

广州白云电器设备股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【226】号 01

让评级彰显价值

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员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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

广州白云电器设备股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
白电转债	AA	AA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：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）产品在智能电网、轨道交通和特高压领域具有一定的竞争优势，仍与电网、轨道交通等行业头部客户保持稳定的合作关系，目前较为充裕的在手订单及未来旺盛的下游市场需求有望对公司业绩继续形成支撑。同时中证鹏元也关注到，2024 年末公司短期债务规模增加，面临较大的短期债务压力；近年公司新增较多产能，存在一定的产能消化压力；公司所处行业的下游客户对营运资金形成较大占用，面临一定的存货跌价风险和应收账款回款风险。

评级日期

2025 年 6 月 24 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	98.94	100.09	89.32	85.11
归母所有者权益	35.29	34.93	28.87	27.88
总债务	--	29.47	29.67	37.57
营业收入	9.76	49.85	43.30	34.65
净利润	0.39	1.90	1.08	0.25
经营活动现金流净额	-2.48	0.72	-0.49	7.25
净债务/EBITDA	--	2.86	4.56	10.24
EBITDA 利息保障倍数	--	5.09	3.86	1.87
总债务/总资本	--	44.36%	48.88%	55.52%
FFO/净债务	--	15.10%	9.41%	0.33%
EBITDA 利润率	--	8.94%	8.48%	5.26%
总资产回报率	--	3.35%	2.58%	1.25%
速动比率	0.61	0.66	0.75	0.74
现金短期债务比	--	0.74	0.93	0.85
销售毛利率	18.83%	18.48%	18.08%	16.91%
资产负债率	62.25%	63.07%	65.26%	64.64%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：陈欣蔚
chenxinwei@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- 公司仍与行业头部客户保持稳定的合作关系，在手订单充裕，且下游市场需求旺盛。公司产品在智能电网、轨道交通和特高压领域具有一定的竞争力，2024 年仍拥有国家电网、南方电网、广州地铁集团有限公司（以下简称“广铁集团”）等稳定的前五大客户。截至 2024 年末，公司在手订单规模达 79.85 亿元，未来收入较有保障。此外，随着新型电力系统建设深入推进、一二线城市轨道交通网络进一步扩容、新能源产业及智算中心等新兴领域加速发展，有望继续为输配电及控制设备市场贡献新的需求增量。

关注

- 2024 年末公司短期债务规模增长，面临较大的短期债务压力。2024 年末，公司短期债务规模为 24.32 亿元，占总债务比重为 82.52%，现金短期债务比为 0.74，若本期债券未能如期转股，将加大公司债务偿付压力。
- 近年公司产能扩张较快，需关注后续产能消化情况。跟踪期内，多个项目建成投产及产线技改推动公司成套开关设备、电力电容器、变压器等产能扩张，需关注新增产能的消化情况。
- 基于公司所处的行业特征，下游客户对营运资金形成较大占用，公司存在一定的存货跌价风险和应收账款回款风险。公司产品主要应用于智能电网、轨道交通、特高压及重大工业等建设周期长且复杂的项目，该行业的产品从发出到安装调试并验收合格耗时较长、回款周期较长，2024 年末发出商品、应收账款和长期应收款合计占公司总资产比重为 42.38%，存货跌价准备余额为 0.65 亿元、应收账款坏账准备余额为 3.59 亿元，需关注因市场行情和客户经营状况变化等因素可能导致的存货跌价风险及业务款项回收风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司产品在智能电网、轨道交通和特高压领域具有一定的竞争优势，常年与行业头部客户保持稳定的合作关系，目前在手订单充裕且下游市场需求较为旺盛，公司经营风险和财务风险整体可控。

同业比较（单位：亿元、%）

指标	思源电气	白云电器	森源电气
总资产	234.74	100.09	66.17
营业收入	154.58	49.85	27.67
净利润	20.85	1.90	0.90
销售毛利率	31.25	18.48	28.47
期间费用率	15.01	13.48	19.21
资产负债率	46.09	63.07	50.87
净营业周期（天）	114	104	391

