

2019 年广州白云电器设备股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2019 年广州白云电器设备股份有限公司 可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

报告编号：
 中鹏信评【2020】跟踪第
 【359】号 01

债券简称：白电转债

债券剩余规模：8.8 亿元
 债券到期日期：
 2025 年 11 月 15 日
 债券偿还方式：
 对未转股债券按年计息，
 每年付息一次，附债券赎
 回及回售条款

分析师

姓名：
 顾春霞 毕柳

电话：
 021-51035670

邮箱：
 guchx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
 资信评估股份有限公司
 输配电行业评级方法，该
 评级方法已披露于中证
 鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
 有限公司

地址：深圳市深南大道
 7008 号阳光高尔夫大厦
 3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 23 日	2019 年 11 月 05 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广州白云电器设备股份有限公司（以下简称“白云电器”或“公司”，股票代码：603861.SH）及其 2019 年 11 月 15 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：新型基础设施建设加速推进，预计将推升开关设备及电容器的市场需求；公司产品实行定制化生产，与大客户合作稳定，收入规模持续增长，且在手订单充足，业务持续性较好。同时中证鹏元也关注到 2020 年一季度公司经营出现亏损，需关注公司产能利用情况，存在垫资压力，有息债务增长较快，偿债压力加大等风险因素。

正面：

- 新型基础设施建设加速推进，预计将推升开关设备及电容器的市场需求。在疫情和全球经济衰退的背景下，国家强调加快新型基础设施建设进度，其中特高压、城际轨道交通、5G 基建、大数据中心等领域对成套开关设备、电力电容器等电力设备和器件需求量大，将为相关电力企业带来发展机会。
- 公司产品实行定制化生产，与大客户合作稳定，收入规模持续增长。公司产品实行定制化生产，2019 年成套开关设备产销率保持在较高水平，同时，与大客户稳定的合作关系有利于业务的持续拓展，2019 年公司实现营业收入 28.61 亿元，同比增长 11.07%。
- 公司在手订单充足，业务持续性较好。2019 年 1 月，公司中标广州地铁集团有限

公司（以下简称“广铁集团”）广州市轨道交通新建线路供电系统设备及运维服务采购项目，全年与广铁集团签订合同金额合计 77.21 亿元。截至 2019 年末，公司未交货的在手订单为 97.63 亿元。

关注：

- **2020 年一季度公司经营出现亏损。**受疫情等因素影响，2020 年一季度公司营业收入同比下降 36.78%，综合毛利率较 2019 年度下滑 7.82 个百分点，当期利润总额为-0.88 亿元，出现亏损。
- **仍需关注公司产能利用情况。**近年成套装置受产品结构变化影响产能利用率波动较大，电容式电压互感器产能利用率维持在较低水平，未来仍需关注电力电容器产品产能利用情况。同时，本期债券募投项目投资规模较大，需关注建成投产后相关产能消化的不确定性。
- **应收账款和存货规模较大且增长较快，存在垫资压力，对营运资金形成较大占用。**截至 2020 年 3 月末公司应收账款和存货规模合计为 30.20 亿元，较 2018 年末增长 32.51%，占总资产比重合计为 44.15%，存在一定垫资压力，对营运资金形成较大占用；同时，应收账款周转率下降导致公司资金营运效率下滑。
- **公司负债水平持续提升，有息债务增长较快，偿债压力加大。**2019 年公司经营活动现金净流入规模较小，购建厂房、生产基地等导致投资活动现金流持续净流出，整体现金流平衡对外部融资依赖较大。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率较 2018 年末提升 9.15 个百分点至 60.07%，有息债务规模为 29.06 亿元，较 2018 年末大幅增长 72.51%，占负债总额的比重提高至 70.72%，同时 EBITDA 利息保障倍数下降明显，公司偿还压力加大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	684,119.34	680,398.36	520,495.70	458,489.26
归属于母公司所有者权益合计	248,810.63	256,333.42	232,341.15	236,486.83
有息债务	290,642.08	273,620.51	168,476.19	95,991.52
资产负债率	60.07%	59.01%	50.92%	39.72%
流动比率	1.67	1.72	1.61	1.85
速动比率	1.22	1.31	1.15	1.29

营业收入	31,365.69	286,096.35	257,581.17	218,588.59
营业利润	-8,857.09	18,232.52	21,365.76	25,776.35
净利润	-8,891.90	15,394.90	17,832.22	22,987.68
综合毛利率	15.28%	23.10%	27.75%	30.67%
总资产回报率	-	4.00%	4.96%	6.12%
EBITDA	-	32,790.45	32,067.44	32,916.46
EBITDA 利息保障倍数	-	5.22	10.20	113.10
经营活动现金流净额	-26,143.62	3,137.46	-14,118.95	24,391.36

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

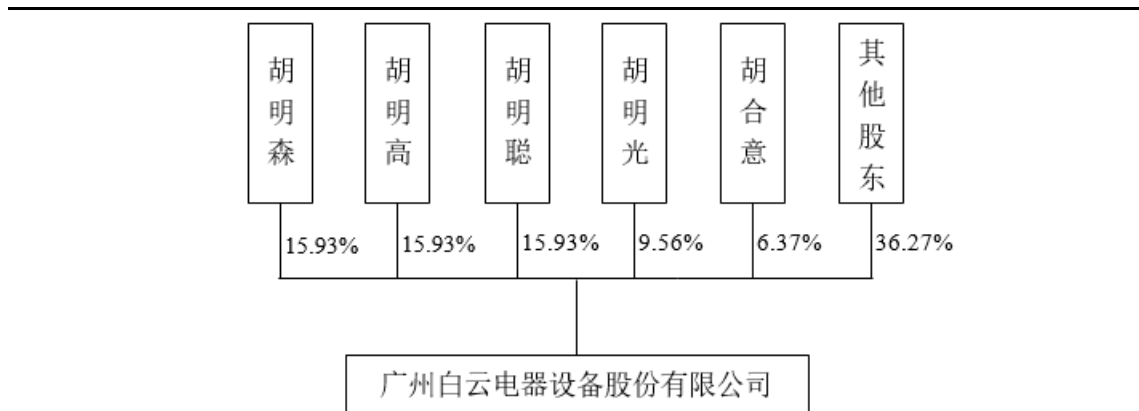
一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2019 年 11 月 15 日发行 6 年期 8.80 亿元本期债券，募集资金原计划用于高端智能化配电设备产业基地建设项目和补充流动资金。根据公司于 2020 年 4 月 28 日公告的《广州白云电器设备股份有限公司可转债募集资金 2019 年度存放与使用情况的专项报告》，为了提高募集资金使用效率，降低公司财务成本，公司拟使用不超过人民币 4 亿元闲置募集资金暂时补充流动资金。截至 2019 年 12 月 31 日，本期债券募集资金专户余额为 26,023.08 万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均无变化，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和股本为 45,193.06 万元，控股股东及实际控制人为胡氏五兄妹（签署一致行动协议书）：胡明森、胡明高、胡明聪、胡明光和胡合意¹，合计持有公司股份 28,801.47 万股，占公司总股本的 63.73%；其中 10,619.40 万股股份已质押，占其持有公司股份的 36.87%，占公司总股本的 23.50%。公司股权结构及实际控制关系如下。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司主要从事成套开关设备、电力电容器、元器件和变压器等产品的研发、制造、销售与服务，其中电力电容器业务主要由子公司桂林电力电容器有限责任公司（以下简称“桂林电容”）负责。2019 年公司合并报表范围新增 2 家子公司，具体情况见表 1 所示。

