

跟踪评级公告

联合[2018]593号

许继电气股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“11 许继债”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 五月 二十三日

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 2018 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

债项信用等级

| 债券简称 | 发行规模 | 发行期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|--------|------|------|--------|--------|-----------------|
| 11 许继债 | 7 亿元 | 7 年 | AA | AA+ | 2017 年 5 月 24 日 |

跟踪评级时间：2018 年 5 月 23 日

主要财务数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元) | 143.01 | 153.09 | 145.04 |
| 所有者权益 (亿元) | 75.51 | 81.25 | 81.49 |
| 长期债务 (亿元) | 6.97 | 0.00 | 0.00 |
| 全部债务 (亿元) | 9.98 | 7.67 | 7.53 |
| 营业收入 (亿元) | 96.07 | 103.31 | 8.95 |
| 净利润 (亿元) | 9.40 | 6.82 | 0.25 |
| EBITDA (亿元) | 12.55 | 9.86 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 12.47 | -0.35 | -3.06 |
| 营业利润率 (%) | 22.69 | 19.78 | 23.09 |
| 净资产收益率 (%) | 13.04 | 8.70 | 0.31 |
| 资产负债率 (%) | 47.20 | 46.93 | 43.81 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 11.67 | 8.63 | 8.46 |
| 流动比率 (倍) | 2.04 | 1.83 | 1.95 |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 1.26 | 1.29 | -- |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 25.38 | 18.88 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 1.79 | 1.41 | -- |

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2018 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2017 年，我国电网建设投资和轨道交通投资维持在较大规模。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，技术研发能力突出，产品横跨一二次、高中压、交直流装备领域，能够提供整体系统解决方案，在输配电领域继续保持领先地位。2017 年，公司营业收入实现增长；成功中标巴基斯坦默拉、土耳其凡城等海外重大直流换流站项目；成功研制了国际领先的柔性直流换流阀等重大装备，在特高压、智能电网领域实现了重大技术突破；公司整体债务负担很轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到输配电及控制设备制造行业原材料价格上升、市场竞争激烈、公司盈利水平有所减弱、关联交易规模较大以及应收账款对资金形成占用等因素可能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，随着特高压建设、配电网建设和“一带一路”战略实施，国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）未来招标更加注重产品质量和一二三次设备融合，以及公司积极拓展节能环保、智慧城市、智能制造、先进储能、军工全电化五类新兴业务，公司收入及盈利规模有望进一步提升。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时上调“11 许继债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2017 年，我国电网建设投资和轨道交通投资维持在较大规模，随着特高压建设、配电网建设和“一带一路”战略实施，公司发展处于战略机遇期。

2. 2017 年，公司通过产研合作和示范项目

建设，加快发展节能环保、智慧城市、智能制造、先进储能、军工全电化五类与原有业务紧密相关的新兴业务，前景较好。

3. 公司产品横跨一二次、高中压、交直流装备领域，能够为客户提供系统解决方案；随着国家电网招标更加注重产品质量和一二次设备融合，公司竞争优势增强。

4. 2017年，公司成功研制了国际领先的柔性直流换流阀等重大装备，在特高压、智能电网领域实现了重大技术突破，为可持续发展提供了良好保障。

5. 2017年，公司资产和收入规模保持增长，整体债务负担很轻，偿债能力很强。

关注

1. 输配电设备制造行业竞争激烈，输配电及控制设备制造行业原材料价格上升，对公司产品毛利率带来不利影响。

2. 公司应收账款数额较大，对公司营运资金形成明显占用。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

范琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@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。

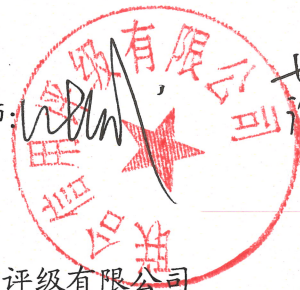
本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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:



联合信用评级有限公司

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.SZ”，股票简称“许继电气”。后经过历次增发、配股等，截至2017年底，公司总股本为100,832.73万股，许继集团持有公司41.28%的股份，为公司的控股股东，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

图1 截至2017年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司经营范围无变化。截至2017年底，公司下辖13个全资或控股子公司（见附件1）；公司本部新设技术中心、中试部以及营销服务中心3个部门，并调整综合办公室为综合办公室（党委办公室）、人力资源部为党委组织部（人力资源部）；公司本部目前共有综合办公室（党委办公室）、党建工作部、证券投资管理部、财务管理部、党委组织部（人力资源部）、审计法律部、科研管理部、质量管理部、计量中心、信息运维中心、后勤服务中心、技术中心、中试部、营销服务中心等14个职能部门；拥有在职员工5,662人。

截至2017年底，公司合并资产总额153.09亿元，负债合计71.84亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.25亿元，其中归属于母公司所有者权益合计75.76亿元；2017年，公司实现营业收入103.31亿元，净利润（含少数股东损益）6.82亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.14亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.35亿元，现金及现金等价物净增加额-4.72亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额145.04亿元，负债合计63.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.49亿元，其中归属于母公司所有者权益合计76.03亿元；2018年1~3月，公司实现营业收入8.95亿元，净利润（含少数股东损益）0.25亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.28亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.06亿元，现金及现金等价物净增加额-3.33亿元。

公司注册地址：河南省许昌市许继大道1298号；法定代表人：张旭升。

二、债券发行及募集资金使用情况

“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 年末公司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.SZ”。

2017 年 11 月 30 日，公司已支付自 2016 年 12 月 1 日至 2017 年 11 月 30 日的本期债券利息共计 4,725.00 万元。

截至 2017 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

1. 行业概况

输配电及控制设备制造行业的发展与社会用电需求息息相关，受国民经济影响较大，也是国民经济发展中重要的装备工业之一，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。

从社会用电需求来看，2017 年我国全社会电力消费增速回升，电力供应总体宽松；全社会用电量 63,077 亿千瓦时，同比增长 6.57%，较上年提高 1.56 个百分点；一、二、三产用电占比分别为 2.12%、81.67%和 16.21%，三次产业用电结构与上年基本一致；同时，我国第三产业和城乡居民一直保持着较高的用电需求增速。

