

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 610 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持上海振华重工（集团）股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“15振华CP001”和“16振华CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年五月九日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

上海振华重工（集团）股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
15 振华 CP001	20 亿元	2015/11/13- 2016/11/13	A-1	A-1
16 振华 CP001	20 亿元	2016/04/29- 2017/04/28	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 5 月 9 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	39.71	35.29	27.02	29.33
资产总额(亿元)	491.55	561.45	590.21	580.16
所有者权益(亿元)	147.14	149.61	157.87	157.15
短期债务(亿元)	202.53	252.28	288.60	301.50
全部债务(亿元)	261.64	315.18	306.22	318.74
营业收入(亿元)	232.02	250.69	232.72	46.36
利润总额(亿元)	1.20	1.63	2.72	0.70
EBITDA(亿元)	22.91	28.86	28.93	--
经营性净现金流(亿元)	9.39	-8.73	-18.32	3.85
营业利润率(%)	7.19	12.93	15.17	13.13
净资产收益率(%)	0.91	0.99	1.23	--
资产负债率(%)	70.07	73.35	73.25	72.91
全部债务资本化比率(%)	64.01	67.81	65.98	66.98
流动比率(%)	95.06	79.62	71.58	70.74
全部债务/EBITDA(倍)	11.42	10.92	10.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.14	1.86	2.26	--
经营现金流动负债比(%)	3.32	-2.54	-4.57	--

注：1. 公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；

2. 其他流动负债科目中短期融资券已计入短期债务。

分析师

马 栋 刘 哲

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

上海振华重工（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事港口机械、海工装备制造业务。面对全球航运市场复苏乏力的环境，公司积极调整业务结构，系统集成与总承包市场取得突破，并且保持了全球港口机械行业龙头地位。跟踪期内，公司港机业务收入持续增长，盈利能力有所增强，经营状况良好。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，全球经济复苏缓慢，海工市场需求快速萎缩、公司成本控制难度大、短期债务增长较快等因素对公司的经营及发展带来的不利影响。

公司港口机械行业龙头地位稳固，公司积极调整业务结构，参与地方政府PPP项目投资建设，公司多元化经营将有效分散经营风险。

综合考虑，联合资信维持上海振华重工（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“15 振华 CP001”和“16 振华 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 跟踪期内，公司继续保持在港口机械行业的龙头地位。
2. 跟踪期内，公司港机产品订单继续攀升，销售两座自动化码头项目。
3. 跟踪期内，公司成功中标江苏启东、溧阳两个 PPP 项目。
4. 公司经营现金流入量对待偿还债券保障程度好。

关注

1. 跟踪期内，全球港口机械市场景气度低位徘徊。
2. 公司人力成本高企，固定资产折旧额高，成本控制难度大。
3. 公司销售收入主要以美元和欧元结算，应

收账款存在一定的汇率风险。

4. 受国际油价暴跌影响，海工装备市场需求低迷，公司存货面临进一步跌价风险。
5. 公司利润总额对投资收益依赖度高。
6. 跟踪期内，公司短期偿债能力持续下降，面临较大的短期偿付压力。
7. 跟踪期内，公司未决诉讼金额 4472 万美元，该事项尚存在不确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与上海振华重工（集团）股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海振华重工（集团）股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因上海振华重工（集团）股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由上海振华重工（集团）股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至债券到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于上海振华重工(集团)股份有限公司主体长期信用及“15振华CP001”、“16振华CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

上海振华重工(集团)股份有限公司(以下简称“公司”)前身是成立于1992年的上海振华港口机械有限公司。1997年,经上海市交通办公室“沪府交体(1997)180号”文批准,原股东上海港口机械制造厂、香港振华工程有限公司和中国港湾建设(集团)总公司,联合澳门振华海湾工程有限公司、北京融金投资顾问有限公司作为发起人,以募集设立方式设立上海振华港口机械股份有限公司。2009年5月,公司名称变更为现名。2009年3月,经中国证监会(证监许可[2009]71号)文件批准,公司向中国交通建设股份有限公司(简称“中国交建”)发行了16979.47万股A股。截至2016年3月底,公司总股本为43.90亿元,中国交建直接和间接持有46.24%的股份,为公司控股股东。