注：以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素		评分等级	评分要素		评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
白电转债	8.80	3.67	2024-6-19	2025-11-15

一、 债券募集资金使用情况

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。根据公司公告，截至2024年12月31日，“白电转债”募集资金专项账户余额为0.80亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。随着白电转债部分转股，截至2025年3月末，公司股本上升至4.93亿元，控股股东及实际控制人仍为胡氏五兄妹（胡明森、胡明高、胡明聪、胡明光、胡合意），合计持股比例下降至58.48%，均未质押股权。

公司仍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、生产和销售，2024年公司以50万元资金收购广州东芝白云自动化系统有限公司剩余50%股权，合并报表范围因此新增1家子公司。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2024 年电网、铁路及轨道交通投资规模保持增长，驱动输配电行业规模扩张；未来随着国内电网转型升级、轨道交通网络拓展、新能源产业快速发展以及大规模电力相关设备更新，输配电及控制设备的需求支撑较为强劲

配电网的高质量发展及更新改造需求逐步落地，输配电设备中期需求支撑强劲。电力系统运营商是输配电设备行业最重要的下游客户之一，主要包括国家电网和南方电网。继 2024 年 3 月国家发改委、能源局联合发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》、国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》后，2024 年 8 月，国家能源局发布《配电网高质量发展行动实施方案（2024—2027 年）》，围绕构建新型电力系统，通过加快配电网改造、强化规划统筹、完善标准体系等举措，力争三年内使新型配电系统建设取得显著成效。随着电网系统改造升级、新能源占比的不断提升以及新型电力系统的建设加速，近年电力系统企业投资持续增长，2024 年，全国主要发电企业电源工程、电网工程分别完成投资 11,687 亿元、6,083 亿元，分别同比增长 12.1%、15.3%，已连续四年实现正增长。2025 年，国家电网将进一步加大投资力度，预计全年国家电网投资将首次超过 6,500 亿元；南方电网公司 2025 年计划固定资产投资达到 1,750 亿元，再创历史新高。

我国城市轨道交通建设的持续推进有力拉动相关电力自动化设备的需求。轨道交通是我国国民经济高质量发展的重要保障，也是新型基础设施建设高度相关的领域。随着我国铁路、城市轨道建设规模的不断扩大，以及轨道交通行业对电力自动化要求的持续提升，有利于推动轨道交通领域的远动箱式变电站、无功补偿装置、电缆接头测温装置等主要产品的市场需求进一步增加。截至 2024 年末，我国铁路营业里程达到 16.2 万公里，其中高铁 4.8 万公里，电化率提升至 75.8%；2024 年全国铁路完成固定资产投资 8,506 亿元，同比增长 11.3%，投产新线 3,113 公里，其中高铁 2,457 公里，铁路建设成效显著。城市轨道交通方面，截至 2024 年末，我国城轨交通运营线路总长度增长至 12,160.77 公里，44 个城市在建线路总长度 5,833.04 公里，在建项目的可研批复投资累计 44,979.55 亿元。

我国以工业为主的用电需求增长直接带动配电网的建设，进而拉动对输配电及控制设备的需求。2024 年我国全社会用电量 9.85 万亿千瓦时，同比增长 6.8%，其中规模以上工业发电量为 9.42 万亿千瓦时。此外，近年我国加快建设新型能源体系，输配电设备的需求有望进一步增长。国家能源局在《2025 年能源工作指导意见》中作出相应部署，明确非化石能源发电装机占比提高到 60%左右，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右；工业、交通、建筑等重点领域可再生能源替代取得新进展；新能源消纳和调控政策措施进一步完善，绿色低碳发展政策机制进一步健全。2024 年全国累计发电装机容量约 33.5 亿千瓦，同比增长 14.6%。其中，太阳能发电装机容量约 8.9 亿千瓦，同比增长 45.2%；风电装机容量约 5.2 亿千瓦，同比增长 18.0%。2025 年 1 月，中国电力企业联合会发布《2024-2025 年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计 2025 年全国新增发电装机规模有望超过 4.5 亿千瓦，其中新增新能源发电

