

跟踪评级公告

联合[2016]329号

许继电气股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对许继电气股份有限公司主体长期信用状况和发行的“11许继债”进行跟踪评级，确定：

许继电气股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

许继电气股份有限公司发行的“11许继债”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

许继电气股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项简称: 11 许继债

本期债券期限: 7 年

本期债券规模: 7 亿元

债项信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

上次评级时间: 2015 年 4 月 28 日

跟踪评级时间: 2016 年 5 月 25 日

财务数据:

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	107.92	124.87	123.81
所有者权益(亿元)	62.34	68.72	68.92
长期债务(亿元)	6.94	6.95	6.95
全部债务(亿元)	7.41	7.39	7.35
营业收入(亿元)	83.59	73.46	9.46
净利润(亿元)	12.89	8.06	0.20
EBITDA(亿元)	15.56	10.90	--
经营性净现金流(亿元)	-2.08	5.03	-2.15
营业利润率(%)	33.70	27.16	26.60
净资产收益率(%)	23.48	12.30	0.30
资产负债率(%)	42.23	44.97	44.34
全部债务资本化比率(%)	10.62	9.71	9.64
流动比率(倍)	2.46	2.22	2.26
EBITDA 全部债务比(倍)	2.10	1.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	29.01	22.36	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.22	1.56	--

注: ① 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成。② 数据单位除特别说明外, 均指人民币。
③ 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

评级观点

2015 年, 我国电网建设和轨道交通建设继续保持较大规模。许继电气股份有限公司(以下简称“公司”或“许继电气”)作为国内电力装备行业的大型骨干和龙头企业, 在输配电领域继续保持领先地位。

2015 年, 公司加强科研创新能力, 在引进国外先进技术的基础上, 构建了完整的产品研发体系; 成功中标国家电网多个项目, 为可持续发展提供了良好保障; 公司债务负担很轻, 并保持了很强的偿债能力。联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)同时也关注到输配电设备制造行业竞争激烈、公司产品毛利率呈现下滑态势、盈利水平有所减弱、应收账款规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到中国输配电及控制设备制造行业良好的成长性; 未来, 电网建设和轨道交通建设规模将不断扩大, 公司有望继续保持在行业中的领先地位。

综上, 联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“11 许继债”债项“AA”的信用等级。

优势

1. 电网建设和轨道交通建设的大规模投资为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司是国内同时具有电力系统一、二次技术和产品的企业, 在输配电领域继续保持领先地位。

3. 公司加大科研投入, 突破换流阀多源复合技术应用、基于网络保护的调控一体化、智能变电站一体化监控、模块化隔离开关操控等关键技术。

4. 2015 年, 公司债务负担很轻, 并保持了很强的偿债能力。

关注

1. 宏观经济下行，输配电设备制造行业竞争激烈，对公司营业收入、产品毛利率带来不利影响。

2. 公司应收账款数额较大，且增长较快，对公司营运资金形成明显的占用。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

闫 欣

电话：010-85172818

邮箱：yanx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

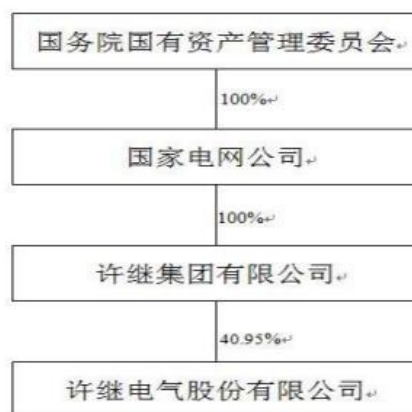


一、主体概况

许继电气股份有限公司（以下简称“公司”或“许继电气”）前身是 1970 年由黑龙江阿城继电器厂迁址到河南许昌的许昌继电器厂。1993 年根据河南省体改委豫体改字（1993）28 号文，许昌继电器厂作为独家发起人定向募集设立许继电气股份有限公司，其中主要经营性资产折股形成的国家股由许昌市国有资产管理局持有。1996 年 12 月，经河南省和许昌市政府有关部门批准，以许继电气为主体组建了许继集团有限公司（以下简称“集团”或“许继集团”），公司股权中的国家股授权给许继集团管理经营，股权性质变更为国有法人股，许继电气股份有限公司成为许继集团的控股子公司。

公司于 1997 年 4 月在深圳证券交易所首次公开发行 5,000 万股股票并上市，公司股票代码“000400”，股票简称“许继电气”。经过历次增发、配股等，截至 2015 年底，公司总股本为 100,832.73 万股，许继集团持有公司 40.95% 的股份，为公司的控股股东（图 1）。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构情况



资料来源：公司年报

公司所属的行业性质为电气机械及器材制造业。公司主营业务范围为生产经营配电网自动化、变电站自动化、电站自动化、铁路供电自动化、电网安全稳定控制设备，电力管理信息系统，电力市场技术支持系统，继电保护及自动控制装置，继电器，电子式电度表，中压开关及开关柜，电力通信设备（不含无线），变压器、互感器、箱式变电站及其他机电产品（不含汽车）；承办本企业自产的机电产品、成套设备及相关技术的出口业务，经营本企业生产、科研所需要原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务，经营本企业的进料加工和“三来一补”业务；低压电器生产经营；房屋租赁（凭证经营）（以上经营项目国家法律法规须审批的除外）。

截至 2015 年底，公司下辖 13 个全资或控股子公司。公司本部下设财务管理部、科研管理部、质量管理部、证券投资管理部、人力资源部、物流中心、审计法务部等职能部门。截至 2015 年末，公司拥有在职员工 5,919 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 124.87 亿元，负债合计 56.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.72 亿元。2015 年公司实现营业收入 73.46 亿元，净利润（含少数股东损益）8.06 亿元，其中归属于母公司的净利润 7.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.03 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.78 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总计 123.81 亿元，负债合计 54.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.92 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.46 亿元，净利润（含少数股东损益）0.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-2.15 亿元，现金及现金等价物增加额-2.63 亿元。

