

跟踪评级公告

联合〔2020〕1114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“19 许继 01”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：

二〇二〇年 六 月 五 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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
19 许继 01	5 亿元	5 年 (3+2)	AA+	AA+	2019 年 11 月 22 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 5 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	153.09	145.77	150.90	151.13
所有者权益 (亿元)	81.25	83.53	86.77	87.20
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	5.00	8.00
全部债务 (亿元)	7.67	2.13	7.16	9.20
营业收入 (亿元)	103.31	82.17	101.56	9.17
净利润 (亿元)	6.82	2.74	4.94	0.43
EBITDA (亿元)	9.86	5.47	7.57	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.35	4.63	0.76	-2.01
营业利润率 (%)	19.78	16.79	17.50	23.54
净资产收益率 (%)	8.70	3.32	5.81	0.49
资产负债率 (%)	46.93	42.70	42.50	42.30
全部债务资本化比率 (%)	8.63	2.49	7.62	9.54
流动比率 (倍)	1.83	1.98	2.15	2.29
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.29	2.57	1.06	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	18.88	12.14	122.74	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.97	1.09	1.51	--

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. 2020 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/本报告所跟踪债项待偿本金

评级观点

许继电气股份有限公司 (以下简称“公司”) 作为电力设备行业领先企业之一，在行业地位、技术水平、生产能力等方面具备竞争优势。跟踪期内，随着中国特高压项目建设加速，公司营业收入和利润总额有所增长，盈利能力提升；公司有息债务规模较小且期限结构合理，财务弹性良好。同时，联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到电力设备制造行业竞争激烈、业内企业利润易受上游原材料价格波动影响、公司流动资产中应收账款占比高且账龄偏长，对营运资金形成一定占用，经营性净现金流弱化等因素对公司信用水平产生的不利影响。

国内特高压项目进入新一轮建设周期，建设重启对订单和业绩的拉动逐步传导至电力设备商，未来，随着进入订单执行和交付期，公司业绩有望得到新一轮释放。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”，同时维持“19 许继 01”的债项信用等级为 AA+。

优势

1. 公司是中国电力设备行业领军企业之一，行业地位突出。公司电力产品横跨一次及二次设备、交流及直流输电领域，可以提供电力系统全面解决方案，在直流输电、智能变电站、电动汽车智能充换电、智能电表等领域具备成熟技术，市场占有率高，是国内综合配套能力最具竞争力的电力设备制造商和电力系统集成商之一。

2. 特高压项目建设加速带动收入水平和盈利能力提升。跟踪期内，受益于中国特高压项目建设加速，公司主要业务板块订单量有所回升，营业收入和利润总额呈增长态势。

3. 公司财务弹性良好。公司债务期限结构

适宜，整体债务负担轻。

4. 公司 EBITDA 对存续债券的保障能力较强。

关注

1. 行业竞争压力大。中国电力设备行业竞争激烈，产品同质化程度高，公司面临的行业竞争压力大。

2. 盈利水平易受原材料价格波动影响。电力设备产品成本中铜、铝、钢材等原材料成本占比高，相关大宗商品价格的波动可能对公司利润规模产生一定影响。

3. 应收账款对资金形成一定占用，经营活动净现金流表现弱化。电力设备产品生产周期较长，公司应收账款规模大且账期偏长，对营运资金形成一定占用；跟踪期内，公司经营活动净现金流同比有所下降，2020 年一季度表现为净流出。

分析师

侯珍珍 登记编号（R0040215120003）

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：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他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：

