

# 跟踪评级公告

联合[2017]472 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

评级总监：

二零一七年五月十四日

---

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 2017 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     | 2016 年 5 月 25 日 |

跟踪评级时间：2017 年 5 月 24 日

主要财务数据

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 124.87 | 143.01 | 139.43     |
| 所有者权益（亿元）        | 68.72  | 75.51  | 76.01      |
| 长期债务（亿元）         | 6.95   | 6.97   | 6.97       |
| 全部债务（亿元）         | 7.39   | 9.98   | 9.09       |
| 营业收入（亿元）         | 73.46  | 96.07  | 11.34      |
| 净利润（亿元）          | 8.06   | 9.40   | 0.51       |
| EBITDA（亿元）       | 10.90  | 12.55  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 5.03   | 12.47  | -6.63      |
| 营业利润率（%）         | 27.16  | 22.69  | 20.41      |
| 净资产收益率（%）        | 12.30  | 13.04  | 0.67       |
| 资产负债率（%）         | 44.97  | 47.20  | 45.49      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 9.71   | 11.67  | 10.68      |
| 流动比率（倍）          | 2.22   | 2.04   | 2.12       |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 1.47   | 1.26   | --         |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 22.36  | 25.38  | --         |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.56   | 1.79   | --         |

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、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

2016 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。公司营业收入大幅增长，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，盈利能力和偿债能力很强；经营性现金流呈较大规模的净流入状态，能够为其偿还债务提供支撑。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到输配电设备制造行业竞争激烈、公司产品毛利率下滑、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业良好的成长性；未来，随着公司在建项目的完工和新签约项目的实施，公司收入及盈利规模有望进一步提升。

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

优势

1. 2016 年我国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. 2016 年公司加大科研力度，在特高压、智能电网、新能源领域突破关键技术，为公司未来发展提供了较强的技术支撑。

## 关注

1. 宏观经济下行，输配电设备制造行业竞争激烈，上游原材料价格波动，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的占用。
3. 公司关联交易规模较大，存在一定关联交易风险。

## 分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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：



孙林林

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2016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，国务院国有资产管理委员会为公司实际控制人。

图1 截至2016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2016年底，公司下辖14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、审计法务等职能部门；拥有在职员工5,890人。

截至2016年底，公司合并资产总额143.01亿元，负债合计67.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）75.51亿元，其中归属于母公司所有者权益合计70.58亿元；2016年，公司实现营业收入96.07亿元，净利润（含少数股东损益）9.40亿元，其中归属于母公司所有者的净利润8.69亿元；经营活动产生的现金流量净额12.47亿元，现金及现金等价物净增加额8.92亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额139.43亿元，负债合计63.42亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.01亿元，其中归属于母公司所有者权益合计71.08亿元；2017年1~3月，公司实现营业收入11.34亿元，净利润（含少数股东损益）0.51亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.50亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.63亿元，现金及现金等价物净增加额-7.33亿元。

公司注册地址：河南省许昌市许继大道1298号；法定代表人：冷俊。

## 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.SZ”。

2016 年 11 月 30 日，公司已支付自 2015 年 11 月 30 日至 2016 年 11 月 29 日的本期债券利息共计 4,725.00 万元。

截至 2016 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。

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，2016 年，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，然而在全部用电量中占比偏小，因此仅能带动我国全社会用电量缓慢回升，2016 年全社会用电量 59,198 亿千瓦时，同比增长 5.00%，增速较 2015 年上升了 4.48 个百分点。

2016 年，国家加大对特高压和智能电网投资力度，电网基本建设投资保持增长，全年我国电网基本建设投资完成 5,426 亿元，同比增长 16.90%，增速较 2015 年上升了 5.16 个百分点。2016 年 8 月，国家发展和改革委员会正式印发《国家发展改革委关于内蒙古扎鲁特—山东青州±800 千伏特高压直流工程项目核准的批复》（发改能源〔2016〕1756 号），核准建设扎鲁特—青州特高压直流输电工程。截至 2016 年底，国家电网公司已建成“四交四直”特高压工程，“三交六直”工程正在建设，我国已进入特高压建设高峰期。

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。2016 年，我国大中城市地铁和中西部铁路建设投资稳步增加，中国铁路总公司完成全国铁路固定资产投资 8,015 亿元，投产新线 3,281 公里，新开工项目 46 个，新增投资规模 5,500 亿元。截至 2016 年底，我国铁路营业里程已达 12.4 万公里，其中高铁 2.2 万公里以上，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输配电设备制造企业发展创造了难得的发展机遇。

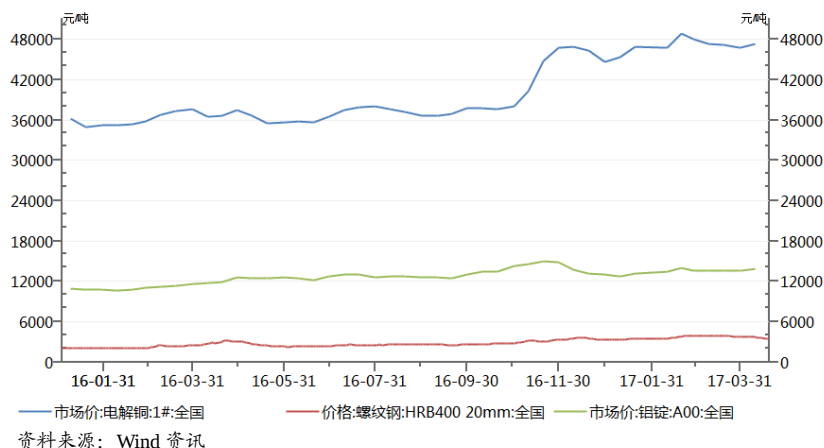
从下游客户来看，输配电及控制设备制造行业下游国家电网和南方电网两大企业处于垄断地位，产品价格低迷使得销售额下降，近年来行业毛利率持续下降。同时，中低端产品同质化、供过于求的情况较为严重。