¹ 公司未提供实际控制人征信报告。

表1 2019年新纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
徐州长泽电器设备有限公司	1,150	100.00%	电器设备、电力自动化仪表研发、销售、技术服务	新设
桂林桂容万顺投资有限公司	1,000	100.00%	对房地产、酒店的投资等	新设

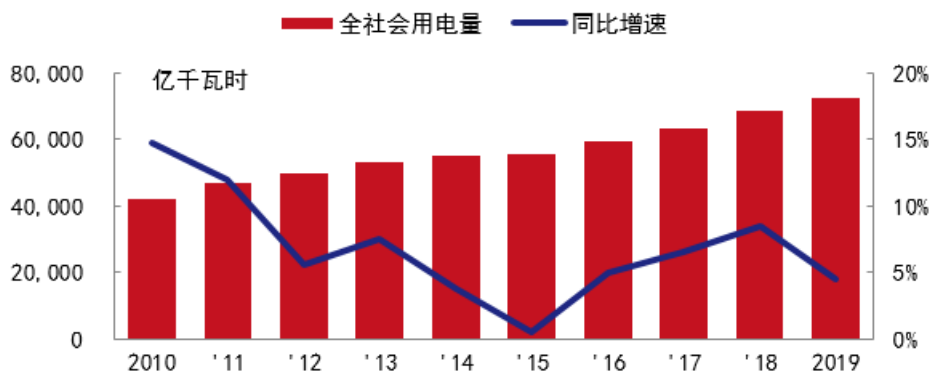
资料来源：公司 2019 年年报，中证鹏元整理

三、运营环境

我国全社会用电量持续增长，推动社会各用电领域配电设施的建设，为成套开关设备的发展奠定了坚实基础；工业企业及轨道交通等终端用电领域的配电设施及配电网建设持续推进，有助于提升成套开关设备的市场需求

开关设备作为电力系统中具有控制、保护作用的电力设备，广泛应用于电力系统的多个领域，尤其配电环节使用规模最大。中、低压成套开关设备则是配电设施中接受、分配电能的核心电力设备，其需求来自于社会各终端用电领域的配电设施建设及配电网建设，具有广泛性和多源性的特点。近年我国全社会用电量持续增长，根据国家能源局统计，2019年我国全社会用电量72,255亿千瓦时，同比增长4.5%。全社会用电量的持续增长推动着公建设施、工业企业等社会各用电领域配电设施的建设，为成套开关设备的发展奠定了坚实基础。

图 2 我国全社会用电量持续增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

在社会各用电领域中，工业是我国电力能源的最大消费领域，根据国家能源局统计，2019年我国第二产业用电量49,362亿千瓦时，同比增长3.1%，占全社会用电量的比重为68.3%。工业企业配电设施的建设及对中、低压成套开关设备的采购常伴随于企业固定资产投资进行。2019年我国第二产业固定资产投资同比增长3.2%，近年来增长速度有所放缓，但第二产业固定资产投资完成额仍保持上升趋势。随着我国对工业领域的固定资产投资持

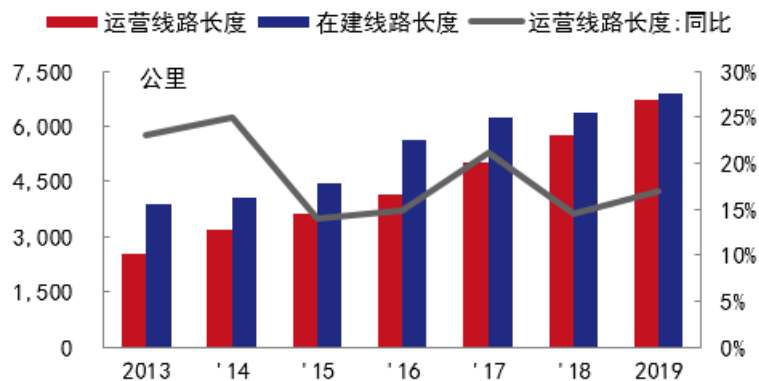
续增长，配电开关设备的需求也将进一步扩大。

社会用电持续增长在直接带动终端用户配电设施建设的同时，也推动着上一电力环节配电网的建设。我国电网建设经过“十二五”期间的高速发展后，电源供给及输电线逐步完善，投资重心由主干网向配网侧转移。根据《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》，2015-2020年配电网建设改造投资不低于2万亿元，“十三五”期间累计投资不低于1.7万亿元，随着我国配电网的建设，预计电力领域对开关设备的需求仍较大。

在众多公建设施中，轨道交通（包括铁路和城市轨道交通）具有集中用电规模大、配电开关设备种类多的特点，因此对成套开关设备的需求量较大。铁路建设方面，近年我国铁路营业里程快速提升，根据国家铁路局公布的数据，我国铁路营业里程由2012年的9.76万公里增至2019年末13.90万公里，年均投产新线超过5,900公里，且投产铁路以高铁为主。投资方面，根据国家铁路局公布的数据，2014-2019年，我国铁路固定资产投资完成额均维持在8,000亿元以上，2019年为8,029亿元，根据《铁路“十三五”发展规划》，到2020年全国铁路营业里程要达到15万公里，2020年新线铁路建设对成套开关设备的需求仍较大。

城市轨道交通方面，随着我国城镇化进程的不断推进，主要一、二线城市对快速、大运量的轨道交通需求日益凸显，国内城市轨道交通运营线路长度由2013年末的2,539公里增至2019年末6,730公里，同比增长16.92%，其中2019年增长975公里。2019年我国内地轨道交通完成建设投资5,959亿元，在建线路长度6,903公里。截至2019年底，共有44座城市获批建设地铁，规划线路总长超过7,500公里，超过既有运营线路长度。轨道交通的快速发展及后续新线的大规模建设有助于提升成套开关设备的市场需求。

