



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪576号

中国东方电气集团有限公司:

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款,在对贵公司2014年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上,我对贵公司“12中东电MTN1”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定,此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级,评级展望为稳定,维持“12中东电MTN1”AAA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一四年七月二十八日

中国东方电气集团有限公司 2014 年度跟踪评级报告

发行主体 中国东方电气集团有限公司

本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

存续票据列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
12 中东电 MTN1	50	5	AAA	AAA

概况数据

东方电气	2011	2012	2013	2014.3
总资产(亿元)	981.15	962.27	927.41	937.54
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	212.34	211.08	223.05	224.33
总负债(亿元)	768.81	751.19	704.36	713.21
总债务(亿元)	57.62	102.46	101.66	102.04
营业总收入(亿元)	493.28	426.07	454.54	88.00
EBIT(亿元)	32.56	12.75	22.86	-
EBITDA(亿元)	49.32	30.41	40.17	-
经营活动净现金流(亿元)	-18.22	2.05	3.05	-13.20
营业毛利率(%)	19.78	20.50	20.38	16.97
EBITDA/营业总收入(%)	10.00	7.14	8.84	-
总资产收益率(%)	3.28	1.31	2.42	-
资产负债率(%)	78.36	78.06	75.95	76.07
总资本化比率(%)	21.34	32.68	31.31	31.27
总债务/EBITDA(X)	1.17	3.37	2.53	-
EBITDA 利息倍数(X)	21.74	9.71	10.71	-

注：1、公司财务报表均根据新会计准则编制；

2、公司 2014 年一季报未经审计。

分析师

项目负责人：汪晓星 xxwang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘惠君 hjliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 7 月 28 日

基本观点

2013 年以来，中国东方电气集团有限公司（以下简称“东方电气”或“公司”）仍然保持突出的行业地位、较强的技术实力、充足的订单、极低的有息债务压力和畅通的融资渠道等。同时中诚信国际关注经济形势波动、电力行业政策变化、原料价格波动和国际业务风险等因素对公司经营和整体信用水平的影响。

综上，中诚信国际维持公司的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“12 中东电 MTN1”信用等级为 AAA。

优势

- **突出的行业地位。**公司是中国最大的发电设备制造和电站工程承包企业之一，是党中央确定的涉及国家安全和国民经济命脉的 53 家国有重点骨干企业之一，是国务院国资委批准改制设立的国有独资企业，具有突出的行业地位。
- **公司在手订单充裕，有息债务规模较低。**凭借其在行业内的突出地位，近年来公司订单饱满，盈利能力稳定，资金周转快，通过实施资金集中管理，加强资金调剂，有息债务规模小，货币资金和 EBITDA 对债务的覆盖能力很强。
- **畅通的融资渠道。**公司银行授信额度充足，加之下属核心企业东方电气股份有限公司已在上海和香港上市，公司股权融资渠道畅通。

关注

- **经济波动和政策风险。**电力需求与经济发展密切相关，同时国家电力政策也引导着电源结构的变化，公司业务发展受经济波动和电力政策变化影响较大。
- **原料价格波动风险。**公司生产所需钢材等原材料价格波动较大，对其盈利能力造成一定的影响。
- **公司下属子公司东方电气集团峨眉半导体材料有限公司停止经营，部分银行借款仍处于逾期状态。**
- **国际业务风险。**随着海外业务量的增加，公司面临的国际经济波动、出口国政策变化和汇率波动等风险将有所加大。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

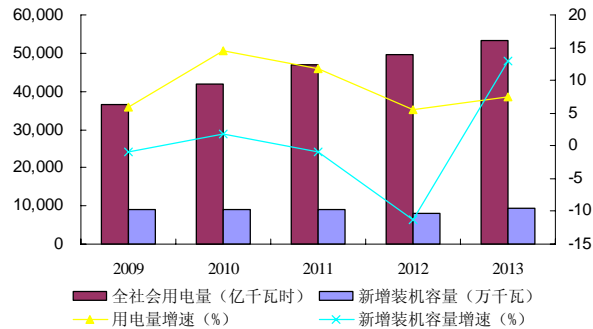
根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对存续期内的中期票据每年或每半年进行定期或不定期跟踪评级。

基本分析

2013 年以来我国电力新增装机容量快速增长，电力供应能力有所增强，电源结构进一步优化

电力设备制造行业的发展与我国电力产业发展密不可分。2011 年以来，受宏观经济增速放缓影响，全国电力消费增速有所下滑，但 2013 年全国电力消费增速已有所恢复。根据中电联的统计，2013 年全国全社会用电量 5.32 万亿千瓦时，同比增长 7.5%，增速比上年增加 1.9 个百分点。2014 年 1~5 月，全国全社会用电量 2.16 万亿千瓦时，同比增长 5.2%。

图 1：2009~2013 年我国用电量和电力装机容量增长情况



资料来源：中国电力企业联合会

2012 年，我国电源建设放缓，全国新增发电装机容量为 8,315 万千瓦，同比下降 11.88%。2013 年以来，国家加快发展清洁能源发电，全国新增发电装机容量为 9,400 万千瓦，同比增长 13.05%，其中火电、水电、风电和核电新增装机的同比增速分别为 -30.29%、78.58%、8.52% 和 234.52%，非化石能源发电新增装机占比提高至 62%。2013 年底，全国发电装机容量为 12.47 亿千瓦，同比增长 9.2%，火电设备的装机容量占比有所下降，非化石能源发电设备装机容量占比较上年均有所提升，我国电力供应能力有所增强，电源结构进一步优化。

