

信用等级公告

联合[2016] 167 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 年度第一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 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

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

2016 年度第一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: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期兑付本金

发行目的: 置换银行借款

评级时间: 2016 年 1 月 27 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	188.62	275.15	318.47	365.96
所有者权益(亿元)	79.68	92.94	107.50	116.10
长期债务(亿元)	29.42	55.99	61.60	71.81
全部债务(亿元)	59.28	105.00	123.50	161.75
营业收入(亿元)	148.10	166.29	187.75	79.25
利润总额(亿元)	14.86	19.07	20.99	11.82
EBITDA(亿元)	21.84	29.23	32.76	--
经营性净现金流(亿元)	24.29	9.52	21.60	2.31
营业利润率(%)	27.25	30.14	30.25	32.62
净资产收益率(%)	15.00	16.85	15.92	--
资产负债率(%)	57.76	66.22	66.24	68.28
全部债务资本化比率(%)	42.66	53.05	53.46	58.21
流动比率(%)	168.68	124.43	119.96	110.82
全部债务/EBITDA(倍)	2.71	3.59	3.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.53	5.44	5.43	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	4.37	5.85	6.55	--

注: 1. 公司 2015 年上半年财务数据未经审计;

2. 公司 2013 年 5 月份发行的 5 亿元短期融资券“13 正泰 CP001”、2014 年 6 月发行的 5 亿元短期融资券“14 正泰 CP001”和 2015 年 5 月发行的 5 亿元短期融资券“15 正泰 CP001”已计入当年全部债务中。

分析师

王叶笛 孔祥一

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

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, 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、对外担保规模大、债务负担加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。

公司经营活动现金流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, 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, 整体盈利能力较强。
5. 公司经营活动现金流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. 公司对外担保比率较高，且对单一企业担保规模大。
3. 公司负债水平逐年增长，债务负担不断加重。
4. 新能源业务增长快，相关应收账款规模大。

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 2016 年度第一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。

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2015年6月底，公司注册资本15亿元，股东为南存辉等123名自然人，其中南存辉持股31.08%，南存飞持股9.13%，朱信敏持股9.13%，林黎明持股6.09%，吴炳池持股6.09%，其他118人合计持股38.48%。公司股东中南存辉、南存飞为兄弟关系，其他部分股东与南存辉为亲属关系，公司实质控制人为南存辉。2010年1月，公司控股子公司浙江正泰电器股份有限公司（以下简称“正泰电器”）首次公开发行10500万股A股股票（正泰集团持股65.42%），股票简称“正泰电器”，股票代码601877。

公司经营范围：企业管理咨询，投资管理，实业投资，高低压电器、电气机械及器材、自动化产业、计算机软硬件、电子元器件、仪器仪表、建筑电器、通信设备的研制、开发、设计、制造、安装、调试、加工、销售及技术服务，物业管理，经营进出口业务（国家法律法规禁止、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）。

公司下设战略投资部、财务部、人力资源部、法务部等职能部门。截至2015年6月底，公司拥有在职员工30173人。

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

截至2015年6月底，公司资产总额365.96亿元，所有者权益合计116.10亿元（含少数股东权益36.35亿元）；2015年1~6月，公司实现营业收入79.25亿元，利润总额11.82亿元。

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

公司于2016年注册10亿元的中期票据发行总额度，本期计划发行2016年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度5亿元，发行期限3年，所募集资金将全部用于置换银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

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

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

规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司的产业中，核心产业主要为低压电器制造业及输配电设备制造业，该两项业务的产品销售收入分别占公司 2014 年主营业务收入的 67.84% 和 25.03%。2013 年，公司主营业务增加新能源行业。

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。

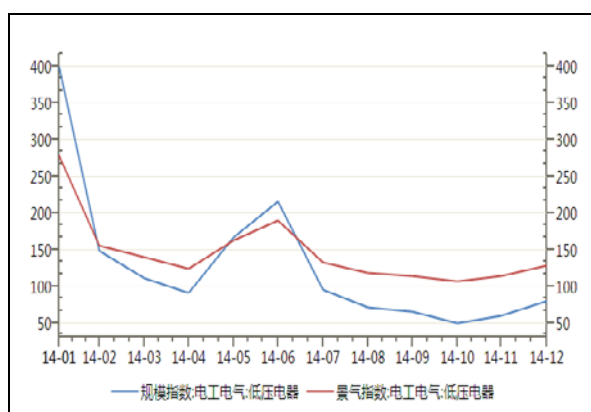
低压电器产品的种类繁多，按用途可分为配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器五大类。

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。2000~2014年，中国全社会固定资产投资增长迅速。2014年全年全社会固定资产投资（不含农户）502005亿元，同比名义增长15.7%，扣除价格因素，实际增长15.1%，较上年下降3.80个百分点；受此带动，2000~2008年低压电器行业总产值也快速增长，年均复合增长率在15%以上。2009年受金融危机影响中国低压电器行业工业总产值为459亿元，较2008年的485亿元下降了5.66%。2010~2013年，中国政府坚持实施应对国际金融危机冲击的一揽子计划，有针对性地加强和改善宏观调控，并继续保持一定的投资规模，同时，随着电力建设进入高速发展期，智能电网建设的兴起、低碳经济和节能减排项目的推进，中国低压电器行业企稳及快速发展趋势明显。2014年以来，受宏观经济环境向弱影响，中国低压电器行业明显承压，根据中国工商业联合会提供的数据，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。

据预计，2015年我国低压电器市场规模将达750亿元，市场增速将达20%左右。

图1 2014年中国低压电器指数



资料来源：中国工商业联合会

从低压电器主要产品产量上看，从2005~2014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，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 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。

2014 年，全社会用电量达到 55233 亿千瓦时，同比增长 3.8%，增速比上年回落 3.8 个百分点。同年，全国发电总装机容量 13.60 亿千瓦，同比增长 8.7%，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%。2015 年 1-7 月，全社会用电量 31668 亿千瓦时，同比增长 0.8%；同期，全国电源新增生产能力 5237 万千瓦。

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 2014 年底，中国总电力装机容量 13.6 亿千瓦，若根据 1 万千瓦发电量约需 6 万件各类低压电器产品与之配套计，可简单估计目前在使用中的各类低压电器产品约有 81.6 亿件。因此，构筑于中国日益增长的经济总量基础上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

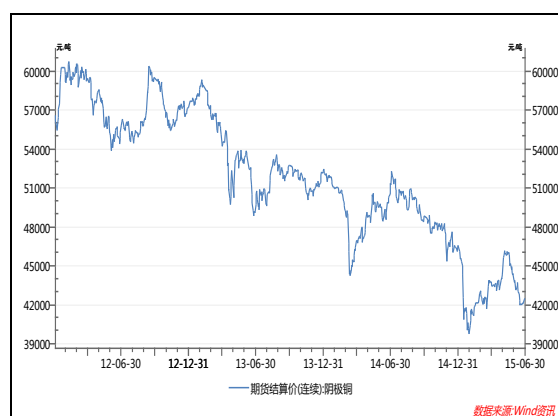
低压电器行业产品成本受原材料价格波动的影响较大。该行业主要的原材料为铜、银、钢材及塑料等，铜占总成本比重约 20%，银占总成本的比重约 10%，钢材占总成本的比重约

