跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1858 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持正泰集团股份有限公司的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定，并维持“16正泰MTN001”和“16正泰MTN002”的信用级别为AA^{+}。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

正泰集团股份有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 正泰 MTN001	5 亿元	2016/03/18-2019/03/18	AA^+	AA^+
16 正泰 MTN002	5 亿元	2016/04/11-2019/04/11	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 28 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	52.19	66.98	45.72	62.35
资产总额(亿元)	274.56	364.44	420.93	421.33
所有者权益合计(亿元)	92.34	110.29	128.26	126.51
长期债务(亿元)	55.99	78.49	72.09	81.94
全部债务(亿元)	105.00	167.35	207.43	206.69
营业收入 (亿元)	166.29	210.95	220.67	47.42
利润总额 (亿元)	19.07	21.24	20.45	3.14
EBITDA(亿元)	26.34	36.29	38.68	--
经营性净现金流(亿元)	9.52	36.03	36.93	0.91
营业利润率(%)	30.14	28.91	28.94	25.54
净资产收益率(%)	16.96	15.44	12.85	--
资产负债率(%)	66.37	69.74	69.53	69.97
全部债务资本化比率(%)	53.21	60.28	61.79	62.03
流动比率(%)	124.43	119.91	100.40	103.10
全部债务/EBITDA(倍)	3.99	4.61	5.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.85	4.60	3.84	--
经营现金流动负债比(%)	7.78	21.41	17.39	--

注：1.公司 2016 年一季度财务数据未经审计。
2.公司其他流动负债中的短期融资券和超短期融资券已计入全部债务中。
3.现金类资产中已剔除使用受限部分资金。

分析师
刘哲　姜雨彤
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

正泰集团股份有限公司（以下简称“公司”）是国内知名电气制造企业，在输配电及控制设备制造，特别是在低压电器制造领域处于领先地位，在技术研发、营销网络方面具有优势。跟踪期内，在保持原有优势的前提下，公司通过同一控制下控股合并，使得公司业务在新能源领域不断扩大；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，低压电器行业竞争激烈、光伏政策波动等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

综合考虑，联合资信维持公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定并维持“16正泰MTN001”和“16正泰MTN002”的信用等级为AA^+。

优势

1. 公司低压电器、输配电设备产品门类齐全，技术研发实力强、整体综合配套能力强。
2. 公司建立了完善的购销网络体系，与供应商、销售商建立了长期合作关系。
3. 跟踪期内，公司在传统业务板块低压电器与输配电业务经营情况良好的情况下，进一步合并新能源业务，资产规模有较大幅度提升。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流及EBITDA对存续期内债券“16正泰MTN001”和“16正泰MTN002”保障能力强。

关注

1. 低压电器行业市场化程度高，公司面临国内外众多知名厂商的激烈竞争。
2. 跟踪期内，期间费用对利润有一定侵蚀。

3. 光伏行业政策的稳定性以及光伏补贴的及时性对公司光伏板块利润有一定影响。
4. 低压电器原材料价格波动对成本有一定影响。
5. 公司现金类资产中存在一定外币资产，存在一定汇兑风险。

信用评级报告声明

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

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因正泰集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于正泰集团股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券“16 正泰 MTN001”和“16 正泰 MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

正泰集团股份有限公司（以下简称“正泰集团”或“公司”）是根据浙政股[2005]7 号文《关于同意整体改制发起设立正泰集团股份有限公司的批复》，由正泰集团公司整体改制发起设立的股份有限公司，在浙江省工商行政管理局注册登记。1984 年 7 月 7 日，9 名自然人投资成立了乐清县求精开关厂。1993 年 4 月 21 日，乐清县乡镇企业管理局批准乐清县求精开关厂分设为乐清求精开关一厂和乐清求精开关二厂。1994 年 2 月 2 日温州市政府批复同意以乐清求精开关一厂为主体改制设立温州正泰集团公司。1995 年 11 月 10 日国家工商行政管理局批准温州正泰集团公司更名为正泰集团公司。2007 年 6 月 25 日正泰集团注册资本由 12 亿元增加到 15 亿元，股东为南存辉等 113 名自然人。后经过多次股东变更，截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 15 亿元，股东为南存辉等 125 名自然人，其中南存辉持股 31.08%，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 120 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，股票简称“正泰电器”，股票代码 601877，截至 2016 年 3 月底，正泰集团持股 64.96%。

公司经营范围：企业管理咨询，投资管理，实业投资，高低压电器、电气机械及器材、自动化产业、计算机软硬件、电子元器件、仪器仪表、建筑电器、通信设备的研制、开发、设计、制造、安装、调试、加工、销售及技术服务，物业管理，经营进出口业务（国家法律法规禁止、限制的除外），信息咨询服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

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

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

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 421.33 亿元，所有者权益合计 126.51 亿元（含少数股东权益 53.53 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 47.42 亿元，利润总额 3.14 亿元。

公司注册地址：浙江省乐清市柳市镇工业区正泰大楼；法定代表人：南存辉。

三、宏观经济和政策环境

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

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中

国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年底，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业与区域经济环境分析

1. 行业概况

公司的产业中，核心产业主要为低压电器制造业、新能源、输配电设备制造业，三项业务的产品销售收入占公司 2015 年主营业务收入的 54.10%、25.15%和 23.04%。

低压电器制造业

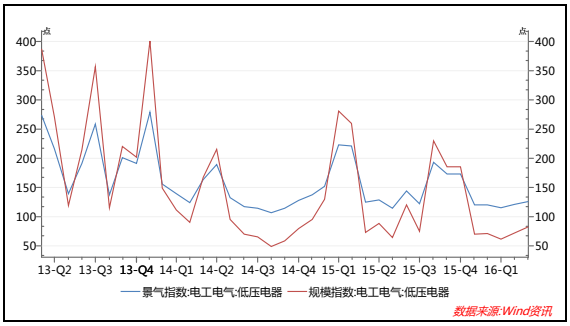
按照国家标准，低压电器包括适用电流在交流 1000V、直流 1500V 以下的电器线路中用于电能分配、电路连接、电路切换、电路保护、控制及显示的各类电器元件和组件。各类低压电器主要应用于：工厂、商场、住宅等工业用、商用及民用建筑中的配电系统；机床等各类工业设备的电控制部件；电网的配套设施。由于低压电器的应用面极广，因此其属于支持国民经济发展的基础产品。

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

低压电器国民经济基础产品的性质决定其需求受各个产业投资的驱动，与全社会固定资产投资情况联系密切。2000～2015 年，中国全社会固定资产投资增长迅速，但近两年增速有所放缓。2015 年全年全社会固定资产投资（不含农户）551590 亿元，同比名义增长 10%，扣除价格因素，实际增长 12%，较上年下降 3 个百分点；受此带动，2000～2008 年低压电器行业总产值也快速增长，年均复合增长率在 15%以上。2009 年受金融危机影响中国低压电器行业工业总产值为 459 亿元，较 2008 年的 485

亿元下降了 5.66%。2010～2013 年，中国政府坚持实施应对国际金融危机冲击的一揽子计划，有针对性地加强和改善宏观调控，并继续保持一定的投资规模，同时，随着电力建设进入高速发展期，智能电网建设的兴起、低碳经济和节能减排项目的推进，中国低压电器行业企稳及快速发展趋势明显。2014 年以来，受宏观经济环境向弱影响，中国低压电器行业明显承压，根据中国工商业联合会提供的数据显示，2014 年，低压电器规模指数（2012 年 5 月，基准为 100）与景气指数（2012 年 5 月，基准为 136.78）均总体呈下降趋势。 2015 年两项指数均有呈现波动回暖趋势。