“一带一路”战略为输配电及控制设备制造行业带来新的发展机遇。2016 年，国家电网与“一带一路”沿线国家新签订合同额 23 亿美元，已与俄罗斯、蒙古、吉尔吉斯斯坦等国建成 10 条互联互通输电线路；入股希腊独立输电运营公司；收购巴西 CPFL 公司 54.64% 的股权。国家电网“一带

一路”战略的推进，也将带动国内一系列优质企业“走出去”，利于国内产能的释放。我国电力行业海外市场前景广阔，输配电及控制设备制造行业下游需求有望进一步提升。

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、铝及钢材等大宗商品等。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年以来我国铜、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。

总体看，随着城镇化建设、轨道交通投资、特高压等项目的不断推进，将给输配电及控制设备制造带来商机。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。

## 2. 行业政策

2016年国家加大电改力度，相关政策持续出台。2016年3月，国家发改委正式印发《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》，推动能源结构调整、促进可再生能源发展方向明确。2017年3月，国家能源局综合司发布《关于征求〈关于促进储能技术与产业发展的指导意见（征求意见稿）〉意见的函》（以下简称“指导意见”）。指导意见中对储能的发展阶段目标及重点发展方向进行了布置：将先进储能纳入可再生能源发展、配电网建设、智能电网等专项基金支持范围；根据不同应用场景研究出台针对性补偿政策；出台纳入补偿范围的先进储能技术标准并实施动态更新，研究建立分期补偿和补偿退坡机制。

总体看，国家电改进入密集制定规划与建立阶段，为行业内企业发展创造了良好的政策环境。

## 3. 行业关注

### （1）行业利润受原材料价格的影响较大

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。

## 4. 行业发展

由于国家电力政策偏重特高压、配网和农网改造领域，预期投资额较大，将带动输配电及控制设备制造行业的迅猛发展。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。

根据国家能源局的《配电网建设改造行动计划（2015~2020年）》，2015年投资不低于3,000亿元，“十三五”期间累计投资不低于1.7万亿元，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，中压公用配变容量将达到11.5亿千伏安、线路长度将达到404万千米。

总体看，未来随着国内经济持续发展，特高压电网建设的进一步推进，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，因工作调动和任期届满等原因，公司4名董事（1名董事、3名独立董事）、3名监事（1名监事会主席、1名职工监事、1名监事）和1名总经理、1名副总经理和1名董事会秘书分别辞任职务，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 2016年公司董事、监事、高级管理人员变动情况

| 姓名  | 担任的职务 | 类型    | 日期          | 原因                           |
|-----|-------|-------|-------------|------------------------------|
| 马保州 | 董事    | 任期满离任 | 2016年06月28日 | 第六届董事会任期届满，马保州先生不再担任公司董事     |
| 耿明斋 | 独立董事  | 任期满离任 | 2017年06月28日 | 第六届董事会任期届满，耿明斋先生不再担任公司独立董事   |
| 田土城 | 独立董事  | 任期满离任 | 2018年06月28日 | 第六届董事会任期届满，田土城先生不再担任公司独立董事   |
| 薛玉莲 | 独立董事  | 任期满离任 | 2019年06月28日 | 第六届董事会任期届满，薛玉莲女士不再担任公司独立董事   |
| 程利民 | 监事会主席 | 离任    | 2016年04月29日 | 因工作调动，程利民先生辞去公司第六届监事会主席职务    |
| 王定国 | 监事    | 任期满离任 | 2016年06月28日 | 第六届监事会任期届满，王定国先生不再担任公司监事     |
| 李维扬 | 职工监事  | 离任    | 2016年03月24日 | 因工作原因，李维扬先生辞去职工监事职务          |
| 张新昌 | 总经理   | 离任    | 2016年05月03日 | 因调任控股股东许继集团任职，张新昌先生辞去公司总经理职务 |
| 姚武  | 董事会秘书 | 离任    | 2016年03月29日 | 因工作原因，姚武先生辞去兼任的公司董事会秘书职务     |
| 魏剑啸 | 副总经理  | 离任    | 2016年12月15日 | 因调控股东单位任职，魏剑啸先生辞去公司副总经理职务    |

资料来源：公司年报

公司新任董事、总经理孙继强先生，1969年生，大学学历，中欧国际工商管理学院EMBA，高级工程师。历任许昌继电器研究所结构研究室主任，公司结构分公司总经理。2008年12月起任公司副总经理；2014年2月起兼任公司市场部主任，营销服务中心总经理，市场部（营销服务中心）党总支副书记；2016年4月起任许继集团党委委员；2016年5月起任公司总经理；2016年6月起

任公司董事。

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；公司的核心技术团队和人员未发生重大变动，经营团队保持稳定。

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、核心团队较为稳定，对公司经营管理影响较小。

## 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，2016 年公司实现营业收入 96.07 亿元，同比增长 30.77%；实现净利润 9.40 亿元，同比增长 16.71%。

2016 年，公司实现主营业务收入 95.72 亿元，占营业收入的比重为 99.63%，主营业务突出。

从收入构成来看，2016 年公司常规发电工业市场保持稳定增长，大客户集贸市场陆续取得订货。同时，业务模式创新和新增市场拓展全面发展，成功签订浙江 G20 配网施工、福建变电站运维检修、河南仪表代检等模式创新项目，使得各板块收入均呈现不同程度的增长。具体来看，2016 年公司智能变配电系统收入占比持续保持在较高水平，达 39.57%，较上年略有上涨；当年该板块实现收入 38.01 亿元，同比增长 33.40%。直流输电系统、智能中压供用电设备和智能电表业务占比相差不大，均在 12%~19%之间；2016 年分别实现收入 15.92 亿元、17.35 亿元和 12.14 亿元，同比分别增长 51.72%、3.39%和 36.71%。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，2016 年分别实现收入 8.97 亿元和 3.68 亿元，同比分别增长 62.67%和 11.56%。