装机规模超过 3 亿千瓦。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司核心业务仍聚焦于成套开关设备、电力电容器、元器件和变压器等产品的研发、生产和销售。其中，成套开关设备作为支柱业务，持续贡献最主要的收入和利润，电力电容器业务的贡献度有所提升。2024年，受益于下游电网市场旺盛的需求及轨道交通大型订单的集中履约，成套开关设备与电力电容器收入明显增长，变压器业务则因部分产线技改导致收入阶段性减少，最终公司营业收入实现增长15.12%，销售毛利率略有上升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
成套开关设备	5.97	61.13%	18.32%	31.35	62.89%	15.41%	27.01	62.36%	15.90%
电力电容器	1.11	11.36%	35.90%	8.35	16.74%	31.60%	6.12	14.14%	28.02%
变压器	0.09	18.50%	16.41%	6.63	13.30%	14.48%	7.36	17.00%	15.75%
元器件	1.81	0.92%	19.49%	1.37	2.75%	21.29%	1.22	2.82%	16.73%
其他业务	0.79	8.10%	4.15%	2.15	4.31%	22.79%	1.59	3.68%	28.50%
合计	9.76	100.00%	18.83%	49.85	100.00%	18.48%	43.30	100.00%	18.08%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品在智能电网、轨道交通和特高压领域具有一定的竞争优势，与国家电网、南方电网和广铁集团等行业头部客户保持稳定的合作关系，受益于下游电网市场需求显著增长和轨道交通项目集中交付，成套开关设备和电力电容器销量显著增长，推动公司2024年业绩增长

公司仍在智能电网、轨道交通和特高压领域保持一定的竞争优势，并与行业头部客户维持稳定的合作关系。跟踪期内，公司仍主要生产成套开关设备、电力电容器、元器件和变压器等产品，产品结构无重大变化，广泛应用于智能电网、轨道交通、新能源、发电集团、重大工业、特高压、市政、教育、医疗卫生等领域。智能电网领域，公司已连续为南方电网、国家电网提供服务二十余年，并持续中标重大工程项目，2024年中标南方电网、国家电网的订单金额分别约4亿元和11亿元；轨道交通领域，公司凭借完整的轨道交通供电系统设备产品链优势，2024年将业务版图进一步拓展至国内36个城市、130 条（段）线路，其中广铁集团系核心大客户且2024年末待履约订单规模达38.32亿元；特高压领域，子公司桂林电力电容器有限责任公司拥有全球先进的特高压电力电容器生产和研发基地、特高压电容器国家级实验研发中心，其电容器、互感器产品市场份额继续保持领先。此外，公司紧抓能源结构转型机遇，与宁德时代等新能源领军企业建立了战略合作，并稳定获得新订单。

跟踪期内，下游电网市场需求显著增长叠加轨道交通项目集中交付，公司核心产品销量实现增加，带动公司2024年业绩增长。2024年，国内智能电网及特高压/超高压重大项目建设提速带动输配电设备需求增长，叠加广铁集团项目集中履约，公司成套开关设备和电力电容器的销量均明显增加，公司前五

大客户集中度也因此上升约11个百分点至55.70%，其中第一大客户占比为21.86%，客户集中度较高。体量相对较小的变压器销量则有所下滑，主要系部分产线于2024 年一季度停工进行技改升级所致。公司产品单价受项目类型、技术配置等多元因素影响，不同细分产品价格差异较大，2024年整体的产品均价因履约项目变化而降低。但从产品毛利率来看，成套开关设备表现较为稳定，电力电容器毛利率因高毛利项目占比增加而上升；变压器毛利率因产线停工技改短期承压，但随技改完成，2025年一季度已回升。