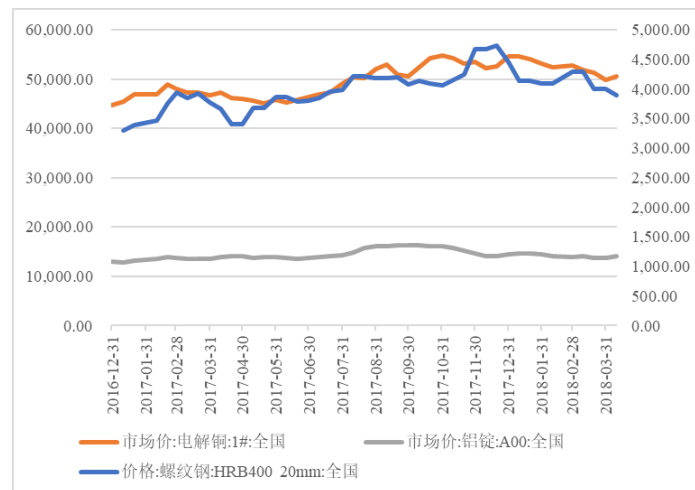
从行业下游需求来看，近年来行业主要增长助力来自电力系统发展和轨道交通建设。电力系统发展方面，截至 2017 年底，我国电网基本建设投资完成额为 5,314.67 亿元，同比降低 2.15%，变化不大；全国发电装机容量 17.80 亿千瓦，同比增长 7.60%。2017 年，我国全口径发电量 64,179 亿千瓦时，同比增长 1.60 个百分点；全年发电设备平均利用小时数为 3,786 小时，同比降低 11 小时；其中，全年火电设备平均利用小时数为 4,209 小时，同比增加 23 小时。2017 年，我国加快推进特高压与配电网建设，特高压投产规模创历史新高，建成“两交五直”特高压工程，纳入国家大气污染防治行动计划的“四交四直”工程全面竣工，新增跨区跨省输电能力超过 5,000 万千瓦。根据国家电网 2018 年工作会议精神，2018 年国家电网的建设重点为推进以特高压为骨干网架的坚强智能电网建设和打造一流现代化配电网。轨道交通建设方面，近年来我国大中城市地铁和中西部铁路建设投资规模较大，2015~2017 年中国铁路总公司分别完成全国铁路固定资产投资 8,238.00 亿元、8,015.00 亿元，8,010.00 亿元。截至 2017 年底，全国铁路营业里程达 12.70 万公里，其中高铁 2.50 万公里，占世界高铁总量的 66.30%。根据中国铁路总公司的规划，到 2025 年铁路网规模将达到 17.5 万公里左右，其中高铁 3.8 万公里左右。轨道交通基础设施建设投资保持在较大规模为我国输配电设备制造企业创造了难得的发展机遇。

从下游客户来看，输配电及控制设备制造行业下游主要有国内电网企业与“一带一路”沿线国家。国内电网企业包括国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）和中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”），两大企业长期处于垄断地位。由于近年来招投标价格持续下滑，以及中低端产品同质化、供过于求的情况较为严重，导致行业毛利率持续降低；但 2017 年以来，国家电

网公司对电力设备的质量要求不断提高，同时越来越强调整站招标、一二次融合和系统解决方案，为产品覆盖一二次设备、能够提出系统解决方案的行业内企业创造了新的战略机遇。此外，“一带一路”战略和中国装备“走出去”战略也为输配电及控制设备制造行业带来新的发展机遇。截至 2017 年底，国家电网承建了大批“一带一路”沿线地区的国家级电网项目，境外工程累计合同额近 400 亿美元，带动我国电力装备出口到 80 多个国家和地区。据国家电网初步统计，“一带一路”沿线国家在 2018~2022 年的电力投资需求将达 1.5 万亿美元；南亚和非洲地区还有 10 亿无电人口，中东欧地区电力设施亟须升级改造，西亚地区能源转型需求迫切；面临巨大投资需求，国家电网将进一步在“一带一路”重点国家开拓市场，促进各国能源资源开发互补，利于国内产能的释放。

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、有色金属（主要是铜、铝）及非金属材料等大宗商品。2017 年，我国钢、铜、铝价格均有不同程度的上涨，截至 2017 年底，我国螺纹钢价格为 4,452.00 元/吨，较年初增长 34.79%；电解铜价格为 54,539.30 元/吨，较年初增长 21.93%；铝锭（A00）价格为 14,393.10 元/吨，较年初增长 11.06%。

图 2 2017 年以来我国铜、铝及钢材价格走势（单位：元/吨）



资料来源: Wind

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。尤其在低端市场有大量企业涉足，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。

总体看，随着智能电网、现代化配电网、轨道交通投资和“一带一路”战略的不断推进，将给输配电及控制设备制造行业带来商机。但是，输配电及控制设备行业产能过剩、利润下滑、行业内企业较多且同质化较严重，未来行业竞争将更为激烈。此外，不断攀升的钢、铜、铝等原材料价格对行业内企业的成本控制能力形成挑战。

2. 行业政策

2017 年，国家相继出台电力体制改革、输配电行业发展、电网规划建设以及能源互联网等方面的政策。

2017 年 7 月 24 日，发改委、能源局印发《推进并网型微电网建设试行办法》，就推进并网型微电网建设进行了相关部署。2017 年 8 月 22 日，发改委办公厅印发《关于全面推进跨省跨区和区域电网输电价格改革工作的通知》，决定在省级电网输配电价改革全覆盖的基础上，开展跨省跨区

输电价格核定工作，建立科学合理的输配电价形成机制，促进跨省跨区电力市场交易。2017年9月26日，发改委、工信部、财政部、住建部、国资委、能源局六部门联合印发了《关于深入推进供给侧结构性改革做好新形势下电力需求侧管理工作的通知》，从需求侧促进可再生能源电力的有效消纳利用。此外，能源局还支持了一系列微电网、能源互联网、风光水火储多能互补集成优化示范工程。2018年2月9日，国家电网公司发布《关于提升采购设备质量的若干意见》，指出“选好设备、选优设备”是质量强网、实现发展质量转型的关键，将从各方面围绕“提升采购设备质量”全方位开展工作，保障电网和设备本质安全；这一举措意味着未来招标将更加注重产品质量，对电力设备企业的技术门槛提出了更高要求。