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，同时由于原材料价格上涨，导致公司主要产品的毛利率出现不同程度的下降。2016 年智能变配电系统、直流输电系统、智能中压供用电设备、智能电表、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较上年下降 5.82 个百分点、10.96 个百分点、5.16 个百分点、2.06 个百分点、5.15 个百分点和 6.02 个百分点。由于公司主要产品毛利率均呈现下滑态势，2016 年公司产品综合毛利率为 23.27%，较上年下降 4.69 个百分点。

表2 2015~2016年公司营业收入情况（单位：万元、%）

| 项 目         | 2015 年     |        |       | 2016 年     |        |       |
|-------------|------------|--------|-------|------------|--------|-------|
|             | 收入         | 占比     | 毛利率   | 收入         | 占比     | 毛利率   |
| 智能变配电系统     | 284,950.86 | 38.79  | 30.31 | 380,110.51 | 39.57  | 24.49 |
| 直流输电系统      | 104,902.17 | 14.28  | 58.34 | 159,153.82 | 16.57  | 47.38 |
| 智能中压供用电设备   | 167,787.96 | 22.84  | 15.16 | 173,468.33 | 18.06  | 10.01 |
| 智能电表        | 88,816.00  | 12.09  | 15.73 | 121,417.30 | 12.64  | 13.67 |
| 电动汽车智能充换电系统 | 55,149.42  | 7.51   | 26.10 | 89,709.58  | 9.34   | 20.95 |
| EMS 加工服务及其它 | 33,023.64  | 4.50   | 12.23 | 36,841.42  | 3.83   | 6.21  |
| 合计          | 734,630.04 | 100.00 | 27.96 | 960,700.96 | 100.00 | 23.27 |

资料来源：公司年报

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.34 亿元，较上年同期增长 19.88%；实现净利润 0.51 亿元，较上年同期增长 148.67%，主要系公司本期营业收入同比增加且销售费用同比下降，带动营业利润同比大幅增加所致。

总体看，2016 年公司营业收入大幅增长，受市场竞争激烈和原材料价格上涨影响，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。2016 年，钢材、有色金属市场价格均有所上涨，一定程度上增加了公司的采购成本，对此公司实行统一采购，通过提高规模效益并及时关注价格变化趋势，在价格上行时，及时扩大库存，采用灵活措施，规避价格波动风险。2016 年，公司年度采购总额为 64.49 亿元，同比增长 29.63%，主要系销售规模扩大，需采购原材料增加所致。

从采购情况看，2016 年公司向前五名供应商的采购金额合计为 14.05 亿元，占年度采购总额的比例为 21.78%，较 2015 年上升 11.53 个百分点，采购集中度大幅提升。

表 3 2016 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 | 59,946.87  | 9.30  |
| 国家电网及其所属企业 | 35,844.65  | 5.56  |
| 供应商 1      | 15,807.72  | 2.45  |
| 供应商 2      | 15,384.62  | 2.39  |
| 供应商 3      | 13,484.87  | 2.09  |
| 合计         | 140,468.72 | 21.78 |

资料来源：公司年报

从产量上看，随着公司新签合同增加，产量增加较大，2016 年公司产量为 9,046,201 台套，同比大幅增长 54.17%；重大合同中标方面，2016 年，公司先后中标了滇西北至广东±800kV 直流输电工程直流主设备项目、国家电网公司 2016 年渝鄂直流背靠背联网工程第一批设备公开招标、国家电网公司 2016 年第一批电能表及用电信息采集设备招标活动、国家电网公司 2016 年扎鲁特-青州±800KV 特高压直流工程第一次设备国际公开招标等项目，中标金额合计 40.27 亿元，同比增加 54.03%，为公司业务的可持续发展创造了良好的条件。

总体看，受公司市场拓展力度加大影响，2016 年公司产量持续上升；同时，公司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

2016 年，公司坚持技术营销、质量营销和服务营销，深化营销服务一体化协同运作，中标 6 条特高压交直流项目，保护监控及整站集成在市场招标中份额提升，开关柜、消弧线圈类产品连续满额中标，仪表产品、充电设备、配网协议库存、省招项目中标份额提升。常规发电工业市场保持稳定增长，大客户集招市场陆续取得订货。业务模式创新和新增市场拓展全面发展，成功签订浙江 G20 配网施工、福建变电站运维检修、河南仪表代检等模式创新项目。

目前公司销售主要面向国内市场，2016 年国内销售额占总收入比例为 99.99%，其中以华东、华中、华北和华南为主销售区域，其他地区业务量较均衡。

表 4 2015~2016 年公司营业收入分地区情况（单位：万元，%）

| 地区   | 2015 年     |        | 2016 年     |        |
|------|------------|--------|------------|--------|
|      | 营业收入       | 占比     | 营业收入       | 占比     |
| 东北   | 19,926.99  | 2.71   | 29,327.73  | 3.05   |
| 华北   | 128,799.13 | 17.53  | 182,346.72 | 18.98  |
| 华中   | 237,103.92 | 32.28  | 337,259.44 | 35.11  |
| 华南   | 67,606.19  | 9.20   | 73,301.56  | 7.63   |
| 华东   | 192,465.17 | 26.20  | 253,507.39 | 26.39  |
| 西北   | 52,907.31  | 7.20   | 44,430.07  | 4.62   |
| 西南   | 35,609.23  | 4.85   | 40,398.10  | 4.21   |
| 国际业务 | 212.10     | 0.03   | 129.95     | 0.01   |
| 合计   | 734,630.04 | 100.00 | 960,700.96 | 100.00 |