公司注册地址：河南省许昌市许继大道 1298 号；法定代表人：冷俊。

二、本期债券概况

“许继电气股份有限公司 2011 年公司债券”（以下简称“本期债券”）发行规模 7 亿元，期限为 7 年，附第 5 年末发行人上调票面利率和投资者回售选择权。本期债券于 2011 年 12 月 2 日发行结束，发行票面利率为 6.75%，扣除发行费用后的净募集款项为 68,950 万元。本期债券采取单利按年计息，不计复利。本期债券于 2011 年 12 月 29 日起在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称为“11 许继债”，证券代码“112052”。

2015 年，公司已支付 2014 年 11 月 30 日至 2015 年 11 月 30 日的利息 6,750.00 万元。

截至 2015 年底，本期公司债券募集资金已用于优化公司债务结构，偿还银行借款和补充流动资金。募集资金的用途与债券募集说明书披露一致。

三、行业分析

输配电及控制设备制造行业的发展与电网建设和轨道交通建设息息相关，受国民经济影响较大，也是国民经济发展重要的装备工业，担负着为国民经济、国防事业以及人民生活电气化提供所需的各种各样的电气设备的重任。

下游需求方面，电力系统是输配电及控制设备产品的主要用户，2015 年，宏观经济下行压力加大，对电力的需求较为疲软。2015 年，全社会用电量 55,499 亿千瓦时，同比增长 0.52%，增速较 2014 年下降了 3.22 个百分点。虽然全社会用电量增速下降，但由于特高压和智能电网投资力度加大，电网基本建设投资仍保持增长。2015 年，我国电网基本建设投资完成 4,602 亿元，同比增长 11.74%。

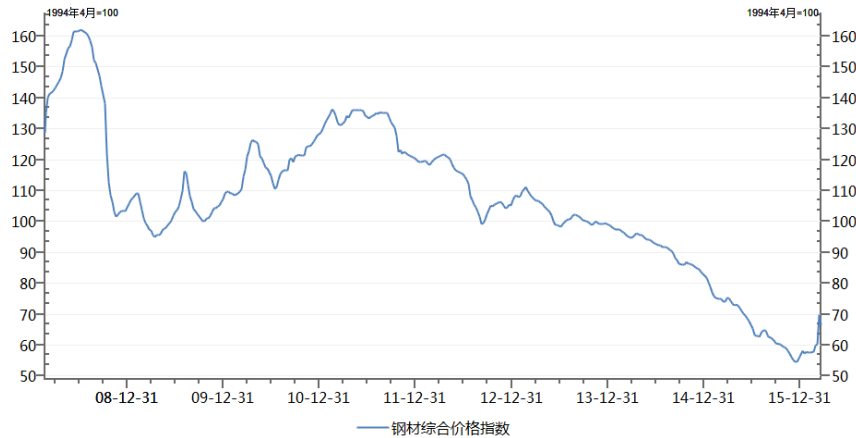
随着我国特高压电网的建设推进，我国电力行业特别是电网投资将继续保持增长。2015 全年，我国共核准“两交六直”8 条特高压线（锡盟-山东交流线路、蒙西-天津交流线路，酒泉-湖南直流线路、宁东-浙江直流线路、锡盟-江苏直流线路、山西-江苏直流线路、上海庙-山东直流线路等），相比 2013 年 1 条、2014 年 3 条均有大幅增长，是名副其实的超高压审批大年。8 条线路中，6 条已完成招标并开工，2 条线路预计将在 2016 年一季度启动招标。目前，我国已有在建的特高压线路 9 条，已核准待建的线路 2 条，进入了特高压建设高峰期。

输配电设备的另一个重要需求是有轨电车与高铁输电设备。配电设备作为轨道交通智能配电系统的一部分，对保障轨道交通安全起着非常重要的作用。2015 年，随着宏观经济下行压力进一步加大，我国将轨道交通基础设施建设作为稳增长的重要举措，另外，大中城市地铁和中西部铁路建设投资稳步增加。2015 年，中国铁路总公司完成全国铁路固定资产投资 8,238 亿元，投产新线 9,531 公里，其中高铁 3,306 公里。目前，我国铁路营业里程已达 12.1 万公里，其中高铁 1.9 万公里，位居世界第一。轨道交通基础设施建设投资持续增加为我国控制设备制造行业创造了难得的发展机遇。

但是输配电及控制设备制造行业下游国家电网和南方电网两大垄断企业较为强势，产品价格低迷使得销售额下降，毛利率降低。中低端产品同质化，供过于求的情况较为严重，输配电及控制设备行业的子行业出现不同程度的销售额增速下降，甚至出现了利润总额减少等情况。

上游原材料方面，输配电及控制设备行业的主要原材料为钢材等。2008 年金融危机导致钢材价格快速下跌，此后在国家经济刺激政策作用下企稳回升，并在 2011 年年中到达阶段性高点。2011 年下半年以来，由于经济增长面临较大下行压力，用钢行业增速回落，再加上钢铁产能较快释放，钢材市场供大于求态势有所加剧，钢材价格呈波动下行走势。2015 年，钢材价格延续下跌态势，截至 2015 年底，中钢协钢材综合价格指数下探至 56.37，为 2008 年以来的新低。

图 2 2008 年以来钢材综合价格指数



资料来源：Wind 资讯。

在电网建设和轨道交通建设投资稳步推进的带动下，输配电及控制设备制造行业经营状况也不断向好。根据国家统计局显示，2015 年 1~9 月，中国输配电及控制设备制造行业实现主营业务收入高达 16,521.31 亿元，同比增长 7.44%。2015 年 1~9 月，中国输配电及控制设备制造行业实现利润总额高达 1,009.72 亿元，同比增长 21.51%。