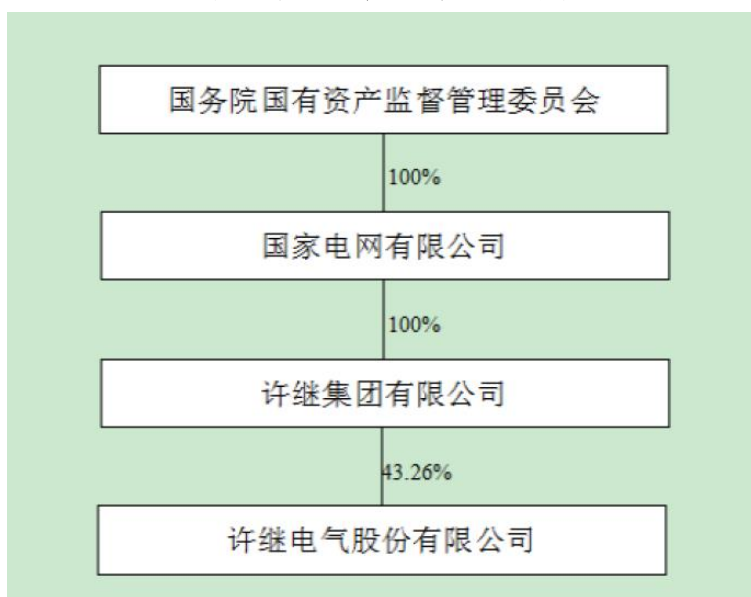


联合信用评级有限公司

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”）成立于1993年3月，发起人是许昌继电器厂，公司于1997年4月经批准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2020年3月底，公司总股本为100,832.73万股，许继集团有限公司（以下简称“许继集团”）持有公司43.26%的股份（均未质押），为公司的控股股东；国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）持有许继集团100.00%股权，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围为：生产经营电网调度自动化设备，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，电能计量设备，智能仪表，开关及开关柜，环网柜，电缆分支箱，电源设备，智能充换电设备及服务，新能源并网及发电设备，储能系统，直流输电换流阀及大功率电力电子设备，直流场设备，电力通信设备，变压器，电抗器，消弧线圈，互感器，箱式变电站，特殊作业机器人，无人机，消防设备，煤矿井下供电系统自动化设备及其他机电产品（不含汽车）；从事信息系统集成及服务，工程施工、安装、检修、试验及工程承包；电力技术服务；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、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务，低压电器生产经营；电子机械加工；电力设备租赁；房屋租赁；各种高空作业车、特种作业车及相关零部件的设计、制造、销售、租赁及相关服务；电力工程咨询；工程勘察；电力工程设计及工程承包；消防设施工程设计及专业承包。（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）。

截至2020年3月底，公司下辖14个全资、控股子公司；公司本部设办公室（党委办公室）、证券投资管理部、财务管理部、党委组织部（人力资源部）、安全质量部、审计法律部、纪委办公室、党委党建部（党委宣传部）、科技互联网部、信息运维中心10个部门，以及技术中心、中试部（计量中心）、营销服务中心以及后勤保障中心（培训中心）4个实施机构（见附件1）。

截至2019年底，公司合并资产总额150.90亿元，负债合计64.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.77亿元，其中归属于母公司所有者权益81.31亿元。2019年，公司实现营业收入101.56亿元，净利润（含少数股东损益）4.94亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润4.26亿元；经营活动产生的现金流量净额0.76亿元，现金及现金等价物净增加额2.45亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额151.13亿元，负债合计63.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.20亿元，其中归属于母公司所有者权益81.70亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入9.17亿元，净利润（含少数股东损益）0.43亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.38亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.01亿元，现金及现金等价物净增加额0.74亿元。

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

经中国证监会“证监许可（2019）1842号”文核准，公司于2019年12月3日发行“许继电气股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，并于2019年12月9日在深圳证券交易所上市，债券简称“19许继01”，债券代码“149004.SZ”。

“19许继01”债券余额为5.00亿元，票面利率3.82%，按年付息，到期一次还本。“19许继01”为5年期固定利率债券，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至2019年底，“19许继01”募集资金已使用1.00亿元，用途与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。

截至本报告出具日，“19许继01”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1. 行业概况

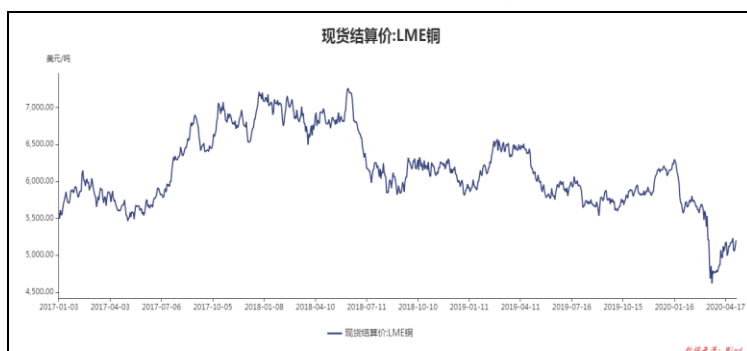
随着2018年第四季度国家特高压电网建设重启，近两年国内市场对电力设备将保持旺盛的需求；2019年以来上游原材料价格稳中有降，降低了电力设备制造企业的成本控制难度。总体来看，跟踪期内电力设备制造企业外部发展环境良好。

电力设备制造行业是国民经济发展中重要的装备工业之一，行业景气度与电力工业的发展密切相关，受国民经济影响较大。根据中国电力企业联合会发布的《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》，从电力需求来看，2019年中国全社会用电量为7.23万亿千瓦时，同比增长4.5%。全年第一产业用电量为780亿千瓦时，同比增长4.5%；全年第二产业用电量为4.94万亿千瓦时，同比增长3.1%，用电量占比为68.3%，同比下降0.9个百分点；全年第三产业用电量为1.19万亿千瓦时，同比增长9.5%，第三产业和城乡居民生活用电量对全社会用电量增长的贡献率合计超过50%。电力供应方面，截至2019年底，全国全口径发电装机容量20.1亿千瓦，较上年底增长5.8%，其中全国全口径非化石能源发电装机容量8.4亿千瓦，较上年增长8.7%，占总装机容量的比重为41.9%，较上年底提高1.1个百分点。2019年，发电设备利用小时3,825小时，比上年降低54小时。全国主要电力企业合计完成投资7995亿元，比上年下降2.0%。整体看，2019年全社会用电量保持平稳增长、第三产业和城乡居民生活用电的拉动效果明显，电力供应延续绿色低碳发展趋势，非化石能源发电装机和发电量均保持较快增长。