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，2016 年公司对前五大客户销售实现收入合计占比为 73.01%，较上年提高了 30.09 个百分点，主要系国家电网和许继集团及其所属企业销售量大幅提升所致。2016 年公司前五大客户集中度大幅上升，存在客户过于集中风险。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 39.21%；第二大客户为控股股东许继集团，销售额占比达到 30.46%。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。近年来，电气设备行业内企业竞争较为激烈，产品同质化较为严重，公司主要产品价格均有所下降，导致产品毛利出现不同程度的下滑。

表 5 2016 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  |
|------------|------------|-------|
| 国家电网及其所属企业 | 376,666.67 | 39.21 |
| 许继集团及其所属企业 | 292,589.08 | 30.46 |
| 客户 1       | 15,400.00  | 1.60  |
| 客户 2       | 8,843.49   | 0.92  |
| 客户 3       | 7,887.09   | 0.82  |
| 合计         | 701,386.33 | 73.01 |

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，公司参与供货的国家电网公司淮南-南京-上海、锡盟-山东、蒙西-天津南特高压交流，灵州-绍兴特高压直流，舟山柔性直流，金中直流、鲁西背靠背直流工程成功投运；榆横-潍坊特高压交流，晋北-南京、观音岩直流等项目正在安装调试；锡盟-泰州特高压直流、鲁西扩建工程按计划推进；杭州 G20 峰会保电项目全面完成，郑州轨道交通工程进展顺利。

总体看，2016 年公司产品销售仍主要面向国内市场，销售量增长幅度较大；客户集中度较上年大幅提升，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，公司加大力度推进科技攻关，在特高压领域，研制了 1000 千伏交流成套保护系统、

±1100 千伏直流电流互感器和分压器、±800 千伏/6250 安特高压换流阀等。在智能电网领域，开发了 ±500 千伏/1500 兆瓦柔性直流换流阀、PICS-8000 监控平台、基于物联网的动力电池云技术管理平台、桥壁电抗器、12-40.5 千伏气体绝缘环网开关设备、10 千伏一体化智能配电台区等。在新能源领域，研制了统一潮流控制器、电动汽车新型直流快充设备、高密度组串式光伏逆变器等核心装备。2016 年全年完成省部级和国网科技项目验收 4 项；实现科技成果转化 4 项；申请专利 579 项，其中发明专利 417 项；授权专利 200 项，其中发明专利 112 项。

截至 2016 年底，公司拥有研发人员 2,329 人，占全公司员工的比例为 39.54%，较上年提高 0.77 个百分点；当期研发投入金额为 4.60 亿元，占营业收入的比例为 4.79%，较上年降低了 0.61 个百分点，变化不大。

总体看，公司重视技术研发，2016 年突破了行业内多项关键技术，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，2016 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 9.42 亿元，占营业成本的比重为 12.78%，较 2015 年有所上升；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 66.88 亿元，占营业收入的比重为 69.61%，较 2015 年略有下降。

表6 2015~2016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 |
| 2015 年 | 55,299.42     | 10.45   | 515,790.83    | 70.21   |
| 2016 年 | 942,39.07     | 12.78   | 668,751.55    | 69.61   |

资料来源：公司年报

总体看，公司关联交易金额较大，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。

## 6. 经营效率

2016 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 1.15 次、3.95 次和 0.72 次，较 2015 年的 0.99 次、2.89 次和 0.63 次均有所上升，其中存货周转率上升较快，主要系公司当年销量快速增长，营业成本相应增长所致。从同行业上市公司比较情况看，公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率处于行业中上游水平。

表7 2016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        | 1.48        | 2.82        | 0.60        |
| 600550.SH        | 保变电气        | 1.65        | 2.66        | 0.46        |
| 603050.SH        | 科林电气        | 1.96        | 3.22        | 0.75        |
| 000585.SZ        | 东北电气        | 0.45        | 2.50        | 0.14        |
| <b>000400.SZ</b> | <b>许继电气</b> | <b>1.25</b> | <b>3.95</b> | <b>0.72</b> |

资料来源：Wind 资讯

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，2016 年公司经营效率较上年有所提升，在同行业中处于较高水平。

## 7. 经营关注

### （1）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。虽然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。

### （2）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。2016 年，我国钢材、有色金属市场产品价格均有所上涨，一定程度上提升了公司的采购成本，对公司成本控制造成了不良影响。

### （3）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。

## 8. 未来发展

2017 年，公司将继续深化改革，依法治企，创新发展，提升能力，优化产业布局，夯实发展基础，提升效率效益，推动转型升级，为电网安全、清洁、协调、智能发展提供坚强支撑。公司将重点做好以下几个方面工作：

产业发展方面，加快发展战略性新兴产业，推进带电检修、大数据及云服务、智能制造、智能计量终端等业务合作；积极推广变电站、直流换流站整站运检业务，提高变电站整站集成能力；拓展重点城市充换电设施投资运营市场，积极参与增量配网试点项目建设。

新产品研发方面，加快关键技术研究，推进重大技术装备攻关，推动智能制造整体方案应用，研制“互联网+”电力装备，提升产品智能化水平，启动电工装备智能制造执行系统开发，有序推进智能电表等智能制造试点项目实施。

市场竞争力提升方面，保持存量市场稳定增长，精心谋划各批次招标及重点省招项目，创新模式加强系统外市场开拓，积极做好客户关系维护与履约服务工作；深入挖掘能源互联网、新一代配网自动化推广、城市配电网建设等机遇，推进项目落地。稳步推进国际业务发展。

总体看，公司发展目标明确，发展规划路径切实可行，能够支持公司的可持续发展。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2016 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》（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编制。

