

上海远东资信评估有限公司

沪远证评(2007)第002号

上海电气集团财务有限责任公司 2007年10亿元金融债券 信用评级结论通知

上海电气集团财务有限责任公司:

我们接受贵公司委托,对贵公司2007年拟发行的10亿元(人民币)金融债券进行资信评级。我们实施了现场调研、评级分析、专家评审等必要的评级程序,最终从公司管理质量、行业地位、**财务状况**、经营能力等方面评级认定:贵公司本次金融债券的**资信等级为AA⁺**级。同时,为及时发现和揭示本次金融债券未来可能出现的潜在风险,我们将在本期债券存续期内进行定期和不定期的持续跟踪评级。

附件:《上海电气集团财务有限责任公司2007年10亿元金融债券信用评级报告》

上海远东资信评估有限公司

二〇〇七年六月二十二日



上海电气集团财务
有限责任公司
Shanghai Electric Group
Finance Corporation Ltd.

上海电气集团财务有限责任公司
2007年10亿元金融债券
评级报告

沪远证评(2007)第002号
信用级别: **AA**级



上海远东
资信评估

地址: 上海市大连路990号10幢9F

邮编: 200092

电话: 0086-021-61428000 (总机)

传真: 0086-021-61428111

网址: www.sfecr.com

电子信箱: fareast@fareast-cr.com

上海远东资信评估有限公司

SHANGHAI FAR EAST CREDIT RATING CO.,LTD

二〇〇七年六月

2007 年上海电气集团财务有限责任公司

10 亿元金融债券信用评级报告

评级结果: AA⁺

评级结果释义: 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

发行主体: 上海电气集团财务有限责任公司

发行规模: 10 亿元

债券期限: 5 年-10 年

偿还方式: 年付息一次, 到期一次还本

主要财务指标

人民币: 亿元	2004 年	2005 年	2006 年
总资产	122.98	103.11	111.12
贷款余额	34.23	17.40	24.34
存款总额	96.95	91.51	98.80
营业收入	2.78	1.81	1.60
净利润	0.68	1.19	1.42
资本充足率(%)	21.18	16.19	22.77
不良贷款率(%)	1.99	0.13	0.00
流动比率(%)	95.80	95.11	101.96
总资产收益率(%)	0.69	0.60	1.55

注: 2004-2006 数据来源为境内审计报告。

评级人员: 魏隆川 彭丹 全程红 胡音

评级机构: 上海远东资信评估有限公司

电话: (86-21) 61428000 (总机)

传真: (86-21) 61428111

网址: www.sfecr.com

注: 本报告表述了远东资信对本期债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本债券。报告中引用的企业资料主要由发行人提供, 远东资信不对引用资料的真实性负责。

评级观点

上海电气集团财务有限责任公司(以下简称“电气财务”或“公司”)本次金融债券获得上海远东资信评估有限公司 AA⁺级的信用级别主要基于以下方面的考虑:

- 作为国内装备制造业的领先企业, 上海电气集团股份有限公司具备较好的发展前景, 从而为电气财务确立了较为稳定的发展基础;
- 监管部门扶持和规范并举的政策有利于为财务公司创造良好的监管和发展环境;
- 公司制定了明确且符合自身特点的发展目标和战略, 有利于其长远发展;
- 上海电气集团股份有限公司对电气财务的战略定位使公司在产融结合方面具有协同优势;
- 公司整体经营风格稳健, 注重内部规范运营和风险控制, 资本充足率较高, 资产质量和流动性均较好;
- 公司此次拟发行的 10 亿元金融债由上海电气(集团)总公司提供全额不可撤销连带责任保证担保, 可以在一定程度上增强债券偿付能力;

同时, 上海远东资信评估有限公司关注以下影响电气财务信用等级风险因素:

- 公司贷款客户集中度相对较高, 信贷资产信用保障略显不足。未来电气集团所处行业景气度的波动会给电气财务的经营状况带来一定的影响;
- 公司对其资产进行主动配置的能力受到限制, 资产结构和资产规模易受到集团产业经济波动的影响;
- 与商业银行相比, 目前财务公司主动性负债渠道比较有限, 在一定程度上限制了财务公司调整资产负债结构的能力。



评级摘要

上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）受上海电气集团财务有限责任公司（以下简称“电气财务”或“公司”）的委托，对其 2007 年拟发行的 10 亿元金融债券进行了信用评级，并评定其资信等级为 AA⁺ 级。

本次评级主要依据上海电气集团财务有限责任公司所处外部环境和行业特性、集团背景、公司的行业地位、风险管理能力、资本充足性、资产质量、盈利能力和资产流动性等方面的表现，同时考虑到外部信用支持因素对债券信用水平的支持。

上海电气集团财务有限责任公司是 1995 年 12 月由上海电气（集团）总公司等多家企业作为发起人，经中国人民银行批准，以定向募集方式设立的。公司于 2004 年 6 月进行了增资扩股，资本金增加至 8 亿元，直接控股股东变更为在香港联交所上市的上海电气集团股份有限公司（以下简称为“电气集团”或者“集团”）。公司依托集团行业景气度的上升，近年来经历了一个快速增长的阶段，经营规模显著提升。目前，公司的经营规模和大部分监管指标都在国内财务公司中居于前列。

电气财务在集团内的战略定位使其在产融结合方面具有较为突出的协同效应，因此，在业务稳定性及风险控制等方面相比商业银行具有一定优势；而且，电气财务制定了明晰且符合自身特点的发展目标和战略，有利于其长远发展；公司注重内部规范运营和风险控制，已经建立起一整套比较规范的规章制度和操作规程；同时公司也正在进一步完善部门风险自控和稽核监督工作配合制度的落实；另外，公司经营风格十分稳健，现金类资产的比重一直较高。在投资业务方面也较谨慎，以安全性和流动性为投资品种选择的首要考虑因素，大量持有低风险产品有利于公司流动性管理。

电气财务资产质量较好，不良贷款一直很少，目前无不良贷款。而且，从公司目前资产负债的期限配比来看，公司基本不存在流动性缺口，整体资产流动性较强。但是受到资金来源均为短期的限制，公司中长期资产比重偏低，这也在一定程度上影响了公司的盈利能力。此外，稳健的经营以及集团的资本支持使公司资本充足率保持在较高水平，公司总体抗风险能力较强。

同时，远东资信也关注电气财务在经营中的一些风险因素。由于财务公司服务范围的特殊性，与商业银行相比，公司贷款客户集中度较高，未来电气集团所处行业的景气度波动可能对公司经营造成一定影响。而且，公司对其资产进行主动配置的能力较弱，资产结构和资产规模也易受到集团产业经济波动的影响，从而对公司的盈利能力产生一定影响。

电气财务此次金融债发行将有助于其改善其负债的期限结构，增加资金稳定性，有利于在保证流动性的同时，增强公司盈利能力。此外，募集资金用于集团内相应期限的优质资产业务，将保证债券的还本付息能力。

一、公司概况

上海电气集团财务有限责任公司（以下简称为“电气财务”或者“公司”）成立于 1995 年 12 月，由上海电气（集团）总公司（以下简称为“电气总公司”）及其下属子公司等多家企业共同出资组建，其中上海电气（集团）总公司为控股股东。2004 年，上海电气（集团）总公司将旗下的优质资产组建为上海电气集团股份有限公司（以下简称为“电气集团”或“集团”），其余 291 家法人组建为上海电气资产管理有限公司。电气集团于 2005 年 4 月在香港联交所公开上市。在此期间，电气财务在 2004 年 6 月进行了增资扩股，注册资本从 3 亿元增加至 8 亿元，控股股东变更为电气集团，持股比例为 71.125%；原控股股东上海电气（集团）总公司直接持股 9.75%。电气财务是目前国内唯一一家由上市公司直接控股的财务公司。

图表 1 公司股东持股情况（截至 2006 年 12 月 31 日）

股东单位	出资额 (人民币万元)	出资比例
上海电气集团股份有限公司	56900	71.125%
上海电气（集团）总公司	7800	9.75%
上海工业投资（集团）有限公司	6400	8.00%
上海机电股份有限公司*	2100	2.625%
上海汽轮机厂有限公司*	1000	1.25%
上海电气集团上海电机厂有限公司*	1000	1.25%
上海锅炉厂有限公司*	1000	1.25%
上海电站辅机厂有限公司*	1000	1.25%
上海东风柴油机销售公司*	1000	1.25%
上海菱工实业公司*	1000	1.25%
上海轻工机械股份有限公司	800	1.00%
合计	80000	100%

资料来源：公司 2006 年审计报告

注：带*号企业都为上海电气集团股份有限公司下属子公司。

根据中国银监会上海监管局 2006 年 3 月发布的沪银监复[2006]111 号文《关于上海电气集团财务有限责任公司调整业务范围的批复》规定，公司的经营范围包括三大类业务：

