

# 跟踪评级公告

联合[2013]058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2011年公司债券进行跟踪评级，确定：

**许继电气股份有限公司主体长期信用等级为AA**

**许继电气股份有限公司发行的7年期7亿元“11许继债”公司债券信用等级为AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一三年五月二十七日

地址：天津市和平区曲阜道80号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

# 许继电气股份有限公司

## 2011 年公司债券跟踪评级分析报告



主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

债项简称: 11 许继债

债项信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

上次评级时间: 2012 年 6 月 8 日

跟踪评级时间: 2013 年 5 月 27 日

财务数据:

项目	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
资产总额(亿元)	70.72	69.26	70.62
所有者权益(亿元)	29.67	31.87	32.24
长期债务(亿元)	8.75	6.91	6.91
全部债务(亿元)	16.47	9.98	8.98
营业收入(亿元)	43.62	66.12	11.07
净利润(亿元)	3.04	5.70	1.27
EBITDA(亿元)	5.45	8.88	--
经营性净现金流(亿元)	4.73	4.98	1.26
营业利润率(%)	31.97	25.78	31.01
净资产收益率(%)	10.63	18.51	--
资产负债率(%)	58.05	53.98	54.34
全部债务资本化比率(%)	35.71	23.84	21.79
流动比率(%)	1.81	1.88	1.87
EBITDA/全部债务(倍)	0.33	0.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.04	9.08	--
EBITDA/本期发债余额(倍)	0.78	1.27	--

注: 2013 年一季报财务数据未经审计。由于一季度部分计算指标不具有可比性, 相关指标相应简略。

分析师

刘洪涛 袁媛

电话:

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

评级观点

许继电气股份有限公司(以下简称“公司”或“许继电气”)作为国内大型电力设备制造龙头企业之一,在技术研发、产品配套、品牌影响力等方面优势明显,在输配电领域保持领先地位。

跟踪期内,公司抓住智能电网建设、特高压项目、“两网”改造、轨道交通建设等契机,在重大项目运作、新产品开发方面业绩突出。公司承担了多项国家重大工程的供货调试任务,所供应的设备在系列重大工程中顺利投产并稳定运行,收入及利润规模均稳步增长。

考虑到中国输配电及控制设备制造行业良好的成长性,公司有望继续保持在行业中的领先地位,联合评级对公司评级展望维持为稳定。

基于对跟踪期内公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合评级继续维持公司主体及本期债券AA的信用等级。

优势

1. “十二五”期间特高压和智能电网大规模投资,给公司提供了良好的发展机遇。

2. 公司业务涵盖发电、输电、配电、用电各个环节,是品种最多、规格最全、配套能力最强的专业电力设备生产企业之一。

3. 公司是国内唯一同时具有一、二次技术和产品的企业,其中直流输电控制保护技术在行业内处于领先地位。

4. 跟踪期内,公司承担了多项国家重大工程的供货调试任务,公司所供应的设备在系列重大工程中顺利投产并稳定运行,收入及利润规模均稳步增长。

5. 跟踪期内,公司实现了一批关键核心技术产品的重大突破,市场品牌认可度进一步提高。

### 关注

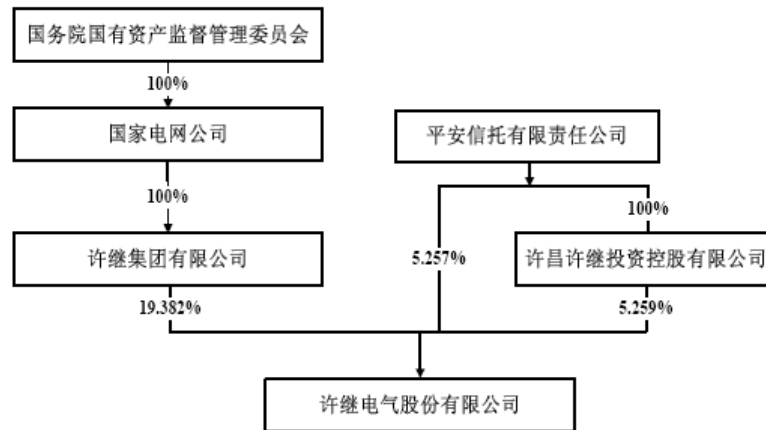
1. 原材料价格波动对公司经营稳定性造成一定的影响。
2. 输配电行业竞争激烈，公司应收账款数额较大，存在一定运营资金压力。

## 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”，股票简称“许继电气”；2005年公司完成了股权分置改革。历经多次增股、配股、增资等变更，截至2012年底，公司注册资本37,827.20万元，控股股东许继集团持有公司19.382%的股份（图1）。

图1 截至2012年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司属输配电及控制设备制造业，主营业务为电网自动化和继电保护及控制装置的生产经营。公司下辖 13 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、变革与业绩管理部、人力资源部、物流中心、审计法务部等职能部门；截止 2012 年底，拥有在职员工 5,479 人。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 692,557.02 万元，负债合计 373,823.09 万元，所有者权益（含少数股东权益）318,733.93 万元。2012 年公司实现营业收入 661,180.63 万元，净利润（含少数股东损益）56,953.58 万元；经营活动产生的现金流量净额 49,767.22 万元，现金及现金等价物净增加额-63,200.04 万元。

截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额 706,156.48 万元，负债合计 383,742.97 万元，所有者权益（含少数股东权益）322,413.51 万元。2013 年 1-3 月公司实现营业收入 110,689.80 万元，净利润（含少数股东损益）12,679.57 万元；经营活动产生的现金流量净额 12,635.89 万元，现金及现金等价物净增加额 367.36 万元。

公司注册地址：河南省许昌市许继大道 1298 号；法人代表：李富生。

## 二、债券概况

许继电气股份有限公司2011年7亿元公司债券采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式于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”，债券期限为7年。

