

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本文件的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，且表明不會就本文件全部或任何部分內容或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



**Shanghai Electric Group Company Limited**

**上海電氣集團股份有限公司**

(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：02727)

## 海外監管公告

以下為上海電氣集團股份有限公司於上海證券交易所刊發之公告。

上海電氣集團股份有限公司

二零一三年二月二十五日

於本公告日期，本公司執行董事為徐建國先生、黃迪南先生、徐子瑛女士及俞銀貴先生；本公司非執行董事為朱克林先生及姚珉芳女士；而本公司獨立非執行董事為朱森第先生、張惠彬博士及呂新榮博士。

上海电气集团股份有限公司

2012 年公司债券（第一期）

## 信用评级报告

主体长期信用等级： AAA 级

本期债券信用等级： AAA 级

评级时间： 2012 年 11 月 5 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

## 业务声明

本评级机构对上海电气集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）的信用评级作如下声明：

本次债务人信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上，按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，并在信用评级过程中恪守诚信原则，保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据债务人所提供的资料，债务人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期内，债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品，以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议，也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2012年11月5日

## 分析师

蒋卫  
Tel: (021) 63501349-830  
E-mail: jw@shxsj.com

熊梓  
Tel: (021) 63501349-899  
E-mail: xh@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021)63501349 63504376  
Fax: (021)63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
http://www.shxsj.com

# 上海电气集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）信用评级报告

## 概要

编号：【新世纪债评(2012)010396】

## 上海电气集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

### 主要财务数据及指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	83.19	92.72	92.33	85.89
刚性债务	3.14	4.84	13.03	16.55
所有者权益	171.33	203.69	211.66	224.92
经营性现金净流入量	33.40	-2.82	4.33	3.77
发行人合并数据及指标：				
总资产	896.26	982.12	1067.15	1149.38
总负债	605.62	637.09	690.59	748.94
刚性债务	49.31	40.54	45.84	77.70
其中：应付债券	10.00	10.00	0.00	0.00
所有者权益	290.64	345.02	376.56	400.44
营业收入	577.90	631.76	683.02	546.08
净利润	33.31	38.95	44.93	40.32
经营性现金净流入量	69.33	48.27	9.30	-22.06
EBITDA	45.35	55.00	65.97	—
资产负债率[%]	67.57	64.87	64.71	65.16
权益资本与刚性债务 比率[%]	589.40	851.13	821.50	515.40
流动比率[%]	121.89	126.08	124.44	122.10
现金比率[%]	33.88	40.36	39.52	30.56
利息保障倍数[倍]	29.97	48.17	63.98	—
净资产收益率[%]	11.68	12.25	12.45	—
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	12.11	7.77	1.40	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	8.32	0.72	0.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	40.01	63.46	79.77	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.90	1.22	1.53	—

注：根据上海电气经审计的 2009-2011 年及未经审计的 2012 年前三季度财务数据整理、计算。

### 评级观点

#### 优势：

- 装备制造业是我国重点发展的产业之一，在城市化进程加快、环保投入持续增加等因素的推动下，近年来上海电气核心业务持续增长。
- 上海电气作为国内最大综合性装备制造集团之一，处于业内领先地位，具有一定的竞争优势，且产业能级不断提升，技术水平不断提高。
- 近年来上海电气新增订单情况总体良好，较充足的订单将支撑公司未来收入的持续增长。
- 上海电气资本实力雄厚，盈利能力持续向好，债务偿付能力强。

#### 风险：

- 受宏观经济影响，随固定资产投资的放缓，上海电气经营压力增大。
- 钢材和有色金属等主要原材料价格波动较大，上海电气面临一定的原材料价格波动风险。
- 随着海外项目的增加，上海电气面临一定的汇率风险、地缘政治和经济风险。
- 2011 年来，上海电气经营活动现金回笼放缓。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对上海电气及其 2012 年公司债券（第一期）的评级观点，并非引导投资者买卖或持有上海电气发行的金融产品  
及债权人向上海电气授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由上海电气提供，所引用资料的真实性由上海电气负责。

# 上海电气集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期） 信用评级报告

## 释义

上海电气，该公司，或公司：上海电气集团股份有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券：上海电气集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）

## 一、概况

### （一）发行人概况

该公司前身为上海电气集团有限公司，系经上海市国有资产监督管理委员会以沪国资委重[2004]79 号文批准，由上海电气（集团）总公司（以下简称“上海电气集团”）、广东珠江投资有限公司（以下简称“珠江投资”）、福禧投资控股有限公司（以下简称“福禧投资”）、申能（集团）有限公司（以下简称“申能集团”）、上海宝钢集团公司（以下简称“宝钢集团”）和汕头市明光投资有限公司（以下简称“明光投资”）于 2004 年 3 月共同出资组建，成立时注册资本为 90.11 亿元。同年 9 月，经上海市人民政府以沪府发改审[2004]第 008 号文《关于同意设立上海电气集团股份有限公司的批复》批准，公司改制为股份有限公司，并变更为现名。2005 年 4 月，公司于香港联合交易所挂牌上市（02727.HK），发行新股 27.03 亿股，同时上海电气集团和申能集团减持所持存量国有股合计 2.70 亿股，公司共发售 29.73 亿股 H 股。2008 年 12 月，经中国证券监督管理委员会以证监许可[2008]1262 号文《关于核准上海电气集团股份有限公司吸收合并上海输配电股份有限公司的批复》及证监许可[2008]1233 号文《关于核准上海电气集团股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，公司公开发行 A 股 6.16 亿股，用于换股吸收合并上海输配电股份有限公司，公司在 A 股上市。2010 年 5 月，经中国证券监督管理委员会以证监许可[2010]497 号文《关于核准上海电气集团股份有限公司非公开发行股票的批复》核准，公司非公开发行 A 股 3.16 亿股。

至此，公司注册资本增至 128.24 亿元。截至 2012 年 9 月末，公司股本总额未变更，其中上海电气集团持股比例为 58.03%。

该公司经营范围包括：电站及输配电，机电一体化，交通运输、环保设备的相关装备制造业产品的设计、制造、销售，提供相关售后服务，自产产品及同类商品的批发、货物及技术进出口、佣金代理（不含拍卖），提供相关配套服务，电力工程项目总承包，设备总成套或分交，技术服务（涉及行政许可的凭许可证经营）。目前，公司主要从事新能源设备、高效清洁能源设备和工业装备的制造，以及现代服务业等业务。

截至 2011 年末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 1067.15 亿元，所有者权益为 376.56 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 292.57 亿元）；2011 年度实现营业收入 683.02 亿元，实现净利润 44.93 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 33.10 亿元）。

截至 2012 年 9 月末，该公司未经审计的合并报表口径资产总额为 1149.38 亿元，所有者权益为 400.44 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 301.48 亿元）；2012 年 1-9 月实现营业收入 546.08 亿元，实现净利润 40.32 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 28.68 亿元）。

## （二）本期债券概况

经该公司 2012 年 7 月董事会三届十九次会议和 2012 年 9 月召开的 2012 年第一次临时股东大会审议通过，公司拟向中国证监会申请公开发行不超过人民币 40（含）亿元的公司债券，期限不超过 10 年，拟分期发行。本期债券拟发行金额为 20 亿元，分为两个品种，品种一为 3 年期固定利率品种，预设发行规模为 5 亿元；品种二为 5 年期固定利率品种，预设发行规模为 15 亿元。两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。公司拟将发行公司债券所募集的资金用于补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

<b>债券名称：</b>	上海电气集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）
<b>发行规模：</b>	人民币 20 亿元
<b>债券期限：</b>	本期债券分为两个品种。其中，品种一为 3 年期固定利率品种；品种二为 5 年期固定利率品种。品种一的预设发行规模为 5 亿元，品种二的预设发行规模为 15 亿元，两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。
<b>债券利率：</b>	固定利率
<b>付息方式：</b>	按年支付

资料来源：上海电气

2007年11月，该公司下属子公司上海电气集团财务有限责任公司（以下简称“财务公司”）发行了5年期金融债券10亿元，由上海电气集团提供全额无条件及不可撤销的连带责任担保。该债券将于2012年11月30日到期，截至2012年9月末其付息情况正常。

## 二、公司管理

该公司为国有控股上市公司，经营独立性较强，法人治理结构合理，组织管理较为规范，内部控制制度较为完善。公司控股股东上海电气集团资本实力雄厚，可为公司的发展提供进一步支持。

### （一）股权状况

截至2012年9月末，该公司总股本为128.24亿股，股本结构如图2所示。

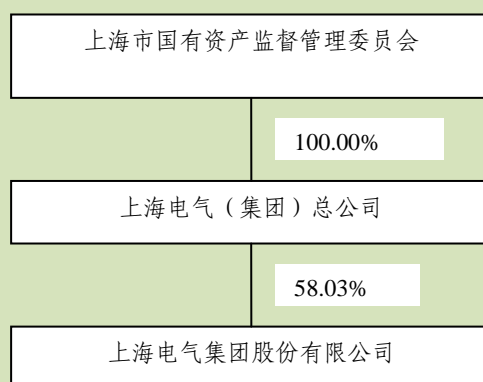
图表 2. 公司股本结构

种类	股数 (亿股)	占已发行股本比例 (%)
A 股	98.51	76.82
H 股	29.73	23.18
合计	128.24	100.00

注：根据上海电气提供的资料绘制（截至2012年9月末）

截至2012年9月末，上海电气集团为该公司第一大股东，持有公司A股74.11亿股、通过全资子公司持有公司H股0.30亿股，合计持有股份占公司已发行总股本的58.03%，控股地位稳定。公司与实际控制人关系如图表3所示。