电力设备产品成本中，钢材、铜、铝等原材料所占比重在70%左右，输配电设备生产企业的生

产成本与对应的大宗商品价格走势高度相关。

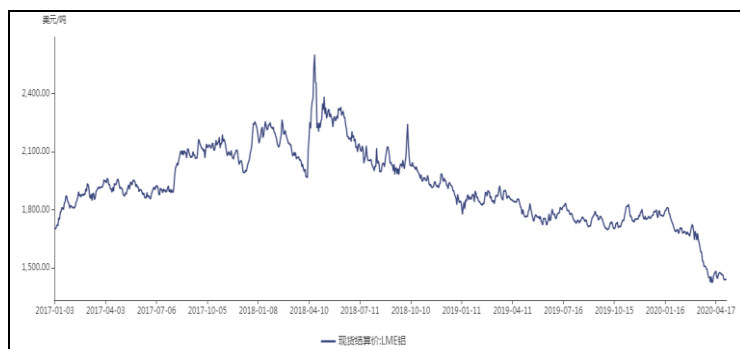
图2 2017年以来LME铜现货结算价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

铜期货价格在2017年大幅攀升并在2018年二季度回落后，至2020年初保持相对稳定的态势，2020年以来，铜期货价格在一季度大幅下跌至4,617美元/吨左右，在二季度出现回升，至4月底在5,231美元/吨左右；同期铝期货的价格走势总体上与铜期货相似，至2020年4月底在1,460.5美元/吨左右。

图3 2017年以来LME铝现货结算价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

钢材方面，2017年二季度开始，钢材价格指数触底回升，直到2018年三季度之前一直处于高位震荡，2018年四季度大幅下降至140左右，其后基本上呈现小幅波动。2019年底开始，钢材价格再次出现下滑，至2020年4月底为128.85。

图4 2017年以来Myspic综合钢价指数



资料来源：Wind

行业竞争方面，中国电力设备制造行业市场整体集中度较低，尤其在中低压产品市场，行业内

企业数量众多，产品准入门槛相对较低，市场竞争激烈。而在高压、特高压及智能化等高端电工装备领域，由于行业内企业在规模、技术实力、招标资质等方面有较高门槛，市场集中度较高。以特高压为例，国内主要的特高压设备厂商包括中国西电、平高电气、特变电工、许继电气、保变电气、国电南瑞等，由于特高压核心设备包含种类较多，各家设备厂商由于技术路线及产品类型的不同，在细分领域均保持一定的市场占有率。如中国西电和平高电气主要是GIS设备提供商，保变电气和特变电工的产品主要集中在电抗器、变压器和换流变等领域，许继电气在特高压换流阀和控制保护方面占有较高的市场份额。

从下游需求来看，2017年以来，特高压建设稳步推进，多条特高压交直流线路工程在2018年内全部开工；电力设备行业景气度稳中有升。2018年9月，国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，提出加快推进白鹤滩至江苏、白鹤滩至浙江特高压直流等9项重点输变电工程建设；推进项目包括12条特高压工程（简称“七交五直”），共计输电能力5,200万千瓦，其中：（1）特高压主项目7条：5条直流+2条交流；（2）特高压配套项目：5条交流。根据往年特高压项目的整体建设进度来看，特高压建设周期一般为2年左右，2018年核准开工的项目，经过半年左右的招标-中标阶段，2019—2020年进入设备交付高峰期；2019年核准开工的项目，预计将在2020—2021年进入设备交付高峰期。2020年以来，随着电网投资回暖，特高压迎来新一轮建设高峰；新能源汽车充电桩、城市轨道交通等市场前景较好。

2. 行业关注

（1）宏观经济风险

目前，国内宏观经济面临较大的下行压力，经济结构调整对部分国民经济基础行业不利影响较大，但近年电力行业的发展仍然保持了较高的速度，受到国际金融危机与国内经济结构调整的影响尚未明确显现，但如果国际经济环境进一步恶化影响到国内实业发展，或国内经济结构发生不利于电力行业的调整，都可能会影响到电力行业以及下游子行业的效益，从而进一步对电力设备企业的业绩产生不良影响。