为 5%，塑料占总成本的比重约为 10%。

受经济不景气性影响，铜期货价格由 2012 年初的 56580 元/吨大幅下降至 2012 年 6 月的 53850 元/吨，铜价虽于 2012 年 9 月回升至 60390 元/吨，但此后总体呈大幅下降趋势，截至 2014 年 12 月 31 日为 46560 元/吨。进入 2015 年后，铜期货于 1 月创下 39730 元/吨的低价后开始小幅回升，截至 2015 年 6 月 30 日，铜期货为 42490 元/吨。

图2 2012年以来阴极铜期货结算价（连续）

（单位：元/吨）



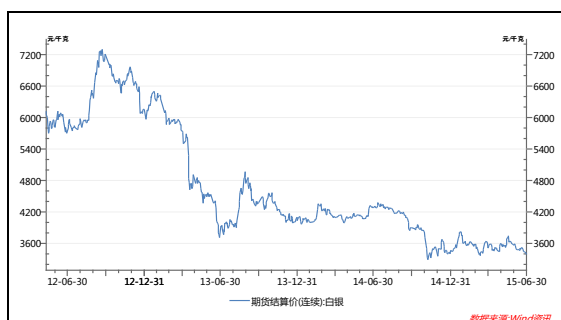
资料来源：wind资讯

白银期货价格近几年波动幅度较大。2012 年 6 月白银期货价格低至 5704 元/千克，2012 年 9 月下旬上涨至 7295 元/千克，之后银价总体呈波动下降趋势，2013 年 6 月底跌至 3713 元/千克，之后银价小幅反弹，2013 年 8 月底上涨至 4970 元/千克。2013 年 9 月后，白银期货价格持续下跌，2014 年 11 月最低价格达 3291 元/千克，截至 2015 年 6 月 30 日，银期货价格报 3386 元/千克。

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 2015 年 6 月 30 日，螺纹钢期货价格收于 1877 元/吨。

图3 2012年以来白银期货结算价（连续）

（单位：元/千克）



资料来源：wind资讯

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。

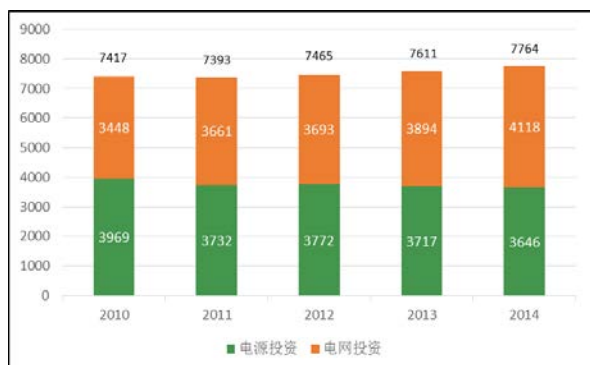
低压电器智能化一直是国内企业努力的方向，智能电网建设更为智能化低压电器提供了巨大的市场机遇。

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. 输变电设备制造行业

2005~2014 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%。2014 年全国固定资产投资（不含农户）502005 亿元，同比名义增长 15.7%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 17538 亿元，同比增长 19.4%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.49%。

图 4 中国电力行业投资总额（单位：亿元）



资料来源：中国电力企业联合会

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%。截至 2014 年底，全国发电总装机容量 13.60 亿千瓦，同比增长 8.7%。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 2014 年的 53.04%，2014 年全国电网工程建设完成投资 4118 亿元，占电力工程投资比重为 53.04%，同比增长 6.8%，投资比例结构趋于合理。截至 2015 年上半年，全国 6000 千瓦及以上电厂水电装机容量 2.68 亿千瓦，6000 千瓦及以上火电装机容量 9.35 亿千瓦，核电装机容量 2214 万千瓦，并网风电装机容量 10491 万千瓦。

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。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。

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。根据能源局提供的 2014 年光伏发电统计信息, 2014 年国内光伏新增装机 1060 万千瓦, 其中分布式 205 万千瓦, 光伏电站 855 万千瓦。

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 年全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。

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。2014 年, 乐清市全市地区生产总值 (GDP) 为 704.80 亿元, 较上年增长 7.6%, 增幅较 2012 年提高了 1.1 个百分点。其中, 第一产业增加值 20.38 亿元, 下降 2.7%; 第二产业增加值 416.02 亿元, 增长 8.2%; 第三产业增加值 268.40 亿元, 增长 6.8%。人均地区生产总值 (按户籍人口计算) 54950 元, 按年平均汇率折算为 8945 美元, 比上年增长 6.9%。三次产业结构由上年的 3.0: 59.7: 37.3 调整为 2.9: 59.0: 38.1。

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

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

保障、就业支出8.81亿元，增长86.7%；一般公共服务支出5.51亿元，增长14.3%。

总体看，公司所在区域经济环境与行业环境为公司发展提供了良好保障。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 6 月底，公司注册资本 15 亿元，股东为南存辉等 123 名自然人，其中南存辉持股 31.08%，南存飞持股 9.13%，朱信敏持股 9.13%，林黎明持股 6.09%，吴炳池持股 6.09%，其他 118 人合计持股 38.48%。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。

公司综合实力连续多年位列中国民营企业 500 强前十位，纳税额连续多年位居温州市各类制造企业榜首，是中国低压电器行业产销量最大企业，销售额已连续多年位居行业前列，产量已连续 11 年位居国内行业第一。其中，2014 年公司主要产品小型断路器市场占有率近 30%，接触器、热继电器、刀开关等产品国内市场占有率超过 20%，万能式断路器和塑壳（含漏电）断路器国内市场占有率均分别为 10.50%、12.60%。2014 年，公司被授予“中国工业大奖”、“国家信息化和工业化融合管理体系贯标试点企业”、“全国质量诚信优秀典型企业”、“浙江慈善奖”、“浙江省第一批‘三名’培育试点企业”、“浙江省技术创新能力百强企业”、“浙江省高新技术企业先进制造业十强”、“温州市首届百家诚信企业”等称号。

目前，公司在全国拥有 2000 多个经销商，

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

3. 人员素质

截止 2015 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 2015 年 6 月底，公司拥有员工 30173 人。按照文化素质划分，初中及以下学历占 26.61%，高中及中专学历占 32.40%，大专学历占 14.97%，本科及以上学历占 26.02%；按

照岗位划分，管理人员占 7.18%，研发人员占 12.59%，生产人员占 53.13%，销售人员占 3.52%，其他岗位占 23.58%；按年龄构成划分，30 岁以下占 58.52%，30~50 岁占 39.53%，50 岁以上占 1.95%，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所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，2012~2014年分别为0.49亿元、1.50亿元和0.74亿元，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。