图3 我国城市轨道交通运营及在建线路长度持续增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

原材料在成套开关设备成本构成中占主导地位，受疫情影响，今年以来铜、钢等金属材料价格波动较大，对成本控制造成一定影响；激烈的市场竞争使企业承受较大的降价压

力，利润空间受到压缩

开关设备行业产品成本构成中原材料占总成本的70%左右。原材料主要包括断路器、互感器等元器件以及铜排、钢板等金属材料，其中元器件在成本构成中占主导地位，也较为直接地决定了产品的性能参数和质量水平。目前，元器件的技术水平较为成熟，并已基本实现国产化，产品供应较为充足。铜排、钢板等金属材料属于大宗商品，2019年价格波动幅度相对较小，但总体仍处于较高水平；2020年一季度受疫情的影响，铜价、钢板价格均出现较大幅度下降，二季度以来有所回升。总体来看，铜排、钢板等金属材料价格处于较高水平，对开关设备企业利润形成一定挤压，而今年以来价格的较大波动对开关设备产品成本控制造成一定影响。另外，规模较大的成套开关设备企业对于竞争相对充分的上游供应商具备较强的议价能力，在一定程度上可以缓解原材料价格的波动风险。

图4 今年以来国内铜、钢价格波动加剧



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

从市场竞争格局来看，开关设备行业竞争激烈，市场集中度相对较低，具体在特高压、高压和中低压领域，市场集中度和技术水平有较大区别。在特高压领域（1100kV及以上），由于国家“重大装备国有化”的政策，行业进入壁垒和退出壁垒相对较高，没有外资企业直接参与，绝大部分市场份额集中在中国西电电气股份有限公司、河南平高电气股份有限公司和新东北电气集团有限公司，即传统的“三大开”，市场集中度较高，且整体技术水平处于世界领先水平；高压领域（126-550kV）相对技术门槛不高，西门子、ABB和施耐德等合资企业具备一定竞争优势，“三大开”等国内企业参与其中；在中低压领域（72.5kV及以下），中低压开关设备市场发展潜力巨大，大量外资企业、合资企业和中小民营企业参与竞争，厂商数量巨大，市场集中度较低，产品同质化竞争严重。激烈的市场竞争使中低压开关设备生产企业承受了较大的降价压力，压缩了产品利润空间。

电力投资规模下降或将对电容器行业造成一定冲击，同时铝材等原材料价格波动对电

力电容器企业成本控制带来一定压力

电力电容器作为电力系统的重要组成部分，使用范围覆盖发电、配电、用电等环节，主要作用是改善电压质量、降低损耗、为线路和变压器增容，最终达到降低用电成本、提高输配电系统稳定性和质量的目的，其发展与国家电力建设投资密切相关。从电力建设投资总体结构来看，电力建设包括电源建设和电网建设两大部分。其中，电源建设即发电厂的建设，包含传统电力建设及新能源电力建设，如火力、水力、风能、核能、生物能等；而电网建设主要为输电线路的建设，其投资建设主体主要为国家电网企业和南方电网下属的分公司，以及地方电力建设公司。Wind数据显示，2019年全国电力建设投资完成额为7,995亿元，同比小幅下降1.2%，其中电源和电网基本建设分别完成投资3,139亿元和4,856亿元，分别同比增长15.4%和下降9.6%；电源建设投资中，水电、火电、核电和风电投资分别为814亿元、630亿元、335亿元和1,171亿元。截至2019年底，全国全口径发电装机容量20.1亿千瓦，其中2019年全国新增发电装机容量1.1亿千瓦，较上年有所下降。我国电力建设投资下滑或将对电力电容器行业发展造成一定冲击。

市场规模方面，中国产业信息网数据显示，受益于全球信息化产业的发展以及电子产品的快速进步，电容器使用量大大增加，规模不断增长，2019年全球电容器市场规模达222亿美元，2009-2019年均复合增长率达5.65%，同期我国电容器市场规模约1,100亿元，2009-2019年均复合增长率超过7%，高于世界平均水平，但近年增速有所下滑。随着电力建设投资规模下滑，电容器市场增速或将进一步放缓。

电力电容器行业的上游主要为生产电力电容器装置所需的原材料及零部件行业，包括铝箔、薄膜、苜基甲苯、铝材、避雷器、隔离接地开关、框架、母线等原材料和零部件。其中零部件生产行业进入门槛较低，市场参与者众多，行业竞争比较激烈，产品价格较为稳定，对于电力电容器行业的经营影响较小。由于原材料在电力电容器装置生产过程中占比较高，铝材等原材料价格波动对电力电容器企业成本控制及盈利水平带来一定压力。受疫情影响，今年以来铝材价格波动较大。

图 5 今年以来国内铝价格波动较大



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

新型基础设施建设对成套开关设备、电力电容器等电力设备和器件需求量大, 预计将为相关电力企业带来发展机会

2018年底中央经济工作会议提出, 加大制造业技术改造和设备更新, 加快5G商用步伐, 加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设(以下简称“新基建”)。在疫情和全球经济衰退的背景下, 今年3月4日中央政治局常委会明确强调, “加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性。” 随后各省市的政府工作报告提及加大新基建投资力度。

新基建的七大领域包括特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、5G基建、大数据中心、新能源汽车充电桩、工业互联网以及人工智能, 涉及诸多产业链。其中, 前四个领域对成套开关设备、电力电容器等电力设备和器件需求量大, 将为相关电力企业带来发展机会。其中, 特高压建设方面, 从上下游产业链来看, 特高压产业链包括电源、电工装备、用能设备、原材料等, 产业链长而且环环相扣, 带动力强。国务院办公厅公布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 明确提到要加快推进跨省跨区输电, 优化完善各省份电网主网架, 推动实施一批特高压输电工程。《国家电网有限公司2020年重点工作任务》强调2020年核准7条特高压工程, 全年建设项目投资规模将达1,811亿元。特高压工程建设将提升电力电容器市场需求, 对电力电容器企业形成较大利好。

四、经营与竞争

公司主要从事成套开关设备、电力电容器、元器件和变压器等产品的研发、制造、销售与服务, 跟踪期内主营业务未发生变化。2019年公司实现营业收入28.61亿元, 同比增长11.07%, 其中成套开关设备销售收入为18.86亿元, 同比增长18.86%, 占营业收入的比重提

高至65.92%；受主要客户特高压重点工程项目建设及招投标推迟影响，电力电容器销售收入同比下降16.79%，为6.39亿元；随着业务量增加，变压器销售收入同比大幅增长至2.02亿元。