总体看，国家电力体制改革市场化程度加深，国家电网提出“选好设备、选优设备”的要求，对电力设备企业的技术门槛提出了更高要求，有助于支撑电力行业良性持续发展。

3. 行业关注

(1) 行业利润受原材料价格的影响较大

2017年以来，钢、铜、铝等原材料的价格上涨较快，若成本无法转嫁至下游，将对企业的成本控制能力和盈利能力造成较大影响。

(2) 市场竞争激烈

我国中低端变压器以及电线电缆企业众多，且规模小、行业集中度低，产业高度分散，不仅很难取得规模经济效益，而且行业市场秩序较为紊乱，加剧了生产能力过剩和市场的过度竞争状况，对整个行业的发展造成了不利的影响。

(3) 产业政策变动的风险

我国正处于快速工业化、信息化、城镇化发展的进程中，电力行业投资和轨道交通投资持续快速增长。如果未来国家发展政策发生转变、投资需求减少，将会对行业成长性造成一定影响。

4. 行业发展

我国电网投资长期存在“重电源、轻电网，重输电、轻配网”的情况，但随着电改、配电网建设改造行动计划、增量配网等一系列配网政策在全国范围内推广落地，配电网建设正呈现加速态势，近年来配网投资成为电网投资重心，一二次设备融合技术成为建设工作中的关键环节。根据国家能源局制订的《配电网建设改造行动计划（2015~2020年）》，2015~2020年，配电网建设改造投资不低于2万亿元，其中2015年投资不低于3,000亿元，平均每年3,400亿元应用于配电领域中。预计到2020年，高压配电网变电容量将达到21亿千伏安、线路长度将达到101万千米，中压公用配变电容量将达到11.5亿千伏安、线路长度将达到404万千米。

同时，伴随着国家“一带一路”战略的不断深入，将推动设备供应商向海外输变电工程服务商转型，设备企业有机会参与到海外特高压线路、增量配网的投资、建设、运营，以及提供后续的用户相关的增值服务。

总体看，未来智能电网、配电网建设的深入推进以及海外电力市场的不断开拓，将对电力设备行业发展起到支撑作用。

四、管理分析

跟踪期内，因工作调动和分工变动等原因，公司3名董事（1名董事长、2名董事）、1名监事

会主席分别辞任职务，但公司均已对以上职务进行了选举，并相应补充了人员。

表1 2017年公司董事、监事变动情况

| 姓名 | 原任职务 | 类型 | 日期 | 原因 |
|-----|-------|----|-------------|-----------------------------|
| 张旭升 | 监事会主席 | 任免 | 2017年8月21日 | 因工作分工变动，张旭升先生辞去公司监事会主席及监事职务 |
| 冷俊 | 董事长 | 离任 | 2017年10月19日 | 因工作调动，冷俊先生辞去公司董事长及董事职务 |
| 肖忠文 | 董事 | 离任 | 2017年08月21日 | 因工作调动，肖忠文先生不再担任公司董事 |
| 张新昌 | 董事 | 任免 | 2017年08月21日 | 因工作分工变动，张新昌先生不再担任公司董事 |

资料来源：公司年报

公司新任董事长张旭升先生，1966年4月生，中共党员，大学学历，浙江大学硕士学位，高级工程师。历任浙江省电力试验研究所总工程师、副所长、党委委员，科技信息部主任，浙江省电力调度通信中心主任、党委副书记，浙江省电力公司总经理助理、办公室主任，国家电网公司华北分部总工程师、华北电网有限公司总工程师、华北电网有限公司冀北电力公司总工程师，国网冀北电力有限公司总工程师、副总经理、党组成员，国家电网公司安全监察质量部副主任，许继集团有限公司党委书记、副总经理，许继集团有限公司董事、总经理、党委副书记，公司监事会主席。2017年9月起任公司董事，2017年10月起任许继集团有限公司董事长、党委书记、公司董事长。

公司新任监事会主席张新昌先生，1962年3月生，大学学历，学士学位，教授级高级工程师。历任许昌继电器研究所主设备研究室主任工程师，公司科研处处长、副总经理、总经理，2011年6月至2017年8月任公司董事。2016年4月起任许继集团有限公司副总经理，2017年9月起任公司监事会主席。

跟踪期内，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；公司经营战略未发生重大变动。

总体看，公司跟踪期内管理层发生一定变动，但管理制度、部门结构、经营战略较为稳定，对公司经营管理影响不大。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事电力系统一次设备和二次设备的研制、生产与销售。随着公司产业布局的持续优化，公司各板块业务收入持续增长，2017年公司实现营业收入103.31亿元，同比增长7.53%；实现净利润6.82亿元，同比降低27.51%。2017年，公司实现主营业务收入102.97亿元，占营业收入的比重为99.68%，主营业务突出。

从收入构成来看，2017年，公司智能变配电系统收入实现收入37.39亿元，较上年变化不大，当年度该板块收入占营业收入比例持续保持在较高水平，达36.19%，较上年略有降低；直流输电系统实现收入27.48亿元，较上年增长72.66%，占比为26.60%，较上年提升10.03个百分点，主要系公司直流特高压订单集中交付所致；智能中压供用电设备实现收入15.59亿元，较上年降低10.14%，占比15.09%；智能电表业务实现收入12.15亿元，占比11.76%，较上年变化不大；电动汽车智能充换电系统和EMS加工服务及其它业务占比相对较小，2017年分别实现收入6.95亿元和3.75亿元，占比分别为6.73%和3.63%。

从毛利率来看，受大宗有色金属价格上涨和产品结构变化的影响，除智能电表外，公司主要产

品毛利率出现不同程度的下降。2017年，智能变配电系统、直流输电系统、智能中压供用电设备、电动汽车智能充换电系统和EMS加工服务及其它业务板块毛利率分别为20.85%、34.98%、6.53%、12.47%和5.42%，分别较上年降低3.64个百分点、12.40个百分点、3.48个百分点、8.48个百分点、0.79个百分点。2017年，智能电表板块毛利率为14.90%，较上年上升1.23个百分点。由于公司大部分主要产品毛利率呈下滑态势，2017年公司产品综合毛利率为20.62%，较上年降低2.65个百分点。

表2 2016~2017年公司营业收入情况(单位:万元、%)

| 项 目 | 2016年 | | | 2017年 | | |
|-------------|-------------------|---------------|--------------|---------------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 智能变配电系统 | 380,110.51 | 39.57 | 24.49 | 373,899.61 | 36.19 | 20.85 |
| 直流输电系统 | 159,153.82 | 16.57 | 47.38 | 274,797.22 | 26.60 | 34.98 |
| 智能中压供用电设备 | 173,468.33 | 18.06 | 10.01 | 155,871.08 | 15.09 | 6.53 |
| 智能电表 | 121,417.30 | 12.64 | 13.67 | 121,453.95 | 11.76 | 14.90 |
| 电动汽车智能充换电系统 | 89,709.58 | 9.34 | 20.95 | 69,517.73 | 6.73 | 12.47 |
| EMS加工服务及其它 | 36,841.42 | 3.83 | 6.21 | 37,532.53 | 3.63 | 5.42 |
| 合计 | 960,700.96 | 100.00 | 23.27 | 1,033,072.11 | 100.00 | 20.62 |

