司、上海正泰投资股份有限公司、上海云杉股权投资合伙企业（有限合伙）、上海云杉投资管理有限公司、上海正泰企业管理服务公司等子公司。2013年，公司其他业务收入为2.68亿元，占公司主营业务收入比重为1.59%。

6. 经营效率

2011～2013年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数基本稳定，三年平均值分别为3.35次、4.52次、0.76次，2013年分别为3.20次、4.38次、0.72次。总体看，公司存货流动性较强、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

公司未来仍将坚持做大现有产业，并进一步完善产业链，同时探索新的投资领域。

公司力争在“十二五”末拥有3～5家上市公司。以成为全球领先智能电气全面解决方案供应商为愿景，以智能电网为主要目标市场，致力于构建在智能电网用户终端的核心竞争优势，大力拓展基于核心技术的相关业务，实现“成熟业务-成长业务-萌芽业务”以及“价值最大化-风险可控原则”的相对平衡；通过集团层面产业整合，建立技术研发、投融资职能平台，实施以促进业务协同、创造客户价值为导向的组织机构调整，积极推进“产品档次从中低端到中高端，市场版图从国内市场到全球市场，

价值链定位从产品制造到系统集成与解决方案，经营模式从以实业为主到实业与资本运营并重”的多方位拓展。

截至 2014 年 9 月底，公司主要在建工程包括正泰量测装备生产基地项目、温州民用智能电器项目及敦煌二期 50MW 发电项目等共计 8

个项目，以上项目预计总投资 25.01 亿元，截至 2014 年 9 月底已完成投资 17.89 亿元，未来还将投资 7.12 亿元，预计 2015 年末将完成投资 5.81 亿元。总体看，公司未来几年投资规模不大，融资压力一般。

表 11 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 2013 年底完成投资	截至 2014 年 9 月底完成投资	2015 年计划投资
		贷款	自筹	财政补贴			
生活配套区三期	8660.00	--	8660.00	--	5274.27	7007.96	755.73
正泰量测装备生产基地项目	30000.00	15000.00	15000.00	--	17858.44	23981.48	2312.61
金属件加工中心建设项目	16000.00	11000.00	5000.00	--	8957.00	11315.33	1443.00
温州民用智能电器项目	119053.00	--	119053.00	--	40598.55	62627.49	53454.45
下沙房产二期项目	6926.00	--	6926.00	--	2838.42	4532.70	87.58
敦煌二期 50MW 发电项目	44000.00	30000.00	14000.00	--	41000.00	44000.00	--
内蒙古正利 10MW 发电项目	11379.00	7965.00	3414.00	--	10020.00	11379.00	--
长兴经济开发区二期 20MW 项目	14086.00	3860.00	4226.00	6000.00	--	14086.00	--
合计	250104.00	67825.00	176279.00	6000.00	126546.68	178929.96	58053.37

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011~2012 年财务报表经乐清永安会计师事务所有限公司审计，2013 年财务报表第经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2014 年三季度财务报表未经审计。

2012 年，公司纳入合并的二级子公司 11 家，比上年减少 3 家（浙江正泰仪器仪表有限公司（以下简称“正泰仪器仪表”）、浙江正泰建筑电器有限公司（以下简称“正泰建筑电器”）和温州中泰置业投资有限公司，其中正泰仪器仪表和正泰建筑电器并入正泰电器，温州中泰

置业投资有限公司已清算），新增 3 家（乐清市瑞纳吉电器有限公司、温州兴正隆泰保安服务有限公司和烟台北方温州城开发有限公司）。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。2013 年底，公司将包括浙江正泰新能源投资有限公司在内，以前年度对部分子公司拥有控制权而未纳入合并报表范围进行更正，将其纳入合并范围，引起部分财务指标 2013 年较 2012 年波动较大，详见下表：