1、公司金融业务

吸收集团成员单位存款、对成员单位办理贷款及融资租赁、从事同业拆借、从事成员单位产品的买方信贷及融资租赁、办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计、协助成员单位实现交易款项的收付、经批准的保险代理业务、对成员单位提供担保、办理成员单位之间的委托贷款及委托投资、对成员单位办理票据承兑与贴现。

为进一步扩大融资租赁和保险经纪业务规模，2005 年中旬，电气集团控股成立了上海电气租赁有限公司，公司原有的融资租赁业务统一集中到该公司，电气财务不再开展融资

租赁业务；保险经纪业务目前由上海电气保险经纪有限公司统一开展，电气财务公司持有该公司 50% 股权。电气财务计划在 2007 年前完成对上海电气保险经纪有限公司的股权受让，届时上海电气保险经纪有限公司将由电气总公司控股，电气财务不再持有保险经纪公司股权。

截至 2006 年末，公司吸收的成员单位存款余额 98.80 亿元；对成员单位的贷款余额（包括贷款、买方信贷、贴现、融资租赁款）24.34 亿元；为成员单位提供的保函担保净额 9.81 亿元。2006 年全年实现利息收入 8511.94 万元、手续费收入 246.63 万元、租赁收入 301.71 万元。

2、资产管理业务

公司在国家政策允许的范围内，进行有价证券的投资、对金融机构的股权投资。公司的投资业务是在满足集团成员企业贷款需求的前提下，利用闲余资金进行，因此十分重视投资的安全性和流动性。目前公司主要投资于国债、金融债、央票、货币市场基金等，也投资少量股票（主要途径是在发行市场认购新股）。截至 2006 年末，公司对外投资余额 47.61 亿元，全年实现投资收益 2.67 亿元。

3、投资银行业务

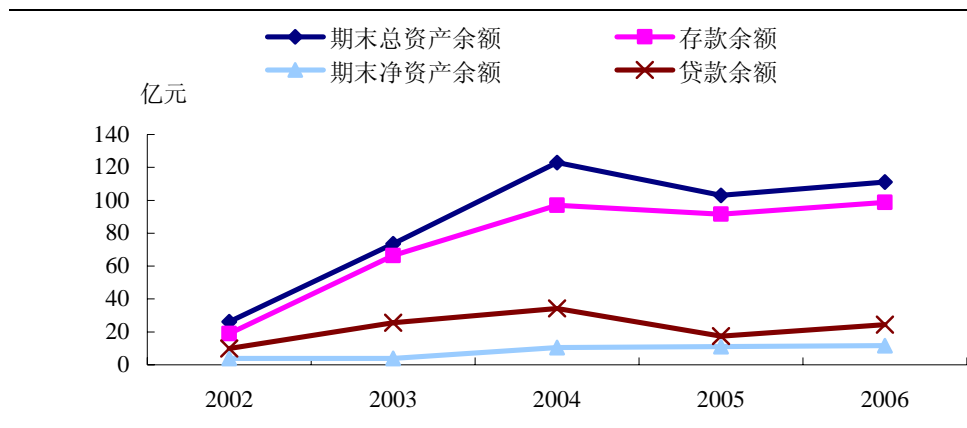
投资银行业务的服务范围主要包括：对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；承销成员单位的企业债券。目前，公司从事的投资银行业务主要集中在为集团的兼并收购、改制重组、合资合作、发行债券等提供专业顾问和相关服务，不以盈利为目的。

近年来由于宏观经济形势向好、装备制造业景气度上升以及股东的大力支持，公司在 2003 年以来经历了一个高速发展的阶段，经营规模显著增长（如图表 2）。

2005 年为配合电气集团上市，考虑到香港联交所对关联交易的限制，电气财务剥离了与电气总公司及上海电气资产管理公司（及其下属企业）的相关业务（2005 年 1 月 30 日前提供担保并于上市日期仍然生效的现有担保除外）。加之电气集团上市融资后，资金比较充裕，因此从 2005 年度开始公司的存贷款规模和营业收入有不同程度下降。2006 年 9 月，公司获得了对电气总公司下非电气集团内部企业提供服务的豁免权^①，其服务范围又进一步扩大到电气总公司及其成员企业。

^① 2006 年 8 月 31 日，上海电气集团股份有限公司召开特别股东大会决议，通过与电气总公司订立的为期三年的财务服务框架协议。即 2008 年 12 月 31 日前，电气财务可以恢复为电气总公司提供有关财务服务，包括：提供存款服务、贷款及买卖贴现票据、提供担保、企业融资顾问服务及信贷代理服务。协议中具体规定了财务服务年度上限总额和各项服务年度上限。其中，存款业务每日最高结余为 40 亿元；贷款业务年度上限均为 25 亿元。

图表 2 公司历年经营规模变化情况



资料来源：公司历年审计报告

从经营规模上看，截至 2006 年末，电气财务的总资产规模、净资产和资本金规模在全国 79 家财务公司中都处于较高水平^②；在机械制造业的财务公司中居于领先地位。从监管指标上看，大部分指标都优于行业平均水平（如图表 3）。

图表 3 全国财务公司主要财务指标对比（单位：亿元）

	全国财务公司 平均水平 (2005 年)	电气财务 (2005 年)	全国财务公司 平均水平 (2006 年)	电气财务 (2006 年)
总资产	81.19	103.11	96.87	111.12
净资产	7.62	11.03	8.76	11.68
资本金	6.06	8.00	6.86	8.00
利润总额	0.98	1.41	1.25	1.66
资本充足率	17%	16.19%	16%	22.77%
流动比率	85.68%	95.11%	89.77%	101.96%
不良贷款率	0.96%	0.13%	0.57%	0
存贷比例	46.89%	19.01%	48.53%	24.63%
资本收益率	12.81%	11.28%	14.29%	12.12%
资产收益率	1.20%	1.36%	1.29%	1.50%

资料来源：中国财务公司协会

注：资本收益率=税前利润总额/所有者权益；资产收益率=税前利润总额/资产总额。

二、经营环境分析

电气集团的经营状况在很大程度上决定财务公司的发展空间

公司的服务范围主要限定在电气集团内部，而对电气总公司下非电气集团内部企业提

^② 2006 年末，全国总资产规模和净资产规模排名前十位的财务公司资产总额为 4906.38 亿元，净资产规模为 312.47 亿元，分别占全国纳入统计范围的 74 家财务公司资产总额和净资产总额的 68.44% 和 48.23%。

^③ 资料来源于中国财务公司协会。

供服务的豁免权限制在一定额度以内。而且，相对优良的资产和电气总公司主要收入及利润来源仍是电气集团；公司由电气集团直接管理，因此电气集团的经营状况仍将在很大程度上决定财务公司的发展空间。集团的长期发展趋势决定了财务公司的运营环境，并将对财务公司的资产质量产生重大影响。

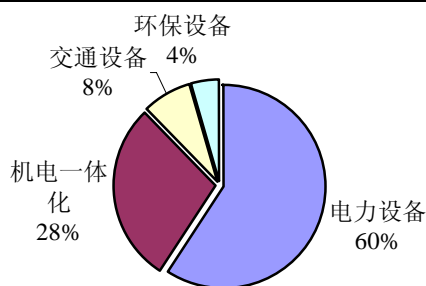
电气财务的控股股东电气集团是中国最大的装备制造业集团之一，产品覆盖电站及输配电产业、机电一体化产业、交通运输设备产业、环境保护产业（见图表 5）。其中：

1、电力设备是电气集团的最大业务板块，并在国内市场居于主导地位，占有约 40% 的国内市场份额。集团在该板块拥有一家控股上市公司——上海输配电股份有限公司（600627.SH）。截至 2006 年末，该板块营业额占集团主营业务收入的 60.26%，对集团全年经营利润的贡献率达到 72.10%。受益于近年来电力设备行业的景气行情，集团该板块业务生产规模和经营业绩持续快速增长。2006 年度，电力设备业务板块完成发电设备订单超过 26500 兆瓦，至年末在手订单仍然超过 66000 兆瓦。实现营业收入达 257.07 亿元，同比增长 31.90%；实现经营利润 26.24 亿元，增长 2.70%。

2、机电一体化设备业务板块包括电梯业务、重型机械业务、机床业务和印刷包装设备业务。集团在该业务板块拥有一家控股上市公司——上海机电股份有限公司（600835.SH）。根据中国机械工业联合会的统计资料，目前电气集团与三菱合资成立的上海三菱电梯有限公司是中国最大电梯制造商（以销售额计算），市场占有率约为 18%。2006 年该业务板块实现营业收入达 123.51 亿元，同比增长 11.90%；实现经营利润 8.48 亿元，增长 19.9%。

3、集团交通设备业务板块的柴油机业务也具有相当规模，集团控股的上海柴油机股份有限公司（600841.SH）是中国领先的中型柴油机制造商之一。集团交通设备业务板块的城市轨道交通设备业务以及环保系统成套业务板块相对较新，尽管目前由于经营规模尚小，对公司盈利的贡献相对有限，但由于技术含量较高且受政策支持力度较大，未来都将成为集团新的利润增长点。