图表 3. 公司与实际控制人关系图



注：根据上海电气提供的资料绘制（截至2012年9月末）

上海电气集团成立于 1985 年 1 月，是集科、工、贸、金融、信息于一体，以设计、制造、销售电站设备、输配电设备、工业自动化设备、数控机床、印刷包装机械、轨道交通设备、冷冻空调设备、环保机械、工程动力机械、重矿设备、机械基础件、电梯、家用电器等为主，能承担设备总成套、工程总承包的特大型集团公司，是国家计划单列的试点大集团之一，也是上海市六大支柱产业之一的装备制造业的主要承担者。上海电气集团资本实力雄厚，盈利能力良好。截至 2011 年末，上海电气集团经审计的总资产为 1507.77 亿元，所有者权益为 412.82 亿元，2011 年实现营业收入 928.40 亿元、净利润 36.47 亿元。除该公司外，上海电气集团核心运营企业包括上海集优机械股份有限公司（02345.HK）、上海自动化仪表股份有限公司（600848.SH）和上海海立（集团）股份有限公司（600619.SH）等。公司作为上海电气集团最重要的上市平台之一，在股东体系内处于核心地位，经营和发展能够得到控股股东的支持。

## （二）与控股股东之间关系

该公司与控股股东在业务、资产、财务、机构上完全分开，不存在控股股东超越股东权限直接或间接干预公司决策及生产经营活动的事件，基本做到了业务独立、资产独立、机构完整和财务独立。

## （三）关联交易

由于业务开展需要，该公司与关联方存在一定规模的持续性关联交易，相应的关联方包括公司控股股东、下属合资企业主要合作方西门子集团<sup>1</sup>及三菱电机株式会社等。具体来看，公司与上海电气集团的关联交易主要表现为公司与上海电气集团及其所属企业之间采购、销售、综合服务、土地租赁及财务服务等。其中，采购与销售的定价参照政府定价或指引，若无政府定价或指引，则参照市场价格；土地租赁定价参照市场价格，但不得高于上海电气集团租予第三方租户的租金标准；财务服务为公司下属财务公司为上海电气集团及其所属企业提供的存贷款等服务，相关利率根据中国人民银行相关指引、法规及市场存贷款利率设定。公司与西门子集团及三菱电机株式会社的关联交易主要基于签订的采购与销售框架协议进行，相关交易均参照市场价格。近三年公司主要关联交易情况如图表4所示。

<sup>1</sup> 西门子及其附属公司及联营公司。



图表 4. 2009-2011 年公司主要关联交易金额情况 (单位: 万元)

关联方名称	2009 年	2010 年	2011 年度
<b>关联销售</b>			
其中: 上海电气集团	48927	37702	73382
西门子集团	4551	44600	13500
三菱电机株式会社	4523	4600	3600
<b>合计</b>	<b>58001</b>	<b>86902</b>	<b>90482</b>
<b>关联采购及提供劳务</b>			
其中: 上海电气集团	107184	111096	108125
西门子集团	66705	71100	124700
三菱电机株式会社	63160	10480	126200
<b>合计</b>	<b>237049</b>	<b>192676</b>	<b>359025</b>
<b>关联财务服务</b>			
存款利息支出	728	1555	2615
贷款及购买贴现票据利息收入	5299	6429	15300
开具的保函及电子银行承兑汇票	—	—	32
<b>土地租赁</b>	<b>2200</b>	<b>2742</b>	<b>2594</b>

资料来源: 上海电气

除持续性关联交易外, 该公司为更好地进行业务整合, 与上海电气集团下属企业还存在资产收购与出售交易。就 2011 年而言, 公司以 1.25 亿元收购了上海通用机械(集团)有限公司<sup>2</sup>持有的上海凯士比泵有限公司 20% 股权; 同年 12 月, 公司子公司上海电气集团通用冷冻空调设备有限公司以 0.84 亿元向上海海立特种制冷设备有限公司<sup>3</sup>转让了上海冷气机厂 100% 股权。

#### (四) 高级经营管理者

该公司总裁等高级管理人员由董事会聘任。公司下属产业集团管理人员由公司总部任命, 产业集团下属子公司管理人员主要由产业集团任命。

在高级管理人员考核方面, 该公司制定了较为健全的绩效评估机制, 按年度业绩的完成情况进行绩效考核, 实施情况良好。在约束机制方面, 公司通过《公司章程》和各项内部管理制度对高级管理人员的履职行为、权限和职责等作了相应的约束。

该公司高级经营管理人员分别拥有装备制造、信息、法律和管理等相关学历, 且多数在上海电气集团下属企业工作多年, 在电力设备等大型装备制

<sup>2</sup> 上海通用机械(集团)有限公司为上海电气集团全资子公司。

<sup>3</sup> 上海海立特种制冷设备有限公司为上海电气集团控股子公司。

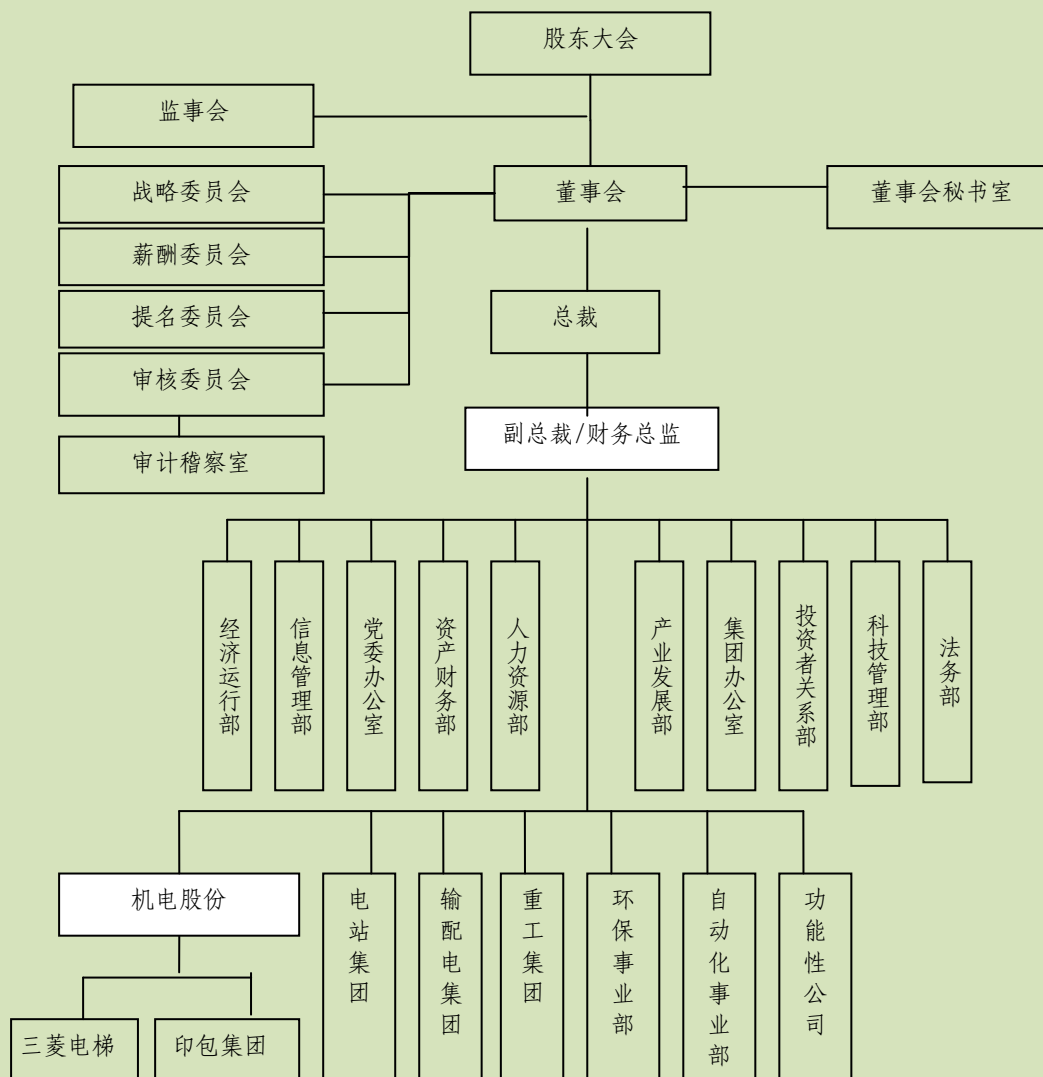
造领域积累了丰富的经营管理经验,为公司决策及经营管理活动的持续和稳步进行提供了条件。

### **(五) 组织架构**

该公司根据自身经营管理的需要设置了职能部门(如图表 5 所示),并通过制度化管理,明确了各部门之间的分工及权责。公司各职能部门在业务开展中既能保持应有的独立性,同时也保持协作顺畅。

为更好地进行产业管理,该公司根据新能源、高效清洁能源、工业装备及现代服务业等不同业务内容划分管理架构,形成了公司总部、产业集团及其下属子公司三个管理层次,有利于实现对子公司的有效管控。截至 2012 年 9 月末,公司纳入合并范围的子公司共 83 家。其中,公司控股上海机电股份有限公司(600835(A), 900925(B)以下简称“上海机电”),持有其 47.28% 股份。公司将下属子公司按业务类型划分为 5 个产业集团(电站集团、重工集团、输配电集团、三菱电梯和印包集团)、2 个事业部(环保事业部和自动化事业部)及 3 家功能性公司(上海电气中央研究院、上海机电设计研究院有限公司和上海电气集团财务有限责任公司),如图表 5 所示。

图表 5. 公司组织结构图



资料来源：上海电气（截至 2012 年 9 月末）

## （六）人力资源

该公司建立了较为完善的人事管理制度，并进行了相应的人才储备。截至 2011 年末，公司在职职工人数为 2.63 万人。其中，生产人员为 1.36 万人，占 51.71%；技术人员为 0.67 万人，占 25.48%；销售人员为 0.18 万人，占 6.84%；其余为财务与行政人员，占 15.97%。从学历分布看，大专及以上学历的员工有 1.43 万人，占 54.37%。目前公司人员素质基本能够满足其管理、经营、生产与技术等方面的需要。