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。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、经营分析

1. 经营现状

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

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

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-6 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	107.03	72.76	29.94	117.38	72.08	31.73	125.32	67.84	33.34	55.34	70.58	33.86
输配电	40.35	27.43	21.24	43.29	26.58	22.59	46.23	25.03	21.73	19.21	24.50	23.63
新能源	0.42	0.29	28.57	5.35	3.29	45.98	14.74	7.98	30.83	5.36	6.84	42.35
其他	2.35	1.60	31.06	2.69	1.65	29.74	3.12	1.69	29.44	1.25	1.59	36.00
内部抵消	-3.06	-2.08	--	-5.86	-3.60	--	-4.69	-2.54	--	-2.75	-3.51	--
合计	147.09	100.00	28.13	162.85	100.00	30.87	184.72	100.00	30.99	78.41	100.00	33.16

资料来源：公司提供

2012~2014 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，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 12.06%。2014 年，公司实现主营业务收入 184.72 亿元，同比增长 13.43%。其中低压电器作为工业资本品，在 2014 年中国经济进入增速放缓、需求乏力的背景下收入增速亦有所放缓。公司新能源板块收入持续快速增长，成为公司收入增长重要支撑点。2015 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 78.41 亿元，较去年同期的 78.11 亿元变化不大。

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，2012~2014 年，低压电器业务收入占公司主营业务收入总额比重分别为 72.76%、72.08%、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 27.43%、26.58%、25.03%。2015 年 1~6 月，公司主营业务收入中低压电器和输配电占比分别为 70.58% 和 24.50%。

从产品毛利率情况看，2012~2014 年，在主要原材料铜、银、钢材等采购成本不断下降情况下，公司新产品销售收入增加，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，公司综合毛利率不断上升，由 2012 年的 28.13% 上升至 2014 年的 30.99%。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。2015 年 1~6 月，公司实现综合毛利率 33.16%，较 2014 年提高 2.17 个百分点。

总体看，2012 年以来公司营业收入不断增长，综合毛利率稳定上升。

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。2012~2014 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 8.21%，2014 年为 125.32 亿元。2015 年 1~6 月，公司低压电器业务实现收入 55.34 亿元，为 2014 年全年的 44.16%。

 表 2 低压电器业务主要子公司 2014 年财务情况
 （单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	利润总额
正泰电器	122.02	64.42	127.67	23.24

资料来源：正泰电器 2014 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年占成本比重（%）	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
银	11.14	142.00	157.00	174.22	73.62	647.04	469.16	401.76	352.75
铜	18.31	21134.00	22957.07	23429.62	10234.41	5.71	5.31	4.91	4.38
钢材	4.43	51624.00	64695.03	63588.36	28420.90	0.50	0.49	0.44	0.37
塑料	12.20	40099.00	47711.23	51835.78	21683.25	1.57	1.50	1.48	1.50

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。2014年，正泰电器向前五大供应商采购额合计3.67亿元，占正泰电器同期营业成本的4.30%，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。2012~2014年，正泰电器主要原材料价格均呈现下降趋势，2014年主要原材料产品价格处于近3年低位，银采购价格由2012年的647.04万元/吨降至401.76万元/吨，铜采购价格由5.71万元/吨降至4.91万元/吨，钢材采购价格由0.50万元/吨降至0.44万元/吨，塑料采购价格由1.57万元/吨降至1.48万元/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2012年的29.94%上升至2014年的33.34%。2015年1~6月，除塑料采购价格由小幅升至1.50万元/吨外，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、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。2014年两种生产模式占比分别占比85%和15%，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。2014年，正泰电器研发支出总额占营业收入比重为3.75%。

正泰电器共生产406个系列，11916个规格的各式低压电器产品。2012~2014年，正泰电器实现产量分别为40783.25万台、44116.09万台和45995.15万台，产销率分别为100.69%、97.44%和109.88%；出口方面，出口量虽有所

下降,但由于产品结构调整,出口额波动上升。2015年1~6月,正泰电器实现产量20344.48万台,为2014年全年的44.23%。

表4 低压电器板块产品产销情况
(单位:万台、万元)

产品	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
低压电器	产量	40783.25	44116.09	45995.15
	销量	41062.71	42985.38	46629.48
	出口量	4005.82	3498.78	3621.90
	出口额	79998.00	73316.72	90763.00

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,2014年该地区实现销售收入占国内销售比重为43.63%。

从销售集中度看,2012~2014年,正泰电器前五名经销商合计销售收入占比分别为7.43%、8.13%、9.08%,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。2012~2014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7.04%,2014年为46.23亿元;2015年1~6月实现收入19.21亿元,为2014年全年的41.55%。

表5 输配电业务主要子公司2014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	42.83	14.40	46.82	1.72

资料来源:正泰电气2014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。2012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,输配电业务毛利率近三年总体呈波动上升趋势,2014年为21.73%。

表6 输配电业务主要原材料情况
(单位: 吨、万元/吨、%)

原材料		2012 年	2013 年	2014 年	2015年 1~6月
铜杆	采购量	12880	17014	19409	14291
	采购价格	5.45	4.63	4.34	4.21
	占生产成本比重	28.58	26.88	27.58	32.55
硅钢片	采购量	8210	7065	7684	2384
	采购价格	1.55	1.31	1.17	1.34
	占生产成本比重	5.47	4.05	4.78	3.66

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, 2014 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 88% 以上, 其中铜杆占 89%, 硅钢占 93%。近几年, 正泰电气原材料供应商基本保持稳定。

表7 2014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
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
	浙江南方通信集团股份有限公司
	江苏泰富金属材料有限公司
	新兴铸管(浙江)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
	无锡巨龙硅钢片有限公司
	无锡普天铁心股份有限公司
	首钢股份公司迁安钢铁公司

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, 2012~2014

年, 受产品种类及产品结构调整影响, 正泰电气输配电产品和电线电缆产量变化较大, 其中输配电产品产量分别为 198.50 万台、227.21 万台和 168.20 万台; 同期, 电线电缆产量分别为 12.81 万千米、14.86 万千米和 30.88 万千米。2015 年 1~6 月, 正泰电气实现产量 88.31 万台, 为 2014 年全年的 52.5%, 实现电线电缆产量为 15.35 万千米, 为 2014 年全年的 49.71%。

表8 输配电板块产销情况

输配电	2012 年	2013 年	2014 年	2015年 1~6月
产量 (万台)	198.50	227.21	168.20	88.31
产量 (万千米)	12.81	14.86	30.88	15.35
销量 (万台)	189.93	207.91	125.46	65.86
销量 (万千米)	13.47	14.41	28.96	14.47

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, 2012~2014 年, 正泰电气输配电设备对前五位客户销售实现收入合计占比分别为 5.15%、9.58% 和 12.09%, 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2015年6月底, 正泰新能源已建成并