表 12 2013 年因合并范围更正主要财务数据调整情况
（单位：亿元）

财务科目	调整前金额	调整金额	调整后金额
------	-------	------	-------

其他应收款	7.22	1.56	8.78
其他流动资产	0.15	5.15	5.30
固定资产	18.91	19.24	38.15
在建工程	6.80	15.76	22.56
资产合计	33.08	41.71	74.79
短期借款	20.83	11.26	32.09
交易性金融负债	5.00	-5.00	--
应付账款	25.46	9.60	35.06
其他应付款	9.07	7.76	16.83
其他流动负债	0.51	4.99	5.50
长期借款	2.50	7.78	10.28
负债合计	63.37	36.39	99.76
盈余公积	4.68	-3.12	1.56
所有者权益合计	4.68	-3.12	1.56
营业收入	148.10	-1.00	147.10
营业成本	106.87	-1.15	105.72
财务费用	2.28	0.20	2.48
营业外收入	0.62	0.26	0.88

资料来源：公司审计报告

总体看，因合并范围更正，对公司 2013 年资产负债表影响较大，但对利润表影响较小，对现金流量表几乎无影响。近三年，公司资产负债表可比性较差，利润表与现金流量表可比性较好。

截至 2013 年底，公司资产总额 275.15 亿元，所有者权益合计 92.94 亿元（含少数股东权益 29.20 亿元）；2013 年公司实现营业收入 166.29 亿元，利润总额 19.07 亿元。

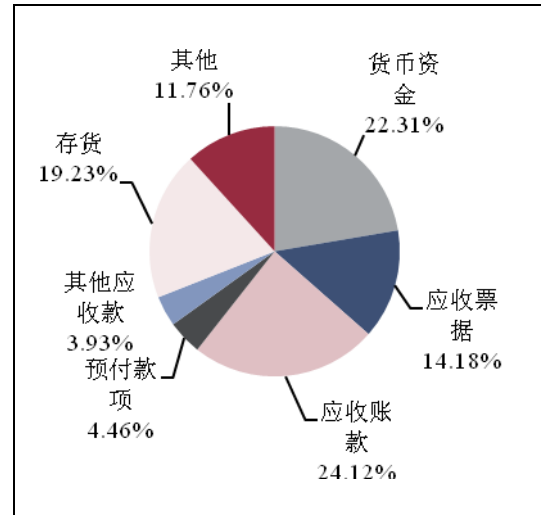
截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 294.89 亿元，所有者权益合计 102.97 亿元（含少数股东权益 30.70 亿元）；2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 128.34 亿元，利润总额 16.79 亿元。

2. 资产构成

2011~2013年，公司资产总额实现较快增长，年均复合增长25.19%，主要是业务规模扩大及合并范围增加使固定资产、在建工程等大幅增长所致。近三年，流动资产年均复合增长6.69%，非流动资产年均复合增长71.60%。截至2013年底，公司资产总额275.15亿元，同比增长45.88%，其中流动资产占55.37%，非流动资产占44.63%，公司资产以流动资产为主，但非流动资产占比逐年上升。

截至2013年底，公司流动资产152.36亿元，其中以货币资金、应收票据、应收账款、预付账款和存货为主，其他科目占比相对较小。

图4 2013年底流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2011~2013年，公司货币资金逐年减少，年均复合减少18.97%。截至2013年底，公司货币资金33.99亿元，主要为银行存款（30.63亿元），货币资金中受限资金3.32亿元，主要为各类保证金。

截至2013年底，公司应收票据21.61亿元，同比增长74.49%，主要由于公司业务增长所致。公司应收票据全部为银行承兑汇票。

2011~2013年，公司应收账款年均复合增长23.35%，截至2013年底为36.76亿元。2012年以来，在整体经济景气度下行情况下，公司适当增加对客户贷款的信用额度和账期，从而保证收入的增长。截至2013年底，公司应收账款账面原值41.56亿元，已计提坏账准备4.81亿元，计提比例为11.57%。从账龄结构看，账龄在1年以内的占82.05%，账龄在1-2年的占11.50%，账龄在2年以上的占6.45%；总体看，公司应收账款坏账计提较充分，应收账款客户分散程度很高，发生集中不可回收的风险低。

