

跟踪评级公告

联合[2015]103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”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“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：

二零一五年四月十八日

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

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 评级展望：稳定
上次评级结果：AA 评级展望：稳定
债项简称：11许继债
本期债券期限：7年
本期债券规模：7亿元
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：2014年5月28日
跟踪评级时间：2015年4月28日
财务数据：

项目	2013年	2014年
资产总额(亿元)	103.87	107.92
所有者权益(亿元)	47.49	62.34
长期债务(亿元)	6.92	6.94
全部债务(亿元)	11.00	7.41
营业收入(亿元)	87.74	83.59
净利润(亿元)	9.95	12.89
EBITDA(亿元)	13.35	15.56
经营性净现金流(亿元)	7.51	-2.08
经营活动流入量(亿元)	84.69	66.79
营业利润率(%)	28.93	33.70
净资产收益率(%)	21.99	23.48
资产负债率(%)	54.28	42.23
全部债务资本化比率(%)	18.81	10.62
流动比率	1.84	2.46
EBITDA全部债务比	1.21	2.10
EBITDA利息倍数(倍)	21.55	29.01
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.91	2.22

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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。

评级观点

跟踪期内，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。

跟踪期内，受益于电网建设和轨道交通投资的增加和公司成本控制能力的提升，公司产品毛利率有所提升，盈利水平持续增长，债务规模有所下降，保持了很强的偿债能力；公司完成重大资产重组，资本实力、抗风险能力和核心竞争力有所提高。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）同时也关注到行业竞争激烈、公司应收账款规模较大等因素可能对公司经营带来的不利影响。

考虑到中国输配电及控制设备制造行业良好的成长性，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”。

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

优势

1. 公司是国内同时具有电力系统一、二次技术和产品的企业，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。

2. 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。跟踪期内，公司各产品毛利率有所提升，盈利水平持续增长；债务规模下降，并保持很强的偿债能力。

3. 跟踪期内，公司实施了重大资产重组，通过重大资产重组，公司形成完整的输变电装备系统集成能力和综合配套能力，有效提升公司的可持续发展能力。

关注

1. 输配电行业竞争激烈，公司营业收入有所下降。
2. 公司应收账款数额较大，运营资金受到占压。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

冯磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@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）与许继电气股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与许继电气股份有限公司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，未因许继电气股份有限公司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公司相关资料主要由许继电气股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

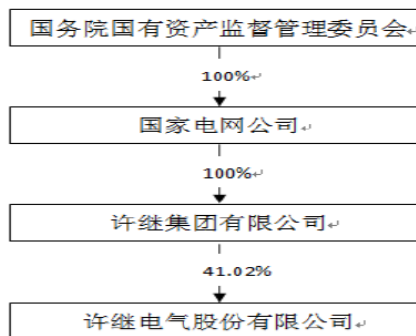
本跟踪评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

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。后经多次增股、配股、增资等变更，截至 2013 年底，公司注册资本 49,175.36 万元，总股本 491,753,600 股。2014 年，公司完成了重大资产重组，向许继集团发行新股 18,046.46 万股，公司股本由 49,175.36 万股增加至 67,221.82 万股；公司实施了 2013 年度利润分配方案，向全体股东每 10 股送红股 3 股（含税），以资本公积向全体股东每 10 股转增 2 股，公司总股本由 67,221.82 万股增加至 100,832.73 万股。截至 2014 年底，公司总股本为 100,832.73 万股，许继集团持有公司 41.02% 的股份，为公司的控股股东（图 1）。

图 1 截至 2014 年底公司股权结构情况



资料来源：公司年报

公司所属的行业性质为电气机械及器材制造业。公司主营业务范围为生产经营配电网自动化、变电站自动化、电站自动化、铁路供电自动化、电网安全稳定控制设备，电力管理信息系统，电力市场技术支持系统，继电保护及自动控制装置，继电器，电子式电度表，中压开关及开关柜，电力通信设备（不含无线），变压器、互感器、箱式变电站及其他机电产品（不含汽车）；承办本企业自产的机电产品、成套设备及相关技术的出口业务，经营本企业生产、科研所需要原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务，经营本企业的进料加工和“三来一补”业务。低压电器生产经营；房屋租赁（凭证经营）。（以上经营项目国家法律法规须审批的除外）。

截至 2014 年末，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、人力资源部、物流中心、审计法务部等职能部门。截至 2014 年末，公司拥有在职员工 5,990 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 107.92 亿元，负债合计 45.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.34 亿元。2014 年公司实现营业收入 83.59 亿元，净利润（含少数股东损益）12.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.08 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.80 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、债券概况

“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”。

跟踪期内，公司已支付 2013 年 11 月 30 日至 2014 年 11 月 29 日的利息 4,725.00 万元。

截至 2014 年底，本次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、经营管理分析

1. 管理分析

跟踪期内，公司董事会和管理层主要人员无重大变动。公司经营团队稳定，董事会、监事会、管理层人员以及部门设置未发生重大变化，经营团队保持稳定，同时公司的核心技术团队和人员未发生变动，相关管理架构、管理制度延续以往模式。