行业竞争方面，中国输配电行业企业众多、门类众多，但量大、面广、集中度不高的状况依然存在。尤其在中低端市场却有大量企业涉足，同质化、无序竞争、价格战、质量低下等问题日渐暴露，行业已经进入转型升级的关键时期。

行业政策方面，2015 年 3 月，《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》的发布，明确了体制改革的核心是“三放开、一独立、三加强”。“三放开”是指在进一步完善政企分开、厂网分开、主辅分开的基础上，有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划；“一独立”是指推进交易机构相对独立，规范运行；“三加强”是指进一步加强政府监管，进一步加强电力统筹规划，进一步加强电力安全高效运行和可靠供应。

总体看，随着电力改革的重启，配售电环节引入竞争，电价市场化已成为电改核心，这不仅将提升输配电及控制设备制造企业对下游的议价能力，而且为企业带来了更多拓展业务的新机会。同时，城镇化建设、轨道交通投资、特高压，这将给输配电设备制造带来商机。但是，产能过剩、利润下滑、行业内企业较多且同质化较严重，行业竞争将更为激烈。

四、经营管理分析

跟踪期内，公司 1 名独立董事、1 名职工监事和 1 名副总经理分别因个人原因和工作变动等问题辞任职务，其他董事会、监事会和管理层主要人员无重大变动。目前，公司部门设置未发生重大变化，相关管理架构、管理制度延续以往模式；同时公司的核心技术团队和人员未发生变动，经营团队保持稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事电力系统一次设备¹和二次设备²的研制、生产与销售。2014~2015年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为99.36%和99.31%，主营业务收入比重一直保持在较高水平；2015年，公司营业收入达73.46亿元，同比下降了12.12%，幅度较大，主要系智能变配电系统和直流输电系统收入下降所致；2015年，公司净利润为8.06亿元，同比下降了37.47%，主要系公司主要产品价格下降所致。

从收入构成来看，公司智能变配电系统占比仍旧最高，2015 年达 38.79%；此外直流输电系统和智能电表业务占比相差不大，均在 12%~15%之间；受智能中压供用电设备销售规模扩大影响，2015 年占比较 2014 年有所上升，2015 年为 22.84%；智能电源及应用系统和 EMS 加工服务及其它业务占比相对较小；2015 年公司营业收入构成变化不大。

从毛利率来看，受宏观经济下行压力加大、市场同行业竞争较为激烈、产品差异化较小的影响，公司主要产品的售价有所下降，导致了公司主要产品的毛利率有不同程度的下降；智能变配电系统毛利率下降了 13.73 个百分点，智能中压供用电设备下降了 7.46 个百分点，智能电表下降了 4.54 个百分点，智能电源及应用系统下降了 2.49 个百分点，EMS 加工服务及其它下降了 4.58 个百分点。直流输电系统毛利率上升了 16.64 个百分点，主要系原材料价格下降幅度大于销售价格下降幅度所致。由于公司主要产品毛利率均呈现下滑态势，2015 年公司产品综合毛利率为 27.96%，较 2014 年下降了 6.42 个百分点。

表 1 2014~2015 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

项 目	2014 年			2015 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
智能变配电系统	328,837.68	44.07	39.34	284,950.86	30.31	38.79
直流输电系统	147,885.10	41.70	17.69	104,902.17	58.34	14.28
智能中压供用电设备	146,672.26	22.63	17.55	167,787.96	15.16	22.84
智能电表	115,050.66	20.27	13.76	88,816.00	15.73	12.09
智能电源及应用系统	67,015.51	28.60	8.02	55,149.42	26.10	7.51
EMS 加工服务及其它	30,458.15	16.81	3.64	33,023.64	12.23	4.50
合计	835,919.36	34.38	100.00	734,630.04	27.96	100.00

资料来源：公司年报。

¹ 一次设备是指直接用于生产、输送和分配电能的生产过程的高压电气设备。它包括发电机、变压器、断路器、隔离开关、自动开关、接触器、刀开关、母线、输电线路、电力电缆、电抗器、电动机等。

² 二次设备是指对一次设备的工作进行监测、控制、调节、保护以及为运行、维护人员提供运行工况或生产指挥信号所需的低压电气设备。如熔断器、按钮、指示灯、控制开关、继电器、控制电缆、仪表、信号设备、自动装置等。

2016年1~3月，公司实现营业收入9.46亿元，同比增加15.93%；实现净利润0.20亿元，同比增加60.51%，主要是特高压直流输电项目实现收入较上年同期增加，推动了公司利润的增长。

总体看，2015年，公司营业收入受行业景气度下行影响呈现出下滑态势，毛利率有所下降，但经营状况仍保持良好。

2. 生产经营

从生产成本来看，公司生产所需的主要原材料包括钢材、有色金属、非金属材料等，同时公司需要采购电子元器件等外购配套件，原材料占总成本的比重较大。近年来，钢材、有色金属市场价格均有所下降，一定程度上降低了公司的采购成本。原材料价格的波动将对公司盈利能力产生一定程度的影响。对此，公司将实行统一采购，提高规模效益并及时关注价格变化趋势，采取灵活措施，规避价格风险。

从采购情况看，2015年公司向前五大供应商的采购金额合计为5,099.15万元，占年度采购总额的比例为10.25%，较2014年下降了7.54个百分点，采购集中度较低，且呈下降趋势。

表2 2015年公司前五大供应商情况（单位：万元，%）

供应商名称	采购额	总额占比
供应商 1	20,576.07	4.14
供应商 2	8,940.76	1.80
供应商 3	8,359.17	1.68
供应商 4	6,598.94	1.33
供应商 5	6,520.21	1.30
合计	50,995.15	10.25