（2）行业竞争风险

近年来，一些国内民营企业相继涉足输配电设备制造行业，特别是在中低端市场加剧了产能过剩和市场的过度竞争，对整个行业的发展造成了不利的影响。

（3）原材料价格波动风险

电力设备产品的成本中钢材、铜、铝等原材料占比在70%左右，原材料价格与大宗商品价格走势一致。同时，由于电力设备制造企业的下游客户主要为话语权较强的国家电网、电力公司等大型国有企业，若上述大宗商品价格出现大幅上涨，输配电设备制造企业的成本控制难度加大，且不易转嫁至下游客户，可能最终导致利润受到一定侵蚀。

四、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司维持六大板块的业务构成，受益于中国特高压建设重新加速，主要业务板块的

收入均呈现增长，综合毛利率略有上升。

2019 年，公司实现营业收入 101.56 亿元，同比增长 23.61%。分板块来看，受益于 2018 年底中国特高压建设加速，公司除 EMS 加工服务及其他以外各业务板块的收入均在 2019 年实现了增长，其中智能变配电系统仍是公司最主要的收入来源，2019 年实现收入 37.37 亿元，占公司营业收入的比重为 36.80%。

表1 公司主要板块及相关产品

业务板块	主要产品
智能变配电系统	配电网自动化系统、智能变电站系统、继电保护系统、变电站监控系统、柱上真空开关、发电场保护及自动化等产品
直流输电系统	换流阀设备、特高压直流输电控制保护系统、直流场设备、柔性直流输电等产品
智能中压供用电设备	开关、变压器、电抗器、消弧线圈接地成套装置、环网柜、牵引供电综合自动化系统、轨道交通开关设备等
智能电表	智能电能表、智能终端、智能家居系统
电动汽车智能充换电系统	特种电源、军工及电动汽车换电设备等
EMS 加工服务及其他	结构件加工及表面贴装等业务

资料来源：公司提供

表2 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
智能变配电系统	31.85	38.75	21.96	37.37	36.80	24.38
智能中压供用电设备	17.96	21.86	8.80	19.51	19.21	11.55
智能电表	10.97	13.35	12.93	17.08	16.82	10.99
电动汽车智能充换电系统	9.67	11.77	15.45	13.36	13.16	9.11
直流输电系统	9.16	11.15	29.90	12.03	11.84	30.00
EMS 加工服务及其他	2.56	3.12	3.25	2.21	2.17	--
合计	82.17	100.00	17.41	101.56	100.00	18.04

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019 年，公司智能变配电系统以及智能中压供用电设备产品毛利率同比有所增长，分别为 24.38%和 11.55%；直流输电系统毛利率为 30.00%，同比基本保持稳定；智能电表和电动汽车智能充换电系统业务毛利率出现较明显的下滑，主要系市场竞争加剧，产品价格下调所致。受上述因素综合影响，2019 年公司综合毛利率为 18.04%，同比略有上升。

受季节性影响，每年一季度均属于销售淡季，实现收入规模较小。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.17 亿元，较上年同期略有回落，综合毛利率为 24.15%，较上年同期增加 2.03 个百分点，主要受益于毛利率相对高的直流输电系统收入比重抬升。

2. 原材料采购

公司原材料采购价格受市场影响较大，2019 年，铜、铝、钢材等大宗商品价格相对稳定，公司成本控制压力得以缓解。

跟踪期内，公司主要原材料种类以及原材料采购模式、采购结算方式等未发生重大变化。从采购价格来看，受益于大宗商品价格稳定，公司钢板类、硅钢片类以及铜排类原材料的采购价格分别为 4,660 元/吨、13,440 元/吨以及 50,610 元/吨，均较 2018 年有所下降。

供应商集中度方面，2019 年，公司向前五名供应商采购的金额占年度采购总额的 26.73%，供应商集中度一般。其中，公司向关联方国家电网及所属企业采购金额占总采购额的 17.91%。

表3 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

主要原材料名称	采购量		采购均价	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
钢板类	5,832	10,005	5,092	4,660
硅钢片类	12,960	8,180	13,509	13,440
铜排类	12,824	12,038	53,433	50,610

资料来源：公司提供

表4 2019年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购额	占比	关联方
国家电网及所属企业	14.79	17.91	是
供应商一	3.45	4.18	否
供应商二	2.27	2.75	否
供应商三	0.79	0.95	否
供应商四	0.78	0.94	否
合计	22.07	26.73	--

资料来源：公司提供

3. 产品生产

跟踪期内，公司各板块产品产量实现增长，产能利用率有所提升。

跟踪期内，公司维持以销定产的生产组织模式，在产品生产周期、库存管理方式和生产基地布局等方面未发生重大变化。

2019 年，公司电动汽车智能充换电系统产能保持稳定，其他各主要产品类别的产能均有所增长；受益于订单增加，公司各产品板块产量均实现增长，产能利用率有所提升。

表5 公司主要产品板块生产情况

板块	项目	2018 年	2019 年
智能变配电系统	产能（单位：套）	56,000	67,000
	产量（单位：套）	48,064	62,512
	产能利用率（单位：%）	85.83	93.30
智能中压供用电设备	产能（单位：台）	58,000	88,000
	产量（单位：台）	50,038	78,380
	产能利用率（单位：%）	86.27	89.06
智能电表	产能（单位：万只）	1,100	1,200
	产量（单位：万只）	940	1,081
	产能利用率（单位：%）	85.43	90.08
电动汽车智能充换电系统	产能（单位：台）	8,600	8,600
	产量（单位：台）	7,841	7,938
	产能利用率（单位：%）	91.17	92.30
直流输电系统	产能（单位：套）	14,000	15,000
	产量（单位：套）	11,264	13,178
	产能利用率（单位：%）	80.46	87.85