网的光伏电站1004.30MW，包括西部大型地面站 885.00MW，东部分布式屋顶电站 119.30MW。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 2015年6月底正泰新能源西部地面电站项目情况

序号	项目名称	装机规模: MW
1	永昌正泰 (1 期)	100.00
2	永昌正泰 (2 期)	100.00
3	高台正泰	100.00
4	民勤正泰	50.00
5	敦煌正泰 (1 期)	50.00
6	敦煌正泰 (2 期)	50.00
7	内蒙古正利 1	10.00
8	内蒙古正利 2	100.00
9	格尔木正泰	40.00
10	金塔正泰	40.00
11	宁夏中卫	20.00
12	琼结	10.00
13	金风敦煌	30.00
14	欧贝黎	10.00
15	清银源星	30.00
16	宁夏石嘴山	20.00
17	宁夏太阳山	10.00
18	青海共和	20.00
19	帷盛	25.00
20	新疆拜城	20.00
21	甘肃阿克塞	10.00
22	金泰电力 (权益装机)	40.00
合计	--	885.00

资料来源：公司提供

表10 2015年6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	长兴开发区一期	10.00
2	长兴开发区二期	20.00
3	杭州湾项目	20.00
4	东风裕隆项目	18.00
5	德清天马重工	16.00
6	杭玻浮法项目	8.80
7	中钢一期、二期	4.00
8	嘉兴分布式	16.50
9	其他分布式	6.00
合计	--	119.30

资料来源：公司提供

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

2014年和2015年1~6月，公司新能源业务实现收入分别为14.74亿元和5.36亿元，主要来自于光伏发电电费收入和光伏发电系统销售收入。2014年光伏发电电费收入占公司新能源业务收入比例为41.38%，光伏发电系统销售收入占新能源业务收入比例为58.62%。新能源业务2014年毛利率为30.83%，2015年1~6月为42.35%。

5. 其他业务

公司涉及的其他业务主要为汽车电器、自动化控制及投资业务，从事相关业务主要为公司本部及浙江正泰汽车零部件有限公司、浙大中自集成控制股份有限公司、上海正泰投资股份有限公司、上海云杉股权投资合伙企业（有限合伙）、上海云杉投资管理有限公司、上海正泰企业管理服务公司等子公司。2014年，公司其他业务收入为3.12亿元，占公司主营业务收入比重为1.69%。2015年1~6月，公司其他业务收入为1.25亿元，占公司主营业务收入的1.59%。

6. 经营效率

2012~2014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3.06次、4.30次、0.69次，2014年分别为2.90次、4.14次、0.63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 2015 年 6 月底，公司主要在建工程包括衢州江山 200MW 项目、甘肃嘉峪关 30MW 项目和甘肃酒泉瓜州 20MW 项目等共计 6 个项目，以上项目预计总投资 19.80 亿元，截至 2015 年 6 月底已完成投资 16.48 亿元，预计 2015 年末完成剩余投资。总体看，公司在建项目未来投资规模较小，融资压力不大。

表 11 公司重点在建项目情况（单位：亿元）

项目/设备名称	总投资	资金来源			截至 2015 年 6 月底完成投资	2015 年后半年计划投资
		贷款	自筹	财政补贴		
下沙房产二期项目	0.69	0.00	0.69	--	0.57	0.12
甘肃嘉峪关 30MW	2.25	1.80	0.45	--	0.80	1.45
甘肃酒泉瓜州 20MW	1.50	1.20	0.30	--	1.49	0.01
青海共和二期 10MW	0.75	0.60	0.15	--	0.75	-
衢州江山 200MW	13.20	10.56	2.64	--	11.46	1.74
长兴经济开发区二期 20MW 项目	1.41	0.39	0.42	0.60	1.41	-
合计	19.80	14.55	4.65	0.60	16.48	3.32

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012 年财务报表经乐清永安会计师事务所有限公司审计，2013~2014 年财务报表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意见。公司 2015 年上半年财务报表未经审计。

2013 年末，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

截至 2014 年底，公司因直接设立或投资等方式增加合并范围子公司 19 家，无减少纳入合并范围子公司，纳入合并范围子公司共计 120 家。截至 2015 年 6 月底，公司合并范围内子公司 131 家。

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，2012 年与 2013 年公司资产负债表可比性一般，利润表与现金流量表可比性较好；2014 年公司合并范围增加子公司数量多，但合并范围中控制的重要子公司无变动，因此 2013 年与 2014 年公司财务数据具有可比性。

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

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 365.96 亿元，所有者权益合计 116.10 亿元（含少数股东权益 36.35 亿元）；2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 79.25 亿元，利润总额 11.82 亿元。

2. 资产构成

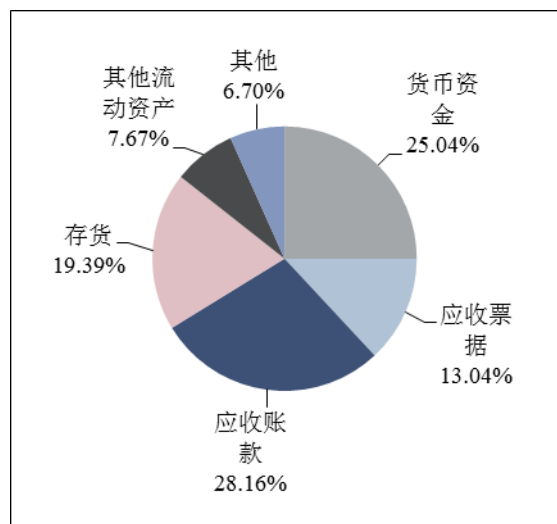
2012~2014 年，公司资产总额实现快速增长，年均复合增长 29.94%，主要是业务规模扩大及合并范围增加使固定资产、在建工程等大幅增长所致。截至 2014 年底，公司资产总额 318.47 亿元，同比增长 15.47%，其中流动资产占 54.16%，非流动资产占 45.84%，公司资产以流动资产为主，但非流动资产占比逐年上升。

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 14.40%，主要来自应收票据、应收账款和存货的增长。截至 2014 年底，公司流动资产 172.48 亿元，其中货币资金占比 25.04%，应收票据占比 13.04%，应收账款占比 28.16%，存货占比 19.39%，其他科目占比 6.70%。

2012~2014 年，公司货币资金年均复合下降 2.61%。截至 2014 年底，公司货币资金 43.19 亿元，同比增长 27.05%，以银行存款为主，其中

受限使用的货币资金 2.89 亿元，主要为各类保证金。

图5 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2014 年审计报告

2012~2014 年，公司应收票据快速增长，年均复合增长 34.73%。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。截至 2014 年底，公司应收票据 22.48 亿元，同比增长 4.03%，其中银行承兑汇票占 99.98%，商业承兑汇票占 0.02%。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 20.98%。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额 55.09 亿元，其中按账龄分析法组合 52.81 亿元，共计提坏账准备 6.51 亿元，账面价值 48.58 亿元。从账龄来看，账龄在 1 年以内的应收账款占比 77.15%，1-2 年的占 16.20%，2 年以上的占 6.65%，整体账龄较短。从集中度来看，应收账款前五名客户占比 13.69%，集中度不高。

