

联合 研究报告

2014.11.26

造船行业 2014 年度研究报告



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

造船行业 2014 年度研究报告

报告编号:

时间: 2014 年 11 月 26 日

分析师:

丁伟

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679688

地址:

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

www.lhratings.com

报告概要

目前世界造船市场呈现中、日、韩三国鼎立的局面。尽管中国造船行业在载重吨统计指标上处于世界第一的位置,但在订单总额、船舶附加值、技术含量方面,韩国在与中、日竞争中处于领先地位。同时韩国在造船规范、船舶设计、船舶配套及生产技术方面优势明显,而中国造船企业依旧在散货船、集装箱和油船等传统船舶领域进行价格竞争。

造船行业属于典型的周期性行业,造船行业的兴衰与宏观经济的增长有着密切的关系,其和经济增长率之间存在着正相关性,而航运市场的需求是决定造船行业兴衰最直接因素。国际金融危机以来,国际航运市场持续低迷,造船市场需求急剧下滑,新船订单逐年下降,产能过剩局面日益显现。2013 年,受益于全球经济缓慢复苏,全球造船市场需求有所回升,新船订单同比大幅增长,但航运市场运力过剩局面仍未有效改善,2014 年以来新船订单增速放缓,新船价格回升受阻,造船行业复苏不容乐观。

随着造船行业景气度下行,船价大幅下跌及航运市场低迷导致船东接船意愿不强,降低预付款比例、延迟交船、延期付款、调整船价、弃船等现象日趋增多,同时受交船周期延长,应收账款增加、回笼资金变慢影响,多数造船企业经营活动产生的现金流量净额转为负数,盈利能力持续下滑。在造船行业低迷期,各家银行开始严格控制造船行业信贷风险,信贷规模有所缩减,尤其民营企业融资较为困难,融资成本上升导致造船企业利润水平进一步下滑。造船企业债务负担依然较重,偿债压力有所加大,但行业内发债企业信用基本面有所分化,中船重工及中船工业两大央企保持较强的抗风险能力,部分地方及民营船企依靠多元化发展策略规避行业下行风险,而舜天船舶、春和集团及熔盛重工债务负担明显高于行业平均水平,偿债压力大,需保持关注,其中熔盛重工经营状况持续恶化,地方政府协助、银团框架协议执行及重组进展将对熔盛重工信用水平带来显著影响。

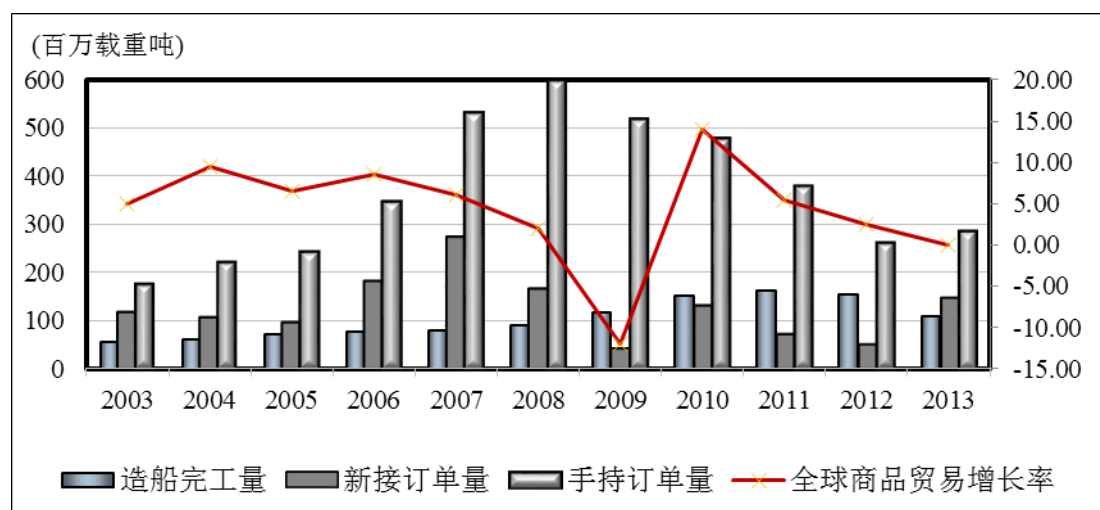
未来,中国造船行业将面临着兼并重组和产品结构转型升级等问题;近年来海工产品景气度上行,但低水平和重复投资现象已有所显现,面对韩国等国在高端海工设备领域具备明显的技术研发优势,中国造船企业在该领域竞争压力会日益加大;“白名单”等政策环境未来主要利好于主流中大型造船企业,造船企业前景将出现分化;短期内经营单一的造船企业财务状况将难以改善。

一、行业概况

造船行业是为水上交通、海洋开发和国防建设等行业提供技术装备的现代综合性产业，与钢铁、机电、化工、航运、海洋资源勘察等上、下游产业发展具有联动作用，是劳动、资金、技术密集型产业。造船行业的发展对就业、贸易和国防具有重大意义。

造船行业属于典型的周期性行业，造船行业的兴衰与宏观经济增长有着密切的关系，其和经济增长率之间存在着正相关性，而航运市场的需求是决定造船行业兴衰最直接因素。2008 年国际金融危机爆发之前，全球一体化进程加速，世界经济快速发展和国际贸易规模不断扩大推动航运市场蓬勃发展。受益于此，造船行业进入繁荣期，造船完工量和新船订单量保持增长趋势(见图 1)，根据中国船舶工业年鉴数据，2007 年全球造船完工量为 8060 万载重吨，新船订单量为 27050 万载重吨，手持订单量为 53020 万载重吨，新船订单量是造船完工量的 3.36 倍，手持订单量是完工量的 6.58 倍，新船订单普遍排产到 2010 年之后交付。造船行业景气度高涨，巨额的订单需求推动着造船行业产能的持续扩大，尤其是具有低劳动力成本及岸线优势的中、日、韩三国承接了全球 90% 以上的新船订单。