资料来源:公司年报

2018年1~3月,公司实现营业收入8.95亿元,较上年同期降低21.05%;实现净利润0.25亿元,较上年同期降低51.64%,主要系去年同期公司确认鲁西背靠背扩建工程项目收入,而本期公司尚未有特高压项目收入确认所致。

总体看,2017年,公司营业收入实现增长,但受原材料涨价和产品结构变化的影响,公司大部分主要产品毛利率均出现了不同程度下降。

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。2017年,钢材、有色金属市场价格继续大幅上涨,增加了公司的采购成本。受此影响,2017年公司年度采购总额为75.34亿元,同比增长16.82%。

从采购情况看,2017年,公司向前五名供应商的采购金额合计为21.37亿元,占年度采购总额的比例为28.36%,较2016年上升6.58个百分点,采购集中度进一步提升。

表3 2017年公司前五大供应商情况(单位:万元、%)

| 供应商名称 | 采购额 | 占比 |
|------------|-------------------|--------------|
| 许继集团及其所属企业 | 128,840.03 | 17.10 |
| 国家电网及其所属企业 | 36,456.68 | 4.84 |
| 供应商1 | 19,400.21 | 2.58 |
| 供应商2 | 16,109.74 | 2.14 |
| 供应商3 | 12,855.79 | 1.71 |
| 合计 | 213,662.44 | 28.36 |

资料来源:公司年报

从产量上看，随着公司直流特高压输电系统订单持续结转、配电自动化中标合同增加以及加大海外市场开拓力度，公司主要产品产量进一步增加，2017年产量为10,132,985台套，同比增长12.01%；公司已签订的重大合同中，均按照工程进度正常履行。

总体看，受公司直流特高压订单结转、中标合同增加以及海外市场开拓力度加大的影响，2017年公司产品产量有所增长；已签订重大合同均按照进度正常履行。

3. 市场销售

2017年，公司坚持技术营销、质量营销和服务营销，加强国内外市场开拓。传统市场方面，公司仪表产品中标份额提升，保护自动化地位较为稳固；重大工程组织管理方面，重视设备质量和优质服务，实现扎鲁特-青州、榆横-潍坊、锡盟-泰州等特高压工程顺利投运；国际业务方面，2017年先后中标巴基斯坦默拉、土耳其凡城的换流阀、直流保护等核心设备等项目，实现高端直流装备海外市场突破，为公司业务的可持续发展创造了良好的条件。同时，公司还在进一步巩固特高压、智能电网业务的领先优势基础上，推进高端装备持续升级，加快发展现代服务业。实现整站检修、二次设备隐患治理、配网区域代维等业务较快增长。

目前公司销售主要面向国内市场，其中以华东、华中、西北和西南为主销售区域，其他地区业务量占比较小。

表4 2016~2017年公司营业收入分地区情况（单位：万元、%）

| 地区 | 2016年 | | 2017年 | |
|-----------|-------------------|---------------|---------------------|---------------|
| | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 |
| 华东 | 337,259.44 | 35.11 | 334,288.09 | 32.36 |
| 华中 | 253,507.39 | 26.39 | 212,504.15 | 20.57 |
| 西北 | 44,430.07 | 4.62 | 190,217.91 | 18.41 |
| 西南 | 40,398.10 | 4.21 | 119,864.09 | 11.60 |
| 华北 | 182,346.72 | 18.98 | 91,436.05 | 8.85 |
| 华南 | 73,301.56 | 7.63 | 49,417.87 | 4.78 |
| 东北 | 29,327.73 | 3.05 | 35,322.53 | 3.42 |
| 国际 | 129.95 | 0.01 | 21.42 | 0.00 |
| 合计 | 960,700.96 | 100.00 | 1,033,072.11 | 100.00 |

资料来源：公司年报

公司客户主要为国家电网及其所属企业、许继集团及其所属企业，从客户集中度看，2017年公司对前五大客户销售实现收入74.57亿元，占年度销售总额比例为72.18%，较上年降低了0.83个百分点，但销售集中度仍处于较高水平。公司第一大客户为国家电网及其所属企业，销售额占比达到33.92%；第二大客户为控股股东许继集团，销售额占比达到32.15%。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。2017年，国网招投标的价格不及预期，加上行业竞争激烈化，公司主要产品价格有所降低。

表5 2017年公司前五大客户情况（单位：万元、%）

| 客户名称 | 销售额 | 占比 |
|------------|------------|-------|
| 国家电网及其所属企业 | 350,428.94 | 33.92 |
| 许继集团及其所属企业 | 332,131.10 | 32.15 |

| | | |
|-----------|-------------------|--------------|
| 客户 1 | 31,252.01 | 3.03 |
| 客户 2 | 24,142.21 | 2.34 |
| 客户 3 | 7,750.84 | 0.75 |
| 合计 | 745,705.12 | 72.18 |

资料来源：公司年报

总体看，2017 年，公司产品销售仍主要面向国内市场，并逐步尝试海外市场突破；客户集中度仍属较高，对国家电网和控股股东销售额占比较高。

4. 技术研发

跟踪期内，公司围绕核心业务开展各项研发项目。在特高压、智能电网等重点领域，成功研制了国际领先的±800 千伏/5000 兆瓦、±535 千伏/3000 兆瓦柔性直流换流阀、大电网系统保护精准负荷控制系统等重大装备。研制了新一代配电自动化主站系统、就地化/小型化变电站保护装置、高密度功率电动汽车充换电系统等一系列关键产品。2017 年，公司获得国家科学技术进步奖特等奖 1 项、省部级科技奖励 15 项；申请专利 549 项，其中发明专利 421 项；授权专利 29 项。

截至 2017 年底，公司拥有研发人员 2,103 人，占全公司员工的比例为 37.14%，较上年变化不大；当期研发投入金额为 4.91 亿元，占营业收入的比例为 4.75%，较上年降低了 0.04 个百分点，变化不大。