2012~2014 年，公司预付款项快速下降，年均降幅 44.13%，主要为公司预付材料款下降所致。截至 2014 年底，公司预付款项 3.10 亿元，同比下降 54.38%。从账龄来看，账龄在 1 年以内的预付款项占 89.19%，1-2 年的占 7.03%，2-3 年的占 1.23%，3 年以上的占 2.55%，账龄短。

2012~2014 年，公司存货快速增长，年均复

合增长19.60%。截至2014年底，公司存货账面余额33.98亿元，共计提跌价准备0.54亿元，存货账面净值33.44亿元，同比增长14.15%。其中库存商品占比35.07%，在产品占比26.66%，开发成本占比20.11%，原材料占比13.77%，其他占比4.39%。公司存货的增长主要来自在产品的增加。

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。2012~2014年，公司其他应收款波动中有所增加，年均复合增长8.08%。截至2014年底，公司其他应收款账面余额10.92亿元，其中按账龄分析法组合10.48亿元，共计提坏账准备2.49亿元，账面价值8.43亿元，主要为保证金及往来款等。从账龄来看，账龄在1年以内的应收账款占比49.71%，1-2年的占31.43%，2-3年以上的占12.30%，3年以上的占6.56%。

表13 2014年公司其他应收款前5名债务方情况
(单位: 亿元)

单位名称	与公司关系	账面余额	账龄
长兴和泰置地有限公司	关联方	2.38	1年以内
朱敏	非关联方	1.18	1-2年
上海寰泰投资发展有限公司	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
温州民商银行股份有限公司	联营企业	0.32	1年以内
合计	--	4.69	--

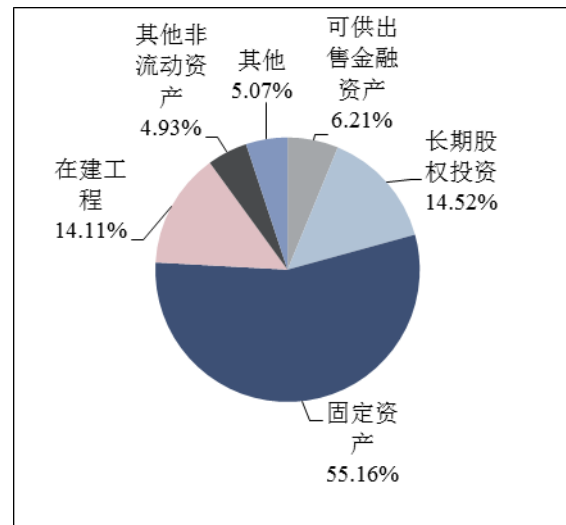
资料来源: 公司提供

2012~2014年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长837.22%。截至2014年底，公司其他流动资产13.23亿元，同比增长13.21%，主要由银行理财产品（9.85亿元）和待抵扣或预缴税费（3.22亿元）构成。

2012~2014年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长60.29%，主要来自固定资产和在建工程的增加。截至2014年底，公司非流动资产合计145.99亿元，同比增长18.89%，其中可供出售金融资产占比6.21%、固定资产占比55.16%、长期股权投资占14.52%、在建工程占

14.11%。

图6 2014年底公司非流动资产构成



资料来源: 公司2014年审计报告

截至2014年底，公司可供出售金融资产9.06亿元，主要为公司2014年7月1日起执行财政部于2014年修订的《企业会计准则第2号-长期股权投资》，将原计入长期股权投资的资产调整至可供出售金融资产科目，包括公司持股16.50%的浙商财产保险股份有限公司资产（2014年年底账面价值2.48亿元），公司持股6.88%的北京三联国际投资有限责任公司资产（2014年底账面价值1.10亿元）等。

2012~2014年，公司长期股权投资波动中有所下降，年均复合下降5.82%。由于会计准则变更，截至2014年底，公司长期股权投资21.20亿元，同比下降25.79%，为对合营联营企业的投资（主要长期股权投资对象见下表）。

表14 2014年底公司前5大长期股权投资情况
(单位: %、亿元)

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	8.46
中广核二期产业投资基金有限责任公司	30.00	7.35
上海正赛联创业投资有限公司	26.45	1.97
甘肃金泰电力有限责任公司	20.00	0.93
乐清市正泰小额贷款有限责任公司	22.50	0.95

资料来源: 公司审计报告

2012~2014年,公司固定资产快速增长,年均复合增长106.34%。截至2014年底,公司固定资产原值102.48亿元,共计提折旧和减值准备21.96亿元,固定资产账面价值80.52亿元,受部分在建工程完工转固影响同比增长26.29%。截至2014年底,公司固定资产中机械设备占比76.57%,房屋及建筑物占比20.99%,其他占比2.44%。

2012~2014年,公司在建工程分别为6.80亿元、23.39亿元和20.59亿元,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2014年底,公司在建工程同比下降11.96%,其中光伏电站项目12.35亿元、温州民用智能电器项目6.04亿元、其他项目合计2.20亿元。

2012~2014年,公司无形资产有所下降,年均复合下降6.64%。截至2014年底,公司无形资产账面价值4.08亿元,同比下降4.11%,其中土地使用权占比83.34%,其余为公司的软件、专利技术以及非专利技术,占比16.66%。

2013和2014年,公司其他非流动资产分别为0.57亿元和7.19亿元,2014年公司其他非流动资产增长较快主要因为增加了待抵扣税费6.68亿元。

截至2015年6月底,公司资产总额365.96亿元,较2014年底增长14.91%,其中,流动资产占比52.21%,非流动资产占比47.79%,非流动资产占比较2014年底进一步提高。截至2015年6月底,公司应收票据16.06亿元,同比下降28.55%;应收账款63.20亿元,较2014年底增长30.09%;公司应收票据减少应收账款增加一方面因为公司结算方式改变,二是公司新能源业务部分国内电站项目补贴款暂未到账所致;预付款项5.02亿元,较2014年底增长61.93%;其他应收款较2014年底增长53.86%至12.98亿元;长期股权投资32.81亿元,较2014年底增长54.76%;固定资产较2014年底增长29.51%至104.28亿元,主要是在建工程竣工转固所致;其他非流动资产10.17亿元,较2014年底增长41.39%。

总体看,公司资产规模持续增长,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,公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年,公司所有者权益增长较快,年均复合增长16.16%,主要来源于未分配利润和少数股东权益的增长。截至2014年底,公司所有者权益107.50亿元,同比增长15.68%,其中归属于母公司的所有者权益合计72.68亿元(占比67.61%),少数股东权益34.82亿元(占比32.39%)。公司所有者权益中实收资本占13.60%、资本公积占13.82%、未分配利润占37.33%,少数股东权益占32.27%,未分配利润与少数股东权益占比较高。