资料来源：公司年报

重大合同中标方面，2015年，公司先后中标了国家电网公司酒泉—湖南±800kV特高压直流输电工程和山西晋北—江苏南京±800kV特高压直流输电工程第一批设备招标、国家电网公司2015年第二批电能表及用电信息采集设备招标活动、国家电网公司锡盟—泰州、上海庙—山东±800kV特高压直流输电工程第一批设备招标、国家电网公司2015年第三批电能表及用电信息采集设备招标活动项目，并与国家电网公司正式签订合同，交易价格合计26.14亿元，目前项目正在履行中。

整体看，2015年，公司加强成本控制能力，承担了多项国家重大工程项目，各立项产品项目开发进展顺利。

3. 市场销售

2015年，公司形成了规范高效的营销管理和运营保障体系，建立了合同履约与服务管理监控机制，强化对服务人员的考核，持续提升售后服务水平。2015年，公司多种产品在南方电网中标比例大幅提升，10千伏开关柜等产品实现业绩突破，大项目所占比重持续提升，订货业绩保持稳定增长。同时，公司加大海外销售力度，加大产品国际认证，推进俄罗斯电网入网认证，下属公司相关产品取得认证；越南南那水电站总包项目部分机组投入商业运营；肯尼亚阿西河重油发电站EPC项目试调完毕。

目前公司主要面向国内市场，2015年国内销售额占总收入比例为99.97%，其中以华东、华中、西南和华东为主销售区域，其他地区业务量较平均。

表 3 2015 年公司营业收入分地区情况 (单位: 万元, %)

地区	营业收入	占比
东北	19,926.99	2.71
华北	128,799.13	17.53
华中	237,103.92	32.28
华南	67,606.19	9.20
华东	192,465.17	26.20
西北	52,907.31	7.20
西南	35,609.23	4.85
国际业务	212.10	0.03
合计	734,630.04	100

资料来源: 公司年报

公司客户主要为许继集团、国家电网、南方电网及发电企业和其他工业企业, 从客户集中度看, 2015 年公司对前五大客户销售实现收入合计占比为 42.92%, 同比提高了 7.83 个百分点, 集中度有所上升。公司第一大客户为公司控股股东许继集团, 销售额占比达到 22.63%。公司在承接成套项目时, 为满足用户需求, 公司产品与关联方产品间存在相互配套关系, 形成一定量的关联交易, 符合公司业务和行业特点, 其定价遵循市场公允原则。在销售价格方面, 公司一、二次用电设备的销售处于买方市场, 公司议价能力不高。

表 4 2015 年公司前五大客户情况 (单位: 万元, %)

客户名称	销售额	总额占比
客户 1	166,240.62	22.63
客户 2	62,774.64	8.55
客户 3	42,389.74	5.77
客户 4	29,251.27	3.98
客户 5	14,676.69	2.00
合计	315,332.97	42.92

资料来源: 公司年报

在重大工程建设方面, 公司承担了多项国家重大工程项目, 全力开展国家电网“四交五直”特高压工程建设, 跟踪期内, 淮南-南京-上海、锡盟-山东特高压交流工程正在进行现场服务; 蒙西-天津南、榆横-潍坊特高压交流, 宁东-浙江、晋北-南京、酒泉-湖南、锡盟-江苏特高压直流工程正在进行设备制造。南方电网鲁西背靠背、金中、观音岩直流, 青岛城阳充换电站等项目进展顺利。

总体看, 2015 年, 公司产品销售仍主要面向国内市场, 在海外市场上也取得了一定突破, 客户集中度较上年有所上升, 对控股股东销售额占比较高。

4. 关联交易

公司与控股股东及其子公司等关联方存在较大规模的日常持续性关联交易。关联交易方式主要体现在向关联方采购和销售两方面。公司从关联方采购主要是劳务和生产用元器件; 向关联方销售

主要是直流控制、保护装置、控制系统等商品。公司从关联方采购、接受劳务或者向关联方销售商品均按照市场公允价格执行。

从关联交易规模上看，2015 年公司从关联方许继集团、国家电网及其所属企业等采购、接受劳务的金额合计 5.53 亿元，占营业成本的比重为 10.45%，较 2014 年有所下降；向关联方许继集团、福州天宇电气股份有限公司、国家电网及其所属企业等销售商品的金额合计 51.58 亿元，占营业收入的比重为 70.21%，较 2014 年有所下降。

表5 2014~2015年公司关联交易情况（单位：万元，%）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	采购金额	占营业成本比例	销售金额	占营业收入比例
2014 年	86,210.45	15.72	577,490.18	69.08
2015 年	55,299.42	10.45	515,790.83	70.21

资料来源：公司年报

总体看，关联交易在公司业务中占据一定的比例，所涉金额较大，虽然关联交易在一定程度上能够降低物流成本，保证原材料质量，提高营业收入，但仍存在一定关联交易风险。

5. 技术研发

公司加大力度推进科技攻关，突破换流阀多源复合技术应用、基于网络保护的调控一体化、智能变电站一体化监控、模块化隔离开关操控等关键技术。研制了±500 千伏/1500 兆瓦柔性直流换流阀、新一代智能变电站、电动汽车新型直流快充系统、配电网智能台区、节能环保型变压器等核心装备。2015 年全年，公司完成新产品省部级鉴定 25 项、公司级鉴定 53 项；申请专利 461 项。

6. 经营关注

市场竞争风险

公司的主导产品涵盖电力一、二次设备，产品价格及市场需求受到国内外竞争的影响。本公司为国内输变电装备行业中的龙头企业之一，但随着国外输变电装备行业跨国公司加强在中国的生产制造布局和市场开拓力度，以及国内企业的竞争加剧，仍可能对公司的经营业绩造成一定不利影响。

原材料价格波动风险

公司生产所需的主要原材料占总成本比重较大，存在一定的原材料价格波动风险。原材料价格的波动将对公司盈利能力产生一定程度的影响。

政策风险

公司所处的输配电及控制设备制造行业与国家宏观经济政策、产业政策以及国家电力规划有着密切联系，易受国家相关产业政策的影响。国民经济发展的周期波动、国家行业发展方向等方面政策变化可能对公司的生产经营造成影响。