毛利率方面，2019年公司成套开关设备和变压器产品毛利率相对稳定；随着毛利率低的非特高压产品收入占比提高，电力电容器毛利率同比下降11.17个百分点至25.15%；受产品结构变化，元器件毛利率有所下滑，综合影响下，2019年公司综合毛利率为23.10%，同比下降4.65个百分点。

2020年一季度，受疫情影响，公司营业收入同比下降36.78%，为3.14亿元。同期公司综合毛利率下滑至15.28%，其中成套开关设备业务因固定成本较高，收入降低导致毛利率下滑；电力电容器收入主要来自毛利率低的非特高压产品，无特高压重点工程项目，毛利率大幅下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
成套开关设备	15,742.51	19.91%	188,605.87	24.31%	158,673.76	24.97%
电力电容器	10,511.49	4.20%	63,862.45	25.15%	76,748.40	36.32%
变压器	4,254.63	21.37%	20,187.68	7.94%	10,666.75	7.55%
元器件	608.89	21.55%	11,544.18	10.44%	9,766.01	19.13%
主营业务收入	31,117.52	14.84%	284,200.18	22.77%	255,854.92	27.42%
其他业务收入	248.17	70.23%	1,896.16	71.60%	1,726.25	75.24%
合计	31,365.69	15.28%	286,096.35	23.10%	257,581.17	27.75%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务按订单进行定制生产，与下游大客户合作关系稳定，在手订单充足，业务持续性较好，但客户较高的行业集中度使公司经营面临一定的市场需求变动风险

公司产品广泛应用于大型工业与能源企业，轨道交通、机场等公建设施，以及电网公司与各类发电厂等的输配电系统，需要按照客户项目需求进行定制化设计和生产，属于定制化产品，公司实行以销定产的订单式生产模式。随着轨道交通、配电网及工业企业等社会各用电领域配电设施建设的持续推进，公司产品的市场需求较大，2019年主要产品销量均有不同幅度提高。受产品结构变化影响，2019年公司销售的成套开关设备中价格相对较低的低压产品占比提高导致成套开关设备均价同比有所下滑；电力电容器方面，成套装置的销售均价变动主要与其定制性相关，产品的构成及其中包括的组件不同导致价格存在差异，且特高压重点工程项目单价与常规项目相差较大，2019年公司确认收入的项目中常规项目占比大幅提高，土耳其凡城和巴基斯坦默蒂亚里-拉合尔两个海外特高压直流工程项目

售价较国内市场价格低，综合影响下成套装置平均价格同比大幅下滑。

产销率方面，公司产品从发货、现场安装到调试运行需要一定时间，同时受客户土建施工、上下游配套设备等整体工程进度的影响，2019年公司成套开关设备、电容式电压互感器产销率有所提高，成套装置产销率下滑，成套开关设备、成套装置和电容式电压互感器产销率分别为107.00%、76.48%和104.90%，需关注成套装置的产销情况。

表3 公司主要产品销售情况

产品名称		项目	单位	2019年	2018年
成套开关设备		销量	台	94,937	68,757
		平均价格	元/台	19,866.42	23,077.47
		产销率	-	107.00%	84.92%
电力电容器	成套装置	销量	万千乏	3,219	1,326
		平均价格	元/千乏	13.44	22.78
		产销率	-	76.48%	108.87%
	电容式电压互感器	销量	台	4,044	3,349
		平均价格	元/台	32,504.73	30,235.39
		产销率	-	104.90%	96.54%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产品销售方面，公司核心客户多为电力、轨道交通等行业内优质大型企业，并建立了长期的业务联系。从前五大客户情况看，近年公司前五大客户集中于电网公司和轨道交通建设企业，2019年前五大客户合计销售额占当期营业收入比例为28.34%，同比有所下降。2019年1月，公司中标广铁集团广州市轨道交通新建线路供电系统设备及运维服务采购项目，2019年度公司已与广铁集团签订合同金额合计58.69亿元供电系统设备采购合同及18.52亿元供电系统设备运维服务合同，公司全年新签合同金额108.09亿元，同比增长347.40%。截至2019年末，公司未交货的在手订单为97.63亿元，在手订单充足，业务持续性较好。

表4 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占营业收入比例
2018年	广州地铁集团有限公司	43,733.10	16.98%
	国网山东省电力公司物资公司	15,968.03	6.20%
	广东电网有限责任公司	9,445.69	3.67%
	国网江苏省电力有限公司	9,011.00	3.50%
	国家电网公司	6,225.76	2.42%
	合计	84,383.58	32.77%
2019年	国家电网公司	25,760.71	9.00%
	广州地铁集团有限公司	24,965.28	8.73%
	中国电力技术装备有限公司	15,394.62	5.38%
	广东电网有限责任公司	8,369.60	2.93%

	呼和浩特市地铁二号线建设管理有限公司	6,591.36	2.30%
	合计	81,081.57	28.34%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售结算方面，由于公司产品整体交付周期较长，货款结算进度一般为：签订合同后支付10%-30%预付款；设备交付后支付30%-40%货款；安装验收后支付30%-40%货款；设备正常运行1-2年后支付5%-15%的质量保证金，公司存在一定的垫资压力。收入确认方面，公司一般在设备安装调试及验收后确认收入，收入确认时间受相关土建工程及配套设施的进度影响较大。

总体而言，公司下游大客户为实力较强、信誉较好的优质企业，公司与其合作关系稳定，有利于未来业务的持续拓展；但同时客户的行业集中度较高，相关项目建设通常伴随固定资产投资进行，与宏观经济周期、国家产业政策等密切相关，如果我国宏观经济增长乏力，客户对电力设备的需求下降，将使公司经营面临一定的市场风险。

公司成套开关设备产能持续提高且得到快速释放，销售收入持续增长；电力电容器销售收入有所下滑，未来仍需关注其产能利用情况

公司目前拥有广州白云神山工业区内成套开关设备生产基地、桂林电力电容器生产基地。随着绿色智能数字化工厂正式投产运营，公司成套开关设备产能持续提高且得到快速释放，2019年公司成套开关设备产能为77,000台，较2018年提高10.00%；产能利用率为115.23%，基本与上年持平；2019年度公司实现成套开关设备销售收入18.86亿元，同比增长18.86%。电力电容器方面，2019年公司成套装置产能为4,170万千乏，同比增长16.77%；产能利用率为100.94%，同比大幅提高，主要系产品结构变化导致产量大幅提高所致。2019年电容式电压互感器产能稳定在8,000台，产能利用率同比提高4.83个百分点至48.19%，仍维持在较低水平。2019年公司实现电力电容器销售收入6.39亿元，同比下降16.79%。总体上看，公司成套装置产能利用率波动较大，电容式电压互感器产能利用率较低，未来仍需关注电力电容器产能利用情况。

