



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪335号

上海海立（集团）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“上海海立（集团）股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一七年六月二十日

上海海立(集团)股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告(2017)

发行主体	上海海立(集团)股份有限公司			
发行规模	人民币 10 亿元			
存续期限	2013/2/28-2018/2/28			
上次评级时间	2016/06/17			
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AA	评级展望	稳定

概况数据

海立股份	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益(亿元)	31.15	47.08	47.84	48.94
总资产(亿元)	86.51	105.89	116.84	122.59
总债务(亿元)	40.48	42.49	43.73	42.92
营业总收入(亿元)	68.08	58.96	73.84	24.51
营业毛利率(%)	12.56	15.48	16.13	12.92
EBITDA(亿元)	6.46	6.74	8.58	2.25
所有者权益收益率(%)	4.41	2.17	4.49	4.88
资产负债率(%)	63.99	55.54	59.06	60.08
总债务/EBITDA(X)	6.26	6.31	5.10	4.77
EBITDA 利息倍数(X)	5.61	6.13	8.52	8.88
上海电气集团	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益(亿元)	588.84	683.39	700.84	706.54
总资产(亿元)	1,897.01	2,093.62	2,222.34	2,237.11
总债务(亿元)	276.65	322.16	374.18	375.28
营业总收入(亿元)	950.14	965.21	978.04	181.86
营业毛利率(%)	20.55	21.07	21.50	21.61
EBITDA(亿元)	92.70	100.83	101.05	10.89
所有者权益收益率(%)	7.52	6.81	6.53	3.60
资产负债率(%)	68.96	67.36	68.46	68.42
总债务/EBITDA(X)	2.98	3.20	3.70	8.62
EBITDA 利息倍数(X)	10.57	9.97	10.02	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

基本观点

2016 年上半年国内空调行业持续低迷，下半年整体复苏，并在 2017 年上半年得以延续，但行业竞争持续加剧。在此背景下，上海海立(集团)股份有限公司(以下简称“海立股份”或“公司”)积极优化产品结构、拓展非家用空调新领域以及发展海外市场等方式寻求突破，综合毛利率稳步提升；此外，公司负债水平仍较合理，备用流动性充沛，综合偿债能力依然很强。同时中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到，公司独立压缩机市场面临的市场竞争日益激烈，且债务期限结构与其资产匹配程度较低，短期债务压力仍然较大。中诚信证评将密切关注上述因素对公司信用水平产生的影响。

中诚信证评维持“上海海立(集团)股份有限公司 2012 年公司债券”信用级别 AAA，维持海立股份主体信用等级 AA，评级展望为稳定。上述债项级别同时考虑了上海电气(集团)总公司提供的全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 稳固的行业领先地位。公司系国内最大的空调压缩机生产企业之一，拥有突出的技术优势及较高的品牌知名度，行业地位领先。
- 非家用空调新领域取得进展。2016 年公司非家用空调压缩机销量同比增长 35.59%至 240 万台，其中新能源车用压缩机增长 153.1%，轻商用压缩机增长 105%，除湿机用压缩机增长 54%，业务发展态势良好，并助推公司整体业务规模扩张。
- 电机业务发展状况良好。2016 年公司旗下杭州富生电器股份有限公司(以下简称“杭州富生”)完成压缩机电机销售 2,053 万台，位居专业制造商排名首位，整体竞争力较强，有利于公司进一步实现业务结构多元化。
- 担保方实力雄厚。公司担保方系我国最大的

分 析 师

徐 璐 lxu@ccxr.com.cn
乔明星 mxqiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 20 日

综合性装备制造业集团之一、国家计划单列的试点大集团之一，在设备总成套、工程总承包和提供线代装备综合服务方面具有突出优势，综合实力雄厚，能够在业务资源、经营管理等方面对公司提供较大支持。

关 注

- 公司空调压缩机面临的市场竞争日益激烈。格力、美的两家空调企业的压缩机自配套比例逐年上升导致国内空调压缩机行业竞争日趋激烈，作为独立压缩机的生产企业，公司面临的经营压力日趋加大。
- 资本性支出压力加大。公司未来在完善产业布局、扩充产能及设备技改等方面仍有大规模的资本性支出计划，届时公司负债水平或将面临上行压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

基本分析

公司主要从事转子式、涡旋式压缩机及制冷压缩电机、微特电机等产品的产销业务，业务结构丰富。得益于下游空调行业复苏，2016 年公司业务规模实现较大增长，全年实现营业收入 73.84 亿元，同比增加 25.24%。分产品来看，压缩机及相关制冷设备收入为 55.28 亿元，同比增加 10.01%，占营业收入比重为 74.86%；电机产品销售收入 13.00 亿元，占营业收入比重为 17.61%。2017 年一季度，公司压缩机及相关制冷设备和电机收入分别为 16.96 亿元和 5.02 亿元，占营业收入的比重分别为 69.20% 和 20.48%。

表 1：2014~2017 年一季度公司营业收入构成情况

单位：亿元

细分收入	2014	2015	2016	2017.Q1
压缩机及相关制冷设备	63.38	50.25	55.28	16.96
电机	-	4.86	13.00	5.02
贸易及物业租赁	1.82	1.58	2.34	0.56
其它	2.88	2.27	3.22	1.97
合计	68.08	58.96	73.84	24.51

注：2015 年电机数据统计期间为 8~12 月。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

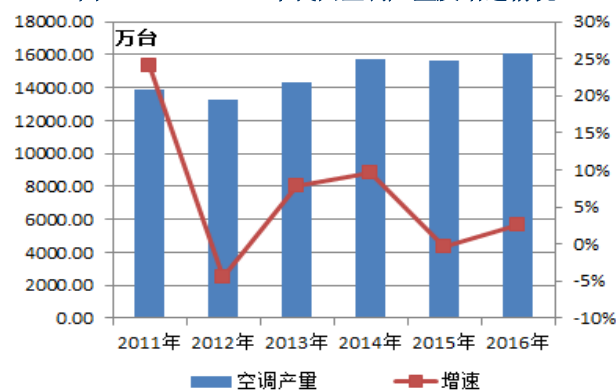
从最为核心的压缩机产销业务来看，作为国内最大的空调压缩机生产企业之一，公司始终处于行业领先地位。虽然近年来在空调压缩机市场上面临的竞争不断加大，但公司仍保持在非自配套市场的领先地位，2016 年市场份额占比为 30.2%；同时在新能源客车空调市场份额占比约为 20%，在行业内仍处于领先优势。