图表 4 电气集团主营业务收入结构



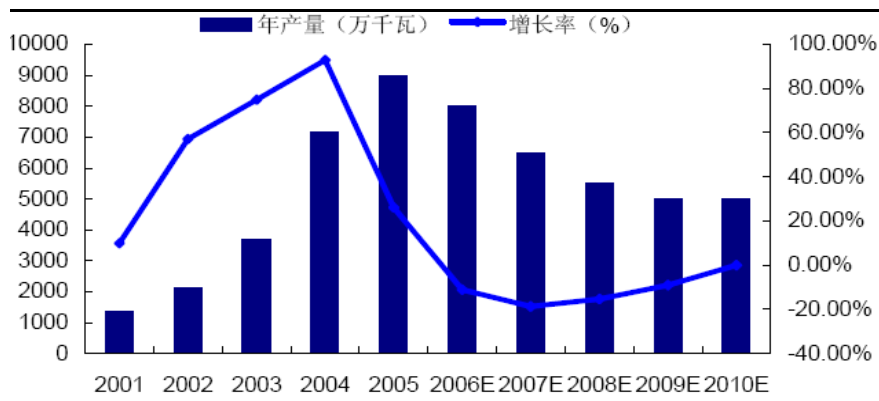
资料来源：电气集团 2006 年审计报告



虽然我国发电设备行业未来几年增速将有所放缓。但作为我国三大电力设备制造基地之一，电气集团具备较强的市场地位和一定技术优势，整体抗风险能力较强；积极的应对措施也将使集团的电力设备业务板块保持持续发展

目前，电气集团电力设备板块中主要产品是发电设备。发电设备行业是典型的周期性行业。随着我国近几年电力供应紧张形势的突显，我国电源装机容量得到了快速增长，2003、2004 年我国装机容量增速分别达到 10.25% 和 13.26% 的历史高位，推动我国发电设备行业进入景气周期。2005 年，发电设备行业在前两年高速增长的基础上继续保持较快增长，但随着我国电力供求趋于平衡，增速有所放缓。目前，预期行业发展高峰期已过。但是，国家对于违规电站项目的宏观调控会在一定程度上平滑发电设备行业的峰谷差，预计电站设备行业不会出现大起大落的现象，会呈现一种降中趋稳的局面。

图表 5 历年发电设备产量及增长率



资料来源：中经网

作为国内三大电力设备供应商之一，集团所接业务基本为大型发电机组项目，而且已将 100 万千瓦超临界机组等高端项目作为“十一五”重点项目之一。国家近期对部分违规发电项目的控制和关停小火电机组的规定^④将缓解行业增速放缓对集团的影响。而且，目前电气集团电源建设业务订单已排至 2009 年。因此，远东资信认为，短期内行业景气度下降不会对电气集团的电力设备板块业务造成显著不利影响。

从集团长期发展来看，根据电气集团“十一五”发展规划，计划大力拓展海外市场以应对国内发电设备市场景气回落的局面。2006 年集团成功承接的海外大型电站设备项目达人民币约 30 亿元；同时，积极发展核电、风力发电等新型能源领域，保持集团电力设备业务的持续发展；另外，在国家“十一五”期间加快电网建设的政策背景下，集团将进一步

^④ 2007 年 1 月，国家发展与改革委员会联合国家能源办公室出台了《关于加快关停小火电机组的若干意见》，规定“十一五”期间将关停小容量、高能耗、高污染的常规火电机组，同时鼓励建设大机组，实施“上大压小”产业发展政策。



拓展输配电成套工程业务（2006年集团输配电设备收入为22.85亿元，同比增长26.4%）。电气集团这些积极的应对措施将有利于保持其电力设备业务板块持续发展态势。

受益于经济增长、政策支持和上海城市化进程的深入，电气集团的新业务板块具备较好的发展前景，这将有助于电气集团分散经营风险

相对于电力设备板块，电气集团的另外三个板块行业波动风险相对较低。其中，交通设备板块和环保系统板块目前虽然对公司利润贡献有限，但随着上海城市化发展的进一步深入，该类业务将面临强劲的市场需求。此外，这两个业务板块与电气财务的核心板块关联度不明显，能够在一定程度上起到分散电气集团核心业务板块行业波动风险的作用。

电气集团的机电一体化设备的营业额主要来自电梯业务，随着中国经济和城市化进程，商用和住宅电梯的需求仍将持续攀升。而伴随着全球传统机械设备制造业逐渐向中国转移，重型机械、机床以及印刷包装设备等行业都将面临良好的发展前景，电气集团在这些领域通过与国外知名的大型厂商合作，培育出先进的研发能力，建立了稳定的国外以及海外客户，确立了领先的市场地位。

随着我国城市人口迅速增长，城市交通需求相应增加，电气集团的城市轨道交通设备业务利润潜力庞大。根据我国“十一五”规划，从2005年到2020年，我国城市轨道交通车的需求将达到15000辆。作为我国首家成功建成全套城市轨道交通设备的大型制造商，电气集团将直接受益于城市化进程对轨道设施的需求拉动。目前，集团自主研发的轨道交通A型大车的技术方案已通过专家评审，正在生产中，未来将成为集团新的利润增长点。

随着我国对环保的重视，电气集团所投资的环保产业化项目也具备较好的发展空间。目前，集团承接的固体垃圾焚烧处理和工业污水处理BTO项目正在有序实施；随着国家发改委对火电机组污染排放的控制日趋严格，集团具有技术领先优势的电站脱硫脱硝业务也面临更好的发展机会；另外，集团拥有目前上海最大的太阳能光伏并网电站，其太阳能电池生产销售也持续保持高速增长。

此外，电气集团在板块联动方面具有协同优势，可以为客户提供全面成套解决方案。比如可以同时向轨道交通客户提供自动扶梯、供电设备以及空调系统服务，也可以根据国家环保总局对火电厂大气污染物排放标准，为发电业务板块的客户id提供成套环保产品。

此外，电气集团作为上海市大型装备制造业的龙头企业，受到政府的大力支持。2006年6月，国务院颁发了《振兴装备制造业若干意见》，加大对先进装备制造业的支持力度，上海市更是把发展先进制造业放到提升国际竞争力的高度。电气集团作为上海市先进制造业的代表，面临良好的发展机遇。上海“十一五”战略规划确定的六大具体战略重点中建设临港装备产业基地以及太阳能光伏电池也都是电气集团未来重点发展的产业，具有稳定的增长前景。



金融市场的整体发展将影响财务公司整体的运营能力

财务公司的传统业务主要是为集团成员提供信贷业务，另外还可以进行有价证券投资。目前，大多数财务公司都不程度地涉足货币市场和资本市场，利用不同的金融品种丰富公司的资产组合并提高资产的使用效率。有限程度的混业经营是财务公司区别与其他金融机构的一个显著特点，因此，信贷市场、货币市场以及资本市场的发展也将对财务公司的资金使用效率和盈利能力产生重要影响。

我国金融市场由于历史原因存在比较严重的结构失衡，首先，经济主体的资金融通过度集中于以银行为中介的间接融资体系；其次，直接融资中债券融资规模与股票融资规模不成比例；最后，利率管制导致资本的定价存在一定的扭曲，这些矛盾导致在全球金融行业开放和混业经营的大背景下我国金融市场运行中仍蕴含相当的风险。目前，央行针对金融市场中存在的一些问题已经开始进行积极改革，比如推动利率市场化进程，有选择放开贷款利率；不断推出新的债券品种，扩大债券发行主体，丰富债券发行方式；金融债券得到进一步规范，国内债券市场进一步对外开放。此外，证监会也在积极推进对证券市场中存在的一些深层次问题的改革。未来金融市场的准入标准、定价机制以及产品结构都将呈现更为市场化的趋势，对财务公司而言将面临更为稳定的金融行业环境。尤其是低风险、高流动性的金融产品不断推出将有利于财务公司在控制风险的前提下开展证券投资类业务。

监管部门扶持和规范并举的政策有利于为财务公司创造良好的监管和发展环境

财务公司的资金来源和运用与其它金融企业存在比较明显的差异，因此我国政府一直对财务公司进行相当严格的监管，设立了比较高的市场准入标准。这种监管思路对财务公司的风险控制具有重要的意义——目前财务公司成为我国目前各类金融机构中风险较低、资产质量较好的金融机构。随着我国经济的发展和企业实力的增强，大型企业集团大量涌现，在集团内设立财务公司的需求日益突出，而原有监管框架在一定程度上难以适应现实需求的变化。

为了支持企业集团的发展，同时也为了规范财务公司的行为，促进财务公司的稳健经营和健康发展，2004年7月27日，中国银行业监督管理委员会发布了《企业集团财务公司管理办法》，2006年12月28日又根据《中国银行业监督管理委员会关于修改〈企业集团财务公司管理办法〉的决定》做了修订。新的《企业集团财务公司管理办法》（以下简称《管理办法》）为财务公司制订了更加符合市场需求的监管框架。《管理办法》降低了市场准入标准，准予财务公司开展属于加强资金集中管理的相关业务，并且允许符合条件的财务公司设立分支机构，这些扶持举措有利于丰富财务公司的内涵，更好地发挥对企业集团的服务功能。《管理办法》在加强监管、防范金融风险方面也做出了严格而明确的规定，比如对