图 1　2012 年 5 月-2016 年 5 月中国低压电器指数



数据来源：Wind资讯

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

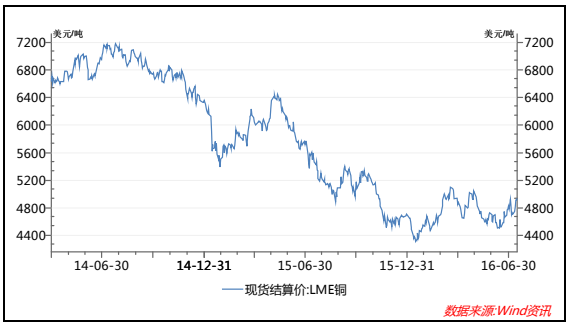
2015 年，中国经济进入“新常态”，电力需求增长远低预期，全社会用电量 55500 亿千瓦时，同比增长 0.5%。全国全口径发电装机容量达到 15.08 亿千瓦，同比增长 10.5%。

出于产品寿命、安全性及稳定性等考虑，一般低压电器产品使用周期在5年左右，因此低压电器产品存在稳定而可持续的更新维修需求。截至2015年底，中国总电力装机容量15.08亿千瓦，若根据1万千瓦发电量约需6万件各类低压电器产品与之配套计，可简单估计目前在使用中的各类低压电器产品约有90.48亿件。因此，构筑于中国日益增长的经济总量基础上数量巨大的现役低压电器产品，存在着可观的更新维修需求。

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%。2015年，以上原材料价格均呈下降趋势。各主要原材料价格的持续降低，有利于降低低压电器制造商的成本。2016年以来，上述原材料价格有上升趋势，对低压电器制造商的成本有一定冲击。

图 2　2014 年 6 月以来 LME 铜现货结算价

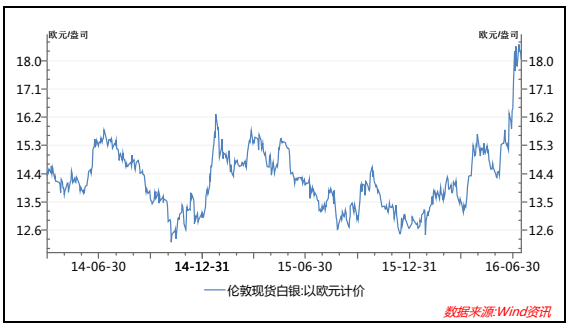
（单位：元/吨）



数据来源：Wind资讯

图 3　2014 年 6 月以来伦敦现货白银价格

（单位：欧元/盎司）



数据来源：Wind资讯

输配电设备制造业

输配电设备主要包括电网的基础性设备，如变压器、电力开关、电线电缆等，以及对基础性设备进行控制、监测和保护的设备。输配电及控制设备制造行业的发展与电力工业的发

展密切相关。电力固定资产投资主要由电源投资和电网投资构成，其中电源投资主要形成对电站设备、环保设备的需求，电网投资主要形成对输配电设备的需求。

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

为了改变电网建设严重滞后于电源建设的局面, 中国近年来对电网建设的扶植力度不断加大。积极的产业政策引导以及电源投资的快速增长对国内的电网建设起到了有力的推动作用。2015年我国电网工程建设完成投资4603亿元，同比增长11.7%，为2010年以来最快增速。从电力系统内部投资结构来看，过去一年电网工程建设投入超过电源建设79亿元，占电力基本建设投资完成额的比重达52.9%，同比近乎持平。这也是十二五以来电网建设投入第三次超过电源建设投入。

随着智能电网建设的持续推进，电网功能将会发生深刻变化，它能够综合配置能源、信息等各类资源，重构广泛互联、高度智能以及开放互动的能源供应网络，并为智能家居、智能社区、智慧城市等提供支撑保障。“十三五”期间，中国将进入智能电网建设的引领提升阶段，电网投资仍将保持在高位，国网公司 2016 年工作会议明确，2016 年国家电网公司电网建设计划投资 4390 亿元，投资重心仍然是特高压、配电网和智能化。电网的全面升级将强力拉动特高压电网装备、柔性交直流输电、智能配电网、微电网、智能用电服务等快速发展。

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

光伏行业

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

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

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

政策方面，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。2015年12月，国家能源及相关机构印发《关于征求太阳能利用“十三五”发展规划意见的函》。根据规划，到2020年底，太阳能发电装机容量达到160GW，年发电量达到1700亿千瓦时。2015年12月，国家发改委发布《关于完善路上风电、光伏发电上网标杆电价政策的通知》发改价格【2015】3044号文件，根据政策2016年1月1日起新备案的光伏项目电

站将执行一类0.8元，二类0.88元，三类0.98元上网标杆电价。

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

2. 区域经济环境

公司位于浙江省温州乐清市柳市镇工业区，柳市是中国著名的低压电器之都，以名列全国民营企业500强前10位的正泰集团和德力西控股集团为代表。2015年，乐清市全市地区生产总值（GDP）为766.82亿元，较上年增长8.6%，年均增速8.3%。其中第一、二、三产业增加值分别为20.40亿元、390.97亿元、355.46亿元，分别增长3.6%、6.4%、11.7%。三次产业结构从2014年的2.8:53.6:43.6调整为2015年的2.7:51.0:46.4。

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

2015年，乐清市全年实现财政总收入124.08亿元，同比增长7.7%；其中公共财政预算收入64.15亿元，比上年增长7.5%。全年完成公共财政预算支出70.22亿元，增长7.4%。从各支出的科目类别来看，教育支出22.02亿元，增长11.8%；社会保障、就业支出7.03亿元，下降23.5%。

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

总体看，公司所在区域经济环境与行业环境为公司发展提供了良好保障。

五、基础素质分析

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

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

公司综合实力连续多年位列中国民营企业500强前十位，纳税额连续多年位居温州市各类制造企业榜首，是中国低压电器行业产销量最大企业，销售额已连续多年位居行业前列，

产量已连续 11 年位居国内行业第一。目前，公司在全国拥有 2000 多个经销商，其中约 630 家有公司的正式授权，销售点能够渗透到市、县级。公司实现对经销商的统一管理，正逐步建立以区域办事处为核心，以经销商为平台，以分销商（二级经销商）为补充的相互协作的营销网络。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度及高管人员无重大变化。

七、重大事项

正泰集团光伏产业经营主体为浙江正泰新能源开发有限公司（以下简称“正泰新能源开发”）和正泰太阳能科技有限公司（以下简称“正泰太阳能科技”）两家公司。正泰新能源开发主要从事国内光伏电站的开发、建设、运营、EPC 工程总包，正泰太阳能科技主要从事国外光伏电站的开发、建设、运营及太阳能电池组件的制造及销售业务；同时正泰新能源开发从正泰太阳能科技采购电池组件产品。为避免同业竞争及关联交易，正泰集团计划将上述两公司纳入上市公司正泰电器中，本次重组分为两步：第一，正泰新能源开发收购正泰太阳能科技，是为便于重组后正泰电器对光伏业务板块的经营管理而进行的架构调整；第二，正泰电器发行股份收购正泰新能源股权。

正泰新能源收购正泰太阳能科技

2015年7月，为避免整合完成后正泰新能源开发与正泰太阳能科技之间存在交叉持股关系，正泰太阳能向正泰集团转让其所持有的正泰新能源开发18.29%股权（转让价格3.99亿元）；2015年9月、10月、11月，原正泰太阳能科技的权益持有人或其亲属通过对正泰新能源开发直接或间接增资的方式，改为持有正泰新能源开发的股权，正泰集团以及机构投资者也进行了增资，截至2015年11月18日，正泰新能源开发经历几轮增资后注册资本由21.80亿元增至53.18亿元（其中正泰集团累计增资9.94亿元）；9月、10月两轮增资资金（合计21.20亿元）主要由正泰新能源用于现金收购正泰太阳能科技100%股权；2015年11月，正泰新能源开发以现金21.34亿元收购正泰太阳能科技100%股权。截至2015年11月底，正泰太阳能科技资产总额75.13亿元，所有者权益19.63亿元；2015年前三季度实现营业收入43.93亿元，营业利润1.83亿元，利润总额2.03亿元。