2011~2013年，公司预付款项年均复合减少28.05%，主要为公司预付材料款下降所致。截至2013年底，公司预付账款6.80亿元；从账龄

结构看,账龄在1年以内的占58.83%,账龄在1~2年的占5.40%,2~3年的占33.52%,3年以上的占2.25%。

2011~2013年,公司存货年均复合增长14.57%,截至2013年底,公司存货账面余额29.83亿元,共计提跌价准备0.54亿元,存货账面净值29.29亿元,同比增长25.31%。其中库存商品占比46.46%,在产品占比13.49%,原材料占比15.28%,开发成本占比22.41%。公司存货的增长主要来自库存商品的增加。

2011~2013年,公司其他应收款年均复合减少13.73%。截至2013年底,公司其他应收款主要由公司关联企业、其他企业和个人的借款,工程预付款等构成,账面余额7.28亿元,其中前5名债务方其他应收款合计3.69亿元。采用账龄法计提坏账准备的应收账款6.92亿元,账龄在1年以内的占74.69%,1-2年的占17.20%,2-3年的占1.99%,3年以上的占6.12%。共计提坏账准备1.29亿元,账面净额5.99亿元。

表13 2013年公司其他应收款前5名债务方情况

(单位:亿元)

单位名称	与公司关系	账面余额	账龄
长兴和泰置地有限公司	关联方	1.39	1年以内 1-2年
朱敏	非关联方	1.18	1年以内
上海寰泰投资发展有限公司	关联方	0.57	2-3年
浙江丽水长征医院	非关联方	0.29	1年以内
浙江三洲房地产开发有限公司	非关联方	0.26	1-2年
合计	--	3.69	--

资料来源:公司提供

截至2013年底,公司其他流动资产17.92亿元,主要由银行理财产品(9.00亿元)和待抵扣或预缴税费(8.86亿元)构成。

2011~2013年,公司非流动资产年均复合增长71.60%。截至2013年底,公司非流动资产合计122.79亿元,同比大幅增长116.12%,主要为公司合并范围更正,新纳入子公司引起固定资产与在建工程大幅增加所致。2013年底公司非流动资产中,固定资产占51.92%、长期股权投资

占23.26%、在建工程占19.05%,其他各项占比较低。

2011~2013年,公司长期股权投资年均复合增长20.68%,截至2013年底,公司长期股权投资28.57亿元(主要长期股权投资对象见下表)。

表14 2013年底公司前5大长期股权投资情况

(单位: %、万元)

被投资单位名称	持股比例	投资账面价值
浙江正泰太阳能科技有限公司	36.62	81717.33
中广核二期产业投资基金有限责任公司	30.00	72407.14
浙商财产保险股份有限公司	16.50	24750.00
浙江中控技术股份有限公司	9.75	19373.69
北京三联国际投资有限责任公司	10.00	11000.00

资料来源:公司财务报表

近三年,公司固定资产年均快速增长118.74%,截至2013年底,公司固定资产账面价值63.76亿元,较2012年底增长237.14%。公司固定资产的快速增长主要是由于合并范围变化及在建工程转固所致。截至2013年底公司固定资产中,房屋及建筑物占21.41%,机械设备占74.96%,其他为专用设备、运输设备、通用设备等。

近三年,公司在建工程分别为3.55亿元、6.80亿元和23.39亿元,其中2013年同比增长243.86%,主要是由于合并范围变更所致。截至2013年底,公司在建工程主要包括温州民用智能电器项目、正泰量测装备生产基地项目,敦煌二期50MV发电项目等。

2011~2013年,公司无形资产年均波动增长16.17%,2013年底为4.25亿元,其中土地使用权3.18亿元,占比74.72%,其余为公司的软件、专利技术以及非专利技术。

截至2014年9月底,公司资产总额294.89亿元,较2013年底增长7.17%,其中,应收账款较2013年底增长41.59%,至52.04亿元,主要因为公司销售收入增长,带动应收账款相应增加,另一方面因为2013年底公司增加新并网电站,该部分电站并网补贴电价暂未收回,暂计入应收账款;可供出售金融资产新增9.26亿元,主