跟踪期内，公司支付利息4,725.00万元，期末应付利息393.75万元，期末债券余额69,081.98万元。

截至2012年12月31日，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的一致。

## 三、经营管理分析

### 1. 管理分析

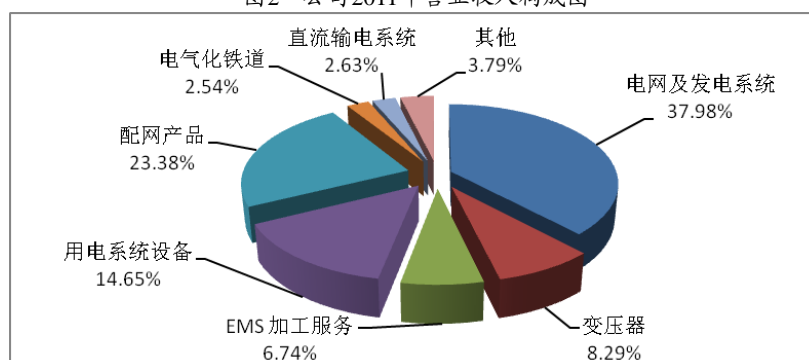
跟踪期内，董事会、监事会、管理层以及部门设置未发生变化。目前公司董事长仍由李富生先生担任，经营团队保持稳定。

### 2. 经营分析

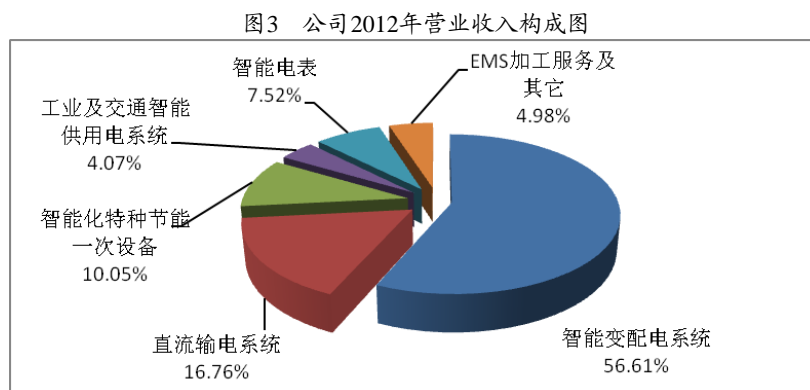
#### (1) 经营概况

公司主要从事电力系统二次设备和一次设备的研制、生产与销售。2012年公司抓住智能电网建设、特高压项目、“两网”改造、轨道交通建设等契机，营业收入和净利润年增长率分别为51.57%和87.23%，增长速度显著。2012年，公司的产品结构有所变化，主要以智能变配电系统和直流输电系统为主，不同于往年以电网及发电系统、配网产品和用电系统设备为主的产品结构（图2），智能电网产品所占比重明显上升（图3）。2012年公司主营产品综合毛利率为26.70%，比2011年降低了5.96个百分点，但总体而言，毛利率保持在较高水平。

图2 公司2011年营业收入构成图



资料来源：公司年报



资料来源：公司年报

2012 年公司产品销售区域仍旧以国内市场为主（表 1），主要分布在华北、华中、华东和西南地区，四地区营业收入合计占比达到了 80.32%。除了华北地区收入有所下降外，华中、华东和西南地区年增长率均超过了 70%，增长速度很快。其中，华东地区年增长率超过 130%，西南地区年增长率超过 200%，营业收入增长显著，主要是重大项目运作和业务扩张引起的，包括西南地区的糯扎渡—广东±800 千伏直流输电工程及华东地区的山东配网自动化工程。

表1 公司2012年营业收入分地区情况

地区	营业收入（万元）	地区占比（%）	增长率（%）
东北	21,399.65	3.24	-22.09
华北	96,272.91	14.56	-19.17
华中	171,311.32	25.91	70.96
华南	47,349.09	7.16	41.70
华东	158,977.26	24.04	135.85
西北	41,590.99	6.29	10.41
西南	104,474.78	15.80	213.40
国际业务	2,694.28	0.41	146.78
其他业务	17,110.35	2.59	3.42
合计	661,180.63	100.00	51.57

资料来源：公司年报

## （2）经营环境

2010 年 9 月国务院发布七大战略性新兴产业规划，将节能环保产业列入重点培育对象，其中节能电力电子设备被排在节能环保产业六大门类之首。此后，随着特高压和智能电网被纳入国家“十二五”规划纲要，国家电网公司已明确加快坚强智能电网建设，坚持“一特四大”发展战略，推动特高压交直流和各级电网协调发展，加快构建安全、可靠、高效的现代电网体系，解决特高压和配电网“两头薄弱”问题，提高电网大规模、跨区域电力优化配置能力。

2012 年 3 月国家电网发布特高压电网“十二五”规划，计划建成 15 条直流输电工程，年均建成 3 条直流输电工程；2015 年全国形成以华北、华东、华中特高压电网为核心的“三纵三横”主网架。2012 年是坚强智能电网的全面建设时期，特高压输电技术的发展和智能电网建设的推进将为公司相关业务的快速增长提供战略机遇。

“十二五”期间，公司轨道交通自动化业务面临巨大发展机遇。到 2015 年末，我国共规划建设 96 条轨道交通线路，建设线路总长 2,500 多公里，总投资超过 1 万亿元。随着 2012 年国内铁路和地铁建设项目的持续推进，公司轨道交通电气化业务有望实现较快增长。

2012 年，中国全社会用电量累计达 49,591 亿千瓦时，同比增长 5.5%。全国电网基本投资完

成额 3,693 亿元，保持在较高水平。行业需求的增长和投资环境的完善为公司提供了良好的发展契机。

总体看，随着我国特高压、智能电网、轨道交通建设的全面开展，公司主营业务将保持充沛的增长动能。公司在配电自动化、智能变电站、用电自动化及终端等多个领域拥有先进的技术水平和丰富的项目经验，预计未来会获取更高的市场占有率。

### (3) 生产经营

2012 年是公司“第三次创业”的关键之年，公司进一步实施产品结构调整，为输配电行业提供各种高科技产品和技术支撑，涉足的领域包括，智能电网、智能变电站、直流输电、新能源发电、智能节能变压器产品、智能中压开关产品以及智能电表及计量信息管理系统产品等。