## （七）业务管理

该公司业务管理层次分工较明确。公司总部主要行使对产业集团的投资

管理职能，进行战略规划与决策等；产业集团承担对具体子公司的管理职能，是公司的利润中心；产业集团下属子公司进行生产与制造任务。公司通过对下属产业集团委派或推荐高管人员，贯彻集团公司决策意图，维护集团利益。公司每年给产业集团下达业务指标，作为年终考核依据，并要求下属公司定期上报财务报告，同时通过风险预警业务管理系统对子公司运作进行实时风险监控。

在重大投资决策方面，该公司实行初步筛选、全面评审及最终决策三个步骤。在筛选及评审阶段，公司重点关注投资项目与公司战略规划的契合性、投资、财务、法务等方面的风险，最终通过管理层会议产生投资决策。

在财务管理方面，该公司制定了相关管理制度，主要涉及预算管理、对外担保、财务监督和内部稽查审核等环节。此外，公司还针对应收货款规模较大的业务特点，建立了专门的应收账款及应收票据管理系统，有利于汇总客户信用信息及控制账款回收风险。上述制度的实施有助于公司加强对下属企业的监管和控制，确保公司资产保值增值和资金运作的安全。

### 三、业务运营

该公司主业包括高效清洁能源设备、新能源设备、工业装备和现代服务业四个板块。其中，高效清洁能源设备业务主要为火电设备和输配电设备制造；新能源设备业务主要为核电核岛、风电设备制造；工业装备业务主要为电梯、印刷机械、机床、船用曲轴及电机制造等业务；现代服务业主要是提供电力和其他行业工程的一体化服务，提供金融产品及服务，提供国际贸易服务等功能性服务。

#### （一）经营环境

**装备制造业是国民经济快速发展的重要保障，近年来受政策扶持，我国装备制造产业规模持续扩大，技术水平有所突破。近期受固定资产投资增速放缓影响，高端装备制造企业短期内压力较大。**

装备制造业是为满足国民经济各部门的发展而生产各种技术装备的基础性产业，是国民经济发展的技术保障。自 2006 年起，国务院先后颁布《关于加快振兴装备制造业的若干意见》、《装备制造业调整振兴规划》和《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》等文件，明确了装备制造业在我国国民经济中的重要地位。得益于政策扶持，相关产业调整和振兴规划的逐步落实，我国装备制造产业规模持续扩大，技术水平不断提升。从规模上看，

我国装备制造业已处于世界前列，2011年装备制造业销售收入超过20万亿元。从技术上看，虽然与国际先进水平相比，我国装备制造业总体仍存在创新能力偏弱、基础配套能力发展滞后及产业链高端缺位等弱势，但在无线电通信、太阳能电池板、煤炭和电力等行业，我国部分企业已达到世界领先水平。其中，在电力设备制造行业，规模与技术较为领先的有上海电气、东方电气股份有限公司和哈尔滨动力设备股份有限公司等。

装备制造企业业务开展与国家固定资产投资情况关联度较高。我国固定资产投资增速自2011年下半年起有所放缓，交通运输、电力行业、公用事业及水利等方面的投资均受影响。但2012年上半年在政府的推动下，基础设施投资建设增速又有所回升。短期内，装备制造企业面临的压力较大。

从中长期看，国家对装备制造业的政策扶持力度仍然较大，高端化与智能化是该行业的发展方向。2012年5月工信部印发的《高端装备制造业“十二五”发展规划》明确了智能制造装备、海洋工程装备、轨道交通装备、航空装备和卫星及其应用五个重点发展方向，同时对产业规模提出了具体要求，到2015年高端装备制造业销售收入超过6万亿元，在装备制造业中占比提高到15%。根据该规划，“十二五”期间，装备制造业销售收入年复合增长率约为15%，其中高端装备制造业销售收入年复合增长率达到约30%。国务院于2012年7月印发的《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》也将装备产业化工程列为20大重大工程之一。总体看，装备制造企业面临的市场发展前景较好。

## 1. 火电

**火电设备制造未来仍然是我国电力设备制造业的主要产品，而大容量、高参数、节能环保的火电设备将成为发电设备产品升级的方向。**

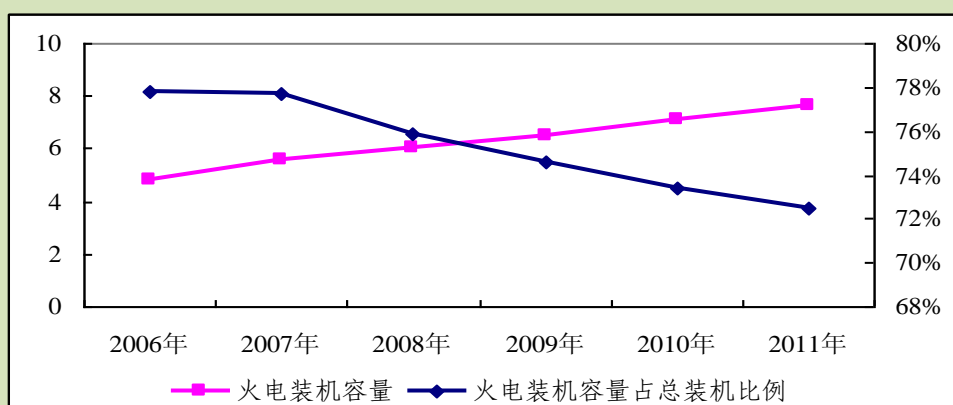
基于煤炭在我国能源结构中的基础地位，火电是我国的主要电力能源。截至2011年末，我国火电装机容量为7.65亿千瓦，约占电力总装机容量的72.5%。为推动电力设备产业升级，使电力产业结构更趋高效，我国自2007年起实施“上大压小、节能减排”政策。“十一五”期间，全国累计关停小火电机组7000多万千瓦，提前一年半完成关闭5000万千瓦的任务。“十二五”期间，我国关停小火电的工作还将继续。截至2011年末，我国30万千瓦以上火电机组占火电装机总容量的比重超过70%，已建成投产的百万千瓦级超超临界机组达38台。

随着我国电力产业结构的调整及新能源的持续开发利用，我国火电行业投资规模及发电量增速均出现不同程度的萎缩。2011年我国完成火电投资

1054 亿元，同比减少 372 亿元，降幅达约 26%。受电力消费需求回落及水电发电量较快增长等因素影响，2012 年 1-6 月全国新增发电生产能力 2585 万千瓦，较上年同期减少 892 万千瓦，其中火电较上年同期减少 744 万千瓦；火电发电量同比增长 2.6%，增速自 4 月以来逐步回落；全国火电设备利用小时为 2489 小时，同比减少 113 小时；火电投资同比减少 16.8%，火电投资占电源投资的比重也较上年同期下降 4.7 个百分点。

国家能源局于 2010 年提出，我国煤炭消费占一次能源消费的比重将从 2009 年的 70% 下降至 2015 年的 63% 左右，虽占比有所降低，但其能源主体地位不会发生改变，因此火电设备仍将是未来电力设备制造业的主要产品。但鉴于环保政策的推动，国内火电装机占新增装机容量的比例将有所降低，同时火电设备制造也将继续以清洁煤燃烧发电技术为开发重点，向高效率、低污染、低能耗和低造价的方向发展。

图表 6. 2006 年以来我国火电装机情况 (单位: 亿千瓦)



注：根据 Wind 资讯数据绘制

## 2. 核电

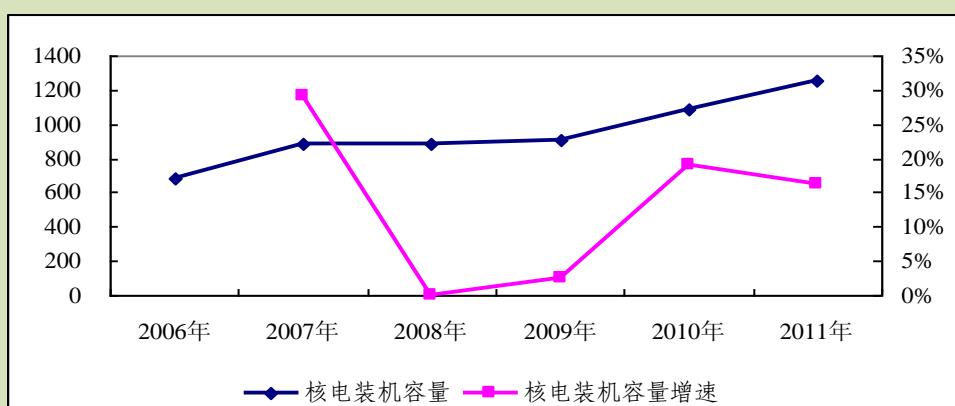
核电因其高效、清洁等优点，已成为现代电力工业的重要组成部分。目前因受日本核电站事故影响而暂停的核电审批已经重启，我国核电市场面临新的发展机遇。

在人们越来越重视地球温室效应、气候变化的形势下，核电由于不造成对大气的污染排放而重新得到重视，核电已是电力工业的重要组成部分。根据 2007 年 11 月国务院批准的《核电中长期发展规划(2005~2020 年)》，到 2020 年，我国核电运行装机容量将争取达到 4000 万千瓦，核电年发电量将达到 2600-2800 亿千瓦。按照 15 年内新开工建设和投产的核电建设规模大致估算，核电项目建设资金需求总量约为 4500 亿人民币，给核电设备制造企业带来较好的发展空间。2011 年末我国在运核电装机容量达到 1191 万千瓦