图 1 全球造船行业发展情况



资料来源：WIND 资讯，中国船舶工业年鉴

金融危机爆发后，全球经济受到巨大冲击，2009 年全球新船订单仅为 4110 万载重吨，较 2008 年和 2009 年同比下降 84.81% 和 75.09%。2010 年新船订单短暂反弹后，受欧洲主权债务危机的影响，国际航运市场开始步入低迷期，进而导致造船市场需求急剧下滑，新船订单逐年下降，产能过剩局面日益显现。2012 年是近年造船行业周期的谷底，从指标上看，

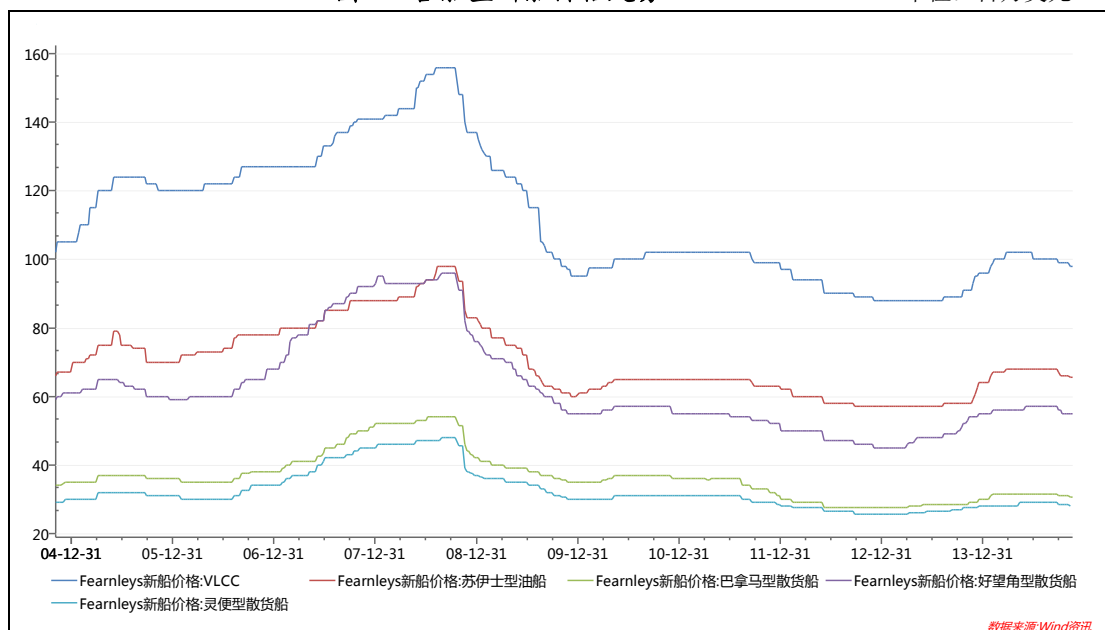
全球造船完工量、新船订单量及手持订单量自 2003 年以来首次全部下降，分别同比下降 5.60%、32.04%和 31.02%。新船订单不足、船价持续下滑、首付款比例大幅下降及融资压力增大等多重因素交织作用，造船企业经营环境逐步恶化，船价下跌及航运市场低迷导致船东接船意愿不强，降低预付款比例、延迟交船、延期付款、调整船价、弃船等现象日趋增多，多数造船企业经营活动现金流量净额转为负数，亏损企业数量增加，部分中小造船企业出现转产、减员、倒闭等现象。

2013 年，受益于全球经济缓慢复苏，下半年新船订单大幅增长，同时新船价格也有所回升。从指标上看，2013 年全球新船订单量为 144.77 百万载重吨，同比大幅增长 218.32%，新增订单的增长导致手持订单量增至 284.30 百万载重吨，同比增长 9.10%；2013 年，全球造船完工量为 107.57 百万载重吨，同比下滑 29.30%。据 Clarksons 统计，2013 年全球新船订单量为 2257 艘，其中散货船新船订单共有 955 艘，同比增长 158%，是当前造船市场复苏的主导力量。

2014 年以来，全球新船成交量保持高位，新船订单较同期保持增长趋势，但三季度增速有所放缓，2014 年前三季度全球新船订单量分别为 3514 万载重吨、2872 万载重吨和 2632 万载重吨。2014 年 1~9 月，全球造船完工量为 6989 万载重吨，同比下降 18.38%。截至 2014 年 9 月底，全球手持订单量为 32619 万载重吨，同比增长 29.02%。值得注意的是，尽管自 2013 年二季度以来，波罗的海干散货综合运费指数（BDI）震荡向上突破，并创下了近 3 年来的高点。但自 2014 年初 BDI 指数一路震荡下滑并在低位徘徊，航运市场运价低迷，航运企业依旧普遍亏损，新船订单却保持增长趋势，该背离现象可以归结为以下原因：一、新船价格大幅下滑，已处于价格谷底。根据挪威船舶经纪公司 Fearnleys 数据统计，以苏伊士型油船和好望角型散货船为例，2013 年初两种船型价格较 2008 年价格高点下降 40%以上。二、新船油耗低，显著降低了航运企业的燃油成本。近年来，船型的重新设计和发动机制造的技术改进降低了船舶的油耗水平。2013 年几家造船企业披露的新船合同显示，目前新型节能环保船舶油耗水平与 2010 年之前交付的船舶相比下降 20-30%左右。三、目前造船付款条件依然对船东有利，同时海外船舶融资市场有所好转。目前新船订单船东首付款比例依旧较低，普遍为交船前付款 30-40%左右。Clarksons 研究显示，2013 年全球船东股权融资累计 27.56 亿美元，较 2011 年的 10.01 亿美元和 2012 年 5.27 亿美元大幅增长，船东融资环境有所改善。由于国际航运市场运力过剩局面仍未明显改善，主要船型价格并未随着新船订单增加而大幅回升，2014 年以来，主要船型价格较 2014 年年初仅有小幅回升。