表 1：2013 年底我国各电源装机容量及占比 (万千瓦、%)

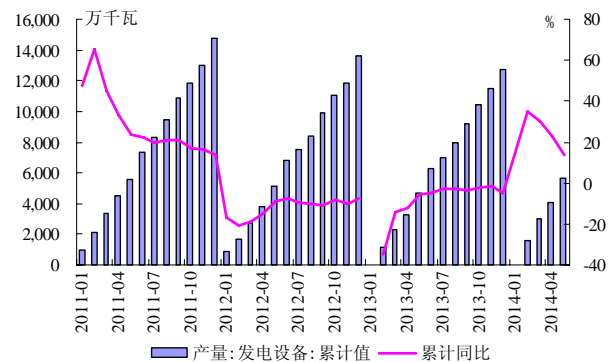
电源种类	2013 年新增装机容量		2013 年底装机容量	
	新增装机容量	占比	装机容量	占比
水电	2,993	31.84	28,002	22.45
火电	3,650	38.83	86,238	69.13
核电	221	2.35	1,461	1.17

风电	1,406	14.96	7,548	6.05
总计	9,400	100.00	124,738	100.00

资料来源：中国电力企业联合会

根据国家统计局数据显示，2013 年我国发电设备年产量达到 12,735 万千瓦，同比下降 4.8%，降幅较上年同期有所减少。其中，汽轮发电机的产量为 7,252 万千瓦，占总产量的 57%；水轮发电机组的产量为 2137 万千瓦，占总产量的 17%。

图 2：2011~2014.5 我国发电设备月度累计产量



资料来源：国家统计局

政策方面，为进一步推动电源结构调整，2013 年 1 月国务院正式印发《能源发展十二五规划》（以下简称“《规划》”），对我国能源发展制定了发展目标、重点任务和政策措施。水电方面，《规划》要求加强流域水电规划，在做好生态环境保护和移民安置的前提下积极发展水电，争取到 2015 年，全国常规水电、抽水蓄能电站装机分别达到 2.6 亿千瓦和 3,000 万千瓦。核电方面，《规划》提出到 2015 年，运行核电装机达到 4,000 万千瓦，在建规模 1,800 万千瓦；2014 年 4 月 18 日，新一届国家能源委员会首次会议召开，会议指出要在采用国际最高安全标准、确保安全的前提下，适时在东部沿海地区启动新的核电重点项目建设。风电方面，《规划》要求有序推进华北、东北和西北等资源丰富地区风电建设，协调配套电网与风电开发建设，积极开展海上风电项目示范。

表 2：可再生能源发电及核电发展目标

单位：万千瓦	2015
水电	29,000
核电	4,000
风电	10,000

注：水电目标包括 3,000 万千瓦抽水蓄能电站。

资料来源：《能源发展“十二五”规划》

**公司新增订单继续下滑，但在手订单仍较为充足；
公司不断加强技术研发，推进工程承包业务；未来
资本支出压力较小**

目前，公司已形成“六电并举”的产品格局，并具备了大型水电、火电、核电、风电、燃机、太阳能发电等发电设备的开发、设计、制造、销售、设备供应及电站工程总承包能力。从收入结构看，火电和水电业务一直为公司传统收入来源，2013年分别占主营业务收入的41.63%和7.28%。风电、核电、燃机、太阳能和工程承包及设备成套业务是近年来公司极力发展的业务领域，其中风电、核电和工程承包及设备成套的业务规模较大，2013年分别占到主营业务收入的12.71%、7.37%和15.34%。

在新增订单方面，近年来，在电力行业景气度下滑的同时，小型火电机组和风电设备市场竞争日趋激烈，公司新增订单量有所减少。从新增订单结构看，火电、风电订单量下降，水电新增订单量存在一定波动，沿海核电重启使得核电订单量大幅上升。2013年，公司新增生效订单412亿元（含工程服务及其他业务）。2014年1~3月，公司新增生效订单140亿元（含工程服务及其他业务）。

表 3： 2011~2014.3 公司新增订单情况（亿元）

	2011	2012	2013	2014.1~3
火电	249	185	165	50
水电	10	13	9	2
风电	50	42	29	25
核电	2	24	61	15
燃机	43	97	39	22
太阳能	12	8	9	5
工程承包及设备成套	92	32	37	5
其他	73	82	63	16
合计	531	483	412	140

资料来源：公司提供

虽然公司近年来新增订单数量有所下降，但目前在手订单量仍然充足，截至2014年3月末，公司在手订单为1,411亿元，较上年同期小幅下滑。

2013年以来，公司产品出货量除水电外均较上年有不同程度的增长，全年完成发电设备3,700万千瓦，同比增长3.01%，其中水电设备741万千瓦、火电设备2,886万千瓦、风电设备428台。2013年，

公司完成电站汽轮机3,069万千瓦，同比增加18.27%；完成电站锅炉2,108万千瓦，同比增加2.08%。同期，单晶硅、多晶硅和太阳能硅片已于2013年全面停产；太阳能电池片产量137兆瓦；催化剂业务完成产量21,803立方米。

