



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪230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，维持贵公司本期债券信用等级**AAA**，维持本次发债主体信用等级为**AA**，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月十七日

上海海立（集团）股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2016）

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	2015/06/23		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

2015 年“去库存”、“降价促销”成为国内空调行业主基调，空调压缩机等配套企业经营承压，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”）通过并购重组、积极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，综合毛利率大幅提升；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，空调厂家自配套压缩机企业的不断发展，导致以公司为代表的独立压缩机企业市场份额正受到持续性挤压，2015 年公司产销量同步下滑，营收规模相应萎缩。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，2015 冷年公司空调压缩机市场占有率排名国内第三，行业领先地位延续。
- 非家用空调新领域取得进展。2015 年公司非家用空调压缩机销量同比增长 9.86%至 153.8 万台，其中车用压缩机销量达 3.23 万台，较上年实现 10 倍增长，在新能源汽车、新能源客车的市场份额分别上升至 10%和 25%，成为公司新的增长点。
- 并购重组后的协同发展效应。2015 年公司完成了对制冷电机生产企业杭州富生的并购重组，股权及业务结构得以优化，未来技术共

概况数据

海立股份	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	30.66	31.15	47.08	47.25
总资产（亿元）	81.25	86.51	105.89	110.08
总债务（亿元）	31.99	40.48	42.49	42.83
营业总收入（亿元）	66.22	68.08	58.96	16.82
营业毛利率（%）	12.60	12.56	15.48	14.88
EBITDA（亿元）	6.56	6.46	6.74	1.77
所有者权益收益率（%）	4.61	4.41	2.17	2.15
资产负债率（%）	62.27	63.99	55.54	57.07
总债务/EBITDA（X）	4.88	6.26	6.31	6.06
EBITDA 利息倍数（X）	5.28	5.61	6.13	6.85
上海电气集团	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	491.10	588.84	683.39	674.54
总资产（亿元）	1,669.50	1,897.01	2,093.62	2,092.50
总债务（亿元）	240.71	276.65	322.16	343.35
营业总收入（亿元）	947.48	950.14	965.21	197.14
营业毛利率（%）	19.30	20.55	21.07	20.03
EBITDA（亿元）	87.73	92.70	100.83	-
所有者权益收益率（%）	8.25	7.52	6.81	4.69
资产负债率（%）	70.58	68.96	67.36	67.76
总债务/EBITDA（X）	2.74	2.98	3.20	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.77	10.57	-	-

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、2016 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

分 析 师

陈小平 xzchen@ccxr.com.cn梅楚霖 elmei@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 17 日

享、资源互补等整合优势亦将有效促进公司多元化业务格局的形成和发展。

- 担保方实力雄厚。公司担保方系我国最大的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

- 公司空调压缩机市场份额持续下降。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，2015 年公司市场份额从上年的 12.8% 降至 12.4%。
- 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对象构成委托关系外，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评级对象提供，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、法规及时对外公布。

重大事项

根据 2015 年 4 月 13 日公司 2015 年第一次临时股东大会决议，公司拟向杭州富生电器股份有限公司（以下简称“杭州富生”）全体股东发行股份以购买其合计持有的杭州富生 100% 股权，同时通过向符合条件的不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金。2015 年 8 月 12 日，公司以 7.40 元/股价格发行人民币普通股（A 股）151,351,351 股，完成了对杭州富生 100% 的股权收购，至此电机板块成为公司压缩机业务之外的另一核心产业，对其优化产品结构、扩大经营规模、提升抗风险能力产生了积极作用。2015 年 11 月 4 日，公司发行人民币普通股（A 股）47,215,189 股，募得配套资金 3.73 亿元，公司承诺将 1.8 亿元用于四川富生高效节能电机建设项目，1.73 亿元补充杭州富生运营资金，0.2 万元支付交易相关费用。2015 年 10 月 30 日，公司将上述资金分别存放于四川富生电器有限责任公司和杭州富生专项账户；截至 2016 年 4 月 26 日，公司募集资金已累计使用 3.22 亿元，其中投入四川富生高效节能电机建设项目 1.47 亿元，投入杭州富生运营 1.62 亿元，支付交易费用 0.13 亿元。上述定增及募资事宜后，公司合计增加股本 1.99 亿元，增加资本公积 12.81 亿元。

基本分析

公司前期主要从事转子式、涡旋式两类压缩机的产销业务，2015 年收购杭州富生后，新增制冷压缩电机、微特电机等电机产品的产销业务，业务结构有所丰富。2015 年公司实现营业收入 58.96 亿元，同比减少 13.40%。分产品来看，压缩机及相关制冷设备收入为 50.25 亿元，同比减少 20.72%，占营业收入比重为 85.23%。