图4　合并前股权结构图

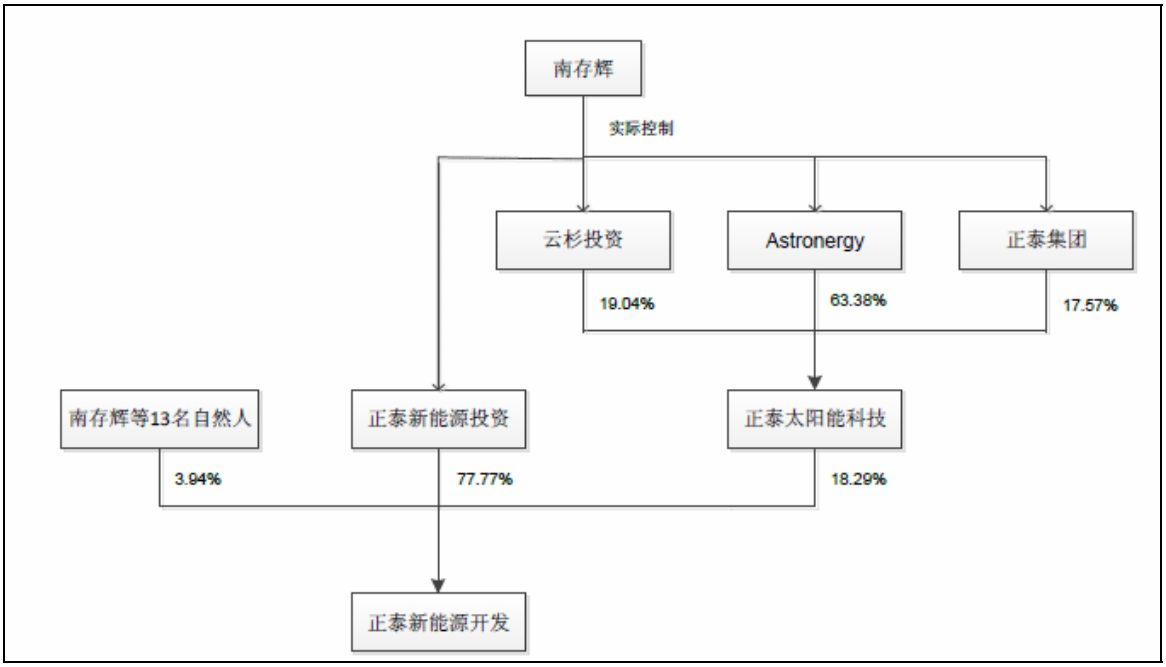
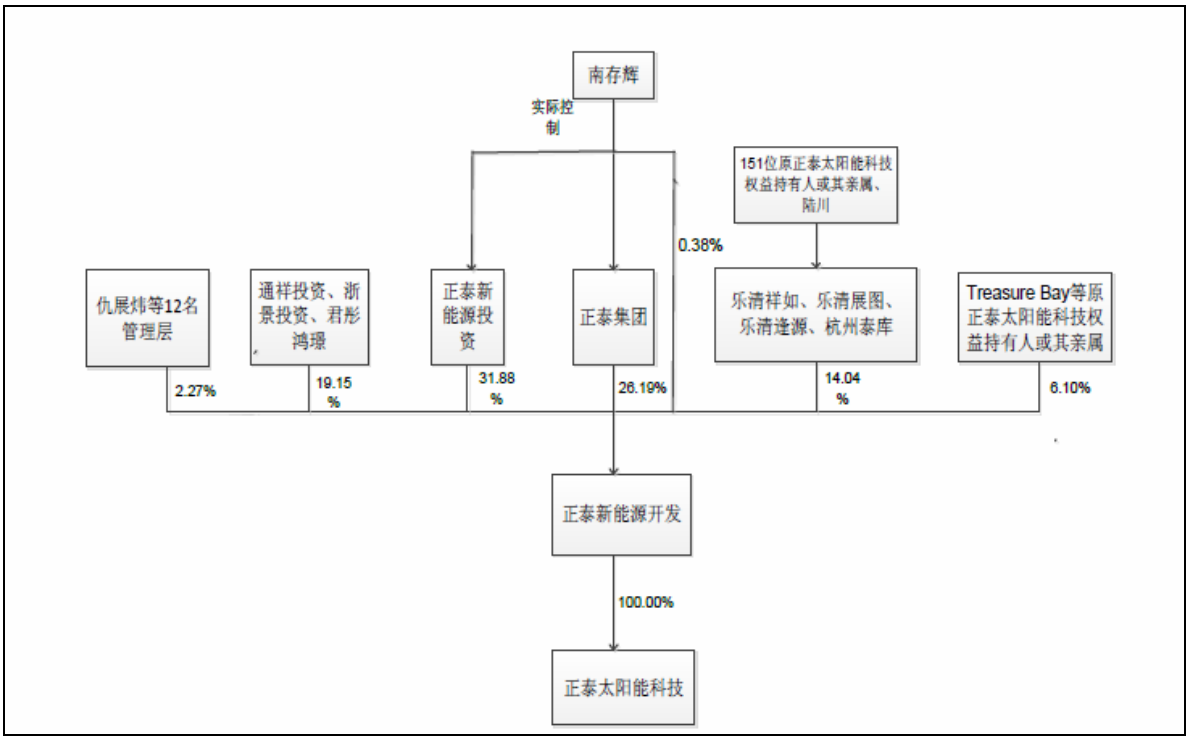


图5　合并后股权结构图



资料来源：《国泰君安证券股份有限公司关于浙江正泰电器股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》

正泰电器收购正泰新能源

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

正泰电器拟通过发行股份的方式向正泰集团、浙江正泰新能源投资有限公司、上海联合投资有限公司、Treasure Bay Investments Limeted、杭州浙景投资管理合伙企业（以下简称“杭州浙景”）、上海君鸿璟投资合伙企业（以下简称“君彤鸿璟”）等7家企业及南存辉等17为自然人购买其持有的正泰新能源85.96%的股权；向南存辉等47位自然人购买其持有的乐清祥如投资有限公司（以下简称“乐清祥如”）100%股权，向徐志武等45位自然人购买其持有的乐清展图投资有限公司（以下简称“乐清展图”）100%股权，向吴炳池等45位自然人购买其持有的乐清逢源投资有限公司（以下简称“乐清逢源”）100%股权，向王永才等16位自然人购买其持有的杭州泰库投资有限公司（以下简称“杭州泰库”）100%股权，乐清祥如、乐清展图、乐清逢源、杭州泰库合计持有正泰新能源开发14.04%股权。本次交易完成后，正泰电器将直接及间接持有正泰新能源100%股权；同时正泰集团持有正泰电器的股权将由64.96%降至56.20%，仍为正泰电器控股股东；南存辉持有正泰电器股权由5.67%降至5.21%，仍为正泰电器实际控制人。根据坤元评估出具的评估报告，截至2015年11月30日，正泰新能源开发85.96%股权的账面价值52.07亿元，评估值81.01亿元，评估增值55.59%。

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

同时上市公司拟发行股份募集配套资金不超过45亿元，不高于本次拟购买资产交易价格的100%，拟投入国内外光伏电站项目、国内居民分布式光伏电站项目及智能制造应用项目。

上述事项已获得证监会批复，联合资信会

对最新进展进行关注。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，低压电器和输电设备的生产与销售仍为公司的主营业务，两项业务收入合计占公司2015年主营业务收入总额的比重由2014年的92.87%下降至77.14%，新能源业务比重由2014年的7.98%上升至25.15%，成为2015年比重第二大的业务板块。

表1 2014年～2016年1季度公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、 %）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
低压电器	125.32	67.84	33.34	117.07	54.10	35.07	22.65	49.39	33.47
输配电	46.23	25.03	21.73	49.86	23.04	22.23	9.31	20.30	20.65
新能源	14.74	7.98	30.83	54.42	25.15	19.99	14.91	32.51	14.05
其他	3.12	1.69	29.44	3.11	1.44	30.53	0.61	1.33	28.85
内部抵消	-4.69	-2.54	--	-8.08	-3.73	--	-1.62	-3.52	--
合计	**184.72**	**100.00**	**30.99**	**216.38**	**100.00**	**29.55**	**45.86**	**100.00**	**25.67**