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司订单主要来自国家电网及所属企业，跟踪期内，随着特高压建设重新加速，公司订单量出现回升。

跟踪期内，公司主要产品类别以及产品定价方式、销售结算方式等未发生重大变化。2019年，公司新签合同额为134.64亿元，同比增长3.60%，新签合同中国家电网及所属企业的合同额占比为62.37%。

表6 公司主要客户新签合同额情况（单位：亿元）

客户名称	2018年	2019年
国家电网	73.61	83.97
南方电网	13.38	6.99
其他	42.97	43.68
总计	129.96	134.64

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2019年，公司向前五名客户的销售额占当期营业收入的76.26%，其中对关联方国家电网及所属企业的销售金额占当期营业收入的71.78%，客户集中度维持在较高水平。

表7 2019年公司前五大客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售额	占比	关联方
国家电网有限公司及所属企业	72.90	71.78	是
客户一	2.52	2.48	否
客户二	0.89	0.88	否
客户三	0.67	0.66	否
客户四	0.47	0.46	否
合计	77.45	76.26	--

资料来源：公司提供

5. 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。原材料价格的波动给公司成本控制带来一定压力，将对公司盈利能力产生一定程度的影响。

（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。

6. 未来发展

公司将提质增效、创新发展；未来资本性支出压力不大。

2020 年，公司将继续强化管理，提质增效，加快推动创新发展，加大市场开拓力度，强化安全质量和生产管理，继续坚持“国际领先的电工装备制造和电力系统服务商”的战略目标，坚持“对外以客户为中心，对内以效益为中心”的经营理念，开创公司高质量发展的新局面。

截至 2019 年底，公司重点在建项目见下表，项目投资金额均较小，公司未来投资规模有限，资本性支出压力不大。

表8 截至2019年底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 2019 年底完成投资	2020 年计划投资
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	1.97	自筹	1.85	0.12
智能变电站及状态监测系统产品调试中心项目	1.08	自筹	0.89	-
分布式光伏发电及智能用电示范项目	0.10	自筹	0.09	-
数字仿真试验能力提升项目	0.32	自筹	0.29	-
生产调度会场改造项目	0.08	自筹	0.02	0.05
制造中心结构分厂自动化折弯单元更新改造项目	0.02	自筹	0.02	0.00
智能电网产业园 10KV 专线改造项目	0.03	自筹	0.02	0.01
合计	3.59	--	3.19	0.18

资料来源：公司提供

六、财务分析

公司提供了 2019 年合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

合并范围方面，2019 年，公司合并范围无变化，共包括 14 家子公司。2020 年 1—3 月，公司合并范围无变化。公司主营业务连续，财务数据可比性很强。

截至2019年底，公司合并资产总额150.90亿元，负债合计64.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.77亿元，其中归属于母公司所有者权益81.31亿元。2019年，公司实现营业收入101.56亿元，净利润（含少数股东损益）4.94亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润4.26亿元；经营活动产生的现金流量净额0.76亿元，现金及现金等价物净增加额2.45亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额151.13亿元，负债合计63.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.20亿元，其中归属于母公司所有者权益81.70亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入9.17亿元，净利润（含少数股东损益）0.43亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.38亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.01亿元，现金及现金等价物净增加额0.74亿元。

1. 资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模保持增长且以流动资产为主。资产中应收账款占比高且账龄偏长，但欠款方主要为许继集团以及国家电网各地分、子公司，回收风险可控。公司资产质量较好。

截至 2019 年底，公司资产总额为 150.90 亿元，较上年底增长 3.52%，其中流动资产占 84.08%，公司资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 126.88 亿元，较上年底增长 3.62%，以货币资金（占 9.91%）、应收账款（占 63.76%）和存货（占 15.39%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金为 12.57 亿元，较上年底增长 28.93%。公司货币资金主要为银行存款，截至 2019 年底使用受限货币资金为 0.91 亿元，受限比例不高。

截至 2019 年底，公司应收账款账面余额为 91.61 亿元，计提坏账准备 10.72 亿元（其中按账龄法计提 8.05 亿元，按个别认定计提 2.67 亿元），账面价值为 80.89 亿元，较上年底下降 4.02%。从账龄及集中度来看，公司应收账款账龄偏长，前五大欠款单位欠款金额合计占 42.09%，集中度较高，考虑到欠款方主要为母公司许继集团以及国家电网各地分、子公司，公司应收账款回收风险可控。

