

# 跟踪评级公告

联合 [2017]403 号

---

保定天威保变电气股份有限公司：

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：

**保定天威保变电气股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”**

**保定天威保变电气股份有限公司公开发行的“11 天威债”债券信用等级为 A+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年五月廿六日

---

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](http://www.unitedratings.com.cn)

# 保定天威保变电气股份有限公司

## 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: A+ 评级展望: 稳定

上次评级结果: A+ 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
11 天威债	0.33 亿元	7 年	A+	A+	2016 年 6 月 24 日

跟踪评级时间: 2017 年 5 月 16 日

主要财务数据:

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	80.43	96.52	98.12
所有者权益 (亿元)	5.15	6.34	6.65
长期债务 (亿元)	17.90	2.10	1.91
全部债务 (亿元)	51.87	58.42	60.86
营业收入 (亿元)	40.27	40.68	8.81
净利润 (亿元)	0.92	1.10	0.22
EBITDA (亿元)	6.01	5.77	--
经营性净现金流 (亿元)	1.53	5.10	0.06
营业利润率 (%)	17.51	22.62	18.95
净资产收益率 (%)	11.21	19.09	3.43
资产负债率 (%)	93.60	93.43	93.22
全部债务资本化比率 (%)	90.97	90.21	90.14
流动比率 (倍)	0.97	0.78	0.78
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.10	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.93	2.13	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	18.22	17.50	--

注: 1、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; 2、公司长期债务含长期应付款; 3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 4、2017 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内, 保定天威保变电气股份有限公司 (以下简称“公司”或“保变电气”) 凭借自身的技术和渠道优势, 集中资源发展输变电业务, 实现营业收入稳定增长; 近两年公司经营现金流均呈净流入状态, 收入实现质量较高; 控股股东中国兵器装备集团公司 (以下简称“兵装集团”) 对公司经营发展给予支持。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到, 公司负债水平较高、债务规模进一步扩大, 存在较大的短期偿付压力等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来, 随着输变电行业的转型升级、公司变压器产品核心技术行业领先地位的保持, 公司综合实力将进一步增强, 经营状况有望保持稳定。

本次债券由保定天威集团有限公司 (以下简称“天威集团”) 提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。由于跟踪期内天威集团仍处于破产重组阶段, 对本次债券已无增信作用。

2017 年 4 月公司非公开发行股票的申请已经被证监会受理, 如果公司非公开发行股票成功, 公司资本实力将进一步增强, 债务负担将有所减轻。

综上, 联合评级维持公司主体长期信用等级为“A+”, 评级展望为“稳定”; 同时维持“11 天威债”的债项信用等级为“A+”。

优势

1. 随着特高压等电力设施项目投资规模的不断推进, 输配电设备制造行业发展前景良好; 公司作为输配电设备行业龙头企业, 盈利能力受行业红利利好影响。

2. 公司营业收入较平稳, 主营业务输变电业务经营稳定。

3. 公司经营活动现金流状况较好, 收入实现质量较高。

4. 控股股东兵装集团实力较强, 对公司经营发展给予较大支持。

#### 关注

1. 输变电市场由于行业产能不断扩张, 在供需失衡的背景下, 市场竞争日趋激烈, 产品价格持续低位运行。

2. 公司应收账款规模增加明显, 对公司资金形成一定占用; 非经常性损益对公司利润贡献较高, 主营业务盈利能力较弱。

3. 公司负债水平较高, 债务负担仍较重, 短期偿付压力大, 债务结构有待改善。

4. 担保方天威集团仍处于破产重组程序, 其对本次债券无增信作用。

#### 分析师

王 越

电话: 010-85172818

邮箱: wangyue@unitedratings.com.cn

周 婷

电话: 010-85172818

邮箱: zhout@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：



联合信用评级有限公司

周婷

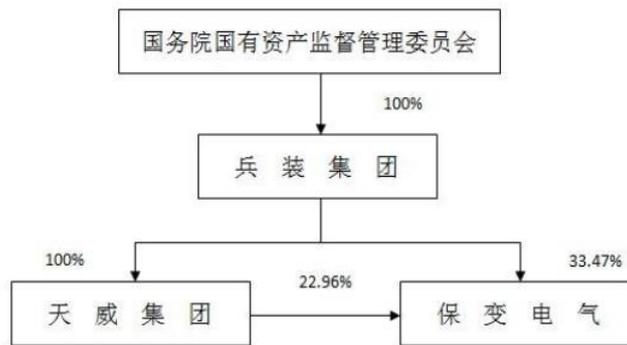
## 一、主体概况

保定天威保变电气股份有限公司（以下简称“公司”或“保变电气”）是1999年9月经河北省人民政府股份制领导小组以冀股办（1999）33号文批准设立的股份有限公司。公司经中国证券监督管理委员会以证监发行字（2001）1号文《关于核准保定天威保变电气股份有限公司公开发行股票的通知》核准，经上海证券交易所同意，于2001年1月通过上海证券交易所交易系统以上网定价的发行方式向社会公开发行人民币普通股（A股）6,000万股，并于2001年2月在上海证券交易所挂牌交易（股票简称“保变电气<sup>1</sup>”，股票代码：600550.SH）。

自公司发行上市至2013年6月13日，保定天威集团有限公司（以下简称“天威集团”）为公司的控股股东。2013年6月14日，天威集团通过协议转让的方式将其所持有的公司3.52亿股股票转让给中国兵器装备集团公司（以下简称“兵装集团”），转让完成后天威集团仍为公司第一大股东，持股25.66%，兵装集团成为公司第二大股东，持股25.64%。2014年12月30日，公司向兵装集团非公开发行1.62亿股，非公开发行完成后，兵装集团持股比例增至33.47%，成为公司第一大股东，天威集团持股比例变为22.96%，为公司第二大股东。

截至2017年3月底，公司总股本15.35亿股，控股股东为兵装集团，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图1 截至2017年3月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

跟踪期内公司经营范围未发生变化。

截至2016年底，公司设有办公室、发展计划部、企业管理部、财务部、资本运营部、人力资源部、审计与风险部、纪检监察部、输变电技术研究院等17个职能部门；下设天威保变（合肥）变压器有限公司、天威保变（秦皇岛）变压器有限公司等15个二级控股子公司（含全资）。截至2016年底，公司拥有在岗员工4,725名。