总体看，公司重视技术研发，2017 年在特高压、智能电网领域有重大突破，取得了国家级重大奖项，为未来发展提供了良好的技术支撑。

5. 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：公司向关联方采购主要是接受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。公司向关联方采购、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，2017 年，公司向关联方许继集团、国家电网及其所属企业等采购、接受劳务的金额合计 16.81 亿元，占营业成本的比重为 20.50%，较 2016 年有所上升；向关联方许继集团及其子公司、国家电网及其所属企业等销售商品的金额合计 68.26 亿元，占营业收入的比重为 66.07%，较 2016 年略有降低。

表6 2016~2017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 |
| 2016 年 | 942,39.07 | 12.78 | 668,751.55 | 69.61 |
| 2017 年 | 168,126.89 | 20.50 | 682,560.05 | 66.07 |

资料来源：公司年报

总体看，公司关联交易金额较大，虽然符合公司业务与行业特点，能够降低公司运营成本，但仍存在一定关联交易风险。

6. 经营效率

2017 年，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 1.11 次、4.46 次和 0.70

次，较 2016 年分别降低了 0.04 个百分点、上升了 0.51 个百分点和降低了 0.02 个百分点，变化不大。从同行业上市公司比较情况看，受应收账款增加影响，公司应收账款周转率处于行业中下游水平，存货周转率和总资产周转率处于行业中上游水平，整体在同行业中处于中上游水平。

表7 2017年电气设备类上市公司经营效率指标（单位：次）

| 证券代码 | 公司简称 | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 总资产周转率 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 600312.SH | 平高电气 | 1.14 | 2.26 | 0.48 |
| 600550.SH | 保变电气 | 1.59 | 2.88 | 0.46 |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 1.91 | 4.45 | 0.75 |
| 601727.SZ | 上海电气 | 2.22 | 2.15 | 0.42 |
| 000400.SZ | 许继电气 | 1.17 | 4.46 | 0.69 |

资料来源：Wind；

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，2017 年公司经营效率较上年变化不大，整体在同行业中处于中上游水平。

7. 经营关注

（1）市场竞争风险

公司通过持续自主创新，打破国外垄断控制，企业竞争力显著增强，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，以及国内企业不断成长，细分市场领域的资金门槛和资质壁垒逐渐降低，导致电气机械和器材制造业市场竞争加剧，可能对公司的经营业绩造成一定的不利影响。

（2）原材料价格波动风险

电力输配电及控制设备制造行业产品成本构成中，钢材、有色金属、非金属材料等原材料占总成本的比重较大。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。2017 年，我国钢材、有色金属产品价格持续上涨，提升了公司的采购成本，给公司成本控制带来一定压力。

（3）政策变动风险

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。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，国家电力投资的力度直接影响输配电行业的发展规模。

8. 未来发展

公司发展布局为：在聚焦特高压、智能电网、新能源、电动汽车充换电、轨道交通及工业智能化五大核心业务的基础上，拓展节能环保、智慧城市、智能制造、先进储能、军工全电化五类新兴业务。

随着我国经济保持中高速增长，以及“一带一路”、“中国制造 2025”、能源革命、“互联网+”及全球能源互联网战略的持续实施，在产品领先、服务驱动、“互联网+”以及国际化战略的指引下，公司 2018 年将加快推广整站检修、运维检修、工程总包、设备租赁等现代服务业，并加快发展先进储能、智能制造、智能运检等新业务，通过产研合作和示范项目建设，抢占产业发展制高点，具体包括：

在产业发展方面，推进特高压、智能用电等业务和相关单位转型；加快推广整站检修、运维检修、工程总包、设备租赁等现代服务业；加快发展节能环保、智慧城市、智能制造、先进储能、军

工全电化五类新业务；持续进行关键技术研究，推进重大技术装备攻关。

在经营管理方面，加强安全质量管理，落实安全生产责任制；深化营销服务变革，通过深挖一次设备潜力、创新系统解决方案和商业模式、加快网外市场开拓等维度持续提升电网领域市场；通过深入推进降本增效，健全完善激励机制等不断提升公司的市场效益和竞争力。

在国际化业务方面，在巴基斯坦默拉、土耳其凡城已中标项目的基础上，通过加强国际营销资源整合、加强国际配套项目开拓、加快推进产品国际化研发等途径，进一步推动优势技术装备输出；并进一步完善风险防范机制，提升对政治安全、汇率波动、合同履约等风险的识别和防控能力。

总体看，公司发展战略清晰，在保持固有优势领域和持续进行关键研究的基础上，拓展的先进储能、智能制造、智能运检等新业务与原有业务紧密相关，产研合作和示范项目建设等实现路径合理，经营管理高效，国际化业务有序推进且取得初步成果，公司市场效益与竞争力提升可期。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则、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，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。

从合并范围变化上看，2017 年，公司合并范围无变更。截至 2017 年底，共有 14 家子公司纳入合并财务报表范围；公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 153.09 亿元，负债合计 71.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 75.76 亿元；2017 年公司实现营业收入 103.31 亿元，净利润（含少数股东损益）6.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 6.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.35 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.72 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 145.04 亿元，负债合计 63.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 76.03 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.95 亿元，净利润（含少数股东损益）0.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.06 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.33 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额 153.09 亿元，较年初增长 7.05%，主要系固定资产、无形资产等非流动资产增长所致；其中流动资产和非流动资产占比分别为 85.81% 和 14.19%，仍以流动资产为主，较年初相比资产结构变化不大。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 131.36 亿元，较年初增长 6.55%，主要系应收账款有所增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 10.21%）、应收账款（占比 69.45%）和存货（占比 13.32%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 13.42 亿元，较年初降低 25.62%，主要系当年大项目回款减少所致。截至 2017 年底，公司货币资金主要由银行存款（占比 91.70%）和其他货币资金（占比 8.30%）

构成。公司其他货币资金全部为受限的货币资金，共计 1.11 亿元，主要为银行承兑汇票保证金存款和保函保证金存款。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 91.24 亿元，较年初增长 17.01%，主要系特高压产品先行销售给许继集团，货款尚未回流所致。其中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额为 99.05 亿元，由于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，因此应收账款账龄普遍较长，其中 1 年以内的占比为 64.75%，1~2 年的占比为 18.32%，2~3 年的占比 6.78%，3 年以上的占比 10.15%。公司累计计提坏账准备 9.40 亿元，计提比例 9.34%。从集中度上看，公司应收账款期末余额前五单位占比 47.13%，集中度较高，考虑到公司主要客户为母公司许继集团和国家电网及其相关企业，与公司合作多年且信誉良好，坏账风险较小。整体看，公司应收账款规模较大，对运营资金形成占用。