表9 截至2019年底公司应收账款账龄分布（单位：亿元、%）

账龄	期末余额	占比
1 年以内	54.00	58.95
1—2 年	16.23	17.72
2—3 年	8.24	8.99
3—4 年	5.56	6.07
4—5 年	1.74	1.90
5 年以上	5.84	6.37
合计	91.61	100.00

资料来源：公司年报

表10 截至2019年底公司应收账款期末余额前五名（单位：亿元、%）

欠款单位	期末余额	占比	坏账准备
许继集团	26.28	28.69	2.11
许继集团国际工程有限公司	4.65	5.08	0.19
国网江苏省电力有限公司	2.75	3.00	0.16
国网河南省电力有限公司	2.56	2.79	0.16
国网山东省电力有限公司	2.32	2.53	0.19
合计	38.56	42.09	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司存货账面余额为 19.54 亿元，主要由原材料（4.26 亿元）、在产品（5.15 亿元）以及库存商品（10.13 亿元）构成，累计计提存货跌价准备 0.02 亿元，全部为对原材料计提的减值。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 19.52 亿元，较上年底增长 13.28%。

(2) 非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 24.02 亿元，较上年底增长 2.98%，主要由固定资产（占 54.34%）、无形资产（占 26.02%）以及开发支出（占 10.76%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面原值为 25.67 亿元，累计计提折旧 12.62 亿元，固定资产账面价值为 13.05 亿元，较上年底增长 6.50%，主要为房屋、建筑物 8.11 亿元、机器设备 2.99 亿元以及电子设备 1.91 亿元。

截至 2019 年底，公司无形资产为 6.25 亿元，较上年底增长 27.00%，主要由土地使用权（1.00 亿元）及专利权（4.86 亿元）构成。

截至 2019 年底，公司使用权受限的资产为 0.91 亿元，全部为货币资金。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 151.13 亿元，资产规模和结构较 2019 年底变化不大。

2. 负债和所有者权益

(1) 负债

截至 2019 年底，公司负债略有增长，有息债务规模较小且期限结构合理。公司债务负担轻，财务弹性良好。

截至 2019 年底，公司负债合计 64.13 亿元，较上年底增长 3.04%，其中流动负债占 91.94%，公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债为 58.96 亿元，较上年底下降 4.86%，以应付账款（占 85.88%）和预收款项（占 8.05%）为主。

截至 2019 年底，公司应付账款为 50.64 亿元，较上年底下降 7.48%，主要为应付材料款 49.09 亿元；预收款项为 4.75 亿元，全部为预收货款。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 5.17 亿元，较上年底的 0.26 亿元有较明显增长，主要系公司当期发行 5 亿元债券“19 许继 01”所致。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 63.93 亿元，其中流动负债为 55.76 亿元，占 87.22%，仍以应付账款为主；非流动负债为 8.17 亿元，其中应付债券增长至 8.00 亿元，主要系公司发行 3 亿元债券“20 许继电气 MTN001”所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 7.16 亿元，其中短期债务为 2.16 亿元，较上年底略有增长，2019 年公司新增长期债务 5.00 亿元，系发行债券所致。同期，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 42.50%、7.62%和 5.45%。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 9.20 亿元，其中短期债务为 1.20 亿元，长期债务为 8.00 亿元。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 42.30%、9.54%和 8.40%。

(2) 所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益规模略有增长，其中未分配利润占比高，权益稳定性有待提升。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 86.77 亿元，较上年底增长 3.88%，其中归属于母公司的所有者权益为 81.31 亿元，主要由股本（占 12.40%）、资本公积（占 10.21%）、盈余公积（占 6.38%）和未分配利润（占 71.01%）构成，少数股东权益为 5.45 亿元，在所有者权益中占 6.29%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 87.20 亿元（含少数股东权益 5.50 亿元），较 2019 年底变动不大。

3. 盈利能力

2019 年，随着中国特高压建设重新加速，公司营业收入和利润总额有所增长，盈利能力提升。

2019 年，公司实现营业收入 101.56 亿元，同比增长 23.61%，同期公司发生营业成本 83.24 亿元，同比增长 22.67%。

期间费用方面，2019 年公司销售费用、管理费用和研发费用分别为 3.75 亿元、4.34 亿元和 4.23 亿元，同比均小幅增长；财务费用 0.04 亿元，较上年的 0.41 亿元明显下降。全年期间费用合计 12.35 亿元，同比增长 9.28%。费用收入比为 12.16%，同比减少 1.59 个百分点。