表2 公司主要产品销售情况（单位：台、万千乏、元/千乏、元/台）

项目	2024 年			2023 年		
	销量	平均单价	产销率	销量	平均单价	产销率
成套开关设备	264,182	11,868	103.18%	153,425	17,602	79.43%
电力电容器（成套装置）	2,838	19	90.35%	2,052	19	105.47%
电力电容器（电容式电压互感器）	4,977	39,724	115.45%	4,122	42,074	97.77%
变压器	1,630	406,912	90.81%	1,781	413,364	91.76%

注：电力电容器（成套装置）的销量和单价的单位分别为万千乏、元/千乏；其余产品的销量和单价的单位分别为台、元/台。

资料来源：公司提供

公司生产基地分布多元，多个项目建成投产及产线技改推动产能进一步增加，但电力电容器和变压器的部分产能未被利用，考虑到近年整体产能扩张较快而行业竞争较为激烈，公司可能面临一定的产能消化压力

公司生产基地分布较为多元，跟踪期内产能进一步扩大，需关注电力电容器和变压器的产能利用率改善情况。公司仍延续定制化设计生产模式，主要生产基地位于广州、桂林、绍兴、韶关和徐州。2024 年，徐州淮海智能电网与轨道交通电气装备产业基地项目和本期债券募投项目“高端智能化配电设备产业基地建设项目”相继建成投产，推动成套开关设备产能显著增长，变压器产能经技改升级后亦实现扩张，电力电容器产能则因增加生产设备而小幅提升。产能利用效率方面，受益于下游电网需求增长及大型轨道交通订单集中交付，成套开关设备和电力电容器（成套装置）的产能利用率均明显上升，而变压器产能利用率因技改期停工而下滑。整体来看，电力电容器和变压器部分产能未被利用。此外，电网升级改造的持续深入和新能源产业的快速发展带动箱式变电站需求增长，2025年4月公司的智能箱式变电站厂房建设项目相应建成投产，变压器产能随之扩大，成套开关设备产能亦进一步增长，由于公司所处行业竞争较为激烈，需关注新增产能的消化情况。

表3 公司主要产品生产情况

产品名称		项目	单位	2024 年	2023 年
成套开关设备		年产能	台	295,026	230,000
		产量	台	256,033	193,151
		产能利用率	-	86.78%	83.98%
电力电容器	成套装置	年产能	万千乏	4,200	4,000

变压器	电容式电压互感器	产量	万千乏	3,141	1,946
		产能利用率	-	74.79%	48.65%
		年产能	台	6,000	5,800
		产量	台	4,311	4,216
		产能利用率	-	71.85%	72.69%
		年产能	台	2,400	2,100
		产量	台	1,795	1,941
		产能利用率	-	74.79%	92.43%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资	产品类型	项目地点	后续资金来源
智能箱式变电站 厂房建设项目	1.20	0.66	年产 2,000 台 35kV 及以下箱式变电站（新能源箱式变电站 1200 台、国家电网箱式变电站 620 台、储能功率舱箱式变压器 180 台）	绍兴	自筹资金

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料供应商仍较为分散需关注未来铜价走势对公司生产成本及盈利的影响

公司原材料供应商仍较为分散，需关注铜材价格波动对公司成本控制的潜在影响。公司原材料主要由断路器、互感器、隔离开关、启动器等各类元器件以及铜材、钢材等金属材料构成，2024年原材料在营业成本中的比重微降至90.34%，其中元器件占比仍过半，铜材占比增加5.21个百分点至20.14%，其余材料占比很低。公司主要原材料市场价格透明、标准统一，2024年前五大、第一大供应商集中度分别上升至20.84%和6.89%，整体采购集中度仍相对较低。但需关注的是，2024年公司采购的铜材均价受市场行情影响有一定上涨，公司主要通过期货套期保值对冲部分铜材价格风险，未来铜材价格波动可能对生产成本及盈利造成一定影响。