从公司各产品盈利情况看，公司主营产品毛利率<sup>1</sup>近年来维持在较高水平（表 2）。2012 年营业成本较上年有所增加，公司主营业务综合毛利率由 2011 年的 32.66% 下降到 26.70%，降低了 5.96 个百分点。其中，直流输电系统的毛利率由 2011 年的 52.38% 下降到 10.46%，降低了 41.92 个百分点，降幅明显，这主要是由于产品结构的变化引起的；工业及交通智能供用电系统的毛利率由 2011 年的 28.61% 下降到 17.32%，降低了 11.29 个百分点，主要受合同价格变化的影响；其他产品的毛利率与上年基本持平。综合看，公司自主研发销售的产品毛利率较高，并且品种多、规格全、配套能力很强。

表 2 2011 年~2012 年公司主营业务收入、成本及毛利率情况 单位：万元

项 目	2012 年			2011 年		
	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)
智能变配电系统	364,605.03	243,295.44	33.27%	227,790.17	140,574.28	38.29%
直流输电系统	107,914.05	96,626.63	10.46%	11,465.22	5,459.98	52.38%
智能化特种节能一次设备	64,753.68	44,728.35	30.93%	65,146.34	45,191.70	30.63%
工业及交通智能供用电系统	26,245.22	21,698.40	17.32%	33,184.54	23,691.49	28.61%
智能电表	48,458.96	37,251.55	23.13%	52,700.29	41,999.32	20.31%
EMS 加工服务及其它	32,093.34	28,512.48	11.16%	29,399.73	25,719.80	12.52%
合计	644,070.28	472,112.85	26.70%	419,686.28	282,636.58	32.66%

资料来源：公司提供

从生产成本来看，公司生产主要消耗的是硅钢片、冷优板、铜排、箔、覆铝锌板等原材料。2012 年钢材、铜材、铝材等价格整体呈下降趋势，公司原材料成本无明显增加。

从采购情况看，2012 年公司向前五名供应商合计的采购金额占年度采购总额的比例为 17.38%，高于上年度前五名采购金额占比 10.53%，采购集中度一般。

### (4) 市场销售

2012 年，公司全力推进市场营销管理体系变革，实现营销管理的集约化、扁平化、专业化，整体营销能力大幅提高。报告期内，公司强化了重大项目的运作策划，实现订货业绩的大幅增长。溪洛渡—浙西特高压直流工程、皖电东送特高压交流工程、长沙轨道交通 2 号线一期工程等重大市场运作项目取得了圆满成功。同时，公司在保护自动化、监控、电抗器、电能仪表等产品市场

<sup>1</sup> 主营产品毛利率 = (该产品主营业务收入 - 该产品主营业务成本) / 该产品主营业务收入 × 100%

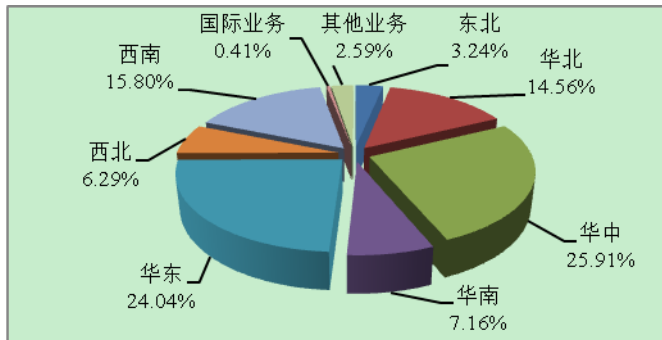
份额稳步提升，变压器、开关柜的中标份额达到历史最好水平。

在重大工程建设方面，公司承担了多项国家重大工程的供货调试任务，锦屏—苏南特高压直流输电工程、高岭背靠背扩建工程、辽宁 220 千伏何家智能变电站、郑州地铁 1 号线、武汉轨道交通 2 号线一期工程已建成投运，树立了良好的品牌形象；糯扎渡—广东±800 千伏直流输电工程、皖电东送特高压交流工程、郑州轨道交通项目等按计划顺利推进，进一步提升了公司的品牌影响力。

在新产品开发方面，公司坚持推进产品领先战略，实现了一批关键核心技术产品的重大突破。2012 年，公司“±1100 千伏特高压直流控制保护”等 10 个项目全部完成；“智能变电站”等 8 个项目均进入产业化阶段；“特高压直流输电控制保护系统”等 6 个产品在市场上继续保持良好的发展势头。直流输电自主软硬件平台等项目完成型式试验，区域集中式保护系列产品在辽宁 220 千伏何家智能变电站成功投运，使公司在智能变电站技术及工程建设方面成为领跑者。

目前公司主要面向国内市场（图 4），2012 年国内销售额占总收入比例为 97.00%，其中以华北、华中、华东和西南为主销售区域，其他地区业务量较平均。

图4 公司2012年产品销售区域情况



资料来源：公司年报

公司客户主要为国家及地方各电网（电力）公司及部分大额用电工业企业，从客户集中度看，2012 年公司对前五大客户销售实现收入合计占比为 45.75%，高于上年度前五大销售客户占比 16.89%，除了许继集团之外，对其他单一客户的销售依赖度不高（表 3）。2012 年公司对许继集团实现的收入，主要包括锦屏—苏南±800kV 特高压直流输电工程、高岭背靠背直流扩建工程、糯扎渡—广东±800kV 直流输电工程所实现的部分收入。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。

表3 公司对前五大客户销售情况 单位：万元

客户名称	销售额	总额占比 (%)
许继集团有限公司	197,826.35	29.92
山东电力集团公司物资供应公司	74,761.11	11.31
河南省电力公司	10,671.29	1.61
天津市电力公司	10,020.61	1.52
北京市电力公司	9,208.28	1.39
合计	302,487.63	45.75

资料来源：公司年报。

在公司承接成套项目时，为满足用户需求，公司产品与关联方产品间存在相互配套关系，形成一定量的关联交易，是公司日常生产经营活动中所产生的，符合公司业务和行业特



点，交易是必要的，且将一直持续。公司与控股股东发生的综合服务类关联交易，长期以来保证了公司生产经营的有序进行，降低了公司运营成本。

总体看，公司下游客户质量高且相对稳定，但与许继集团仍存在一定比例的关联交易。

### 3. 重大事项

2012年5月9日，国家电网公司决定将其全资子公司中国电力技术装备有限公司所持许继集团有限公司100%的股权上划至国家电网公司直接持有。完成后，国家电网公司成为许继集团有限公司的唯一股东，公司的控股股东及实际控制关系均无改变。