2019 年，公司发生信用减值损失 1.26 亿元，主要为应收账款信用损失；同期公司其他收益为 1.34 亿元，主要为税收返还以及各种补贴等。

2019 年，公司实现利润总额 5.59 亿元，同比增长 72.06%。从盈利指标看，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 17.50%、5.58%和 5.81%，同比分别增加 0.71、1.92 和 2.48 个百分点。

2020年1—3月，公司实现营业收入9.17亿元，同比下降11.15%，利润总额0.53亿元，同比增长48.10%，公司营业利润率为23.54%。

4. 现金流

2019年，公司经营活动现金净流量出现一定下降，且2020年一季度表现为净流出；收入实现质量有所下降；但投资支出规模小，外部融资压力不大。

从经营活动来看，2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为88.55亿元，经营活动现金流入94.54亿元，同比分别增长12.33%和11.81%。同期经营活动现金流出93.78亿元，同比增长17.34%。2019年公司经营活动现金净流量为0.76亿元，较上年的4.63亿元有所下降，主要系响应国家号召开展民营企业欠款清理导致经营活动现金支出增长较快所致。从收入实现质量看，2019年公司现金收入比为87.19%，同比减少8.75个百分点，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入及流出量分别为49.44万元和0.88亿元，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，当期投资活动现金净流出0.87亿元。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金，2019年为5.00亿元；同期筹资活动现金流出为2.44亿元，较2018年的7.78亿元下降明显，主要系上年偿还到期债券所致。2019年公司筹资活动产生的现金流量净额为2.56亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金流入14.66亿元，经营活动现金净流出2.01亿元（上年同期为-2.26亿元）；投资活动现金净流出0.09亿元；筹资活动现金净流入2.85亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产对短期债务的覆盖程度很高，EBITDA对债务本息的保障能力强，未使用银行授信充足，偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的1.98倍和1.70倍分别上升至2.15倍和1.82倍，流动资产对流动负债的保障程度较高。截至2019年末，公司现金短期债务比由年初的6.48倍上升至9.13倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度很高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为7.57亿元，较上年增长38.45%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占17.09%）、摊销（占8.22%）、利润总额（占73.87%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的12.14倍上升至122.74倍，EBITDA对利息的覆盖程度高；公司EBITDA全部债务比由上年的2.57倍下降至1.06倍，EBITDA对全部债务的保障能力仍属较强。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至2019年底，公司无对外担保。

截至2019年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2019年底，公司获得各家银行授信总额度为54.90亿元，尚未使用额度为52.64亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为深交所上市企业，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10411002000151506），截至2020年5月18日，公司无未结清的关注和不良信贷记录，已结清债务中，有12笔关注类贷款，均已在2010年之前结清。公司过往履约情况良好。

6. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部资产以应收账款和存货为主，所有者权益稳定性一般；本部存在经营性业务且营业收入和利润总额占合并口径比重较高，有息债务规模较小，债务保障能力很强。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 113.88 亿元，其中流动资产为 90.85 亿元（占 79.78%），非流动资产为 23.03 亿元（占 20.22%）；流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，分别为 5.15 亿元、58.66 亿元和 13.03 亿元；非流动资产主要是长期股权投资、固定资产和无形资产，分别为 6.36 亿元、11.37 亿元和 2.74 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债合计 49.35 亿元，其中流动负债 44.22 亿元，主要为应付账款 39.30 亿元和预收款项 4.01 亿元；非流动负债 5.13 亿元，主要为应付债券 5.00 亿元。同期母公司全部债务为 5.20 亿元，以长期债务为主。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 64.54 亿元，其中股本 10.08 亿元、资本公积 17.14 亿元、盈余公积 5.04 亿元、未分配利润 32.27 亿元。

2019 年，母公司实现营业收入 63.72 亿元，利润总额 2.41 亿元，同比分别增长 13.73% 和 49.85%。同期母公司经营活动现金净流出 0.75 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产为 19.72 亿元，为“19 许继 01”待偿余额（5.00 亿元）的 3.94 倍，公司现金类资产对“19 许继 01”待偿余额的覆盖程度高；截至 2019 年底，公司净资产为 86.77 亿元，为“19 许继 01”待偿余额（5.00 亿元）的 17.35 倍，公司净资产对“19 许继 01”按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 7.57 亿元，为“19 许继 01”待偿余额（5.00 亿元）的 1.51 倍，公司 EBITDA 对“19 许继 01”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 94.54 亿元，为“19 许继 01”待偿余额（5.00 亿元）的 18.91 倍，公司经营活动产生的现金流入对“19 许继 01”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为电力设备行业领先企业之一，在行业地位、技术水平、生产能力等方面具备的竞争优势，联合评级认为，公司对“19 许继 01”的偿还能力很强。