一些风险相对较高、对公司经营管理能力要求较高的业务准入需经批准等等。由于企业集团对财务公司的安全运行具有直接的重要影响,《管理办法》明确规定如果财务公司出现严重支付困难或被撤销时,集团公司负有救助、组织清算等义务。

此外,中国人民银行于 2005 年 4 月进一步发布了《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》,将符合监管要求的财务公司纳入金融债券的发行主体,一方面可以优化财务公司的资产负债结构,化解金融风险,另一方面满足企业集团的资金需求,增加直接融资比重,降低集团的融资成本。

总体而言,监管机构已经认识到财务公司在企业集团中发挥的积极作用,相关扶持政策的出台无疑将为财务公司今后的发展创造比较宽松的环境。然而,由于财务公司有其自身的行业特性和发展模式,在风险控制等方面有与其他金融企业不同的特性,监管机构仍将保持相当审慎的态度。

三、管理素质分析

电气集团对电气财务的战略定位有利于更好的发挥公司在产融结合方面的协同效应,因此,在业务稳定性及风险控制等方面相比商业银行具有一定优势

“十五”期初,公司服务范围仅限于信贷、结算等简单业务。随着公司经营、管理能力的不断加强和集团支持力度的加大,公司结合集团企业需求,逐步将业务范围拓展到公司金融、资产管理、财务顾问、融资租赁等多个业务领域。公司的金融服务功能日益完善,与集团产业板块之间的协同效应也更加突出。2006 年,在国际知名咨询机构罗兰·贝格国际管理咨询公司协助下,电气集团制定了金融业务发展战略规划,进一步确立了电气财务在集团中重要的战略地位,将其金融功能定位于“紧密围绕集团制造主业,坚持产融结合道路,稳健发展相关多元化金融服务业务,积极促进集团主业发展,适度分享金融行业高速增长的利益回报”,并将发展目标定为“通过集中管理和稳健经营,使电气金融服务业成为集团制造主业快速发展的助推器,成为集团利润来源的重要补充”。为实现这一目标,公司制定了明确且适合自身特点的发展战略和发展路径,有利于其长远发展。

为了提高集团资金的使用效率和保证集团资金的合规使用,同时也为了更好地发挥电气财务的金融服务功能,电气集团逐步实施集团企业的三集中管理:

1、从 2004 年开始电气集团规定旗下所有企业 80%的资金必须存放在电气财务实施资金集中管理,以便于集团内资金的统一结算和融通。截至 2006 年末,集团内成员企业日均存款余额达到 81 亿元以上,扣除外汇资金和保证金等因素外,日均存款余额总体集中度达到 82%^⑤。

^⑤ 这里的存款集中度=集团成员企业在财务公司存款/集团成员企业可支配资金。



2、集团从 2006 年开始实施贷款预算集中管理，要求各下属企业在年初向集团上报当年贷款需求，经过对贷款用途的严格考核以后，将已批准的贷款额度下发到电气财务，由电气财务根据自身的资金充裕情况和流动性要求向信用级别符合要求的企业发放贷款，无法满足的贷款需求则由电气财务负责联系银行或银团贷款。2006 年，在电气集团控股企业中，贷款集中度已达到 80% 以上^⑥。

3、财务公司的公司金融部将外汇资金集中管理作为 2007-2008 年的工作重点，以达到全口径统计上的 80% 存款集中度为目标。但目前该业务还受到财务公司 IT 网络、与银行合作、不同币种管理等问题限制。

电气集团的这些举措确立了公司在集团内的核心金融平台地位，一方面稳定了电气财务的客户源，保障了其业务规模的稳定发展；另一方面，有助于电气财务全面及时了解企业的经营动态和资金流变化，对其控制信贷风险和流动性风险提供便利。除此之外，电气财务的业务部门与电气集团的相关职能部门如产业发展部和资产财务部建立了紧密联系，能够直接了解成员企业的产业动态或者参与成员企业的投融资决策。这样也有助于其开拓服务于集团企业的多项区别于银行的金融增值服务，如：买方信贷和应收账款保理业务可以发挥财务公司在信息方面的优势，促进集团企业加速销售资金回笼。

电气集团通过在集团内构建统一金融平台，使实业与金融形成良好的互动，对电气财务而言则令二者信息沟通渠道更为顺畅，在风险控制方面与商业银行相比具有一定的优势，这将是公司保持持续发展的重要基础。

公司法人治理结构规范，并建立了适应其业务特点的组织构架，从业人员素质较高

作为一家由上市公司直接控股的财务公司，公司建立了一套比较规范的法人治理结构。股东会、董事会和监事会、经理层职责明确，议事规则比较规范。此外，公司还建立了适应其业务特点的组织构架：根据其业务类别分别设立了公司金融部、资产管理部、投资银行部三个业务部门；并设立了战略发展部、计划财务部、人力资源部、风险管理部、稽核审计部六个职能部门。其中，稽核审计部和风险管理部独立于经营管理层，共同负责风险的全面管理，直接向董事会负责。

公司主要岗位的管理人员大多具有比较丰富的从业经验。此外，公司比较注重对外部优秀人才的引入，目前公司的员工队伍呈现专业化和年轻化特点。2006 年末，公司共有员工 54 人，其中本科以上学历员工占比 75%，40 岁以下员工占比 83%；截至 2007 年 5 月底，公司员工已上升到 64 人，规划年底增加到 67 人，人员素质和专业结构获得有效提升。

但是，远东资信也关注到，2006 年 8 月电气集团董事长王成明和董事韩国璋、张荣坤

^⑥ 这里的贷款集中度=集团成员企业在财务公司贷款/集团成员企业总贷款额。



等高管人员先后因涉嫌违纪被上海市纪委调查，造成集团董事人选发生变动。虽然经普华永道审核证实，3位前董事并未挪用电气集团资产且过往交易及会计纪录中并无不当，违纪属个人行为，而且此事件并未影响电气集团的正常经营。但是，此事件仍然在一定程度上反映出集团在高管人员的任命和公司治理上尚存在有待改进之处。目前此事件未对电气财务的经营管理产生影响，远东资信将持续关注其未来情况。

公司整体经营风格稳健，注重内部规范运营和风险控制

财务公司经营过程中主要面临四种类型的风险：

- 1、体制性风险源于财务公司对集团的依附性，主要是由宏观经济形势以及集团经营情况所决定；
- 2、业务风险主要是由财务公司业务范围所决定，包括信用风险以及流动性风险等；
- 3、市场风险是由于汇率或者利率变动导致财务公司遭受损失；
- 4、操作风险是由于财务公司制度建设不完善、内控机制不健全以及监督手段落后等原因所导致的。

如前所述，体制性风险是由财务公司本身的特殊性所决定，对财务公司而言较难通过自身建设进行规避；市场风险是由外部金融环境变化所导致的，财务公司可以通过技术手段进行一定程度的规避但无法完全避免；而其他两类风险均能通过有效的制度建设和实施进行较为有效地控制。

电气财务注重风险控制在经营中的重要地位，已经确立了一种在风险可控前提下寻求发展的模式，经营风格较为稳健。对于经营过程中面临的业务风险，财务公司除了本身和集团的关联关系所具有的信息优势，还明确划分相关部门之间、岗位之间的职责，建立职责分离、相互监督制约的机制，在信贷业务、有价证券投资业务等重要业务建立了授信工作尽职问责制和证券投资风险责任制。对于信贷和投资这两项公司最主要的业务，公司严格规定了审批流程和各级审批权限，并设立了投资业务评审委员会和信贷业务评审委员会，分别负责对重大投资和贷款项目进行集体决策，这有助于规范决策程序，提高决策水平，降低决策风险。

对于操作风险，相关业务部门均制定了业务管理办法以及操作流程，此外还通过独立于经营管理层的风险管理部和稽核部从事前、事中到事后对风险管理规则和风险监管流程进行规范和修正，全面管控操作风险。另外，公司认识到自身在计算机网络技术、金融创新能力以及综合服务水平等方面与商业银行相比还存在一定的差距，于是，在集团企业资金由财务公司集中结算的前提下将银行更具有优势的结算业务外包给商业银行，进一步提高效率，降低操作风险。



通过建立决策系统、执行系统、监督反馈系统相互制衡的内部控制组织结构，电气财务已经建立起一整套比较规范的规章制度和操作规程，同时进一步完善部门风险自控和稽核监督工作配合制度的落实。此外电气财务已经初步建立起风险监控指标体系，健全资本金制度，实行资产负债比例管理，以完善内部监督与风险防范制度，对各种金融风险做到提前预测，有效控制。通过比较完善的制度建设，公司逐步塑造和形成了全员共同参与与内部控制的管理文化，从而更加有效保障各种规章制度的执行和落实。