公司主营业务为:设计、建造、安装和承包大型港口装卸系统和设备、海上重型装备、工程机械、工程船舶和大型金属结构件及部件、配件;船舶修理;自产起重机租赁业务;销售公司自产产品;可用整机运输专用船从事国际海运;钢结构工程专业承包。

公司设有港口机械经营部、海工钢构经营部、海工项目管理部、生产管理部、质量安全部、物资设备采购部、基建设备部、离岸管理部等职能部门。截至2015年底,公司拥有控股子公司44家。

截至2015年底,公司合并资产总额为590.21亿元,所有者权益合计为157.87亿元(其

中少数股东权益9.17亿元)。2015年,公司实现营业收入232.72亿元,利润总额2.72亿元。

截至2016年3月底,公司合并资产总额为580.16亿元,所有者权益合计为157.15亿元(其中少数股东权益9.61亿元)。2016年1~3月,公司实现营业收入46.36亿元,利润总额0.70亿元。

公司办公地址:中国上海浦东新区东方路3261号。法定代表人:宋海良。

三、宏观经济和政策环境

2015年,中国经济步入“新常态”发展阶段,全年GDP同比实际增长6.9%,增速创25年新低,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看,2015年,我国消费需求整体上较为平稳,固定资产投资增速持续下滑,进出口呈现双降趋势;同时,全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)处于较低水平,制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下,显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下,我国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算,2015年,我国国内生产总值(GDP)67.7万亿元,同比实际增长6.9%,增速创25年新低;分季度看,GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%,经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长,但第三产业同比增速有所提高,表明我国在经济增速换挡期内,产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看,2015年,市场销售增速走势较为平稳,固定资产投资增速回落较大,进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元,同比增长10.70%。固定资产投资(不含农户)55.20万亿元,比上年名义增长10.00%(扣除价格因素实际增长12.00%)。全年进出口总额4.00万亿元人民币,比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。我国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具

（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业分析

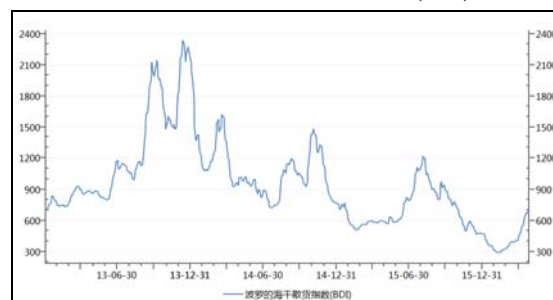
1. 港口机械

跟踪期内，世界经济总体上延续了上一年的缓慢复苏态势，经济增速低于普遍预期，各经济体增速分化加剧。2015年，航运业、港口码头建设、集装箱运输业竞争仍十分激烈，国际大宗商品价格尤其是原油价格持续暴跌，导致航运需求减少。受此影响，港口机械市场需求总体趋缓。

2015年对于航运业和港口业都是充满挑战的一年。全球贸易量温和增长，许多大船交付，市场延续运力过剩的态势，集装箱运价下跌。更多的大船交付和复杂的联盟，比如2M联盟和O3联盟正式运营，将对港口操作提出更高要求，给港口经营带来结构性变化。受此影响，2015年全球前十大港口吞吐量同比增幅仅为2.38%，较2014年增幅下降2.36个百分点，反映出在国际经济增长疲软的大背景下，全球港口生产面临较大压力，港口货物吞吐量增长形势不容乐观。

2015年BDI指数自年初下跌至500点附近开始企稳，8月份最高攀升至近1200点，随后一路下滑，2016年2月BDI指数创下历史最低290点。从BDI指数整体看，航运业仍然难以摆脱不景气状况，预期2016年下半年行业基本面仍以底部震荡为主。

图1 2013~2016年3月波罗的海(BDI)指数



资料来源：Wind 资讯

尽管发达经济体的进口需求逐步恢复，但不及发展中经济体进口需求的放缓程度，从而影响到全球大宗商品的需求。特别是最大的需求国—中国进入经济结构调整期，需求减缓，以及以原油为主的国际大宗商品价格持续下降，对2015年全球干散货海运市场乃至沿海散