图 2 各船型新船价格走势

单位：百万美元



资料来源：WIND 资讯

近几年，海洋资源开发受到各国政府的重视，海洋工程设备需求快速增长，海上油气田的勘探、开采设备及特种船舶是主要的需求产品。2011 年，全球海洋工程装备市场订单金额达 690 亿美元，创了历史最高纪录，同比增长 130%，同时也是海工装备订单首次超过同期新船订单金额，成为世界船舶工业新订单的主要来源；2012 年，全球海洋工程装备市场延续景气状态，全年订单总额超过 600 亿美元，成交各类装备 331 座（艘），其中包括自升式钻井平台 22 座、半潜式钻井平台 14 座、浮式生产储油船（FPSO）和浮式储油船（FSO）16 艘、钻井船 35 艘、海工辅助船 212 艘。2013 年，全球海工装备制造市场连续第三年订单额超过 600 亿美元，其中海洋油气钻采装备市场成交额为 524 亿美元，钻井装备订单规模为 95 座，总价值 282 亿美元，半潜式钻井平台成交金额与 2012 年基本持平，钻井船订单规模为 11 艘，总价值 64 亿美元，生产装备（含各类生产平台及上部模块）成交金额为 127 亿美元。

海洋工程装备制造业被列入中国“十二五”新兴产业规划，是未来国家政策支持及鼓励的重点产业，中国大型船舶企业都在积极进行转型扩张，提高海工装备业在业务结构中的比例。但值得关注的是，目前全球海工市场仍然呈现欧美设计、亚洲制造的总体格局。欧美垄断了开发设计、工程总包和关键设备配套，其中关键配套产品采购价占总造价的 70%左右。中国公司总体处在制造低端产品的第三梯队，与欧美、韩国以及新加坡企业相比，仍存在较大差距。

二、竞争格局

自上世纪中旬开始,日本造船业的崛起打破了以英国为代表的西欧传统造船强国的统治地位,70 年代开始,韩国造船业凭借政府政策和资金支持快速发展,并在 2000 年在新船订单量、手持订单量和造船完工量三项指标上全面超越日本,成为新的世界造船行业龙头。

受益于全球造船市场景气度持续高涨,中国造船行业自 2003 年以来蓬勃发展,2003 年中国造船完工量、新船订单量和手持订单量三项指标分别为 605 万载重吨、1850 万载重吨和 2659 万载重吨,占全球造船市场份额仅为 10%、16%和 15%。中国造船企业凭借着劳动力成本及岸线充足等优势新接造船订单量屡创新高,全球造船市场份额持续攀升。2010 年,中国在造船完工量、新船订单量和手持订单量占全球造船市场份额分别为 41.9%、48.5%和 40.8%,三项指标首次全部超越韩国,成为新的全球最大的船舶制造国。

目前世界造船市场呈现中、日、韩三国鼎立的局面。从表 1 可以看出,以载重吨为统计指标,中国在完工量、新接订单量及手持订单量方面已处于全球第一的地位,韩国和日本紧随其后。2013 年新接订单量方面,中国船企新接订单量为 68.84 百万载重吨,占世界新接订单总量的 47.6%;韩国船企承接订单量 44.19 百万载重吨,占世界新接订单总量的 30.5%;日本船企新接订单 22.60 百万载重,占世界新接订单总量 15.6%。从手持订单量看,中、韩、日三国手持订单量分别占世界手持订单总量的 45.8%、26.9%和 19.1%。从造船完工量看,中、韩、日三国造船完工量分别占世界完工总量的 40.3%、31.0%和 22.9%。

表 1 2013 年世界三大造船指标比较

指标/国家		世界	中国	韩国	日本
完工量	载重吨(百万吨)	107.57	43.35	33.36	24.68
	占比(%)	100.0	40.3	31.0	22.9
新接订单量	载重吨(百万吨)	144.77	68.84	44.19	22.60
	占比(%)	100.0	47.6	30.5	15.6
手持订单量	载重吨(百万吨)	284.30	130.10	76.41	54.43
	占比(%)	100.0	45.8	26.9	19.1

资料来源: Clarkson Research Service

尽管中国造船行业在载重吨统计指标上处于世界第一的位置,但在订单金额、船舶附加值、技术含量方面,韩国在与中、日竞争中处于领先地位。韩国的现代重工、三星重工、大宇造船等大型船企着重开发生产高附加值的深海石油气勘探船、浮式储油船、液化天然气

（LNG）运输船和液化石油气（LPG）运输船等，同时韩国在造船规范、船舶设计、船舶配套及生产技术方面优势明显，而中国造船企业依旧在散货船、集装箱和油船等传统船舶领域进行价格竞争。

从国内造船行业竞争看，目前国内造船企业主要分为中国船舶工业集团公司（以下简称“中船工业”）、中国船舶重工集团公司（以下简称“中船重工”）和地方国有及民营船厂三方。中船重工下属子公司主要为大连船舶重工集团有限公司、渤海船舶重工有限责任公司及武昌造船厂集团有限公司等，中船工业下属子公司主要为上海外高桥造船有限公司、沪东中华造船有限公司、江南造船(集团)有限责任公司、广州广船国际股份有限公司等，两大央企占据国内造船市场主导地位，不仅承担着中国舰艇等国防军船制造任务，在商用船制造领域也具备较强的规模、技术及核心设备配套等方面综合优势，特别是在造船行业景气度低迷期，政策支持和行业地位支撑了两大集团和下属公司的可持续经营能力。