表 4： 2011~2014.3 公司主要产品产量

	2011	2012	2013	2014.1~3
发电设备总量（万千瓦）	4,266	3,592	3,700	963
水轮发电机组（万千瓦）	654	749	741	143
汽轮发电机（万千瓦）	3,467	2,787	2,886	811
风电（台）	949	351	428	56
电站锅炉（万千瓦）	2,190	2,065	2,108	249
电站汽轮机（万千瓦）	3,917	2,595	3,069	743
多晶硅（吨）	1,120	7	0	0
单晶硅（吨）	360	30	0.2	0.5
太阳能硅片（万片）	1,375	172	45	12
太阳能电池片（兆瓦）	121	115	137	26
催化剂（立方米）	839	7,631	21,803	9,332

注：火电汽轮发电机产能统计含核电和燃机；电站汽轮机产能统计包括火电、核电和燃机。

资料来源：公司提供

从行业来看，发电设备的主要供应商有国外的GE、阿尔斯通、西门子、日立、东芝、三菱等，国内则主要以东方电气、上海电气和哈电集团为主。按发电设备产量计算，2013年公司主要产品产量占全国总产量的比率分别为：水电设备35.5%，火电（含燃机）设备32.9%，风电设备4.6%，核电设备47.3%。公司发电设备产量位居行业领先。

公司生产所需原材料主要包括钢材、汽轮机转子、电机大轴、大中型铸锻件、管材、板材、型材和焊材等；这些原材料成本占到公司整个生产成本的绝大部分。2013年，公司钢材采购量为39万吨，与上年同期基本持平。

表 5： 2011~2013 年公司部分原材料采购量

品种	2011	2012	2013
钢材（万吨）	42	38	39
100万等级汽轮机转子（根）	11	5	8
100万等级电机大轴（根）	7	5	3

资料来源：公司提供

从技术研发方面来看，在水电领域公司大型水

电技术已达到世界先进水平，可批量生产单机最大容量 800MW 等级的水轮发电机组，生产的溪洛渡和三峡右岸水轮发电机组具备自主知识产权。在火电领域，公司生产的具备自主知识产权的世界首台 1000MW 超超临界空冷机组已成功投运，世界首台单机容量最大的 600MW 超临界循环流化床锅炉已投入商业运行。核电领域，公司全面掌握了二代加和三代核电常规岛、核岛主设备的成套技术，自主技术的三代核电 CAP1400 机组、福清 ACP1000 机组及引进型徐大堡 AP1000 机组均进入研制阶段。燃气轮机领域，公司改进型的重型燃机的国产化率达到 60% 以上，性能指标达到国内领先水平。在风电方面，公司已具备直驱型、双馈型两种系列的风力发电机组及叶片的自主研发、设计、制造能力，2.5MW 永磁直驱风力发电机组已通过 GL 认证试验，首台 5.5MW 海上风电机组样机实现满负荷运行。

公司工程服务主要为工程承包及成套设备供应业务。目前在建海外工程项目主要分布在印度、巴基斯坦、越南、印尼等 8 个国家，其中印度是公司海外的重点市场，合同投资总额占到公司整个海外承包工程项目的 60% 左右；并且目前公司在印度当地市场也具有相当的市场份额，公司 30 万千瓦火电机组已经占到当地约 70% 的市场份额。工程承包及设备成套业务方面，公司已在国内积累了一定的大型项目服务经验，形成了较好的服务品牌；目前相关业务收入已经占到公司营业收入的 15% 左右。未来 EPC 和 BTG 仍将是海外项目的主要交付模式，工程服务相关领域将是公司进一步延伸产业链、提升产品附加值的核心业务之一。但中诚信国际关注到，上述电站总包项目资金密集性强，按项目进度分期付款，公司前期需投入大量资金，现金流将面临一定压力，同时海外工程总包项目也将面临较大的政治风险。

表 6：截至 2014 年 3 月末公司主要对外承包工程项目

项目名称	规模 (万千瓦)	承揽方式	所在国家
巴基斯坦汉瓦水电站机电工程	2×3.4+0.4	机电项目总承包	巴基斯坦
巴基斯坦阿莱瓦水电站土建工程	2×6.05	工程土建总承包	巴基斯坦
巴基斯坦真纳水电站	8×1.2	工程总承包	巴基斯坦
印度撒伽迪燃煤电厂项目	2×30 1×30	工程总承包	印度
印度阿玛勘塔燃煤电厂工程	2×30	设备成套供货	印度
越南海防燃煤电厂工程（I 期）	2×30	工程总承包	越南
越南海防燃煤电厂工程（II 期）	2×30	工程总承包	越南
印度纳加迳纳火电工程	2×60	设备成套供货	印度
印度巴尔梅尔火电工程 I 期	8×13.5	设备成套供货	印度
印度巴尔梅尔火电工程 II 期	2×13.5	设备成套供货	印度
印度安巴拉火电工程	2×60	设备成套供货	印度
印尼南望火电工程	2×30	设备成套供货	印尼
印尼龙湾火电工程	3×30	工程总承包	印尼
印尼巴齐丹火电项目	2×30	工程总承包	印尼
印度米特火电工程	1×60	设备成套供货	印度
印度凯莱火电工程	2×60	设备成套供货	印度
土耳其埃姆雷火电工程	2×13.5	工程总承包	土耳其
巴基斯坦南迪普燃机项目	42.5	工程总承包	巴基斯坦
巴基斯坦契巧美莲燃机项目	52.5	工程总承包	巴基斯坦
沙特拉比格燃油电站项目	2×66	工程总承包	沙特
智利拉哈水电项目	2×1.72	主机及部分辅机设备成套采购	智利
印度巴瓦纳火电工程	2×66	设备成套供货	印度
印度阿玛勘塔 3、4#火电工程	2×66	锅炉供货	印度
印度巴班迪火电工程	2×66	锅炉供货	印度