7. 未来发展

2016 年为“十三五”发展的起始年，公司将持续深化变革，实现创新发展，做好风险防范，推进公司可持续健康发展。公司将重点推进以下工作：

加快新产业布局。开展全球能源互联网政策研究、产业发展动态跟踪，加快新业务培育和发展，拓展 EPC³ 市场。

加强技术创新和产品升级。加快关键技术与新兴技术研究、高端装备研制及应用，推进监控平台研发和升级，提升科技项目管理精益化水平。

进一步提升公司在特高压交、直流领域的市场地位。高标准高质量实施重大工程建设。加强重大工程项目统一管理，做好生产、供货、调试、服务等各环节工作，保证项目启动和交付任务按计划高质高效完成，做好优质服务。

推进体系建设和管理提升。加强人财物集约化管理，持续推进营销、服务、研发、生产、信息“五大体系”建设，提升基础管理工作。

整体看，公司发展目标明确，发展规划路径切实可行，具有较高的可操作性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留审计意见。公司 2016 年 1~3 月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）编制。2015 年，公司合并范围无变动，主营业务未发生变化，财务数据可比性强。截至 2015 年底，公司合并范围内子公司共 13 家。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 124.87 亿元，负债合计 56.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.72 亿元。2015 年公司实现营业收入 73.46 亿元，净利润（含少数股东损益）8.06 亿元，其中归属于母公司的净利润 7.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.03 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.78 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总计 123.81 亿元，负债合计 54.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.92 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.46 亿元，净利润（含少数股东损益）0.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-2.15 亿元，现金及现金等价物增加额-2.63 亿元。

2. 资产质量

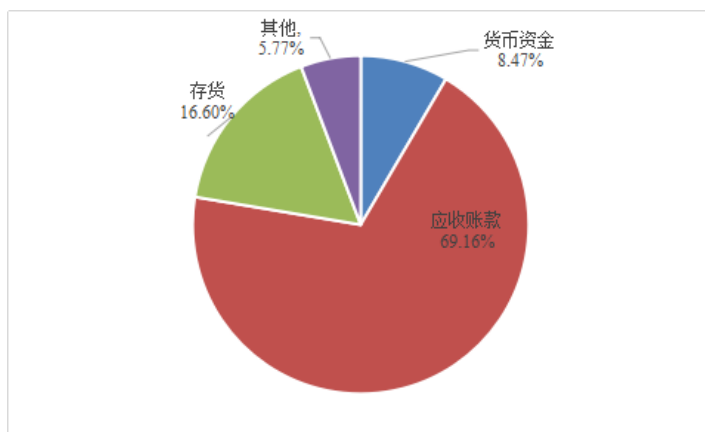
截至 2015 年底，公司资产总额为 124.87 亿元，较年初增长 15.71%，主要系应收账款规模大幅增长所致。资产构成中流动资产占比 87.33%，非流动资产占比 12.67%，较年初基本无变化。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 109.05 亿元，较年初增长 14.98%，主要源于应收账款的增加。公司流动资产主要包括货币资金（占比 8.47%）、应收账款（占比 69.16%）和存货（占比 16.60%）等。

³ EPC 为工程总承包，指公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包。

图3 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

注：其他包括应收票据、预付款项和其他应收款。

截至2015年底，公司货币资金为9.24亿元，较年初增加了11.66%。其中银行存款为8.10亿元，占比为87.67%，其他货币资金为1.14亿元，占比为12.31%，此外尚有少部分库存现金。公司其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金存款和保函保证金存款，使用受到一定限制。

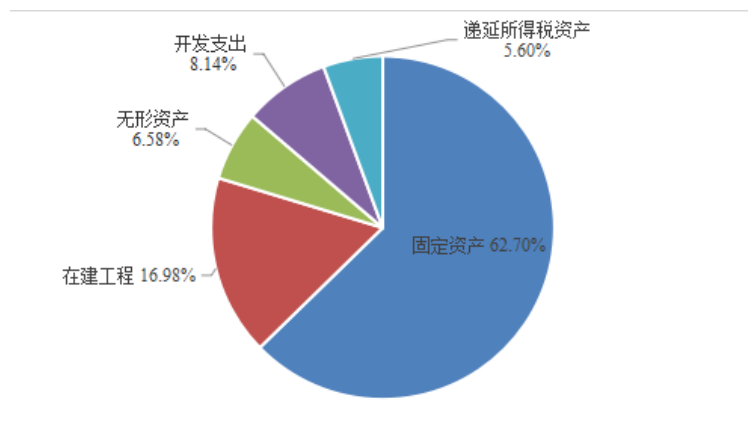
截至2015年底，公司应收账款为75.42亿元，较年初增长20.45%，主要系受国家宏观经济形势影响货款回笼速度放缓导致。公司下游客户主要为许继集团及各大电力公司，且用电设备为买方市场，公司客户话语权较强。应收账款账龄在1年以内的占比为52.30%，1~2年的占比为32.49%，3年及以上的占比为7.80%，账龄在1年以上的应收账款占比较高。公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备，2015年末已累计计提坏账准备6.23亿元，其中2015年计提坏账准备1.90亿元。公司应收账款坏账准备计提较为充足，但仍存在一定坏账风险。公司前五名欠款单位的应收账款合计占应收账款年末余额的比例为48.95%，集中度较高。整体看，公司应收账款规模较大，对运营资金形成占用。

截至2015年底，公司存货为18.10亿元，较年初下降2.49%，主要系公司加强成本管理减少存货持有量导致。存货主要由库存商品（占比57.23%）、在产品（占比23.81%）、原材料（占比18.95%）组成，此外还包括少量周转材料。由于公司采取以销定产方式组织生产，同时多数原材料是由供应商根据公司客户需求定制，因此原材料和库存商品等发生跌价的风险较小，公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产为15.82亿元，较年初增长了21.01%，主要系公司在建工程增长所致。公司非流动资产由固定资产（占比62.70%）、在建工程（占比16.98%）、无形资产（占比6.58%）、开发支出（占比8.14%）和递延所得税资产（占比5.60%）组成。