地方国有及民营船厂受益于金融危机前的全球航运的需求增长发展迅速，凭借经营灵活和低成本等优势获取较大份额的新船订单，规模较大的地方船厂有江苏新世纪造船股份有限公司、江苏扬子江船厂有限公司和太平洋造船集团公司等。而随着造船行业景气度下行，船价大幅下滑、订单付款条件变化导致企业垫资规模增大，银行对造船企业信贷规模缩减，规模较小的地方民营船厂经营环境日益艰难。

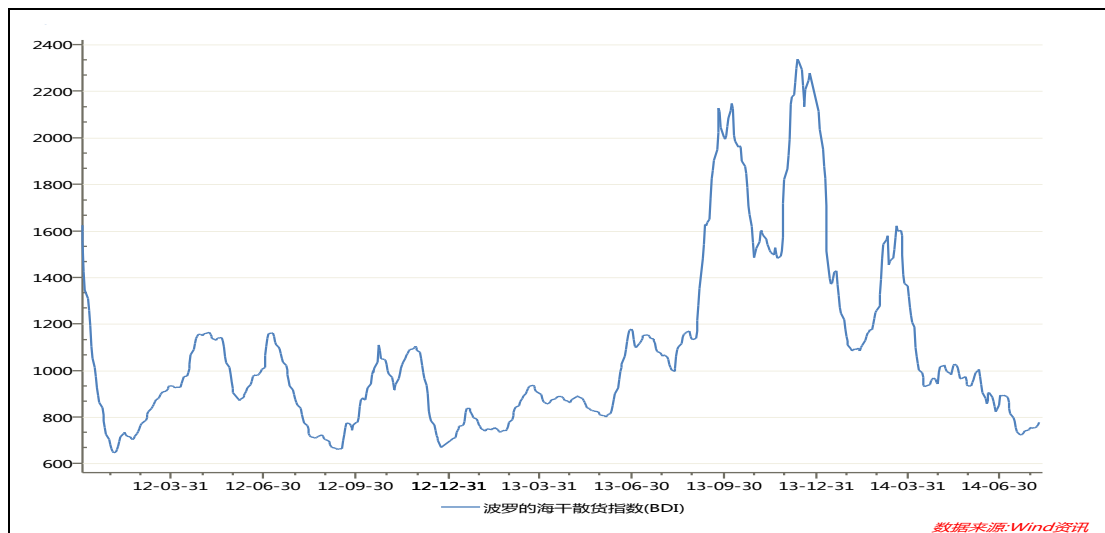
三、行业关注

国际航运市场运力依旧过剩

影响全球船舶制造业行业周期的直接因素是航运市场运费水平，一般的周期循环模式为“航运市场复苏（低迷）-新船订单量增长（减少）-新船价格水平上升（下降）”。金融危机爆发以后，全球宏观经济低迷，国际航运运费价格大幅下跌，航运市场运力过剩局面逐步显现。2012 年国际航运运费逐步筑底企稳，受益于全球宏观经济的复苏，2013 年波罗的海干散货指数（BDI）大幅增长，从 2012 年初的最低点 647 点，2013 年 12 月 24 日已攀升至 2277 点。但自 2014 年初 BDI 指数一路震荡下滑并在低位徘徊，2014 年 7 月 22 日，BDI 指数已跌至 723 点，为进入 2014 年以来最低点。航运市场运价低迷，航运企业普遍亏损，以中国远洋和招商轮船为例，中国远洋 2013 年扣除非经常性损益亏损 71.8 亿元，招商轮船 2013 年扣除非经常性损益亏损 20.35 亿元。总体看，航运市场运力仍处在存量过剩的局面，短期

复苏具有一定不确定性。

图 3 近年波罗的海干散货指数 (BDI) 走势



资料来源: WIND 资讯

造船企业经营活动现金流状况普遍弱化，融资压力较大

造船行业是资金密集型产业，对银行资金的依赖程度很高。在 2011 年欧洲主权债务危机前，船东付款方式一般分 5 个节点，分别为签订合同生效、开工、上船台或进船坞、下水和交船，每个节点付款 20%。2011 年下半年，欧洲主权债务危机影响开始显现，国际航运市场持续低迷，欧洲传统航运融资银行大幅收紧了航运融资业务，船东付款方式开始出现变化，变为一般交船前仅付 30% 预付款，剩余 70% 在交船后付款，造船企业垫付资金增加，资金需求加大。由于船价大幅下跌及航运市场低迷导致船东接船意愿不强，延迟交船、延期付款、调整船价、弃船等现象日趋增多，同时受交船周期延长，应收账款增加、回笼资金变慢影响，多数造船企业经营活动产生的现金流量净额转为负数。在造船行业低迷期，各家银行开始严格控制造船行业贷款风险，信贷规模有所缩减，尤其民营企业融资较为困难，同时融资成本上升导致造船企业利润水平进一步下滑。