2016 年上半年国内空调市场持续低迷，下半年整体呈复苏态势，并延续至 2017 年一季度；未来空调行业市场增量空间充足、更新需求将逐步释放

受全球经济复苏乏力和国内宏观经济增速放缓等因素影响，2016 年上半年，中国家电市场清淡，空调、制冷产品产量、销量均同比下降，库存压力呈上升趋势。进入下半年，住宅市场回暖及线上旺销带动家电市场形势有所好转，并扭转上半年多类产品负增长的局面。据国家统计局发布数据显示，

2016 年我国家用电器行业主营业务收入 14,605.60 亿元，累计同比增长 3.8%；利润总额 1,196.90 亿元，累计同比增长 20.4%。从空调方面来看，2016 年上半年，空调市场仍受困于库存压力，销售萎靡；下半年受全国性夏季高温气象条件及房地产市场回暖影响，库存得以释放，市场销量旺盛。9 月市场短暂回落后，“双十一”期间，电商又推动市场恢复上扬，并延续至 2017 年一季度。2016 年我国空调产量同比增加 2.55%。其中 1~11 月零售量、零售额分别同比增长 3.1%、4.8%，相比 2015 年的整体下跌，空调行业已走出下降通道。

图 1：2011~2016 年我国空调产量及增速情况



数据来源：同花顺数据，中诚信证评整理

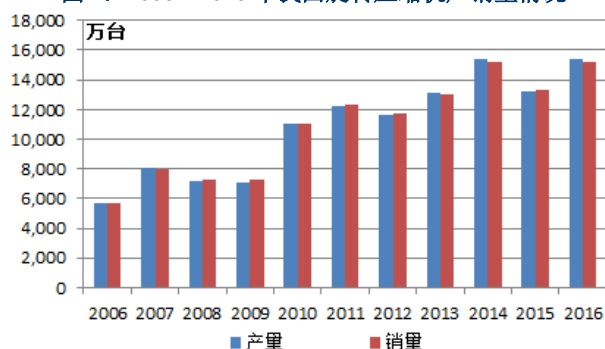
从后期需求来看，受我国经济逐步从高速增长步入转型发展期以及相关家电补贴政策陆续退出等因素影响，短期内空调市场需求释放面临一定瓶颈。但从中长期来看，目前我国空调保有量无论是城镇还是农村，相比发达国家均偏低，未来居民收入增加、城镇化进程推进、保障房的大规模供应以及更新需求稳步释放等因素，都将对我国空调市场的需求增长形成有利支撑。国外市场方面，全球气温变暖使得家用空调成为生活必需品，欧美国家消费需求有望随着经济复苏而逐步回升，印度等新兴国家的巨大的消费市场已进入较快发展阶段，国际市场发展长期看好。

我国空调压缩机行业竞争加剧，相关企业自配套程度提高致使以公司为代表的独立压缩机企业经营压力加大。但凭借“海立”品牌的高知名度，目前公司在非自配套领域仍占据绝对优势

空调压缩机市场与下游空调产品市场息息相

关。2016 年空调压缩机行业呈先抑后扬走势，下半年空调企业的高水平采购备货，推高了压缩机企业的产销走势，大部分压缩机企业均完成了当年销售目标，并以高增长态势进入 2017 年。根据产业在线数据统计，2016 年我国旋转压缩机产销量分别为 1.54 亿台和 1.52 亿台，其中产量同比增长 16.07%，销量同比增长 13.91%；2017 年 1 月，旋转压缩机行业产量同比增长 8.15%，销量同比增长 14.3%，各企业产销都呈增长态势。但中诚信证评也将对压缩机行业满产状态持续性、产能利用率最大化、行业淡季及房地产市场变化等问题保持关注。

图 2：2006~2016 年我国旋转压缩机产销量情况



数据来源：产业在线，中诚信证评整理

从行业格局来看，空调厂家自配套压缩机企业发展速度普遍快于其他品牌。目前，自配套压缩机企业中以美芝和凌达最为典型，近年两者分别借助美的和格力的自配套优势，推动行业自配套压缩机比例不断上升，2016 年我国自配套压缩机销量占行业总销量的 61.1%。随着我国自配套压缩机规模的扩张，独立压缩机企业的市场份额受到挤压，包括公司在内的相关企业经营压力日趋加大。

公司压缩机产品系空调整机的核心零部件，根据市场需求以销定产，产品订单与交付周期滚动实施，呈现周期短、周转快的特点。2016 年公司坚持产业的多元化转型发展，通过加强与无自配套客户的战略合作、新产品新运用领域的开拓、积极拓展海外市场等一系列举措，全年实现业务收入增长。当年公司空调压缩机产量、销量较上年分别增长 13.55%、12.88%至 1,743 万台和 1,700 万台，同时销售市场份额从上年的 12.4%增至 12.5%。凭借“海立”品牌的高知名度以及良好的产品质量，公司压缩机在非自配套市场仍以 30.2%的市场份额位列行业第一。

表 2：2015~2016 年公司空调压缩机产能、产销量情况

单位：万台

	2015	2016
产能	2,000	2,000
产量	1,506	1,743
销量	1,535	1,700

注：上述产能系根据期末生产线情况按全年开工计算

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

空调智能化趋势明显，行业竞争日益激烈。2016 年公司顺应市场行情，继续推进产品变频化和智能化。此外，在新领域方面，公司继续致力于非家用产品和车用压缩机的拓展，当年此类产品销量持续增长，成为公司新的利润增长点