截至2015年6月底,公司所有者权益116.10亿元,较2014年底增长8.00%,主要来自未分配利润和少数股东权益的增加,其中归属于母公司所有者权益79.75亿元(占比68.69%),少数股东权益36.35亿元(占比31.31%)。公司所有者权益中实收资本占比12.92%,资本公积占比11.43%,盈余公积占比2.39%,未分配利润占41.51%。

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。

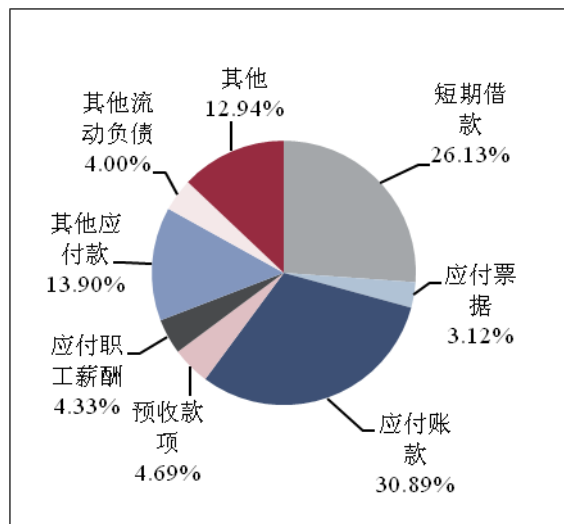
负债

2012~2014年,公司负债规模快速增长,年均复合增长39.16%。截至2014年底,公司负债合计210.96亿元,同比增长15.78%。其中流动负债占比68.16%,非流动负债占比31.84%,公司负债以流动负债为主,且占比较上年有所上升。

2012~2014年,公司流动负债快速增长,年均复合增长35.65%。截至2014年底,公司流动负债合计143.79亿元,同比增长17.43%,主要

由短期借款（占26.13%）、应付账款（30.89%）、其他应付款（占13.90%）等构成。

图7 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司2014年审计报告

2012~2014年，公司短期借款快速增长，年均增幅34.29%。截至2014年底，公司短期借款37.57亿元，同比增长11.06%。

2012~2014年，公司应付票据波动中有所增长，年均增幅5.50%。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。截至2014年底，公司应付票据4.48亿元，同比下降46.20%，其中银行承兑汇票占98.39%，商业承兑汇票占1.61%。

2012~2014年，随着业务规模的扩大，公司增加了原材料采购量，公司应付账款规模快速增长，年均增幅32.08%。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%。截至2014年底，公司应付账款44.42亿元，较2013年底相比变化不大。

2012~2014年，公司预收款项波动中有所增长，年均增幅8.65%。截至2014年底，公司预收款项6.75亿元，同比下降19.40%，主要为预收货款。

2012~2014年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长48.44%。截至2014年底，公司其

他应付款19.99亿元，同比增长52.46%，主要是待付经销商的折扣折让及押金保证金增加。

2013~2014年，公司一年内到期的非流动负债分别为1.86亿元和14.85亿元。截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债中，一年内到期的长期借款2.85亿元，一年内到期的应付债券“12正泰MTN1”12.00亿元。

2012~2014年，公司其他流动负债快速增长，复合增长263.23%。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”。截至2014年底，公司其他流动负债5.57亿元，主要为公司2014年发行的5亿元短期融资券“14正泰CP001”。

2012~2014年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长47.67%。截至2014年底，公司非流动负债合计67.18亿元，同比增长12.40%，主要由长期借款（占71.00%）、应付债券（20.70%）等构成。

2012~2014年，公司长期借款快速增长，年均复合增长336.79%。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。截至2014年底，公司长期借款47.70亿元，其中信用借款5.00亿元、抵押借款35.43亿元、保证借款0.36亿元、质押借款6.90亿元。

2012~2014年，公司应付债券波动下降，年均降幅28.13%。截至2014年底，公司应付债券13.91亿元，为公司于2011年发行的5年期“11正泰债”。

截至2015年6月底，公司负债总额249.86亿元，较2014年底增长18.44%，主要来自长、短期借款的增长。从结构来看，流动负债占69.01%，非流动负债占30.99%，公司负债结构较2014年底保持相对稳定。截至2015年6月底，公司短期借款66.49亿元，较2014年底增长76.97%；应付账款49.99亿元，较2014年底增长12.54%；应付票据6.45亿元，较2014年底增长43.98%；预收款项较2014年底增长19.13%至8.04亿元；其他应付款13.86亿元，较2014年底

下降30.64%；长期借款57.89亿元，较2014年底增长21.38%。

2012~2014年，公司全部债务快速增长，年均复合增长44.34%。截至2014年底，公司全部债务123.50亿元，其中短期债务占50.12%，长期债务占49.88%。截至2015年6月底，公司全部债务161.75亿元，较2014年底增长30.97%，其中短期债务占比55.60%，长期债务占比44.40%。

2012~2014年，公司资产负债率和全部债务资本化比率快速增长，长期债务资本化比率波动增长，三年平均值分别为64.54%、51.18%和34.89%，2014年底分别为66.24%、53.46%和36.43%。

截至2015年6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上升至68.28%、58.21%和38.22%。

总体看，公司所有者权益稳定性一般；由于近年来合并范围更正、业务规模扩张，导致公司长短期债务大幅增长，负债水平上升较快。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入不断增长，年均复合增长率为12.59%；同期营业成本年均复合增长10.21%，略低于营业收入增速。2014年，公司实现营业收入187.75亿元，同比增长12.91%；同期营业成本129.81亿元，同比增长12.63%，略低于营业收入的增长速度。2012~2014年，公司营业利润率持续上升，分别为27.25%、30.14%和30.25%。

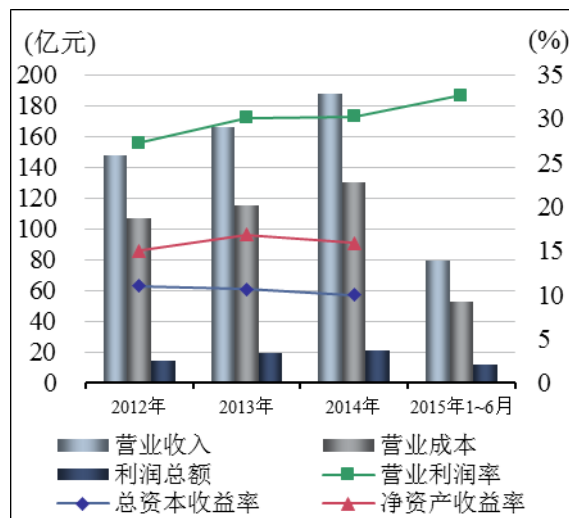
从期间费用看，2012~2014年，公司销售费用、管理费用和财务费用均呈增长态势，年均复合增长率分别为10.98%、9.11%和71.67%；近三年，公司期间费用占营业收入的比重分别为16.87%、18.32%和18.20%，公司期间费用控制力度尚可。