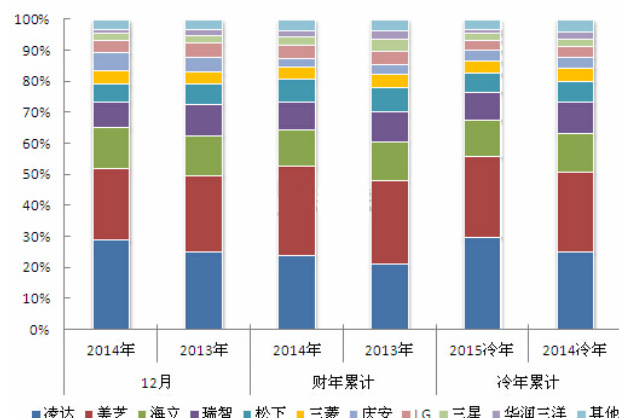
表 1：2013~2015 公司营业收入构成情况

单位：亿元			
细分收入	2013	2014	2015
压缩机及相关制冷设备	61.96	63.38	50.25
电机（8~12 月）	-	-	4.86
贸易及物业租赁	1.89	1.82	1.58
其它	2.37	2.88	2.27
合计	66.22	68.08	58.96

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。虽然近年来公司在空调压缩机市场上占有率有所下降，但排名仍稳定在行业三甲之内。2015 冷年¹公司在国内空调压缩机市场占有率排名第三位，继续保持在行业内的领先地位。

图 1：2013~2015 冷年国内空调压缩机市场占有率
旋转压缩机品牌销售运营情况



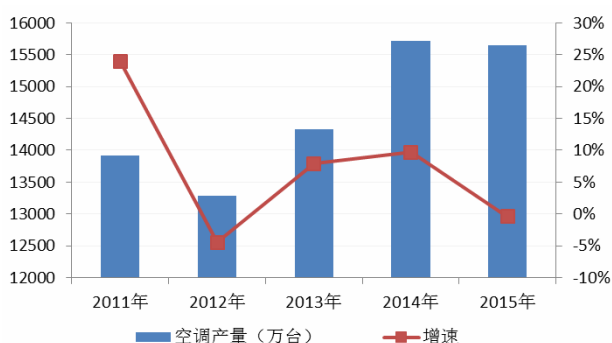
数据来源：产业在线，中诚信证评整理

2015 年“去库存”、“降价促销”成为国内空调行业主基调，全行业营收陷入负增长态势。未来随着我国城市化进程推进以及国外新兴市场消费需求拉动，国内空调行业仍具备一定增长空间

2015 年受宏观经济持续疲软、房地产市场景气度欠佳影响，我国家电行业增长动力不足，主要产品销量增速放缓，全行业营收陷入负增长困境。据国家统计局数据显示，2015 年我国家电行业主营业务收入为 14,083.9 亿元，增速从去年的 10.0% 降至 -0.4%；利润总额为 993.0 亿元，增速较上年减少 10.1 个百分点至 8.4%。从空调方面来看，夏季气温偏低以及库存规模较大致使当年空调市场需求放缓，2015 年我国空调产量同比减少 0.02%，零售量、零售额同比分别减少 1.1%、4.8%，且为消化库存，空调平均价格亦有所下降。

¹ 冷年：冷年指当年夏季气温低，一般情况下，冷年空调销量不佳。且一个冷年年度为上年 8 月初至当年 7 月末，如 2015 年冷年为 2014 年 8 月 1 日至 2015 年 7 月 31 日。因此，此处海立股份的冷年市场占有率与年报中披露的年度市场占有率统计口径不同，故数据不一致。

图 2：2011~2015 年我国空调产量及增速情况

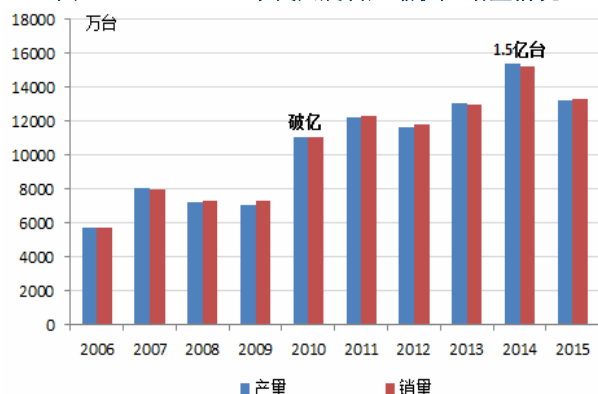


数据来源：中商情报网，中诚信证评整理

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瓶颈。但从中长期来看，国内市场，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、城镇化进程推进以及保障房的大规模供应等因素，都将对我国空调市场的需求增长形成有利支撑；国外市场，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。