要为公司将持股20%以下的股权投资由长期股权投资调至可控出售金融资产所致；固定资产较2013年底增长19.97%至76.49亿元，主要是在建工程竣工转固所致。公司资产构成中，流动资产占55.75%，非流动资产占44.25%，与2013年底变化不大。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，货币资金充足，流动资产中应收账款、应收票据及存货占比较高，一定程度上影响了资产的流动性；非流动资产中长期股权投资、固定资产和在建工程占比较大。整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益年均复合增长14.38%，主要来源于未分配利润和少数股东权益的增长。2012年资本公积较2011年下降19.86%，主要是2012年正泰电器以同一控制下企业合并取得正泰建筑电器和正泰仪器仪表，因实施合并而调减资本公积-股本溢价所致。截至2013年底，公司所有者权益92.94亿元，同比增长16.64%，其中少数股东权益29.20亿元，占31.42%。归属于母公司的所有者权益合计63.73亿元，其中实收资本占23.54%、资本公积占21.75%、盈余公积占3.24%、未分配利润占51.49%。

截至2014年9月底，公司所有者权益102.97亿元，较2013年底增长10.80%，主要来自未分配利润的增长，其中少数股东权益30.70亿元，占29.81%。归属于母公司所有者权益中实收资本占20.76%，资本公积占20.66%，盈余公积占2.86%，未分配利润占55.74%。总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，稳定性一般。

2011~2013年，公司负债规模年均复合增长32.04%，截至2013年底，公司负债总额182.21亿元，其中流动负债占67.20%，非流动负债占32.80%。

2011~2013年，公司流动负债波动增长。截至2013年底，公司流动负债122.45亿元，较2012

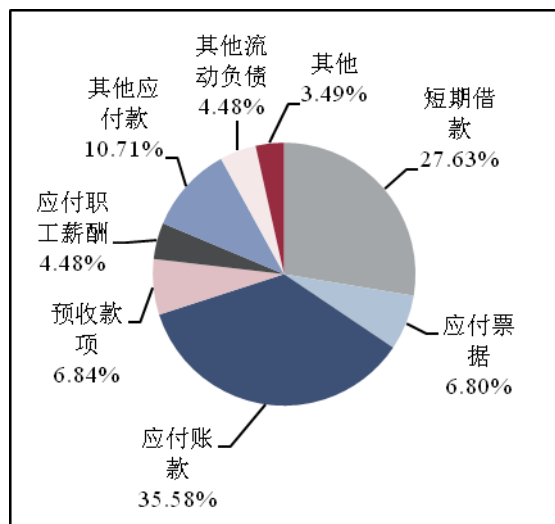
年底增长56.71%。公司流动负债以短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款为主。

2011~2013年，公司短期借款年均波动减少3.00%。其中2012年底，公司短期借款20.83亿元，较2011年底下降42.06%，主要是当期公司发行中期票据和短期融资券，部分募集资金用于置换短期借款使得短期借款下降所致。

2011年底和2012年底，公司交易性金融负债分别10.00亿元和5.00亿元，均为当年在存续期内的短期融资券。

截至2013年底，公司应付票据8.33亿元，较2012年底增长106.86%，全部为银行承兑汇票。

图5 2013年公司流动负债构成



资料来源：公司财务报表

2011~2013年，随着业务规模的扩大，公司增加了原材料采购量，公司应付账款规模呈增长趋势。截至2013年底，公司应付账款43.57亿元，其中因合并范围更正导致应付账款增加9.60亿元，除去该影响，公司应付账款同比增长33.42%。

2011~2013年，公司预收款项逐年增长，截至2013年底，公司预收款项8.37亿元，主要为预收货款。

2011~2013年，公司其他应付款年均复合增长30.08%，截至2013年底，公司其他应付款

13.11亿元，主要为待付经销商的折扣折让款、与关联方的往来款等。

截至2013年底，公司其他流动负债5.49亿元，主要为公司2013年发行的5亿元短期融资券“13正泰CP001。”

2011~2013年，公司非流动负债年均复合增长87.94%。截至2013年底，公司非流动负债59.77亿元。截至2013年底，公司长期借款29.04亿元，主要是以房产等为抵押物取得的借款；应付债券26.94亿元，包括12亿元“12正泰MTN1”和正泰电器发行的15亿元“11正泰债”。

截至2014年9月底，公司负债总额191.92亿元，较2013年底增长5.32%，主要是长期借款的增长。

2011~2013年，公司全部债务波动增长，年均复合增长29.02%。截至2013年底，公司全部债务105.00亿元，其中短期债务占46.68%，长期债务占53.32%。2013年公司全部债务增长较快，主要是新纳入浙江正泰新能源开发有限公司使得短长期借款增长所致。