新船价格依旧较低，造船企业利润微薄

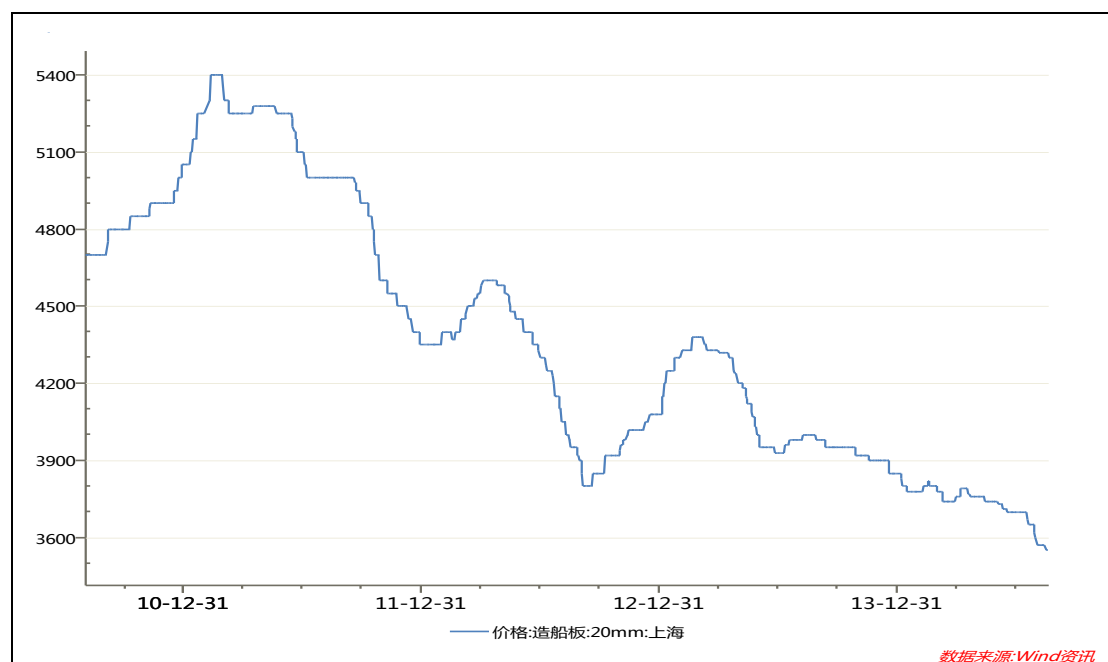
根据挪威船舶经纪公司 Fearnleys 数据统计，受金融危机导致全球经济低迷的影响，新船价格在 2009 年大幅下滑，2010 年新船价格有所回升，但 2011 年新船价格继续大幅下挫，各船型新船价格下跌均在 5% 以上，从 2012 年下半年全球新船价格有所企稳。以苏伊士型油船及巴拿马型散货船（76000DWT）为例，2008 年两种船型新船价格曾高达每艘 9800 万

美元和 5400 万美元左右，金融危机后船价持续下滑，2012 年底两种船型新船价格基本在 5700 万美元和 2700 万美元左右，较 2008 年高点分别下降 42% 和 50% 左右。2013 年下半年以来，随着 BDI 指数回升，新船订单不断增加，2014 年 8 月初，各船型价格较 2013 年初低点增长 15% 左右，苏伊士型油船和巴拿马型散货船新船价格在 6800 万美元和 3100 万美元左右。新船价格的回升一定程度上缓解了造船企业的经营压力，但劳动力成本及融资成本不断上升，造船企业利润微薄，盈利能力难以短期内得到改善。

钢板价格波动影响造船企业经营成本

钢板是船舶制造中重要的原材料之一，占造船成本的 30%~35% 左右，对造船企业毛利率影响较大。近年来，受国内宏观经济增速放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。随行业去库存过程的推进，钢板价格从 2012 年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象，进入 2013 年初，钢板价格基本维持了反弹上涨态势，但随着钢铁行业景气度再度转弱，钢板价格持续下行。2014 年 1~8 月，20mm 造船板价格仍呈波动下降趋势，目前维持在 3600 元/吨左右，钢板价格的下滑有利于造船企业的成本控制，但由于造船周期较长（通常在 10~12 个月），若钢板价格在生产过程中大幅上涨，将对已利润微薄的造船企业造成更大的经营压力。

图 4 近年造船板价格情况



资料来源: WIND 资讯

四、行业政策

2012 年 3 月，工信部发布《船舶工业“十二五”发展规划》，其中提及①发展目标方面：中国船舶工业科技综合实力跃居世界前列。主流船型综合竞争力显著提升，形成 50 个以上满足最新国际规范要求、引领国际市场需求的知名品牌产品。具备主要高新技术船舶和深水海洋工程装备的设计能力，全面突破高技术船舶的关键技术，海洋工程装备制造设计制造能力进入世界前列。②产业结构优化升级方面：环渤海湾、长江三角洲和珠江三角洲造船基地成为世界级造船基地，前 10 家造船企业造船完工量占全国总量的 70%以上，进入世界造船前十名强企业达到 5 家以上。③效率效益方面：工业增加值率较“十一五”末提高 3 个百分点，全员劳动生产率年均提高 15%。船舶工业全面建立现代造船模式，数字化造船能力明显提高。骨干企业造船效率达到 15 工时/修正总吨，典型船舶建造周期达到世界先进水平，基本实现造船总装化、管理精细化、信息集成化和生产安全化。骨干企业平均钢材一次利用率达到 90%以上；规模以上企业单位工业增加值能耗下降 20%。④配套方面：船舶配套业销售收入达到 3000 亿元，船舶动力和甲板机械领域形成 5-10 家销售收入超百亿元的综合集成供应商。主要船用设备制造技术达到世界先进水平，平均装船率达到 80%以上，形成一批具有知识产权的国际知名品牌产品，品牌船用设备装船率达到 30%以上。在船舶自动化和系统集成等方面取得重要突破。

2013 年 10 月，国务院发布了《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，其中指出要调整优化船舶产品结构，加大出口船舶信贷金融扶持，鼓励有实力的企业建立海外销售服务基地。提高满足国际新规范、新公约、新标准的船舶产品研发和建造能力；鼓励现有造船产能向海洋工程装备领域转移，支持中小企业转型转产，提升高端产能比重；提高行业准入标准，对达不到准入条件和一年以上未承接新船订单的船舶企业实施差别化政策；支持企业兼并重组，提高产业集中度。

2013 年 11 月，工信部发布《船舶行业规范条件》，旨在进一步加强船舶行业管理，化解产能过剩矛盾，加快结构调整，提升技术水平，促进转型升级，引导船舶工业持续健康发展。国家对符合该条件的船舶建造企业实行公告管理，企业按自愿原则进行申请，列入公告的企业名单将作为相关政策支持的基础性依据，未列入公告名单的企业，相关政策将不予支持；对不符合规范条件的企业应按照规范条件要求进行整改。各地应综合运用经济、市场和法律手段，积极推动企业改进和完善生产条件，促进企业兼并重组，加快淘汰落后产能。