四、资产质量分析

➤ 总量分析

集团上市优化了公司客户资源，在较大程度上降低了公司信用风险

如上文分析，我国财务公司的发展与所属集团公司息息相关。电气集团是我国装备制造龙头企业，随着我国进入重化工业化发展阶段，集团的业绩逐年提升，其快速发展推动了电气财务业务规模的增长。2005年上半年为了配合电气集团在香港上市，电气总公司对内部资产进行了重组。由于纳入电气集团的企业资产质量相对较高，因此可以认为集团重组间接促进了电气财务客户资源的优化。同时，电气集团资金集中管理的措施和确立电气财务作为集团金融平台的规划为公司的长远发展确立了良好的基础。

但值得注意的是，电气集团一系列集中管理制度将电气财务与集团联系得更为紧密。因此，一旦电气集团及所属企业景气程度出现下滑会对公司的经营产生不利影响。企业经营状况不佳一方面可能会减少在财务公司的存款，同时又可能增加贷款需求；而财务公司受限于其服务范围和业务类型很难对此状况实施有效的风险防范措施。

公司对其资产进行主动配置的能力受到一定限制，资产结构和资产规模易受到集团产业经济波动的影响

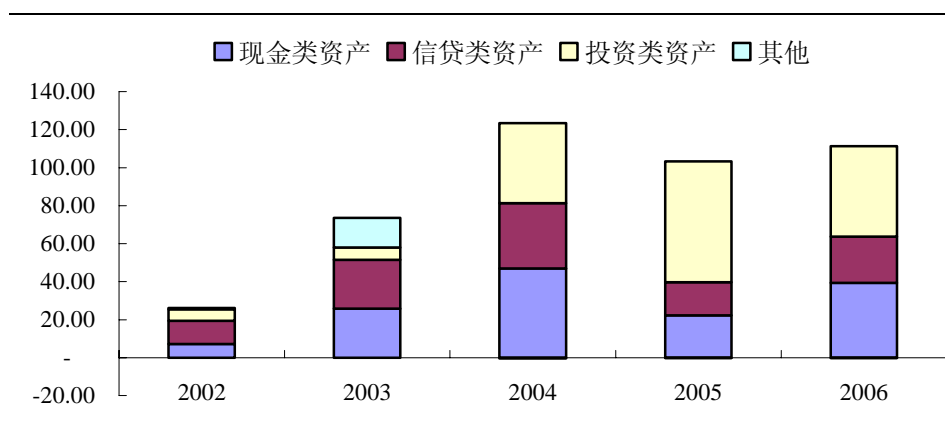
电气财务在集团中的定位决定了其对自身资产进行主动配置的能力受到一定限制。按照资产配置优先次序，公司必须优先满足集团成员企业对信贷资金的需求（而且业务范围被限定在集团及关联企业内部），闲置资金才可以用于投资。这就决定了公司信贷类资产与投资类资产之间此消彼涨的关系。

近几年，由于电气集团成员企业经营形势持续向好，加之2005年4月电气集团在香港上市，短期内资金充裕，以及公司贷款客户范围进一步收缩，公司信贷资产占总资产的比例呈逐年递减趋势，而投资类资产占比增长较快。截至2005年末，公司信贷类资产占总资产的比重仅为16.88%，规模比2004年下降了49.45个百分点；而投资类资产占总资产的比重达到59.83%，规模比2004年上升了25.6个百分点。2006年，随着电气集团各项重大投资项目的

全面启动和服务范围的扩大，公司信贷类资产规模有所回升，但投资类资产仍然占有总资产42.84%的较大比重。进入2007年，电气集团上市融得的资金已逐步投入到相应项目中；而且，以往公司的存款大部分来源于集团的电力设备板块企业，2007年电力设备需求增长放缓使企业预收款减少，现金流趋紧。因此，预计公司未来几年内贷款比重将有所上升，同时投资类资产比重将减少。据了解，2007年前5个月，公司存款明显开始减少，而贷款余额继续上升。

综上，从公司近几年资产结构变化情况看，公司对其资产进行主动配置的能力较弱，资产结构和资产规模易受到集团产业经济波动的影响，从而可能对公司盈利能力产生一定影响。

图表6 公司历年资产结构变化



资料来源：公司历年审计报告

➤ 信贷类资产分析

无不良贷款，现有资产质量良好

按照五级分类口径，电气财务2006年末总贷款余额24.34亿元，其中无不良贷款，贷款质量良好。远东资信分析认为，以下三方面原因使公司保持了较好的资产质量。首先，电气集团所属装备制造业近几年行业景气度较高，旗下企业普遍盈利状况良好，偿债能力较强；其次，如前所述，公司建立起了一套较为完善的风险管理体系，有利于对信用风险的有效控制；最后，公司的贷款客户全部是集团内企业，与商业银行相比，公司对其客户具有经验和信息上的优势，对客户经营状况的敏感度较强，有利于公司对客户经营情况的变动迅速做出反应从而及时调整其信贷策略。

从中长期来看，2007年开始我国发电设备行业景气度下降可能会对电气集团的经营效益造成一定影响，从而影响公司的信贷资产质量。而且，公司的服务范围扩大到电气总公司及成员企业后，服务范围中又增加了资质相对较差的企业，对公司的信贷风险控制能力提出了更高的要求。

图表7 公司近三年贷款结构（五级分类口径）

	2004年		2005年		2006年	
	贷款额（万元）	占比	贷款额（万元）	占比	贷款额（万元）	占比
正常类	322025.80	93.55%	160862.93	92.45%	241759.78	99.34%
关注类	15327.00	4.45%	12900.48	7.42%	1604.61	0.66%
次级类	5925.00	1.72%	229.05	0.13%	-	-
可疑类	950.00	0.28%	-	-	-	-
损失类	-	-	-	-	-	-
贷款总额	344227.80	100.00%	173992.46	100.00%	243364.40	100.00%
不良贷款	6875.00	2.00%	229.05	0.13%	-	-

资料来源：公司提供资料，远东资信整理

2004年公司开始采用准备金五级分类计提方法，准备金不良贷款覆盖率达到较高水平，财务政策更加稳健，资产质量得到优化

公司2004年开始使用五级分类方法计提准备金。在新的财务制度下，2004年公司贷款损失准备计提达到5483.05万元，准备金不良贷款覆盖率达到79.75%的较高水平。2005年随着公司贷款规模的缩减，贷款损失准备有所下降，但由于贷款质量进一步上升，2005年公司准备金不良贷款覆盖率达到16倍的水平。2006年虽无不良贷款，但公司的贷款损失准备仍按监管部门要求进行了充分的计提。充足的贷款损失准备将提高公司资产的抗风险能力，从而使公司资产质量得到进一步优化。

图表8 公司贷款损失准备金及其增长

	2004年	2005年	2006年
贷款损失专项准备（万元）	5483.05	1923.90	2449.69
贷款损失准备 （包括一般准备）（万元）	5483.05	3663.83	4883.33
贷款损失准备增长	-	-33.18%	33.28%
贷款总额（万元）	344227.80	173992.46	243364.40
贷款总额增长	-	-49.45%	39.87%
准备金不良贷款覆盖率	79.75%	16.00	无不良贷款
准备金全部贷款覆盖率	1.60%	2.11%	2.01%

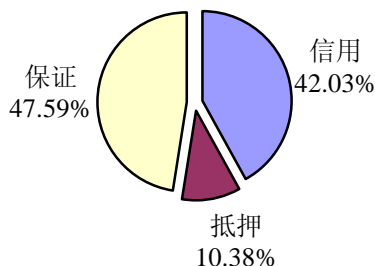
资料来源：公司提供资料，远东资信整理

信贷资产信用保障略显不足，公司面临的信用风险基本集中在集团内部

集团公司上市前，公司信用贷款所占比重较高，但其后由于服务对象的变化，使公司的贷款方式结构产生了较大变化。2006年公司保证担保贷款和抵押担保贷款占总贷款的比例占比达57.97%；其中，保障措施又以保证担保为主，保证担保贷款占总贷款的比重达47.59%，主要担保方为电气集团或集团内下属企业（参见图表9）。由于这些企业所处行业与业务模式相近，面临的行业风险也较为接近，因此可能出现担保与被担保企业同时面临

经营困难的局面，从而影响到担保的有效性。因此远东资信认为公司贷款的信用保障措施略显不足。虽然，公司与银行相比存在信息优势，及时调整信贷政策的能力相对较强，但远东资信认为，目前公司面临的信用风险仍基本集中在集团内部。

图表9 公司2006年贷款方式结构



资料来源：公司提供资料，远东资信整理

公司贷款区域集中度较高，上海经济与重工业发展前景对公司影响较大

电气集团属上海市大型国有企业，其下多数企业均位于上海市，因此，公司的信贷业务客户主要集中在上海地区。虽然近十年来上海一直是我国经济发展速度最快的城市之一，且由于上海电气集团承担着上海许多大型项目设备供应的重任，因此公司成为上海经济发展的直接受益者；但过高的区域集中度也使得公司面临一定的区域经济波动风险。