2. 经营分析

（1）经营环境

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。

跟踪期内，宏观经济下行压力加大，对电力的需求较为疲软，2014 年，全社会用电量 55,233 亿千瓦时，同比增长 3.8%，增速较 2013 年下降了 3.8 个百分点。在“稳增长、调结构、促改革、惠民生”的方针下，国家经济政策的主基调是“稳增长前提下的调结构”，政府投资的主要方向是符合经济结构调整方向的战略新兴产业。

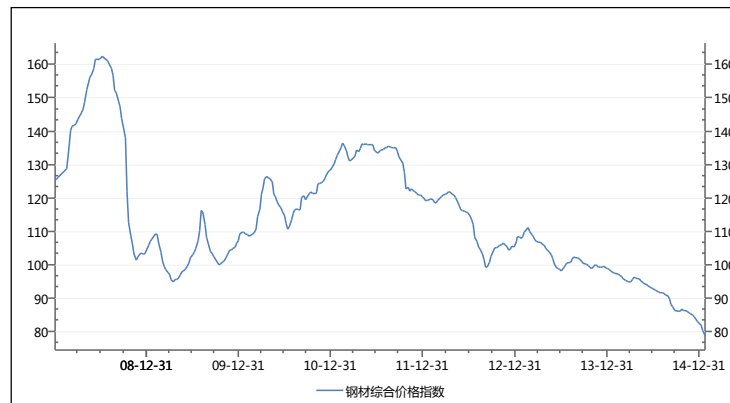
大气污染的严峻形势也促使国家对能源利用方式进行转变，智能电网的建设投资成为国家的一项重点投资领域，特别是在特高压和重点工程建设方面，2014 年我国共有三条特高压线路获得审批核准（淮南-上海交流线路、锡盟-山东交流线路、宁东-浙江直流线路）。因此虽然全社会用电量增速下降，但由于特高压和智能电网投资力度加大，电网基本建设投资仍保持增长。2014 年，我国电网基本建设投资完成 4,118 亿元，同比增长 6.8%。随着特高压和智能电网被纳入国家“十二五”规划纲要，国家电网公司加快特高压、智能电网建设，根据国网 2015 年规划，2015 年将力推“六交八直”合计 14 条线路核准开工，进度大幅提速。随着我国特高压电网的建设推进，我国电力行业特别是电网投资将继续保持增长。

随着宏观经济下行压力进一步加大，我国将轨道交通基础设施建设作为稳增长的重要举措，另外，大中城市地铁和中西部铁路建设投资稳步增加。2014 年，铁路总公司三次上调全年铁路固定资产投资计划，投资总额从年初的 6,300 亿元左右连续 3 次上调后达到 8,000 亿元，当年实际完成铁路

建设投资 8,088 亿元，新线投产 8,427 公里。目前，我国铁路营业里程已达 11.2 万公里，其中高铁 1.6 万公里，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控制设备制造企业创造了难得的发展机遇。

上游原材料方面，输配电及控制设备行业的主要原材料为钢材等。从价格上来看，钢材价格与经济形势正相关。2008 年金融危机导致钢材价格快速下跌，此后在国家经济刺激政策作用下企稳回升，并在 2011 年年中到达阶段性高点。2011 年下半年以来，由于经济增长面临较大下行压力，用钢行业增速回落，再加上钢铁产能较快释放，钢材市场供大于求态势有所加剧，钢材价格呈波动下行走势。2014 年，钢材价格延续下跌态势，截至 2014 年底，中钢协钢材综合价格指数下探至 83.09，为 2008 年以来的新低。

图 2 2008 年以来中钢协钢材综合价格指数



资料来源：Wind 资讯。

在电网建设和轨道交通建设投资稳步推进的带动下，输配电及控制设备制造行业经营状况也不断向好。中商情报网数据显示，2014 年，中国输配电及控制设备制造行业销售收入高达 19,494.11 亿元，同比增长 13.9%。2014 年，中国输配电及控制设备制造行业利润总额高达 1,177.17 亿元，增长率创近年新高，达到 23.7%。

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。2000 年前后至今，世界六大跨国公司 ABB、西门子、三菱、日立、东芝和 GE 在中国建立了几十家独资、合资企业。据中国电器工业协会的数据统计，国内输配电设备企业共有 6,818 家。目前，输配电设备行业高端环节缺乏强有力的自主品牌，但中低端市场却有大量企业涉足，同质化、无序竞争、价格战、质量低下等问题日渐暴露，行业已经进入到转型升级的关键时期。

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，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。但行业内企业较多且同质化较严重，行业竞争较为激烈。

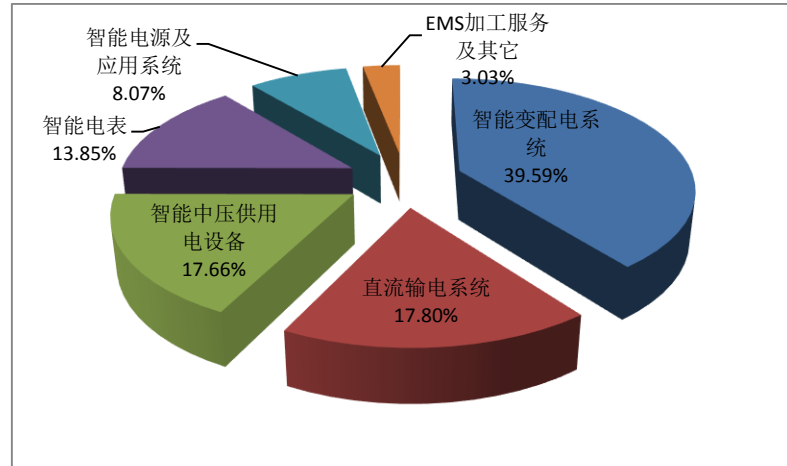
(2) 经营概况

公司主要从事电力系统一次设备¹和二次设备²的研制、生产与销售。2014 年，公司营业收入达 83.59 亿元，同比下降了 4.73%，基本保持稳定；受益于公司加强管理，成本和期间费用下降幅度大于收入，2014 年净利润为 12.89 亿元，同比增长了 29.53%。