公司下半年备货增加导致整体上游账期拉长，叠加货款催收力度的进一步强化，2024年净营业周期大幅缩短且低于同行

2024年，公司应收账款周转天数基本稳定；下半年大型项目集中履约带动原材料采购规模和发出商品量均显著增长，由于项目验收周期较长，部分采购成本及发出商品价值未在当期确认收入和结转成本，致使存货周转天数小幅上升、应付账款周转天数增加，综合使得公司净营业周期明显缩短，整体的营运资金周转效率优于同行。

表5 公司及部分可比上市公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2024 年			2023 年		
	公司	思源电气	森源电气	公司	思源电气	森源电气
应收款项周转天数	133	118	417	142	114	380
存货周转天数	174	143	96	163	146	98

应付款项周转天数	203	146	122	163	150	115
净营业周期	104	114	391	142	109	363

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

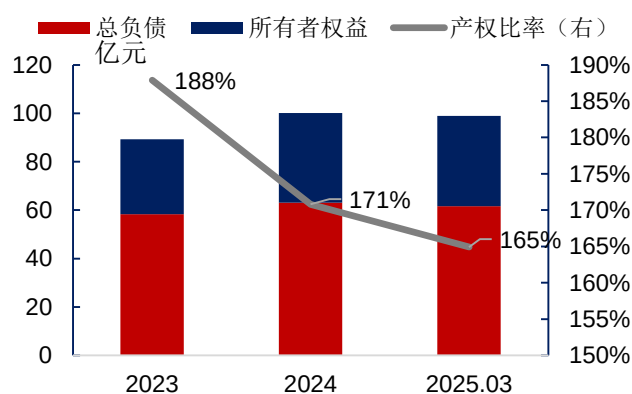
以下分析基于公司提供的经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。

跟踪期内，公司经营业绩向好推动杠杆水平边际改善，债务规模相对稳定但短期债务占比上升，短期债务压力加大，考虑到目前公司可用银行授信额度仍较为充裕，同时相对通畅的融资渠道有助于实现债务接续，整体的债务风险相对可控

资本实力与资产质量

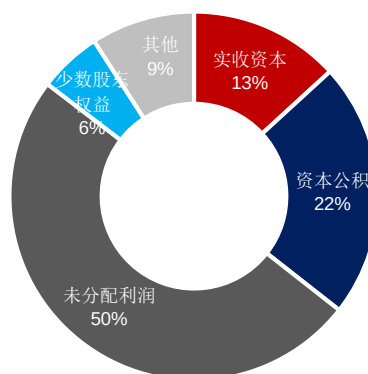
跟踪期内，公司经营积累持续增加，资本实力稳步提升，而负债规模变动相对较小，综合使得产权比率有所下降，但所有者权益对总负债的保障程度仍较弱。从所有者权益的构成来看，经营积累、股东投入、IPO募集资金等仍为公司净资产最主要的组成部分。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图2 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产仍主要由发出商品、业务应收款、厂房设备和现金类资产构成，其中流动资产比重波动提升。公司存货仍大部分由发出商品构成，随下游客户需求增长及公司集中履约大额订单，存货规模持续扩大，2024年末存货跌价准备余额为0.65亿元，占同期末账面余额的比重小幅上升至2.98%，由于公司产品主要应用于智能电网、轨道交通、特高压及重大工业等建设周期长且复杂的项目，产品从发出到安装调试并验收合格耗时较长，需关注因市场行情和客户经营状况变化等因素导致的存货跌价风险。业务应收款主要来自应收账款和长期应收款，公司所处行业的下游客户的整体账期较长，应收款项