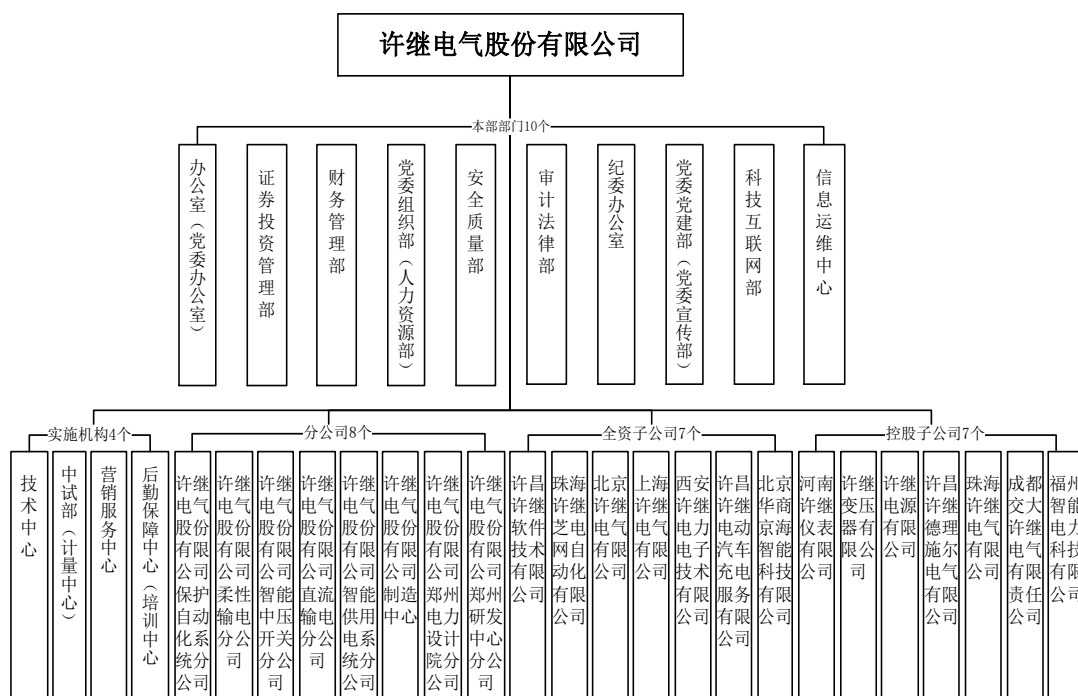
八、综合评价

公司作为电力设备行业领先企业之一，在行业地位、技术水平、生产能力等方面具备竞争优势。跟踪期内，随着中国特高压项目建设加速，公司营业收入和利润总额有所增长，盈利能力提升；公司有息债务规模较小且期限结构合理，财务弹性良好。同时，联合评级也关注到电力设备制造行业竞争激烈、业内企业利润易受上游原材料价格波动影响、公司流动资产中应收账款占比高且账龄偏长，对营运资金形成一定占用，经营性净现金流弱化等因素对公司信用水平产生的不利影响。

国内特高压项目进入新一轮建设周期，建设重启对订单和业绩的拉动逐步传导至电力设备商，未来，随着进入订单执行和交付期，公司业绩有望得到新一轮释放。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”，同时维持“19 许继 01”的债项信用等级为 AA+。

附件 1 截至 2020 年 3 月底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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	153.09	145.77	150.90	151.13
所有者权益（亿元）	81.25	83.53	86.77	87.20
短期债务（亿元）	7.67	2.13	2.16	1.20
长期债务（亿元）	0.00	0.00	5.00	8.00
全部债务（亿元）	7.67	2.13	7.16	9.20
营业收入（亿元）	103.31	82.17	101.56	9.17
净利润（亿元）	6.82	2.74	4.94	0.43
EBITDA（亿元）	9.86	5.47	7.57	--
经营性净现金流（亿元）	-0.35	4.63	0.76	-2.01
应收账款周转次数（次）	1.11	0.85	1.10	--
存货周转次数（次）	4.46	3.90	4.52	--
总资产周转次数（次）	0.70	0.55	0.68	0.06
现金收入比率（%）	81.88	95.93	87.19	149.43
总资本收益率（%）	8.42	3.65	5.58	--
总资产报酬率（%）	5.71	2.48	3.81	--
净资产收益率（%）	8.70	3.32	5.81	0.49
营业利润率（%）	19.78	16.79	17.50	23.54
费用收入比（%）	10.63	13.76	12.16	19.17
资产负债率（%）	46.93	42.70	42.50	42.30
全部债务资本化比率（%）	8.63	2.49	7.62	9.54
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	5.45	8.40
EBITDA 利息倍数（倍）	18.88	12.14	122.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	1.29	2.57	1.06	--
流动比率（倍）	1.83	1.98	2.15	2.29
速动比率（倍）	1.59	1.70	1.82	1.83
现金短期债务比（倍）	2.17	6.48	9.13	15.26
经营现金流动负债比率（%）	-0.49	7.47	1.29	-3.61
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.97	1.09	1.51	--

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. 2020 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-税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+研发费用+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。