货海运市场造成波动。但总体而言，由于运力供大于求的矛盾仍无实质性缓解，2015年全球干散货海运市场仍处于低迷状态，尽管期间出现过阶段性反弹。受此影响，2015年全球干散货海运贸易量5年来首次见跌。据克拉克森预计，去年全球干散货海运量为46.81亿吨，同比微跌0.3%。国际油运市场方面，自2014年下半年起，布伦特原油价格持续暴跌，原油运输需求大涨，成为唯一收到青睐的板块。据克拉克森公司预测，2016年全球铁矿石海运量将维持现有水平，煤炭海运量将增长0.8%，粮食增长3.9%，整个干散货需求增幅为1.1%，为近年来最低增长幅度。

2.海洋重工

跟踪期内，受油价下滑影响，全球油气公司经营效益大幅萎缩，现金流趋紧，削减资本支出已成为其适应低油价的重要策略。油气公司一方面通过出售非核心资产、降低甚至停发股息等方式补充资金；另一方面，通过裁员、压缩油气开发成本、延期或搁置油气田勘探开发项目等方式减少支出。鉴于原油的开发方案已不再具有经济价值，以极地油气、深水油气、页岩油气和油砂为代表的众多新油田开发项目，成为油气公司重点延期或搁置的对象。据估计，2015年全球油气勘探开发投资约5000亿美元，较2014年减少约23%，创近10年来最大跌幅。

由于大量油气勘探开发项目被延期和搁置，各类海工装备作业需求急速萎缩。在需求持续减弱，而市场供给相对稳定的背景下，2015年各类海工装备利用率不断刷新2008国际金融危机爆发以来的最低纪录。2015年底，自升式钻井平台和浮式钻井平台利用率仅为72%和79%，较年初分别下滑13和12个百分点。

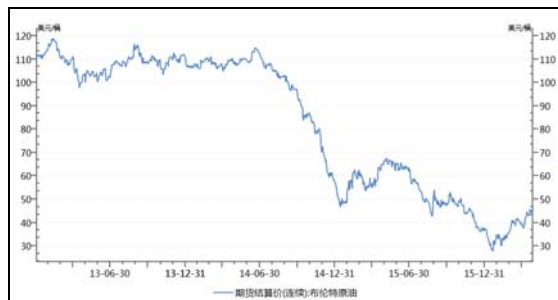
受装备运营市场需求不足及装备运营商经营困难等因素影响，全球海工装备市场大幅

下滑。2015年，全球共成交各类海洋工程装备183艘/座，同比减少65.7%。成交额仅为110亿美元，同比大幅萎缩74.7%。成交量下滑也导致各类海工装备价格明显走低，350英尺自升式钻井平台、第六代钻井船和半潜式钻井平台平均估价全年累计下跌17.1%、9.6%和10.5%，80吨系柱拉力AHTS和3200载重吨PSV价格全年累计下跌20.8%和22.0%。另外，二手装备价格下跌更为明显，低龄高端装备价格全年累计下跌40%左右，船东资产价值大幅缩水，导致其财务状况进一步恶化。

在市场环境总体不利的条件下，各主要海工装备建造国都难以独善其身，接单量均出现大幅萎缩。2015年，中国、新加坡、韩国分别承接海工装备订单38.2亿美元、26.2亿美元和12.8亿美元，同比分别减少75.5%、73.6%和76.4%。从市场份额看，中国、新加坡和韩国接单额占总量比重与2014年基本相当，中国依然保持接单总额世界第一的市场地位。从承接产品看，中国在钻井平台和海工船领域份额达到82.4%和40.1%，并不断向生产平台和特种海工作业船领域拓展。韩国船企接单主要集中在FSRU和半潜式生产平台等方面。但由于浮式钻井平台和新造FPSO等高端装备市场全年几乎零需求，导致韩国船厂接单总额大幅下滑。新加坡船厂在自升式钻井平台市场几乎消失的情况下，迅速调整接单方向，获得一定规模的LNG装备和特种海工船订单。

海洋重工行业的景气度与原油价格呈正相关，原油价格走势对海洋重工行业影响较大。2015年，原油价格震荡下跌且波动幅度较大，全年跌幅高达34%。2016年1月20日，布伦特原油期货结算价最低降至27.88美元/桶。