下游需求放缓下，我国空调压缩机行业遇冷，同时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市场份额进一步受挤压。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

图 3：2006~2015 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

空调压缩机市场与下游空调产品市场息息相关。如前所述，2015 年空调产销量呈现不同程度下滑，空调压缩机作为空调市场的主要配套零部件，

产销亦陷入衰弱轨道。根据产业在线数据统计，2015 年我国旋转压缩机产销量均为 1.33 亿台，其中产量同比减少 13.74%；销售同比减少 12.39%。

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，自配套企业中以美芝和凌达最为典型，近年两者分别借助美的、格力的自配套优势，推动行业自配套比例不断上升。2015 年我国自配套销量占行业总销量的 60.1%，比重较上年提升了 1 个百分点。随着我国自配套规模的扩张，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。2015 年公司欲以资产重组、调整产品结构、拓展新兴市场等方式改善经营业绩，但受经济环境不佳及行业自配套集中度提高等负面因素影响，总体表现不甚理想。当年公司空调压缩机产量、销量较上年分别下降 16.32%、16.36%至 1,535 万台和 1,506 万台，同时销售市场份额从上年的 12.8%降至 12.4%。尽管产销数据同步下滑，但凭借“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 29%的市场份额位列行业第一。

表 2：2013~2015 年公司空调压缩机产能产量情况

单位：万台

项目	2013	2014	2015
产能	1,800	2,000	2,000
产量	1,675.93	1,834.11	1,535
销量	1,650.11	1,800.70	1,506
占全国市场份额	14.1%	12.8%	12.4%

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

智能化成为家用空调新的发展方向，2015 年公司顺应市场需求，积极推进产品的变频化和智能化。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

虽然 2015 年空调市场整体表现略显低迷，但受消费升级和节能环保理念推动，具备高效、变频、

舒适、智能化特点的家用空调发展较好。分产品来看，2015 年冷年，我国变频空调销量比重较 2014 年冷年提升 4.29 个百分点至 59.89%，销售额比重由 2014 年冷年的 64.17% 增至 69.96%；同期，智能空调销售额同比增加 98.44%，销量同比增加 173.50%，占市场销量总额的 5.74%，2016 年有望超过 10%。智能化已成为家用空调市场新的发展方向。为顺应市场需要，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。2015 年公司变频压缩机产销量分别为 274 万台和 268 万台，分别同比增长 21.24% 和 1.52%。

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美好发展前景，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。2015 年公司 N-RAC 产品实现销售 153.8 万台，同比增加 9.86%；车用压缩机全年实现销售 3.23 万台，较去年实现 10 倍增长。根据中国汽车工业协会统计的新能源汽车销量推测，2015 年公司占新能源汽车市场份额约 10%，占新能源客车市场份额约 25%，位列行业领先地位。

表 3：2014~2015 年公司主要产品产销量及市场占有率情况

单位：万台

产品	2014 年			2015 年		
	产量	销量	市场份额	产量	销量	市场份额
转子式空调压缩机	1,833	1,801	12.8%	1,532	1,503	12.4%
其中：非家用空调压缩机 N-RAC	145	140	-	196	154	-
涡旋车用压缩机	0.32	0.32	4%	3.23	3.23	10%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年公司继续通过生产线智能化改造实现降本提效，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 10 位制造商市场占有率已达 90% 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。因此，公司 2012 年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 2015 年末，公司自动化改造累计完成投资 2.08 亿元，投入工业机器人 480 台，其中多关节机器人 225 台，替代一线作业岗位 357 人，取得一定成效。

在海外市场拓展方面，2009 年以来，印度空调

市场呈逐年上升趋势，全球多个家电巨头纷纷布阵印度市场，作为核心零部件的空调压缩机也顺势进入印度市场，此后，我国空调压缩机对印度出口量逐年增长。据产业在线数据统计，2015 年我国旋转压缩机出口印度 368.4 万台，同比增长 3.7%，出口规模仅此于泰国，成全球第二。公司空调压缩机产品于 2002 年进入印度市场，2008 年在印度设立技术服务中心；2013 年注册成立海立电器（印度）有限公司（以下简称“海立印度”）。海立印度定位为公司在印度的生产基地，以印度为目标市场，同时辐射中东市场，项目计划总投资 4.52 亿元，预期形成 200 万台/年的 H/L 系列空调压缩机生产能力。截至 2016 年 3 月末，项目已完成投资 3.49 亿元，拥有 100 万台/年的生产能力，后续投资将于 2016 年底完成，完全投产后预计年新增销售收入和净利润分别约为 7.68 亿元、0.41 亿元，将对公司整体营收形成积极推动作用。