印度玛哈拉迪火电工程	2×66	锅炉供货	印度
印度辛伽塔里火电工程	2×60	设备成套供货	印度
越南沿海火电工程	2×62.2	工程总承包	越南
印度科瑞希纳火电工程	2×60	设备成套供货	印度
波黑火电项目	1×30	工程总承包	波黑
阿必杰-希瑞雅-I	2×66	设备成套供货	印度
阿必杰-希瑞雅-II	2×66	设备成套供货	印度
阿必杰-拉咖	1×66	设备成套供货	印度
越南河静钢厂火电工程	3×15	锅炉成套供货	越南
巴尔喀什火电工程	2×66	设备成套供货	哈萨克斯坦

注：其中印度巴尔梅尔火电工程II期项目暂缓执行；土耳其埃姆雷火电工程、巴基斯坦契巧美莲燃机项目、阿必杰-希瑞雅二期和阿必杰-拉咖项目订单暂未生效；沙特拉比格燃油电站项目是公司与中国山东电力建设第三工程公司组成联营体共同负责。

资料来源：公司提供

目前，公司主要有 7 项在建项目，计划总投资 20.58 亿元，截至 2013 年底累计投入额为 5.06 亿元，2014~2016 年，公司计划投资额分别为 7.48 亿元、5.71 亿元和 2.33 亿元，资本支出压力较小。

表 7：截至 2013 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划投资额	累计投资额 (2013 年底)	计划投资额		
			2014	2015	2016
南芒河水电站 BOT 项目	5.98	0.74	2.06	2.07	1.11
中央研究院实验大楼建设	1.57	0.09	1.31	0.17	0.00
F 级 50MW 燃机研发项目	5.60	1.38	1.00	2.00	1.22
“十二五”信息化工程	2.86	2.21	0.65	0.00	0.00
研究试验基地项目	1.11	0.17	0.50	0.44	--
成都研发基地建设项目	1.69	0.35	1.00	0.34	--
容器类产品及气化炉制造能力提升项目	1.77	0.12	0.96	0.69	--
合计	20.58	5.06	7.48	5.71	2.33

资料来源：公司提供

总体看，近年来电力行业景气度下滑，特别受小型火电机组、风电设备市场竞争日趋激烈影响，公司新增订单数量有所下滑，但在手订单仍较充足，在执行工程项目进展顺利。长期看，充足的在手订单及较好的项目执行能力将有力保障公司的项目回款和销售额稳定。中诚信国际将持续关注公司海外工程服务项目所在国家的政策风险和汇率变动等因素对公司经营情况的影响

财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带强调事项的无保留意见的 2011 年财务报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012 年度财务报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

2013 年度财务报告以及未经审计的 2014 年一季度财务报表。

盈利能力

2013 年，公司实现营业总收入 454.54 亿元，同比增长 6.68%。分业务来看，火电产品实现收入 185.26 亿元，同比减少 4.02%，占主营业务收入的比重为 41.63%。受风电市场竞争加剧及并网因素影响，公司风电产品实现收入 56.55 亿元，同比减少 11.54%，在主营业务收入中的占比为 12.71%。由于公司承接的部分核电项目暂停或延缓，核电产品收入同比减少 13.28% 至 32.79 亿元，但 2014 年以来沿海核电的重启将为该业务收入未来的增长提供保障。近年来，公司积极开发海外市场，承接较多的 EPC、BTG 等工程项目，2013 年该业务收入增长 87.33% 至 68.28 亿元，是拉动当年公司营业总收入

入增长的主要因素。目前公司多晶硅业务已经全面停产，仅生产电池组件，2013 年太阳能光伏业务实现收入 5.30 亿元，同比增长 27.40%。2014 年 1~3 月，公司实现营业总收入 88.00 亿元，较上年同期基本持平。

毛利率方面，2013 年，公司火电、风电、环保

产品毛利率下降，但水电、核电、燃机、太阳能光伏产品和工程承包及设备成套毛利率上升，使得公司整体营业毛利率仍保持在 20.38%，基本与上年同期基本持平。其中，水电产品和工程承包及设备成套毛利率变化较大主要由项目结构变化所致。2014 年 1~3 月，公司营业毛利率小幅下降至 16.97%。

表 8：2012~2014.3 公司收入结构及毛利率情况（亿元、%）

分类	2012 年			2013 年			2014 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
火电	193.02	46.06	24.55	185.26	41.63	23.66	47.22	55.02	16.54
水电	36.87	8.80	23.60	32.38	7.28	23.90	5.78	6.74	7.34
风电	63.93	15.26	15.26	56.55	12.71	15.12	3.33	3.88	7.02
核电	37.81	9.02	18.21	32.79	7.37	19.18	6.76	7.87	18.85
燃机	12.59	3.01	8.46	21.37	4.80	8.69	1.82	2.13	37.76
环保	9.63	2.30	34.16	16.21	3.64	24.08	4.05	4.72	21.27
太阳能	4.16	0.99	-20.69	5.30	1.19	-0.36	1.44	1.68	10.87
工程承包及设备成套	36.45	8.7	6.78	68.28	15.34	14.06	10.57	12.32	9.53
国际贸易	12.51	2.98	24.14	9.58	2.15	26.02	0.00	0.00	-707.12
电站服务	7.34	1.75	36.66	11.19	2.52	42.67	2.09	2.44	37.7
其他	4.71	1.12	4.59	6.05	1.36	5.83	2.76	3.21	7.19
主营合计	419.02	100.00	20.19	444.97	100.00	20.09	85.82	100.00	15.63
营业总收入/营业毛利率	426.07	--	20.50	454.54	--	20.38	88.00	--	16.97