资料来源：公司提供

跟踪期内，在新能源业务带动下，公司实现主营业务收入较2014年同比增长17.14%至216.38亿元；其中输配电业务和新能源业务收入均有不同程度增长，增幅分别为7.85%和269.20%，至49.86亿元和54.42亿元；低压电器作为工业资本品，在2015年度中国经济增速放缓、需求乏力的背景下，该板块收入下降至117.07亿元。2016年1～3月，公司实现主营业务收入45.86亿元，同比增长46.99%。

从收入构成上看，公司主营业务收入主要来源于低压电器、输配电业务和新能源业务板块。低压电器业务收入占公司主营业务收入总额比重下降13.74个百分点至54.10%；同期输配电业务收入占公司主营业务收入比重为23.04%，同比略有下降。2015年，公司新能源业务比重由2014年的7.98%升至25.15%，同比增加17.17个百分点。2016年1～3月，公司主营业务收入中低压电器、输配电收入和新能源业务分别占49.39%、20.30%和32.51%。

从产品毛利率看，2015年，公司主营业务综合毛利率略有下降至29.55%，主要因收入占比较大的新能源业务毛利率下降较大所致。分产品毛利率上看，公司低压电器和输配电毛利率同比均有小幅提高，主要是因跟踪期内低压电器和输配电业务成本下降所致。公司新能源业务毛利率受EPC业务增加影响2015年同比下降10.84个百分点（2014年下降15.15个百分点）。2016年1～3月，公司综合毛利率较2015年继续下降，为25.67%。

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，目前注册资本13.15亿元，主要从事低压电器及元器件、电子元器件、电源类产品的生产和销售。截至2015年底，正泰电器资产总额121.11亿元，所有者权益71.11亿元（其中少数股东权益4.06亿元）；实现营业收入120.26亿元，利润总额21.95亿元。

2014年与2015年，公司低压电器业务分别实现收入125.32亿元和117.07亿元，同比下降6.58%，主要因正泰电器所处行业受宏观经济和社会固定资产投资增速影响较大，2015年在宏观经济有所下滑的背景下，部分产品销售量和销售金额有所下降。

原材料采购

正泰电器低压电器生产所需原材料主要包括铜、银、钢材、塑料等，原材料占生产成本比重为41.88%。从采购价格上看，2015年，正

泰电器主要原材料价格较2014年有所下降，银采购价格由2014年的401.76万元/吨下降至340.40万元/吨，铜采购价格由4.91万元/吨下降至4.11万元/吨，钢材采购价格由0.44万元/吨下降至0.33万元/吨，塑料采购价格保持为1.48万元/吨。原材料价格的下降有助于公司低压电器业务毛利率的提升，公司低压电器业务毛利率从2014年的33.34%上升至2015年的35.07%。

表2　低压电器原材料采购情况

主要原材料		采购量（吨）			采购价格（万元/吨）		
名称	2015年占成本比重（%）	2014年	2015年	2016年1～3月	2014年	2015年	2016年1～3月
银	9.50	174.22	155.43	31.29	401.76	340.40	328.60
铜	16.16	23429.62	21894.46	4992.26	4.91	4.11	3.61
钢材	3.57	63588.36	60253.40	12814.58	0.44	0.33	0.28
塑料	12.65	51835.78	47591.76	10187.03	1.48	1.48	1.47

资料来源：公司提供

正泰电器采取集中招（议）标分散采购与集中招（议）标统一采购两种模式，2015年两种采购模式占比分别为88%和12%。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。

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

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

产品生产

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

从生产模式上看，正泰电器主要采取存货和订单两种生产模式，2015年两种生产模式占比分别占比88.50%和11.50%，公司存货生产模式占比较2014年（85%）有所提升。存货生产模式即由各制造部根据销售计划、库存定额等要素采取精益、准时生产方式组织生产，该部分产品主要为标准化批量生产的产品，如低压开关；订单生产模式即由各制造部根据客户个性化需求采取准时生产方式组织生产，如低压成套设备的生产。

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

正泰电器主要生产基地位于浙江省乐清市。2015年，正泰电器实现产量69065万台，同比下降2.30%。2016年1～3月，正泰电器实现产量14625万台，同比增长9.86%。

产品销售

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

销占比85%、直销占比15%。

从销售区域上看，正泰电器销售以国内销售为主，占销售收入比重90%以上。在国内销售上，华东地区是低压电器产品的主要销售地区，2015年该地区实现销售收入占国内销售比重为44.82%（2014年43.63%）。

从客户集中度看，2014年和2015年，正泰电器对前五名经销商销售实现收入合计占比分别为9.08%和6.14%，销售对单一客户的依赖度不高。

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

3. 输配电设备业务

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

原材料采购方面，正泰电气输配电生产所需原材料主要包括铜材和硅钢片等，其中铜材包括铜箔、铜排和铜母线等。随着铜和硅钢片原材料价格的下跌，原材料占生产成本比重逐渐下跌。2015年铜材和硅钢片占生产成本比重分别为36.02%和4.65%。

在供应商集中度方面，2015年正泰电气铜杆前5位供应商占公司铜杆采购量总额的83.44%；硅钢片前5位供应商占公司硅钢片采购总额的95.59%。总体看，正泰电气原材料供应商集中度较高。近几年，正泰电气原材料供应商基本保持稳定，保证生产原料供应的稳定。

正泰电气主要生产基地位于上海市松江工业区，生产以订单生产为主。2015 年，元件产量 101.44 万台，同比下降 36.64%；电缆产量 33.42 万台，同比上升 33.39%；合电产量 3.11 万台，同比下降 69.19%；低压产量 9.10 万台，同比上升 31.82%；中压产量 0.75 万台，同比下降 31.57%。

表 3　2014~2016 年 3 月正泰电气主要输配电产品产能利用率（单位：万台）

产品		2014 年	2015 年	变化率	2016 年 1~3 月
低压	产能（台）	75000.00	92000.00	22.67%	12000.00
	产量（台）	68994.00	90951.00	31.82%	11168.00
	产能利用率	91.99%	98.86%		93.06%
元件	产能（台）	1901040.00	1190160.00	-37.39%	365825.00
	产量（台）	1600901.00	1014403.00	-36.64%	314994.00
	产能利用率	84.21%	85.23%		86%
中压	产能（台）	11500.00	7710.00	-32.96%	1710.00
	产量（台）	10969.00	7506.00	-31.57%	737
	产能利用率	95.38%	97.35%		43.10%
合电	产能（台）	150000.00	150000.00	--	37500.00
	产量（台）	101018.00	31121.00	-69.19%	4093.00
	产能利用率	67.35%	20.75%		10.91%
电缆	产能（千米）	281067.00	360909.00	28.41%	91000.00
	产量（千米）	250717.76	334175.00	33.29%	84500.00
	产能利用率	89.20%	92.59%		92.86%

资料来源：公司提供

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（2014年2:1）。

从客户集中度看，2015年，正泰电气输配电设备对前五位客户销售实现收入合计占比10.95%（2014年12.09%），客户集中度一般，销售对单一客户的依赖度不高。

4. 新能源

公司新能源业务经营主体是正泰新能源开发及其下属子公司太阳能科技。正泰新能源开发是一家专业光伏发电投资商和系统整体解决方案供应商，业务范围包括光伏电站领域的开发投资、建设安装、运营管理、光伏电站整体解决方案、项目工程总承包以及整套设备供应等，范围涵盖了大型地面光伏电站、大型商用屋顶光伏电站、民用屋发电系统以及光伏建筑一体化项目。截至2015年底，正泰新能源开发资产总额182.79亿元，所有者权益48. 67亿元，2015年营业收入55.14亿元，净利润0.62亿元。

截至2015年底，正泰新能源开发已建成并网的光伏电站1219.54MW，包括西部大型地面站785.00MW，东部分布式屋顶电站122.47MW，东部金太阳电站127.07MW，东部大型地面电站185.00MW。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4 2016年3月底正泰新能源开发西部地面电站项目情况