2012年6月，董事会、股东大会通过了关于公司与中国电力财务有限公司签订《金融服务协议》的议案，由中国电力财务有限公司为公司提供存款、贷款、结算及其他金融服务。因国家电网公司及其附属公司持有中国电力财务有限公司97.677%的股份，国家电网公司持有公司控股股东许继集团有限公司100%股权，该事项属于关联交易事项。为有效控制和防范风险，公司制定了《关于在中国电力财务有限公司存款的风险处置预案》，并出具了《中国电力财务有限公司风险评估报告》。

2012年1月，公司对河南黄河旋风股份有限公司承担的连带责任担保（金额8000万，担保期6年）已履行完毕，跟踪期内对外担保的实际发生额为0元。

2012年9月26日，公司因筹划重大资产重组工作停牌，并于2012年12月19日公告重组预案后复牌。公司采取定向增发的方式向许继集团发行股份，购买许继集团下属电力装备制造主业相关资产（包括许继集团有限公司柔性输电分公司业务及相关资产负债、许继电源有限公司75%股权、许昌许继软件技术有限公司10%股权和上海许继电气有限公司50%股权）；同时，公司拟向许继集团定向发行股份募集配套资金4.50亿元，用于补充流动资金。

公司对主要客户国家电网公司及其所属企业、控股股东许继集团有限公司及其子公司的产品销售构成关联交易。2012年度，由于实现重大工程的供货，公司与关联方关联交易的发生金额超出预计金额。但关联交易遵循市场公允原则，依据双方签订的相关协议按照市场价格进行，体现了公平、公正、公开的原则，故并不影响公司经营成果的真实性。

### 4. 未来发展

公司产品主要面向大型基础设施建设，受国内外宏观经济、产业政策及货币政策等影响较大。“十二五”期间，七大战略性新兴产业规划、建设坚强智能电网规划、铁路发展计划以及29个城市的地铁规划在为电力设备企业带来良好的发展机遇的同时，也带来了一定的政策风险。一方面，十八大提出的城镇化、工业化的发展目标，给公司提供了巨大的发展空间。特高压、智能电网、配电网、轨道交通、工业节能等行业未来几年投资规模巨大，发展势头强劲。另一方面国家对电力、能源、铁路等基础设施的投资预期加剧了行业竞争力度，同时电力设备产品总体价格也有所下降，对行业和公司盈利带来一定的影响。公司面对的压力主要来自于国家和行业政策变化风险、行业经营风险和原材料价格风险。

未来公司将继续秉承“拓市场、强研发、降成本、控风险、增效益”的经营方针，通过加强技术研究，研发高端产品，不断提升质量，推动公司整体实力的提升。主要措施有：在质量控制方面，强化质量理念与文化，保障重大工程质量控制，做到高标准、高效率、零事故；在工艺改进方面，要优化布局，加强新工艺、新技术的推广应用；在市场营销方面，要深入推进精益营销管理，开展“大营销”，进一步强化大项目运作能力建设，完善大项目运作管理机制。

#### 四、财务分析

公司提供的 2011 和 2012 年度合并财务报表已分别经北京兴华会计师事务所有限责任公司、中瑞岳华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，2013 年一季度财务报告未经审计。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 692,557.02 万元，负债合计 373,823.09 万元，所有者权益（含少数股东权益）318,733.93 万元。2012 年公司实现营业收入 661,180.63 万元，净利润（含少数股东损益）56,953.58 万元；经营活动产生的现金流量净额 49,767.22 万元，现金及现金等价物净增加额-63,200.04 万元。

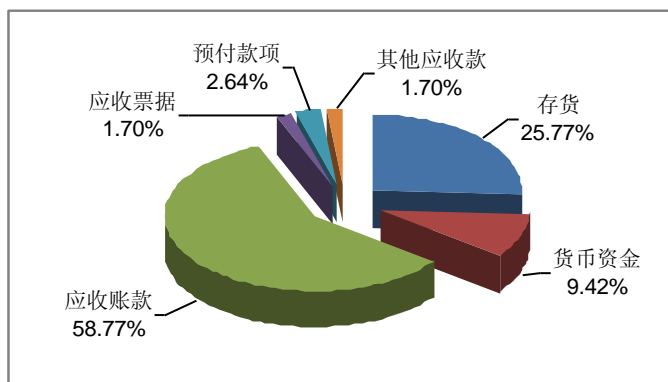
截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额 706,156.48 万元，负债合计 383,742.97 万元，所有者权益（含少数股东权益）322,413.51 万元。2013 年 1~3 月公司实现营业收入 110,689.80 万元，净利润（含少数股东损益）12,679.57 万元；经营活动产生的现金流量净额 12,635.89 万元，现金及现金等价物净增加额 367.36 万元。

##### 1. 资产与资本结构

###### 资产

截至 2012 年底，公司资产总额为 692,557.02 万元，同比下降 2.07%，公司资产构成中仍以流动资产为主，占比 82.63%，资产结构与行业生产经营特性相符。流动资产主要由货币资金（占比 9.42%）、应收账款（占比 58.77%）、存货（占比 25.77%）等组成（图 5）。

图5 公司2012年底流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2012 年底，公司货币资金为 53,935.20 万元，同比减少 53.95%，一方面是由于运营规模增加，资金投入增加；同时，货币资金还用来偿还了部分短期借款。

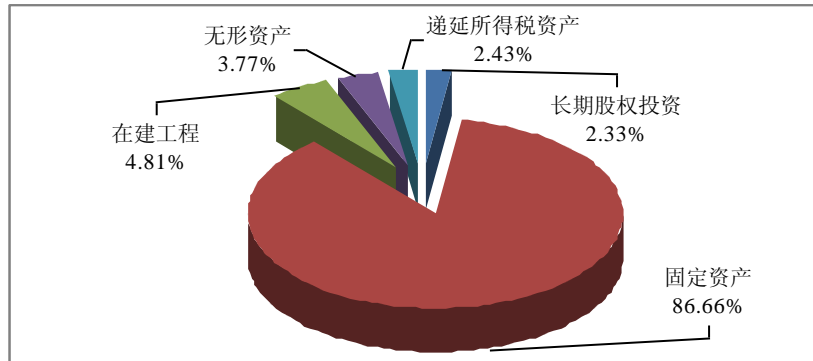
截至 2012 年底，公司应收账款为 336,301.53 万元，同比增长 26.28%，低于同期营业收入 51.57% 的增长率。公司业务领域不断拓宽、新客户不断增加而带来经营规模不断扩大的同时，应收账款也相应快速增长。鉴于电力设备行业特点，工程项目建设周期一般较长，收入通常在项目验收合格后才能被确认，导致公司应收账款周转时间较长，带来一定的运营资金压力。公司应收账款全部按组合计提坏账准备，从账龄看 1 年以内占 68.31%，累计计提坏账准备 19,556.76 万元，计提较为充足；前五名单位的应收账款占到了 21.29%，集中度不高。