表8 2017年公司应收账款前五大单位情况（单位：万元、%）

| 单位名称 | 账面余额 | 占比 | 坏账准备 |
|-----------------|-------------------|--------------|------------------|
| 许继集团有限公司 | 382,432.26 | 80.63% | 23,028.61 |
| 国网江苏省电力有限公司 | 37,208.60 | 7.84% | 3,024.87 |
| 国网湖北省电力有限公司物资公司 | 21,079.67 | 4.44% | 1,253.95 |
| 国网河南省电力公司 | 20,163.97 | 4.25% | 1,162.95 |
| 国网湖南省电力公司物资公司 | 13,443.06 | 2.83% | 637.33 |
| 合计 | 474,327.57 | 47.13 | 29,107.72 |

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 17.49 亿元，较年初下降 9.11%，主要系特高压工程集中交付使库存商品减少所致。公司存货主要由原材料（占比 25.95%）、在产品（占比 20.63%）、库存商品（占比 53.42%）组成。截至 2017 年底，公司对库存商品累计计提跌价准备 201.67 万元，计提比例为 0.12%。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 21.73 亿元，较年初增长 10.19%，主要系固定资产与无形资产有所增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占比 55.14%）、在建工程（占比 8.23%）、无形资产（占比 18.08%）、开发支出（占比 11.28%）和递延所得税资产（占比 6.78%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面原值为 22.35 亿元，较年初增长 12.95%，主要系特高压直流输电产业化及试验能力建设项目、智能微电网及新能源控制系统产业化项目、智能电网区域网络保护系统产业化项目转入固定资产所致。从构成来看，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 49.61%）、机械设备（占 33.82%）、电子设备（占 15.61%）和运输工具（占 0.96%）构成。截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 10.36 亿元，未计提减值准备，固定资产账面价值为 11.98 亿元，成新率为 53.62%，成新率不高。

截至 2017 年底，公司在建工程为 1.79 亿元，较年初降低 47.16%，主要系特高压直流输电产业化及试验能力建设等项目由在建工程转入固定资产所致。截至 2017 年底，公司在建工程主要包括标准配送式智能变电站及变电站在线监测系统产业化项目（0.78 亿元）、智能变电站及状态监测系统产品调试中心项目（0.59 亿元）及其他在建工程（0.33 亿元）。公司判断其不在建工程不存在减值情况，因此未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司无形资产为 3.93 亿元，较年初大幅增长 76.17%，主要系当期公司新增内部研发形成的专利权 1.69 亿元所致。从构成来看，公司无形资产主要由专利权（占 55.75%）、土地

使用权（占 26.08%）、非专利技术（占 9.35%）和办公软件（占 8.82%）构成。截至 2017 年底，公司无形资产累计摊销 0.94 亿元。

截至 2017 年底，公司开发支出为 2.45 亿元，较年初降低 7.97%，主要系当期在新增内部开发支出基础上，对大部分开发支出进行了确认无形资产与计入当期损益所致。截至 2017 年底，公司开发支出主要包括智能变电站项目（0.76 亿元）、能源互联网项目（0.36 亿元）、电动汽车及储能项目（0.29 亿元）、直流输电及电力电子项目（0.27 亿元）、一次设备及其智能化项目（0.24 亿元）等。

截至 2017 年底，公司递延所得税资产为 1.47 亿元，较年初增长 44.63%，主要系公司计提资产减值准备导致可抵扣暂时性差异和递延所得税资产增长所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 145.04 亿元，较年初降低 5.26%。其中，流动资产占比 85.21%、非流动资产占比 14.79%，资产结构仍以流动资产为主。

总体看，2017 年，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主；流动资产中应收账款金额与增幅较大，对资金形成了一定的占用，增加了公司资金管理的难度，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债合计为 71.84 亿元，较年初增长 6.42%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债和非流动负债分别占比 99.67%和 0.33%，仍以流动负债为主。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债合计 71.61 亿元，较年初增长 18.58%，主要系应付账款与一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占比 79.92%）和一年内到期的非流动负债（占比 9.75%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款为 57.23 亿元，较年初增长 12.76%，主要系特高压订单增加使应付原材料采购款增加所致。公司应付账款主要为应付物资、工程款项等。截至 2017 年底，账龄超过一年的重要应付账款余额合计 2.30 亿元（占比 4.03%），如下表所示。

表9 截至2017年底公司账龄超过一年的重要应付款项（单位：万元、%）

| 单位名称 | 期末余额 | 占比 | 未偿还或结转的原因 |
|------------------|------------------|---------------|-----------|
| 许继集团有限公司 | 17,484.65 | 75.88 | 未达到结算条件 |
| 常州市旺达变压器有限公司 | 1,691.57 | 7.34 | 未达到结算条件 |
| 万向电动汽车有限公司 | 1,432.42 | 6.22 | 未达到结算条件 |
| 许昌许继风电科技有限公司 | 1,298.75 | 5.64 | 未达到结算条件 |
| 北京南瑞电研华源电力技术有限公司 | 1,133.64 | 4.92 | 未达到结算条件 |
| 合计 | 23,041.03 | 100.00 | -- |

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司新增一年内到期的非流动负债 6.98 亿元，主要系许继电气股份有限公司 2011 年公司债券（债券简称：“11 许继债”；债券代码：112052.SZ；票面利率：6.75%）的 7 亿元本金将于 2018 年 11 月 30 日到期转入所致，公司面临着一定的短期偿付压力。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 0.23 亿元，较年初降低 96.72%，主要系应付债券“11 许继债”将于一年内到期转入流动负债所致。公司非流动负债全部由递延收益构成。

截至 2017 年底，公司递延收益为 0.23 亿元，较年初增长 65.53%，主要系新增高压大容量柔性直流输电装备关键技术研究及产品研制、河南省重大科技专项财政拨款以及电力装备智能化关键技

术研究等省部级技术研发拨款所致。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 7.67 亿元，较年初降低 23.12%，主要系偿还全部短期借款与大部分应付票据所致；公司全部债务均为短期债务。债务指标方面，2017 年，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 46.93%、8.63% 和 0.00%；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年初分别降低了 0.27 个百分点、3.04 个百分点和 8.45 个百分点。总体看，公司债务负担很轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 63.54 亿元，较年初降低 11.55%，主要系偿还票据、账款所致。其中，流动负债占比 99.63%，非流动负债占比 0.37%，负债结构与年初基本一致。