公司贷款客户集中度较高，单一客户信用风险影响较大

我国财务公司客户可选择范围较小，信贷客户只能集中在所处集团内企业。因此公司客户集中度较高。2006年末，公司前五大贷款客户贷款余额达到11.81亿元，占贷款总额的64.71%^⑦（参见图表10）。较高的集中度意味着任何一个单一客户的信用都将对公司整体贷款资产质量造成较大影响。公司的业务范围也决定了客户集中度较高的状况在短期内难以改变。

图表10 公司2006年末前五大客户名称及贷款情况

客户名称	贷款金额 (万元)	占贷款总 额比重	主营业务
上海电气(集团)总公司	50000.00	27.40%	电站设备、输配电设备、电梯等
上海动力设备有限公司	32500.00	17.81%	电站用的高低压加热器、凝汽器、除氧器等
上海重型机器厂有限公司	21300.00	11.67%	磨煤机、大型锻铸件、大型冶金设备等
上海光华印刷机械有限公司	7250.00	3.97%	印刷机械
上海绿洲实业有限公司	7050.00	3.86%	人造板加工

^⑦ 这里贷款总额不包括贴现和融资租赁。



合 计	118100.00	64.71%	
-----	-----------	--------	--

资料来源：公司提供资料，远东资信整理

➤ 投资类资产分析

公司在投资业务方面表现谨慎，大量持有低风险类的证券产品，在降低了整体风险水平的同时也有利于其流动性管理

公司资产管理业务的定位是中台支持业务，主要目的是保障集团主业的资金需求，同时产生一定的收益；战略目标是基于“安全第一、流动第二、收益第三”的投资原则，实现集团金融资产的保值增值。因此在投资对象的选择上，公司更关注资金的安全性和流动性，主要投资于固定收益类产品。从公司历年的投资结构也可以发现，公司投资风格谨慎。股票、股票型基金、可转债、企业债等具有一定风险的投资品种长期维持在较低投资规模（如图表11）。2006年股票二级市场行情趋好，公司通过加强宏观经济与政策研究，分析市场趋势，有选择性地提高了股票和股票基金的投资比重，取得了良好的投资收益。但从公司2006年投资结构可以看出，国债和债券型基金投资仍然占绝大部分比重，而且公司进行股票投资主要是通过IPO认购的方式，风险较小。大量持有国债和债券型基金等风险小、高流动性的投资品种有利于公司的流动性管理，并降低投资风险。

图表11 公司历年投资结构

投资对象	2004年		2005年		2006年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)
股票	0.10	0.23	0.30	0.47	2.51	5.28
可转换债债券	0.21	0.51	0	0	0.05	0.11
国债	25.15	59.75	19.07	30.02	24.75	51.99
基金	1.91	4.53	40.57	63.85	19.26	40.46
其中：债券型基金	0.21	0.49	38.46	60.54	14.99	31.49
股票型基金	1.70	4.04	2.11	3.31	4.27	8.97
央行票据	9.09	21.6	-	-	0.79	1.65
企业债	0.18	0.43	1.57	2.48	-	-
委托理财	-	-	-	-	-	-
信托产品	5.40	12.83	1.97	3.1	0.19	0.4
股权投资	0.05	0.12	0.05	0.08	0.05	0.12
合计	42.09	100	63.53	100	47.60	100

资料来源：公司历年审计报告

五、流动性分析

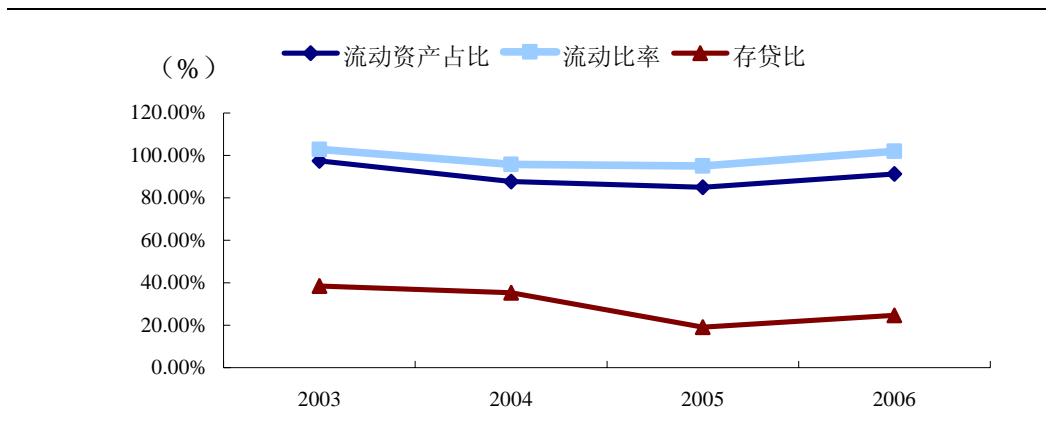
公司资产整体流动性较强，流动性风险较小，但公司负债期限结构不尽合理，有望通过主动性负债等措施加以改善

从主要流动性指标来看，公司流动比率一直保持在较高水平，2006年末电气财务流动资产占总资产比重高达91.24%，流动比率达到101.96%；存贷比也一直保持在较低水平，2006年末公司存贷比仅24.63%；而且，公司资产与负债期限结构配比较为合理，流动性缺口小，仅3个月内到期的资产与负债存在流动性缺口。但是，这一缺口可以通过同业拆借、卖出回购债券或变现其他投资类产品来解决。

公司整体资产流动性较强，流动性风险较小。2007年前5个月，公司存款开始减少，而贷款余额继续上升。未来远东资信将持续关注公司由于经营规模等因素限制以及存贷比变化可能产生的流动性风险。

但是，由于公司目前缺乏1年以上中长期资金来源，而集团内企业许多大型项目多需要长期资金支持，负债结构的不尽合理，限制了公司参与中长期优质项目的能力。通过发行金融债等主动性负债方式，公司将有效增加中长期资金来源，改善负债的期限结构，在不影响流动性的情况下，有利于公司扩展业务范围，增强自身的盈利能力。

图表14 公司流动性指标



资料来源：公司历年审计报告

图表15 2006年电气财务资产负债期限配比 (单位：万元)

资产项目	已逾期	即时偿还	3个月内	3个月-1年	1-5年	5年以上	合计
现金及银行存款	-	317941.00					317941.00
存放央行及同业款项	-		75405.00				75405.00
投资	-	271599.00	29696.00	137412.00	37372.00		476079.00
贷款	-	440.00	19086.00	201471.00	22367.00		243364.00



其它资产	-		-2450.00	76.00	794.00	-1580.00	
资产总计	-	589980.00	124187.00	336433.00	59815.00	794.00	111209.00
负债项目							
存款	-	709675.00	125000.00	153339.00			988014.00
其他负债	-		1410.00		4849.00	126.00	6385.00
负债总额	-	709675.00	126410.00	153339.00	4849.00	126.00	994399.00
流动性缺口		-119695.00	-2223.00	183094.00	54966.00	668.00	116810.00
累计流动性缺口		-119695.00	-121918.00	180871.00	238060.00	55634.00	117478.00
累计流动性缺口占总资产比例	0.00%	-20.29%	-17.07%	17.22%	21.44%	5.01%	78.40%

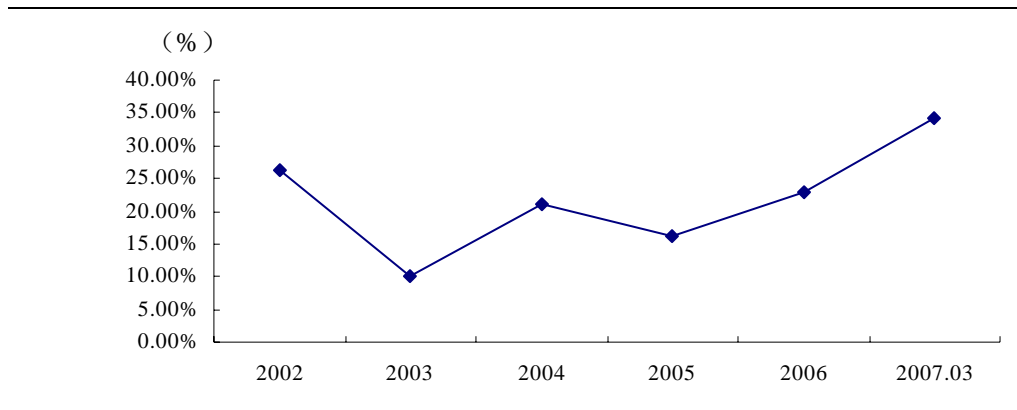
资料来源：公司提供资料

六、资本充足性分析

2004年增资使电气财务目前资本充足率较高，增强了其对损失的缓冲能力

由于2003年公司总资产规模增长较快，公司资本充足率下降至10.13%，接近10%的监管要求。2004年电气集团对电气财务现金增资5亿元，公司注册资本由3亿元上升到8亿元，使公司资本充足率得到较大幅度提高。截至2006年末，公司资本净额达到11.92亿元，资本充足率为22.77%，高于监管要求12.77个百分点（参见图表13）。资本是资产损失最重要的保障，较高的资本充足率为债权人提供了更多的损失缓冲机会，公司资产的安全性因此得以增强。