序号	项目名称	装机规模：MW
1	甘肃敦煌一期	50.00
2	甘肃永昌一期	100.00
3	甘肃民勤	50.00
4	甘肃高台	100.0
5	甘肃永昌二期	100.00
6	正利二期	51.00
7	甘肃金塔	40.00
8	嘉峪关	30.00
9	…	…
合计	--	**915.10**

资料来源：公司提供；装机规模为按照权益比例核算后的规模，其它为装机规模在30MW以下项目的合计。

表5 2016年3月底正泰新能源开发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	协和首信	11.35
2	巨石集团	6.52
3	雅戈尔	6.38
4	佛山基业二期、三期	6.91
5	吉利汽车	10.30
6	…	…
合计	--	**106.62**

资料来源：公司提供；其它为装机规模在6MW以下项目的合计

2015年，公司光伏发电上网电量9.93亿千瓦时。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）。

晶硅组件的生产和销售是新能源业务的另一主要构成部分。从晶硅组件生产的成本来看，晶硅组件的主要原材料为太阳能电池（约占晶硅组件成本的63%），太阳能电池的主要原材料为多晶硅片（约占太阳能电池成本的67%），正泰太阳能科技的电池主要用于内部后续组件生产；2015年多晶硅片均价较2014年有所下降至5.04元/片，相应的太阳能电池均价下降至1.88元/瓦。跟踪期内，公司前五大原材料供应商占比28.98%，集中度一般。晶硅组件的生产方面，正泰新能源开发及其子公司拥有年均1300MW的光伏组件产能，主要核心技术为离子注入技术、抗PID技术和多主栅技术等，主要功用为提升电池转换效率、抗PID能力以及提升组件功率。正泰太阳能科技的主要生产经营业务集中在国外，2015年1-11月，电池组件产量1341.76MW（2014年1104.06MW），主要用于外销（1004.24MW），外销收入34.96亿元（2014年31.25亿元），前五名客户占比42.32%（其中

国外客户占比25.70%）。

从结算方式来看，晶硅组件国内大部分客户的账期为90天，国外客户一般有中信保的客户，账期一般不超过90天，部分为120天信用证结算；光伏发电业务的客户分为企业客户与国网客户，企业客户一般按月结算，账龄一般都为3个月以内，国网客户标杆部分按月结算，补贴部分已进入名录部分一般按季结算。国网客户标杆部分账龄为1个月以内，补贴部分若已进入名录，账龄3个月以内，若未进入名录，账龄较长；光伏发电系统销售业务在合同签订后一定时间内通常预收一定比例的货款，根据设备供货和工程进度分阶段进行收款。账龄一般为6个月以内。

2015年和2016年1～3月，公司新能源业务实现收入分别为54.42亿元和14.91亿元，主要来自于晶硅组件收入、光伏发电电费收入和光伏发电系统销售收入。2015年晶硅组件占公司新能源业务收入比例为70.67%、光伏发电电费收入占公司新能源业务收入比例为14.57%，光伏发电系统销售收入占新能源业务收入比例为14.76%。

从毛利率来看，新能源业务2015年毛利率为19.99%，同比下降10.84个百分点；2016年1季度为14.05%，同比下降32.14个百分点。毛利率下降较大的原因主要为新能源业务的收入大部分来自晶硅组件销售收入，跟踪期内，组件销售收入签订EPC总包协议量增大，该类业务毛利率较低拉低了该板块的毛利率。

表6　公司新能源板块收入构成（单位：万元）

2015 年					
项　目	发电业务	EPC 业务	晶硅组件	其他	合　计
主营业务收入	79250.21	80267.56	384228.76	447.38	544193.91
主营业务成本	39870.06	68099.48	327259.63	153.66	435382.83
毛利率	49.69%	15.16%	14.83%	65.65%	19.99%
2016 年 1~3 月					
项　目	发电业务	EPC 业务	晶硅组件	其他	合　计
主营业务收入	21199	233	127646		149077
主营业务成本	11093	82	116956		128132
毛利率	47.38%	64.69%	8.37%		14.05%

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。2015年，公司其他业务收入为3.11亿元，占公司主营业务收入比重为1.44%，同比变化不大。

跟踪期内，公司新能源业务和输配电业务收入增长较大拉动了营业收入的增长，同时毛利率较低的新能源 EPC 业务增长较大拉低了公司的综合毛利率。总体看，跟踪期内，公司各业务板块经营情况良好，收入保持增长。但在国内经济增速放缓的背景下，公司收入增速亦有所放缓。

6. 未来发展

公司结合行业市场背景与自身的实际情况，制定了未来10年的“一二三四五”战略发展思路：一、围绕一个目标：围绕“创世界名牌，圆工业强国梦”的目标，努力将公司打造成为“全球领先的清洁能源与智能电气系统解决方案供应商”。二、坚持两个“不动摇”：公司始终坚持实业发展创新驱动理念不动摇，坚持以人为本价值分享文化不动摇。三、实施三大战略：全球化传略、并购整合战略、智能制造战略。四、构建四大平台：一是构建科技创新与产业孵化平台；二是构建线上工业与民用物联网平台；三是构建线上与线下供应链互动平台；四是构建投融资与支付平台。五、打造五大产业集群：一是打造智能电气系统解决方案的产业集群；二是打造工业自动化信息化产业集群；三是清洁能源、环保节能产业集群；四是打造智能制造与高端装备产业集群；五是

打造智能商业与智能家居产业集群。

截至2016年3月底，公司主要在建工程包括正泰智能电气西北产业园项目一期、山西大同采煤沉陷区国家先进技术光伏示范基地南郊区马营洼50兆瓦项目等共计9个项目，以上项目预计总投资23.23亿元，其中贷款16.64亿元，贷款比例71.61%。截至2016年3月底已完成投资4.84亿元，未来还将投资18.34亿元，预计2018年底将完成投资17.35亿元。总体看，公司未来投资规模适宜，融资压力不大。

表 7　截至 2016 年 3 月底公司重点在建项目情况　　（单位：万元）

项目/设备名称	总投资	资金来源			截至 2016 年 3 月底完成投资	2016 年 4-12 月计划投资	2017 年计划投资额	2018 年计划投资额
		贷款	自筹	财政补贴				
甘肃嘉峪关 30 兆瓦并网光伏发电项目	22500	18000	4500	-	12253	10247		
鄂托克正泰光伏发电有限公司 50 兆瓦并网光伏发电项目	8405	6724	1681	-	7796	609		
正泰智能电气西北产业园项目一期	75000	45000	29995	5	13000	5000	15000	15000
中自企管下沙三期项目	5800	4000	1800	-	563	3387	1850	
突泉县 10MW 并网光伏发电项目（一期）	8600	6880	1720	-	8012	588	-	-
山西大同采煤沉陷区国家先进技术光伏示范基地南郊区马营洼 50 兆瓦项目	36000	25500	10500	-	1319	34681	-	-
正泰韩城 50 兆瓦光伏电站项目	36000	28800	7200	-	4855	31145	-	-
德清升华物流二期三期	5525	3868	1658	-	348	5177	-	-
吉安市江泰光伏发电 50MW 农光互补光伏地面电站项目	34500	27600	6900	-	301	34199	-	-
合计	**232330**	**166372**	**65954**	**5**	**48447**	**125033**	**16850**	**15000**

资料来源：公司提供

正泰智能电器西北产业园项目一期的投资主体是陕西正泰电缆有限公司（正泰电气的子公司），主要经营光伏电缆、风能电缆、城市轨道交通系统电缆、航空电缆、高端装备专用电缆、电力电缆等。总投资为7.50亿元，其中自筹3.00亿元，贷款45000万元。截至2016年3月底，该项目已投资1.30亿元元，2016年后三季度计划投资0.50亿元。项目建成后拟生产经营下列产品：光伏电缆、风能电缆、城市轨道交通系统电缆、航空电缆、高端装备专用电缆、电力电缆等等，产品年总产量预计达125万公里。预计完工期2019年，达产后预计增加年收入15亿元。