从合并范围变化上看，2016 年公司合并范围内新增子公司 2 家，分别为新设立子公司许昌许继电动汽车充电服务有限公司和福州智能电力科技有限公司；同时，许继日立电气有限公司因清算不再纳入合并范围。截至 2016 年底，共有 14 家子公司纳入合并财务报表范围。考虑到公司主营业务未发生变化，新增及清算子公司资产规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 143.01 亿元，负债合计 67.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）75.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 70.58 亿元；2016 年公司实现营业收入 96.07 亿元，净利润（含少数股东损益）9.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 8.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.92 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 139.43 亿元，负债合计 63.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 71.08 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.34 亿元，净利润（含少数股东损益）0.51 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.33 亿元。

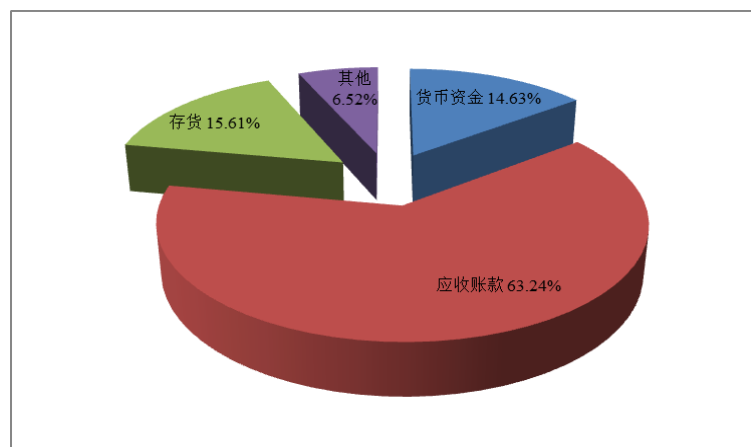
### 2. 资产质量

截至 2016 年底，公司合并资产总额 143.01 亿元，较年初增长 14.52%，主要系货币资金、无形资产和开发支出增长所致；其中流动资产和非流动资产占比分别为 86.21%和 13.79%，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 2016 年底，公司流动资产合计 123.29 亿元，较年初增长 13.05%，主要系货币资金大幅增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 14.63%）、应收账款（占比 63.24%）和存货（占比 15.61%）构成。

图 3 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司货币资金为 18.04 亿元，较年初增长 95.28%，主要系当年大项目回款同比大幅增长所致；其中银行存款占比 94.38%，其他货币资金占比 5.62%，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，其中使用权受到限制的资金为 1.01 亿元（占比 5.62%）。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 77.97 亿元，较年初增长 3.38%，变化较小。其中按信用风险特征组合法计提坏账准备的应收账款账面余额为 83.97 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 62.29%，1~2 年的占比为 17.33%，2~3 年的占比 12.03%，3 年以上的占比 8.35%。公司累计计提坏账准备 7.05 亿元，计提比例 8.30%。公司应收账款期末余额前五名单位占比 43.21%，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 2016年公司应收账款前五大单位情况（单位：万元、%）

| 单位名称          | 金额                | 占应收账款比重      | 是否为关联企业 |
|---------------|-------------------|--------------|---------|
| 许继集团有限公司      | 284,818.64        | 33.50        | 是       |
| 国网江苏省电力公司     | 30,738.24         | 3.62         | 是       |
| 国网河南省电力公司     | 29,368.69         | 3.45         | 是       |
| 国网山东省电力公司物资公司 | 11,443.25         | 1.35         | 是       |
| 平高集团有限公司      | 10,956.46         | 1.29         | 否       |
| <b>合计</b>     | <b>367,325.27</b> | <b>43.21</b> |         |

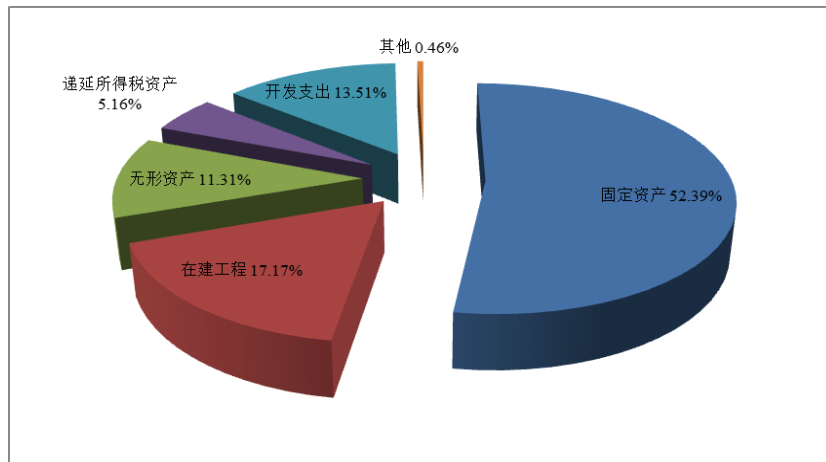
资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司存货账面价值为 19.25 亿元，较年初增长 6.32%，主要由库存商品（占比 59.77%）、在产品（占比 20.03%）、原材料（占比 20.19%）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，截至 2016 年底，公司仅对库存商品累计计提跌价准备 63.68 万元，计提比例为 0.03%。

### 非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 19.72 亿元，较年初增长 24.65%，主要系无形资产和开发支出大幅增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占比 52.39%）、在建工程（占比 17.17%）、无形资产（占比 11.31%）、开发支出（占比 13.51%）和递延所得税资产（占比 5.16%）构成。

图4 截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司固定资产账面原值为 19.78 亿元，较年初增长 7.63%，主要系部分达到预定可使用状态的在建工程转入固定资产所致。从构成来看，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 46.16%）、机械设备（占 37.13%）、电子设备（占 15.57%）和运输设备（占 1.14%）构成。截至 2016 年底，公司累计计提折旧 9.45 亿元，账面价值为 10.33 亿元，固定资产成新率为 53.06%，成新率不高。