¹ 一次设备是指直接用于生产、输送和分配电能的生产过程的高压电气设备。它包括发电机、变压器、断路器、隔离开关、自动开关、接触器、刀开关、母线、输电线路、电力电缆、电抗器、电动机等。

2014年，公司实施重大资产重组，主营业务中新增智能电源及应用系统产品。从收入构成来看，公司智能变配电系统占比仍旧最高，2014年达39.59%；此外直流输电系统、智能中压供用电设备和智能电表业务占比相差不大，均在14%~17%之间，智能电源及应用系统和EMS加工服务及其它业务占比相对较小。智能电源及应用系统是公司2014年重大资产重组后新增的业务，除此外公司主营业务变化不大。

图3 公司2014年主营业务收入构成



资料来源：公司年报

从毛利率来看，受益于电网建设和轨道交通的需求上升，输配电及控制设备产品价格有所上升，带动公司主要产品的毛利率有不同程度的上升。智能变配电系统同比上升了7.74个百分点，直流输电系统同比上升了11.75个百分点，智能中压供用电设备同比上升了2.00个百分点，智能电表同比上升了0.55个百分点，智能电源及应用系统基本保持不变，EMS加工服务及其它则上升了2.10个百分点。受此带动，2014年公司主营产品综合毛利率为34.36%，比2013年增长4.68个百分点。总体而言，公司毛利率保持在较高水平。

表1 2013年~2014年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013年			2014年		
	主营业务收入	毛利率	占比	主营业务收入	毛利率	占比
智能变配电系统	366,184.07	36.33	42.54	328,837.68	44.07	39.59
直流输电系统	213,465.73	29.95	24.80	147,885.10	41.70	17.80
智能中压供用电设备	105,086.28	20.63	12.21	146,672.26	22.63	17.66
智能电表	79,726.72	19.72	9.26	115,050.66	20.27	13.85
智能电源及应用系统	60,497.31	28.81	7.03	67,015.51	28.60	8.07
EMS加工服务及其它	35,851.42	10.35	4.16	25,147.84	12.45	3.03
合计	860,811.53	29.68	100.00	830,609.05	34.36	100.00

资料来源：公司提供。2013年智能电源及应用系统收入系追溯调整所得。

整体看，公司在跟踪期内营业收入略有下降，但成本和费用控制能力有所上升，净利润呈增长态势。

² 二次设备是指是指对一次设备的工作进行监测、控制、调节、保护以及为运行、维护人员提供运行工况或生产指挥信号所需的低压电气设备。如熔断器、按钮、指示灯、控制开关、继电器、控制电缆、仪表、信号设备、自动装置等。

(3) 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。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，存在一定的原材料价格波动风险。跟踪期内，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，一定程度上能规避价格风险。同时公司通过加强管理提高成本控制能力，2014年公司营业成本较2013年下降了11.00%，高于公司营业收入4.73%的降幅。

从采购情况看，2014年公司向前五名供应商的采购金额合计为89,698.77万元，占年度采购总额的比例为17.79%，较2013年下降了3.59个百分点，采购集中度较低，且呈下降趋势。

在重大工程建设方面，公司承担了多项国家重大工程项目，浙北-福州特高压交流，哈密南-郑州、溪洛渡左岸-浙江金华、糯扎渡-广东特高压直流，溪洛渡-广东同塔双回直流，舟山多端柔性直流，京沪、京港澳、青银高速公路充电站，甘青铁路、京福铁路、大西客专、长沙地铁等重大工程实现成功投运。青岛、郑州电动汽车充换电站，冀北、湖北、重庆智能变电站等工程现场安装调试工作顺利推进。

整体看，跟踪期内，公司成本控制能力有所上升，带动主营业务综合毛利率维持在较高水平；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。

(4) 市场销售

跟踪期内，公司形成了规范高效的营销管理和运营保障体系，建立了合同履行与服务管理监控机制，强化对服务人员的考核，持续提升售后服务水平。电能仪表与中压开关产品中标率有较大幅度提升；新一代智能变电站、无电区改造预装式箱式变电站市场占有率良好；大项目所占比重持续提升，订货业绩保持稳定增长。

目前公司主要面向国内市场，2014年国内销售额占总收入比例为99.88%，其中以华东、华中、西南和华东为主销售区域，其他地区业务量较平均。

表2 2014年公司营业收入分地区情况（单位：万元、%）

地区	营业收入	占比
东北	18,702.03	2.25
华北	122,052.00	14.69
华中	180,878.41	21.78
华南	74,979.94	9.03
华东	264,367.70	31.83
西北	74,160.47	8.93
西南	94,439.26	11.37
国际业务	1,029.23	0.12
合计	830,609.05	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，2014年公司对前五大客户销售实现收入合计占比为35.09%，同比下降了3.43个百分点，集中度有所下降。公司第一大客户为公司控股股东许继集团，销售额占比达到21.79%。公司在承接成套项目时，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，符合