表5 公司主要产品产能及产能利用率情况

产品名称		项目	单位	2019年	2018年
成套开关设备		期末年产能	台	77,000	70,000
		产能利用率	-	115.23%	115.66%
电力电容器	成套装置	期末年产能	万千乏	4,170	3,571
		产能利用率	-	100.94%	34.11%
	电容式电压互感器	期末年产能	台	8,000	8,000
		产能利用率	-	48.19%	43.36%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为满足持续增长的市场需求，并强化产品的智能化升级，目前公司正在建设智源厂房

工程二期项目及拟建高端智能化配电设备产业基地建设项目（本期债券募投项目），计划总投资7.96亿元，其中高端智能化配电设备产业基地建设项目拟使用本期债券募集资金6.70亿元，项目建成投产后公司将新增智能化配电三箱40,000台/年、节能型干式变压器5,000台/年、母线槽30万安米以及智能配电台区12,000套/年等电力设备产品产能。截至2019年末，公司主要在建、拟建项目已投资0.31亿元，尚需投资7.65亿元，扣除拟使用本期债券募集资金金额，尚需投入0.95亿元，且新增产能能否快速消化存在一定不确定性，需关注项目投产后的产能消化风险。

表6 截至2019年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	已投资额
智源厂房工程项目二期	5,333.36	3,099.00
高端智能化配电设备产业基地建设项目	74,306.40	0.00
合计	79,639.76	3,099.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司成本构成中原材料占比较大，规模化生产带来一定的采购成本优势；电缆采购规模减少使供应商集中度有所下降；2019年公司毛利率有所下滑，在行业内相对较低

公司主营业务的生产成本由直接材料、人工成本和制造费用三项构成，其中直接材料占营业成本的比例在90%左右，其价格波动对公司营业成本的影响较大。

表7 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	200,017.79	90.91%	168,062.07	90.30%
人工成本	5,096.92	2.32%	4,427.85	2.38%
制造费用	14,359.47	6.53%	13,197.59	7.09%
主营业务成本	219,474.17	99.76%	185,687.50	99.77%
其他业务成本	538.58	0.24%	427.43	0.23%
合计	220,012.75	100.00%	186,114.93	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料主要有两类，一类是以断路器、互感器为代表的各类元器件，另一类是铜排、钢板等金属材料。近年元器件占公司采购规模的比例在60%左右，是产品成本的主要构成。在原材料采购方面，公司与主要供应商签定年度采购框架协议，由于原材料采购量大且稳定，部分供应商给予了一定的价格优惠，因此公司依靠自身的市场地位及规模化生产带来了一定的采购成本优势。同时，公司产品属于定制化产品，对于采购规模较大或较重要的项目，公司在投标前向供应商进行专项询价，以获取较具竞争力的投标价格。由于产品销售价格的调整往往滞后于原材料价格的变化，如果生产所需的原材料价格出现大幅波动，将影响公司的生产成本和盈利水平，存在原材料价格波动风险。此外，公司利用SRM

（供应商关系管理）信息化技术，根据订单交货时间与生产计划安排，与供应商在线确认采购合同、发货跟踪与开票对账等采购信息，以建立匹配公司响应快速、交货及时的供应链管理体系。

在货款结算方面，近年随着生产规模扩大，公司加大了商业信用的利用，逐渐增加使用银行承兑汇票结算，票据占货款支付的比例达50%左右。公司与供应商合作关系稳定，信用良好，供应商通常会给予公司200天左右的付款信用期。

表8 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
元器件	136,481.38	58.87%	119,555.96	62.80%
铜材	19,080.43	8.23%	16,289.21	8.56%
钢材	6,345.23	2.74%	4,711.15	2.47%
聚丙烯薄膜	6,468.68	2.79%	2,649.54	1.39%
CVT 套管	3,045.78	1.31%	1,579.71	0.83%
铝箔	3,072.34	1.33%	1,146.01	0.60%
变压器	1,558.04	0.67%	2,875.87	1.51%
其他	55,801.48	24.07%	41,553.97	21.83%
采购总额	231,853.35	100.00%	190,361.42	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从采购对象看，近两年公司前五大供应商相对稳定，但其中对广州市明兴电缆有限公司采购金额大幅下降，主要系高低压电缆需求下降所致，受此影响，2019年前五大供应商合计采购金额为4.70亿元，占采购总额的比例为20.29%，较2018年下降13.86个百分点，公司供应商集中度不高，。

表9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占采购总额比例
2018年	广州市明兴电缆有限公司	32,061.76	16.17%
	施耐德电气（中国）有限公司	12,806.76	6.46%
	广州市半径电力铜材有限公司	9,211.94	4.65%
	广州东芝白云电器设备有限公司 ²	8,566.91	4.32%
	佛山市兆熙有色金属有限公司	5,069.32	2.56%
	合计	67,716.68	34.15%
2019年	施耐德电气（中国）有限公司	11,481.65	4.95%
	广州市明兴电缆有限公司	10,577.18	4.56%
	广州东芝白云电器设备有限公司	10,382.67	4.48%
	广州市半径电力铜材有限公司	7,758.71	3.35%

² 公司持有广州东芝白云电器设备有限公司 50% 股权。

广州市众业达电器有限公司	6,840.71	2.95%
合计	47,040.93	20.29%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

毛利率方面，从横向比较来看，在同行业中，选取主要产品与公司产品较为类似的上
市公司，与之相比，2019年公司主营业务毛利率相对较低。

表10 可比上市公司毛利率情况

上市公司简称	股票代码	项目	2019年	2018年
华仪电气	600290.SH	高低压配电产品毛利率	24.11%	23.65%
森源电气	002358.SZ	电气机械及器材制造业毛利率	26.25%	32.57%
思源电气	002028.SZ	输配电设备行业毛利率	29.31%	30.59%
平均值	-	-	26.56%	27.97%
白云电器	603861.SH	主营业务毛利率	22.77%	27.42%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

**公司注重技术研发，研发投入持续增长；同时为支持公司业务发展，政府给予公司一
定规模补助**

公司重视研发工作，先后获得国家科学技术进步特等奖、国家重大技术装备一等奖、
机械工业科技进步特等奖、国家电网公司特高压直流输电工程特别贡献奖等荣誉，持续获
得“国家高新技术企业”认定。公司现建有省级研发中心、院士专家工作站、博士后科研
工作站等核心科研机构。