截至2016年底，公司合并资产总额96.52亿元，负债合计90.18亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计6.34亿元，归属于母公司所有者权益4.14亿元。2016年，公司实现营业收入40.68亿元，净利润（含少数股东损益）1.10亿元，归属母公司所有者的净利润1.09亿元；经营活动产生的现金流量净额5.10亿元，现金及现金等价物净增加额6.58亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额98.12亿元，负债合计91.46亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计6.65亿元，归属于母公司所有者权益4.45亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入8.81亿元，净利润（含少数股东损益）0.22亿元，归属母公司所有者的净利润0.23亿元；经营活动产生的现金流量净额0.06亿元，现金及现金等价物净增加额0.13亿元。

<sup>1</sup> 曾用名“天威保变”、“\*ST天威”。2015年3月18日撤销退市风险警示，撤销退市风险警示后的股票简称：保变电气。

公司注册地址：河北省保定市天威西路 2222 号；法定代表人：薛桓。

## 二、债券概况

2011 年 7 月 11 日，公司发行“2011 年保定天威保变电气股份有限公司公司债券”（以下简称“本次债券”）。本次债券发行规模 16 亿元，债券期限 7（5+2）年，存续期内前 5 年票面年利率为 5.75%，在本次债券存续期的第 5 年末，发行人可选择上调票面利率；投资者具有回售选择权，即有权选择在本次债券第 5 个计息年度付息日将其持有的本次债券全部或部分按面值回售给本公司。

本次债券于 2011 年 7 月 22 日起在上海证券交易所挂牌交易，简称为“11 天威债”，证券代码“122083.SH”。因公司 2012、2013 年连续亏损，本次债券自 2014 年 3 月 21 日起被上海证券交易所暂停上市交易。公司于 2014 年恢复盈利，经上交所批复，本次债券自 2015 年 3 月 26 日恢复上市。

2016 年 5 月 26 日，公司发布公告决定不上调“11 天威债”存续后 2 年的票面利率，仍维持 5.75% 不变，2016 年 5 月 27 日、5 月 30 日、5 月 31 日，“11 天威债”的持有人进行了回售申报，回售申报日内有效回售申报数量为 15,673,030 张，回售金额为 15.67 亿元；本次回售实施完毕后，“11 天威债”债券的余额变更为 0.33 亿元。

截至 2016 年底，上述公司债券已全部按照募集用途偿还公司债务、调整公司债务结构和补充流动资金。本次债券的付息日为 2012~2018 年每年的 7 月 11 日；2016 年 7 月 11 日，本次债券的当期利息已及时足额偿付。

## 三、行业分析

### 1. 行业概述

公司从属于输变电装备制造业。

2016 年，面对世界经济和贸易增速 7 年来最低、国际金融市场波动加剧、地区和全球性挑战突发多发等不利外部环境，我国国内整体经济运行仍然保持了缓中趋稳、稳中向好的态势，重要领域和关键环节改革取得突破性进展，供给侧结构性改革初见成效，对外开放推出新举措，“一带一路”建设进展快速。受此影响，国内输变电产业增速也逐步上升，电网投资同比增长 16.90%，但行业竞争依然激烈，产业结构亟待升级。

在配电网建设方面，近年来，国家电网公司高度重视配网发展，将发展配电网作为解决电网“两头薄弱”的当务之急，持续加大配电网建设改造投入，扎实推进城农网改造升级工作。国家发改委、国家能源局在《电力发展“十三五”规划》中提出升级改造配电网、推进智能电网建设等十八项任务，要求：促进智能互联，提高新能源消纳能力，推动装备提升与科技创新，加快构建现代配电网；有序放开增量配电网业务，鼓励社会资本有序投资、运营增量配电网，促进配电网建设平稳健康发展。

在特高压建设方面，“十三五”期间，国家将重点优化西部（西北+川渝藏）、东部（“三华”+东北三省+内蒙古）两个特高压同步电网，形成送、受端结构清晰的“五横五纵”29 条特高压线路的格局；其中 2016 年已经投运四条，新增输电容量约为 3,360 万千瓦，其中三条在 2016 年后半年投运，对输电能力的提升效用主要从 2017 年开始显现，2017 年将密集投运 7 条，新增输电容量将高达约 5,880 万千瓦。国网计划在 2017 年末前完成“9 交 9 直”特高压工程的前期工作，投资规模

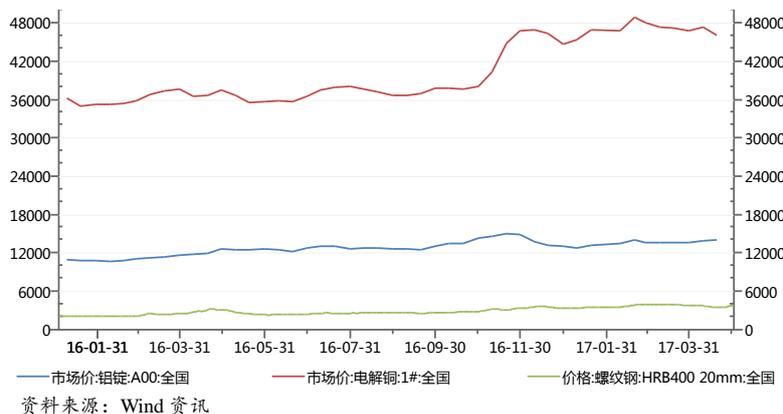
超过 6,000 亿元。预期未来五年会是特高压行业的黄金发展周期。

变压器细分市场方面，近年来受益于国民经济的快速发展，电源、电网的建设投入不断增大，输配电设备的市场需求明显增长，预计在较长时间内国内变压器等输配电设备的市场需求仍将保持较高水平。