截至2014年9月底，公司全部债务115.88亿元，较2013年底增长10.36%，主要是长期借款增长所致。

2011~2013年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动上升，长期债务资本化比率持续上升，三年平均值分别为62.35%、48.73%和30.58%，2013年底分别为66.22%、53.05%和37.59%。

截至2014年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为65.08%和52.95%，与2013年底基本持平；长期债务资本化比率上升至42.28%。

总体看，公司所有者权益稳定性一般；2013年底，由于合并范围更正、业务规模扩张，导致公司长短期债务大幅增长，债务负担加重，但公司整体债务负担仍处于合理范围。

4. 盈利能力

2011~2013年，公司营业收入增长较快，年

均复合增长率为11.28%；同期营业成本年均复合增长5.65%，明显低于营业收入增速。2013年公司实现营业收入166.29亿元。2011~2013年，公司营业利润率持续上升，分别为22.65%、27.25%和30.14%。

从期间费用看，2011~2013年，公司销售费用、管理费用和财务费用均增长较快，年均复合增长率分别为31.94%、18.91%和105.13%；期间费用占营业收入的比重分别为13.10%、16.87%和18.32%，占比呈上升趋势，公司期间费用控制力度有待加强。

2011~2013年，公司利润总额快速增长，年均复合增长率为22.87%，2013年实现利润总额为19.07亿元。

从盈利指标看，2011~2013年，公司总资产收益率和净资产收益率三年平均值分别为10.51%和15.90%，2013年分别为10.63%和16.85%，公司整体盈利能力较强。

2014年1~9月，公司实现营业收入128.34亿元，为2013年全年的77.18%；营业利润率小幅上升至31.13%；实现利润总额16.79亿元，为2013年全年的88.04%，保持较强的盈利能力。

总体看，公司营业收入、利润总额增长较快，盈利能力较强。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年，公司流动比率和速动比率均波动下降，三年平均值分别为143.38%和117.34%，2013年分别为124.43%和100.50%；截至2014年9月底，两项指标分别为146.99%和116.27%，较2013年底均有所上升。2011~2013年，公司经营净现金流波动较大，经营现金流负债比分别为0.51%、31.09%和7.78%。考虑到公司货币资金充足，总体看，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年，公司EBITDA分别为16.63亿元、21.84亿元和29.23亿元，增长较快。2011~2013年，公司EBITDA利息倍数持续下降、全部债务/EBITDA波动下

降，三年平均值为6.25倍和3.37倍，2013年分别为5.44倍和3.59倍。总体看，公司对全部债务保护能力强。

截至2014年9月底，公司对外担保折合人民币25.65亿元，担保比率为24.91%，被担保企业为浙江正泰太阳能科技有限公司（以下简称“正泰太阳能”）、浙江正泰太阳能科技荷兰有限公司（以下简称“荷兰公司”）和柬埔寨达岱水电有限公司，被担保企业均为公司参股企业。

表15 公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	币种	担保金额
浙江正泰太阳能科技有限公司	人民币	116868.39
	美元	6655.73
浙江正泰太阳能科技荷兰有限公司	欧元	9704.00
柬埔寨达岱水电有限公司	美元	3730.00

资料来源：公司提供

正泰太阳能主要从事太阳能光伏发电产品（包括电池、组件、系统）的研发、生产和销售。截至2014年9月底，公司持有正泰太阳能36.62%的股权。由于正泰太阳能对资金独立管理，同时没有单独的授信额度，公司以担保形式保证正泰太阳能融资需求。截至2014年9月底，公司对正泰太阳能担保总额为人民币11.69亿元及美元0.67亿元。

截至2014年9月底，正泰太阳能产能1.2GW，其中国内客户主要为正泰新能源（以市场价结算），国外客户主要通过代理商进行分销，需求较为稳定。截至2013年底，正泰太阳能总资产76.12亿元，所有者权益合计23.72亿元，2013年实现营业收入34.93亿元，利润总额2.53亿元，经营性净现金流5.61亿元。总体看，正泰太阳能经营情况良好，公司对其控制能力强，担保风险低。