截至 2016 年底，公司在建工程为 3.38 亿元，较年初增长 26.04%，主要系许继电气智能电网产业园生产辅助用房建设项目、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长和许继电气数字仿真试验能力提升项目、许继仪表公司终端产品生产设备升级改造项目 and 许继电气制造中心 SMT 生产线自动化升级改造项目等新增开发项目投入所致。

截至 2016 年底，公司无形资产为 2.23 亿元，较年初大幅增长 114.20%，主要系当期新增土地使用权及内部研发形成专利权影响所致。从构成来看，公司无形资产主要由土地使用权（占 48.16%）、专利权（占 39.12%）、非专利技术（占 5.30%）和办公软件（占 7.42%）构成。截至 2016 年底，公司无形资产累计摊销 0.68 亿元。

截至 2016 年底，公司开发支出为 2.66 亿元，较年初大幅增长 106.88%，主要系当期增加对智能变电站项目、直流输电及电力电子项目、一次设备及其智能化项目等项目的内部开发支出所致。

截至 2016 年底，公司递延所得税资产为 1.02 亿元，较年初增长 14.89%，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 2017 年 3 月底，公司资产总额 139.43 亿元，较年初小幅下降 2.50%，主要系货币资金大幅下降所致。其中，流动资产占比 85.84%、非流动资产占比 14.16%，非流动资产占比较年初有所上升。公司流动资产为 119.69 亿元，较年初下降 2.92%。公司货币资金为 10.74 亿元，较年初下降 40.44%，主要系支付供应商货款及到期银行承兑所致。公司非流动资产 19.74 亿元，较年初增长 0.13%，变化不大。

总体看，2016 年公司资产规模稳步上升，资产结构仍以流动资产为主；流动资产中应收账款金额较大且持续增加，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。

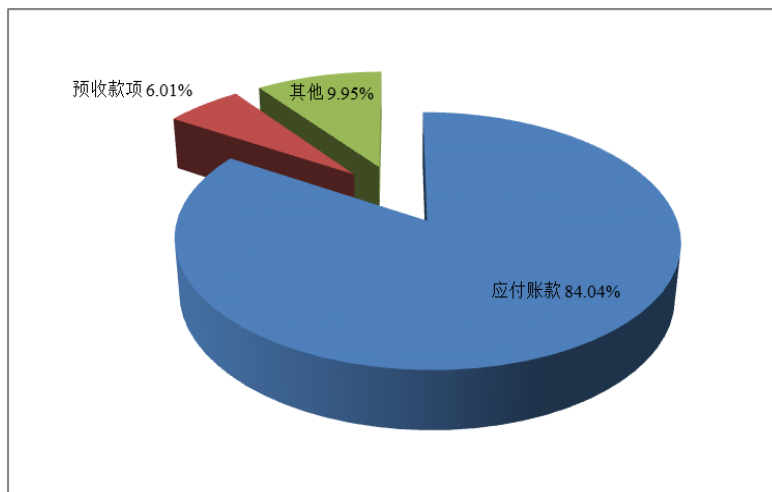
### 3. 负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债合计为 67.50 亿元，较年初增长 20.20%，主要系应付账款大幅增长所致。其中，流动负债和非流动负债分别占比 89.46%和 10.54%，仍以流动负债为主。

## 流动负债

截至 2016 年底，公司流动负债合计 60.39 亿元，较年初增长 22.90%，主要系应付账款大幅增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占比 84.04%）和预收款项（占比 6.01%）构成。

图 5 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司新增短期借款 1.20 亿元，全部为信用借款，贷款利率为 4.12%。

公司应付账款主要为应付物资、工程等款项。截至 2016 年底，公司应付账款为 50.75 亿元，较年初增长 20.80%，主要原因是一方面随着公司业务规模及在建工程规模不断扩大，导致应付货款及工程款金额的不断增长，另一方面公司加大对采购合同付款条件管理，付款速度相对放缓。从账龄结构上看，一年以内的应付账款占 98.02%，一年以上的应付账款占 1.98%，账龄以短期为主。

截至 2016 年底，公司预收款项为 3.63 亿元，较年初增长 19.21%，主要系公司业务规模扩大所致。

## 非流动负债

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 7.12 亿元，较年初增长 1.36%，变化不大。公司非流动负债主要由应付债券（占比 97.88%）构成。截至 2016 年底，公司应付债券为 6.97 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”。

截至 2016 年底，公司全部债务合计 9.98 亿元，较年初小幅增长 35.00%，主要系新增 1.20 亿短期信用借款和 1.4 亿应付票据所致；其中短期债务和长期债务分别占比 30.18%和 69.82%，短期债务占比较年初上升了 24.23 个百分点，增长较快，但公司债务仍以长期债务为主。债务指标方面，2016 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 47.20%、11.67%和 8.45%，资产负债率、全部债务资本化比率较年初分别上升了 2.23 个百分点和 1.96 个百分点，长期债务资本化比率较年初下降了 0.74 个百分点。总体看，公司债务负担较轻。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 63.42 亿元，较年初下降 6.05%，主要系应交税费大幅减少所致。其中，流动负债占比 88.87%，非流动负债占比 11.13%，结构较年初变化不大。公司流动负债为 56.36 亿元，较年初下降 6.66%。公司应交税费为 0.08 亿元，较年初下降 103.67%，主要系支付上年年末计提所得税及增值税所致。公司非流动负债为 7.06 亿元，较年初下降 0.83%，变化不大。

总体看，2016 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；公司短期债务规模大幅增加，但仍以长期债务为主；公司整体负债水平较低，债务负担较轻。