在输变电设备领域，随着一大批重点输变电工程的建设，设备制造企业的技术水平和国产化能力不断提升。目前，500kV、750kV 超高压输变电设备已全面实现国产化，基本实现±800kV、1000kV 特高压输变电设备国产化的目标，国内输变电装备制造行业的技术水平和整体素质得以大幅提升。但由于输变电设备行业市场存在产能过剩的情况，市场整合空间巨大，需通过兼并重组、减少重复投资、加快淘汰落后产能，市场竞争格局面临洗牌或整合，不断提高行业集中度。未来电力设备研发将呈现复合化、网络化、虚拟化和全球化等趋势。

上游原材料方面，输配电及控制设备行业的主要原材料为铜、铝及钢材大宗商品等。2016 年，我国铜、铝及钢材价格均有不同程度的上涨，截至 2016 年底，我国螺纹钢价格为 3,315 元/吨，较年初增长 67.43%；电解铜价格为 44,728 元/吨，较年初增长 23.45%；铝合金 A356 价格为 12,959 元/吨，较年初增长 19.19%。

图 2 2016~2017 年 4 月我国铜、铝及钢材价格走势



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。

“十三五”期间，国内输变电行业将实现稳步增长，并呈现以下趋势：一方面，随着特高压、可再生能源技术的推进和电网建设投资的加大，在全国范围内实现资源优化配置的能源发展战略，输变电环中的柔性交流输电系统（FACTS）、超高压特高压设备、特高压控制保护设备、智能变电站、数字化变电站前景巨大；另一方面，随着新型城镇化、工业转型升级、农业现代化、电力改革步伐加快，新能源、智能电网、智慧城市、物联网、分布式能源、微网、电动汽车、储能装置快速发展，终端用电负荷呈现增长快、变化大、多样化的新趋势，下一步电网投资的重点也将向配电网转移，配电设备的增速将是输电设备的 2 倍，2020 年将全面建成“结构合理、技术先进、灵活可靠、经济高效”的现代配电网。预计未来随着“中国制造 2025”的深入实施，输变电行业内的制造厂商将面临新的机遇与挑战。

总体看，随着特高压等电力设置项目投资规模的不断推进，输配电设备制造行业发展前景良好，但由于行业存在产能过剩、产品同质化严重的问题，随着原材料成本上升、利润下滑、未来行业竞争将更为激烈。

## 2. 行业关注

### (1) 行业利润受原材料价格及性能的影响较大

近几年国内外铜材、铝材等原材料的价格波动较大，若成本无法转嫁至下游，将对企业的原材料管理和盈利能力造成很大影响，增加盈利波动性。

### (2) 市场竞争无序

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，产业为高度分散化的格局，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，电力行业投资持续快速增长。如果未来国家发展政策发生转变，导致电力行业投资需求减少，将会对行业成长性造成一定影响。

总体看，随着行业转型升级的加快、智能电站和特高压电网建设的进一步推进，未来业内大型企业仍将拥有较好的发展机遇。

## 四、管理分析

2016年，公司原监事会主席苏士英先生由于工作变动，不再担任监事会主席、监事会监事一职；原副总经理杨明进、景崇友由于工作变动不再担任公司副总经理职务。2016年，经公司监事会审议通过，选举闫飞先生为公司监事会主席；经公司董事会审议通过，聘任张喜乐先生为公司副总经理、总工程师。公司上述管理人员变动，属正常工作变动调整，对公司经营管理状况的影响程度小。

表1 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形
苏士英	监事会主席、监事	离任
闫飞	监事会主席	选举
张喜乐	副总经理、总工程师	聘任
杨明进	副总经理	离任
景崇友	副总经理	离任

数据来源：公司年报

公司监事会主席闫飞先生，1946年生，2010年12月至今任兵装集团审计与风险部巡视员，企业监事会片区第五工作组组长，黑龙江北方工具有限公司监事会主席；2015年2月至2016年3月任保变电气监事；2016年3月至今任公司监事会主席。

公司副总经理、总工程师张喜乐先生，2015年2月至今任保变电气总工程师、输变电技术研究院常务副院长（兼）；2016年4月至今任保变电气副总经理、总工程师（兼）。

总体看，公司2016年监事会主席及部分高级管理人员职位发生变化，对公司整体经营稳定性影响较小，公司管理运作正常。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

2016年，公司全年实现营业收入40.68亿元，较上年增长1.02%，基本保持稳定，其中输变电

业务实现收入 40.07 亿元，较上年增长 0.97%；实现净利润 1.10 亿元，同比增长 18.75%，主要系公司输变电产品毛利率上升所致；毛利率方面，公司于 2016 年加大了生产成本的控制力度，使得当年输变电业务毛利率较上年提高 5.59 个百分点至 23.50%。

表 2 2015~2016 年公司主营业务收入及成本构成（单位：万元，%）

项 目	2015 年			2016 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
输变电产品	396,813.18	325,742.84	17.91	400,670.54	306,497.23	23.50

资料来源：公司年报

总体看，公司营业收入较平稳，主营业务输变电业务经营稳定，未来随着产品成本控制能力的提高，公司盈利水平明显提高。

#### （1）原材料采购

变压器属于个性化定制产品，原材料及组部件主要依靠图纸明细进行多批次小批量采购，公司原材料主要为硅钢片、变压器油和电磁线等。

从采购计划来看，公司采取以销定产的生产模式，根据生产计划采购原材料。

2016 年公司主要原材料采购模式和渠道均未发生重大变化，严格按照兵装集团相关要求，采购模式主要以集中采购模式进行，并由设计、质保、审计和财务等多部门共同参与，对相关流程和环节进行督导监察。采购渠道主要以厂家直供为主，包括硅钢片、电磁线、绝缘纸板等；部分进口组部件和少量国产物资（未达到厂家直供条件），从代理商处采购。

2015~2016 年，铜线等原材料采购价格以市场价格为主，自 2015 年的 3 美元/磅一路下滑，2016 年一季度开始维持在 2.2 美元/磅波动，2016 年四季度快速上涨至 2.7 美元/磅后震荡波动；硅钢片供应商目前以国产（宝钢、武钢、首钢）为主，因型号不同价格变化有所区别，总体采购价格稳中有降；绝缘纸板价格相对稳定，自 2016 年三、四季度开始，采购价格受人工、环保等多重因素影响而略有上调；组部件种类繁多，主要组部件多采用集中采购谈判模式，多数物资价格稳中有降。