公司拥有规模较大的技术研发团队，截至2019年末，研发人员数量为357人，占公司总
人数的14.72%。近年公司持续加大研发费用投入，2019年研发费用金额达9,916.00万元，同
比增长8.30%，占当期营业收入的比例为3.47%。

表11 公司研发投入情况

项目	2019年	2018年
研发人员数量（人）	357	368
研发人员数量占比	14.72%	16.44%
研发费用金额（万元）	9,916.00	9,156.10
研发费用占营业收入比例	3.47%	3.55%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为支持公司业务发展及技术创新，2019年政府给予公司各类补贴合计5,209.68万元，系
2018年的3.79倍，一定程度上增强了公司的盈利水平，但尚未形成固定补助机制，政府补助
规模存在一定波动性。

因桂林电容未能完成2019年度业绩承诺，白云电气集团需对公司进行业绩补偿

根据公司与白云电气集团有限公司（以下简称“白云电气集团”）签署的《广州白云
电器设备股份有限公司发行股份及支付现金购买资产的盈利预测补偿协议书》及相关补充

协议（以下简称“盈利预测补偿协议及其补充协议”），白云电气集团对桂林电容2017-2019年经审计的税后净利润（归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润）进行承诺，并就此承担业绩未达到承诺数额时的补偿责任，其中桂林电容2019年的承诺净利润不低于13,927.70万元，2017-2019年承诺累计净利润不低于32,840.72万元。根据立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《关于桂林电力电容器有限责任公司2019年度合并利润表的专项审核报告》（信会师报字[2020]第ZC10282号），桂林电容2019年度实现的扣除非经常性损益后的净利润为2,277.83万元，未达到当年业绩承诺，同时未达到2017-2019年承诺累计净利润水平，白云电气集团需对公司进行业务补偿，中证鹏元将后续关注白云电气集团对公司业绩补偿承诺的履行情况。

表12 桂林电容业绩完成情况（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年
承诺净利润	7,825.91	11,087.11	13,927.70
承诺累计净利润	7,825.91	18,913.02	32,840.72
实际净利润	9,088.47	11,796.81	2,277.83
实际累计净利润	9,088.47	20,885.28	23,953.92
实际累计净利润/承诺累计净利润	116.13%	110.43%	72.94%

资料来源：《广州白云电器设备股份有限公司关于桂林电力电容器有限责任公司2019年度业绩承诺实现情况专项说明及致歉的公告》

根据盈利预测补偿协议及其补充协议，白云电气集团需要进行业绩补偿，其中应补偿的股份数量为10,117,014股，同时应当将补偿股份在业绩承诺期间获得的税后分红收益赠送给公司，合计金额为316.66万元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季报，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围新增2家子公司，无减少子公司。

资产结构与质量

2019年公司资产规模保持增长，整体流动性尚可；但应收账款和存货规模较大，对营运资金形成较大占用

随着融资规模的增加及经营盈余利润的积累，公司资产规模持续增长，2019年末资产总额为68.04亿元，同比增长30.72%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2019年末流动资产占比为69.01%，较上年末上升6.73个百分点。截至2020年3月末，公司资产总额增长至68.41亿元，流动资产占资产总额的比重为69.02%。

流动资产方面，随着本期债券成功发行，2019年末公司货币资金余额9.89亿元，同比大幅增长65.15%，其中使用受限资金1.32亿元，主要为保函保证金和银行承兑汇票保证金，受限比例为13.31%。2019年末公司交易性金融资产余额为4.54亿元，全部为理财产品，截至2020年3月末余额为3.86亿元。2019年末公司应收票据余额1.96亿元，包括银行承兑汇票1.06亿元和商业承兑汇票0.90亿元，其中0.39亿元银行承兑汇票已质押；截至2020年3月末公司应收票据余额为1.24亿元。随着营业收入的增长以及结算期较长的央企客户销售金额增加，公司应收账款快速增长，截至2019年末账面价值为18.07亿元，同比增长33.27%，占资产总额的比重为26.55%。从账龄来看，账龄在1年以内的占比81.04%，1-2年的占比11.48%，公司共计提应收账款坏账准备2.21亿元，需关注公司应收账款回收风险。公司产品实行定制化生产，随着销售规模稳定增长，2019年末存货账面价值为11.11亿元，同比增长20.32%，占总资产比重为16.33%，主要包括发出商品、产成品、原材料和在产品。截至2019年末，公司累计计提存货跌价准备0.18亿元，未来需关注公司存货减值风险。截至2020年3月末，公司应收账款和存货账面价值合计30.20亿元，占总资产的比重为44.15%，规模较大，对营运资金形成较大占用。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	95,724.23	13.99%	98,893.22	14.53%	59,878.67	11.50%
交易性金融资产	38,631.72	5.65%	45,360.00	6.67%	0.00	0.00%
应收票据	12,437.70	1.82%	19,575.74	2.88%	16,413.39	3.15%
应收账款	175,319.32	25.63%	180,671.61	26.55%	135,572.84	26.05%
存货	126,704.83	18.52%	111,122.37	16.33%	92,356.14	17.74%
流动资产合计	472,171.74	69.02%	469,576.02	69.01%	324,153.87	62.28%
长期股权投资	15,245.56	2.23%	15,072.45	2.22%	14,139.61	2.72%
固定资产	126,475.19	18.49%	123,666.44	18.18%	101,329.66	19.47%
在建工程	11,876.42	1.74%	16,968.33	2.49%	23,991.32	4.61%
无形资产	43,432.07	6.35%	42,112.88	6.19%	42,388.98	8.14%
非流动资产合计	211,947.61	30.98%	210,822.34	30.99%	196,341.83	37.72%
资产总计	684,119.34	100.00%	680,398.36	100.00%	520,495.70	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

非流动资产方面，截至2019年末公司长期股权投资账面价值为1.51亿元，主要是持有的广州东芝白云电器设备有限公司、广州东芝白云菱机电力电子有限公司、东芝白云真空开关(锦州)有限公司、广州地铁小额贷款有限公司等被投资单位股权，按权益法计算，2019年确认投资收益0.12亿元。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备，均为正常生产经营所需资产，2019年末账面价值合计12.37亿元，同比增长22.04%，主要系智能配电设备绿色数字化生产基地、智源厂房工程项目一期项目完工由在建工程转入所致。公司部分重要生产设备购置较早，使用年限较长，因此机器设备的成新率相对较低。截至2019年末账面价值合计2.40亿元的固定资产尚未办妥产权证书。随着部分项目完工转入固定资产，2019年末公司在建工程账面价值1.70亿元，同比减少29.27%；截至2020年3月末在建工程账面价值为1.19亿元。公司无形资产主要为土地使用权，截至2019年末账面价值为4.21亿元。公司土地主要是厂房及办公楼的建设用地，土地用途主要为工业用地，均未进行抵押。