2013 年 12 月，交通运输部公布了老旧运输船舶和单壳油轮提前报废更新实施方案，根据不同船舶类型、提前报废年限，中央财政安排专项资金按 1500 元/总吨的基准对报废更新的船舶给予补助，补助资金按各 50%的比例分别在完成拆船和造船后分两次发放。国家通过经济政策鼓励报废更新，有助于改善需求结构，稳定船舶生产。

2014 年 9 月，工信部装备工业司对首批入围《船舶行业规范条件》的企业进行了公示，共有 51 家企业入围，包括中船工业、中船重工、中远等集团的旗下船厂均有入围，此外熔盛重工、新时代造船、新扬子造船、太平洋造船、舜天船舶等民营船企也有入围。此份名单被称为船舶业“白名单”，是指符合《船舶行业规范条件》中对生产设施、建造技术、质量保证体系、节能环保等多个环节要求的造船企业。进入“白名单”的造船企业将享受国家和地方的政策支持，对达不到规范条件的企业实行差别化政策。

总体看，《船舶工业“十二五”发展规划》、《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》及《船舶行业规范条件》等政策均为解决船舶制造业的产能过剩问题，调整国内船舶制造业的产业结构，推动附加值较高的船舶及核心船舶配套产品发展，同时对造船企业实行差别化政策。国家政策环境利好主流中大型造船企业，促进造船企业兼并重组以化解产能过剩的局面。

五、发债企业信用分析

截至 2014 年 9 月 1 日，存续期内造船发债企业共 10 家(见表 2)。从级别分布来看，主体长期信用等级为 AAA 的企业有 2 家，中国船舶重工集团公司和中国船舶工业集团公司作为国内最大的两家船舶装备央企，在企业规模、造修船能力、军舰船研究设计、船舶配套等方面均处在领先地位；主体长期信用等级为 AA+的企业有 1 家，江苏新扬子造船有限公司是新加坡-台湾两地上市公司—扬子江船业（控股）有限公司的核心子公司，是国内最早上市的民营造船企业，主要生产 10000TEU 以下大中型集装箱船和 100000DWT 以下大型散货船，并具备一定技术研发实力，逐步向海工装备制造领域拓展。

主体长期信用等级为 AA 的企业有 2 家，江苏新时代造船有限公司是一家主要生产油轮和散货船的民营企业，具备每年 400 万载重吨的生产能力；江苏舜天船舶股份有限公司为国有控股上市公司，实际控制人为江苏省人民政府国有资产监督管理委员会，主要生产集装箱船、多用途船、散货船和化学品船等。主体长期信用等级为 AA-的企业有 4 家，全部为民营

造船企业；主体长期信用等级为 BBB 的企业 1 家，江苏熔盛重工有限公司是一家大型民营造船企业，母公司为香港上市公司中国熔盛重工集团控股有限公司，由于近年经营状况较差，巨额亏损，2014 年 7 月被联合资信评估有限公司由 AA- 下调至 BBB，评级展望调整至负面。

表2 2013年造船发债企业级别分布及财务概况 (单位：亿元、%、倍)

主体级别	发债企业	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	经营活动现金流净额	EBITDA	全部债务
AAA	中国船舶重工集团公司	3710.27	1192.31	1873.97	102.92	82.89	164.08	1059.83
	中国船舶工业集团公司	2122.52	644.00	1017.23	5.81	-121.31	65.52	689.00
AA+	江苏新扬子造船有限公司	283.00	178.40	67.46	25.74	31.27	29.45	43.69
AA	江苏新时代造船有限公司	179.07	82.82	11.34	2.29	3.53	4.71	64.30
	江苏舜天船舶股份有限公司	74.70	21.43	32.68	1.71	-6.91	4.05	29.52
AA-	春和集团有限公司	203.90	42.20	113.10	1.10	3.62	9.94	116.01
	江苏奕淳集团有限公司	87.86	28.23	32.12	2.95	-7.60	4.27	34.98
	泰州口岸船舶有限公司	59.59	25.24	49.33	3.20	5.68	5.51	14.64
	泰州三福船舶工程有限公司	66.97	36.27	42.13	3.34	6.04	6.03	16.98
BBB	江苏熔盛重工有限公司	349.90	51.66	13.67	-69.44	-6.06	-57.05	202.01
主体级别	发债企业	营业利润率	净资产收益率	资产负债率	全部债务资本化比率	流动比率	全部债务/EBITDA	EBITDA 利息倍数
AAA	中国船舶重工集团公司	12.45	7.33	67.86	47.06	146.79	6.46	5.05
	中国船舶工业集团公司	10.31	0.14	69.66	51.69	133.06	12.33	3.75
AA+	江苏新扬子造船有限公司	29.87	12.76	36.96	19.67	203.43	1.47	19.53
AA	江苏新时代造船有限公司	-4.94	2.08	53.75	43.71	127.82	13.65	4.19
	江苏舜天船舶股份有限公司	8.63	5.74	71.31	57.94	139.41	7.29	2.28
AA-	春和集团有限公司	10.32	2.20	79.30	74.61	88.94	12.12	2.18
	江苏奕淳集团有限公司	14.06	7.86	67.87	55.34	181.06	7.58	1.99
	泰州口岸船舶有限公司	9.54	9.48	57.64	36.71	148.77	2.66	6.26
	泰州三福船舶工程有限公司	9.80	7.82	45.84	31.88	232.72	2.82	6.09
BBB	江苏熔盛重工有限	-148.96	-132.61	85.24	79.63	65.97	-3.54	-6.43