2016 年，公司前五名供应商采购额 57,120.59 万元，占年度采购总额 22.08%，较上年下降 3.17 个百分点，采购集中度尚可。

在采购结算方面，公司一般为货到检验合格后付款，进口物资多采取信用证方式结算；同时根据物料种类、供应商级别和产品质量等不同情况，针对性制定了不同供应商付款政策。

#### （2）生产及销售情况

从产能来看，2016 年公司变压器产品全年产能为 10,000 万 kVA；互感器产能在 5,000 台，其中 35kV 级以上互感器产能 4,000 台，较上年无变化。

2016 年，公司产品仍以输变电产业的变压器和互感器为主，其中变压器产品的产量和销量分别较上年下降 19.38% 和 8.67%，互感器产品的产量和销量分别较上年下降 33.48% 和 35.97%，相关产品产销量的下降主要系产品订单结构调整，其中大功率变压器订单增加，由于公司变压器产能以功率计算，大功率变压器所占产能较大，故可生产台数减少所致，其中，2016 年公司高压变压器销售规模占比上升当年产销率较上年提高 11.45 个百分点，互感器产品产销率较上年同期小幅下降 4.30 个百分点。此外，由于公司的输变电产品采取以销定产的方式生产，除非出现延迟交货或停工订单，否则不存在库存积压的情况，有利于公司产品的产销平衡。

表 3 2015~2016 年公司主要输变电产品销售情况 (单位: 台, %, 百分点)

产 品	项 目	2015 年	2016 年	增长率/变动幅度
变压器	产量	1,723	1,389	-19.38
	销量	1,500	1,370	-8.67
	产销率	87.09	98.63	11.54
互感器	产量	2,557	1,701	-33.48
	销量	2,930	1,876	-35.97
	产销率	114.59	110.29	-4.30

资料来源: 公司提供

从成本管控来看, 公司不断完善目标成本体系, 从订货管理、产品设计、物资采购、生产制造、财务管理、质量保障、效能监察以及货款回收等全价值链各个环节采取措施来降本增效。

从订单情况来看, 公司不断完善投标流程, 同时强化对重点市场开发, 持续跟进特高压、直流、核电等重大产品项目。2016 年, 公司中标滇西北至广东±800 千伏直流输电工程直流主设备招标项目送端 14 台高端换流变压器, 中标总容量 350 万 kVA, 金额 9.36 亿元; 中标昌吉-古泉±1,100kV 特高压直流工程第一批设备招标项目换流变压器产品 1 个标包, 共计 14 台变压器, 中标总金额为 11.48 亿元; 中标扎鲁特-青州±800kV 特高压直流工程第一次设备招标采购项目换流变压器产品 1 个标包, 共计 14 台换流变压器, 中标总金额为 10.64 亿元。

在市场营销方面公司多采用投标销售模式, 辅以极少量的代销模式; 销售业务分为国内销售和出口销售两部分, 国内销售统一由营销部门负责, 出口销售统一由进出口部门负责。随着市场竞争的加剧, 公司输变电产品平均售价仍处低位。公司的主要客户为国家电网公司、南方电网公司、大型核电发电企业、各大电力公司等大型企业, 此类客户议价能力较强。2016 年, 公司前五大客户销售额达 17.09 亿元, 占年度销售总额 42.01%, 较高的占比符合输变电产品下游客户的特征。

### (3) 技术研发

2016 年, 公司研发支出共计 1.95 亿元, 较上年减少 5.33%, 研发支出占营业收入的比例为 4.80%。2016 年公司主要研发项目如下:

表 4 2016 年公司主要研发项目 (单位: 亿元)

技术名称	具体内容	投入金额
1000 千伏交流特高压变压器现场组装结构和模块化设计技术研究	针对 1000 千伏交流特高压变压器采用现场组装式的铁心磁路结构、消磁线圈结构、厂内工艺加工和现场安装工艺技术, 以及特高压变压器的模块化设计结构、线饼内轴向散热油路结构、绝缘系统沿面爬电结构等关键技术进行研究。	0.38
750 千伏级大容量高阻抗自耦变压器绝缘及磁热共性技术研究	针对 750 千伏大容量高阻抗自耦变压器的铁心接地结构、磁屏蔽和电屏蔽结构、器身散热结构、导油管路材料特性及结构, 以及方便运输的油箱结构等关键技术进行研究。	0.19
超高压发电机主变压器关键技术研究及产品研制	针对 500 千伏到 800 千伏绝缘等级的超高压三相一体发电机主变的屏蔽结构和防止局部过热技术、铁心叠片夹紧结构、模块化预装式引线结构、以及器身压紧防松结构等关键技术进行研究。	0.56
特大容量换流变压器核心技术研究及产品研制	针对特大容量换流变压器的阀侧引线、网侧引线绝缘及结构设计, 绕组热点及结构件局部过热的控制, 换流变压器温升的控制, 冷却装置的整体冷却能力, 线圈纵绝缘及沿面爬电问题等关键技术进行了研发。	0.10
1000kV 单支柱大容量并联电抗器关键技术研究	在总结 1000kV 并联电抗器研制经验的基础上, 针对大容量单支柱电抗器在磁场、散热、振动等方面的技术难点, 进行专项分析研究, 解决了大容量并联电抗器的发热、温升和噪声问题。	0.11
合计	--	0.96

资料来源: 公司提供

总体看，公司研发支出规模较大，相关技术的升级和产品的创新，将有利于公司市场占有率的提高和经营业绩的保持。

## 2. 主要在建项目

截至 2016 年底，公司主要在建项目包括特高压变压器项目、秦变公司±1100kV 特高压变压器基地建设项目和保变股份-阿特兰塔印度变压器有限公司建设项目等。公司主要在建项目主要围绕特高压变电器能力提升及特高压基地建设。

截至 2016 年底，公司在建工程投资总额为 12.91 亿元，已投入 9.44 亿元，尚需投入 3.47 亿元，占公司经营活动现金净流入的 68.04%，公司资本支出压力尚可。