公司业务和行业特点，其定价遵循市场公允原则。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 2014 年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
客户 1	181,029.13	21.79
客户 2	46,410.79	5.59
客户 3	31,446.02	3.79
客户 4	18,029.79	2.17
客户 5	14,581.74	1.75
合计	291,497.46	35.09

资料来源：公司年报。

总体看，跟踪期内，公司产品销售仍主要面向国内市场，客户集中度较上年有所下降，但对控股股东销售额占比仍较高。

(5) 技术研发

公司大力推进科技攻关，±1100 千伏特高压直流场关键设备完成研制；±200 千伏柔性直流换流阀成功应用于舟山五端柔性直流输电示范工程；承担了国家电网公司重庆 220 千伏、上海 110 千伏新一代智能变电站示范工程；研制了国内首个基于云计算的省域配电网智能监控平台、国内首套电动汽车高速公路快速充电设备及绿色海岛微电网能源管理系统等关键设备；电动汽车智能充换电系统、地铁再生制动能量并网变流器等产品达到国际领先水平。完成新产品鉴定 90 项，获得授权专利 205 项，制定国际标准、国家标准等各类标准 13 项；公司与下属子公司许昌许继软件技术有限公司顺利通过河南省高新技术企业重新认定。

3. 重大事项

跟踪期内，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，同时，公司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。中国证监会于 2013 年 11 月 4 日印发了《关于核准许继电气股份有限公司向许继集团有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可〔2013〕1396 号），批准了公司面向许继集团非公开发行人民币普通股（A 股）180,464,606 股。其中，发行 146,373,697 股股份购买相关资产，发行 34,090,909 股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金，发行价格为 13.20 元/股。

本次重组的交易标的包括：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；上海许继电气有限公司 50% 股权。本次重大资产重组完成后，公司持有柔性输电分公司全部资产负债、许继电源 100% 的股权、许继软件 100% 的股权、上海许继 100% 的股权；控股股东许继集团对公司的持股比例增至 41.02%。新增股份已于 2014 年 3 月 19 日在深圳证券交易所上市。

直流输电业务为主的相关资产注入公司后，将有效整合许继集团直流输电设备生产资源，使公司成为国内领先的能够提供包括换流阀、控制保护系统、直流场成套设备等在内的高压/特高压直流输电系统核心装备全面解决方案的供应商，促进国家的直流输电工程建设。同时，许继电气将有效整合许继集团电动汽车充换电设备研发、生产、销售环节的资源，使许继电气具备能够提供电动汽

车充换电整体解决方案的实力。通过本次业务整合，公司将形成完整的输变电装备系统集成能力和综合配套能力，从而提升规模效益，降低运营成本，全面服务客户，有效提高公司可持续发展的水平。

总体看，本次重组完成后，公司的资本实力、持续盈利能力、抗风险能力和核心竞争力有较大幅度提高。

4. 未来发展

公司将牢牢把握发展机遇，深化变革，依法治企，创新发展，提升能力，夯实发展基础，提高效率效益，提升整体竞争力，保持健康快速发展态势。将重点做好以下几个方面工作：

认真谋划产业发展。继续做好特高压、智能变配电、智能用电等系统内传统优势产业，加大发电、工业、轨道交通等系统外市场拓展力度，着力推动新能源、EPC 总包、智慧城市等现代产业发展。

加强技术创新和产品研发。加强前瞻技术研究，开展重大产品开发，持续推进对外科技合作，做好重大科技项目推进和管理。

推动市场营销再上新台阶。在电网市场，挖掘市场增量，拉动产业在技术研发和履约服务能力上快速提升；在系统外市场，创新商业模式，以系统集成、解决方案、服务增量等手段为牵引，形成新的营销能力和产业支撑能力，在系统外市场实现新突破。

不断推进管理创新。进一步提升人财物集约化管理水平；全面深化“大营销体系、大服务体系、大研发体系、大生产体系、大信息体系”五大体系建设；继续夯实基础管理。

加快国际化业务发展。紧抓“一带一路”、全球能源互联网建设的战略机遇，加快推进国际化发展步伐。

圆满完成重大工程建设任务。加大重大工程管理，抓好生产、供货、调试各环节，保证交付质量，做好优质服务。

整体看，公司发展目标明确，发展规划路径切实可行，具有较高的可操作性。

四、财务分析

公司提供的 2014 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留审计意见。由于公司在 2014 年实施完成了重大资产重组，公司将同一控制下的许继电源有限公司和许继柔性输电分公司纳入合并范围，公司据此对 2013 年会计数据进行了追溯调整，以下分析有关 2013 年财务数据均采用 2014 年期初数或上期数。公司 2014 年财务报表执行了财政部于 2014 年新颁布和修订的企业会计准则。