规模随业务规模扩大而增加，账龄仍集中在1年以内，坏账准备余额为3.59亿元，坏账计提比例小幅降至15.43%；长期应收款主要来自广铁集团的分期销售商品款项，随地铁项目的陆续交付而增长，公司有部分营运资金被占用。公司固定资产仍主要由房屋建筑物和机器设备构成，因高端智能化配电设备产业基地等项目转固而增加。公司无形资产仍主要为土地使用权，规模变动较小。现金类资产以货币资金、6.46亿元一年内大额存单本息（其他流动资产）和4.26亿元一年以上大额存单本息（其他非流动资产）为主，整体规模有所增长，2024年末货币资金中受限金额为0.66亿元，来自银行汇票、保函、期货保证金。

受限资产方面，2024年末公司资产中受限资产账面价值为4.05亿元，占总资产比重降低至4.04%，来自大额存单质押（2.37亿元）、固定资产及无形资产贷款抵押（0.81亿元）、银行汇票/保函/期货保证金（0.66亿元）和应收票据质押（0.21亿元）。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.58	2.61%	5.75	5.75%	4.72	5.28%
应收账款	19.45	19.66%	19.69	19.67%	17.05	19.09%
存货	23.48	23.73%	21.19	21.17%	17.77	19.90%
其他流动资产	7.87	7.96%	8.13	8.13%	4.23	4.73%
流动资产合计	57.01	57.62%	58.85	58.80%	50.00	55.99%
长期应收款	9.63	9.73%	9.27	9.27%	6.34	7.10%
固定资产	18.72	18.92%	18.82	18.81%	17.93	20.08%
无形资产	3.89	3.93%	3.90	3.90%	3.98	4.46%
其他非流动资产	4.80	4.85%	4.48	4.48%	6.49	7.27%
非流动资产合计	41.93	42.38%	41.24	41.20%	39.31	44.01%
资产总计	98.94	100.00%	100.09	100.00%	89.32	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

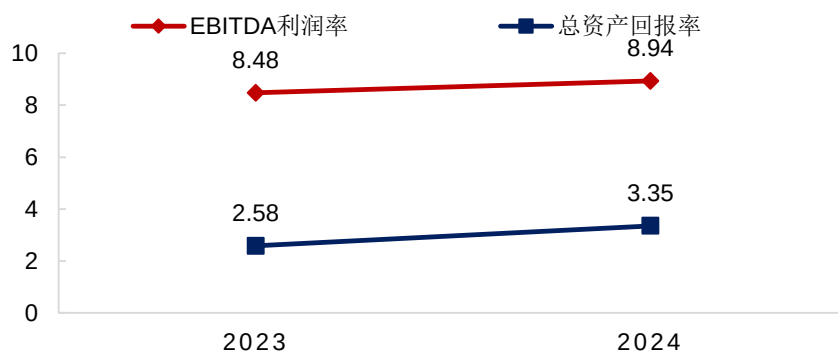
盈利能力

业务规模扩张及产品结构优化带动公司盈利能力小幅提高。2024年，公司营业收入随下游旺盛的市场需求及轨道交通订单的集中履约而增长，其中面向特高压/超高压领域的高毛利产品电力电容器收入占比增加，带动整体销售毛利率略有提高，综合使得公司净利润同比增长75.09%，EBITDA利润率及总资产回报率小幅上升。

展望未来，较为充裕的在手订单及行业增量需求的持续释放，有望对公司业绩继续形成支撑，盈利趋势稳中向好。截至2024年末，公司在手的未履约订单为79.85亿元，主要来自广铁集团（38.32亿元）、南方电网和国家电网等客户，较为充裕的在手订单为公司未来收入实现提供一定的保障。公司长期与电网市场、轨道交通及新能源等行业头部客户保持稳定的合作关系，未来随着新型电力系统建设推进、一二线城市轨道交通网络扩容、新能源产业高速发展及智算中心等新兴领域的需求释放，公司业务规模有