2016 年，国内空调（重点城市）销售量 3,038 万台，同比增长 1%；同时国家信息中心信息资源开发部最新发布的《2016 年度中国智能空调市场白皮书》显示，当年国内智能空调销售量同比增长 10.7%，占整体空调市场销售量比例达 19.2%。预计 2017 年国内智能空调销售量将保持两位数增长水平，同比增长在 12%至 15%左右。由于智能空调市场行情向好，各大厂商积极布局在智能空调领域的投入，品牌竞争日趋激烈。未来几年，国内智能空调市场规模仍将保持增长态势，创新与产业融合成为技术和应用焦点，资源共享、平台共享、服务互联网化等将会改变传统供应链结构和售前、销售与售后服务模式，智能空调产业的整体技术水平将会明显提升。为顺应市场行情，公司加强研发团队建设，积极推进产品升级、创新，开发新 APF 变频产品来主动应对市场和客户需求。2016 年公司变频压缩机产销量分别为 315 万台和 289 万台，分别同比增长 14.96%和 7.84%。

表 3：2015~2016 年公司空调压缩机结构

单位：万台/年、万台

	2015 年			2016 年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
变频空调压缩机	960	274	268	800	315	289
定频空调压缩机	1,040	1,261	1,238	1,200	1,427	1,411
合计	2,000	1,535	1,506	2,000	1,742	1,700

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

另外，在空调压缩机新领域方面，由于空调压缩机采用的热能转换技术符合现阶段能源利用趋势，因此在节能减排理念推动下，空调压缩机应用领域日趋扩大至热泵采暖及热水、洗衣机干衣机、数据处理及通讯、冷冻冷藏及交通运输等非家用领域的诸多方面。在新能源汽车领域，受益于我国对新能源汽车的大力扶持，近年车用压缩机需求增长

迅速，且未来发展潜力较大。鉴于非家用压缩机的良好发展前景，近年公司积极推进 N-RAC 产品和车用压缩机的开发、量产和市场拓展，两类产品销量不断提升，逐步成为公司新的利润增长点。2016 年公司 N-RAC 销量同比增长 35.59%至 240 万台，其中新能源车用压缩机增长 153.1%，轻商用压缩机增长 105%，除湿机用压缩机增长 54%。

表 4：2015~2016 年公司家用和非家用空调压缩机产销量情况

单位：万台

产品（按应用领域分）	2015 年			2016 年		
	产量	销量	毛利率	产量	销量	毛利率
家用空调压缩机	1,339	1,329	10%	1,500	1,461	11%
非家用空调压缩机 N-RAC	196	177	33%	242	240	33%
其中：新能源车用压缩机	2.6	2.6	-	8.7	8.0	-
轻商用压缩机	24	28.3	-	57	58	-
除湿机用压缩机	78	57	-	90	88	-
合计	1,640	1,594	15.75%	1,898	1,855	16.13%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司继续通过生产线智能化改造实现降本增效，同时积极拓展国外市场，未来公司海外市场份额有望增加

近年来，我国空调行业集中度及纵向一体化程度均呈不断提高态势。据产业在线数据显示，目前国内空调行业前 6 位制造商市场占有率已达 80%左右，而部分空调制造商逐年加大压缩机自配套力度，空调压缩机行业的竞争日趋激烈。其次，劳动力成本上升、能源及原材料价格波动、汇率波动以及上海地区经营的商务成本偏高等因素均对公司成本控制带来较大挑战。2012 年公司对上海日立生产线启动了为期四年的智能化改造，以实现降本提效目标。截至 2016 年末，公司自动化改造总投资约 2.4 亿元，拥有工业机器人 545 台（其中多关节机器人 282 台），替代一线作业岗位 443 个，取得一定成效。绵阳海立电器有限公司（以下简称“绵阳电器”）方面，2016 年产量为 119 万台，同比增长 15%；销量为 112 万台，同比增长 13%。绵阳电器 2016 年实施的填平补齐项目将于 2017 年末完成，届时产能将从 12 万台/月提高到 15 万台/月。此外，四川富生高效节能智能电机建设项目已于 2016 年末完成投资约 4.9 亿元，厂房建设完成并投入使用，且大部分设备已投入运行，整体项目将于

2017 年上半年全部投入运行。

在海外市场拓展方面，公司将部分生产线迁至印度。2016 年，该部分生产线迁移的四期项目正式完工，由公司在印度设立的海立电器（印度）有限公司（以下简称“海立印度”）运营，总投资 4.52 亿元，总产能约 200 万台/年，包括 H 系列 100 万台/年和 G/L 系列 100 万台/年。2016 年海立印度实现生产规模 90 万台，同比增长 63%；销售 85 万台，同比增长 111%，产品主要在印度内销，后续将出口至中东、东南亚等地区。公司在海外市场的布局将有效缓和国内压缩机市场激烈竞争带来的影响，并有望成为公司新的业务增长点。

公司电机业务向好，未来在产业协同及资源互补的整合优势上将促进其多元化业务格局的形成和发展

电机是家电产品中不可或缺的关键组件之一，近年随着冰箱、空调等行业整体规模扩大以及国家对家电产品能效指标的不断提高，市场对整机、压缩机和压缩机电机在产能、技术、工艺和管理水平上的要求亦与日俱增，具有较强实力的专业化压缩机电机供应商发展预期较好。目前，国内专业从事冰箱及空调压缩机电机制造的企业较集中，主要包括杭州富生、威灵（芜湖）电机制造有限公司、常

州洛克电气有限公司、浙江迪贝电气股份有限公司、南通长江电器实业有限公司、章丘海尔电机有限公司、苏州爱知科技有限公司、浙江格兰德机械有限公司等十余家企业。2016 年杭州富生完成压缩机电机销售 2,053 万台，位居专业制造商排名首位，整体竞争力较强。电机业务改变了公司多年来过于依赖空调压缩机市场的局面，且随着公司与杭州富生在电机研发、市场开拓、工艺装备、生产管理、原材料采购、成本管理、国际化布局等方面的继续整合，未来智能电机及驱动控制产业有望成为公司继空调压缩机、电机产业之后的又一主业，届时多元化业务格局将得以形成和发展。