表 5 截至 2016 年底公司主要在建工程（单位：万元）

项目	进展情况	投资总额	已投资额	预期经济效益
±1100kV 特高压变压器基地建设项目	项目一期（除线圈工序外）建筑工程及设备购置安装全部完成，进入单项验收和试生产阶段。	42,596	29,788	达产年新增销售收入 87,908 万元。新增利润总额 7,069 万元，财务内部收益率（税前）15.86%，投资回收期（税前）7.86 年。
阿特兰塔印度变压器有限公司建设项目	完成建安及钢结构，主要设备安装完。	25,323	14,645	--
技改技措项目	--	1,476	365	--
特高压变压器制造能力提升项目	完成 40 台（套）设备安装、调试。	7,800	5,791	项目建成后，年新增平均销售收入 13,000 万元，新增年利润总额 1,267 万元。
输变电技术研究院项目	签订设备采合同部分到货验收、完成软件采购	8,045	257	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>129,072</b>	<b>94,386</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司未来建设的项目主要是围绕特高压制造能力升级和研究能力提升等方面，对提高公司竞争能力能够起到积极作用；且主要建设资金已投入，公司资本支出压力尚可。

## 3. 经营关注

### （1）行业和竞争风险

受宏观经济形势影响，2017 年国内经济仍然存在下行压力，经济增速放缓成为新常态；随着输变电制造企业研发、制造能力的不断提高，国内输变电设备制造企业产能过剩、价格竞争局面依然存在，变压器市场竞争愈加激烈。

### （2）原材料价格波动风险

公司变压器产品的主要原材料包括硅钢片、铜、变压器油、钢材等的价格波动会直接影响公司的生产成本，进而对公司的盈利水平造成影响。

## 4. 重大事项

根据公司于 2017 年 3 月 8 日发布的《保定天威保变电气股份有限公司非公开发行 A 股股票预案（三次修订稿）》，本次非公开发行的发行对象为公司控股股东、实际控制人兵装集团及上海长

威股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海长威”）。兵装集团拟以现金 11.25 亿元认购本次非公开发行的股票，上海长威以其所持云南变压器电气股份有限公司（以下简称“云变电气”）54.97%的股份认购本次非公开发行的股票<sup>2</sup>。本次非公开发行股票拟募集资金总额预计不超过 14.51 亿元，除上海长威拟以其所持有的云南变压器电气股份有限公司（以下简称“云变电气”<sup>3</sup>）54.97%股份认购部分外，实际募集资金规模不超过 11.25 亿元，拟用于偿还金融机构贷款及补充流动资金。2017 年 4 月，中国证监会受理了公司本次非公开发行申请。

总体看，若本次非公开发行股票如期完成，公司资本实力将进一步增强，债务负担将有所减轻。

#### 5. 股东支持

公司目前第一大股东为兵装集团，持股比例为 33.47%。

兵器装备作为国家战略性产业，兵装集团肩负“保军报国、强企富民”的使命，是中央直接管理的国有重要骨干企业，是国防科技工业的核心力量。兵装集团现拥有长安汽车、江铃汽车、保变电气、中国嘉陵、东安动力、西仪股份、利达光电、中原特钢等 50 多家企业和研发机构，在全球建立了 30 多个生产基地和营销网络，与福特、铃木、马自达、雅马哈、富士等跨国公司建立了战略合作关系。兵装集团年销售收入已超过 3,000 亿元，主要经济指标居我国国防科技工业第一位。公司是兵装集团战略规划四大主业板块中装备制造的核心企业，其经营发展得到了兵装集团的大力支持。

总体看，兵装集团系我国国防科技工业的核心力量，资产、经营规模很大。公司作为兵装集团战略规划四大主业板块中装备制造的核心企业，其经营发展得到了兵装集团的大力支持。

#### 6. 未来发展

“十三五”期间，公司将按照国家电力工业发展指导，以国内外市场需求为导向，聚焦资源、聚焦主业，保持变压器产品核心技术行业领先，同时抓住整合机遇，择机进入一、二次设备、系统集成及总包等其他输变电业务领域，完善产业链。

公司将按照“十三五”规划调整产业布局，加快转型升级，不断完善内部专项管理，更加注重技术创新与管理、提升企业核心竞争力，抓好重点专项改革、持续释放发展动力，抓好资源结构的整合优化、不断提升资产效率。以全面深化改革为动力，坚持创新驱动、质量为先、提质增效，大力实施以能力提升和可持续发展为根本的发展战略，推动企业转型升级和多元化发展；坚持市场化、专业化、国际化的发展方向，提高自主创新能力和核心竞争力，推动技术升级、产业升级，提升输变电产业战略地位和行业影响。

总体看，公司将技术专注于主营业务的发展，并将通过不断强化市场开拓、技术创新、降本增效等措施，确保公司在行业市场地位的保持，有利于公司经营业绩的稳定。

## 六、财务分析

公司提供的 2016 年度合并财务报表已经由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表编制遵循财政部颁布的《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（以下合称“企业会计准则”），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

<sup>2</sup> 截至评估基准日（2016 年 3 月 31 日）相关股份评估值约为 3.26 亿元。

<sup>3</sup> 截至 2016 年 9 月底，云变电气注册资本为 1,004.14 万元，总资产 10.16 亿元，净资产 3.54 亿元，净利润 0.19 亿元，主营业务为电气化铁道牵引变压器的研发制造。

报告的一般规定》。公司 2016 年合并范围未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 96.52 亿元，负债合计 90.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 6.34 亿元，归属于母公司所有者权益 4.14 亿元。2016 年，公司实现营业收入 40.68 亿元，净利润（含少数股东损益）1.10 亿元，归属母公司所有者的净利润 1.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.58 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 98.12 亿元，负债合计 91.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 6.65 亿元，归属于母公司所有者权益 4.45 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.81 亿元，净利润（含少数股东损益）0.22 亿元，归属母公司所有者的净利润 0.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.13 亿元。

### 1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 96.52 亿元，较年初增长 20.01%，主要来源于流动资产的增长。从资产结构来看，公司流动资产和非流动资产分别占比 70.24% 和 29.76%，以流动资产为主。