由于实施资产重组，公司 2014 年财务报表合并范围新增了许继电源有限公司、许继柔性输电公司；公司下属控股子公司珠海许继电气有限公司（以下简称“珠海许继”）与珠海经纬电气有限公司（以下简称“珠海经纬”）进行吸收合并，珠海经纬在本次吸收合并后注销，不再纳入合并范围。资产重组后公司对 2013 年财务报表进行了追溯调整；珠海经纬业务纳入珠海许继，对合并范围没有影响。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 107.92 亿元，负债合计 45.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.34 亿元。2014 年公司实现营业收入 83.59 亿元，净利润（含少数股东损益）12.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.08 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.80 亿元。

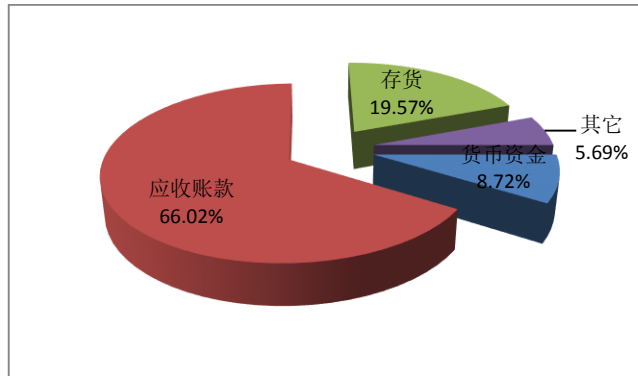
1. 资产质量

截至 2014 年底，公司资产总额为 107.92 亿元，较年初增长 3.90%，其中流动资产占比 87.89%，非流动资产占比 12.11%，较年初基本无变化。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产为 94.85 亿元，较年初增长 4.16%，主要源于应收账款的增加。公司流动资产主要包括货币资金（占比 8.72%）、应收账款（占比 66.02%）和存货（占比 19.57%）等。

图 4 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

注：其他包括应收票据、预付款项和其他应收款

截至 2014 年底，公司货币资金为 8.27 亿元，较年初减少了 39.75%。其中银行存款为 7.32 亿元，占比为 88.51%，其他货币资金为 0.96 亿元，占比为 11.61%，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，使用受到一定限制。

截至 2014 年底，公司应收账款为 62.62 亿元，较年初增长 25.40%，主要系受国家宏观经济形势影响贷款回笼速度放缓导致。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。应收账款账龄在 1 年以内的占比为 71.35%，1~2 年的占比为 16.35%，3 年及以上的占比为 12.30%，账龄结构一般。公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备，2014 年末已累计计提坏账准备 4.34 亿元，计提较为充足。公司前五名欠款单位的应收账款合计占 38.23%，集中度正常。

截至 2014 年底，公司存货为 18.56 亿元，较年初下降 12.95%，主要系公司加强成本管理减少存货持有量导致。存货主要由库存商品（占比 61.41%）、在产品（占比 21.11%）、原材料（占比 17.47%）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，公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产为 13.07 亿元，较年初增长了 2.09%。公司非流动资产主要由固定资产（占比 78.72%）和在建工程（占比 10.74%）等组成。

截至 2014 年底，公司固定资产为 10.29 亿元，较年初减少 4.40%，主要系计提折旧导致。公司对固定资产已累计计提折旧 7.48 亿元，固定资产成新率 57.91%，成新率不高。固定资产构成中，房屋及建筑物占比最高（占比 60.54%），机器设备、电子设备和运输工具分别占比 30.22%、8.55% 和 0.69%。

截至 2014 年底，公司在建工程为 1.40 亿元，同比增加 38.99%，主要系智能微电网及新能源控制系统产业化项目、智能电网区域网络保护系统产业化项目等投入增加所致。

总体看，跟踪期内公司资产规模稳步提升，资产结构继续以流动资产为主；流动资产中应收账款金额较大且继续增加，增加了公司资金管理的难度，公司资产质量尚可。

2. 负债和所有者权益

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 45.58 亿元，较年初降低了 19.15%，主要是应付账款的减少。公司负债中流动负债占比为 84.72%，较年初下降了 2.95 个百分点，非流动负债占比为 15.28%。

截至 2014 年底，公司流动负债为 38.62 亿元，较年初下降了 21.87%。公司流动负债主要由应付账款（占比 82.86%）和预收款项（占比 10.09%）等组成。

截至 2014 年末，公司应付账款为 32.00 亿元，较年初下降了 9.48%，系公司业务量下降导致采购材料减少导致。

截至 2014 年末，公司预收款项为 3.90 亿元，较年初下降 51.44%，与公司业务量下降有关。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 6.97 亿元，较年初增长 0.20%。公司非流动负债主要为应付债券（占比 99.57%），即本期债券。

随着非公开发行股票完成，公司所有者权益大幅增加并偿还了短期借款，公司的债务压力大幅降低。截至 2014 年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.23%、10.62% 和 10.01%，较年初分别下降了 12.05 个百分点、8.19 个百分点和 2.71 个百分点。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 62.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 56.69 亿元，占所有者权益合计的 90.94%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 17.79%，资本公积占 14.62%，盈余公积占 6.56%，未分配利润占 61.04%。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。

总体看，跟踪期内，非公开发行股票增强了公司的资本实力，公司债务规模有所下降，债务负担进一步降低。公司所有者权益的稳定性仍旧一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，受宏观经济不景气影响，公司营业收入略有下降，但受益于加强成本管理和费用控制，公司净利润有较大幅度增长。2014 年公司实现营业收入 83.59 亿元，同比下降 4.73%；净利润 12.89 亿元，同比增长 29.53%。