截至 2012 年底，公司存货为 147,486.53 万元，同比增长 4.10%，存货由在产品、库存商品、

原材料、发出商品等组成。公司存货迄今未发现存在跌价的迹象，故未计提存货跌价准备。

公司非流动资产主要由固定资产（占比 86.66%）、在建工程（占比 4.81%）、无形资产（占比 3.77%）等组成（图 6）。固定资产同比增长 24.12%，主要是由于智能高端配电及直流场装备产业化基地建设等项目完工，由在建工程转入所致；其中固定资产原值 157,022.27 万元，累计折旧 52,765.23 万元，固定资产成新率 66.40%，成新率一般。在建工程同比减少 75.25%，主要是由于智能高端配电及直流场装备产业化基地建设等项目完工所致。

图6 公司2012年底非流动资产构成



资料来源：公司年报

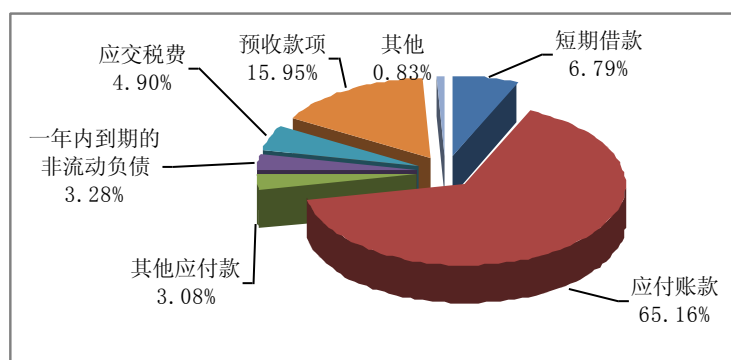
截至 2013 年 3 月底，公司资产总额为 706,156.48 万元，比年初略有增长，流动资产占比为 83.15%，资产结构未发生明显变化。

### 负债

截至 2012 年底，公司负债合计 373,823.09 万元，同比减少 8.94%，公司负债以流动负债为主，占负债比例为 81.52%，比例较去年略有上升，负债结构与资产构成相对应。基于公司所从事的电力设备行业，各大电力电网工程项目投资大、工期长，使得公司与上下游结算周期被延长，公司流动负债中应付账款、预收款项等非刚性负债规模较大，剔除上述因素，公司短期债务在流动负债中占比为 10.07%，短期支付压力不大。2012 年底的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.98%、23.84% 和 17.81%，整体负债处于合理水平。

2012 年底公司流动负债主要由短期借款（占比 6.79%）、应付账款（占比 65.16%）、预收款项（占比 15.95%）、应交税费（占比 4.90%）等组成（图 7）。其中短期借款为 20,700.00 万元，同比减少 21.27%，系公司为调整负债结构，降低融资费用，逐步减少短期银行贷款；应付账款同比增长 33.27%，系随着公司业务规模的不断扩大，原材料采购量逐步增加造成的；预收款项同比减少 29.48%，其中对许继集团的预收款项减少了 60% 以上，主要是由于锦屏—苏南特高压直流输电工程等重大项目已建成投运，相关预收款项结转所致；在流动负债中，应付账款和预收款项占比较高，说明公司对上游供应商和下游客户的资金占用能力较强，有助于缓解部分流动资金的压力。

图7 公司2012年底流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2012 年底，公司非流动负债同比减少 21.01%，系公司长期借款即将到期，转为一年内到期的借款核算所致；非流动负债占负债比例由 2011 年的 21.31% 减少到 2012 年的 18.48%，降幅较小。2011 年底，公司长期借款为 18,500.00 万元，截至 2012 年底，公司长期借款为 0.00 万元，主要由于公司长期借款即将到期，转为一年内到期的借款核算，并且公司提前偿还部分银行贷款所致；应付债券为 69,081.98 万元，即对应公司 2011 年发行的 7 亿元公司债券。

截至 2013 年 3 月底，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 54.34%、21.79% 和 17.65%，与年初差异较小，负债结构未发生明显变化。

### 所有者权益

截至 2012 年底，公司所有者权益合计 318,733.93 万元，其中归属于母公司所有者权益 280,346.84 万元，占所有者权益合计的 87.96%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 13.94%，资本公积占 21.25%，盈余公积占 9.12%，未分配利润占 56.14%。公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2013 年 3 月底，公司所有者权益合计 322,413.51 万元，与年初基本持平，构成结构变化不大。

### 2. 盈利能力

2012 年公司实现营业收入 661,180.63 万元、利润总额 67,231.41 万元、净利润 56,953.58 万元，同比分别增长 51.57%、84.82%、87.63%，公司经营规模和盈利水平显著增长。

利润构成方面，2012 年公司利润主要来自主营业务产生的经营性利润，投资收益在营业利润中的占比仅为 1.87%。2012 年公司营业外收入合计 14,592.13 万元，主要来自于政府补助（超过 3% 即征即退的增值税返还）。

费用控制方面，在营业收入近三年平均增长 30.95% 的情况下，公司销售费用、管理费用和财务费用同期年均增长率分别为 0.32%、29.39% 和 10.91%，销售费用变化量基本持平，年均变化不大；管理费用逐年增加，主要是公司研发费用增长较快（2012 年较上年增加了 0.59 亿元），以及无形资产摊销也有所增加（2012 年较上年增加 0.25 亿元）；财务费用保持合理增长。2012 年公司费用收入比为 16.93%，比上年的 24.29% 减少了 7.36 个百分点，表明公司对费用的控制能力有所增强。