对杭州富生的顺利收购优化了公司业务及股权结构，未来产业协同及资源互补的整合优势将促进公司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，2015 年杭州富生完成压缩机电机销售 2,020 万台，位居专业制造商排名首位，整体竞争力较强。

海立股份并购重组杭州富生符合国家及上海市国有资产管理部门的混合所有制改革方向，有助于公司股权结构进一步优化，推进市场化经营机制改革，激发活力，提升经营规模及持续盈利能力。此外，新增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，且随着双方在电机研发、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继空调压缩机、电机产业之后的又一主业，届时公司多元化业务格局将得以形成和发展。

综合而言，在国内需求增速回落和主要客户自配套比率不断上升背景下，公司市场份额遭受持续性挤压，2015 年产销量明显下滑，营收规模相应收缩，但公司持续拓展海外市场，实施走出去战略，同时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。

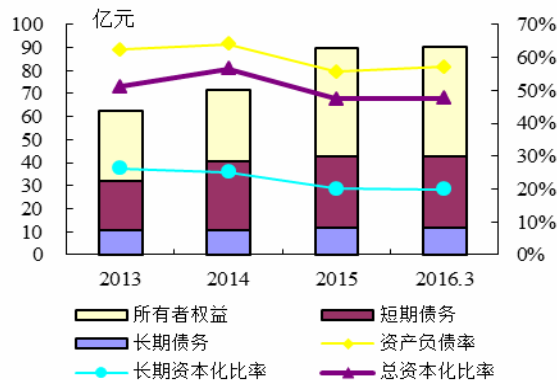
财务分析

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 2013~2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报表，所有数据均为合并口径。

资本结构

2015 年公司通过定增方式完成了对杭州富生的并购重组及配套资金的募集，年末总资产及净资产分别同比增长 22.40%、51.11%至 105.89 亿元、47.08 亿元。受主业压缩机业务运营承压，新增机电业务开展需要，公司外部融资需求持续上升，年末总负债小幅增长 6.24%至 58.81 亿元，但得益于净资产的大幅增长，年末财务杠杆比率有所下降，资产负债率、总资本化比率分别较上年末减少 8.45 个百分点、9.07 个百分点至 55.54%、47.44%。截至 2016 年 3 月 31 日，公司总资产为 110.08 亿元，所有者权益为 47.25 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 57.07%和 47.55%。

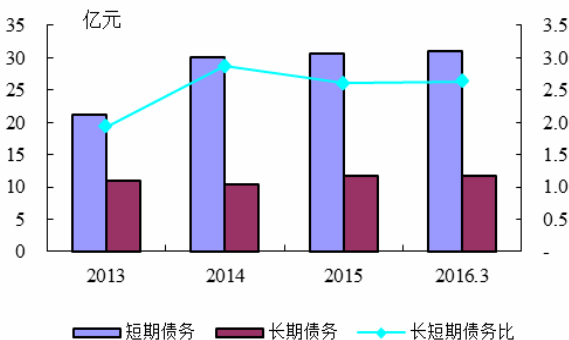
图 4：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2015 年末公司总债务较上年末增加 2.01 亿元至 42.49 亿元，2016 年 3 月末为 42.83 亿元。尽管 2015 年末、2016 年 3 月末长期债务比较往年有所改善，分别为 2.61 和 2.64，但以短期债务为主的债务配置使其面临较大的即期偿付压力。

图 5：2013~2016.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

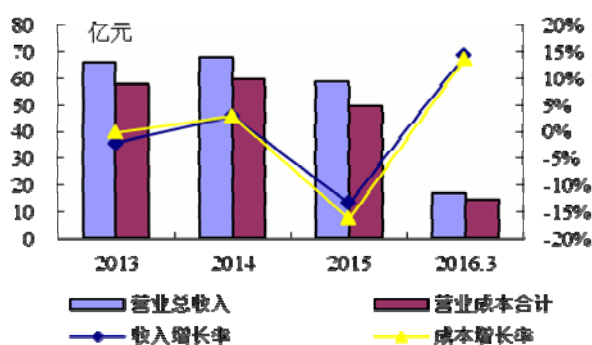
总体来看，公司负债水平相对合理，但以短期债务为主的债务期限结构与其资产匹配程度较低，且未来公司在完善产业布局、扩充产能和设备技改方面仍有一定资本支出计划，届时外部融资需求增加将推升其债务压力，中诚信证评将对此予以持续关注。