整体上看，2019年公司资产总额保持增长，资产结构以流动资产为主，且货币资金规模较大，整体流动性尚可；但应收账款和存货规模较大，对营运资金形成较大占用。

资产运营效率

受存货周转率下降影响，公司整体运营效率有所下滑

公司下游客户整体资质较好，公司通常给予较为宽松的信用期，同时参与的部分项目建设周期长，回款时间较长，导致公司应收账款规模较大。2019年公司应收账款规模增长较快，应收账款周转天数同比增长40.15天至221.61天。同时应付账款周转天数同比增长15.06天至238.08天，存货周转天数同比缩短6.68天至166.47天。综合影响下，2019年公司净营业周期为150.00天，同比增长18.41天，资金运营效率有所下滑。2019年公司流动资产规模增长较快，流动资产周转天数同比增长70.53天至499.38天，同时固定资产周转天数小幅增长3.86天至141.56天，2019年公司总资产周转天数为755.55天，同比增长71.43天，公司资产运营效率有所下滑。

表14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	221.61	181.46
存货周转天数	166.47	173.15
应付账款周转天数	238.08	223.02
净营业周期	150.00	131.59
流动资产周转天数	499.38	428.85
固定资产周转天数	141.56	137.70

总资产周转天数	755.55	684.12
---------	--------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入稳定增长，总体盈利水平有所下降；受疫情影响，2020年一季度出现亏损

2019年，受益于核心产品成套开关设备收入的持续增长，公司实现营业收入28.61亿元同比增长11.07%；2020年一季度，公司实现营业收入3.14亿元，同比下降36.78%，主要系疫情影响。毛利率方面，公司综合毛利率呈下降趋势，其中电力电容器收入中毛利率较低的非特高压产品收入占比提高，导致电力电容器毛利率下滑较快；元器件毛利率因产品结构变化导致毛利率有所波动。2019年及2020年1-3月，公司综合毛利率分别为23.10%和15.28%，盈利能力持续下滑。

期间费用方面，随着业务规模扩大，公司销售费用有所增长；公司加大研发投入，研发费用随之提高；同时外部融资规模扩大，财务费用增幅较大，整体来看公司期间费用随着经营规模扩大有所增加，2019年期间费用率小幅提高至18.70%，2020年一季度受疫情影响收入下滑导致期间费用率大幅攀升至37.81%，较高的期间费用率一定程度上削弱了公司的盈利水平。2019年公司获得政府补助0.52亿元，对盈利形成一定补充。受主营业务毛利率水平逐年下降的影响，2019年公司利润总额为1.82亿元，同比下降13.65%；2020年一季度，受疫情等因素影响，公司收入和毛利率大幅下滑，公司利润总额为-0.88亿元，出现亏损。资产回报率方面，2019年公司总资产回报率和净资产收益率分别为4.00%和5.76%，均有所下滑。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	31,365.69	286,096.35	257,581.17
营业利润	-8,857.09	18,232.52	21,365.76
利润总额	-8,817.92	18,240.22	21,124.24
净利润	-8,891.90	15,394.90	17,832.22
综合毛利率	15.28%	23.10%	27.75%
期间费用率	37.81%	18.70%	17.89%
营业利润率	-28.24%	6.37%	8.29%
总资产回报率	-	4.00%	4.96%
净资产收益率	-	5.76%	6.71%
营业收入增长率	-36.78%	11.07%	17.84%

净利润增长率	-509.05%	-13.67%	-22.43%
--------	----------	---------	---------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金流有所好转，但表现仍偏弱，且对外部融资依赖较大

2019年公司收现比为0.92，较上年有所提升，主营业务收现情况较好。随着公司业务规模扩大，存货和经营性应收应付款项总体有所增加，综合影响下，公司营运资本支出规模有所增加。2019年公司经营活动现金流净额为0.31亿元，由上年的净流出转为净流入，经营活动现金流有所好转，但表现仍较弱。

2019年公司投资活动主要集中于理财投资和厂房、生产基地购建，全年投资活动现金净流出5.57亿元，净流出规模较上年有所增长。筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金流入主要为银行借款和发行本期债券收到现金，现金流出主要为偿还银行借款本金及利息、分配股利和利润等，全年筹资活动现金净流入8.79亿元，同比有所增加。公司整体现金流平衡对外部融资依赖较大。

表16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.92	0.85
净利润	15,394.90	17,832.22
营运资本变化	-23,961.70	-45,669.50
其中：存货减少（减：增加）	-19,040.12	-4,598.42
经营性应收项目的减少（减：增加）	-41,583.03	-50,355.77
经营性应付项目的增加（减：减少）	36,661.45	9,284.68
经营活动产生的现金流量净额	3,137.46	-14,118.95
投资活动产生的现金流量净额	-55,650.85	-51,259.69
筹资活动产生的现金流量净额	87,908.55	67,118.07
现金及现金等价物净增加额	35,405.24	1,767.60

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债水平持续提高，有息债务增长较快，偿债压力加大

随着经营利润的积累，2019年末公司所有者权益为27.89亿元，同比增长9.18%。同时随着外部融资规模扩大，公司负债总额增长较快，截至2019年末公司负债规模为40.15亿元，产权比率同比上升40.19个百分点至143.94%，净资产对负债的保障程度大幅降低。2020年3月末，公司产权比率进一步提高至150.44%，公司净资产对负债的保障程度较弱。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	410,948.24	401,474.14	265,034.71
所有者权益	273,171.11	278,924.22	255,460.99
产权比率	150.44%	143.94%	103.75%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

2019年公司负债仍以流动负债为主，期末流动负债占负债总额的比重为68.07%，同比下降8.10个百分点。2020年3月末公司流动负债占负债总额的比重为68.95%。