综合而言，压缩机市场竞争日益激烈，主要生产企业不断提高自配套占比，使得公司面临的市场竞争日益激烈；但在 2016 年下半年空调市场整体回升，并推高压压缩机企业产销走势的背景下，公司 2016 年压缩机产销量明显上涨，同时电机业务协同发展，整体营收规模相应增长。另外，公司持续拓展海外市场，实施走出去战略，积极寻求非家用空调和压缩机电机等新领域的机遇，未来发展可期。

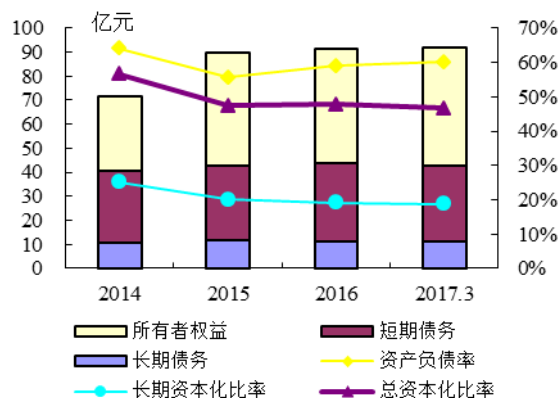
财务分析

下列分析主要基于公司提供的经德勤华永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年定期报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表，所有数据均为合并口径。

资本结构

随着产品结构的优化及生产规模的不断扩大，2016 年末公司总资产为 116.84 亿元，同比增长 10.34%；净资产为 47.84 亿元，同比增长 1.61%。同时，受主业压缩机业务和电机业务发展需要，公司外部融资需求持续上升，年末总负债增长 17.33% 至 69.01 亿元。2016 年末公司财务杠杆比率亦有所上升，资产负债率较上年末增加 3.52 个百分点至 59.06%，总资本化比率为 47.76%，同比增加 0.32 个百分点。截至 2017 年 3 月 31 日，公司总资产为 122.59 亿元，所有者权益为 48.94 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 60.08% 和 46.72%。

图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析

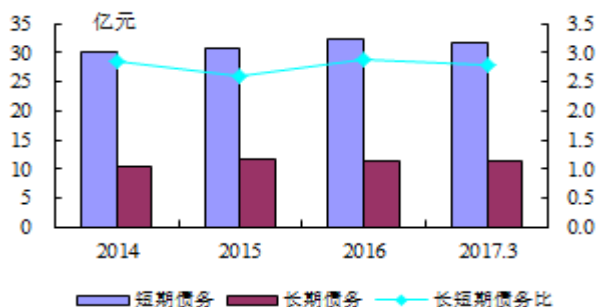


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2016 年末公司流动资产规模为 64.90 亿元，同比增加 11.81 亿元，占当年资产总额的比例为 55.55%，较上年提升 5.41%。公司流动资产主要包括货币资金（10.69 亿元）、应收票据（19.73 亿元）、应收账款（19.09 亿元）和存货（12.92 亿元），其中货币资金 9.87 亿元为银行存款，流动性较好；应收账款的账龄集中在 1 年内，并已计提相应的坏账准备；应收票据同比增加 4.14 亿元，主要为开具的银行承兑汇票；存货主要包括原材料和库存商品等，随着业务规模的扩大，近年公司存货规模有所增长，2016 年末达 12.92 亿元，同比增长 5.81%，但在当前下游行业向好的背景下，公司存货面临的积压风险较小。非流动资产方面，2016 年末公司非流动资产为 51.94 亿元，占当年资产总额的比例为 44.45%，主要集中于固定资产（35.80 亿元）、在建工程（5.77 亿元）和无形资产（4.58 亿元），其中在建工程主要系印度项目（四期）及长阳路综合改造项目等的投入。总体上，公司占比相对较大的流动资产保持增长，资产整体流动性较好。

从债务期限结构来看，2016 年公司短期借款及所开具银行承兑汇票增加致使年末总债务较上年末增加 1.24 亿元至 43.73 亿元，2017 年 3 月末为 42.92 亿元。此外，公司 2016 年末、2017 年 3 月末长短期债务比同比分别增加 0.26 倍和 0.16 倍至 2.87 倍和 2.80 倍，以短期债务为主的债务配置仍使其面临较大的即期偿付压力。

图 4：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

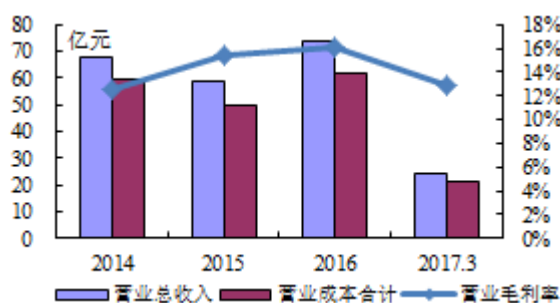
总体来看，公司负债水平相对合理，但以短期债务为主的债务期限结构与其资产匹配程度较低，且未来公司在完善产业布局、扩充产能和设备技改方面仍有一定资本支出计划，届时外部融资需求增加将推升其债务压力，中诚信证评将对此予以持续关注。

盈利能力

受益于 2016 年下半年空调市场回暖，公司压缩机产销量明显增长，全年实现营业收入 55.28 亿元，同比增加 10.01%；同时电机业务实现营业收入 13.00 亿元，对全年营收形成一定扩充。当年公司营业收入同比增长 25.24%至 73.84 亿元。2017 年一季度，公司业务规模随市场行情持续增长，当期营业收入为 24.51 亿元，同比增长 45.72%。