盈利能力

并购重组后，新增的电机业务对公司全年营收形成一定扩充，但受宏观经济景气度不佳，下游空调行业产销量下滑等负面因素影响，2015 年公司压缩机业务大幅下滑致使全年营业收入同比下降 13.40%至 58.96 亿元。2016 年一季度，公司压缩机业务有所改善，加之电机业务产生的收入补充，当期营业收入同比增长 14.41%至 16.82 亿元。

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，2015 年压缩机及相关制冷板块毛利率较上年提升 3.21 个百分点至 15.75%；新增的电机板块初始获利能力较好，2015 年（8~12 月）毛利率为 18.20%。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，2015 年公司营业毛利率较上年增加 2.92 个百分点至 15.48%。

图 6：2013~2016.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，2015 年公司加大期间费用控制力度，但效果不甚理想，业务规模大幅收缩下，期间费用仍延续增长态势，全年同比增长 11.82%至 8.14 亿元，三费收入占比较上年上升 3.11 个百分点至 13.81%。从三费构成来看，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 5.40 亿元，占期

间费用总额的 66.31%。总体来看，公司期间费用控制能力有待提升。

表 4：2013~2016.Q1 公司期间费用情况

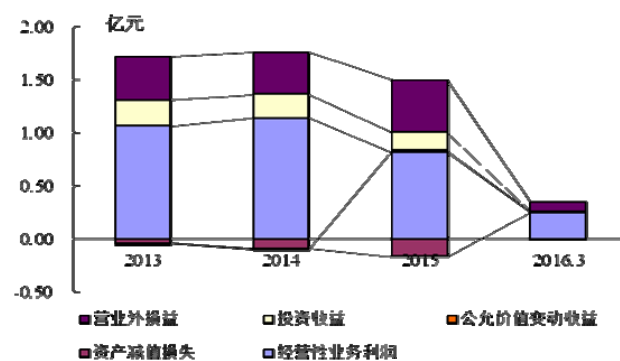
单位：亿元、%

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	1.56	1.66	1.59	0.51
管理费用	4.38	4.57	5.40	1.30
财务费用	1.24	1.05	1.15	0.40
三费合计	7.18	7.28	8.14	2.21
营业总收入	66.22	68.08	58.96	16.82
三费收入占比	10.84	10.70	13.81	13.13

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年公司实现利润总额 1.34 亿元，同比下降 19.34%。从利润构成来看，受空调压缩机销量大幅下滑、期间费用持续增长等不利因素影响，公司经营性业务利润较上年减少 0.33 亿元至 0.81 亿元。尽管经营性业务利润下滑，但当年处置可供出售金融资产以及以权益法核算的长期股权投资对象上海海立中野冷机有限公司、日立海立汽车系统（上海）有限公司实现收益使得公司获得投资收益 0.17 亿元，同时取得政府补助、固定资产处置利得等营业外收入 0.52 亿元，对全年盈利形成了一定补充。

图 7：2013~2016.Q1 公司利润总额情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，空调行业已进入调整期，消费市场需求持续放缓致使公司业务和盈利规模同步下滑，后期新增的电机业务有利于整体抗风险的能力提升。

偿债能力

获现方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和财务性利息支出构成，2015 年固定资产折旧提升使得 EBITDA 增长至 6.74 亿元，受此

推动, EBITDA 利息保障倍数、总债务/EBITDA 等主要偿债指标分别比上年末的 5.61、6.26 提升至 6.13 和 6.31。

现金流方面, 2015 年公司经营性活动净现金流为 5.07 亿元, 同比增长 9.49%; 但资本性支出持续加大导致当期投资性现金净流出 2.21 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。受益于经营性净现金流规模的扩大, 2015 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 0.12 和 4.61。

表 5: 2013~2016.Q1 年公司主要偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务/EBITDA (X)	4.88	6.26	6.31	6.06
经营净现金流/总债务 (X)	0.13	0.11	0.12	-0.08
EBITDA 利息保障倍数 (X)	5.28	5.61	6.13	6.85
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.37	4.02	4.61	-3.24
资产负债率 (%)	62.27	63.99	55.54	57.07
总资本化比率 (%)	51.06	56.51	47.44	47.55