九、募集资金使用情况

公司于2016年3月18日发行“16正泰MTN001”，募集资金5亿元，用于置换银行借款；2016年4月11日发行“16正泰MTN002”，募集资金5亿元，用于偿还银行贷款。截至目前公司已按规定用途将资金使用完毕。

十、财务分析

公司提供的2014年和2015年财务报表均经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了标准无保留的审计意见。公司2016年一季度财务报表未经审计。

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年底，公司新设或投资方式增加合并范围内子公司30家，同一控制下控股合并1家，非同一控制下控股合并3家子公司，本期因转让不再纳入合并范围的子公司2家，纳入合并范围子公司共计152家

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

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

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 421.33 亿元，所有者权益合计 126.51 亿元（含少数股东权益 53.53 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 47.42 亿元，利润总额 3.14 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 220.67 亿元，同比增长 4.61%；同期营业成本 155.51 亿元，同比增长 4.54%，低于营业收入的增长速度。

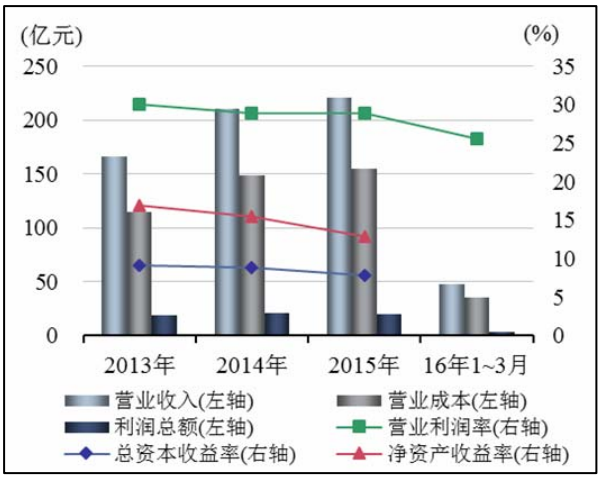
从期间费用来看，随着公司营业收入的增加，公司期间费用有所增长。2015 年公司期间费用 43.32 亿元，同比增长 10.27%，高于营业收入的增长速度；同期公司期间费用占营业收入比为 19.63%，同比增加 1.01 个百分点。

2015 年公司资产减值损失 2.97 亿元（2014 年 2.63 亿元），由坏账损失（2.33 亿元）、可供出售金融资产减值损失（0.19 亿元）和存货跌价损失（0.19 亿元）构成。2015 年公司投资收益 2.07 亿元（2014 年 0.92 亿元），主要为购买银行理财产品和权益法核算的长期股权投资取得的投资收益。

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

从盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率较上年略有提升，为 28.94%，同比增加 0.03 个百分点；总资本收益率和净资产收益率均略有下降，分别为 7.88%和 12.85%，较上年分别减少 0.99 个百分点和 2.60 个百分点。

图 6　2013～2016 年 3 月公司盈利指标情况



资料来源：公司审计报告

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 47.42 亿元，同比提高 26.30%；营业利润率为 25.54%，同比增加 0.20 个百分点；实现利润总额 3.14 亿元，同比提高 19.52%，公司保持较强的盈利能力。

总体看，跟踪期内，公司营业收入稳定增长，期间费用和资产减值损失对利润总额有所侵蚀，公司整体盈利能力仍保持较强水平。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015年公司经营活动产生的现金流入234.82亿元，同比下降3.57%，主要因公司对下游客户增加信用账期使得销售商品、提供劳务收到的现金（2015年为210.43亿元）下降所致。同期公司经营活动现金流出197.89亿元，同比下降4.63%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金（2015年为123.64亿元）

减少所致。公司经营活动现金流量净额为36.93亿元，同比增长2.50%。2015年，公司收到其他与经营活动有关现金20.19亿元，主要为收回的往来款；支付其他与经营活动有关现金36.92亿元，主要为支付往来款和为技术创新投入的研发资金。2015年，公司现金收入比为95.36%，同比下降6.84个百分点，公司经营活动获取现金的能力有所下降。

从投资活动来看，2015年公司投资活动现金流入279.87亿元（2014年36.41亿元），增长较大主要为投资收回的现金大幅增加至267.47亿元（2014年31.73亿元），主要系本期理财产品累计赎回所致；投资活动现金流出368.50亿元（2014年65.98亿元），其中，投资支付的现金299.59亿元（2014年32.62亿元），主要为本期购买银行理财产品累计支付和对外投资，取得子公司等支付的现金13.60亿元（2014年0.66亿元），主要为对太阳能科技公司的投资，支付其他与投资活动有关的现金11.52亿元（2014年1.60亿元），主要为非集团合并内关联方往来支出。2015年投资活动产生的现金流量净额-88.63亿元（2014年-29.57亿元）。

从筹资活动前产生的现金流来看，2015年公司筹资活动前产生的现金流量净额为-51.70亿元，资金需求缺口较2014年有所增加（2014年6.46亿元）。

2015年，公司筹资活动现金流入主要为取得银行借款获得的现金，为215.36亿元，另有吸收投资收到的现金29.44亿元，主要为正泰新能源开发收到增资现金；筹资活动现金流出主要是偿还债务以及分配股利、利润、偿付利息支付的现金，为177.98亿元。筹资活动产生的现金流量净额为37.37亿元。

2016年1～3月，公司经营活动现金流入59.87亿元，现金收入比为105.74%，较2015年有所上升；经营活动产生的现金流量净额为0.91亿元；投资活动产生的现金流量净额为-15.23亿元；筹资活动现金流量净额为22.02亿元。

跟踪期内，公司赊销政策使得经营活动获取现金的能力有所下降；同时由于合并子公司，对外投资现金流出较大，经营活动产生现金对公司对外投资覆盖能力有所减弱。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内，公司同一控制下的控股合并使得公司资产规模有所扩张。

截至2015年底，公司资产总额420.93亿元，同比增长15.50%，其中流动资产占50.64%、非流动资产占49.36%，公司资产结构较2014年底变化不大。

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

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

公司2015年对太阳能科技的合并使得公司与太阳能有关的应收账款比重升至23.72%，因太阳能业务的建设期为6~9个月，甚至更长，故而太阳能业务的账龄与非太阳能业务的账龄有一定区别。截至2015年底，公司应收账款账面余额同比上升13.67%至67.92亿元。应收账款前五名客户占比16.03%，集中度低。应收账款中按信用风险特征组合计提坏账准备的比重为96.58%，2015年计提坏账准备6.45亿元；组合中，93.29%的应收账款采用账龄分析法计提坏账准备，其余为对国内电网和电力公司的应收账款。从账龄看，非太阳能光伏行业应收账款（账面余额49.88亿元，坏账准备5.77亿元）账

龄在1年以内的占比57.56%，1~2年的占比10.17%，；太阳能光伏行业的应收账款（账面余额17.83亿元，坏账准备0.68亿元）账龄在1~6个月的占比23.81%；公司应收账款账龄较短。2015年底的应收账款中，关联方账款1.25亿元，用于担保的应收账款4.57亿元，外币应收账款折合人民币19.89亿元。新能源开发列为应收账款合计补贴电费4.58亿元中有3.67亿元未进入补贴名录，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8　2015年底公司应收账款简表（单位：亿元）

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

资料来源：公司审计报告整理

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

表9　2015年底公司其他应收账款前五名

（单位：亿元）

单位名称	与本公司关系	账面余额	账龄
杭州朗午太阳能科技有限公司	非关联方	3.57	1年以内
长兴和泰置地有限公司	关联方	2.10	1年以内0.16亿元，1-2年0.99亿元，2-3年0.95元
朱敏	非关联方	1.18	2-3年
上海寰泰投资发展有限公司	非关联方	0.50	2-3年
江苏盐城二建公司	非关联方	0.31	1年以内
合计		**7.66**	