毛利率方面，公司通过生产线智能化改造、拓展 N-RAC 产品应用领域、加大设计和采购降本力度等方式改善主业毛利率水平，并取得一定成效，2016 年压缩机及相关制冷板块毛利率较上年提升 0.38 个百分点至 16.13%；电机板块初始获利能力较好，2016 年毛利率为 18.75%，比 2015 年（8~12 月）增加 0.55 个百分点。受压缩机板块毛利率提升以及电机板块初始获利能力较好推动，2016 年公司营业毛利率较上年增加 0.65 个百分点至 16.13%。

图 5：2014~2017.Q1 公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年公司期间费用仍延续增长态势，但与增幅较大的收入规模相比，三费收入占比仍较小，2016 年为 13.47%，同比下降 0.34 个百分点。从三费构成来看，公司当年销售费用同比增长 45.21%至 2.31 亿元，主要系运费和质保金费用。此外，为加快产品创新升级，公司继续保持较高的研发投入，致使管理费用仍然维持在较高水平，当年管理费用为 6.80 亿元，占期间费用总额的 68.40%。2017 年一季度，公司期间费用合计 2.48 亿元，占营业收入比重为 10.12%。总体来看，公司期间费用占收入比重已呈下降趋势，但仍对利润空间形成一定规模的侵蚀，期间费用控制能力有待进一步提升。

表 5：2014~2017.Q1 公司期间费用情况

单位：亿元

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	1.66	1.59	2.31	0.69
管理费用	4.57	5.40	6.80	1.54
财务费用	1.05	1.15	0.83	0.25
三费合计	7.28	8.14	9.94	2.48
营业总收入	68.08	58.96	73.84	24.51
三费收入占比	10.70%	13.81%	13.47%	10.12%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年公司实现利润总额 2.58 亿元，同比上升 93.23%。从利润构成来看，受益于空调压缩机销量大幅上升、电机业务发展良好等因素，公司经营性业务利润较上年增长 0.85 亿元至 1.67 亿元。同时，公司将持有的 33.33%日立海立部件股权及 33.33%日立海立系统股权全部出售给日立汽车系统株式会社取得投资收益 0.43 亿元，占当年投资收益的 87.76%。此外，公司取得政府补助、固定资产处置利得等营业外收入 0.69 亿元，对全年盈利形成了一定补充。

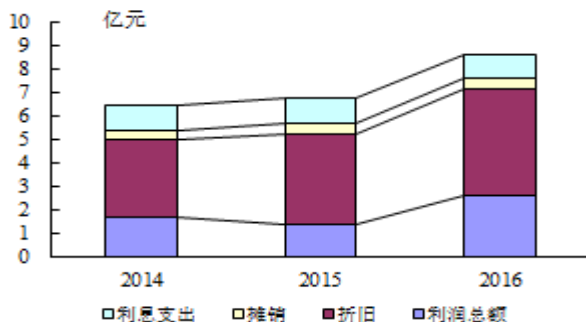
总体来看，受益于 2016 年下半年以来空调行业反弹，消费市场需求持续增长，公司盈利水平同步上升；同时，电机业务的良好发展成为公司一大利润来源，并有利于整体抗风险能力的提升。

偿债能力

获现方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成，2016 年利润总额及固

定资产折旧提升使得 EBITDA 增长至 8.58 亿元。受此推动, EBITDA 利息保障倍数从上年末的 6.13 提升至 8.52, 总债务/EBITDA 从 6.31 下降至 5.10, EBITDA 对债务本息的保障能力得以提升。

图 6: 2014~2016 年公司 EBITDA 结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 2016 年公司经营实现较大盈利, 加之商业信用融资能力大幅提升, 使得经营性活动净现金流同比增长 72.00% 至 8.70 亿元。受益于经营性净现金流规模的扩大, 2016 年公司经营活动净现金流/总债务、经营性净现金流利息倍数均有所提升, 分别为 0.20 和 8.64, 经营活动净现金流对债务本息的保障能力提高。但资本性支出持续加大导致当期投资性现金净流出 3.18 亿元, 预计未来几年资本性支出仍将维持在一定规模, 公司资金压力难减。

表 6: 2014~2017.Q1 年公司主要偿债能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务/EBITDA (X)	6.26	6.31	5.10	4.77
经营净现金流/总债务 (X)	0.11	0.12	0.20	-0.55
EBITDA 利息保障倍数 (X)	5.61	6.13	8.52	8.88
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.02	4.61	8.64	-23.24
资产负债率 (%)	63.99	55.54	59.06	60.08
总资本化比率 (%)	56.51	47.44	47.76	46.72

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 作为上市企业, 公司在资本市场融资渠道较为通畅, 同时与多家金融机构保持着良好合作关系, 具备一定的再融资能力。截至 2017 年 3 月末, 公司获得中国银行、农业银行、交通银行、农村商业银行等多家金融机构共计 47.24 亿元的授信额度, 其中尚未使用授信额度 28.77 亿元, 备用流动性较充裕。

或有负债方面, 截至 2017 年 3 月末, 公司无

对外担保。截至 2017 年 3 月末, 公司未有重大未决诉讼、仲裁事项发生。

综合而言, 受益于下游行业景气度提升, 公司业务和获利规模均大幅增长, 且负债水平仍较合理, 经营性现金流呈持续性净流入状态, 备用流动性较充沛, 公司整体仍具有很强的偿债能力。从长期看, 凭借较强的研发能力, 公司在非家用空调压缩机领域有望实现进一步增长, 同时电机业务盈利水平较为可观, 若公司能够按既定目标落实各规划项目, 后期整体竞争实力将进一步得到增强。但中诚信证评亦将关注较大的资本支出压力对公司运营产生的影响。

担保实力

上海电气 (集团) 总公司 (以下简称“上海电气集团”或“集团”) 为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

业务和财务表现

上海电气集团成立于 1998 年 5 月 28 日, 由上海市国有资产监督管理委员会全资控制, 经营业务以设计、制造和销售电站设备、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、电梯和家用电器等为主, 系国内少数能够承担设备总成套、工程总承包的特大型集团公司。上海电气集团是我国最大的综合性装备制造集团之一、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。