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 2016 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 49.72 亿元的授信额度, 其中尚未使用授信额度 31.76 亿元, 备用流动性充裕。

或有负债方面, 截至 2016 年 3 月末, 公司担保余额合计 6.11 亿元, 担保对象为下属子公司上海海立特种制冷设备有限公司、上海海立国际贸易有限公司、上海日立电器有限公司和杭州富生, 截至目前未有重大未决诉讼、仲裁事项发生。

综合而言, 受下游行业景气度不佳影响, 公司业务和盈利规模均有所收缩, 但考虑到负债水平仍较合理, 经营性现金流呈持续性净流入, 备用流动性充沛, 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, 同时新增的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。

但同时中诚信证评亦将谨慎关注未来几年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, 2015 年全国固定资产投资增幅放缓形势下, 集团大部分板块较上年同期均呈现一定下滑, 但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 965.21 亿元, 同比增长 1.59%。

表 6: 2014~2015 年上海电气集团业务结构情况

单位: 亿元			
业务板块	2014	2015	同比增减
工业装备	386.05	377.45	-2.23%
高效清洁能源	282.72	280.38	-0.83%
现代服务业	253.75	240.44	-5.25%
新能源及环保	97.79	121.03	23.77%
其他板块	9.79	10.34	5.62%
抵消项	-79.96	-64.43	-19.42%
合计	950.13	965.21	1.59%

数据来源: 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，2015 年同比下降 0.83% 至 280.38 亿元。

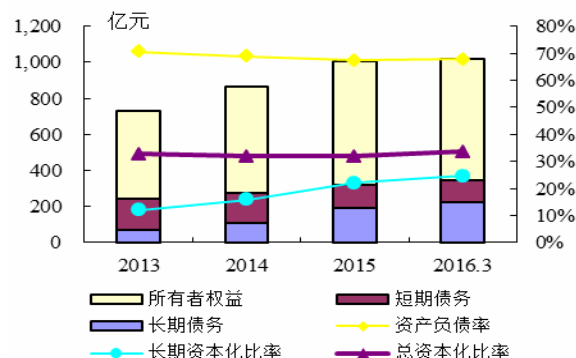
新能源及环保业务主要包括核电核岛设备、风电设备的设计、制造和销售等。核电核岛业务方面，福岛事件导致核电审批放缓、订单暂缓，集团业务开展受到一定影响。但 2014 年来核电市场开始逐渐恢复，国内新建核电项目开始处于缓慢推动状态，集团订单承接出现增长迹象，核电项目也逐步走向海外市场。风电方面，2013 年下半年风电市场逐步回暖，由此推动集团风电产品单价上升、销售规模扩大，近年收入和订单数均有增长。得益于上述因素推动，2015 年集团新能源及环保板块呈现大幅增长。

现代服务业主要分为电站工程总承包业务，输配电工程、电站服务、技术服务和金融服务等板块，其中，电站工程总承包系此项业务的主要收入来源。自 2012 年首个海外 EPC 项目投入商业运行以来，集团近年不断拓展海外电站工程项目，现海外 EPC 已拓展至印度、印尼、越南、伊拉克、泰国、阿联酋、非洲等多个国家和地区，后续集团将围绕“一带一路”的国家战略，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，不断开拓新市场，扩大此项业务的收入规模和外海市场影响力。

财务表现方面，沪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 2015 年集团总资产及净资产规模持续扩张，年末两者分别较上年增长 10.36%、16.06% 至 2,093.62 亿元、683.39

亿元。负债方面，2015 年下属子公司 60 亿元可转换债券、6 亿欧元债券的成功发行导致集团年末总负债同比增加 7.80% 至 1,401.23 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 67.36%、32.04%，财务杠杆比率尚处于合理范围内。

图 8：2013~2016.Q1 年上海电气集团资本结构分析



资料来源：集团审计报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，尽管下属子公司相关债券的成功发行加大了集团有息债务压力，其总债务从上年末的 276.65 亿元增至 322.16 亿元，但长期债务的增加使得长短期债务比从上年末的 1.50 下降至 0.67，债务期限结构更趋稳健。

盈利方面，业务规模稳步扩张下，集团毛利率亦呈逐年增长态势，2015 年营业毛利率较上年增加 0.52 个百分点至 21.07%，整体盈利较为稳定。

偿债能力方面，2015 年集团经营性净现金流较上年增加 8.78 亿元至 75.42 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。2015 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 0.23 倍和 0.58 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 2015 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 1,581.34 亿元的授信额度，尚有 1,162.55 亿元额度未使用，备用流动性较为充沛。