资料来源：根据公司财务报表整理、公司提供

期间费用方面，2013 年公司期间费用合计为 63.82 亿元，同比增长 8.91%，三费收入占比为 14.04%。期间费用中管理费用占比最大，主要由研究与开发费用、职工薪酬等构成。2013 年，公司财务费用为 3.55 亿元，同比增长 134.03%，主要是公司汇兑损失以及应付债券利息较上年同期增加所致。2014 年 1~3 月，公司三费收入占比回落至 11.83%，三费收入占比总体保持相对稳定。

表 9：2011~2014.3 公司期间费用情况

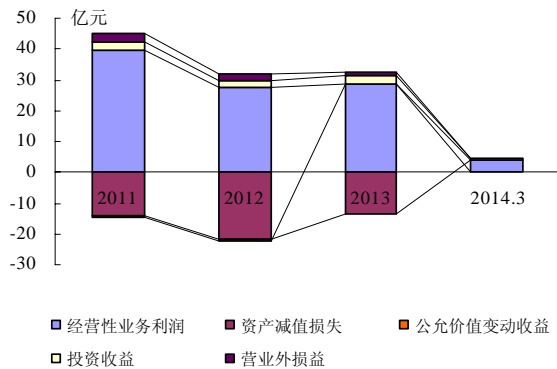
单位：亿元	2011	2012	2013	2014.1~3
销售费用	12.43	11.77	13.16	1.85
管理费用	41.68	45.32	47.11	8.38
财务费用	2.70	1.52	3.55	0.18
三费合计	56.81	58.60	63.82	10.41
营业总收入	493.28	426.07	454.54	88.00
三费收入占比 (%)	11.52	13.75	14.04	11.83

资料来源：公司财务报表

利润方面，2013 年，公司实现利润总额 19.13 亿元，同比增长 98.54%，其中经营性业务利润为 28.38 亿元，较上年同期小幅增长。当期利润总额的

大幅增长主要是资产减值损失较上年同期减少所致，2012 年由于峨半公司相关资产减值迹象明显，公司计提减值准备 14.34 亿元，使得 2012 年资产减值损失高达 21.90 亿元，2013 年公司资产减值损失减小为 13.33 亿元。其中，宏观经济疲软导致部分客户出现资金紧张、延期付款的情况，公司货款回收难度加大，2013 年确认坏账损失 8.74 亿元。同期，公司确认存货跌价损失 5.19 亿元，一方面由于市场竞争加剧使得产品价格走低，但同时人力成本、能源价格持续上升，一些项目出现预计亏损；另一方面，子公司东锅股份为实现产品多元化、拓展新业务，以较低价格承接项目，使得预计合同损失有所增加。2014 年一季度，公司实现利润总额 4.46 亿元，其中经营性业务利润 3.84 亿元，占利润总额的 85.92%。

图 3：2011~2014.3 公司利润总额构成



资料来源：公司财务报表

总体看，2013 年以来，公司积极开拓海外市场，承接较多的 EPC、BTG 等工程项目，营业总收入有所增长，当期资产减值损失减少使得利润总额大幅增加。

现金流

经营活动现金流方面，近年来，由于下游客户所在的发电行业景气度下滑，公司货款回收进度继续减慢，应收账款保持较大规模并呈上升态势；同时，公司新增订单减少，预收账款逐年下滑。受此影响，2013 年公司经营活动净现金流仅为 3.05 亿元，同比增长 48.75%，但净流入规模仍较小。2014 年 1~3 月，受结算时点影响，公司货款回收减少、采购支出增加，经营活动净现金流为 -13.20 亿元，呈较大规模流出状态。

表 10：2011~2014.3 公司现金流量变化 (亿元)

	2011	2012	2013	2014.3
经营活动现金流入	419.12	397.18	401.03	91.78
经营活动现金流出	437.34	395.13	397.98	104.99
经营活动净现金流	-18.22	2.05	3.05	-13.20
投资活动现金流入	11.11	7.37	11.47	3.75
投资活动现金流出	44.14	23.71	28.28	6.15
投资活动净现金流	-33.02	-16.34	-16.81	-2.40
筹资活动现金流入	28.93	61.10	10.43	4.28
其中：吸收投资	6.55	0.08	0.18	--
借款	22.38	60.47	10.24	4.28
筹资活动现金流出	38.43	24.58	17.33	2.45
其中：偿还债务	33.95	20.67	13.02	2.09
筹资活动净现金流	-9.50	36.52	-6.90	1.83