总体看，2017 年，公司负债仍以流动负债为主，流动负债中以应付账款为主；公司全部债务均为短期债务，面临一定的短期偿付压力；公司整体负债水平较低，债务负担很轻。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 81.25 亿元，较年初增长 7.60%，主要系未分配利润增长所致；归属于母公司所有者权益为 75.76 亿元，占所有者权益比重的 93.24%。截至 2017 年底，公司归属于母公司的所有者权益结构较年初变化不大；其中，股本占比 13.31%、资本公积占比 11.01%、盈余公积占比 6.85%、未分配利润占比 68.83%，以未分配利润为主，权益稳定有待提高。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 81.49 亿元，较年初变化不大。其中归属于母公司所有者权益合计 76.03 亿元，占所有者权益的 93.30%。归属于母公司所有者权益中，股本占 13.26%、资本公积占 10.97%、未分配利润占 68.94%，公司所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司所有者权益有所增长，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性有待提高。

4. 盈利能力

随着公司产业布局的持续优化，2017 年，公司实现营业收入 103.31 亿元，同比增长 7.53%；公司营业成本 82.00 亿元，同比增长 11.24%，增速高于营业收入，主要系钢、铜、铝等原材料的价格上涨较快所致；实现营业利润 7.89 亿元，同比降低 18.45%；实现利润总额 7.93 亿元，同比降低 26.96%；实现净利润 6.82 亿元，同比降低 27.51%；其中归属于母公司所有者的净利润为 6.14 亿元，同比降低 29.36%。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用为 10.98 亿元，较上年变化不大。从构成来看，2017 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别占期间费用的 32.82%、63.18% 和 4.00%，以销售费用和管理费用为主。2017 年，公司销售费用为 3.60 亿元，同比降低 19.51%，主要系销售服务费、投标费、租赁费、广告宣传费、包装运输费、办公费及其他销售费用均有所降低所致；管理费用为 6.93 亿元，同比增长 12.57%，主要系研发费用、折旧费及无形资产摊销费用增长所致；财务费用为 0.44 亿元，同比小幅降低 3.19%，变化不大。2016~2017 年，公司费用收入比分别为 11.54% 和 10.63%，公司期间费用对利润仍存在一定侵蚀。

公司资产减值损失主要为应收款项计提坏账准备。2017 年，公司资产减值损失为 2.36 亿元，同比增长 119.76%，主要系当期计提应收账款坏账损失大幅增长所致。2017 年，公司应收账款账面价值为 91.24 亿元，较 2016 年的 77.97 亿元上升了 13.27 亿元；其中主要是针对控股股东许继集团有限公司（以下简称“许继集团”）的应收账款由 28.48 亿元上升至 38.24 亿元，同向上升了 9.76 亿元。2017 年，公司采取对应收账款减值测试的内控制度的设计和运行有效性进行测试等一系列手段降低公司坏账，并据此计提了 2.35 亿元的应收账款坏账减值准备，较 2016 年的 1.04 亿元上升了 1.31

亿元，对公司后续利润计算造成较大影响。2016~2017年，公司资产减值损失占利润总额的比例分别为9.90%和29.79%，资产减值损失对公司利润的侵蚀程度大幅增加。

公司营业外收入主要为债务重组利得、资产报废处置收益与政府补助。2017年公司营业外收入为0.11亿元，同比降低91.01%，主要系部分项目政府补助资金减少所致。2016~2017年，公司营业外收入占利润总额的比例分别为11.15%和1.37%，公司对营业外收入依赖程度有所降低。

受营业成本上升较快以及应收账款计提坏账准备大幅增长的影响，2017年公司主营业务盈利能力持续下降。具体来看，2017年公司主营业务毛利率由2016年的23.32%下降至20.58%；营业利润率由2016年的22.69%下降至19.78%。同时，2017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8.42%、5.71%和8.70%，较2016年分别降低了3.83个百分点、降低了2.76个百分点与降低了4.34个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入8.95亿元，较上年同期降低21.05%；实现净利润0.25亿元，较上年同期降低51.64%，主要系去年同期公司确认鲁西背靠背扩建工程项目收入，而本期公司尚未有特高压项目收入确认所致。

总体看，2017年，公司营业收入有所增长，但由于营业成本上升较快、应收账款计提坏账准备大幅增长以及营业外收入减少等原因，对公司利润侵蚀加剧，公司整体盈利能力有所降低。

5. 现金流

从经营活动来看，2017年公司经营活动现金流入为89.15亿元，较上年降低2.55%，变化不大；2017年经营活动现金流出为89.50亿元，同比增长13.27%，主要购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致。受上述因素影响，2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.35亿元，由净流入变为净流出。从收入实现质量来看，2017年公司的现金收入比为81.88%，较上年降低了8.80个百分点，公司收入实现质量较差。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动无现金流入；投资活动现金流出为1.52亿元，同比降低19.38%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。受上述因素影响，2016~2017年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.76亿元和-1.52亿元，净流出规模同比降低13.37%。

从筹资活动来看，2017年公司新增筹资活动无现金流入；筹资活动现金流出2.85亿元，同比降低6.13%，主要系偿还短期债务增加所致。受上述因素影响，2016~2017年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.79亿元和-2.85亿元，净流出规模同比增长59.31%。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.06亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.27亿元；筹资活动产生的现金流量净额为0.00亿元。

总体看，2017年公司经营活动现金流量净额由正转负，收入实现质量较上年有所降低；投资与筹资活动现金流均呈净流出状态，未来融资需求将有所上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率由2016年的2.04倍降低至1.83倍，速动比率由2016年的1.72倍降低至1.59倍，主要系流动负债有所增长所致。2017年，公司经营活动现金流量净额为负，无法对流动负债形成覆盖；公司现金短期债务比为2.17倍，较上年的6.88倍有所降低，公司现金类资产对短期债务的覆盖尚可。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2017年公司EBITDA为9.86亿元，同比降低21.43%，主要系利润

总额减少所致；公司 EBITDA 主要由利润总额（占 80.40%）、折旧（占 11.62%）、摊销（占 2.68%）和计入财务费用的利息支出（占 5.30%）构成。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 18.88 倍，EBITDA 全部债务比为 1.29 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力强。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2017 年底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至 2017 年底，公司无对外担保。