2012~2014年，公司资产减值损失快速增长，年均复合增长123.74%。2014年，公司资产减值损失3.24亿元，由坏账损失（2.90亿元）、无形资产减值损失（0.32亿元）和存货跌价损

失（0.02亿元）构成。2014年公司投资收益0.84亿元，其中购买银行理财产品取得的投资收益0.40亿元，权益法核算的长期股权投资收益0.32亿元，可供出售金融资产持有期间取得的投资收益0.12万元。

2012~2014年，受益于营业收入的快速提升，公司营业利润和利润总额均增长较快，年均复合增长率分别为18.19%和18.82%。2014年，公司实现营业利润20.24亿元，同比增长12.97%；同期公司营业外收入0.94亿元，主要为收到包括税收返还和财政专项资金补贴等在内的政府补助。2014年，公司实现利润总额20.99亿元，同比增长10.04%。

图8 2012~2015年6月公司盈利情况



资料来源：根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2012~2014年，公司总资本收益率和净资产收益率三年平均值分别为10.40%和16.02%，2014年分别为10.02%和15.92%，公司整体盈利能力较强。

2015年1~6月，公司实现营业收入79.25亿元，为2014年全年的42.21%；营业利润率小幅上升至32.62%；实现利润总额11.82亿元，为2014年全年的56.33%，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，整体盈利能力较强。

5. 现金流分析

经营活动方面, 2012~2014 年公司经营活动的现金流入量有所波动, 年均增幅 2.20%。2014 年公司经营活动现金流入为 207.41 亿元, 主要为销售商品、提供劳务收到的现金 (占 91.49%) 和收到的其他与经营活动有关的现金 (占 8.30%)。同期, 经营活动现金流出为 185.81 亿元, 主要为购买商品、接受劳务支付的现金 (占 69.96%) 和支付其他与经营活动有关的现金 (占 13.90%)。2014 年, 公司收到其他与经营活动有关现金 17.23 亿元, 主要为收回的往来款; 支付其他与经营活动有关现金 25.83 亿元, 主要为支付往来款和为技术创新投入的研发资金。近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 24.29 亿元、9.52 亿元和 21.60 亿元。从收入实现质量来看, 2012~2014 年, 公司现金收入比分别为 108.59%、96.32%和 101.08%, 公司收入实现质量尚可。

从投资活动看, 2012~2014 年, 公司投资活动现金流入量分别为 0.97 亿元、36.57 亿元和 34.05 亿元; 2014 年公司投资活动现金流入中, 收回投资收到的现金 31.73 亿元, 收到的其他与投资活动有关的现金 1.27 亿元。近三年公司投资活动现金流出规模较大, 且呈波动增长态势, 分别为 19.54 亿元、71.94 亿元和 55.74 亿元, 2014 年公司投资活动现金流出中, 购建固定资产、无形资产等支付的现金 20.93 亿元, 投资支付的现金 32.47 亿元。2013 年投资活动现金流入量和流出量均较 2012 年变动幅度较大, 主要系合并范围更正的影响。近三年投资活动现金流出量均大于流入量, 投资活动产生的现金净流均表现为净流出, 分别为-18.58 亿元、-35.37 亿元和-21.69 亿元。

2012~2014 年, 公司筹资活动前现金流分别为 5.72 亿元、-25.85 亿元和-0.09 亿元。

筹资活动方面, 2012~2014 年, 为满足投资需求, 公司通过银行贷款和发行债券筹集资金, 筹资活动现金流入量分别为 73.90 亿元、88.08 亿元和 86.17 亿元。筹资活动现金流出—

偿还债务和分配股利、利润及支付利息为主。近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为 -11.96 亿元、11.92 亿元和 9.82 亿元。

2015 年 1~6 月, 公司经营活动产生的现金流量净额为 2.31 亿元; 投资活动产生的现金流量净额为-23.47 亿元, 其中收回投资收到的现金 69.50 亿元, 主要来自卖出理财产品, 投资支付的现金为 83.08 亿元, 主要来自买入理财产品; 筹资活动产生的现金流量净额为 24.76 亿元。同期现金收入比为 91.76%, 较 2014 年下降 9.39 个百分点。

总体看, 近三年公司经营活动现金流保持净流入, 投资活动规模较大, 筹资钱现金净流量有所波动。结合在建工程情况, 公司未来几年投资规模不大, 资本支出压力一般。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2012~2014年, 公司流动比率和速动比率均波动增长, 三年平均值分别为131.04%和106.25%, 2014年分别为119.96%和96.70%; 截至2015年6月底, 两项指标分别为110.82%和90.69%, 较2014年底分别下降9.14和6.01个百分点。2012~2014年, 公司经营净现金流波动较大, 经营现金流动负债比分别为31.09%、7.78%和15.02%。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, 2012~2014年, 公司EBITDA分别为21.84亿元、29.23亿元和32.76亿元, 增长较快。2012~2014年, 公司EBITDA利息倍数呈增长态势, 三年平均值为5.65倍, 2014年为5.43倍; 全部债务/EBITDA呈下降趋势, 三年平均值为3.51倍, 2014年为3.77倍。总体看, 公司长期偿债能力强。

截至2015年6月底, 公司对外担保折合人民币24.36亿元, 担保比率为29.60%, 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	115400.00
	美元	5341.47
	欧元	1390.58
浙江正泰太阳能科技荷兰有限公司	欧元	9464.00
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2015年6月底，公司持有正泰太阳能17.57%的股权。由于正泰太阳能对资金独立管理，同时没有单独的授信额度，公司以担保形式保证正泰太阳能融资需求。截至2015年6月底，公司对正泰太阳能担保总额为人民币115400万元、美元5341.47万和欧元1390.58万元。截至2015年6月底，正泰太阳能产能1.3GW，其中国内客户主要为正泰新能源（以市场价结算），国外客户主要通过代理商进行分销，需求较为稳定。截至2014年底，正泰太阳能总资产55.85亿元，所有者权益合计22.69亿元，2014年实现营业收入33.27亿元，利润总额0.56亿元，经营性净现金流11.72亿元。总体看，正泰太阳能经营情况良好，担保风险低。

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2015年6月底，两家电站均已投入运营11个月以上。荷兰公司计划在两家电站正常经营达18月之后将其出售。截至2015年6月底，公司对荷兰公司担保欧元9464.00万元，主要集中在保加利亚电站（该电站已于2013年上半年正式运营），担保期限15年，但荷兰公司出售该电站后，该笔担保会相应解除。截至2014年底，荷兰公司总资产16.50亿元（人民币，下同）、所有者权益合计2.44亿元；2014年实现营业收入1.86亿元，净利润-0.36亿元。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代偿风险较低。