瓦，在建核电机组 27 台，预计将在未来 4 年内集中投产。

受日本福岛核电站事故影响，未来我国核电发展将更注重安全性。根据 2011 年 3 月 16 日国务院常务会议决定，我国对核设施进行全面安全检查，并编制核安全规划，在该规划批准前，核电项目审批暂停。2012 年初，安全检查工作已基本结束，部分整改工作已经完成。2012 年 6 月，《核安全与放射性污染防治“十二五”规划及 2020 年远景目标》公布，规划提出，须坚持在确保安全的前提下发展核电，并把握好发展节奏；在符合最先进安全指标的核电技术得到充分验证之前，合理控制核电建设规模和速度；积极发展具有我国自主知识产权的安全性能高的先进核电技术。2012 年 10 月，国务院常务会议讨论通过《核电安全规划（2011-2020 年）》和《核电中长期发展规划（2011-2020 年）》，提出要稳妥恢复正常建设，合理把握建设节奏，稳步有序推进项目建设；要科学布局项目；提高准入门槛，按照全球最高安全新要求新建核电项目。核电新建项目审批重启，为市场带来新的发展机遇。

图表 7. 2006 年以来我国核电装机情况（单位：万千瓦）



注：根据 Wind 资讯数据绘制

### 3. 风电

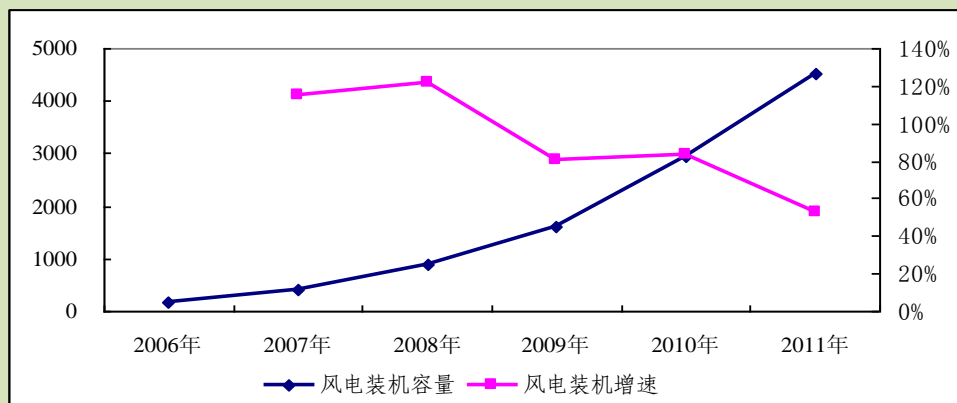
风电行业产能的快速扩张，已导致其部分产能过剩。“十二五”期间，大型风电基地建设及海上风电建设将是我国可再生能源的重点建设工程，相应的设备生产企业将从中受益。

受能源供应紧张和全球气候变暖等因素影响，可再生能源的开发和利用日益受到国内外社会的重视，我国大力扶持风力等新能源发电的发展。2006-2011 年间，我国风电产业进入规模化发展阶段，风电装机容量呈高速增长趋势，2011 年末我国风电并网总容量 4505 万千瓦，年复合增长率 89%。

风电产业在快速的发展的同时，也出现了设备投资重复、引进重复和建设重复等现象。针对此现象，国家相继出台调控政策，明确提出要严格控制

风电装备产能的盲目扩张,并通过提高审批标准及补贴门槛等手段来控制风电产业的过快扩张。2009年9月国务院国发[2009]38号文《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见的通知》中指出:严格控制风电装备产能盲目扩张,鼓励优势企业做大做强,优化产业结构;原则上不再核准或备案建设新的整机制造厂;依托优势企业和科研院所,加强风电技术路线和海上风电技术研究,重点支持自主研发2.5兆瓦及以上风电整机和轴承、控制系统等关键零部件及产业化示范,完善质量控制体系。2011年7月,国家能源局发布的《关于“十二五”第一批拟核准风电项目计划安排的通知》指出,未列入该计划的项目不得核准;同年8月,国家能源局发布的《风电开发建设管理暂行办法》要求5万千瓦及以上项目须报国务院能源主管部门批复,且各省(区、市)风电场工程年度开发计划内的项目经国务院能源主管部门备案后,方可享电价补贴。在控制产能过剩的政策调控下,国内风电项目建设增速有所放缓。但依据《可再生能源“十二五”规划》,2015年末全国累计并网运行风电要达到1亿千瓦,因此风电产业尚有一定发展空间。且大型风电基地建设与海上风电建设仍然是我国“十二五”期间可再生能源的重点建设工程,这有利于现有风电制造优势企业的做大做强。因此大型化、国际化的风电装备制造企业的发展将从中受益,其竞争优势将逐步凸显。

图表 8. 2006 年以来我国风电装机情况 (单位: 万千瓦)



注: 根据 Wind 资讯数据绘制

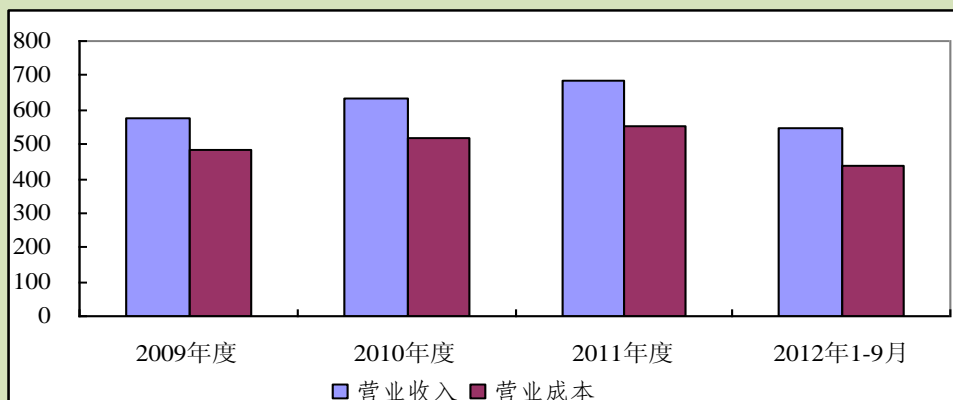
## (二) 经营状况

该公司作为我国最大的的综合性装备制造业集团之一,主营业务突出、行业地位稳固。公司在现代装备制造的多个领域居于领先地位,在资本实力、技术装备、产品研发、品牌知名度等多方面具有较强的竞争优势,近年来总体经营状况良好。



该公司为目前我国最大的综合性装备制造集团之一。2009-2011年，公司分别实现营业收入 577.90 亿元、631.76 亿元和 683.02 亿元，年复合增长率为 8.72%。2011 年公司新能源设备、高效清洁能源设备、工业装备以及现代服务业务分别实现收入 71.96 亿元、303.57 亿元、199.60 亿元和 152.23 亿元<sup>4</sup>。2012 年 1-9 月，公司实现营业收入 546.08 亿元，较上年同期增长 5.50%。截至 2012 年 6 月末，公司在手订单余额为 2417 亿元。

图表 9. 公司 2009 年以来收入成本变化趋势（单位：亿元）



注：根据上海电气经审计的 2009-2011 年及未经审计的 2012 年前三季度财务数据绘制

## 1. 新能源设备业务

该公司新能源设备板块主要从事设计、制造和销售核电核岛设备、风电设备等。2011 年度公司新能源设备业务实现收入 71.96 亿元，较上年增长 15.71%。

### (1) 核电核岛设备业务

该公司生产的核电核岛设备包括应用于二代加 CPR1000、三代 AP1000 和 EPR 以及高温气冷堆等技术的压力容器、蒸发器、稳压器和堆芯筒体、堆内构件及控制棒驱动机构、核电主泵、核二三级泵等。目前公司拥有闵行热加工基地、临港重型装备基地两大生产基地。其中，闵行热加工基地向超大、超重、高技术方向发展。临港重型装备基地是公司特大、特重、超限装备制造基地，目前年产能达 2500 兆瓦的第三代核电设备制造项目、核电堆内构件、控制棒驱动机构项目一期工程已竣工，核电基地二期工程已进入收尾阶段。

通过近年来的持续投入与建设，该公司核电装备业务快速发展，核电主设备国内市场占有率约为 37%。目前公司具备年产 3 套 AP1000<sup>5</sup>（或 2.5 套 ERP）百万千瓦核电汽轮发电机组制造能力，也具备相应配套的核二、三级

<sup>4</sup> 文中新能源设备、高效清洁能源设备、工业装备及现代服务业务收入均为合并抵销前数据。

<sup>5</sup> AP1000 是我国核电发展第三代主力堆型，为目前国际上最先进的核电技术。

容器和辅机、以及百万千瓦级核电站大功率 IE 级电动机供货能力。同时，公司是国内最大的堆内构件、控制棒驱动机构生产制造商，市场占有率超过 90%，具备堆内构件核级不锈钢锻件批量交货能力；蒸发器、稳压器、压力容器产能进一步提高。此外，公司通过与德国 KSB 集团的合作，提升了核电主泵领域的竞争力。

2011 年，该公司成功生产了世界首套 AP1000 稳压器的全套锻件和高温气冷堆压力容器的全套锻件、国产化的全球首台 AP1000 稳压器和 AP1000 堆芯补水箱，公司研发的大型核电汽轮机 1.7 米汽轮机长叶片通过了上海市高新技术产业产业化项目验收。同时，公司百万千瓦级核电发电机定子机座研制完成并顺利发运，超超临界高中压转子实现批量生产。截至 2012 年 6 月末，公司核电核岛在手订单为 176 亿元。