截至2015年底，公司存货账面价值42.18亿元，同比增长4.08%，计提跌价准备0.71亿元（主要为对原材料和库存商品的计提）。从构成上来看，主要由库存商品（占33.21%）、工程施工（占14.55%）、原材料（占18.08%）和开发产品（占16.80%）等构成。

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

截至2015年底，公司其他流动资产21.36亿元，同比增长56.70%，增长主要来自银行理财产品。从构成来看，主要由银行理财产品（17.28亿元）和待抵扣或预缴税费（3.92亿元）构成。

2015年底有1.00亿元理财产品用于短期借款的质押担保。

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

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

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

表10　2015年公司前5大长期股权投资情况

（单位：%、亿元）

被投单位名称	持股比例	投资账面价值
中广核二期产业投资基金有限责任公司	30.00	7.45
温州民商银行	29.00	5.83
联合投资公司	20.00	5.16
上海正赛联创业投资管理有限公司	26.45	1.60
甘肃金泰电力有限责任公司	20.00	0.97
合计		**21.01**

资料来源：公司2015年审计报告

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

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

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

截至2016年3月底，公司资产总额421.33亿元，较2015年底变化不大，其中流动资产占比50.02%，非流动资产占比49.98%，流动资产占比较2015年底略有下降。2016年3月底，其他应收款较2015年底下降36.57%，主要系收回往来款所致；其他流动资产较2015年底下降40.64%，主要因理财产品到期所致。

跟踪期内，在公司资产规模大幅增长。受固定资产和长期股权投资规模增加影响，公司非流动资产比重上升幅度较大。公司流动资产中应收账款与存货占比较高，且部分用于抵押，资产流动性一般。整体看，公司资产质量尚可。

所有者权益

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

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

截至2016年3月底，公司所有者权益126.51亿元，较2015年底下降1.36%，所有者权益构成较2015年底变化不大。

跟踪期内，得益于少数股东权益增长，公司所有者权益有所增长，公司少数股东权益和未分配利润占比高，所有者权益稳定性一般。

负债

跟踪期内，长短期借款的增加使得公司负债规模有所增长。截至2015年底，公司负债合计292.67亿元，同比增长15.15%。其中流动负债占比72.54%，非流动负债占比27.46%，公司以流动负债为主。

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

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

截至2015年底，公司非流动负债合计80.35亿元，同比下降6.42%，主要为到期应付债券的减少所致。截至2015年底，公司长期借款72.09亿元，主要是以房产等为抵押物取得的借款。

截至2016年3月底，公司负债合计294.82亿元，较2015年底同比上升0.74%。其中流动负债占比69.33%，非流动负债占比30.67%，长期借款增加和2016年3月发行的“16正泰MTN001”使得公司非流动负债占比较2015年底进一步提高。

2015年底公司有息债务207.43亿元，同比下降8.16%，其中短期债务比重65.25%，同比增长12.15个百分点。从债务指标来看，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2014年底基本保持稳定，分别为69.53%、61.79%和35.98%，较2014年底分别下降0.21个百分点、增长1.52个百分点和下降5.60个百分点；2016年3月底分别为69.97%、62.03%和39.31%，考虑到公司2016年6月和7月分别发行的两期超短期融资券“16正泰SCP003”和“16正泰SCP004”，以及2016年4月发行“16正泰MTN002”5亿元，三期债券合计15亿元，公司资产负债率和全部债务资本化比率升至70.58%和63.43%，债务水平维持仍保持相对稳定。

跟踪期内，公司债务规模有所增长，短期债务规模大，存在一定短期支付压力，整体债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年，公司流动比率和速动比率分别为100.40%和80.53%，受债务规模增长与存货增加影响均较2014年底有所下降；截至2016年3月底上述指标分别为103.10%和78.99%，较2015年底变化不大。2015年，公司经营现金流动负债比分别为17.39%，受流动负债增加影响较2014年减少4.02个百分点。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014年和2015年，公司EBITDA分别为36.29亿元和38.68亿元。2015年EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为3.84倍和5.36倍。总体看，公司对全部债务保护能力较强。

截至2016年3月底，公司对外担保折合人民币8.81亿元，被担保企业为鄂尔多斯正利新能源发电有限公司（为公司合营企业）和柬埔寨达岱水电有限公司。

表11　2016年3月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	币种	担保金额	担保到期日
鄂尔多斯正利新能源发电有限公司	RMB	64000.00	2016.06.16[1]
柬埔寨达岱水电有限公司	USD	3730.00	2025.06.20

资料来源：公司提供

鄂尔多斯正利新能源发电有限公司（以下简称“鄂尔多斯正利”）成立于 2012 年 5 月 31 日，注册资本 8500 万人民币元；主营业务为光伏电站的投资、建设；截至 2016 年 3 月底，公司持有鄂尔多斯正利 51%股权（因章程中公司表决权 50%故未并表）。

截至2015年底，鄂尔多斯正利总资产9.11亿元，所有者权益2.77亿元，2015年度营业收入1.24亿元，净利润0.89亿元。截至2016年3月31日，鄂尔多斯正利资产总额9.68亿元，所有者权益2.92亿元，2016年1-3月份营业收入0.35亿元，净利润0.16亿元。

柬埔寨达岱水电有限公司于 2009 年在柬埔寨注册成立，为北京三联国际投资有限责任公司的全资子公司。该公司于 2009 年 10 月 23 日取得柬埔寨商业部核发的字 4312 号企业法人营业执照，主要承担柬埔寨达岱河水电站投资运营工作。企业住所：金边市堆谷区 592 街 16 号。柬达公司属能源开发行业，经营范围主要包括：只限于开发水电站工程。主要产品包括：柬埔寨达岱水电站等，主要应用于生产电等。

截至 2015 年底，该公司总资产 35.83 亿元，所有者权益 12.41 亿元，2015 年度营业收入 4.05 亿元，净利润 2.21 亿元。截至 2016 年 3 月底，该公司总资产 35.89 亿元，所有者权益 12.55 亿元，2016 年 1-3 月份营业收入 0.68 亿元，净利润 0.19 亿元。

总体看，公司的对外担保主要为对合营企业的担保，且担保到期日较短，或有负债风险较低。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信 338.79 亿元，尚未使用额度为 138.18 亿元，公司间接融资渠道畅通。子公司正泰电器为上市公司，公司具备直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（机构信用代码：G10330382000244608），截至 2016 年 7 月 15 日，公司本部无未结清和已结清不良信贷，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

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

十一、存续期债券偿债能力

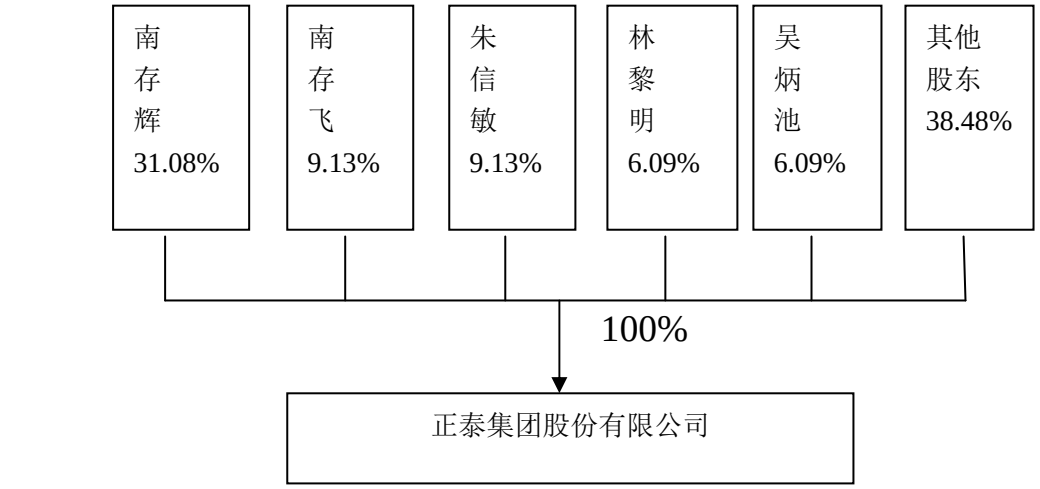
2015 年，公司经营活动现金流入量和净额分别为 234.82 亿元、36.93 亿元，为待偿债券“16 正泰 MTN001”和“16 正泰 MTN002”合计 10 亿元的 23.48 倍和 3.69 倍；同期，公司 EBITDA 为 38.68 亿元，为两期代偿中期票据的 3.87 倍。公司经营活动现金流及 EBITDA 对两期代偿中期票据的保障能力强。