上海电气集团业务主要由工业装备、高效清洁能源、现代服务业、新能源及环保四个板块组成。2016 年“去产能”背景下, 全国固定资产投资增幅放缓, 集团部分业务板块较上年同期呈现一定下滑; 但现代服务业、新能源及环保板块增幅明显, 全年业务得以维稳, 当年实现营业收入 978.04 亿元, 同比增长 2.94%。

表 7：2015~2016 年上海电气集团业务结构情况

单位：亿元

业务板块	2015	2016	同比增减
工业装备	386.05	375.11	-2.83%
高效清洁能源	282.72	272.16	-3.74%
现代服务业	253.75	265.20	4.51%
新能源及环保	97.79	127.49	30.37%
其他板块	9.79	17.16	75.28%
抵消项	-79.96	-79.08	-1.10%
合计	950.14	978.04	2.94%

数据来源：上海电气集团审计报告，中诚信证评整理

分板块来看，集团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。其中，电梯业务由三菱电机上海机电电梯有限公司、上海三菱电梯有限公司经营，具体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，产品种类涉及载客电梯、载货电梯、观光电梯、医用电梯、汽车电梯等 30 多个系列、200 多种规格。其余印刷包装机械、机床等产品均由相应的子公司运营管理，均为行业内知名企业，具有明显规模优势和领先地位，整体运营较为平稳。

高效清洁能源业务主要为火电设备、配套设备以及输配电设备的设计、制造和销售。上海电气集团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。近年来，受火电持续低迷影响，集团此项业务略有所停滞，2016 年同比下降 3.74% 至 272.16 亿元。

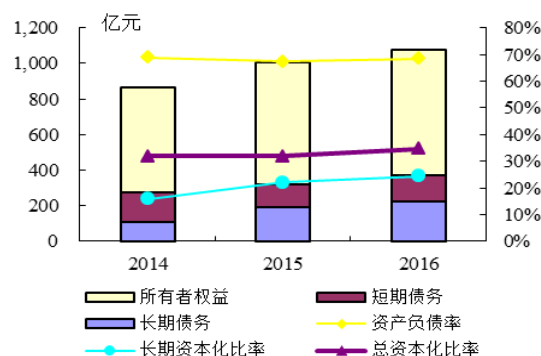
2016 年，国内核电市场开始逐渐恢复，大部份在建核电项目继续推进，新建核电项目处于缓慢推动状态。集团子公司上海电气集团股份有限公司（以下简称“上海电气”）研制的首台高温气冷堆压力容器、金属堆内构件正式发运，标志集团核电装备制造能力取得了新的重大突破。同时，集团继续保持在中国海上风电设备市场的领先优势，上海电气以海上风电 489MW 的新增装机量成为全球 2016 年度最大海上风电整机制造商。此外，集团的环保产业已初步构建起一条涵盖工程+设计、技术+产品、运营+服务的完整产业链，在国内安徽、河北、天津等地区相继签署了一批光伏项目。得益于上述

因素推动，2016 年集团新能源及环保板块同比增长 30.37% 至 127.49 亿元。

2016 年，集团继续稳步发展电站工程业务，将“一带一路”涉及的五十多个国家和地区作为工程产业重点市场，已在巴基斯坦新设子公司，并计划新增南非、马来西亚、土耳其、波兰、哥伦比亚等海外销售网站，同时已与埃塞俄比亚电力公司签署了 BDWC-1-LOT3A 变电站设计、设备供货、土建施工和安装总承包工程合同，合同总金额约 1 亿美元。此外，集团的电站工程业务以火电市场为基础，逐步向新能源和分布式能源市场拓展，推进产融结合，通过加大项目投资和项目融资力度提高市场占有率。集团当年承接了内蒙古岱海电厂二期机组增容及节能减排综合升级改造 EPC 合同，继续在火电机组改造市场取得突破。

财务表现方面，上海市国资委向集团无偿划拨资产、子公司定向增发股票等事项使得 2016 年集团总资产及净资产规模持续扩张，年末分别为 2,222.34 亿元和 700.84 亿元，分别较上年增长 6.15% 和 2.55%。负债方面，2016 年集团发行 25 亿元公司债致使年末总负债同比增加 7.89% 至 1,521.49 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 68.46%、34.81%，财务杠杆比率基本与上年持平，尚处于合理范围内。

图 7：2014~2016 年上海电气集团资本结构分析



资料来源：上海电气集团审计报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，集团公司债券的成功发行及下属子公司已发行债券加大了自身有息债务压力，2016 年其总债务从上年末的 322.16 亿元增至 374.18 亿元，但长期债务的增加使得长短期债务比从上年末的 0.67 下降至 0.65，债务期限结构更趋稳健。

盈利方面，集团毛利率呈逐年增长态势，2016 年营业毛利率较上年增加 0.43 个百分点至 21.50%，取得净利润 45.79 亿元，与上年基本持平，整体盈利较为稳定。

偿债能力方面，2016 年集团经营性净现金流较上年增加 27.97 亿元至 103.39 亿元，持续的现金流入为当期债务本息偿还提供了良好保障。2016 年末集团经营性净现金流/总债务、经营性净现金/短期债务分别为 0.28 倍和 0.70 倍。

此外，作为上海国资委旗下最主要的工业企业，集团与多家金融机构建立了良好合作关系。截至 2016 年末，集团已获得工商银行、中国银行、建设银行和农业银行等多家银行共计 1,739 亿元的授信额度，尚有 1,298 亿元额度未使用，备用流动性充沛。