费用控制方面，跟踪期内公司深化营销体系变革，强化费用管控，销售费用同比下降了 14.67% 至 5.06 亿元；加强费用管控、压缩非生产支出导致管理费用同比下降了 6.59% 至 7.86 亿元；公司缩减贷款规模、优化融资结构，财务费用同比下降了 33.35% 至 0.47 亿元。2014 年公司费用收入比为 16.01%，同比降低 1.13 个百分点，公司费用控制能力有所增强。

受益于营业成本的较快下降，2014 年公司主营业务毛利率为 34.36%，同比提高了 4.68 个百分点；非公开发行股票提高了公司的所有者权益和资产规模，2014 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 20.94%、13.68% 和 23.48%，各项指标与上年相比分别下降了 15.21 个百分点、1.80 个百分点和 18.44 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司费用控制能力有所提高，盈利能力明显提升，重大资产重组顺利完成对提升公司业务规模具有积极作用，未来公司盈利能力有望保持良好水平。

4. 现金流

从经营活动看，2014年，公司大项目回款减少、前期预收款在本期实现收入（无现金流入），导致2014年公司经营活动净现金流为-2.08亿元，同比下降了127.72%，从净流入转为净流出。从收入实现质量来看，2014年公司的现金收入比为74.86%，同比下降了15.59个百分点，公司收入实现质量有所下降。

从投资活动看，2014年固定资产和在建工程现金投资增加导致公司投资活动净现金流为-1.19亿元，现金净流出规模同比上升了34.53%。

从筹资活动看，跟踪期内非公开发行股票导致公司吸收投资收到的现金增长较快，公司利润分配增加和偿付债券利息并偿还了短期借款，导致筹资活动现金流出也迅速增长。在两者共同作用下，2014年公司筹资活动净现金流为-2.52亿元，净流出规模同比上升了140.64%。

总体看，跟踪期内公司经营活动净现金流状况有所恶化；投资活动有所增加，公司通过非公开定向增发股份等方式筹集资金，积极拓宽融资渠道，大规模减少银行借款金额，降低了融资成本。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为2.46倍和1.98倍，同比分别提高了0.62和0.57，均处于较好水平；公司现金短期债务比为19.73，现金类资产对短期债务的保障程度较高；经营活动净现金流为净流出，对流动负债和利息的保障程度不足。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，受益于利润的增长，2014年公司EBITDA为15.56亿元，同比增长16.55%。2014年EBITDA利息倍数为29.01倍，EBITDA全部债务比为2.10倍，EBITDA对全部债务和利息的保障能力良好；经营活动净现金流为负导致其对全部债务保障能力弱。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至2014年底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至2014年底，公司无对外担保情况。

公司与各商业银行建立了良好的合作关系，截至2014年3月31日，公司已获银行授信额度27.00亿元，已使用2.50亿元，剩余24.50亿元，公司间接融资能力强。

总体看，公司整体偿债能力很强。

五、综合评价

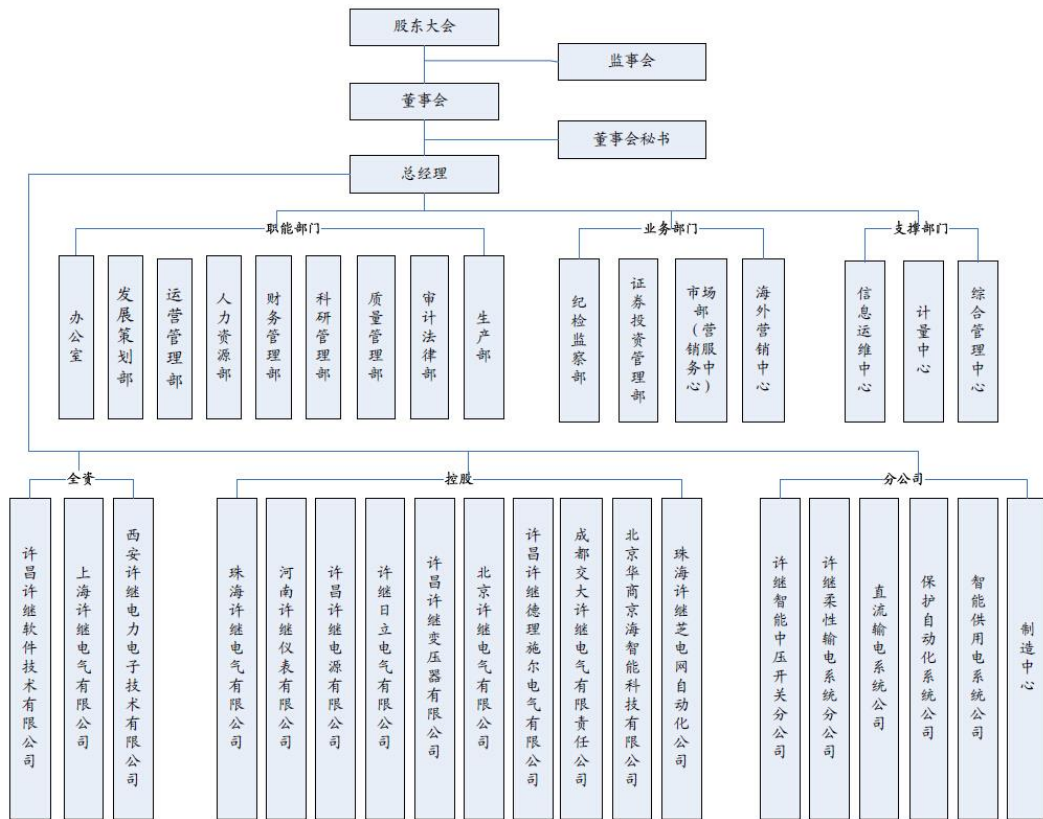
跟踪期内，我国电网建设和轨道交通建设继续保持较大规模，公司作为国内电力装备行业的大型骨干和龙头企业，在技术研发、产品配套、品牌影响力等方面优势明显，公司在输配电领域继续保持领先地位。