#### （1）流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 67.80 亿元，较年初增长 28.19%，主要来自货币资金和应收账款的增长。公司流动资产以货币资金（占 34.72%）、应收账款（占 42.63%）和存货（占 15.62%）为主。

公司货币资金规模大，截至 2016 年底，公司货币资金余额为 23.54 亿元，较年初增长 65.74%，主要系公司在手订单增加，其他货币资金中保函保证金上升所致。公司受限的货币资金合计 5.42 亿元，占期末余额的 23.01%，公司货币资金充裕。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 28.90 亿元，较年初增长 40.78%，主要系公司第四季度部分实现销售的重点产品至年底未收到货款所致。从账龄看，在按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款（占 98.95%）中，公司一年以内应收账款占 70.58%，1~2 年占 15.45%，2 年以上占 13.96%，公司已计提坏账准备 3.10 亿元。公司应收客户保定天威和鑫金属材料有限公司货款存续时间长，回收风险较高，相应应收账款 0.22 亿元全部计提坏账准备。期末应收账款余额前五名欠款方合计占 31.80%，集中度尚可，公司应收客户以电网公司、电力企业等大型企业为主，且应收账款坏账准备计提较为充分，但应收账款账面价值较大且账龄较长，因此公司应收账款对公司资金造成一定占用，影响公司资产的流动性。

截至 2016 年底，公司存货账面价值为 10.59 亿元，较年初下降 17.20%，主要系公司加强降库存的工作力度所致。公司存货主要为原材料（占 21.41%）、在产品（占 31.43%）、库存商品（占 47.14%）。公司存货中在产品及库存商品占比较高，主要系公司属于订单式生产、产品按批次供应，由于产品未到交货期，导致账面产成品规模较大所致。截至 2016 年底，公司已计提存货跌价准备余额为 2.07 亿元，较上年减少 0.67 亿元，存货跌价准备计提仍较为充足。公司 2016 年底存货水平仍处于高位。

#### （2）非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 28.72 亿元，较年初增长 4.30%，主要来自在建工程和其他非流动资产的增长。非流动资产以可供出售金融资产（占 22.99%）、固定资产（占 37.70%）、在建工程（占 10.73%）和无形资产（占 19.70%）为主。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 6.60 亿元，主要系对保定天威英利新能源有限公司（占 99.70%）的投资，账面价值较年初下降 4.53%，主要系公司对保定天威英利新能源有限公司增提减值准备所致；公司可供出售金融资产及长期股权投资中受限资产为 0.83 亿元，系因诉

讼被冻结。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 10.83 亿元，较年初增长 1.36%；固定资产账面价值中房屋及建筑物占 64.90%；机器设备占 33.15%，其余为运输工具、电子设备等；固定资产累计折旧 9.40 亿元，成新率 53.37%，成新率较低；公司固定资产合计受限 2.76 亿元，占固定资产账面价值 25.48%，其中由于抵押及诉讼冻结部分占固定资产账面价值 21.02%，由于未办妥产权证产生的受限固定资产占固定资产账面价值 4.46%。

截至 2016 年底，公司在建工程账面价值为 3.08 亿元，较年初增长 80.79%，主要系公司投入建设“±1100kV 特高压变压器基地建设项目”和“保变股份-阿特兰塔印度变压器有限公司建设项目”所致。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 5.66 亿元，较年初减少 7.71%，主要系正常摊销所致；无形资产账面价值中土地使用权占 40.60%，专利权占 39.72%；无形资产累计摊销 2.73 亿元；公司无形资产中受限资产占 27.39%，系因诉讼被冻结。

截至 2017 年 3 月底，公司总资产 98.12 亿元，较年初增长 1.65%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占比为 70.30%，非流动资产占比为 29.70%，流动资产占比较年初小幅增加。截至 2017 年 3 月底，公司流动资产合计 68.97 亿元，较年初增长 1.73%，主要系预付款项增加所致；公司非流动资产合计 29.41 亿元，较年初小幅增长 1.47%。

总体看，公司资产规模扩张较快，但账款回收进度偏缓；公司固定资产成新率较低，部分资产涉诉冻结，整体资产质量一般。

## 2. 负债及所有者权益

### (1) 负债

截至 2016 年底，公司负债总额 90.18 亿元，较年初增长 19.79%，主要来自流动负债的增长。从债务结构上看，流动负债占 96.55%；非流动负债占 3.45%，流动负债占比很高。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 87.07 亿元，以短期借款（占 58.39%）、应付账款（占 14.51%）和预收账款（占 18.10%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款合计 50.84 亿元，较年初大幅增长 80.18%，主要系公司流动资金需求加大，短期借款规模明显增长所致；短期借款主要为信用借款（占 98.52%）。截至 2016 年底，公司应付账款 12.64 亿元，主要为应付材料采购款和工程款，应付账款规模较年初增长 5.96%，主要系在手订单增加导致材料采购款和工程款增加所致。截至 2016 年底，公司预收款项 15.76 亿元，较年初增长 167.47%，主要系部分重点项目预收进度款所致。

从非流动负债来看，由于应付债券的大幅减少，2016 年底公司非流动负债较年初减少 85.08% 至 3.11 亿元，主要由长期借款（占 36.97%）、应付债券（占 10.46%）、长期应付款（占 20.13%）和递延收益（占 25.13%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 1.15 亿元，全部为信用借款，借款规模较年初减少 4.17%。截至 2016 年底，公司应付债券 0.33 亿元，全部为“11 天威债”，较年初减少了 15.59 亿元，主要系“11 天威债”实施投资者回售债券所致。截至 2016 年底，公司长期应付款 0.63 亿元，全部为融资租赁款，较年初减少 20.20%，主要系公司偿还部分融资租赁款所致。

截至 2016 年底，公司全部债务合计 58.42 亿元，较年初增长 12.63%；公司短期债务 56.32 亿元（占 96.40%），较年初增长 65.80%；长期债务 2.10 亿元（占 3.60%），较年初减少 88.26%。截至 2016 年底，公司负债水平及债务负担指标均较上年变化小，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 93.43% 和 90.21%（分别较年初下降 0.17 和 0.76 个百分点），但长期债务资本化比率由年初的 77.67%