## (2) 风电设备业务

该公司的风电装备业务主要由下属上海电气风电负责运作。2010 年上海电气收购了中国华电工程（集团）有限公司持有的上海电气风电 9.33% 股权，成为上海电气风电的全资股东。上海电气风电具有国内领先的整机、叶片、控制和塔架自主设计能力，配备有全功率试验台和并网试验台，现有生产能力为 1000 台机组/年。公司风电设备已经形成了较完整的系列。其中，1.25 兆瓦机组有常温型、低温型、高原型产品；2 兆瓦风机已于 2009 年 4 月并网运行，并在 2010 年实现批量生产；3.6 兆瓦级海上风力发电机组也已于 2010 年并网发电。2011 年，上海电气风电黑龙江制造基地首批 2 兆瓦风机发运，公司风电产品正式进入东北市场，有助于进一步拓展市场份额。

2011 年 12 月，该公司与西门子（中国）有限公司建立战略合作，双方同意出资设立上海电气风能有限公司<sup>6</sup>以及增资西门子风力发电设备（上海）有限公司。其中，公司对上述两家合资公司将分别出资 0.53 亿欧元和增资欧元 0.31 亿欧元。完成后，公司将持有该两家合资公司各 51% 股权。

2011 年，该公司风电装备业务稳步发展，新增订单约 62 亿元。

## 2. 高效清洁能源设备业务

该公司高效清洁能源设备业务主要为火电及配套设备以及输配电设备的设计、制造和销售。公司为国内唯一一家同时在发电、输配电设备市场拥有重要地位的制造商。2011 年度公司高效清洁能源设备业务实现收入 303.57 亿元，较上年增长 11.42%。

---

<sup>6</sup> 主要业务为风电设备销售。

### (1) 火电设备业务

该公司为国内三大火电设备制造企业之一，现年制造能力超过 3000 万千瓦/年，截至 2011 年末已累计制造超过 2.5 亿千瓦的火电设备。现产品主要包括电站锅炉、电站气轮机、汽轮发电机、电站辅机和电动机等，参数从高压到超超临界，单机容量从 600 兆瓦到 1000 兆瓦。近几年公司致力于发展百万千瓦级以上的超临界/超超临界高端产品，截至目前公司在百万级超超临界机组国内市场占有率超过 50%。

该公司火电设备业务客户主要为电力行业的发电厂。由于客户对电站产品的容量等级、蒸汽参数、燃料品种、地理环境、电厂功能等要求各不相同，公司生产的火电设备全部按需定制。销售采用直销形式。由于电站产品单品价值高、制造周期长，公司通常分段收取货款，较常见的收取比例为 10% 预付款、20% 的投料款、30% 的进度款、30% 的完工款及 10% 的质保金。

除了国内市场，该公司还不断拓展国际市场，产品销往越南、印度等国家。在火电海外市场拓展方面，2011 年公司与法国阿尔斯通集团签署了合资意向书，拟以双方各自拥有的锅炉业务共同出资组建合资公司（双方各自拥有合资公司 50% 股权），有利于增强公司在全中国范围内的规模与技术优势。

### (2) 输配电设备业务

该公司输配电设备业务主要涉及输配电设备的制造和输配电工程总承包两类，产品包括：超高压、高压、中压开关及设备，变压器，互感器，电抗器、套管，低压断路器及开关，电力自动化，工业自动化，电力电容器，蓄电池，接触器及热继电器，熔断器等。

借助于在发电设备方面明显的市场优势，该公司已建立起以项目建设为平台，输配电设备生产、安装、调试、售后维修一条龙服务的完整产业链，从而带动相关输配电产品业务的拓展。并且公司还通过与国内外知名输配电设备制造企业(ABB、阿尔斯通、西门子、施耐德等)合资合作，引进了技术，延伸了产品链，提高中高端产品的比重，扩大市场份额。公司早在 2008 年就与法国 Areva 集团在变压器领域确立了战略合作关系，并与之在超高压、特高压技术领域全面开展业务合作，使得公司在该领域的市场竞争力逐步提升。2011 年，公司与国家电网下属上海市电力公司签署合资合同，双方共同出资组建上海电气输配电装备有限公司，重点发展特高压设备、新能源接入、储能设备及其控制系统、电动汽车动力电池及充换电系统等新兴产业。

### 3. 工业装备业务

该公司工业装备业务包括设计、制造和销售电梯、印刷包装机械、机床、

船用曲轴、电机及其他机电一体化设备等。2011 年度公司工业装备业务实现收入 199.60 亿元，较上年增长 7.07%，主要由电梯、电机等产品销售增长所致。

### (1) 电梯业务

该公司电梯业务主要由下属子公司上海机电与日本三菱电机的合资公司——三菱电机上海机电电梯有限公司（中方持股 40%）、上海三菱电梯有限公司（中方持股 52%，以下简称“上海三菱”）经营。具体业务包括制造及销售多种电梯、楼宇自动化及保安系统、电梯远程监视系统和其他自动化产品，并提供相关安装、改造与维修保养服务。产品的种类涉及载客电梯、载货电梯、观光电梯、医用电梯、液压电梯、汽车电梯、杂物电梯、自动扶梯、自动人行道等，包括 30 多个系列、200 多种产品规格。三菱电机上海机电电梯有限公司引进了日本三菱的小机房、无机房以及高速电梯技术，主要生产 6 米/秒以上的高速电梯。目前公司已形成覆盖市场不同层次需求的可供产品体系。

上海三菱是我国主要的电梯制造企业，拥有世界产能最大的单一电梯工厂，2008 年以来国内电梯市场占有率保持在 15% 的水平。近年来，针对市场需求的变化，上海三菱及时调整产品结构，重点突出高端高速产品、兼顾低端保障房市场；同时还着力于由生产制造型经营模式向服务产业化延伸，已经建立了拥有超过 60 家分公司、200 多家销售服务代理的营销网络系统。2011 年上海三菱电梯产销量超过 4.5 万台，实现营业收入 114.53 亿元；是国内电梯行业中安装量和维保受控量最高的企业。

### (2) 包装印刷设备业务

该公司拥有目前国内规模最大、产品类别最全的印刷包装机械制造基地。具体包括印刷、特种印刷、包装三大制造基地；印刷包装机械产品涉及印刷设备、特种印刷设备、印后设备、包装机械设备等几大类，包括胶印、商业表格、特种印刷、裁切装订、模切压痕等十大系列。在未来，公司将通过重点发展卷筒纸胶印机和单张纸胶印机，进一步带动书刊后道、包装后道、特种印刷等装备的整体发展。

2011 年随着印刷机械市场的逐步回暖，卷筒纸胶印机、单张纸胶印机和书刊装订后道设备需求均有所增长。当年度公司实现印刷包装机械业务收入 9.28 亿元，较上年增长 6.01%。

2012 年该公司下属上海机电收购上海电气集团持有的美国高斯国际公司（Goss International Corporation，以下简称“高斯国际”）100% 股权，成

为其全资股东。高斯国际为全球著名的印刷设备供应商。通过对高斯国际的投资，公司直接获得了报纸轮转机、商业轮转机等产品国际一流生产技术和产品研发能力。未来公司将以高斯国际为平台，巩固报业轮转印刷设备业务、扩大商业轮转印刷设备业务、拓展包装轮转印刷设备业务，不断提高市场占有率。

### (3) 机床业务

该公司机床业务主营产品覆盖到各类 CNC 磨床、立式卧式及多轴联动加工中心、CNC 镗铣床及各种规格 CNC 车床，以及为各行业配套的各类专用精密、数控机床。公司着力发展“大型、精密、微型”磨床，先后制造了大型数控外圆磨床 H300（最大磨削工件直径为 2.3M，长度为 10M）、MG1480/H 型高精度万能外圆磨床、纳米级精度微型数控磨床 Elite、承接了国内最大的 K84200×12 米数控轧辊磨床制造业务，推动产品升级换代。公司开发的 SE300 开放式数控系统<sup>7</sup>采用现场总线通信方式连接，能够满足大型数控机床的控制要求。目前公司生产的大型磨床和数控机床已达到国内领先水平。

在研发方面，该公司承担了超重型精密数控轧辊磨床、轴类零件精密外圆磨床、精密复合数控磨床和精密磨床 4 个重大专项的开发研制工作，并已通过工信部的项目验收；2011 年公司研制的纳米级精度微型数控磨床顺利通过国家级鉴定。

### (4) 船用曲轴业务

该公司船用曲轴业务拥有数控曲拐立车、数控曲车等 20 余台大型曲轴加工设备，主要生产大功率低速船用柴油机曲轴，产品已基本覆盖了世界两大著名品牌柴油机公司 MAN 和 Wartsilla 设计的 50 机及以上世界品牌柴油机全部规格曲轴，生产能力达 200 根/年。

### (5) 电机业务

该公司电机业务拥有生产设备 3000 多台，其中精细设备 280 多台，拥有 600 吨重大件吊装码头及装备有数控拉型机、数控绕线机和数控机器人包带机等设备的线圈制造基地，已具备 2 兆瓦、3.6 兆瓦的双馈风力发电机自主研发能力。公司主要产品为汽轮发电机、大中型交流电动机和发电机、直流电动机和发电机、风电发电机等。除为公司下属上海电气风电设备有限公司（以下简称“上海电气风电”）供货以外，其他主要客户有东方汽轮机有

<sup>7</sup> 该项目已申请 4 项专利，其中 2 项发明专利，并已取得 1 项专利授权，其重要成果获得“2007 年上海市科学技术进步奖”二等奖，在国内处于领先水平，达到国际先进水平。

限公司、许继集团有限公司和中船重工（重庆）海装风电设备有限公司等。

#### 4. 现代服务业

该公司现代服务业主要分为电力及其他行业工程服务、金融服务和技术服务等板块。其中，电站工程总承包业务是现代服务业务收入的主要来源。2011年，公司进一步拓展电站工程海外项目，在手订单数稳步增长，当年电站工程项目新承接订单396.39亿元，年末在手订单余额超过1000亿元。2011年现代服务业实现营业收入152.23亿元，较上年增长17.83%。