望进一步扩大，规模效益的提升将摊薄固定成本，叠加特高压市场高景气度将带动高毛利产品电力电容器收入占比提升，公司未来盈利水平或实现稳步增长。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年末，公司债务规模同比小幅减少，但短期债务占比上升至82.52%，债务具有短期化特征。公司存量债务主要来自15.73亿元银行借款、3.92亿元债券融资和9.80亿元应付票据，其中银行借款主要为保证借款，六成以上的贷款将在2025年到期，利率水平集中在2.2%-4.0%；应付债券为本期债券，截至2025年6月4日转股价已下调至7.73元/股，需关注后续转股进展情况；应付票据主要来自向上游供应商的结算款，随着业务规模扩大有一定增长。

经营性负债方面，2024年下半年较多大型订单需集中履约，公司相应采购大量原材料并预收下游客户部分货款，使得应付账款规模和合同负债规模均有所增加。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.71	9.27%	6.51	10.32%	3.58	6.14%
应付票据	9.22	14.97%	9.80	15.53%	8.67	14.87%
应付账款	25.28	41.05%	24.89	39.43%	20.91	35.87%
合同负债	4.19	6.80%	4.22	6.69%	3.99	6.84%
一年内到期的非流动负债	7.19	11.67%	8.00	12.68%	2.96	5.07%
流动负债合计	54.66	88.75%	57.26	90.72%	43.06	73.88%
长期借款	6.21	10.09%	5.15	8.15%	6.19	10.63%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	8.27	14.18%
非流动负债合计	6.93	11.25%	5.86	9.28%	15.23	26.12%
负债合计	61.59	100.00%	63.13	100.00%	58.29	100.00%
总债务	--	--	29.47	46.68%	29.67	50.90%

其中：短期债务	--	--	24.32	82.52%	15.20	51.24%
长期债务	--	--	5.15	17.48%	14.46	48.76%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司现金流状况和杠杆水平均有一定改善，但仍面临较大的债务压力。2024年，公司利润规模增加，并在应收账款催款力度加强等原因的影响下，经营活动现金流净额和FFO均有一定增长；因公司在2025年初备货增加，使得2025年一季度经营活动现金流呈净流出态势。杠杆状况方面，经营积累的增加带动EBITDA和所有者权益规模增长，EBITDA对利息的保障程度有所提升，公司整体的杠杆水平略有下降但与同行相比仍较高。

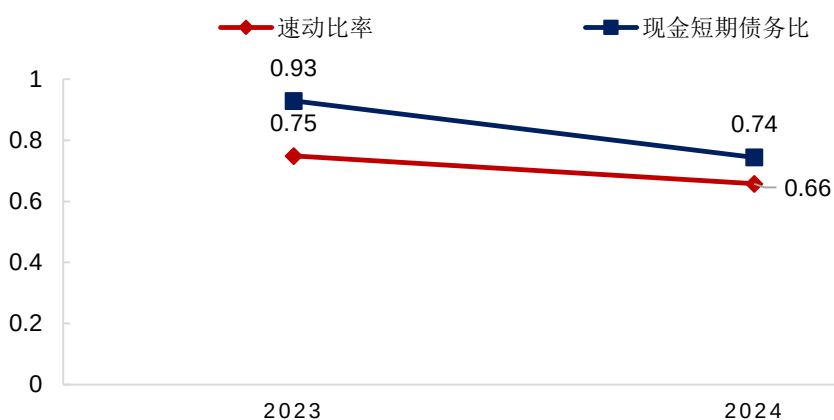
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-2.48	0.72	-0.49
FFO（亿元）	--	1.92	1.58
资产负债率	62.25%	63.07%	65.26%
净债务/EBITDA	--	2.86	4.56
EBITDA 利息保障倍数	--	5.09	3.86
总债务/总资本	--	44.36%	48.88%
FFO/净债务	--	15.10%	9.41%
经营活动现金流净额/净债务	--	5.64%	-2.91%
自由现金流/净债务	--	-13.59%	-16.34%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性有所下降，短期债务压力增加，但仍具有一定的融资弹性。2024 年，因本期债券等债务逐渐进入还本期，叠加业务规模扩大推升经营性债务，公司流动负债规模增长，速动比率随之下滑。由于短期债务规模增长，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度下降且不足。截至 2024 年末，公司尚未使用的银行授信余额为 48.94 亿元，且总资产受限比例不高，公司在一定条件下可通过资产抵质押获取新的融资。此外，公司作为上市公司，可依托定向增发、债券发行等多元化资本市场工具灵活筹措资金。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月9日），公司本部、重要子公司桂林电力电容器有限责任公司均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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至2025年6月9日，中证鹏元未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