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，对单一企业担保规模大，存在一定或有负债风险。

截至2015年6月底，公司共获得银行授信230.31亿元，其中已使用152.06亿元，尚未使用额度为78.26亿元，公司间接融资渠道畅通。子公司正泰电器为上市公司，公司具备直接融资渠道。

7. 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2015年8月17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。

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。

九、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2015年6月底公司长期债务和全部债务的比重分别为6.96%和3.09%。本期中期票据的发行将对公司现有的债务规模有一定影响。

截至2015年6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68.28%、58.21%和38.22%，以公司2015年6月底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69.64%、58.95%和39.82%，公司

债务负担将进一步加重。考虑到本期债券募集资金将全部用于置换银行借款，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

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 198.56 亿元、176.66 亿元和 207.41 亿元，分别为本期中期票据的 39.71 倍、35.33 倍和 41.48 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。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 24.29 亿元、9.52 亿元和 21.60 亿元，分别为本期中期票据的 4.86 倍、1.90 倍和 4.32 倍，对本期中期票据的保障能力较强。同期，公司 EBITDA/本期中期票据分别为 4.37 倍、5.85 倍和 6.55 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

十、结论

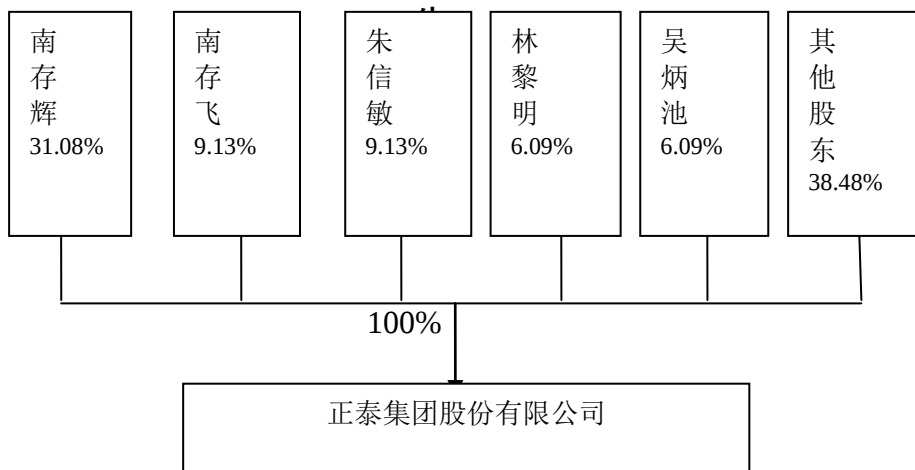
中国低压电器市场容量大，智能电网建设为低压电器智能化提供了巨大的市场机遇、低压电器行业和输配电行业发展前景良好。

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。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。

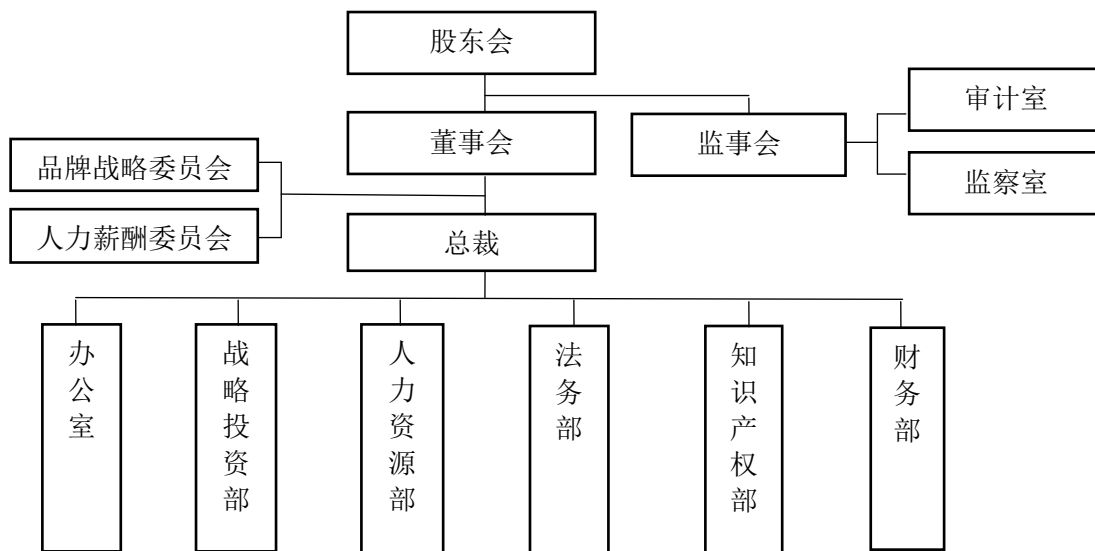
中国低压电器市场容量大，行业发展前景较好，光伏发电行业受国家政策支持力度不断加强。公司未来有望继续保持低压电器行业领先地位，并进一步完善产业链，提高综合竞争力。

公司经营活动现金流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 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	56.26	52.19	62.77	58.93
资产总额(亿元)	188.62	275.15	318.47	365.96
所有者权益(亿元)	79.68	92.94	107.50	116.10
短期债务(亿元)	29.86	49.01	61.90	89.94
长期债务(亿元)	29.42	55.99	61.60	71.81
全部债务(亿元)	59.28	105.00	123.50	161.75
营业收入(亿元)	148.10	166.29	187.75	79.25
利润总额(亿元)	14.86	19.07	20.99	11.82
EBITDA(亿元)	21.84	29.23	32.76	--
经营性净现金流(亿元)	24.29	9.52	21.60	2.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.25	3.20	2.90	--
存货周转次数(次)	4.57	4.38	4.14	--
总资产周转次数(次)	0.79	0.72	0.63	--
现金收入比(%)	108.59	96.32	101.08	91.76
营业利润率(%)	27.25	30.14	30.25	32.62
总资本收益率(%)	11.01	10.63	10.02	--
净资产收益率(%)	15.00	16.85	15.92	--
长期债务资本化比率(%)	26.97	37.59	36.43	38.22
全部债务资本化比率(%)	42.66	53.05	53.46	58.21
资产负债率(%)	57.76	66.22	66.24	68.28
流动比率(%)	168.68	124.43	119.96	110.82
速动比率(%)	138.76	100.50	96.70	90.69
经营现金流动负债比(%)	31.09	7.78	15.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.53	5.44	5.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.71	3.59	3.77	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	39.71	35.33	41.48	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	4.86	1.90	4.32	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	4.37	5.85	6.55	--

注：1. 公司 2015 年上半年财务数据未经审计；

2. 公司 2013 年 5 月份发行的 5 亿元短期融资券“13 正泰 CP001”、2014 年 6 月发行的 5 亿元短期融资券“14 正泰 CP001”和 2015 年 5 月发行的 5 亿元短期融资券“15 正泰 CP001”已计入当年全部债务中。

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/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 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 2016 年度第一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

二零一六年六月二十七日