#### 5. 其他

除上述业务外，该公司还从事环保系统业务，主要涉及系统设计、环境影响评价、设备供货、安装调试、运行服务等工业环保项目，拥有固体废物处理、水处理和大气治理设备制造能力和工程承包能力。2011年，公司开始涉足建筑楼宇节能领域，并分别与日本三菱电机、美国开利和法国施耐德等知名公司组建合资企业，计划为国内工厂和楼宇制定能效管理方案，进一步拓展环保系统业务领域。

### （三）发展战略

“十二五”期间该公司将不断优化产业组合，推进产业可持续发展：提升成熟型产业的能级，巩固领先地位；扩大成长型产业的规模，打造行业品牌；加快培育新兴产业，使一批战略性新业务取得重要突破；积极稳妥推进企业改革重组，优化整合企业资源。通过持续努力，使四大板块的销售规模更趋均衡。

## 四、财务分析

该公司收入规模大，盈利能力持续向好；经营环节现金回笼速度虽有所放缓，但公司资本实力雄厚，货币资金存量及可变现资产较充裕，总体偿债能力强。

### （一）债务分析

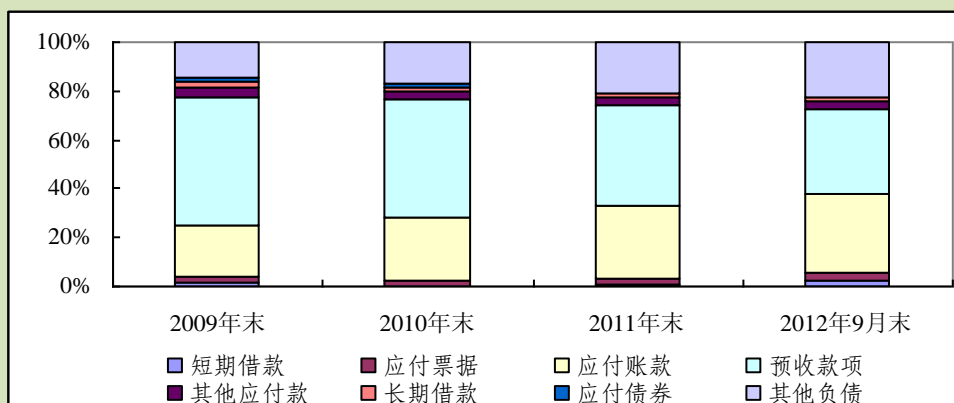
#### 1. 债务结构

近年来，随着业务规模的扩大，该公司资金需求不断上升，负债规模也随之增长，但资产负债率则有所下降，2009-2011年末及2012年9月末，公司负债总额分别为605.62亿元、637.09亿元、690.59亿元和748.94亿元，资产负债率分别为67.57%、64.87%、64.71%和65.16%。总体看，公司负债

经营程度尚属合理。

该公司负债以流动负债为主，2011年末流动负债占负债总额的97.64%。从具体构成看，公司负债总额中预收款项和商业信用形成的应付款项占比较高，刚性债务偿付压力较小。其中，预收款项主要是公司电站设备制造等核心业务的预收款项，近三年随着已接订单的交货，逐步确认营业收入，预收款项规模相应减小，2011年末公司预收款项余额为282.35亿元，占负债总额的40.89%；2011年末应付款项中应付账款及其他应付款余额合计为230.53亿元，占负债总额的33.38%；而公司刚性负债主要由银行借款和应付票据等构成，2011年末余额合计为45.84亿元，占负债总额的6.64%，刚性债务偿付压力较小。2012年9月末，主要受新并购子公司原有借款的影响，公司刚性债务余额为77.70亿元，较上年末增长69.50%。

图表 10. 公司负债结构



注：根据上海电气2009-2011年审计报告及未经审计的2012年前三季度财务数据整理绘制

## 2. 公司借款及应付债券情况

近年来，该公司银行借款一直维持在相对较小规模，2009-2011年末及2012年9月末，公司银行借款余额分别为23.41亿元、15.14亿元、15.40亿元和30.10亿元。其中，2012年9月末银行借款余额大幅增加主要是因为新并入子公司原有的银行借款计入公司报表。公司借款主要为保证借款和信用借款，2012年9月末两者余额分别占借款总额的38.67%和28.44%。从借款主体来看，公司借款主要集中在子公司。

图表 11. 公司 2012 年 9 月末借款情况 (单位: 亿元)

借款类别	短期借款	长期借款	一年内到期的长期借款	合计
信用借款	8.06	0.26	0.24	8.56
保证借款	1.11	7.89	2.64	11.64
抵押、质押借款	3.90	0.02	0.00	3.92
附追索权的 应收账款保理	3.60	0.00	0.00	3.60
委托贷款	0.00	0.00	2.38	2.38
<b>合计</b>	<b>16.67</b>	<b>8.17</b>	<b>5.26</b>	<b>30.10</b>

注: 根据上海电气提供的资料整理、计算

2007 年 11 月, 该公司下属财务公司发行了 5 年期金融债券 10 亿元, 由上海电气集团提供无条件及不可撤销的连带责任担保。债券的发行有利于公司拓展融资渠道、控制财务成本。

### 3. 或有负债

截至 2012 年 9 月末, 该公司无尚未了结的单项金额占公司所有者权益 10% 以上的重大诉讼、仲裁及行政处罚案件。

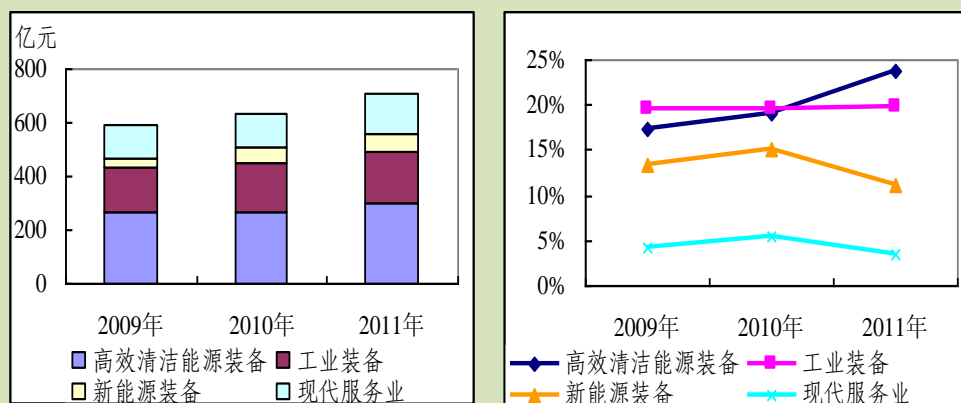
截至 2012 年 9 月末, 该公司对集团外企业提供担保金额 0.46 亿元, 规模较小, 因担保产生或有负债的风险较小。

## (二) 盈利性分析

该公司营业收入规模较大, 且呈增长趋势。从毛利率情况看, 近三年公司综合毛利率分别为 16.47%、17.65% 和 19.40%, 逐年上升。其中 2011 年增长主要是由高效清洁能源设备板块的高参数高等级火电设备毛利率提高且销售比重上升所致。就各具体业务毛利情况看, 除现代服务业板块毛利率偏低外, 公司其余业务毛利率都维持在 10% 以上。另外, 2011 年, 公司新能源设备业务毛利率较上年有所下降, 主要是由风电产品市场价格下降所致, 但对综合毛利率的影响有限。



图表 12. 2009-2011 年公司主要业务毛利及毛利率变动情况



注：根据上海电气 2009-2011 年审计报告数据计算绘制

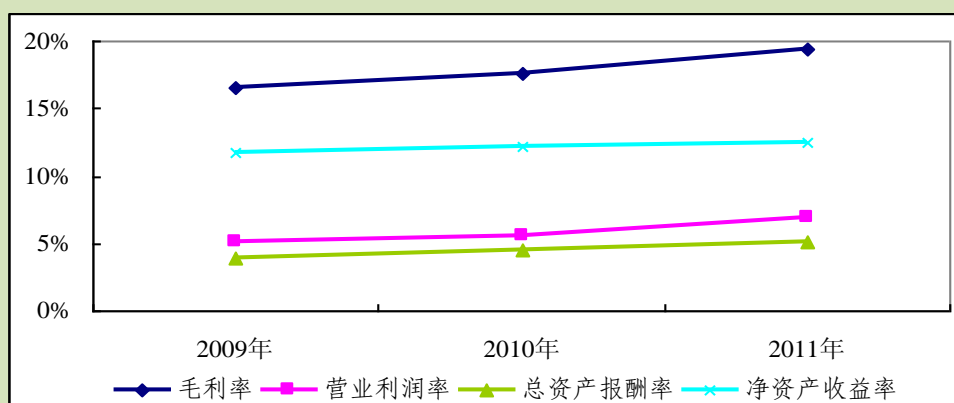
该公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。虽然近年随着业务规模的扩大，期间费用有所增长，但公司总体费用控制较好，2009-2011 年期间费用与营业收入的比率分别为 11.14%、11.94%和 11.18%。公司投资收益主要来自于财务公司的投资获益<sup>8</sup>和长期股权投资收益，2009-2011 年分别实现投资收益 8.55 亿元、12.75 亿元和 10.04 亿元，可对营业利润形成一定补充。

该公司营业外收入主要为政府补助，包括财政补贴款、政府扶持金和先征后返的增值税等。2011 年公司营业外收入为 5.07 亿元，较上年减少 33.35%，主要由因关键材料及核心技术研发而获得的政府扶持金减少所致。

随着营业收入规模的逐步扩大及毛利率水平的提升，该公司近三年利润总额亦逐年增长，2009-2011 年分别为 33.38 亿元、41.23 亿元和 52.08 亿元，年复合增长率为 24.91%。得益于规模效益及技术优势，公司盈利能力强。2009-2011 年公司总资产报酬率分别为 3.96%、4.45%和 5.16%，净资产收益率分别为 11.68%、12.25%和 12.45%，呈逐年上升趋势，且均处于较高水平。