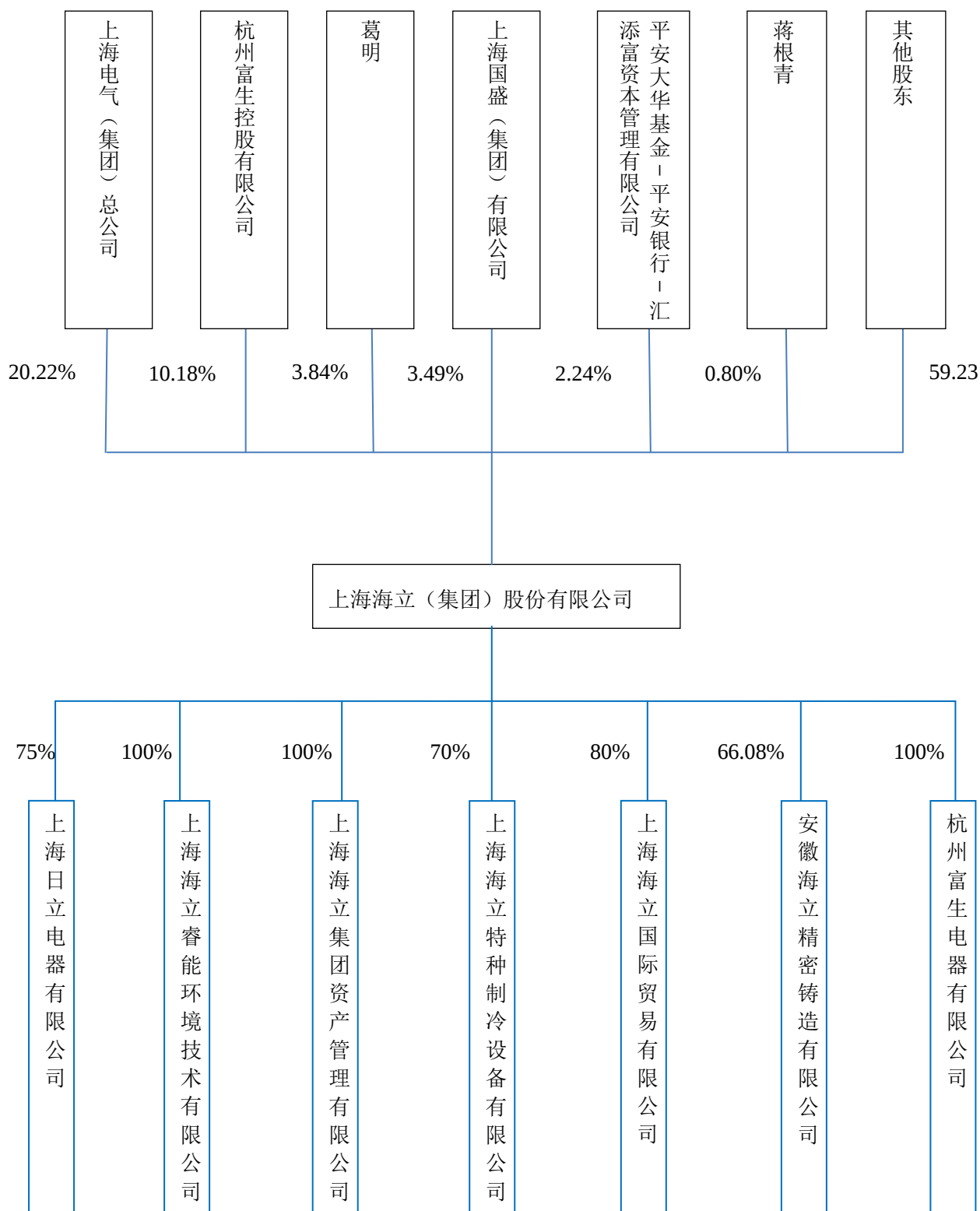
或有负债方面，截至 2016 年末，集团对内担保金额为人民币 52.01 亿元及 5 亿美元，同比增加人民币 18.62 亿元；对集团外担保金额为人民币 1.49 亿元。此外，集团至今未有重大未决诉讼、仲裁事项发生。

总体来看，上海电气集团作为国内少数综合性装备制造集团之一，资产及收入规模逐年扩张，综合实力雄厚，行业地位领先，具备极强的偿债能力，能够为本次债券的还本付息提供有力保障。