荷兰公司为正泰太阳能全资子公司，主要从事太阳能电站的建设及运营后出售。目前荷兰公司经营两家光伏发电项目，分别位于罗马尼亚和保加利亚。截至2014年9月底，两家电站均已投入运营6个月以上。荷兰公司计划在两家电站正常经营达18月之后将其出售。截至2014年9月底，公司对荷兰公司担保合计0.97亿欧

元，主要集中在保加利亚电站（该电站已于2013年上半年正式运营），担保期限15年，但荷兰公司出售该电站后，该笔担保会相应解除。

截至2013年底，荷兰公司总资产30.06亿元（人民币，下同）、所有者权益合计2.77亿元；2013年实现营业收入1.35亿元，利润总额-2692.12万元。截至2014年9月底，荷兰公司总资产17.93亿元，所有者权益2.64亿元；2014年1~9月，荷兰公司实现营业收入1.66亿元，利润总额1337.59万元。总体看，由于两家电站均已正常经营，有稳定现金流保证，同时公司出售电站的模式已有数次成功经验，有一定专业性保证，公司对荷兰公司担保的风险较低。

总体看，公司对外担保比率较高，主要集中在正泰太阳能及其全资子公司荷兰公司。考虑到公司对两家公司的控制能力及被担保项目的经营情况，公司对外担保风险较低。

截至2014年9月底，公司共获得银行授信200.57亿元，尚未使用额度为90.57亿元，公司间接融资渠道畅通。子公司正泰电器为上市公司，具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询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2014年10月22日，公司无未结清和已结清不良信贷，过往债务履约情况良好。

7. 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、仪器仪表、建筑电器、汽车电器等几大产业领域，是国内产品系列最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。

八、结论

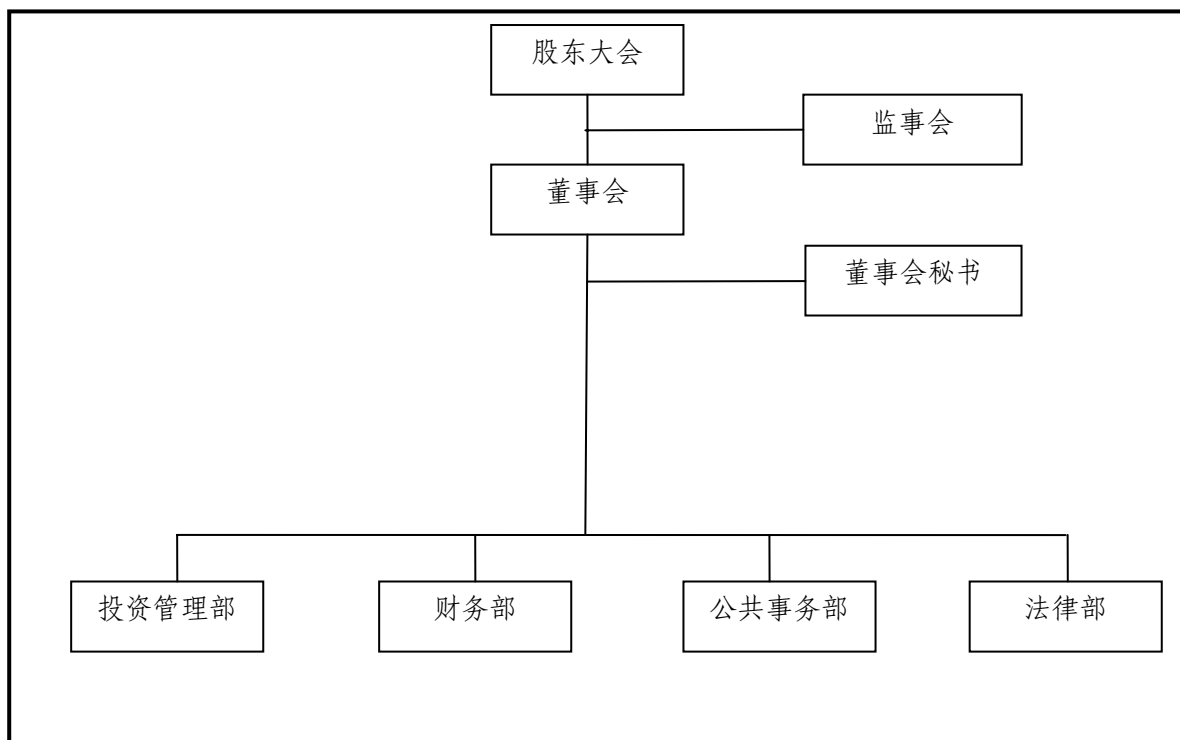
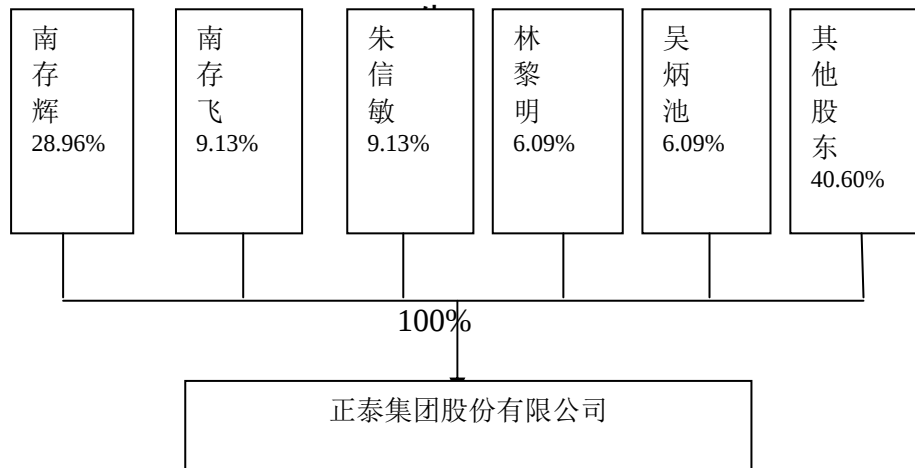
中国低压电器市场容量大，智能电网建设为低压电器智能化提供了巨大的市场机遇、低压电器行业和输配电行业发展前景良好。