<sup>8</sup> 公司下属子公司上海电气集团财务有限责任公司从事的一些投资业务。

图表 13. 公司盈利能力指标



注：根据上海电气 2009-2011 年审计报告数据整理绘制

该公司主要经营性资产的运营效率较高，2011 年应收账款周转速度、存货周转速度、固定资产周转速度和总资产周转速度分别为 3.98 次、2.65 次、6.00 次和 0.67 次，除存货周转速度外，其他均处于较好水平。存货周转速度相对较慢，主要是由公司产品单项金额较大、生产周期较长等经营特点所致。

2012 年 1-9 月，该公司实现营业收入 546.08 亿元，较上年同期增长 5.50%；实现净利润 40.32 亿元，较上年同期增长 2.22%；当期综合毛利率为 19.83%，较上年同期上升 1.80 个百分点。

### (三) 现金流分析

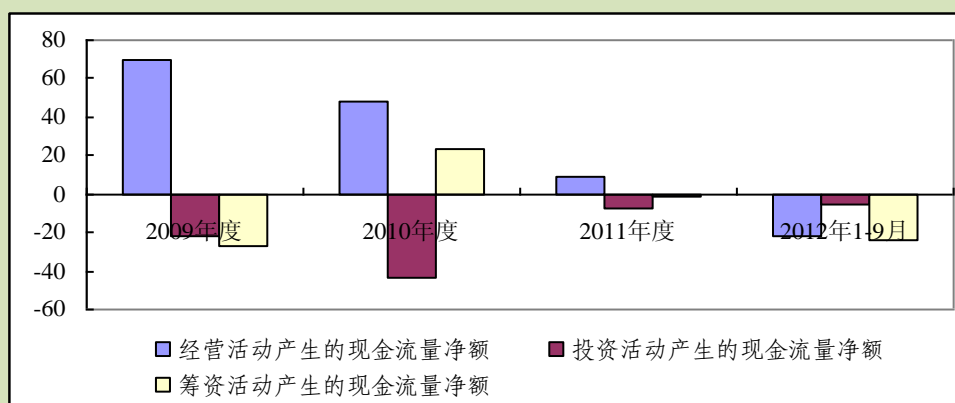
该公司近三年经营性现金净流量呈下滑趋势，对债务的保障程度亦逐步减弱，2009-2011 年及 2012 年 1-9 月公司经营活动产生的现金流量净额分别为 69.33 亿元、48.27 亿元、9.30 亿元和 -22.06 亿元。其中，2011 年以来主要受紧缩的货币政策影响，公司回款速度放缓且预收账款减少，经营环节现金净流入量大幅减少，2012 年前三季度呈现净流出状态。2009-2011 年及 2012 年 1-9 月，公司营业收入现金率分别为 119.07%、110.56%、106.65% 和 86.25%，亦呈下降趋势。

近年该公司各年度间投资性现金净流量存在一定波动，但总体看公司项目投资规模较大，2009-2011 年及 2012 年 1-9 月投资活动产生的现金流量净额分别为 -21.73 亿元、-43.77 亿元、-7.40 亿元和 -5.37 亿元。2010 年，随着特高压设备制造基地建设、临港基地厂房改造等项目的推进，公司固定资产投资进度加快，投资环节资金流出规模较大。2011 年，公司扩产及技改等项目投入较上年有所减少，且财务公司贷款及定期存款净增加额减小，导致当年投资活动产生的现金净流出量较上年减少 83.10%。2012 年 1-9 月，

由于财务公司收回投资的规模较上年同期有所增长,投资活动产生的现金净流出量较上年同期减少 67.61%。

由于经营环节现金净流量足以弥补投资环节现金需求缺口,该公司因此产生的融资需求较小。2009-2011 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-26.58 亿元、23.66 亿元和-1.68 亿元,期间有所波动的主要原因为公司于 2009 年支付股东红利 14.63 亿元,导致筹资活动现金净流出量呈现较大规模;2010 年公司通过非公开发行股票募集资金 22 亿元,导致当期筹资性现金流转呈大额净流入状态。此外,由于财务公司客户存款净增加在收到其他与筹资活动有关的现金中反映,其存款规模的变化也将对公司筹资性现金流产生一定影响。2012 年 1-9 月,由于财务公司吸收的关联公司存款减少,公司筹资活动产生的现金流量净额为-23.47 亿元,净流出数额较上年同期增长 99.12%。

图表 14. 公司 2009-2011 年及 2012 年 1-9 月现金流量状况 (单位: 亿元)



注: 根据上海电气集团经审计的 2009-2011 年及未经审计的 2012 年前三季度财务数据整理绘制

2009-2011 年度,该公司 EBITDA 分别为 45.35 亿元、55.00 亿元和 65.97 亿元,对债务本息的覆盖程度高,但经营性现金净流量对债务的保障程度有所减弱(如图表 15 所示)。

图表 15. 公司 2009-2011 年债务覆盖情况

指标名称	2009 年	2010 年	2011 年
EBITDA/利息支出(倍)	40.01	63.46	79.77
EBITDA/刚性债务(倍)	0.90	1.22	1.53
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	12.81	8.15	1.45
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	12.11	7.77	1.40

注: 根据上海电气 2009-2011 年审计报告数据计算

#### (四) 资产质量分析

主要受益于经营积累,该公司资本实力逐年提升,2009-2011 年末及 2012

年9月末所有者权益分别为290.64亿元、345.02亿元、376.56亿元和400.44亿元。其中，公司实收资本与资本公积合计占归属于母公司所有者权益的比例分别为65.19%、63.38%、57.90%和58.08%，资本结构稳定性尚可。

该公司资产规模保持稳定增长，2009-2011年末复合增长率为9.12%。2011年末公司资产总额为1067.15亿元，其中流动资产和非流动资产分别占78.63%和21.37%。2011年末流动比率和速动比率分别为124.44%和79.82%，流动性一般。截至2012年9月末，公司总资产增至1149.38亿元，其中流动资产占77.06%，流动性基本维持上年末水平。

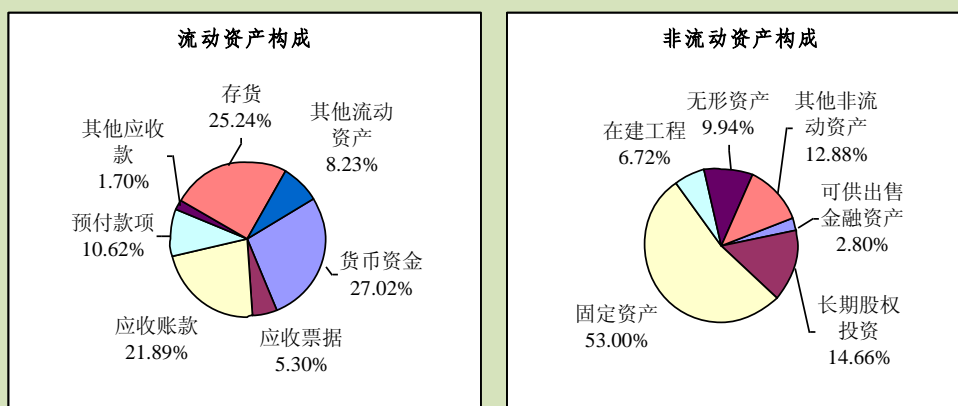
从流动资产构成看(如图表16所示),该公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2011年末相应科目余额占流动资产总额的比重分别为27.02%、21.89%和25.24%。其中,应收账款年末余额较大主要是由公司产品生产周期较长且存在质保金情况<sup>9</sup>所致。2011年随着营业收入的增加,且受国家紧缩货币政策影响,公司货款回收期延长,应收账款余额较上年末增长明显。2011年末应收账款余额为183.65亿元,其中前五大客户的款项占9.20%,集中度不高,账龄在两年以内的款项占80%以上,且公司较重视应收账款风险控制,交易前将对客户进行信用审核,同时后续对应收账款余额进行持续监控,因此公司后续货款回收具有一定保障。存货主要由在产品、完工尚未交付的产品和原材料构成,由于公司产品单项金额较大、生产周期较长等特点,存货余额较大。公司为提高存货周转效率,近年持续推进供应链整合、优化运营管理方式,存货在流动资产中的占比已由2009年的28.82%降至2011年的25.24%。公司货币资金储备较为充裕,2009-2011年末货币资金余额分别为174.80亿元、222.09亿元和226.69亿元,现金比率分别为33.88%、40.36%和39.52%,即期现金支付能力很强,较为充裕的货币资金存量为公司即期债务的偿还提供了必要的支撑。

从非流动资产构成看(如图表16所示),该公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资和无形资产构成,2011年末占非流动资产总额的比重分别为53.00%、14.66%和9.94%。其中,固定资产主要为机器设备;长期股权投资主要为对联营企业的投资;无形资产主要为土地使用权。此外,公司还持有较大规模的金融资产,包括投资基金、理财产品、债券和信托产品等,2011年末余额为46.74亿元<sup>10</sup>,可为债务偿还提供一定缓冲。

<sup>9</sup> 对于大型产品销售,公司要求客户支付定金及进度款。质量保证金以总销售额的5-10%计算,质保期为1-2年。

<sup>10</sup> 大部分金融资产反映在其他流动资产科目中,2011年末计入其他流动资产的金融资产为40.35亿元。

图表 16. 2011 年末公司资产构成情况



注：根据上海电气 2011 年审计报告数据整理、绘制

## 五、外部支持

该公司经营情况良好，且作为上市公司，具有较强的融资能力。截至 2012 年 9 月末，公司获得总计约 394.30 亿元的银行授信额度，其中未使用授信额度为 145.89 亿元，可为营运资金的正常周转提供一定保障。