或有负债方面，截至 2015 年末，集团担保余额为 35.29 亿元和 5.12 亿美元，其中对上海上缆藤仓电缆有限公司、上海申欣风力发电有限公司、美国高斯国际有限公司等集团外担保 1.85 亿元和 0.12 亿美元，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。

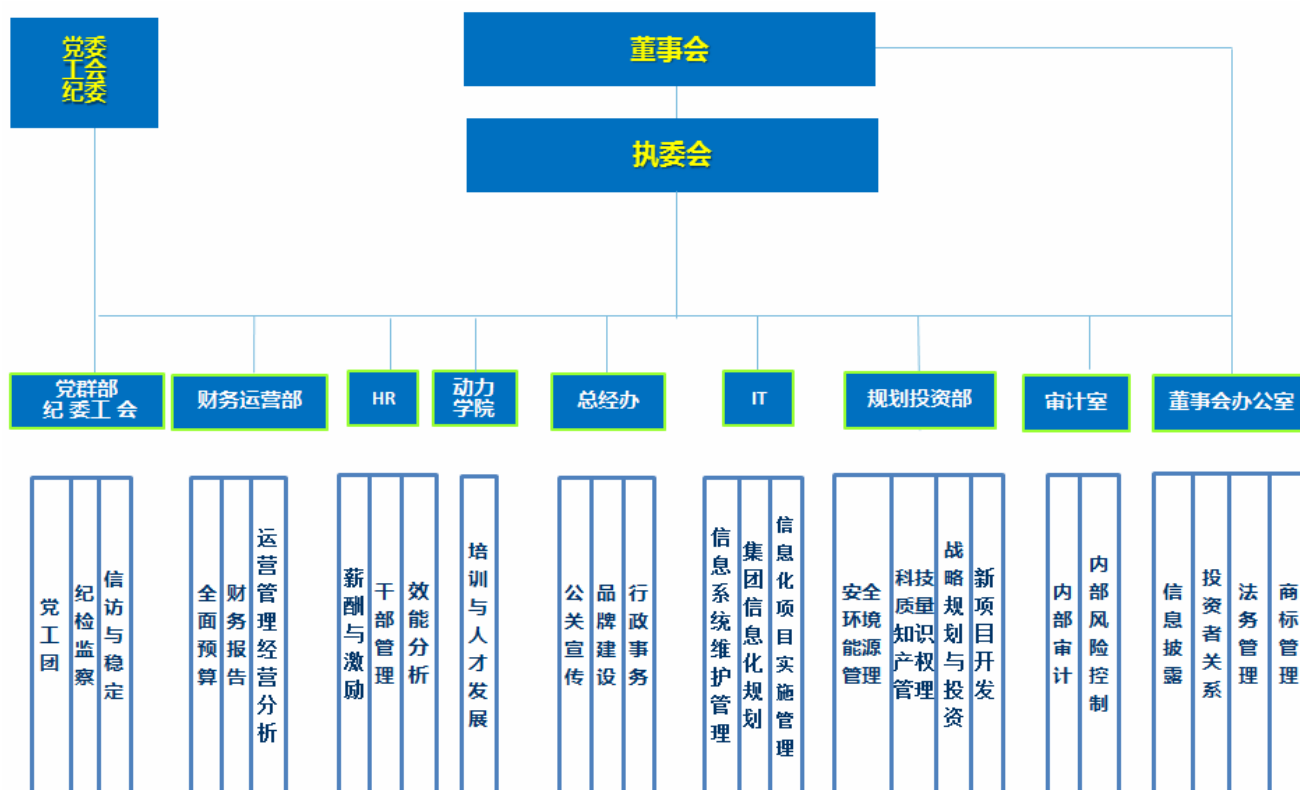
结 论

综上所述，中诚信证评维持本次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 3 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 3 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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	33,816.20	52,871.70	73,944.78	94,736.53
应收账款净额	146,614.48	146,696.84	164,745.54	195,814.45
存货净额	83,212.18	89,415.87	122,113.41	133,234.84
流动资产	449,377.62	491,795.16	530,946.31	577,109.02
长期投资	20,179.28	22,557.62	17,818.49	16,825.96
固定资产合计	289,752.12	291,563.36	413,475.18	410,858.94
总资产	812,548.61	865,139.56	1,058,917.22	1,100,766.31
短期债务	210,944.15	300,113.69	307,119.80	310,524.10
长期债务	108,908.51	104,717.80	117,749.37	117,801.74
总债务（短期债务+长期债务）	319,852.65	404,831.49	424,869.16	428,325.83
总负债	505,973.07	553,597.41	588,143.52	628,242.92
所有者权益（含少数股东权益）	306,575.55	311,542.15	470,773.70	472,523.39
营业总收入	662,161.96	680,844.72	589,625.58	168,154.55
三费前利润	82,426.96	84,208.24	89,563.02	24,573.66
投资收益	2,455.42	2,232.06	1,696.98	88.33
净利润	14,133.21	13,740.10	10,220.42	2,542.95
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	65,557.48	64,643.82	67,371.11	17,665.87
经营活动产生现金净流量	41,855.38	46,309.29	50,703.18	-8,355.99
投资活动产生现金净流量	-49,474.00	-29,564.67	-22,074.16	-12,848.32
筹资活动产生现金净流量	18,727.08	1,231.87	-13,568.85	42,055.11
现金及现金等价物净增加额	8,253.23	18,659.04	15,658.81	20,915.51
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	12.60	12.56	15.48	14.88
所有者权益收益率（%）	4.61	4.41	2.17	2.15*
EBITDA/营业总收入（%）	9.90	9.49	11.43	10.51
速动比率（X）	0.99	0.95	0.93	0.93
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.11	0.12	-0.08*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.20	0.15	0.17	-0.11*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.37	4.02	4.61	-3.24
EBITDA 利息倍数（X）	5.28	5.61	6.13	6.85
总债务/EBITDA（X）	4.88	6.26	6.31	6.06*
资产负债率（%）	62.27	63.99	55.54	57.07