2012 年公司主营业务毛利率为 26.70%，与上年相比降低了约 6 个百分点，主要是由于直流输电产品供货结构的变化；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 15.17%、11.00% 和 18.51%，各项指标与上年相比均有较大增长，主要是由于 2012 年度公司净利润有较大幅度的提升，

在输配电及控制设备行业上市公司中保持较好水平（表4）。

表4 2012年同行业盈利能力指标比较

指 标	许继电气	天威保变	特变电工	中国西电
总资产报酬率	10.88	-7.64	3.35	0.73
净资产收益率(摊薄)	11.84	-28.54	7.18	0.84
销售毛利率	26.76	4.00	16.87	19.98
营业利润率	8.10	-61.23	3.72	0.97

资料来源：wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

2013年1~3月，公司实现营业收入110,689.80万元、利润总额16,111.62万元、净利润12,679.57万元，较上年同期有较大幅度增长，主要是由于公司一季度销售状况良好，销售规模扩大所致。

### 3. 现金流

从经营活动看，2011年、2012年经营活动现金流净额分别为47,256.91万元、49,767.22万元，年增长5.31%，源于公司主营业务收入较快增长。从收入实现质量来看，近二年公司的现金收入比分别为106.95%和94.01%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，2011年、2012年公司投资活动现金分别为净流出14,644.69万元、5,630.97万元，同比减少61.55%。2012年公司固定资产投资有所放缓，对投资活动的现金需求相应下降。

从筹资活动看，2011年、2012年公司筹资活动现金流净额分别为净流出15,700.85万元、107,336.29万元，同比增加583.63%。公司2011年由于发行债券导致当年筹资活动现金流入较大，2012年公司为优化融资结构，减少了新增的银行借款规模，因此2012年公司筹资活动现金流入有较大规模的下降，从而导致筹资活动现金净额有较大幅度的下降。

2013年1~3月，公司经营活动现金流净额为12,635.89万元，好于上年同期，系一季度销售收入同比增长所致；投资活动现金流净流出为2,078.12万元，高于上年同期净流出额（1,288.26万元），主要是一季度固定资产投资流出金额有所增加所致；筹资活动现金流净额为-10,190.41万元，与上年同期（-10,437.34万元）基本持平。

综合来看，公司经营状况较好，经营现金流稳定增长。公司通过发行短期融资券及公司债等方式筹集资金，积极拓宽融资渠道，融资成本得以降低。

### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，公司流动比率、速动比率分别为1.88倍和1.39倍，比率正常；2012年公司现金短期债务比为2.07，现金类资产对短期债务的保障程度较高；经营现金利息偿还倍数为5.09，筹资活动前现金流量净额利息偿还倍数为4.51，经营现金流对利息的覆盖程度较高；经营现金流流动负债比率为16.33%，由于公司经营净现金流规模较大且比较稳定，短期刚性债务规模不大，短期支付压力不大。整体看，公司短期偿债能力较强。

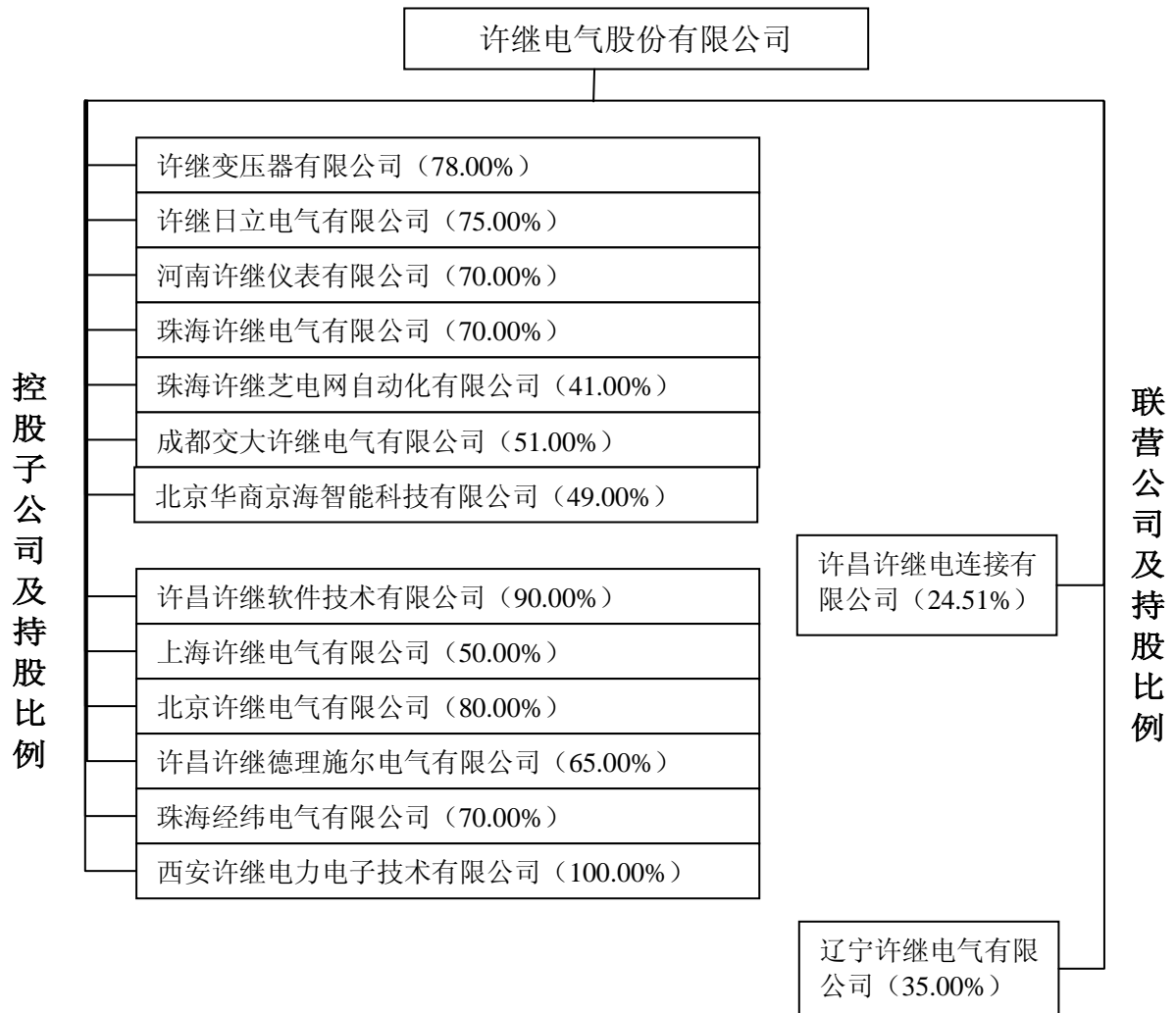
从长期偿债能力指标来看，2011年、2012年公司EBITDA分别为54,508.47万元、88,822.38万元，2012年EBITDA利息倍数为9.08倍，EBITDA全部债务比为0.89倍，EBITDA对全部债务的保障能力良好；经营现金债务保护倍数为0.50，筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为0.44，经营现金流对全部债务保障能力正常。未来随着公司经营规模继续扩大，能够对偿债形成良好的保障。