图表 13 公司历年资本充足率



资料来源：公司提供资料，远东资信整理

七、盈利能力分析

依托投资收益的大幅提高，2006年公司盈利能力有所回升。但未来公司盈利水平的稳定性仍存在一定的风险。目前，公司在新业务上的开拓与创新未来有望成为公司盈利的有益补充，并有助于提高公司的金融服务能力



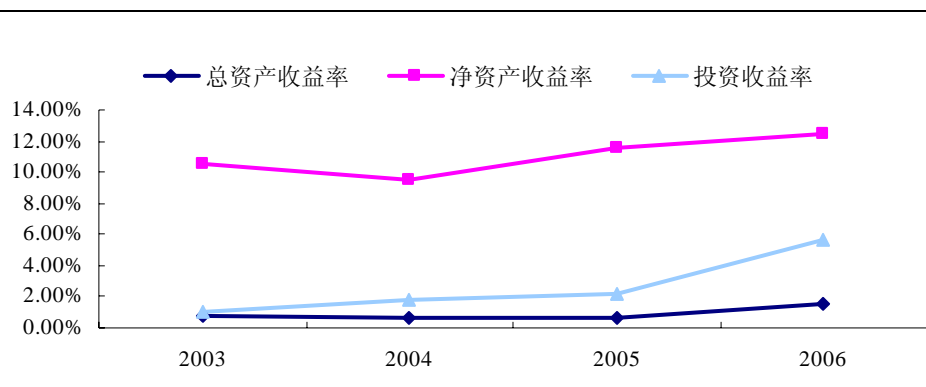
近三年，公司信贷资产比重一直较低，净利息收入较少，投资收益一直是公司的主要利润来源。2005年开始贷款大幅减少使利息收入甚至小于利息支出。2006年虽然贷款年末余额同比有所上升，但全年平均贷款额实质是下降的，导致其利息收入同比有所减少，利息收入与利息支出之间的缺口继续扩大。另外，集团的广告费用摊派一直是公司营业费用的主要构成部分，2006年这部分费用增长导致公司营业费用大幅增长。从2005年开始，在贷款减少的情况下，公司及时调整经营思路，在坚持安全第一的原则下，适度加大了对企业债、基金、股票等收益较高品种的投资，投资收益有所增加，使公司盈利能力有所提高。2006年，公司实现投资收益2.67亿元，是全年利润总额的1.60倍。因此，投资收益对公司的利润贡献更加明显。

如前所述，公司对其资产进行主动配置的能力受到一定限制；其次，为更好的服务于集团企业，还需要给予部分企业存款和贷款上的优惠利率；另外，为满足资产的安全性和流动性需求，公司投资的有价证券大部分是低风险的固定收益产品，由此导致公司对自身盈利水平的控制能力较弱，易受集团产业经济波动影响，未来公司盈利水平的稳定性存在一定风险。

目前，公司在监管部门批准从事的业务范围内积极开拓新业务。例如：1、在公司金融业务方面，加大项目融资和信用证、票据贴现、应收账款保理、买方信贷等贸易服务业务的开发力度，并积极发展外汇业务。2006年，公司积极参与集团重点项目融资，保持与项目方的联系沟通，积累了项目融资经验；2006年全年争取到新客户的银票贴现业务和商票保贴业务额度达到7.5亿元。2006年末，贴现余额达到6.07亿元，同比增长117.88%；全年发放买方信贷21笔，累计总额4115万元；在中间业务上加强与银行的合作，全年共为集团内企业代理开证220笔，累计金额近 87416万元，转开保函41笔，累计金额9027万元。2、在投资银行业务方面，充分发挥集团资源优势进行业务开发，满足集团企业的投行业务需求。2006年公司与集团签订了长期财务顾问协议，并参与集团内部企业并购计划制定及集团内控评价，不断积累投资银行业务经验。

这些业务目前虽然对提高公司盈利水平的贡献不大，但有助于完善公司的金融服务功能，从提高效率、降低成本、拓展销售等方面加强了对集团产业的支持和服务。而集团产业与公司的发展是相辅相成的关系，集团产业的发展将推动公司的进一步发展。公司新业务的尝试和开拓有望成为公司盈利的有益补充。同时，新业务的开拓也将对公司的风险管理能力提出更高的要求。

图表12 公司历年盈利水平



资料来源：公司历年审计报告

八、债项分析

公司发行金融债目的是改善负债结构，增强其对资产负债期限配比的可控性

从负债结构来看，2006年电气财务存款总额占负债总额的99.36%。由于存款属于被动负债，公司对其控制力较弱，因此大量的存款负债增加了公司资产负债管理的难度。发行金融债的方式为公司拓宽了主动负债的渠道，增强了公司在资产负债期限配比上的可控性。金融债作为长期资金来源，也可提高公司的项目贷款能力，有利于提高其盈利能力。此外，债券募集条款中规定本期债券的发行人不得在债券到期日前提前兑付，债券持有人也不得要求发行人在债券到期日前提前兑付，增强了募集资金的稳定性。

募集资金用于集团内相应期限的贷款业务，且贷款项目经济效益较好，有利于保证债券还本付息能力

电气财务金融债募集资金将应用于集团2007年新增贷款需求中与之期限匹配的项目贷款或流动资金贷款（如图表16），这将有利于增强债券还本付息的保障。从各项目可行性研究报告可以看出，这些项目都属于政府鼓励发展的项目，具有较高的社会效益和一定的经济效益，贷款回收有保障，从而也为债券的偿付提供了支撑作用。而且，这些项目对扩大集团的生产规模、提高其经营效益有重要意义，而集团发展与电气财务发展具有联动效应，因此也将有利于公司未来的发展。

另外，此次拟发行的金融债将采用固定利率，每年付息一次的方式，如果发行5年期，预计债券利率不超过5%，因此，按照目前的3-5年中长期贷款利率6.93%计算，两者利差约2%。此外，目前我国已经进入升息周期，中长期贷款带来的利差收入可能增大。中长期贷



款每年形成稳定的利息收入，将可用于电气财务金融债每年利息偿付，并且贷款到期后将可归还债券本金。

中长期贷款与短期贷款相比信用风险相对较高，对电气财务风险管理能力提出了更高的要求。在债券存续期内，远东资信将持续关注募集资金使用情况及各应用项目的进展情况。

图表16 2007年集团成员企业新增贷款需求明细

借款单位	借款用途	计划总投资 (万元)	净增贷款 (万元)	财务内部 收益率	静态投资 回收期
上海交大泰阳绿色能源有限公司	流动资金借款	—	41300	—	—
上海电气核电设备有限公司	流动资金借款	—	40000	—	—
上海电气临港重型机械装备有限公司	临港重型装备制造基地技术改造项目借款	326600	80000	8.51%	11.4年
上海船用曲轴有限公司	船用半组合曲轴国产化项目（二期）借款	69200	25000	13.76%	8.9年
上海电气环保热电（南通）有限公司	如皋垃圾焚烧热电联电“BOT”项目借款	45000	24000	7.16%	10.7年
上海电气风电设备有限公司	项目借款1亿元, 流动资金借款1亿元	—	20000	—	—
上海重型机器厂有限公司	大型铸锻件产能扩大技术改造项目借款	133019	49960	11.30%	10.1年
上海焊接器材有限公司	项目借款	—	5600	—	—
上海第一机床厂有限公司	百万千瓦级核电堆内构件和控制棒驱动机构增资扩能项目借款	36500	18048	22.29%	6.2年
合计			303908		

资料来源：公司提供资料及各项目可研报告，远东资信整理

九、本次金融债担保方分析

电气财务本次拟发行的10亿元人民币金融债券由上海电气（集团）总公司（以下简称“电气总公司”）提供全额不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本次金融债券的本金及利息。

上海电气（集团）总公司系由上海市国有资产管理委员会（以下简称“上海市国资委”）直属管理的大型国有装备制造企业集团。截至2006年末，电气总公司注册资本为635881.62万元，上海市国资委持股比例为93.35%。电气总公司是中国装备制造业最大的国有企业之一，经营领域涉及几十个产业，其业务涵盖了我国机电设备制造的所有领域（如图表17），