总资本化比率（%）	51.06	56.51	47.44	47.55
长期资本化比率（%）	26.21	25.16	20.01	19.96

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）总公司有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	2,988,843.86	3,456,520.50	4,291,799.10	3,680,598.83
应收账款净额	2,951,043.45	3,028,291.66	3,108,380.46	3,286,815.44
存货净额	2,662,459.19	3,072,981.19	3,015,540.36	3,180,561.88
流动资产	11,170,405.09	12,060,201.48	13,383,609.60	13,476,127.59
长期投资	1,899,182.90	2,875,625.91	3,168,047.01	3,106,734.36
固定资产合计	2,435,435.64	2,457,938.49	2,470,802.38	2,426,388.38
总资产	16,694,967.58	18,970,074.28	20,936,208.76	20,925,011.52
短期债务	1,729,317.56	1,659,808.68	1,289,401.34	1,220,348.66
长期债务	677,804.13	1,106,720.96	1,932,212.43	2,213,104.93
总债务（短期债务+长期债务）	2,407,121.69	2,766,529.63	3,221,613.77	3,433,453.58
总负债	11,783,985.22	13,081,647.62	14,102,298.21	14,179,574.91
所有者权益（含少数股东权益）	4,910,982.36	5,888,426.66	6,833,910.55	6,745,436.61
营业总收入	9,474,795.92	9,501,369.40	9,652,138.26	1,971,426.82
三费前利润	1,776,805.64	1,891,419.75	1,975,661.92	381,183.58
投资收益	133,546.92	170,967.97	280,986.61	30,767.25
净利润	405,179.90	442,864.38	465,616.26	79,129.35
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	877,340.96	926,979.54	1,008,250.41	-
经营活动产生现金净流量	586,065.41	666,382.66	754,152.29	-415,795.78
投资活动产生现金净流量	-197,937.59	-234,493.33	100,494.81	-408,882.46
筹资活动产生现金净流量	-423,253.66	-87,535.96	361,865.75	-91,144.44
现金及现金等价物净增加额	-55,162.19	338,268.47	1,255,849.87	-915,533.70
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	19.30	20.55	21.07	20.03
所有者权益收益率（%）	8.25	7.52	6.81	4.69*
EBITDA/营业总收入（%）	9.26	9.76	10.45	-
速动比率（X）	0.85	0.83	0.95	0.95
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.24	0.23	-0.48*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.34	0.40	0.58	-1.36*
经营活动净现金/利息支出（X）	6.53	7.60	-	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.77	10.57	-	-
总债务/EBITDA（X）	2.74	2.98	3.20	-
资产负债率（%）	70.58	68.96	67.36	67.76
总资本化比率（%）	32.89	31.96	32.04	33.73
长期资本化比率（%）	12.13	15.82	22.04	24.70

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。