图2 2013年以来布伦特原油期货价格（美元/桶）



资料来源：Wind资讯

中国的海洋重工装备行业仍处于发展初期，随着中国海洋工程行业的发展，海洋重工支持政策的落实，全球海洋重工装备制造中心向中国的转移。根据 ODS 等机构预测，未来 5 年，全球海洋重工装备年均投资额约为 800 亿美元，中钻井和开采设备预计约为 500 亿美元，2020 年有望达到 1250 亿美元左右；而中国在“十二五”期间，海工装备年均投资额则估计在 500 亿元至 650 亿元人民币之间，到 2015 年有望达到 1200 亿人民币左右，较“十一五”期间大幅提高，对中国海工装备制造业将起到极大的带动作用。

总体而言，跟踪期内全球海洋重工设备市场大幅下滑，油价持续保持低位导致海工市场需求低迷，容量缩小，风险与不确定性大幅提高。

五、基础素质分析

公司主要产品包括大中型港口集装箱起重机械、海洋工程产品（起重铺管船、浮吊、钻井平台）、散货机械、钢结构等。集装箱起重机方面，公司主导产品为集装箱起重机，包括岸边集装箱起重机（岸桥）及集装箱龙门起重机（场桥），集装箱龙门起重机又可分为轮胎式集装箱龙门起重机（RTG）和轨道式集装箱龙门起重机（RMG）。公司是全球最大的港口集装箱起重机制造商。根据《World Cargo News》统计，1998 年起公司的集装箱起重机

订单量一直排名世界第一，港机产品订单量占全球市场份额在 70%以上，产品进入全球 90 个国家和地区。

公司技术工艺先进，拥有“新一代港口集装箱起重机关键技术研发与应用”国家科学技术进步一等奖为代表的一大批创新、专利技术与多项世界第一，并且公司能快速把研究成果转化为高附加值的产品与服务，创新的基础、速度与成果质量居于行业领先。

公司能获得大量资金支持。港口机械和海洋工程重工行业需要强大的资金支撑，固定资产、流动资金投入大，资金占用周期较长，需要取得银行和政府支持。公司所从事的集装箱起重机生产行业属于国家重点扶持的装备制造业，海洋工程属于战略性新兴产业中的高端装备制造业，在资金供给上中国进出口银行和其他商业银行给予了充分支持，使得公司生产资金得以保证。多年来，公司的银行贷款利率保持较低水平，且由于公司有较好的商业信誉和经济效益，因而具有较明显的资金成本优势。

总体来看，公司市场地位突出，规模优势明显，技术工艺先进，能够获得银行的支持。公司行业经营管理经验丰富，具有良好的企业基础素质。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及内部管理未发生重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营业务为港口机械（集装箱起重机和散货机械）、海洋工程（海上重型装备）和钢结构。公司核心业务为港口机械（集装箱起重机和散货机械），2015 年，港口机械占公司主营业务收入 73.90%。为了培育新的业

绩增长点，公司依托控股股东中国交通建设股份有限公司，新开拓投资市场业务，参与部分地方政府 PPP 项目，2015 年先后中标江苏启东吕四港区环抱式港池项目和江苏中关村科技产业园基础设施和公用事业项目，此前曾于 2013 年中标南京宁高 BT 项目。

2015 年公司实现新签合同额 52.18 亿美元，其中传统港机市场新签合同额 32.90 亿美元，同比上升 19.46%，港机产品继续保持全球领先地位，公司产品进入全球 90 个国家和地区；海工和钢构新签合同额为 8.27 亿美元，同比下降 55.00%；其他自营及船舶运输等合同 11.01 亿美元。

从收入构成看，港口机械（包括集装箱起重机和散货机械）仍然是公司最主要业务，2015 年港口机械、海工装备钢结构收入占比分别为 73.90%、20.91%。公司海工装备钢结构收入包括海上重型装备和钢结构两项收入，2015 年海上重型装备收入 49.84 亿元，占到主营业务收入的 17.32%。

从收入增长看，2015 年公司实现营业收入 232.72 亿元，同比下降 7.17%，主要系公司南京 BT 项目已完工和海上重型装备订单下降所致。分板块看，散货机械收入同比下降 44.03%，主要是由于市场竞争激烈所致；受国际原油价格暴跌导致订单减少影响，海上重型装备收入同比下降 20.04%；钢结构收入 8.26