图 4 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司固定资产为 9.92 亿元，较年初减少 3.63%，主要系部分达到使用年限固定资产报废以及本年计提折旧导致净值的下降所致。公司对固定资产已累计计提折旧 8.50 亿元，固定资产成新率 54.70%，成新率不高。固定资产构成中，房屋及建筑物占比最高（占比 60.53%），机器设备、电子设备和运输工具分别占比 30.23%、8.51%和 0.72%。

截至 2015 年底，公司在建工程为 2.69 亿元，较年初增加 91.23%，主要系智能微电网及新能源控制系统产业化项目、智能变电站系统及状态监测系统产业化项目、特高压直流输电产业化及实验能力建设项目等项目投入增加和许继仪表公司单相表效率提升项目、许继软件公司电力系统控制保护成套设备仿真测试能力提升项目等新增开发项目投入所致。

截至 2015 年底，公司无形资产为 1.04 亿元，较年初增加 35.28%，主要是内部研发资本化形成的专利权，导致无形资产的增加。

截至 2015 年底，公司新增开发支出为 1.29 亿元，主要是对智能二次设备技术研发项目、智能一次设备技术研发项目、配用电技术研发项目等项目的内部开发支出。

截至 2015 年底，公司递延所得税资产为 0.89 亿元，较年初增加 48.61%，主要系公司计提资产减值准备导致递延所得税资产增加所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 123.81 亿元，较年初减少 0.85%，变化幅度不大。其中，流动资产占 87.19%，非流动资产占 12.81%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2015 年，公司资产规模稳步提升，资产结构继续以流动资产为主；流动资产中应收账款金额较大且继续增加，增加了公司资金管理的难度，公司资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

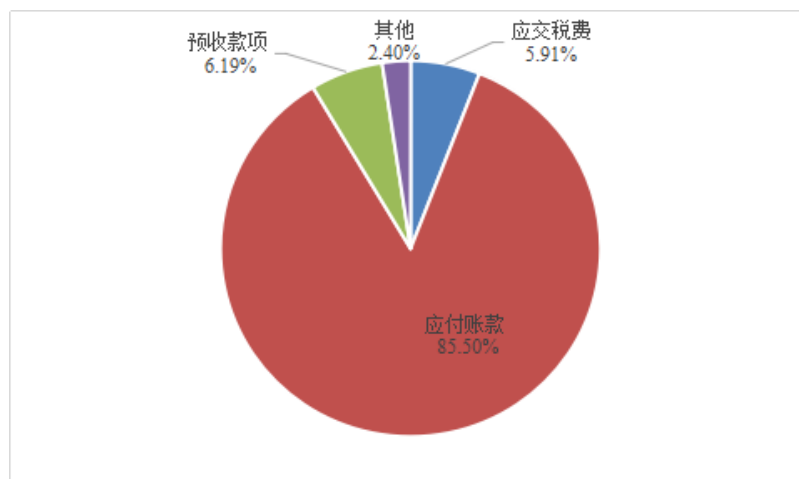
负债

截至 2015 年底，公司负债合计 56.16 亿元，较年初增加了 23.20%，主要系应付账款大幅增加所致。公司负债中流动负债占比为 87.50%，较年初下降了 2.78 个百分点，非流动负债占比为 12.50%。

流动负债

截至 2015 年底，公司流动负债为 49.14 亿元，较年初增加了 27.24%。公司流动负债主要由应付账款（占比 85.50%）、预收款项（占比 6.19%）和应交税费（占比 5.91%）等组成。

图 5 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2015 年末，公司应付账款为 42.01 亿元，较年初增加了 31.30%，主要系公司加大对采购合同付款条件管理，付款速度相对放缓所致。从账龄结构上看，一年以内的应付账款占 95.81%，一年以上的应付账款占 4.19%，账龄以短期为主。

截至 2015 年末，公司预收款项为 3.04 亿元，较年初下降 21.89%，主要原因是公司业务量下滑导致预收产品、设备等款项减少。

截至 2015 年底，公司应交税费为 2.90 亿元，较年增加了 97.04%，主要系应交增值税大幅增长所致。

非流动负债

截至 2015 年底，公司非流动负债为 7.02 亿元，较年初增长 0.81%，变化不大，主要由应付债券（占比 98.98%）构成。

截至 2015 年底，公司应付债券 6.95 亿元，全部为公司于 2011 年发行的 7 亿元公司债券，即 11 许继债。

有息债务方面，2014~2015 年，公司全部债务规模变化不大，截至 2015 年底，公司全部债务合计 7.39 亿元，其中短期债务占比 5.95%，长期债务占比 94.05%，以长期债务为主。

债务比率方面，2014~2015 年，公司资产负债率有所上升，主要是应付账款的大幅增加导致公司负债增长速度超过了资产的增长速度；同时，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均呈现小幅下降趋势。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 44.97%、9.71% 和 9.19%，负债水平较年初有所降低，债务负担处于低水平。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 54.89 亿元，较年初减少 2.25%，主要系流动负债减少所致；全部债务为 7.35 亿元，较年初减少 0.49%，以长期债务为主；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 44.34%、9.64% 和 9.17%，较年初变化不大。

总体看，公司负债以流动负债为主，流动负债中以应付账款为主；公司有息债务变化较小，以长期债务为主，债务负担水平低。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 68.72 亿元，较年初增长 10.23%，主要系未分配利润增长所致，其中归属于母公司所有者权益 62.90 亿元，占所有者权益合计的 91.54%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 14.67%，资本公积占 12.08%，盈余公积占 6.05%，未分配利润占 58.74%。