### 所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 75.51 亿元，较年初增长 9.88%，主要系未分配利润增长所致；归属于母公司所有者权益为 70.58 亿元，占所有者权益比重的 93.48%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 14.29%、资本公积占比 11.75%、盈余公积占比 7.29%、未分配利润占比 66.66%，以未分配利润为主，权益稳定相较差。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 76.01 亿元，较年初增长 0.67%，变化不大。其中归属于母公司所有者权益合计 71.08 亿元，占所有者权益的 93.51%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 14.19%、资本公积占 11.67%、未分配利润占 66.90%，公司所有者权益构成较年初变化较小。

总体看，2016 年公司所有者权益有所增加，但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，特高压，智能电网、电动汽车业务收入持续增长，2016 年公司实现营业收入 96.07 亿元，同比增长 30.77%；公司营业成本 73.71 亿元，同比增长 39.29%，增速略高于营业收入；实现营业利润 9.67 亿元，同比增长 23.11%；实现利润总额 10.85 亿元，同比增长 16.72%；实现净利润 9.40 亿元，同比增长 16.71%；其中归属于母公司所有者的净利润为 8.69 亿元，同比增长 20.58%。

期间费用方面，2016 年公司期间费用为 11.09 亿元，同比增长 9.35%，主要系销售费用和管理费用增长所致。从构成来看，2016 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别占期间费用的 40.36%、55.55%和 4.09%，以销售费用和管理费用为主。2016 年公司管理费用为 6.16 亿元，同比增长 9.15%，主要系研发费用、税金和修理及低值易耗费用增长所致；公司销售费用为 4.48 亿元，同比增长 10.41%，主要系客服及商务费用增长所致；公司财务费用为 0.45 亿元，同比小幅增长 4.09%，变化不大。2015~2016 年，公司费用收入比呈下降态势，分别为 13.80%和 11.54%，公司期间费用对利润存在一定侵蚀。

公司资产减值损失主要为应收款项计提坏账准备。2016 年公司资产减值损失为 1.07 亿元，同比减少 44.33%，主要系当期计提应收账款坏账损失减少所致。2016 年公司资产减值占利润总额的比例为 9.90%，对公司利润有一定的侵蚀。

公司营业外收入主要为软件行业增值税返还及政府奖励款。2016 年公司营业外收入为 1.21 亿元，同比减少 18.63%，主要系部分项目政府补助资金减少所致。2016 年公司营业外收入占利润总额的比例为 11.15%，公司对营业外收入依赖程度一般。

受市场同行业竞争较为激烈，产品差异化较小的影响，2016 年公司主营业务盈利能力有所下降。具体来看，2016 年公司主营业务毛利率由 2015 年的 27.86%下降至 23.32%；营业利润率由 27.16%下降至 22.69%；同时，2016 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 12.25%、8.47%和 13.04%，各项指标与上年相比变化不大。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.34 亿元，较上年同期增长 19.88%；实现净利润 0.51 亿元，较上年同期增长 148.67%，主要系公司本期营业收入同比增加且销售费用下降，带动营业利润大幅增加所致。

总体看，2016 年公司营业收入和净利润持续增长，整体盈利能力基本维持稳定。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2016 年公司经营活动现金流入 91.49 亿元，同比大幅增长 43.90%，主要系大项目回款大幅增加所致；收到其他与经营活动有关的现金为 3.68 亿元，同比下降 18.87%，主要系收回的投标保证金较上年同期减少所致。2016 年经营活动现金流出 79.02 亿元，同比大幅增长 34.97%，主要原因是随着销售规模的扩大，所需材料采购增加，采购付款规模增加所致；支付其他与经营活动有关的现金为 13.45 亿元，同比增加 5.85%，变化不大。受上述因素影响，2016 年公司经营活动产生的现金流量净额为 12.47 亿元，同比大幅增长 147.76%。从收入实现质量来看，2016 年公司的现金收入比为 90.68%，较上年提升了 11.64 个百分点，但仍处于较低水平，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2016 年公司投资活动现金流入 0.13 亿元，较 2015 年的 5.62 万元大幅增长，主要系公司当期收回上年处置子公司股权款项所致；投资活动现金流出 1.89 亿元，同比下降 10.20%，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 年公司投资活动产生的现金流量净额为-1.76 亿元，净流出规模同比下降 16.41%。

从筹资活动来看，2016 年公司新增筹资活动现金流入 1.25 亿元，主要为公司从银行处取得的短期信用借款；筹资活动现金流出 3.03 亿元，同比增长 41.33%，主要系当期子公司对少数股东分红增加所致。受上述因素影响，2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.79 亿元，净流出规模同比下降 16.72%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-6.63 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.39 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.32 亿元。

总体看，公司经营活动现金流呈现净流入状态，收入实现质量较上年有明显提高；投资规模较上年有所下降；筹资活动现金流呈净流出状态，未来随着在建项目资金的持续投入，融资需求将进一步上升。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.04 倍和 1.72 倍，均较年初有所下降，主要系流动负债快速增长所致，但仍处于较好水平。2016 年，公司经营现金流对流动负债比为 20.65%，较上年上升了 10.41 个百分点，公司经营活动现金流对流动负债的覆盖能力尚可；公司现金短期债务比为 6.88 倍，公司现金类资产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，2016 年公司 EBITDA 为 12.55 亿元，同比增长 15.16%，主要系利润总额增长所致；公司 EBITDA 主要由利润总额（占 86.48%）、折旧（占 8.57%）、摊销（占 1.01%）和计入财务费用的利息支出（占 3.94%）构成。2016 年 EBITDA 利息倍数为 25.38 倍，EBITDA 全部债务比为 1.26 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 2016 年底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至 2016 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 2017 年 04 月 10 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。公司为深交所上市公司，直接融资渠道畅通。

公司与各商业银行建立了良好的合作关系，截至 2016 年底，公司已获银行授信额度 33.00 亿元，未使用授信额度 28.89 亿元，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2016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20.70亿元，约为“11许继债”本金（7亿元）的2.96倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达75.51亿元，约为债券本金（7亿元）的10.79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，2016年，公司EBITDA为12.55亿元，约为债券本金（7亿元）的1.79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2016年经营活动产生的现金流入91.49亿元，约为债券本金合计（7亿元）的13.07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。