## 六、主要优势与风险

### 1. 主要优势

#### (1) 电力设备产业链完整

该公司是国内少数在发电及输配电设备市场均占有重要地位的制造商之一。在发电设备方面，公司拥有从锅炉、汽轮机、汽轮发电机、辅机到电动机等完整的产品系列；在输配电设备方面，公司拥有从开关、变压器到继电器等输配电设备产品系列；公司可向从事发电、输电或配电业务的客户提供有关设备、设施及厂房工程的全面解决方案。公司利用在发电设备方面的技术和质量优势，以项目建设为平台，实施发电设备和输配电设备的生产、安装、调试、售后维修一条龙的服务，推动了公司整个电力设备板块的发展，在国内市场具有较明显的竞争优势。

#### (2) 多类产品归属国家重点发展行业

根据 2006 年《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》，国家政策大力支持十六个重点装备制造行业的发展。该公司生产的产品中百万千瓦级核电机组、超超临界火电机组、特高压输变电成套设备以及精密数控机床等多类产品分别属于其中重点发展的几大行业。2009 年 5 月，国务院公布了《装备制造业振兴规划》。公司电力设备及重型设备等多个经营业务领域均

有所涉及。公司该些类别的产品具有较高的技术含量，拥有节能、环保、高效等特点，符合国家重点发展的方向，具有广阔的发展空间。

### **(3) 技术研发创新能力较强**

在研发创新方面，该公司重视科研投入，拥有多个国家级实验室和市级技术中心，并且多项核心业务产业发展已取得了突破。比如：公司已掌握了超超临界等高等级发电设备的制造技术，3.6兆瓦级海上风力发电机组已并网发电；公司成功研发了大型核电汽轮机1.7米汽轮机长叶片，成功制造完成全球首台AP1000稳压器和AP1000堆芯补水箱以及世界首套AP1000稳压器的全套锻件和高温气冷堆压力容器的全套锻件。目前，公司重大技术研发项目包括8m/s高速电梯研发项目、700度超超临界机组研发项目等。

## **2. 主要风险**

### **(1) 经济周期波动及政策调整风险**

该公司为目前我国最大的综合性装备制造企业集团之一，所从事业务与国家固定资产投资规模关联度较高，受国家经济周期波动与宏观政策调整影响较大，因此公司面临一定的经济周期波动及政策调整风险。

电力设备为该公司核心产品，受发电行业运营情况影响较大。而电力需求又直接受制于经济周期的波动。在经济形势不景气情况下，电力需求下降、发电企业发电利用小时也随之下降，发电企业盈利受影响，投资能力、支付能力弱化。如果未来电力企业和电网公司设备采购数量减少，公司将面临订单减少、订单延期和收入下降的可能。

受国家加强基础设施建设等宏观政策影响，目前我国电源建设投资力度较大。而大规模的投资将加剧电力企业产能的过剩，长期看，电力设备制造行业也将间接受到影响，公司面临一定的逆周期风险。

### **(2) 市场竞争加剧的风险**

该公司多个领域具有明显的规模优势和领先的市场地位，但也面临与其他大型企业之间的竞争，尤其随着越来越多的同行业跨国公司的进入，公司所面临的市场竞争将加剧。比如：在电梯业务方面，经过20多年的发展，我国电梯行业的生产能力迅速扩张，迅达、奥的斯、日立、东芝、通力、蒂森、富士达等具有影响力的电梯公司都在我国建立了合资或独资企业。目前，三菱电梯尽管已经确立了领先的市场地位，但随其他外资品牌进入和拓展，电梯产品的价格竞争也进一步升级。在包装印刷设备方面，由于国际市场需求的萎缩，导致国外大集团加大了进入我国市场的力度；国内主要竞争对手的

迅速成长及民营企业集团的强强联合，使市场竞争尤其是价格竞争更为激烈。

### **(3) 原材料价格波动的风险**

该公司主要从事装备制造，原材料集中体现为钢铁、铜及铝等金属，原材料易受经济周期、宏观政策等影响而波动。原材料价格的波动将直接影响公司的经营业绩，加大了公司盈利的不确定性，公司面临一定的原材料价格波动风险。

### **(4) 海外项目面临一定的地缘政治、经济风险和汇率风险**

随着该公司海外电站工程等项目的增加，所涉及国家或地区的政治、经济等风险对公司影响程度也不断加深。尤其，受欧洲债务危机等因素影响，公司面临海外市场需求下降，订单量减少、订单延期交货等风险。同时，公司承接的海外工程项目大部分以外币计价，人民币对外币汇率的波动也将对公司收入和盈利水平带来一定的影响。

## **七、募集资金投向**

该公司拟将发行公司债券的募集资金全部用于补充流动资金。近年来，公司主营业务持续发展，随着生产能力的增加，其对运营资金的需求不断提高。公司拟将募集资金全部用于补充正常运营中的流动资金，以满足实际运营过程中对流动资金的需求，确保经营活动的顺利进行。

## **八、本期债券偿付保障分析**

### **(一) 公司良好的经营业绩**

该公司市场地位较稳固，竞争力较强，经营业绩良好。2009-2011 年公司营业收入分别为 577.90 亿元、631.76 亿元和 683.02 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 25.01 亿元、28.19 亿元和 33.10 亿元；EBITDA 分别为 45.35 亿元、55.00 亿元和 65.97 亿元，对公司债务本息的覆盖程度高。同时，公司营业利润率及净资产收益率等逐年提高，盈利能力持续向好。依托电力设备完整的产业链及领先的技术实力等，公司有望继续保持良好的经营业绩。

### **(二) 现金流对偿债的保障**

从该公司现金流情况看，2009-2011 年经营性现金净流量分别为 69.33 亿元、48.27 亿元和 9.30 亿元，虽然现金回笼速度呈放缓趋势，但近三年年均

经营性现金净流入量仍足以覆盖本期债券本金。

### **(三) 货币资金存量及可变现资产充裕**

该公司货币资金存量较充裕，能够满足日常资金周转和债务偿付的需要。2009-2011 年末，公司现金比率分别为 33.88%、40.36%和 39.52%，均处于较高水平。此外，公司还持有较大规模的易变现资产，包括投资基金、理财产品、债券和信托产品等，2011 年末余额为 46.74 亿元，可为债务偿还提供一定缓冲。

### **(四) 融资能力强**

该公司与各大金融机构都有着良好的合作关系，资信优良。截至 2012 年 9 月末，公司获得总计约 394.30 亿元的银行授信额度，其中未使用授信额度为 145.89 亿元。此外，公司同时在上海与香港上市，且下属财务公司可承担部分投融资职能。总体看，公司融资方式多样、渠道畅通，获得资金以维持正常周转的能力较强。



附录一：

## 发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2009年	2010年	2011年	2012年 前三季度
资产总额 [亿元]	896.26	982.12	1067.15	1149.38
货币资金 [亿元]	174.80	222.09	226.69	179.79
刚性债务[亿元]	49.31	40.54	45.84	77.70
所有者权益 [亿元]	290.64	345.02	376.56	400.44
营业收入[亿元]	577.90	631.76	683.02	546.08
净利润 [亿元]	33.31	38.95	44.93	40.32
EBITDA[亿元]	45.35	55.00	65.97	—
经营性现金净流入量[亿元]	69.33	48.27	9.30	-22.06
投资性现金净流入量[亿元]	-21.73	-43.77	-7.40	-5.37
资产负债率[%]	67.57	64.87	64.71	65.16
长期资本固定化比率[%]	60.85	57.39	58.05	62.19
权益资本与刚性债务比率[%]	589.40	851.13	821.50	515.40
流动比率[%]	121.89	126.08	124.44	122.10
速动比率 [%]	71.31	80.27	79.82	73.61
现金比率[%]	33.88	40.36	39.52	30.56
利息保障倍数[倍]	29.97	48.17	63.98	—
有形净值债务率[%]	226.69	197.34	196.49	202.57
营运资金与非流动负债比率[%]	409.54	570.38	1011.88	682.24
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	4.62	4.27	3.98	—
存货周转速度[次]	2.30	2.57	2.65	—
固定资产周转速度[次]	6.65	6.01	6.00	—
总资产周转速度[次]	0.67	0.67	0.67	—
毛利率[%]	16.47	17.65	19.40	19.83
营业利润率[%]	5.05	5.51	6.93	8.08
总资产报酬率[%]	3.96	4.45	5.16	—
净资产收益率[%]	11.68	12.25	12.45	—
净资产收益率*[%]	11.39	11.40	11.77	—
营业收入现金率[%]	119.07	110.56	106.65	86.25
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.81	8.15	1.45	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.11	7.77	1.40	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.80	0.76	0.30	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.32	0.72	0.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	40.01	63.46	79.77	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.90	1.22	1.53	—

注：表中数据依据上海电气经审计的 2009-2011 年及未经审计的 2012 年前三季度财务报表整理、计算。

附录二：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2 ]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2 ]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2 ]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初资产总计+期末资产总计)/2 ]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[ (期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2 ]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[ (期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2 ]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2 ]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初负债总额+期末负债总额)/2 ]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2 ]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

## 评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	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。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

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。

附录四：

## 跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本期债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注上海电气外部环境的变化、影响上海电气经营或财务状况的重大事件、上海电气履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映上海电气的信用状况。

### （一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对上海电气的跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

本次信用评级报告出具后，本评级机构将在每年发行人公布年报后 1 个月内出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，上海电气应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与上海电气有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向上海电气发出“重大事项跟踪评级告知书”后 10 个工作日内提出。

### （二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向上海电气发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向上海电气发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具之日后 10 个工作日内，上海电气和本评级机构应在监管部门指定媒体、上海证券交易所及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2012 年 11 月 5 日