资料来源：公司财务报表

投资活动现金流方面，2013 年，公司继续压缩资本支出规模，资本支出同比下降 31.08% 至 11.80 亿元，此外，公司增加了交易性债券投资，投资支

付的现金有所增加。同期，公司投资活动净现金流为 -16.81 亿元，与上年基本保持一致。2014 年 1~3 月，公司投资活动净现金流为 -2.40 亿元。根据公司最新的投资规划，未来每年的资本支出规模不大，公司投资活动现金流出压力较小。

筹资活动现金流方面，2012 年，公司发行了 50 亿的中期票据，当期筹资活动净现金净流达到 36.52 亿元，较上年有大幅增长。2013 年，公司总债务规模下降，主要依靠自有货币资金来支持公司的投资活动净流出，当期筹资活动净现金流仅为 -6.90 亿元。2014 年 1~3 月，公司筹资活动净现金流为 1.83 亿元。

总的来看，宏观经济的疲软使得公司应收账款回收减慢、预收账款规模下降，经营活动净现金流入规模较小。未来公司的资本支出规模较往年有所缩减，投资支出压力较小。

偿债能力

2013 年末，公司总资产为 927.41 亿元，同比减少 3.62%，一方面体现在公司近年来新签订单减少，随着产品逐渐完工并确认收入，存货规模下降 13.66% 至 288.08 亿元；另一方面，当期公司主要由自有货币资金支持投资活动流出，货币资金同比减少 12.98% 至 121.71 亿元。同期期末，公司所有者权益伴随着利润的累积增长至 223.05 亿元。2014 年 3 月末，公司总资产和所有者权益分别为 937.54 亿元和 224.33 亿元。

2013 年末，公司总债务为 101.66 亿元，同比减少 0.78%。由于生产经营规模扩大，公司流动资金需求增加，短期债务同比增长 12.57% 至 50.19 亿元，同时部分长期债务到期，短期债务/长期债务上升至 0.97 倍。2014 年 3 月末，公司总债务为 102.04 亿元，短期债务/长期债务为 0.98 倍。公司产品生产周期较长，长期债务占比较高，其债务结构较为合理。

由于公司在发电设备行业中享有突出地位，近年来主要通过预收款和应付款等经营性负债进行融资，有息债务规模在总负债中占的比例很小。2014 年 3 月末，公司预收账款和应付账款分别为

345.34 亿元和 167.24 亿元。同期期末，公司资产负债率及总资本化比率分别为 76.07% 和 31.27%，发电设备行业预收账款较大的特性造成了公司高资产负债率、低资本化比率的特点。

公司保有大量货币资金，近年来净债务均为负，公司实际债务压力很轻。在偿债能力方面，2013 年，公司 EBITDA 有所增长，其对债务本息的保障能力有所增强，总债务/EBITDA 下降至 2.53 倍，EBITDA 利息倍数上升至 10.71 倍。2013 年，公司经营活动净现金流对总债务和利息支出的覆盖倍数分别为 0.03 倍和 0.81 倍，由于经营活动净现金流流入规模较小，以上两个指标均处于较低水平。

表 11：2011~2014.3 公司偿债能力指标

项目	2011	2012	2013	2014.3
净债务	-52.93	-37.42	-20.05	-5.03
长期债务(亿元)	10.47	57.87	51.47	51.47
总债务(亿元)	57.62	102.46	101.66	102.04
资产负债率(%)	78.36	78.06	75.95	76.07
总资本化比率(%)	21.34	32.68	31.31	31.27
EBITDA 利息倍数(X)	21.74	9.71	10.71	--
总债务/EBITDA(X)	1.17	3.37	2.53	--
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.32	0.02	0.03	-0.52*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-8.03	0.66	0.81	--

注：带“*”号财务指标经年化；

资料来源：公司财务报表

总体看，虽然公司经营活动净现金流规模较小，对债务本息的覆盖能力较弱，但是公司的有息债务规模很小，净债务为负，偿债压力很轻；加之公司股权和债权融资渠道畅通，能提供较大的流动性支持。

截至 2014 年 3 月末，公司对外担保金额合计为 993.9 万元，包括对东方锅炉厂工业锅炉分厂 117.2 万元流动资金贷款提供担保，对东方日立锅炉公司 876.7 万元工程分包合同执行履约保函，该保函将于 2014 年 9 月 17 日到期。

截至 2013 年末，公司受限资产总额为 24.76 亿元，其中存放中央银行准备金为 21.88 亿元。

表 12：截至 2013 年末公司受限资产情况（单位：万元）

所有权受到限制的资产	年末金额
一、用于抵押和担保的资产：	8,420.74
其中：房屋建筑物	1,266.01
土地使用权	7,154.74

二、其他原因造成所有权受到限制资产：	239,135.95
其中：房屋建筑物	314.02
现金	1.40
存放中央银行准备金	218,834.27
一般中央银行存款	6,095.68
共管银行资金	240.00
银行存款	4,364.22
其他货币资金	9,286.36
合计	247,556.69

资料来源：公司提供

截至 2013 年末，公司未决诉讼及仲裁方面：

1、公司与美国福斯特惠勒公司的技术仲裁案，2013 年 2 月 18 日，美国福斯特惠勒公司就 14 个项目向瑞典斯德哥尔摩商会仲裁院提出赔偿请求，瑞典斯德哥尔摩商会仲裁院于 2013 年 7 月 12 日做出第二阶段裁决，要求公司子公司东方电气集团东方锅炉股份有限公司（以下简称东锅股份公司）和公司承担共同和连带责任，向美国福斯特惠勒公司支付名义提成费 1,650 万美元及其利息。公司对以上裁定结果不服，并已于 2013 年 10 月 15 日向瑞典斯维法院提出撤销以上裁决的申请。截至 2013 年末，瑞典斯维法院尚未做出判决，公司确认预计负债 1.72 亿元。