降至 24.89%，表明公司整体债务水平较高，偿债压力集中于一年以内，公司短期偿债压力大。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 91.46 亿元，较年初增长 1.42%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占比为 96.88%，非流动负债占比为 3.12%，流动负债占比较年初小幅增加。截至 2017 年 3 月底，公司流动负债合计 88.60 亿元，较年初增长 1.76%，主要系短期借款增加所致；公司非流动负债合计 2.86 亿元，较年初减少 8.17%，主要系长期应付款减少所致。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 60.86 亿元，较年初增长 4.17%，其中短期债务和长期债务的占比分别为 96.87% 和 3.13%。截至 2017 年 3 月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 93.22%、90.14% 和 22.27%，债务负担较大，且短期偿债压力持续较重。

### （2）所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益（含少数股东损益）合计 6.34 亿元，较年初增长 23.20%，主要通过利润留存弥补历史亏损使得未分配利润亏损幅度缩小所致；其中归属于母公司的所有者权益占 65.22%，较年初提高 6.88 个百分点；归属于母公司的所有者权益中，股本为 15.35 亿元，资本公积为 31.45 亿元；受以前年度亏损影响，公司未分配利润为-46.16 亿元，对所有者权益影响大。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 6.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益占 66.91%；所有者权益构成较年初变化不大，所有者权益结构稳定性较高。

总体看，2016 年公司债务规模进一步提高，且短期偿付压力大，债务结构有待改善；公司所有者权益受未分配利润影响大，所有者权益结构稳定性有待提高。

### 3. 盈利能力

近年来公司集中优势资源发展输变电产业，2016 年实现营业收入 40.68 亿元，较上年增加 1.02%；营业成本 31.06 亿元，较上年减少 5.89%，主要系公司加大成本控制力度，并调整产品结构所致；实现净利润 1.10 亿元，较上年增长 18.75%，其中归属于母公司所有者的净利润 1.09 亿元。

费用控制方面，2016 年公司费用总额 7.57 亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用分别占比 24.29%、42.17% 和 33.53%；公司销售费用较上年增长 8.21%，管理费用和财务费用分别较上年减少 5.61% 和 11.81%；管理费用中大笔的研发支出和高负债水平带来的大额财务费用均导致公司的费用收入比处于较高水平，2016 年公司费用收入比为 18.61%，较上年下降 1.16 个百分点。公司费用控制能力有所上升，但费用水平仍较高，费用对利润的侵蚀较为明显。

2016 年，公司实现营业利润 0.25 亿元，较上年减少 66.24%，主要系上年投资收益规模较大，2016 年相对较小所致。在非经常性损益方面，2016 年，公司确认资产减值损失 1.51 亿元，其中存货跌价损失 0.70 亿元和坏账损失 0.50 亿元，整体规模较上年减少 74.04%，主要系公司上年确认资产减值损失 5.83 亿元，其中可供出售金融资产减值损失 2.72 亿元、存货跌价损失 2.42 亿所致。公司于 2016 年取得营业外收入 0.95 亿元，较上年增长了 2.53 倍，主要系政府补助和其他部分的增长，其中政府补助 0.30 亿元，其他部分 0.65 亿元，其他部分较上年大幅增加，主要系公司为履行担保义务计提预计负债、并在偿付担保金额后将差额确认为营业外收入、预计负债转回 0.39 亿元，同时子公司天威保变（合肥）变压器有限公司收到合肥天威置业有限公司给公司的欠款罚息 0.22 亿元；公司营业外收入占利润总额的 82.40%，对公司当期利润影响较大，公司自身盈利能力较弱。

从盈利能力指标来看，得益于公司利润增长，公司盈利指标较上年有所改善，2016 年公司总资产收益率和总资产报酬率分别为 6.25% 和 4.37%，分别较上年降低 0.58 个百分点和 0.53 个百分点；公司净资产收益率为 19.09%，较上年提升 7.88 个百分点。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.81 亿元，较上年同期增长 2.18%；实现利润总额 0.24 亿元，

较上年同期增长 103.65%，主要系公司对联营企业和合营企业确认投资收益增加所致；净利润 0.22 亿元，较上年同期增长 121.32%，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.23 亿元。

总体看，2016 年公司加强成本管控，营业成本下降明显。但费用水平较高，对公司利润侵蚀较大，近年来公司的盈利持续受非经常损益的影响，扣除非经常损益后盈利能力较弱，需持续关注公司主营业务的盈利回升情况和非经常项对公司盈利的综合影响。

#### 4. 现金流

从经营活动看，2016 年公司经营活动现金流入 48.72 亿元，较上年增长 12.67%，主要系公司业务收入增加所致；经营活动现金流出较上年下降 4.58% 至 43.62 亿元。受上述因素影响，公司 2016 年经营活动产生的现金流量净额为 5.10 亿元，较上年增长 232.72%。从收入质量上看，2016 年公司现金收入比为 114.77%，较上年增长 11.44 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动看，2016 年公司投资活动现金流入较上年减少 67.21% 至 1.78 亿元，主要系公司 2015 年的融资租赁以及处置参股公司股权收到现金较多、2016 年相对较少所致；受固定资产投资增加影响，投资活动现金流出较上年增长 69.75% 至 2.77 亿元；受上述因素影响，公司 2016 年投资活动产生的现金流量由净流入转为净流出，流量净额为 -0.98 亿元。

从筹资活动看，公司借款需求加大，借款规模较上年有所增长，2016 年公司筹资活动现金流入较上年增长 94.76% 至 78.94 亿元，全部为取得借款所收到的现金；由于偿还部分到期债务导致公司筹资活动现金流出增长 64.38% 至 76.52 亿元；受上述因素影响，公司筹资活动现金由上年的净流出 6.02 亿元增至净流入 2.42 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生现金净流入 0.06 亿元，由上年同期的净流出转为净流入，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；投资活动产生现金净流出 0.42 亿元，与上年同期同为净流出状态，较上年同期增长 35.87%，主要系公司收到其他与投资活动有关的现金增加所致；筹资活动产生现金净流入 0.50 亿元，较上年同期减少 89.41%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。