亿元，较上年底略有下滑。受公司加大开拓海运市场影响，公司船舶运输收入亦大幅增长 154.31%，达 6.81 亿元。2016 年 1~3 月，公司集装箱起重机收入 33.52 亿元，同比上升 13.74%；散货机械收入 2.06 亿元，同比下降 8.07%；海上重型装备收入 6.40 亿元，同比下降 23.72%；钢结构收入 1.45 亿元，同比下降 4.61%；船舶运输收入 1.05 亿，同比下降 41.67%；PPP、南京宁高 BT 项目收入 1.47 亿。

毛利率方面，2015 年集装箱起重机业务毛利率同比上升 3.24 个百分点，主要原因是订单价格上升以及过往所签高价钢材库存订单消化完毕，而新订单受益于钢价的持续下降；散货机械业务毛利率上升 2.46 个百分点，原因是受益于钢价的持续下降；海上重型装备毛利率受新增项目较少（多为定制化产品），其本身运营成本较高影响，毛利率大幅下滑至 0.88%；船舶运输业务毛利率受燃油价格下降影响，毛利率大幅上升 14.09 个百分点。2013~2015 年公司整体毛利率持续上升，但盈利能力仍然不强，原因主要为：（1）资产过重带来高折旧。公司有 8 个生产基地、占地面积超过 1 万亩，2014 年及 2015 年，公司固定资产计提的折旧分别为 11.27 亿元和 12.35 亿元，给公司带来了较大的成本压力。（2）以燃油为代表的大宗物资价格波动频繁影响了公司营业成本。

表1 2013~2016年1-3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元，%）

业务分类	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-3 月		
	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率
集装箱起重机	1226447.34	53.50	11.96	1229501.12	49.41	16.46	1499451.59	65.15	19.70	335221	72.94	18.86
散货机械	306301.82	13.36	3.59	359716.65	14.46	5.04	201337.08	8.75	7.50	20650	4.49	4.20
海上重型装备	423416.50	18.47	2.91	498447.42	20.03	11.97	398541.19	17.32	0.88	64018	13.93	-7.80
钢结构	87232.06	3.80	2.98	85212.90	3.42	2.05	82617.51	3.59	3.60	14487	3.15	2.30
船舶运输	29680.69	1.31	4.38	26769.84	1.08	30.60	68077.68	2.96	44.69	10526	2.29	33.0
南京高速“建设-移交”项目	219144.47	9.56	3.33	288549.42	11.60	15.40	51406.48	2.23	12.91	14684	3.20	0.30

合计	2292222.90	100.00	7.61	2488200.35	100.00	13.44	2301431.53	100.00	15.39	459586	100	13.70
----	------------	--------	------	------------	--------	-------	------------	--------	-------	--------	-----	-------

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，公司收入规模有所降低，2015年公司综合毛利率同比上升1.95个百分点，整体经营情况受市场环境有所波动。2016年一季度公司综合毛利率13.70%，较2015年底有所下降，主要受海工装备业务毛利率大幅下滑影响。

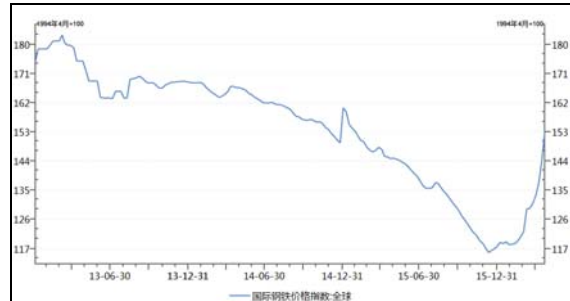
2.港口机械

2015年，公司以集装箱起重机和散货机械为代表的港口装卸设备占公司主营业务收入的73.90%，是公司主要收入来源。依靠国内青岛、洋山等自动化码头项目的崛起，以及PSA、DPW和马士基几大重要客户的主要订单，2015年公司新签合同额32.90亿美元，同比上升19.46%，港机产品订单量继续保持全球领先地位，全球市场份额在70%以上，产品进入全球90个国家和地区。

钢材是公司生产集装箱起重机的主要原材料，占公司集装箱起重机制造总成本的20%。公司海洋工程产品制造和大型钢结构的主要生产原材料也为钢材。

2015年中国钢材价格延续了2013年以来的下跌态势，钢铁行业景气度持续减弱，钢材价格持续下行。2016年一季度，钢材价格走出一波反弹行情，主要得益于钢铁产量减少以及国家加大投资、房地产政策明显松动等宏观经济利好影响。总体看，2015年钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢材价格的波动加大了公司成本管理的难度。