总体看，公司资产负债率适中，主营业务收入较快增长且盈利保持较好水平，主营业务获现

能力较强，公司整体偿债能力较强。

综合考虑，联合评级确定维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持本期债券“AA”的债项信用等级。

### 附件 1 许继电气股份有限公司组织架构图



附件 2-1 许继电气股份有限公司  
2011 年~2013 年 3 月合并资产负债表（资产）  
（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
<b>流动资产：</b>				
货币资金	117,135.24	53,935.20	-53.95	54,302.56
交易性金融资产				
应收票据	12,117.41	9,738.49	-19.63	6,612.92
应收账款	266,304.68	336,301.53	26.28	335,307.78
预付款项	29,421.06	15,085.90	-48.72	18,231.44
应收利息				
应收股利	95.00		--	
其他应收款	19,530.54	9,709.66	-50.28	13,981.97
存货	141,671.16	147,486.53	4.10	158,758.29
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
<b>流动资产合计</b>	<b>586,275.09</b>	<b>572,257.32</b>	<b>-2.39</b>	<b>587,194.96</b>
<b>非流动资产：</b>				
可供出售金融资产				
持有至到期投资	1,125.00		--	
长期应收款				
长期股权投资	2,841.69	2,798.74	-1.51	2,800.98
投资性房地产				
固定资产	83,999.79	104,257.05	24.12	102,248.56
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	23,377.52	5,785.94	-75.25	6,453.11
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	7,535.83	4,538.42	-39.78	4,539.32
开发支出				
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产	2,006.27	2,919.56	45.52	2,919.56
其他非流动资产				
<b>非流动资产合计</b>	<b>120,886.10</b>	<b>120,299.71</b>	<b>-0.49</b>	<b>118,961.52</b>
<b>资产总计</b>	<b>707,161.19</b>	<b>692,557.02</b>	<b>-2.07</b>	<b>706,156.48</b>



**附件 2-2 许继电气股份有限公司**  
**2011 年~2013 年 3 月合并资产负债表（负债及股东权益）**  
(单位：人民币万元)

负债和所有者权益	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
<b>流动负债:</b>				
短期借款	26,292.35	20,700.00	-21.27	20,700.00
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	149,000.86	198,578.69	33.27	223,813.59
预收款项	68,937.97	48,613.64	-29.48	43,695.77
应付职工薪酬	444.32	412.53	-7.16	243.76
应交税费	9,453.63	14,929.68	57.93	4,526.14
应付利息	393.75	393.75	0.00	1,575.00
应付股利	1,319.56	1,715.00	29.97	10,715.00
其他应付款	16,201.42	9,397.81	-41.99	9,359.30
一年内到期的非流动负债		10,000.00		
其他流动负债	50,997.50		--	
<b>流动负债合计</b>	<b>323,041.36</b>	<b>304,741.10</b>	<b>-5.66</b>	<b>314,628.56</b>
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	18,500.00		--	
应付债券	68,960.10	69,081.98	0.18	69,114.41
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
<b>非流动负债合计</b>	<b>87,460.10</b>	<b>69,081.98</b>	<b>-21.01</b>	<b>69,114.41</b>
<b>负债合计</b>	<b>410,501.46</b>	<b>373,823.09</b>	<b>-8.94</b>	<b>383,742.97</b>
<b>所有者权益（或股东权益）:</b>				
实收资本（或股本）	37,827.20	37,827.20	0.00	37,827.20
资本公积	59,367.73	59,561.75	0.33	59,561.75
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	25,579.02	25,579.02	0.00	25,579.02
未分配利润	129,662.13	157,378.86	21.38	164,205.79
外币报表折算差额				
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>252,436.08</b>	<b>280,346.84</b>	<b>11.06</b>	<b>287,173.76</b>
少数股东权益	44,223.65	38,387.10	-13.20	35,239.74
<b>所有者权益合计</b>	<b>296,659.73</b>	<b>318,733.93</b>	<b>7.44</b>	<b>322,413.51</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>707,161.19</b>	<b>692,557.02</b>	<b>-2.07</b>	<b>706,156.48</b>

附件3 许继电气股份有限公司  
2011年~2013年3月合并利润表

(单位:人民币万元)

项目	2011年	2012年	变动率(%)	2013年1-3月
<b>一、营业收入</b>	<b>436,230.51</b>	<b>661,180.63</b>	51.57	<b>110,689.80</b>
减: 营业成本	293,504.30	484,236.51	64.98	75,476.27
营业税金及附加	3,266.87	6,508.94	99.24	892.91
销售费用	41,875.60	37,628.63	-10.14	7,585.44
管理费用	55,389.76	65,066.82	17.47	10,940.54
财务费用	8,687.59	9,228.46	6.23	1,619.80
资产减值损失	3,546.99	5,962.82	68.11	0.00
加: 公允价值变动收益(损失以“-”号填列)				
投资收益(损失以“-”号填列)	986.43	1,002.49	1.63	2.24
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	459.41	416.91	-9.25	2.24
汇兑收益(损益以“-”号添列)				
<b>二、营业利润(亏损以“-”号填列)</b>	<b>30,945.82</b>	<b>53,550.93</b>	73.05	<b>14,177.08</b>
加: 营业外收入	5,632.89	14,592.13	159.05	2,088.93
减: 营业外支出	201.90	911.65	351.54	154.38
其中: 非流动资产处置损失		511.50		
<b>三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)</b>	<b>36,376.81</b>	<b>67,231.41</b>	84.82	<b>16,111.62</b>
减: 所得税费用	5,958.55	10,277.83	72.49	3,432.05
<b>四、净利润(净亏损以“-”号填列)</b>	<b>30,418.26</b>	<b>56,953.58</b>	87.23	<b>12,679.57</b>
其中: 归属于母公司所有者的净利润	15,650.29	33,201.63	112.15	6,826.93
少数股东损益	14,767.98	23,751.95	60.83	5,852.65
<b>五、每股收益:</b>				
(一) 基本每股收益	0.41	0.88	112.71	0.18
(二) 稀释每股收益	0.41	0.88	112.71	0.18