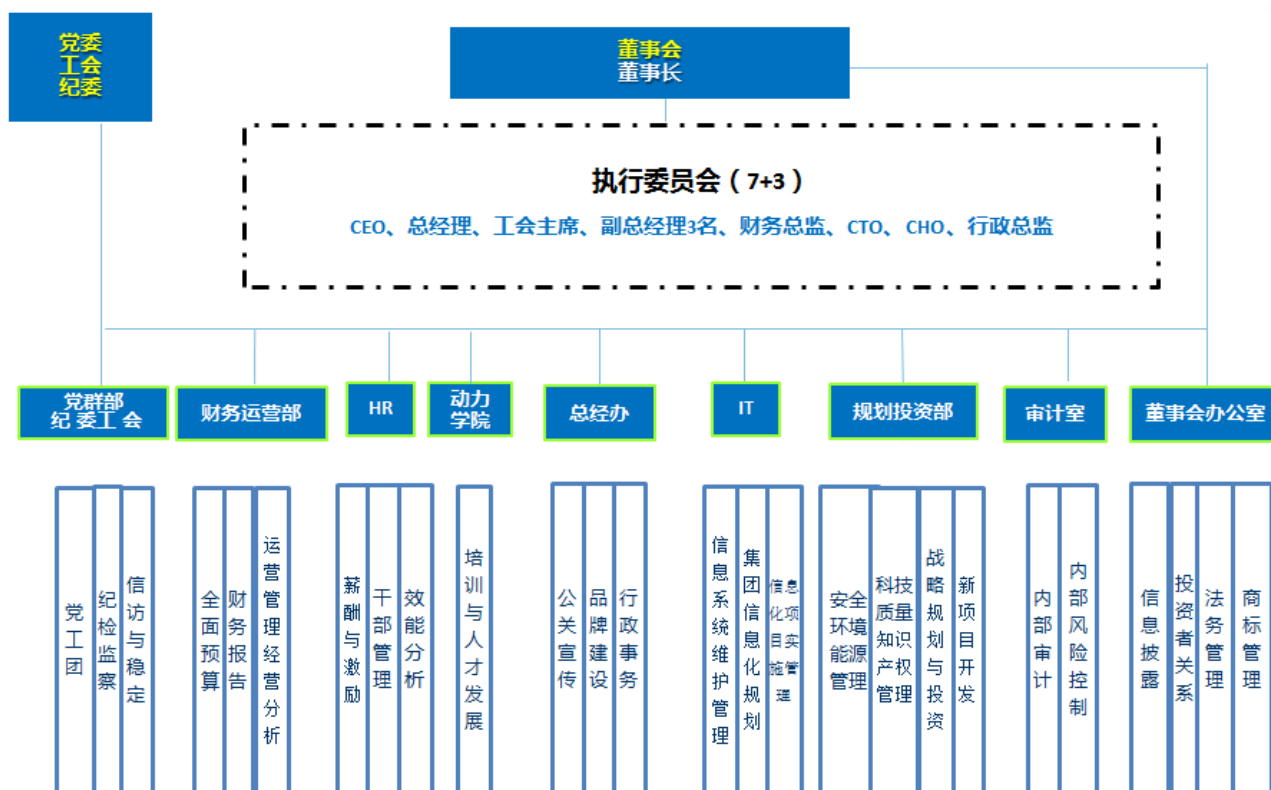
结 论

综上所述，中诚信证评维持“上海海立（集团）股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级 **AAA**，维持海立股份主体信用等级 **AA**，评级展望稳定。

附一：上海海立（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：上海海立（集团）股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：上海海立（集团）股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	52,871.70	73,944.78	106,917.26	71,717.81
应收账款净额	146,696.84	164,745.54	190,915.70	241,452.88
存货净额	89,415.87	122,113.41	129,212.33	147,846.25
流动资产	491,795.16	530,946.31	649,004.16	709,374.01
长期投资	22,557.62	17,818.49	11,583.90	11,864.93
固定资产合计	291,563.36	413,475.18	416,403.53	413,005.88
总资产	865,139.56	1,058,917.22	1,168,404.19	1,225,868.85
短期债务	300,113.69	307,119.80	324,314.44	316,168.39
长期债务	104,717.80	117,749.37	112,962.89	113,017.98
总债务（短期债务+长期债务）	404,831.49	424,869.16	437,277.33	429,186.37
总负债	553,597.41	588,143.52	690,053.55	736,463.36
所有者权益（含少数股东权益）	311,542.15	470,773.70	478,350.64	489,405.49
营业总收入	680,844.72	589,625.58	738,373.06	245,118.23
三费前利润	84,208.24	89,563.02	116,093.02	30,744.62
投资收益	2,232.06	1,696.98	4,918.15	74.07
净利润	13,740.10	10,220.42	21,484.81	5,966.93
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	64,643.82	67,371.11	85,799.91	22,508.93
经营活动产生现金净流量	46,309.29	50,703.18	86,985.42	-58,897.29
投资活动产生现金净流量	-29,564.67	-22,074.16	-31,765.52	-6,332.39
筹资活动产生现金净流量	1,231.87	-13,568.85	-25,088.87	29,661.32
现金及现金等价物净增加额	18,659.04	15,658.81	32,187.64	-35,322.44
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	12.56	15.48	16.13	12.92
所有者权益收益率（%）	4.41	2.17	4.49	4.88*
EBITDA/营业总收入（%）	9.49	11.43	11.62	9.18
速动比率（X）	0.95	0.93	0.95	0.95
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.12	0.20	-0.55*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.17	0.27	-0.75*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.02	4.61	8.64	-23.24
EBITDA 利息倍数（X）	5.61	6.13	8.52	8.88
总债务/EBITDA（X）	6.26	6.31	5.10	4.77*
资产负债率（%）	63.99	55.54	59.06	60.08
总资本化比率（%）	56.51	47.44	47.76	46.72
长期资本化比率（%）	25.16	20.01	19.10	18.76

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：上海电气（集团）总公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：亿元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	345.65	429.18	458.41	397.51
应收账款净额	302.83	310.84	320.37	323.98
存货净额	307.30	301.55	298.88	346.93
流动资产	1,206.02	1,338.36	1,426.20	1,423.21
长期投资	287.56	316.80	322.32	333.38
固定资产合计	245.79	247.08	248.52	245.81
总资产	1,897.01	2,093.62	2,222.34	2,237.11
短期债务	165.98	128.94	147.32	156.40
长期债务	110.67	193.22	226.86	218.88
总债务（短期债务+长期债务）	276.65	322.16	374.18	375.28
总负债	1,308.16	1,410.23	1,521.49	1,530.57
所有者权益（含少数股东权益）	588.84	683.39	700.84	706.54
营业总收入	950.14	965.21	978.04	181.86
三费前利润	189.14	197.57	202.24	38.34
投资收益	17.10	28.10	21.83	2.37
净利润	44.29	46.56	45.79	6.38
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	92.70	100.83	101.05	10.89
经营活动产生现金净流量	66.64	75.42	103.39	-79.97
投资活动产生现金净流量	-23.45	10.05	-142.47	-12.81
筹资活动产生现金净流量	-8.75	36.19	1.61	3.32
现金及现金等价物净增加额	33.83	125.58	-35.80	-89.44
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	20.55	21.07	21.50	21.61
所有者权益收益率（%）	7.52	6.81	6.53	3.60*
EBITDA/营业总收入（%）	9.76	10.45	10.33	5.99
速动比率（X）	0.83	0.95	0.96	0.90
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.23	0.28	-0.21*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.40	0.58	0.70	-2.05*
经营活动净现金/利息支出（X）	7.60	7.46	10.25	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.57	9.97	10.02	-
总债务/EBITDA（X）	2.98	3.20	3.70	8.62*
资产负债率（%）	68.96	67.36	68.46	68.42
总资本化比率（%）	31.96	32.04	34.81	34.69
长期资本化比率（%）	15.82	22.04	24.45	23.65

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。