跟踪期内，受益于电网建设和轨道交通投资的增加和公司成本控制能力的提升，公司产品毛利率有所提升，盈利水平持续增长；债务规模有所下降；保持较强的偿债能力。公司完成重大资产重组，公司的资本实力、抗风险能力和核心竞争力有所提高。联合评级同时也关注到行业竞争激烈、公司应收账款规模较大等因素可能对公司经营带来的不利影响

考虑到中国输配电及控制设备制造行业良好的成长性，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”。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，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架构图



附件 2-1 许继电气股份有限公司
2013 年~2014 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	137,288.36	82,720.01	-39.75
交易性金融资产	--	--	--
应收票据	7,704.03	10,698.40	38.87
应收账款	499,325.46	626,160.47	25.40
预付款项	39,919.52	26,851.96	-32.73
应收利息	--	--	--
应收股利	--	--	--
其他应收款	13,106.58	16,412.04	25.22
存货	213,273.64	185,647.08	-12.95
一年内到期的非流动资产	--	--	--
其他流动资产	--	--	--
流动资产合计	910,617.59	948,489.96	4.16
非流动资产：			
可供出售金融资产	--	--	--
持有至到期投资	--	--	--
长期应收款	--	--	--
长期股权投资	2,479.84	--	-100.00
投资性房地产	--	--	--
固定资产	107,654.65	102,914.32	-4.40
生产性生物资产	--	--	--
油气资产	--	--	--
在建工程	10,103.64	14,042.78	38.99
工程物资	--	--	--
固定资产清理	--	--	--
无形资产	3,991.96	7,694.80	92.76
开发支出	--	--	--
商誉	--	--	--
长期待摊费用	242.00	112.98	-53.32
递延所得税资产	3,586.83	5,964.74	66.30
其他非流动资产	--	--	--
非流动资产合计	128,058.92	130,729.61	2.09
资产总计	1,038,676.51	1,079,219.58	3.90

附件 2-2 许继电气股份有限公司
2013 年~2014 年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	40,000.00	--	-100.00
交易性金融负债	--	--	--
应付票据	798.32	4,734.34	493.04
应付账款	353,461.99	319,950.86	-9.48
预收款项	80,219.60	38,956.27	-51.44
应付职工薪酬	754.47	867.78	15.02
应交税费	6,861.03	14,741.93	114.86
应付利息	393.75	393.75	--
应付股利	--	399.66	--
其他应付款	11,761.69	6,106.76	-48.08
一年内到期的非流动负债	--	--	--
其他流动负债	--	--	--
流动负债合计	494,250.85	386,151.34	-21.87
非流动负债：			
长期借款	--	--	--
应付债券	69,212.44	69,352.06	0.20
长期应付款	--	--	--
专项应付款	300.00	300.00	--
预计负债	--	--	--
递延所得税负债	--	--	--
其他非流动负债	--	--	--
非流动负债合计	69,512.44	69,652.06	0.20
负债合计	563,763.29	455,803.40	-19.15
所有者权益：			
股本	49,175.36	100,832.73	105.05
资本公积	63,311.85	82,885.32	30.92
减：库存股	--	--	--
专项储备	--	--	--
盈余公积	27,031.06	37,178.50	37.54
未分配利润	276,860.83	346,052.42	24.99
外币报表折算差额	--	--	--
归属于母公司所有者权益合计	416,379.10	566,948.98	36.16
少数股东权益	58,534.13	56,467.20	-3.53
所有者权益合计	474,913.23	623,416.18	31.27
负债和所有者权益总计	1,038,676.51	1,079,219.58	3.90

附件 3 许继电气股份有限公司
2013 年~2014 年合并利润表
(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	877,428.02	835,919.36	-4.73
减: 营业成本	616,371.35	548,549.36	-11.00
营业税金及附加	7,233.21	5,696.56	-21.24
销售费用	59,243.81	50,554.65	-14.67
管理费用	84,100.96	78,555.82	-6.59
财务费用	7,080.84	4,719.33	-33.35
资产减值损失	2,939.79	15,657.80	432.62
加: 公允价值变动收益	--	--	--
投资收益	6.98	-63.57	-1,011.28
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	28.82	-63.57	-320.60
汇兑收益	--	--	--
二、营业利润	100,465.03	132,122.27	31.51
加: 营业外收入	14,879.72	7,640.32	-48.65
减: 营业外支出	688.59	215.53	-68.70
其中: 非流动资产处置损失	550.64	98.54	-82.10
三、利润总额	114,656.16	139,547.06	21.71
减: 所得税费用	15,123.78	10,620.39	-29.78
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	99,532.39	128,926.67	29.53
其中: 归属于母公司所有者的净利润	72,889.12	106,227.76	45.74
少数股东损益	26,643.26	22,698.91	-14.80
五、每股收益:			
(一) 基本每股收益	0.77	1.06	36.85
(二) 稀释每股收益	0.77	1.06	36.85
六、其他综合收益	--	--	--
七、综合收益总额	99,532.39	128,926.67	29.53
归属于母公司所有者的综合收益总额	72,889.12	106,227.76	45.74
归属于少数股东的综合收益总额	26,643.26	22,698.91	-14.80