	公司						
--	----	--	--	--	--	--	--

资料来源：WIND 资讯，联合资信根据公开资料整理

盈利能力方面，2011~2013 年，多数造船企业利润总额呈下降趋势。2013 年造船企业营业利润率保持在 10%左右，其中江苏新扬子造船有限公司营业利润率高于 10 家造船企业平均值，其母公司扬子江船业（控股）有限公司年报中解释为公司在建造及交付金融危机前签订的高价船订单所致，其盈利能力明显异于行业中其他造船企业。在近几年，订单利润水平较低的情况下，多数造船企业进行多元化发展，中国船舶集团公司和中船工业集团公司不仅承担军舰建设，依靠着较强科技研发优势，发展船舶配套设备的生产，同时涉及贸易等其他业务，对利润水平形成一定支撑。江苏舜天船舶股份有限公司、春和集团有限公司和江苏奕淳集团有限公司等几家企业也正在逐步拓展贸易和房地产等其他业务领域，规避造船行业周期性风险。

由于近年垫资造船现象严重，表 3 中，中国船舶工业集团公司及江苏舜天船舶股份有限公司等部分业务结构单一的造船企业经营性现金流在 2012 年和 2013 年持续为负，部分造船企业由于延伸产业链至非船业务，收入及现金流状况相对较为平稳；江苏新扬子造船有限公司、江苏新时代造船有限公司经营活动现金流状况较好，主要由于收到经营性往来款规模较大。

偿债能力方面，表 2 中 10 家发债造船企业资产负债率平均值为 63.54%，近两年新船订单减少、银行控制信贷规模及利润水平低等因素导致造船企业债务规模 2012 年和 2013 年增长速度略有放缓，但债务负担依然较重（见表 3），财务费用对造船企业利润形成一定侵蚀。由于散货船等一般船舶建造周期在 12~18 个月左右，因此造船企业普遍对短期资金需求较高，表 2 中造船企业 2013 年流动比率均值为 146.80%。其中春和集团、舜天船舶和熔盛重工债务负担明显高于行业平均水平，春和集团和熔盛重工短期偿债能力显著低于行业平均水平，债务周转及偿还压力大。熔盛重工经营状况持续恶化，地方政府协助、银团框架协议执行以及重组进展状况将对其信用水平带来显著影响。

表3 2011~2013年造船发债企业财务概况

（单位：亿元）

发债企业	2011 年 营业收入	2012 年 营业收入	2013 年 营业收入	2011 年 利润总额	2012 年 利润总额	2013 年 利润总额
中国船舶重工集团公司	1625.60	1751.02	1873.97	92.52	99.03	102.92
中国船舶工业集团公司	1000.60	866.55	1017.23	78.80	-16.02	5.81

江苏新扬子造船有限公司	91.34	88.59	67.46	52.23	43.22	25.74
江苏新时代造船有限公司	115.89	50.90	11.34	32.78	9.95	2.29
江苏舜天船舶股份有限公司	26.01	26.22	32.68	2.31	1.02	1.71
春和集团有限公司	126.67	134.73	113.10	3.99	0.86	1.10
江苏奕淳集团有限公司	33.82	30.77	32.12	5.15	4.42	2.95
泰州口岸船舶有限公司	57.35	53.35	49.33	4.74	3.89	3.20
泰州三福船舶工程有限公司	56.56	50.71	42.13	4.78	3.17	3.34
江苏熔盛重工有限公司	159.52	81.44	13.67	24.65	-0.35	-69.44
发债企业	2011 年经营活动现金流净额	2012 年经营活动现金流净额	2013 年经营活动现金流净额	2011 年全部债务资本化比率	2012 年全部债务资本化比率	2013 年全部债务资本化比率
中国船舶重工集团公司	-105.99	15.19	82.89	52.53	51.81	47.06
中国船舶工业集团公司	-77.83	-70.00	-121.31	45.36	52.19	51.69
江苏新扬子造船有限公司	-22.21	27.37	31.27	22.55	21.27	19.67
江苏新时代造船有限公司	0.04	5.21	3.53	22.53	24.95	43.71
江苏舜天船舶股份有限公司	-1.65	-6.31	-6.91	35.03	54.67	57.94
春和集团有限公司	-7.89	-44.13	3.62	70.99	75.60	74.61
江苏奕淳集团有限公司	4.40	3.45	-7.60	48.31	45.62	55.34
泰州口岸船舶有限公司	0.16	-7.45	5.68	31.94	42.89	36.71
泰州三福船舶工程有限公司	0.23	2.70	6.04	48.66	45.19	31.88
江苏熔盛重工有限公司	-12.94	8.75	-6.06	67.97	67.25	79.63

资料来源：WIND 资讯，联合资信整理

总体看，受船价下滑影响，近年来多数造船发债企业盈利能力持续下滑，通过多元化发展规避造船行业周期下行风险；船东付款条件变化导致单一业务的造船企业经营现金流持续为负；由于收入及利润规模下滑，债务负担依然较重，造船企业偿债压力有所加大，但行业

内企业信用基本面将有所分化，中船重工及中船工业受益于行业地位、融资环境、外部支持等因素保持较强的抗风险能力；部分地方及民营船企依靠多元化发展策略规避行业下行风险；舜天船舶、春和集团及熔盛重工债务负担明显高于行业平均水平，偿债压力大，需保持关注，其中熔盛重工经营状况持续恶化，地方政府协助、银团框架协议执行及重组进展状况将对其信用水平带来显著影响。