在资本实力、融资能力、技术实力、市场占有率、品牌知名度等方面均具有较强的竞争优势。

图表17 电气总公司主营业务

板块	主营产品	板块内上市公司
电力设备	电站锅炉、汽轮机、汽轮发电机、辅机、电动机、输配电设备	上海输配电股份有限公司 (600627.SH)
机电一体化设备	电梯、重型机械、机床、印刷包装	上海机电股份有限公司 (600835.SH)
交通设备	建筑机械、发电及船用工业柴油机，城市轨道交通设备	上海柴油机股份有限公司 (600841.SH)
环保系统	新能源领域，如垃圾发电、风电、太阳能、煤层气发电	
管理1部	纺织机械、冲剪机床	
管理2部	轴承行业、工具行业、叶片行业等，航天电机。	上海集优机械股份有限公司 (2345.HK)
管理3部	与电站设备配套的风机、电缆，此外，工业锅炉、螺旋式压缩机	
管理4部	重型机械、消防车	
轻工板块	日用五金	上海海立（集团）股份有限公司 (600619.SH)

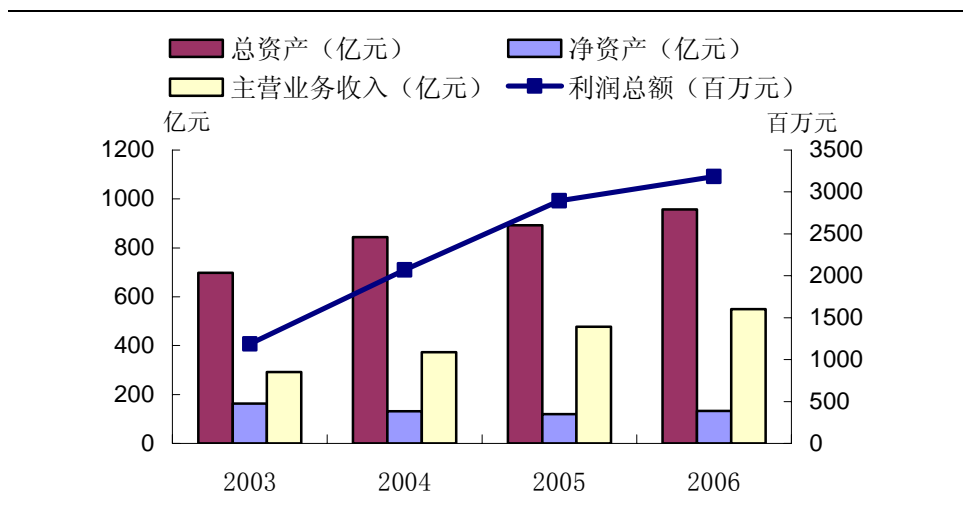
资料来源：公司提供资料，远东资信整理

电气总公司的前身可追溯到 50 年代初期成立的上海市人民政府第一重型工业管理局，其后，在上海市国资委的指导下，经历了多次更名、重组和改制。最近一次重大重组是 2004 年 3 月，电气总公司的资产被一分为二，旗下较优质资产（含 3 家 A 股上市公司）组建成立上海电气集团股份有限公司（以下简称“电气集团”），并于 2005 年 3 月在香港联交所（HK02727）成功上市；其余盈利能力相对较弱的资产组建成立上海电气资产管理有限公司（以下简称“管理公司”）。其后，围绕以“新技术装备”为重点，积极实施“科教兴市”的中长期战略目标，电气总公司又对管理公司进行重点整合。具体举措包括：2006 年，上海国资委将原上海轻工控股（集团）公司整体划入，包括 A 股上市公司海立股份（600617.SH）、自仪股份（600848.SH），以及上海家化、日立电器等沪上知名企业；将旗下轴承、工具、叶片等行业整合成上海集优机械股份有限公司，并于 2006 年 4 月在香港联交所成功上市；关停并转缺乏发展前景的子公司；对不实资产进行核销等。

从电气总公司的变革过程可以看出，上海市政府正有意通过将上海市的同类机电企业划拨给电气总公司，以整合上海市的机电设备制造行业，打造电气总公司的大集团战略。而且，2004 年开始，经过重组和整合，电气总公司的经营规模得以大幅提高，经营效益也逐年提高（如图表 18）。截至 2006 年末，电气总公司总资产达到 956.87 亿元，近四年的平均年复合增长率达到 11.10%；净资产达到 132.82 亿元；全年实现主营业务收入 548.95 亿元，近四年的平均年复合增长率达到 23.35%；实现利润总额 31.85 亿元，近四年的平均年

复合增长率达到 38.92%。2006 年 6 月，国务院颁发了《振兴装备制造业若干意见》，加大对先进装备制造业的支持力度，上海市更是把发展先进制造业放到提升国际竞争力的高度。电气总公司下属电气集团和管理公司作为上海市先进制造业的代表，面临良好的发展机遇。

图表18 电气总公司历年经营规模变化情况



资料来源：电气总公司历年审计报告

电气总公司各业务板块中，电力设备、机电一体化设备、交通设备及环保设备业务为其四大核心业务板块，这四大板块，特别是电力设备板块近今年的快速发展带动电气总公司主营业务收入和利润水平的增长。从 2007 年开始，国内发电设备行业的增速将逐步趋缓，但鉴于电气集团在国内电力设备行业具有较强的技术实力和垄断地位，加之其正努力开拓电力短缺的海外市场和新型能源发电领域，并已取得一定成效，预计电气总公司的电力设备板块短期内仍能够保持目前的市场地位和收益水平。其他板块良好的发展前景和发展趋势也有望成为电气总公司未来新的利润增长点。

虽然管理公司下属企业较多为盈利较弱或处于亏损的企业，但目前经过整合，整体经营能力和经营效益获得了一定提升。管理公司计划进一步加大资源重组和整合力度，进一步包装优质企业推向资本市场。尽管这个资源整合的过程还需要较长时间，但电气总公司管理层较强的执行能力和在重组中积累的丰富经验将进一步推动管理公司在资本市场的运作。随着管理公司进一步加大整合力度，以及当前装备制造业面临较好的外部发展环境等因素，预计管理公司经营绩效未来将会进一步增强。

另外，我国资本市场的发展也拓展了电气总公司的融资渠道，增强了其财务弹性。从 2005 年电气集团在香港联交所上市开始，电气总公司及下属企业通过上市和发行短期融资券共在资本市场融资 106 亿元。据了解，截至 2006 年 11 月末，商业银行对电气总公司的



授信总额为 170.17 亿元，其中尚未使用的授信额度为 73.87 亿元，与年初相比有所增长[®]。

综上，远东资信认为，公司此次拟发行的 10 亿元金融债由上海电气（集团）总公司提供全额不可撤销连带责任保证担保，可以在一定程度上增强债券偿付能力。

[®] 数据来源于《2005 年上海电气（集团）总公司 40 亿元短期融资券跟踪评级报告》。

附录一：长期信用等级符号及释义

银行间债券市场长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。等级释义如下：

AAA	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	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	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	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
-----	------------------------------

BB	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	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	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	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	不能偿还债务。
---	---------

除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。



附录二：电气财务主要财务分析指标计算方法

存款总额=信托存款（活期）+定期存款+保证金。

贷款总额=买方信贷+抵押贷款+贴现+流动资金贷款+中长期贷款+逾期贷款+呆滞贷款+呆账贷款+应收租赁费-未实现租赁收益。

资本充足率=资本净额/（风险加权资产+12.5 倍的市场风险资本）×100%

不良贷款率=（次级类贷款+可疑类贷款+损失类贷款）/贷款余额×100%

准备金不良贷款覆盖率=贷款损失准备余额/不良贷款余额×100%

准备金全部贷款覆盖率=贷款损失准备余额/贷款余额×100%

存贷比例=贷款余额/存款余额×100%

流动比率=流动资产/流动负债×100%

总资产收益率=税前利润/平均总资产×100%

净资产收益率=净利润/平均所有者权益×100%



上海远东资信评估有限公司声明

一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与上海电气集团财务有限责任公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析与上海电气集团财务有限责任公司不存在任何直接或间接的利益关系。

二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。

三、上海远东资信评估有限公司本次对上海电气集团财务有限责任公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售上海电气集团财务有限责任公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。

四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海远东资信评估有限公司内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。

五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有，未经上海远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。

跟踪评级安排

本次债券存续期内，上海远东资信评估有限公司将对其进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级，每年持续定期跟踪评级在电气财务每个会计年度审计报告出具后进行一次，不定期跟踪评级自首次评级报告完成之日起进行。

跟踪评级期间，远东资信将持续关注银行外部经营环境的变化、影响电气财务经营或财务状况的重大事件、电气财务履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映电气财务本次债券的信用状况。

跟踪评级时间安排：

定期跟踪评级将在本次债券存续期内电气财务每年发布年度报告后在双方约定的时间内出具一次定期跟踪评级报告；

不定期跟踪评级在发生影响前次评级报告结论的重大事项后及时跟踪评级，并在 10 个工作日内提出不定期跟踪评级报告。

跟踪评级程序安排：

定期跟踪评级前向电气财务发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向电气财务发送“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；

远东资信的跟踪评级报告和评级结果将对监管部门要求的披露对象进行披露。

跟踪评级人员安排：

跟踪评级人员：彭丹、胡音