2、公司子公司江苏迈吉公司向法院提起诉讼，请求判定江西赛维 LDK 太阳能高科技有限公司返还预付货款 5,610 万元，判定江苏嘉盛光伏科技有限公司支付太阳能电池片货款 421.02 万元及违约金，判定九江市旭阳光电科技有限公司支付电池片加工款 199.57 万元及利息。此外，由于 PHOTON POWER AG 拖延支付货款 EUR 693,499.88，江苏迈吉公司于 2013 年 3 月 20 日对其提起诉讼。截至 2013 年末，法院尚未开庭审理上述案件。

3、沙特拉比格项目的工期延误罚款损失案，目前公司正与沙特业主进行协商、谈判。

4、公司与印度西孟邦电力开发有限公司就印度撒伽迪火电总承包项目在合同收尾谈判阶段产生争议，截至 2013 年末，本案已完成庭审，但尚未公布仲裁结果。

中诚信国际将对上述未决诉讼和仲裁事项的进程及对公司的影响保持关注。

目前，公司与金融机构保持着良好的合作关系，截至 2014 年 3 月末，公司在各金融机构中共获得 906.75 亿元综合授信额度，其中尚未使用的授信额度 536.58 亿元。2014 年 7 月，公司下属上市公司东方电气股份有限公司在证券市场成功发行 40 亿元可转债，融资渠道通畅。

过往债务履约情况

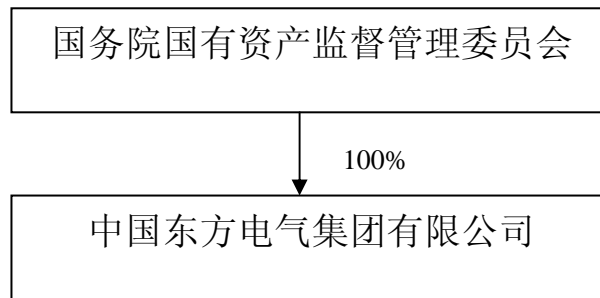
公司下属企业东方电气集团峨眉半导体材料有限公司（以下简称“峨半公司”）是太阳能产品的生产经营实体，已于 2011 年底全面停产。峨半公司目前有 8 亿元短期借款仍处于逾期状态。

根据中国人民银行银行信贷登记咨询系统相关记录，除峨半公司 8 亿元短期借款逾期外，公司不存在其他未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。

结论

中诚信国际维持中国东方电气集团有限公司的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“12 中东电 MTN1”信用等级为 AAA。