公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 68.92 亿元，较年初增长 0.30%，其中，股本占比 14.63%，资本公积占比 12.04%，盈余公积占比 6.03%，未分配利润占比 59.09%，均较年初变化幅度不大。

总体看，公司所有者权益有所增加，但未分配利润占比较高，公司整体权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2014~2015，受宏观经济不景气影响，公司产品价格均出现一定程度下滑，公司营业收入有所下降，2015 年公司实现营业收入 73.46 亿元，同比下降 12.12%；净利润 8.06 亿元，同比减少 37.49%，其中，归属于母公司所有者的净利润 7.21 亿元，同比减少 32.16%。

费用控制方面，2015 年公司深化营销体系变革，强化费用管控，销售费用同比下降了 19.82% 至 4.05 亿元；加强费用管控、压缩非生产支出导致管理费用同比下降了 28.16% 至 5.64 亿元；公司缩减贷款规模、优化融资结构，财务费用同比下降了 5.93% 至 0.44 亿元。2015 年公司费用收入比为 13.80%，同比降低 2.21 个百分点，公司费用控制能力有所增强。

2015 年，公司资产减值损失为 1.93 亿元，同比增加了 23.28%，全部为应收款项坏账准备产生的坏账损失。

2015 年，公司营业外收入快速增长，同比增加了 94.57%，主要系政府加大了对公司的补助力度所致。2015 年，公司营业外收入占利润总额的比例为 15.99%，公司对营业外收入依赖性较小。

受宏观经济下行压力加大，市场同行业竞争较为激烈，产品差异化较小的影响，2015 年公司主营业务盈利能力大幅下降。具体来看，公司主营业务毛利率由 2014 年的 34.36% 降至 27.86%；营业利润率由 33.70% 下降至 27.16%；同时，2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 11.72%、8.41% 和 12.30%，各项指标与上年相比分别下降了 9.22 个百分点、5.28 个百分点和 11.18 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.46 亿元，同比增加 15.93%；实现净利润 0.02 亿元，同比增加 60.51%，主要是特高压直流输电项目实现收入较上年同期增加，推动了公司利润的增长。

总体看，2015 年，公司费用控制能力有所增强，虽然公司盈利能力有所下降，但仍处于较好水平。

5. 现金流

从经营活动看，2015 年，公司经营活动产生的现金流净额由净流出转为流入状态，流入净额为 5.03 亿元，主要系公司采购量下降导致支付的现金减少所致。经营性活动现金流入方面，2015 年为 63.58 亿元，同比小幅下降 4.81%，主要受经济下行压力的持续加大，销售商品提供劳务收到的现金小幅减少；经营性活动现金流出方面，2015 年为 58.55 亿元，同比下降 15.00%，主要是购买商品接受劳务收到的现金减少所致。从收入实现质量来看，2015 年公司现金收入比为 79.04%，同比提升了 4.18 个百分点，公司收入实现质量有所上升。

从投资活动看，2015 年固定资产和在建工程现金投资增加导致公司投资活动净现金流为 -2.10 亿元，现金净流出规模同比上升了 76.14%。投资活动流入方面，流入现金全部为公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金 56,190.00 元。

从筹资活动看，公司无筹资活动现金流入，现金流出为公司利润分配增加和偿付债券利息，2015 年公司筹资活动净现金流为 -2.15 亿元，净流出规模同比下降了 14.76%。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金净流出 2.15 亿元，投资活动现金净流出 0.43 亿元，筹资活

动现金净流出 0.05 亿元。

总体看，2015 年，公司经营活动净现金状况有所好转，收入实现质量一般；投资活动力度加大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.22 倍和 1.85 倍，同比分别下降了 0.24 倍和 0.12 倍，主要系流动负债快速增长所致，但仍处于较好水平；2014~2015 年，公司经营现金流动负债比分别为 -5.39% 和 10.24%，经营活动净现金流由净流出转为流入，公司经营现金对流动负债的覆盖能力尚可；公司现金短期债务比分别为 19.73 倍和 24.31 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力增强，对短期债务的覆盖很高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，受 2015 年公司净利润下降影响，2015 年公司 EBITDA 为 10.90 亿元，同比减少 29.97%。2015 年 EBITDA 利息倍数为 22.36 倍，EBITDA 全部债务比为 1.47 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力强；经营现金债务保护倍数为 0.68 倍，经营活动现金流对其全部债务保障能力较弱。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2015 年底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至 2015 年底，公司无对外担保情况。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2016 年 04 月 07 日，未结清贷款中无关注类贷款，已结清贷款中，均已正常收回，过往债务履约情况良好。

公司与各商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年 3 月 31 日，公司已获银行授信额度 28.00 亿元，全部未使用，公司间接融资能力强。

总体看，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 10.70 亿元，约为“11 许继债”本金（7 亿元）的 1.53 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 68.72 亿元，约为债券本金（7 亿元）的 9.82 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“11 许继债”的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 10.90 亿元，约为债券本金（7 亿元）的 1.56 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 63.58 亿元，约为债券本金合计（7 亿元）的 9.08 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内电力装备行业的大型骨干和龙头企业，在技术研发、产品配套、品牌影响力等方面优势明显，公司对“11 许继债”的偿还能力很强。