公司与各银行建立了良好的合作关系，截至 2017 年底，公司已获银行授信额度 37.00 亿元，未使用授信额度 33.93 亿元，公司间接融资能力强。公司为深交所上市公司，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2018 年 3 月 30 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。

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 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 17.99 亿元，约为“11 许继债”本金（7 亿元）的 2.57 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 81.49 亿元，约为债券本金（7 亿元）的 11.64 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，2017 年，公司 EBITDA 为 9.86 亿元，约为债券本金（7 亿元）的 1.41 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 89.15 亿元，约为债券本金合计（7 亿元）的 12.74 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。

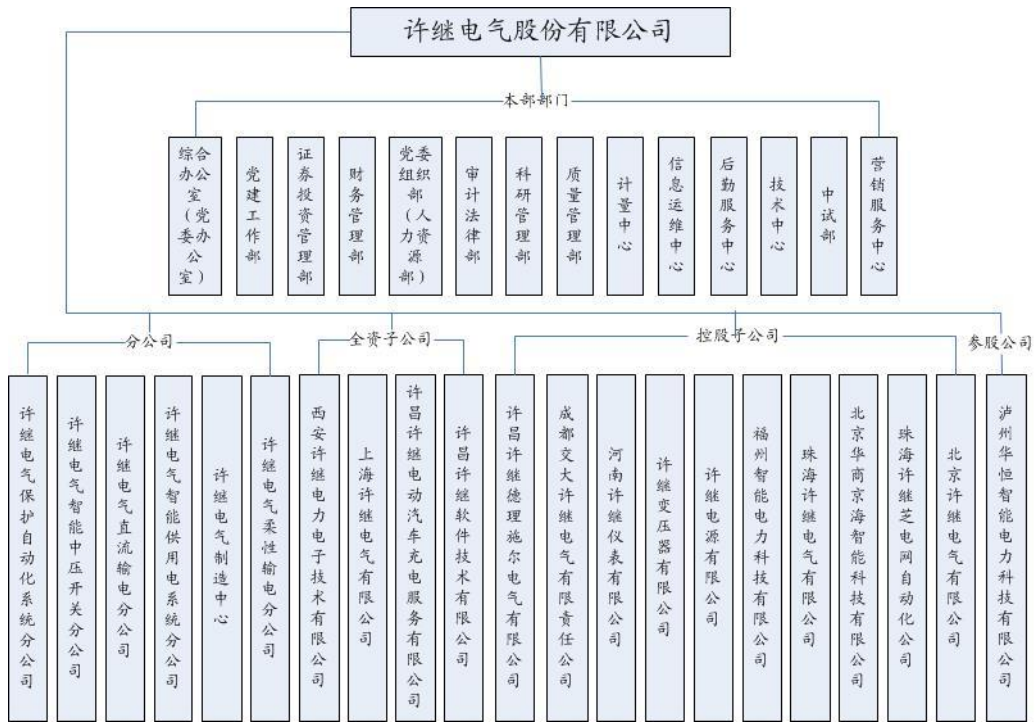
八、综合评价

2017 年，我国电网建设投资和轨道交通投资维持在较大规模。公司作为国内电力装备行业的大型骨干和龙头企业，技术研发能力突出，产品横跨一二次、高中压、交直流装备领域，能够提供整体系统解决方案，在输配电领域继续保持领先地位。2017 年，公司营业收入实现增长；成功中标巴基斯坦默拉、土耳其凡城等海外重大直流换流站项目；成功研制了国际领先的柔性直流换流阀等重大装备，在特高压、智能电网领域实现了重大技术突破；公司整体债务负担很轻。同时，联合评级也关注到输配电及控制设备制造行业原材料价格上升、市场竞争激烈、公司盈利水平有所减弱、关联交易规模较大以及应收账款对资金形成占用等因素可能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，随着特高压建设、配电网建设和“一带一路”战略实施，国家电网未来招标更加注重产品质量和一二次设备融合，以及公司积极拓展节能环保、智慧城市、智能制造、先进储能、军工全电化五类新兴业务，公司收入及盈利规模有望进一步提升。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时上调“11 许继债”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 许继电气股份有限公司组织机构图



附件 2 许继电气股份有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元) | 143.01 | 153.09 | 145.04 |
| 所有者权益 (亿元) | 75.51 | 81.25 | 81.49 |
| 短期债务 (亿元) | 3.01 | 7.67 | 7.53 |
| 长期债务 (亿元) | 6.97 | 0.00 | 0.00 |
| 全部债务 (亿元) | 9.98 | 7.67 | 7.53 |
| 营业收入 (亿元) | 96.07 | 103.31 | 8.95 |
| 净利润 (亿元) | 9.40 | 6.82 | 0.25 |
| EBITDA (亿元) | 12.55 | 9.86 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 12.47 | -0.35 | -3.06 |
| 应收账款周转次数 (次) | 1.15 | 1.11 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 3.95 | 4.46 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.72 | 0.70 | 0.06 |
| 现金收入比率 (%) | 90.68 | 81.88 | 151.07 |
| 总资本收益率 (%) | 12.25 | 8.42 | -- |
| 总资产报酬率 (%) | 8.47 | 5.71 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 13.04 | 8.70 | 0.31 |
| 主营业务毛利率 (%) | 23.32 | 20.58 | -- |
| 营业利润率 (%) | 22.69 | 19.78 | 23.09 |
| 费用收入比 (%) | 11.54 | 10.63 | 19.97 |
| 资产负债率 (%) | 47.20 | 46.93 | 43.81 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 11.67 | 8.63 | 8.46 |
| 长期债务资本化比率 (%) | 8.45 | 0.00 | 0.00 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 25.38 | 18.88 | -- |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 1.26 | 1.29 | -- |
| 流动比率 (倍) | 2.04 | 1.83 | 1.95 |
| 速动比率 (倍) | 1.72 | 1.59 | 1.62 |
| 现金短期债务比 (倍) | 6.88 | 2.17 | 2.39 |
| 经营现金流动负债比率 (%) | 20.65 | -0.49 | -4.83 |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 1.79 | 1.41 | -- |

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2018 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100% |
| 经营效率指标 | |
| 应收账款周转率 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转率 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转率 | 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 | |
| 总资本收益率 | (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) |
| 本次公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本次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/本次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/本次公司债券到期偿还额 |

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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。