附件 4 许继电气股份有限公司
2013 年~2014 年合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项目	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	793,608.42	625,773.14	-21.15
收到的税费返还	13,674.12	7,147.75	-47.73
收到其他与经营活动有关的现金	39,624.70	35,010.91	-11.64
经营活动现金流入小计	846,907.24	667,931.80	-21.13
购买商品、接受劳务支付的现金	497,219.97	413,355.26	-16.87
支付给职工以及为职工支付的现金	64,137.07	75,870.66	18.29
支付的各项税费	75,284.91	61,488.41	-18.33
支付其他与经营活动有关的现金	135,124.72	138,048.32	2.16
经营活动现金流出小计	771,766.68	688,762.66	-10.76
经营活动产生的现金流量净额	75,140.56	-20,830.85	-127.72
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	1,793.67	--0	-100.00
取得投资收益收到的现金	--	--	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	54.49	3.07	-94.36
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	--	--	--
投资活动现金流入小计	1,848.16	3.07	-99.83
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,721.12	11,940.11	11.37
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	--	--	--
投资活动现金流出小计	10,721.12	11,940.11	11.37
投资活动产生的现金流量净额	-8,872.96	-11,937.03	34.53
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	--	45,000.00	--
发行债券所收到的现金	--	--	--
取得借款收到的现金	40,000.00	--	-100.00
收到其他与筹资活动有关的现金	--	--	--
筹资活动现金流入小计	40,000.00	45,000.00	12.50
偿还债务支付的现金	30,700.00	40,000.00	30.29
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	19,767.96	30,190.37	52.72
支付其他与筹资活动有关的现金	--	--	--
筹资活动现金流出小计	50,467.96	70,190.37	39.08
筹资活动产生的现金流量净额	-10,467.96	-25,190.37	140.64
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	--	--	--
五、现金及现金等价物净增加额	55,799.65	-57,958.26	-203.87
加: 期初现金及现金等价物余额	75,324.98	131,124.63	74.08
六、期末现金及现金等价物余额	131,124.63	73,166.37	-44.20

附件 5 许继电气股份有限公司
2013 年~2014 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	99,532.39	128,926.67	29.53
加: 资产减值准备	2,939.79	15,657.80	432.62
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	11,712.05	9,895.20	-15.51
无形资产摊销	726.43	685.20	-5.68
长期待摊费用摊销	204.07	129.02	-36.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	421.32	96.84	-77.02
固定资产报废损失	--	--	--
公允价值变动损失	--	--	--
财务费用	6,195.57	5,363.98	-13.42
投资损失	-6.98	63.57	-1,011.28
递延所得税资产减少	-496.18	-2,377.91	379.24
递延所得税负债增加	--	--	--
存货的减少	-34,516.65	27,626.56	-180.04
经营性应收项目的减少	-64,149.72	-120,067.28	87.17
经营性应付项目的增加	58,742.20	-83,440.58	-242.05
其他	-6,163.73	-3,389.91	-45.00
经营活动产生的现金流量净额	75,140.56	-20,830.85	-127.72

附件 6 许继电气股份有限公司 主要财务指标

指 标	2013 年	2014 年
经营效率		
应收账款周转次数（次）	3.33	1.40
存货周转次数（次）	5.78	2.75
总资产周转次数（次）	1.12	0.79
现金收入比率	90.45	74.86
盈利能力		
总资本收益率（%）	36.15	20.94
总资产报酬率（%）	15.48	13.68
净资产收益率（%）	41.92	23.48
主营业务毛利率（%）	29.68	34.36
营业利润率（%）	28.93	33.70
费用收入比（%）	17.14	16.01
财务构成		
资产负债率（%）	54.28	42.23
全部债务资本化比率（%）	18.81	10.62
长期债务资本化比率（%）	12.72	10.01
偿债能力		
EBITDA 利息倍数	21.55	29.01
EBITDA 全部债务比	1.21	2.10
经营现金债务保护倍数	0.68	-0.28
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.60	-0.44
流动比率	1.84	2.46
速动比率	1.41	1.98
现金短期债务比	3.55	19.73
经营现金流动负债比率	15.20	-5.39
经营现金利息偿还能力	12.13	-3.88
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	10.70	-6.11
本期债券偿债能力		
EBITDA 偿债倍数（倍）	1.91	2.22
经营活动现金流入量偿债倍数	12.10	9.54
经营活动现金流量净额偿债倍数	1.07	-0.30

附件 7 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
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
短期偿债能力指标	
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)
本期公司债券偿债能力	
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。