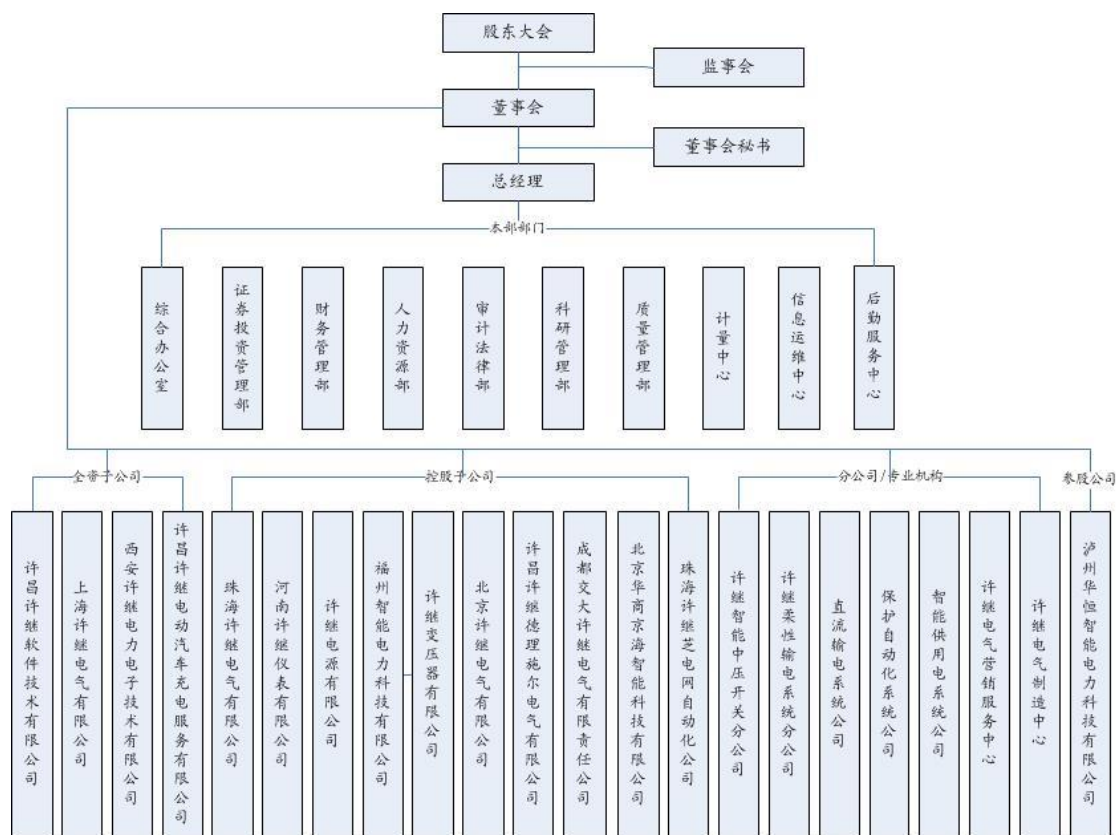
## 八、综合评价

2016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。公司营业收入大幅增长，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，盈利能力和偿债能力很强；经营性现金流呈较大规模的净流入状态，能够为其偿还债务提供支撑。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到输配电设备制造行业竞争激烈、公司产品毛利率下滑、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；未来，随着公司在建项目的完工和新签约项目的实施，公司收入及盈利规模有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“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机构图



## 附件 2 许继电气股份有限公司 主要财务指标

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 124.87 | 143.01 | 139.43     |
| 所有者权益（亿元）        | 68.72  | 75.51  | 76.01      |
| 短期债务（亿元）         | 0.44   | 3.01   | 2.12       |
| 长期债务（亿元）         | 6.95   | 6.97   | 6.97       |
| 全部债务（亿元）         | 7.39   | 9.98   | 9.09       |
| 营业收入（亿元）         | 73.46  | 96.07  | 11.34      |
| 净利润（亿元）          | 8.06   | 9.40   | 0.51       |
| EBITDA（亿元）       | 10.90  | 12.55  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 5.03   | 12.47  | -6.63      |
| 应收账款周转次数(次)      | 0.99   | 1.15   | --         |
| 存货周转次数（次）        | 2.89   | 3.95   | --         |
| 总资产周转次数（次）       | 0.63   | 0.72   | 0.08       |
| 现金收入比率（%）        | 79.04  | 90.68  | 116.88     |
| 总资本收益率（%）        | 12.30  | 12.25  | --         |
| 总资产报酬率（%）        | 8.41   | 8.47   | --         |
| 净资产收益率（%）        | 12.30  | 13.04  | 0.67       |
| 主营业务毛利率（%）       | 27.86  | 23.32  | 20.64      |
| 营业利润率（%）         | 27.16  | 22.69  | 20.41      |
| 费用收入比（%）         | 13.80  | 11.54  | 15.59      |
| 资产负债率（%）         | 44.97  | 47.20  | 45.49      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 9.71   | 11.67  | 10.68      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 9.19   | 8.45   | 8.40       |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 22.36  | 25.38  | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 1.47   | 1.26   | --         |
| 流动比率（倍）          | 2.22   | 2.04   | 2.12       |
| 速动比率（倍）          | 1.85   | 1.72   | 1.68       |
| 现金短期债务比（倍）       | 24.31  | 6.88   | 5.83       |
| 经营现金流动负债比率（%）    | 10.24  | 20.65  | -11.76     |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.56   | 1.79   | --         |

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、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                                                                                        |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| <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%<br>(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>     |                                                                                             |
| 333 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%                                                                    |
| <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

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。