六、行业展望

新船订单量及新船价格回升仍受制于航运市场景气度

航运市场的需求是决定造船行业兴衰最直接因素。如上文所述，受新船价格处于价格谷底及新型环保船舶显著降低燃油成本等因素刺激，2013 年下半年以来新船订单量保持较高的增长速度，但航运市场依旧低迷，进入 2014 年新船订单量增速明显放缓，前三季度全球新船订单量分别为 3514 万载重吨、2872 万载重吨和 2632 万载重吨，同时主要船型价格也并未随着新船订单增加而大幅回升。据国际货币基金组织 2014 年 1 月份估计，按照购买力平价法 GDP 汇总，2013 年全球经济增长 3.0%，比上年放缓 0.1 个百分点。在此背景下，全球航运行业走向复苏之路依旧步履蹒跚：干散货市场稍现暖意，集装箱市场回温势头不强，油运市场呈现震荡下跌。2014 年以来，中国等新兴市场增长放缓，日本及欧洲经济复苏低于预期，世界经济复苏放缓，2014 年 9 月世贸组织(WTO)将 2014 年全球经济增长预期由 4.6% 下调至 3.1%，将 2015 年增长预期由 5.3% 下调至 4%。同时，随着新船订单的不断交付，航运市场仍将面临运力过剩的压力。因此，在航运市场未明显复苏的情况下，造船市场复苏前景仍不容乐观。

造船企业将出现差异化发展

针对国内造船行业产能过剩的问题，国家陆续发布一系列产业政策调整国内船舶制造业的产业结构，推动附加值较高的船舶及核心船舶配套产品发展，加大出口船舶信贷金融扶持，同时对造船企业实行差别化政策，鼓励兼并重组，提高产业集中度。根据工信部数据，2013 年前 20 家造船企业承接新订单合计 5586 万载重吨，占全国新船订单总量的 80% 左右，比 2012 年提高 5.5 个百分点。按照目前情况看，船东下单主要集中在国有及部分具有竞争优势的民营船厂，主要是考虑船舶质量及交船及时性，对于经营状况不佳的民营船厂，船东下单会相对谨慎。此外，对于中小型民营船厂最难的是融资问题。目前新船订单价格依然较低，

而且付款条件仍未改善，船厂需要大量资金垫资造船，但是目前银行对中小民营船厂贷款规模有所限制。按照工信部发布《船舶行业规范条件》，可能即将对符合规范的造船企业和不符合规范的企业实行差异化政策，即“白名单”制度，对进入白名单制度的企业将提供融资、政策等资源支持，而未进入白名单制度的企业将逐步被挤压淘汰，进而促进转型和产业重组。总体来看，国家政策环境利好主流中大型造船企业。

海工设备行业景气度上行

2013 年，韩国、中国、新加坡分列世界海洋工程装备订单前三位，市场份额分别占全球 42%、24%、18%。其中，韩国继续垄断高端装备领域，钻井船、浮式生产储油船（FPSO）等高价值订单占总额的一半左右；中国在自升式钻井平台领域表现突出，订单总额方面首次超过新加坡，跃居第二；新加坡的市场份额出现了一定下滑，但新加坡在海工装备的自主设计上有着绝对优势。2014 年上半年，中国造船企业承接各类海工订单总额达到 79 亿美元，市场份额提高至 32%，居全球第一，中国造船企业接获各类海工订单 81 艘（座），其中自升式钻井平台 11 座；半潜式钻井平台 3 座；钻井船 3 艘；生产平台 3 座和海工辅助船 59 艘。虽然我国在海洋工程装备的订单量以及订单金额上有了大幅提升，但在单价上却并不具备优势，在自主设计上仍存在缺陷，而新加坡所接获订单的 76%左右都是采用自主设计，拥有完全的自主知识产权，而中国基本采用欧美设计，利润进一步减少。同时近两年海工市场进入调整期，2014 年上半年，全球海工产品成交额约为 239 亿美元，同比下降 33%，钻井平台、生产平台、海洋工程船等细分市场均有所下滑，特别是自升式钻井平台成交量下滑明显，对以承建自升式平台为主的中国造船企业将产生不利影响。随着各船企转型纷纷进军海工领域，低水平和重复投资现象已有所显现，面对韩国等国在高端海工设备领域具备明显的技术研发优势，中国造船企业将在领域竞争压力会日益加大。

造船企业短期内财务状况难以改善

收入方面，目前船厂执行的在建订单主要为 2012~2013 年承接的订单，考虑到过去几年新船价格低迷、制造交付周期以及造船行业按完工百分比法进行确认收入的因素，预计 2014 年和 2015 年造船完工量将有所增长，收入将基本保持稳定；成本方面，受钢铁行业产能过剩影响，船板价格近几年大幅下滑，目前 20mm 船板价格（上海地区）保持在 3600 元/吨左右，处于历史较低水平。考虑到钢铁行业过剩局面将依旧存在，预计船板价格未来几年大幅上涨的可能性较低；利润方面，按照 2012 年~2013 年承接订单价格水平，中国船厂毛利率

水平一般在 10%左右，考虑到固定成本摊销及垫资造船造成财务费用增长，预计 2014 年和 2015 年船厂盈利较难；现金流方面，而按照目前执行的手持订单结算方式看，在船东接船前，船厂只能收到 30%~40%的现金回款，垫资造船现象依旧严重，经营活动现金流状况可能在短期内难以转正。因此，造船企业对资金需求仍将保持较大规模。根据中国船舶工业行业协会数据，2014 年 1~7 月，87 家重点监测造船企业实现主营业务收入 1587 亿元，同比增长 10.6%，但主要由于船舶配套及船舶修理等收入增长所致；实现利润总额 40.7 亿元，同比下降 8.5%。

总体看，造船行业在 2013 年下半年以来有所复苏，新船订单量保持增长趋势，但航运市场运力过剩局面仍未明显改善，造船行业复苏不容乐观。未来中国造船行业将面临着兼并重组和产品结构转型升级等问题；近年来海工产品景气度上行，但低水平和重复投资现象已有所显现，面对韩国等国在高端海工设备领域具备明显的技术研发优势，中国造船企业将在领域竞争压力会日益加大；政策环境未来主要利好于主流中大型造船企业，造船企业前景将出现分化；短期内经营单一的造船企业财务状况将难以改善。