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，收入与利润规模不断扩大，产品盈利能力不断增强。随着业务发展，公司有息债务上升较快，但整体债务负担仍处于合理水平，公司在建项目未来资本支出压力一般；公司各项偿债指标良好。

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。

综合看，公司主体信用风险很低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	66.15	57.93	55.60	51.84
资产总额(亿元)	175.55	188.62	275.15	294.89
所有者权益(亿元)	71.03	79.68	92.94	102.97
短期债务(亿元)	46.97	29.86	49.01	40.46
长期债务(亿元)	16.10	29.42	55.99	75.43
全部债务(亿元)	63.07	59.28	105.00	115.88
营业收入(亿元)	134.28	148.10	166.29	128.34
利润总额(亿元)	12.63	14.86	19.07	16.79
EBITDA(亿元)	16.63	21.84	29.23	--
经营性净现金流(亿元)	0.44	24.29	9.52	12.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.48	3.52	3.20	--
存货周转次数(次)	4.63	4.68	4.38	--
总资产周转次数(次)	0.76	0.81	0.72	--
现金收入比(%)	102.17	108.59	96.32	98.79
营业利润率(%)	22.65	27.25	30.14	31.13
总资本收益率(%)	9.46	11.01	10.63	--
净资产收益率(%)	14.87	15.00	16.85	--
长期债务资本化比率(%)	18.48	26.97	37.59	42.28
全部债务资本化比率(%)	47.03	42.66	53.05	52.95
资产负债率(%)	59.54	57.76	66.22	65.08
流动比率(%)	152.80	168.68	124.43	146.99
速动比率(%)	127.33	138.76	100.50	116.27
经营现金流动负债比(%)	0.51	31.09	7.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.84	6.53	5.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	2.71	3.59	--

注：1. 公司 2014 年 3 季度财务数据未经审计。

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

附件 3 有关计算指标的计算公式（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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 正泰集团股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在正泰集团股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半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。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，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，据以确认或调整主体长期信用等级。

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，如正泰集团股份有限公司主体长期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。