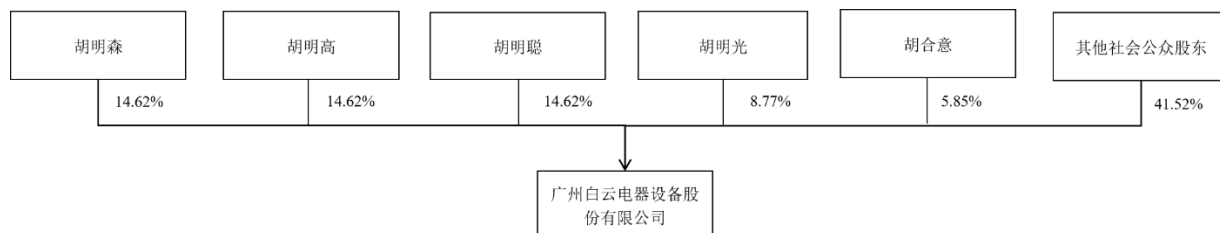
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	2.58	5.75	4.72	4.53
应收账款	19.45	19.69	17.05	17.21
存货	23.48	21.19	17.77	14.19
其他流动资产	7.87	8.13	4.23	2.50
流动资产合计	57.01	58.85	50.00	43.68
长期应收款	9.63	9.27	6.34	5.29
固定资产	18.72	18.82	17.93	12.91
其他非流动资产	4.80	4.48	6.49	10.53
非流动资产合计	41.93	41.24	39.31	41.42
资产总计	98.94	100.09	89.32	85.11
短期借款	5.71	6.51	3.58	4.49
应付票据	9.22	9.80	8.67	15.59
应付账款	25.28	24.89	20.91	11.26
合同负债	4.19	4.22	3.99	3.50
一年内到期的非流动负债	7.19	8.00	2.96	2.98
流动负债合计	54.66	57.26	43.06	40.10
长期借款	6.21	5.15	6.19	6.18
应付债券	0.00	0.00	8.27	7.97
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	6.93	5.86	15.23	14.91
负债合计	61.59	63.13	58.29	55.01
所有者权益	37.35	36.96	31.03	30.10
营业收入	9.76	49.85	43.30	34.65
营业利润	0.47	2.33	1.42	0.26
净利润	0.39	1.90	1.08	0.25
经营活动产生的现金流量净额	-2.48	0.72	-0.49	7.25
投资活动产生的现金流量净额	-0.53	-1.48	0.68	-12.78
筹资活动产生的现金流量净额	-0.26	1.76	0.27	-2.82
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	4.46	3.67	1.82
FFO（亿元）	--	1.92	1.58	0.06
净债务（亿元）	--	12.73	16.75	18.67
销售毛利率	18.83%	18.48%	18.08%	16.91%
EBITDA 利润率	--	8.94%	8.48%	5.26%
总资产回报率	--	3.35%	2.58%	1.25%
资产负债率	62.25%	63.07%	65.26%	64.64%
净债务/EBITDA	--	2.86	4.56	10.24

EBITDA 利息保障倍数	--	5.09	3.86	1.87
总债务/总资本	--	44.36%	48.88%	55.52%
FFO/净债务	--	15.10%	9.41%	0.33%
经营活动现金流净额/净债务	--	5.64%	-2.91%	38.82%
速动比率	0.61	0.66	0.75	0.74
现金短期债务比	--	0.74	0.93	0.85

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
桂林电力电容器有限责任公司	1.36	80.38%	电气机械和器材制造业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

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。

债务人主体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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号