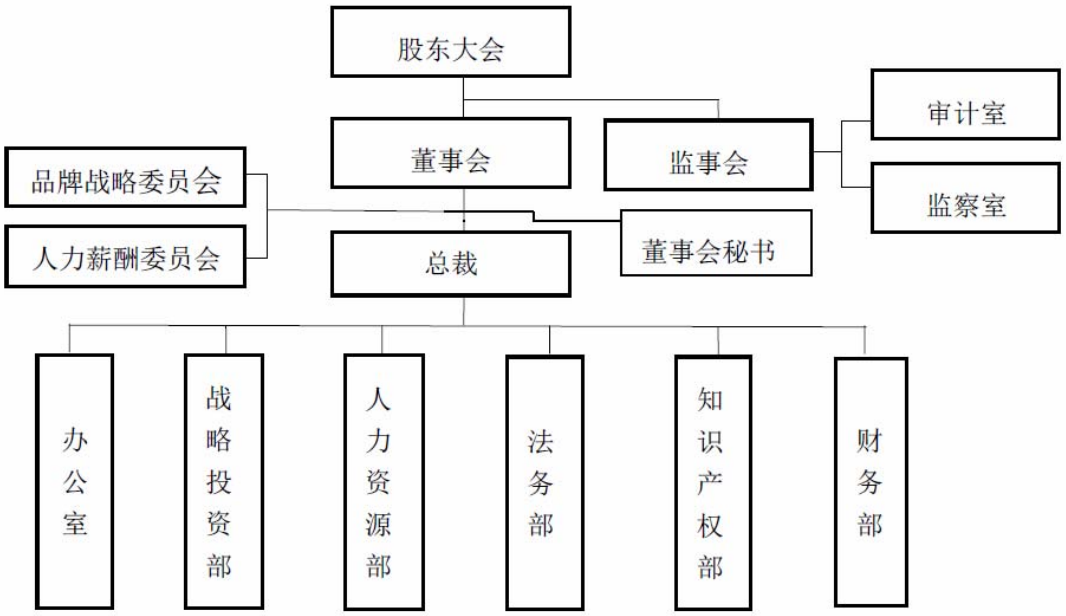
十二、结论

综合考虑，联合资信维持正泰集团股份有限公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，“16正泰MTN001”和“16正泰MTN002”的信用等级为AA^+。

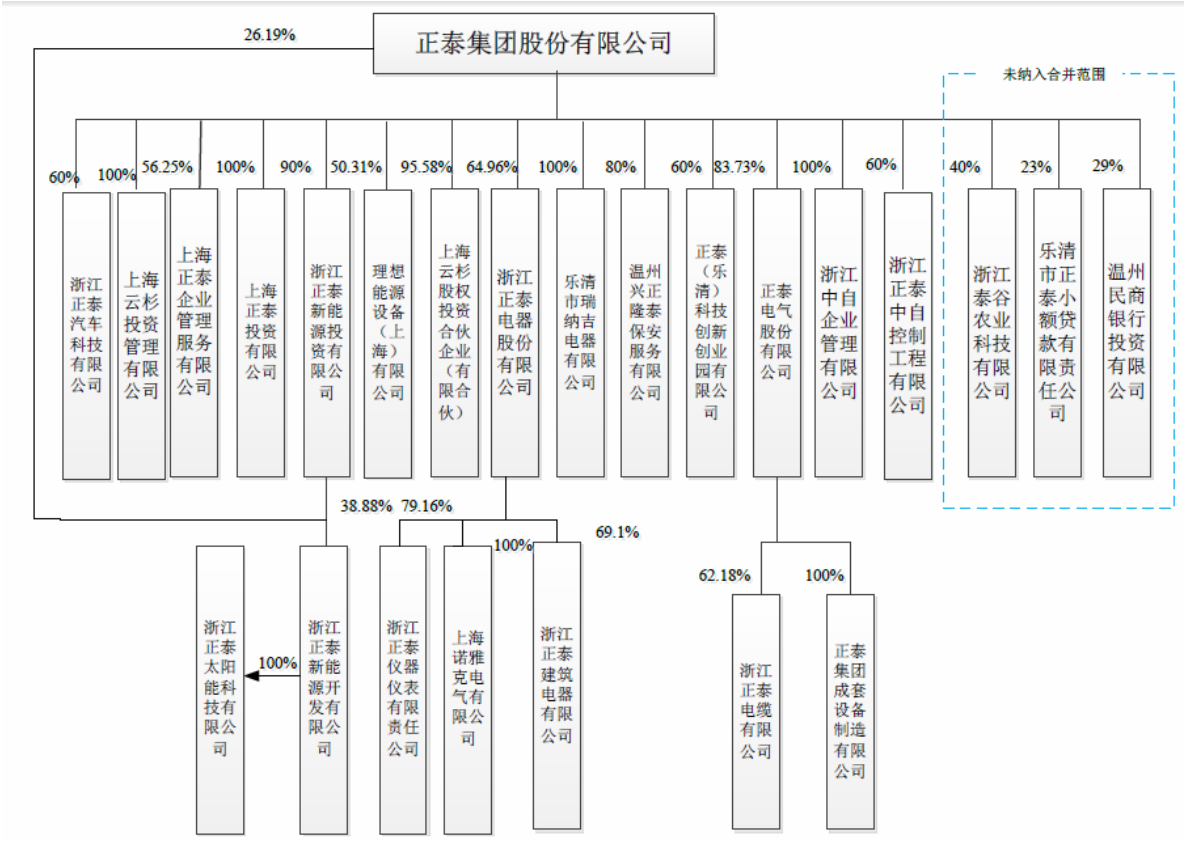
[1] 该笔担保截至 2016 年 6 月底已到期，无需进一步担保。

附件 1　公司股权结构图与组织结构图





附件 2　公司主要子公司结构图



附件 3　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	52.19	66.98	45.72	62.35
资产总额(亿元)	274.56	364.44	420.93	421.33
所有者权益(亿元)	92.34	110.29	128.26	126.51
短期债务(亿元)	49.01	88.86	135.34	124.76
长期债务(亿元)	55.99	78.49	72.09	81.94
全部债务(亿元)	105.00	167.35	207.43	206.69
营业收入(亿元)	166.29	210.95	220.67	47.42
利润总额(亿元)	19.07	21.24	20.45	3.14
EBITDA(亿元)	26.34	36.29	38.68	--
经营性净现金流(亿元)	9.52	36.03	36.93	0.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.20	2.98	2.63	--
存货周转次数(次)	4.38	4.26	3.76	--
总资产周转次数(次)	0.72	0.66	0.56	--
现金收入比(%)	96.32	102.20	95.36	105.74
营业利润率(%)	30.14	28.91	28.94	25.54
总资本收益率(%)	9.20	8.87	7.88	--
净资产收益率(%)	16.96	15.44	12.85	--
长期债务资本化比率(%)	37.74	41.58	35.98	39.31
全部债务资本化比率(%)	53.21	60.28	61.79	62.03
资产负债率(%)	66.37	69.74	69.53	69.97
流动比率(%)	124.43	119.91	100.40	103.10
速动比率(%)	100.50	95.83	80.53	78.99
经营现金流动负债比(%)	7.78	21.41	17.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.85	4.60	3.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.99	4.61	5.36	--

注 1.公司 2016 年一季度财务数据未经审计。

2. 公司其他流动负债中的短期融资券和超短期融资券已计入全部债务中。

3.现金类资产中已剔除使用受限部分资金。

附件 4　有关计算指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。