附一：中国东方电气集团有限公司股权结构图（截至 2014 年 3 月末）



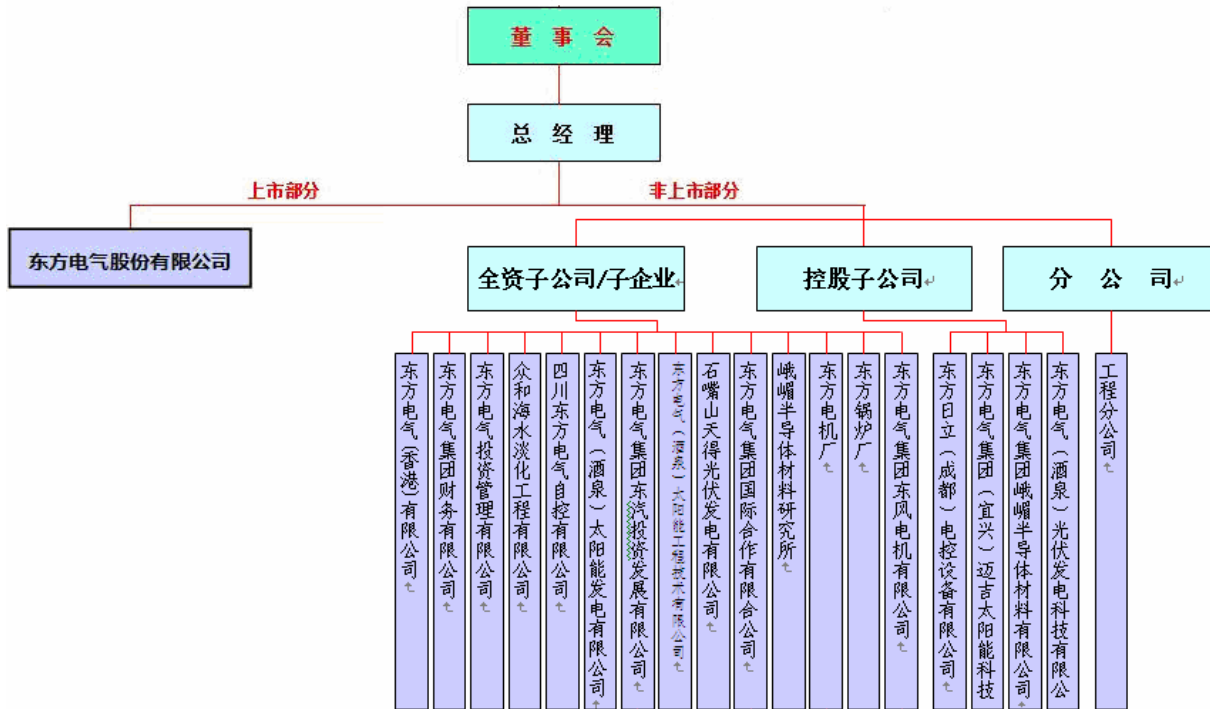
主要二级子公司情况列表（截至 2014 年 3 月末）

序号	单位名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
1	东方电机厂	100	12842
2	东方锅炉厂	100	3357.6
3	东方电气集团东汽投资发展有限公司	100	2000
4	东方电气集团东风电机有限公司	100	24621
5	东方电气投资管理有限公司	100	1500
6	东方电气集团国际合作有限公司	100	68352
7	东方电气集团财务有限公司	100	20950
8	东方电气股份有限公司	50.03	200386
9	东方日立（成都）电控设备有限公司	51	7098
10	广东东方电站成套设备公司	55.56	990
11	东方电气集团（宜兴）迈吉太阳能科技有限公司	51	24000
12	东方电气集团峨嵋半导体材料有限公司	100	110000
13	东方电气（酒泉）太阳能发电有限公司	100	10400
14	石嘴山天得光伏发电有限公司	100	3500
15	东方电气(酒泉)光伏发电科技有限公司	90	5000
16	东方电气（香港）有限公司	100	900 万美元
17	四川东方电气自动控制工程有限公司	100	22679.6
18	峨嵋半导体材料研究所	100	2300
19	众和海水淡化工程有限公司	51	8000
20	东方电气（酒泉）太阳能工程技术有限公司	100	3000

注：东方日立（成都）电控设备有限公司、广东东方电站成套设备公司和东方电气集团峨嵋半导体材料有限公司均由公司及下属全资子公司共同持股。

资料来源：公司提供

附二：中国东方电气集团有限公司组织结构图（截至 2014 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：中国东方电气集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）：

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	1,105,469.47	1,398,714.94	1,217,138.81	1,070,788.63
短期投资(交易性金融资产)	6,907.04	25,491.68	104,731.57	114,590.83
应收账款净额	1,682,788.46	1,681,435.91	1,854,557.05	1,881,123.38
存货净额	3,728,946.70	3,336,528.16	2,880,756.62	2,979,985.59
其他应收款	63,104.91	65,104.63	62,210.58	61,177.14
长期投资	314,143.93	271,378.09	283,407.31	279,063.15
固定资产(合计)	1,610,956.76	1,463,630.23	1,411,853.67	1,382,955.89
总资产	9,811,521.08	9,622,672.18	9,274,065.28	9,375,413.15
其他应付款	146,264.51	120,044.64	94,165.68	119,778.86
短期债务	471,435.42	445,812.31	501,856.05	505,700.36
长期债务	104,737.93	578,748.67	514,740.00	514,740.00
总债务	576,173.35	1,024,560.98	1,016,596.05	1,020,440.36
净债务	-529,296.12	-374,153.96	-200,542.76	-50,348.27
总负债	7,688,129.42	7,511,909.57	7,043,613.00	7,132,138.66
财务性利息支出	17,567.70	31,196.80	37,286.50	--
资本化利息支出	5,114.67	107.01	222.57	--
所有者权益(含少数股东权益)	2,123,391.66	2,110,762.61	2,230,452.28	2,243,274.49
营业总收入	4,932,768.86	4,260,728.28	4,545,392.50	880,039.89
三费前利润	965,984.14	860,588.98	921,989.52	142,503.81
投资收益	25,348.35	22,896.41	30,436.85	3,749.48
EBIT	325,590.96	127,534.72	228,556.64	--
EBITDA	493,201.09	304,053.05	401,723.34	--
经营活动产生现金净流量	-182,240.99	20,529.86	30,538.29	-132,042.53
投资活动产生现金净流量	-330,220.07	-163,386.08	-168,095.66	-24,038.96
筹资活动产生现金净流量	-95,023.10	365,206.61	-69,014.59	18,312.64
现金及现金等价物净增加额	-617,986.52	224,295.16	-223,458.48	-138,538.09
资本支出	288,598.73	171,141.49	117,955.58	32,610.23
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	19.78	20.50	20.38	16.97
三费收入比(%)	11.52	13.75	14.04	11.83
EBITDA/营业总收入(%)	10.00	7.14	8.84	--
总资产收益率(%)	3.28	1.31	2.42	--
流动比率(X)	1.03	1.13	1.15	1.15
速动比率(X)	0.52	0.63	0.69	0.68
存货周转率(X)	1.08	0.95	1.15	1.00*
应收账款周转率(X)	3.13	2.53	2.57	1.88*
资产负债率(%)	78.36	78.06	75.95	76.07
总资本化比率(%)	21.34	32.68	31.31	31.27
短期债务/总债务(%)	81.82	43.51	49.37	49.56
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.32	0.02	0.03	-0.52*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.39	0.05	0.06	-1.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-8.03	0.66	0.81	--
总债务/EBITDA(X)	1.17	3.37	2.53	--
EBITDA/短期债务(X)	1.05	0.68	0.80	--
EBITDA 利息倍数(X)	21.74	9.71	10.71	--

注：公司财务报表均根据新会计准则编制；2014年一季报未经审计；带“*”号财务指标经年化。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：以上计算公式适用于新会计准则。

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附六：中期票据信用等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。