附件 4 许继电气股份有限公司  
2011 年~2013 年 3 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1-3 月
<b>一、经营活动产生的现金流量:</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	466,555.04	621,558.36	33.22	114,768.67
收到的税费返还	4,986.59	12,882.47	158.34	1,657.77
收到其他与经营活动有关的现金	21,583.97	42,012.78	94.65	10,617.70
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>493,125.60</b>	<b>676,453.61</b>	37.18	<b>127,044.13</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	317,827.97	427,541.66	34.52	54,612.04
支付给职工以及为职工支付的现金	44,521.00	54,477.89	22.36	13,150.97
支付的各项税费	31,674.57	64,355.22	103.18	22,332.94
支付其他与经营活动有关的现金	51,845.15	80,311.62	54.91	24,312.29
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>445,868.69</b>	<b>626,686.39</b>	40.55	<b>114,408.24</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>47,256.91</b>	<b>49,767.22</b>	5.31	<b>12,635.89</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量:</b>				
收回投资收到的现金	875.00	1,813.56	107.26	
取得投资收益收到的现金	137.43	29.25	-78.72	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	37.63	38.57	2.50	
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>1,050.06</b>	<b>1,881.38</b>	79.17	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15,694.75	6,679.11	-57.44	2,078.12
投资支付的现金				
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金		833.24		
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>15,694.75</b>	<b>7,512.35</b>	-52.13	<b>2,078.12</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-14,644.69</b>	<b>-5,630.97</b>	-61.55	<b>-2,078.12</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>				
吸收投资收到的现金		527.63		
发行债券所收到的现金	68,950.00		--	
取得借款收到的现金	141,267.35	31,293.74	-77.85	
收到其他与筹资活动有关的现金				
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>210,217.35</b>	<b>31,821.37</b>	-84.86	<b>0.00</b>
偿还债务支付的现金	206,399.15	96,383.59	-53.30	10,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	19,519.06	36,195.39	85.44	190.41
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	6,578.68		0.00
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>225,918.21</b>	<b>139,157.66</b>	-38.40	<b>10,190.41</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-15,700.85</b>	<b>-107,336.29</b>	583.63	<b>-10,190.41</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>				
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>16,911.36</b>	<b>-63,200.04</b>	-473.71	<b>367.36</b>
加: 期初现金及现金等价物余额	100,223.88	117,135.24	16.87	53,935.20
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>117,135.24</b>	<b>53,935.20</b>	-53.95	<b>54,302.56</b>

**附件 5 许继电气股份有限公司**  
**2011 年~2013 年 3 月合并现金流量表补充资料**  
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	变动率(%)
<b>1.将净利润调节为经营活动现金流量:</b>			
净利润	30,418.26	56,953.58	87.23
加: 资产减值准备	3,546.99	5,962.82	68.11
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,695.81	7,885.84	2.47
无形资产摊销	1,413.57	3,926.95	177.80
长期待摊费用摊销			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-491.33	-604.77	23.09
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)			
财务费用(收益以“-”号填列)	9,022.28	9,778.59	8.38
投资损失(收益以“-”号填列)	-596.84	-1,002.49	67.97
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-358.36	-913.28	154.85
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)			
存货的减少(增加以“-”号填列)	-36,148.20	-5,815.37	-83.91
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-2,692.10	-43,461.87	1,514.42
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	35,446.81	17,057.23	-51.88
其他			
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>47,256.91</b>	<b>49,767.22</b>	5.31
<b>2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:</b>			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
<b>3.现金及现金等价物净变动情况:</b>			
现金的期末余额	117,135.24	53,935.20	-53.95
减: 现金的期初余额	100,223.88	117,135.24	16.87
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>16,911.36</b>	<b>-63,200.04</b>	-473.71

## 附件 6 许继电气股份有限公司 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
<b>经营效率</b>			
应收账款周转次数(次)	1.67	2.05	--
存货周转次数(次)	2.37	3.35	--
总资产周转次数(次)	0.68	0.94	--
现金收入比率(%)	106.95	94.01	103.68
<b>盈利能力</b>			
总资本收益率(%)	8.78	15.17	--
总资产报酬率(%)	7.08	11.00	--
净资产收益率(%)	10.63	18.51	--
主营业务毛利率(%)	32.66	26.70	--
营业利润率(%)	31.97	25.78	31.01
费用收入比(%)	24.29	16.93	18.20
<b>财务构成</b>			
资产负债率(%)	58.05	53.98	54.34
全部债务资本化比率(%)	35.71	23.84	21.79
长期债务资本化比率(%)	22.77	17.81	17.65
<b>偿债能力</b>			
EBITDA 利息倍数(倍)	6.04	9.08	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.33	0.89	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.29	0.50	0.14
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.20	0.44	0.12
流动比率(倍)	1.81	1.88	1.87
速动比率(倍)	1.38	1.39	1.36
现金短期债务比(倍)	1.67	2.07	2.94
经营现金流动负债比率(%)	14.63	16.33	4.02
经营现金利息偿还能力(倍)	5.24	5.09	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.61	4.51	--
<b>本期公司债券偿债能力</b>			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.78	1.27	--

注：2013 年一季度财务报告未经审计，相关指标未年化。由于一季度部分计算指标不具有可比性，相关指标相应简略。

## 附件 7 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>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 8 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。