总体看，公司经营现金流状况较好，收入实现质量较高，投资活动现金流规模有所下降，筹资活动现金流因债务规模扩大而转变为净流入，使得公司未来仍具备较大的筹资压力。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.78 倍和 0.66 倍，现金短期债务比为 0.42 倍，整体较上年略有下降；2016 年，公司随着公司收入规模的扩大、经营性现金流明显增加，但同时短期债务也大幅增长，综合导致公司经营现金流动负债比率由上年的 2.82% 增至 5.86%，经营现金流对流动负债的保障程度有所提升。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2016 年，公司 EBITDA 为 5.77 亿元，较上年略降 3.99%。公司 EBITDA 主要由折旧（占 22.25%）、摊销（占 10.84%）、计入财务费用的利息支出（占 46.95%）、利润总额（占 19.97%）；EBITDA 利息倍数较上年略有提高，为 2.13 倍，处一般水平，EBITDA 全部债务比较上年略有下降，为 0.10 倍，表明 EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏低。公司长期偿债能力一般。

对外担保情况方面，截至 2016 年底，公司对财务报表合并范围以外的企业提供的担保为对保定天威风电科技有限公司的连带责任担保，担保金额为 0.19 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司重大诉讼案件如下：

2015 年 11 月 9 日，国家开发银行股份有限公司诉讼保定天威集团（被告一）和公司（被告二），

请求撤销公司与天威集团的资产置换协议（2465 号）及撤销公司与天威集团之间的 7% 英利股权交易（2463 号）。2016 年 10 月 25 日，公司收到法院二审《民事裁定书》，裁定撤销一审判决书，发回重审，2017 年 4 月 12 日一审开庭。

2016 年 8 月 22 日，由于海上货物运输合同纠纷，中国远洋物流有限公司起诉对公司提起法律诉讼，诉讼标的 245.30 万元。2017 年 3 月 7 日，一审第二次开庭，尚未判决。

至 2017 年 3 月底，公司作为被告的未决诉讼标的金额合计人民币 1061.36 万元及美元 784.8 万元。公司未决诉讼较多，对公司经营和财务情况带来一定不确定性。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10130601000245908），截至 2017 年 1 月 13 日，公司未结清的关注类贷款信息中，共有 15 笔保函，保函余额合计为 3,879.73 元；无未结清不良类贷款信息记录。已结清的关注类贷款信息中，共有 7 笔保理、2 笔票据贴现、36 笔保函，无已结清不良类贷款信息。公司过往债务履约情况一般。

截至 2016 年底，公司共获得各银行综合授信 122.72 亿元，已使用额度 56.78 亿元，未使用额度为 70.94 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；公司系 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

总体看，2016 年，公司整体偿债能力有所下降。同时，公司存在较多重大诉讼，其结果仍存在较大不确定性，可能对偿债能力造成一定负面影响。

## 七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、应收票据）达 24.34 亿元，为“11 天威债”待偿本金合计（0.33 亿元）的 73.76 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；截至 2017 年 3 月底，公司净资产达 6.65 亿元，约为待偿本金合计（0.33 亿元）的 20.15 倍，公司现金类资产和净资产对“11 天威债”按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2016 年公司 EBITDA 为 5.77 亿元，约为债券待偿本金合计（0.33 亿元）的 17.48 倍，公司 EBITDA 对“11 天威债”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 48.72 亿元，约为债券待偿本金合计（0.33 亿元）的 147.64 倍，公司经营活动现金流入量对“11 天威债”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为我国大型高端变压器生产的核心企业之一，在规模、技术、产品质量、人才等方面具有突出的经营优势，在政策对特高压产品的大力支持下，公司输变电业务运营有望保持良好的态势。联合评级认为，由于公司于 2016 年 5 月完成对 11 天威债的回售，使得本次债券余额仅为 0.33 亿元，公司对本次债券余额的偿还能力强。

## 八、综合评价

2016 年，公司凭借自身的技术和渠道优势，集中资源发展输变电业务，实现营业收入稳定增长；近两年公司经营现金流均呈净流入状态，收入实现质量较高；控股股东中国兵器装备集团公司对公司经营发展给予支持。同时，联合评级也关注到，公司负债水平较高、债务规模进一步扩大，存在较大的短期偿付压力等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，随着输变电行业的转型升级、公司变压器产品核心技术行业领先地位的保持，公司综合实力将进一步增强，经营状况有望保持稳定。

本次债券由天威集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。由于跟踪期内天威集团仍

处于破产重组程序，已对本次债券已无增信作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“A+”，评级展望为“稳定”；同时维持“11天威债”的债项信用等级为“A+”

## 附件 1 保定天威保变电气股份公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	80.43	96.52	98.12
所有者权益 (亿元)	5.15	6.34	6.65
短期债务 (亿元)	33.97	56.32	58.96
长期债务 (亿元)	17.90	2.10	1.91
全部债务 (亿元)	51.87	58.42	60.86
营业收入 (亿元)	40.27	40.68	8.81
净利润 (亿元)	0.92	1.10	0.22
EBITDA (亿元)	6.01	5.77	--
经营性净现金流 (亿元)	1.53	5.10	0.06
应收账款周转次数 (次)	1.94	1.48	--
存货周转次数 (次)	2.14	2.20	--
总资产周转次数 (次)	0.48	0.46	--
现金收入比率 (%)	103.33	114.77	117.35
总资本收益率 (%)	6.83	6.25	--
总资产报酬率 (%)	4.90	4.37	--
净资产收益率 (%)	11.21	19.09	--
营业利润率 (%)	17.51	22.62	18.95
费用收入比 (%)	19.77	18.61	18.75
资产负债率 (%)	93.60	93.43	93.22
全部债务资本化比率 (%)	90.97	90.21	90.14
长期债务资本化比率 (%)	77.67	24.89	22.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.93	2.13	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.10	--
流动比率 (倍)	0.97	0.78	0.78
速动比率 (倍)	0.74	0.66	0.66
现金短期债务比 (倍)	0.43	0.42	0.41
经营现金流动负债比率 (%)	2.82	5.86	0.07
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	18.22	17.50	--

注：1、部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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+拆入资金

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 3 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。