八、综合评价

2015 年，我国电网建设和轨道交通建设继续保持较大规模。公司作为国内电力装备行业的大型骨干和龙头企业，在输配电领域继续保持领先地位。

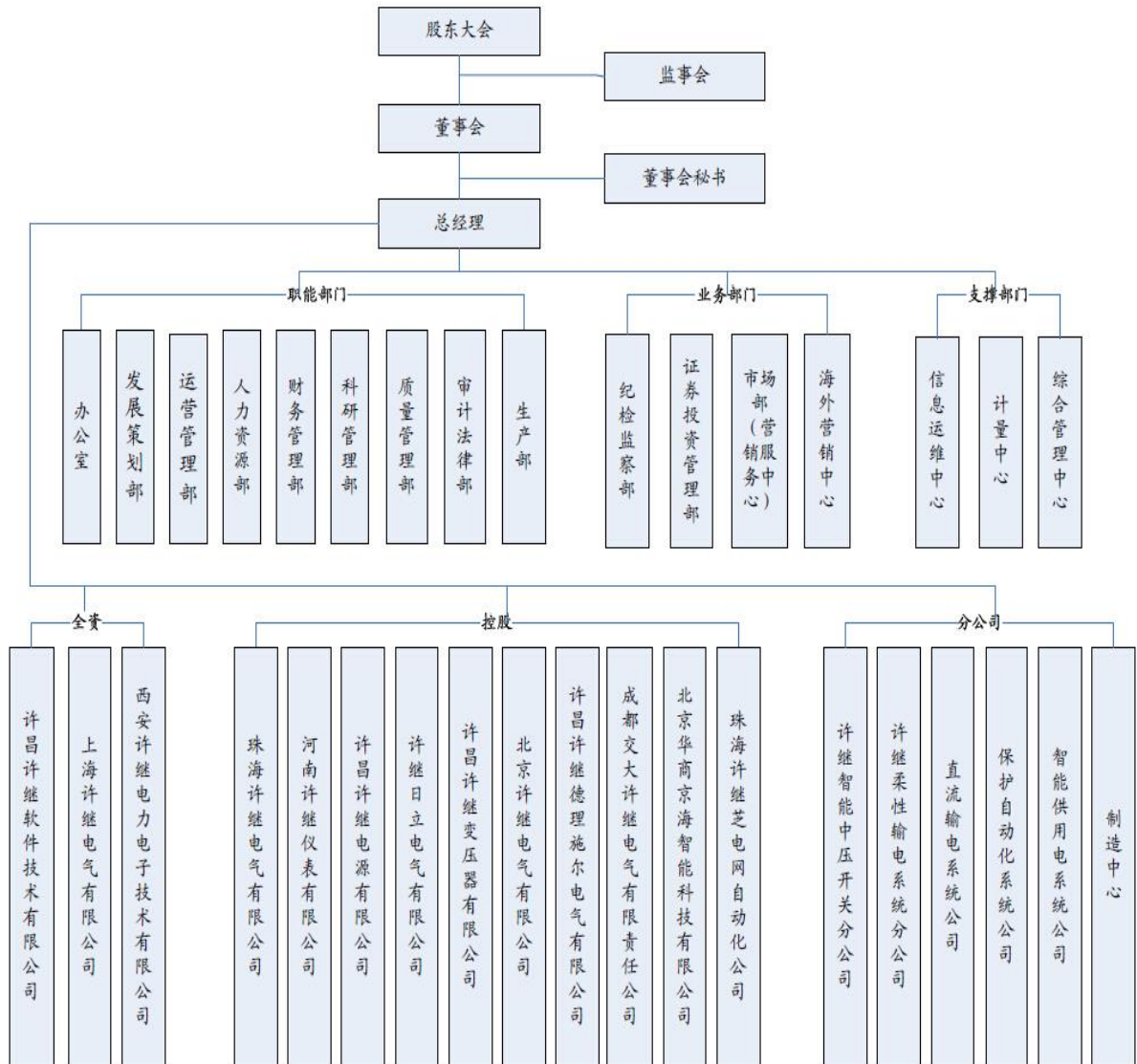
2015 年，公司加强科研创新能力，在引进国外先进技术的基础上，构建了完整的产品研发体系；公司成功中标国家电网多个项目，为可持续发展提供了良好保障；公司债务负担很轻，并保持了很

强的偿债能力。联合评级同时也关注到输配电设备制造行业竞争激烈、公司产品毛利率呈现下滑态势、盈利水平有所减弱、应收账款规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到中国输配电及控制设备制造行业良好的成长性；未来，电网建设和轨道交通建设规模将不断扩大，公司有望继续保持在行业中的领先地位，联合评级对公司评级展望维持为“稳定”。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“11许继债”债项“AA”的信用等级。

附件 1 许继电气股份有限公司组织架构图



附件 2 许继电气股份有限公司

主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年1~3年
资产总额（亿元）	107.92	124.87	123.81
所有者权益（亿元）	62.34	68.72	68.92
短期债务（亿元）	0.47	0.44	0.40
长期债务（亿元）	6.94	6.95	6.95
全部债务（亿元）	7.41	7.39	7.35
营业收入（亿元）	83.59	73.46	9.46
净利润（亿元）	12.89	8.06	0.20
EBITDA（亿元）	15.56	10.90	--
经营性净现金流（亿元）	-2.08	5.03	2.15
应收账款周转次数（次）	30.91	1.69	--
存货周转次数（次）	5.91	2.89	--
总资产周转次数（次）	1.55	0.63	0.08
现金收入比率（%）	74.86	79.04	122.71
总资本收益率（%）	20.94	11.72	0.27
总资产报酬率（%）	13.68	8.41	0.28
净资产收益率（%）	23.48	12.30	0.30
主营业务毛利率（%）	34.36	27.86	26.60
营业利润率（%）	33.70	27.16	26.60
费用收入比（%）	16.01	13.80	21.67
资产负债率（%）	42.23	44.97	44.34
全部债务资本化比率（%）	10.62	9.71	9.64
长期债务资本化比率（%）	10.01	9.19	9.17
EBITDA利息倍数（倍）	29.01	22.36	--
EBITDA全部债务比（倍）	2.10	1.47	--
流动比率（倍）	2.46	2.22	2.26
速动比率（倍）	1.98	1.85	1.82
现金短期债务比（倍）	19.73	24.31	19.16
经营现金流动负债比率（%）	-5.39	10.24	-4.50
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.22	1.56	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。
 2、2015年1~3月财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。