流动负债方面，2019年末公司短期借款余额4.98亿元，全部为保证借款，2020年3月末余额为7.14亿元，较2018年末大幅增长83.11%。2019年末公司应付票据余额7.82亿元，主要为银行承兑汇票，同比增长45.47%。公司应付账款主要为应付材料采购款，随着经营规模扩大，2019年末余额为8.63亿元，同比增长18.69%。公司其他应付款包括保证金、与其他单位的往来款等，2020年3月末余额为1.26亿元。公司一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款和长期应付款，2019年末余额为2.58亿元。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	71,412.94	17.38%	49,812.94	12.41%	39,000.00	14.72%
应付票据	73,908.28	17.98%	78,211.35	19.48%	53,764.13	20.29%
应付账款	83,894.46	20.41%	86,308.22	21.50%	72,719.53	27.44%
其他应付款	12,582.08	3.06%	14,511.95	3.61%	3,418.14	1.29%
一年内到期的非流动负债	25,798.38	6.28%	25,798.38	6.43%	18,534.72	6.99%
流动负债合计	283,331.20	68.95%	273,291.44	68.07%	201,870.85	76.17%
长期借款	43,403.99	10.56%	44,493.04	11.08%	48,123.53	18.16%
应付债券	76,118.47	18.52%	75,304.79	18.76%	0.00	0.00%
非流动负债合计	127,617.03	31.05%	128,182.70	31.93%	63,163.86	23.83%
负债合计	410,948.24	100.00%	401,474.14	100.00%	265,034.71	100.00%
有息债务	290,642.08	70.72%	273,620.51	68.15%	168,476.19	63.57%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

非流动负债方面，2019年末公司长期借款余额4.45亿元，全部为保证借款。公司应付债券即本期债券，发行规模8.80亿元，2019年末余额为7.53亿元，其余计入权益。近年随着外部融资规模扩大，公司有息债务增长较快，截至2019年末规模为27.36亿元，同比增长62.41%，占负债总额的比重为68.15%，公司偿债压力明显加大，其中短期有息债务规模为15.38亿元，公司面临一定的短期刚性债务偿还压力。截至2020年3月末，公司有息债务规模进一步增长至29.06亿元，占负债总额的比重提高至70.72%。

从偿债指标看，近年公司资产负债水平持续提高，2020年3月末资产负债率为60.07%，较2018年末上升9.15个百分点。2020年3月末公司流动比率和速动比率分别为1.67和1.22，较2018年末小幅提升。随着有息债务的快速增长，公司利息支出规模增加，2019年EBITDA利息保障倍数下降为5.22，有息债务与EBITDA的比值上升为8.34，公司盈利对债务本息偿付的保障能力有所下降。同时，2019年公司经营性净现金流与流动负债的比值仅0.01，公司经营性净现金流对短期债务的保障程度较弱。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	60.07%	59.01%	50.92%
流动比率	1.67	1.72	1.61
速动比率	1.22	1.31	1.15
EBITDA（万元）	-	32,790.45	32,067.44
EBITDA 利息保障倍数	-	5.22	10.20
有息债务/EBITDA	-	8.34	5.25
债务总额/EBITDA	-	12.24	8.26
经营性净现金流/流动负债	-0.09	0.01	-0.07
经营性净现金流/负债总额	-0.06	0.01	-0.05

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

六、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月5日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

在疫情和全球经济衰退的背景下，国家强调加快新型基础设施建设进度，将推升开关设备及电容器的市场需求，为公司带来较大机会。公司产销率保持在较高水平，与大客户合作关系稳定，其中2019年公司与广铁集团签订合同金额合计77.21亿元，收入规模持续增长，在手订单充足，业务持续性较好。

但我们也关注到，受疫情等因素影响，2020年一季度公司营业收入和综合毛利率均同比下滑，当期利润总额为-0.88亿元，出现亏损。电力电容器产品产能利用情况不佳，仍需持续关注。截至2019年末，公司应收账款和存货规模较大且增长较快，存在一定垫资压力，

对营运资金形成较大占用。公司负债水平持续提升，有息债务增长较快，偿债压力加大。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA，维持本期债券信用等级为 AA，维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	95,724.23	98,893.22	59,878.67	62,637.45
应收账款	175,319.32	180,671.61	135,572.84	92,825.53
存货	126,704.83	111,122.37	92,356.14	86,676.90
固定资产	126,475.19	123,666.44	101,329.66	95,715.13
总资产	684,119.34	680,398.36	520,495.70	458,489.26
短期借款	71,412.94	49,812.94	39,000.00	9,500.00
应付票据	73,908.28	78,211.35	53,764.13	53,913.59
应付账款	83,894.46	86,308.22	72,719.53	50,122.24
一年内到期的非流动负债	25,798.38	25,798.38	18,534.72	12,857.12
长期借款	43,403.99	44,493.04	48,123.53	0.00
应付债券	76,118.47	75,304.79	0.00	0.00
总负债	410,948.24	401,474.14	265,034.71	182,132.12
有息债务	290,642.08	273,620.51	168,476.19	95,991.52
所有者权益合计	273,171.11	278,924.22	255,460.99	276,357.15
营业收入	31,365.69	286,096.35	257,581.17	218,588.59
营业利润	-8,857.09	18,232.52	21,365.76	25,776.35
净利润	-8,891.90	15,394.90	17,832.22	22,987.68
经营活动产生的现金流量净额	-26,143.62	3,137.46	-14,118.95	24,391.36
投资活动产生的现金流量净额	-22,153.98	-55,650.85	-51,259.69	-9,646.24
筹资活动产生的现金流量净额	18,734.17	87,908.55	67,118.07	-15,006.61
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	221.61	181.46	181.68
存货周转天数	-	166.47	173.15	178.25
应付账款周转天数	-	238.08	223.02	237.73
净营业周期	-	150.00	131.59	122.20
流动资产周转天数	-	499.38	428.85	480.29
固定资产周转天数	-	141.56	137.70	136.54
总资产周转天数	-	755.55	684.12	715.27
综合毛利率	15.28%	23.10%	27.75%	30.67%
期间费用率	37.81%	18.70%	17.89%	19.14%
营业利润率	-28.24%	6.37%	8.29%	11.79%
总资产回报率	-	4.00%	4.96%	6.12%
净资产收益率	-	5.76%	6.71%	8.68%
营业收入增长率	-36.78%	11.07%	17.84%	5.51%

净利润增长率	-509.05%	-13.67%	-22.43%	-1.67%
资产负债率	60.07%	59.01%	50.92%	39.72%
流动比率	1.67	1.72	1.61	1.85
速动比率	1.22	1.31	1.15	1.29
EBITDA（万元）	-	32,790.45	32,067.44	32,916.46
EBITDA 利息保障倍数	-	5.22	10.20	113.10
有息债务/EBITDA	-	8.34	5.25	2.92
债务总额/EBITDA	-	12.24	8.26	5.53
经营性净现金流/流动负债	-0.09	0.01	-0.07	0.16
经营性净现金流/负债总额	-0.06	0.01	-0.05	0.13

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款及应收票据余额} + \text{期末应收账款及应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款及应付票据余额} + \text{期末应付账款及应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 × 100%
净资产收益率	净利润 / $((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
产权比率	负债总额 / 所有者权益 × 100%
资产负债率	负债总额 / 资产总额 × 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目减少 + 经营性应付项目增加

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。