图3 2013年以来钢材价格指数走势



资料来源：Wind 资讯

公司产品销往全球90个国家和地区，公司外销收入占主营业务收入的60%以上。2015年前5名销售客户销售金额合计29.08亿元，占销售总额的13%，公司不存在对少数客户的重要依赖。

表2 公司主营业务收入占比地区分布（%）

地 区	2013 年	2014 年	2015 年
中国大陆（外销）*	3.81	5.73	4.66
亚洲（除中国大陆）	34.23	29.73	25.44
美洲	17.86	13.72	19.79
欧洲	11.25	9.64	9.84
非洲	3.26	3.15	3.63
大洋洲	1.59	0.81	0.70
小计	72.00	62.78	64.06
中国大陆	28.00	37.22	35.94
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司年报

*注：中国大陆（外销）项下列示金额为公司出口外销至其子公司——上海振华港口机械集团（香港）有限公司或关联方中和物产株式会社，再由其销售至国内客户相关项目的主营业务收入。

3. 海上重工

2015年以来油价的持续下跌导致整个海工产业链均面临下行压力，上游市场容量跟随油价暴跌出现较大缩减，公司海工市场开发工作面临较大挑战。

油气开发总投资的削减导致了勘探、钻井、采油、油服等细分市场的低迷。每个细分市场都涉及了有关装备的订单变化。2015年各类海工装备成交数量及金额同比分别下跌近65%及

70%左右。其中，钻井平台、OSV（海工支持船）、OCV（海工作业船）等装备最为低迷。钻井市场的萎缩导致船东放弃增加订单的选择权，同时撤回大部分投资计划，以应对市场寒冬。采油平台EPCI领域，若干高成本油田开发项目受到推迟，总承包商业量急剧减小。油服市场则中止了大量的PSV、OSV，铺管船市场也受到影响。船队利用率下滑、日租金疲软、海工船舶资产价值降低等问题未来将一直困扰着海工船东，海工市场的低迷可能将持续至2017年。

2015年公司海上重工业务在主营业务收入中占比为17.32%，同比有所下滑。海工及钢构新签合同额8.27亿美元，同比下降55%。

4. 南京宁高BT项目

公司依托控股股东中国交通建设股份有限公司的经验和优势，开始涉足BT业务，于2013年成功中标南京市宁高BT项目，合同总额59.20亿元人民币，其中投资总额的30%公司以自有资金投资，剩余70%通过银行借款融资。截至2015年底，本项目已经全线通车。

本项目建设期为2年，回购期2.5年，回购比例按40%、30%、30%。第一次自工程主体完工经过交工验收后或全线通车后的第6个月月末，支付前期费用和经确认建安费用的40%和至回购日之前所有回报。第二次自工程主体完工车经过交工验收后全线通车后的第18个月月末，支付前期费用和经确认建安费用的30%和至回购日之前所有回报。第三次自工程主体完工经过交工验收后全线通车后的第30个月月末，支付前期费用和经决算审计确认的剩余建安费和至回购日之前所有回报。

南京市交通局对本项目回购资金来源负责，对本项目融资提供土地担保，根据工程进度，分批提供土地作为抵押担保，保证项目顺利实施。并按照合同中约定的回购计划，分批挂牌交易土地，用土地出让收益，保证回购款项来源。公司已于2016年2月份回款12.12亿元。

5. 未来发展

公司目前在建的投资项目主要有：

（1）江苏启东吕四环抱式港池PPP项目

该项目包含4个子项目，分别为：东港区吹填造地项目、西港区吹填造地项目、北围堤连接段围堤项目、两个5-10万吨级码头项目。本项目包括投融资、建设、运营维护、移交等内容，总投资20亿元，公司持有47.5%的股权，为第一大股东。

截至目前，该项目进展顺利，已累计投资3.3亿元。

（2）江苏溧阳中关村项目

该项目投资总额37亿元，公司持有48%股权，为第一大股东。本项目包括投融资、建设、移交等内容。项目由10个子项目组成，包括：房建类，道路类、景观绿化类。

截至目前，该项目仍处于准备期，尚未正式开工。

八、募集资金使用情况

公司于2015年11月及2016年4月发行的“15 振华 CP001”和“16 振华 CP001”共募集资金40亿元，所募资金全部按计划用途使用。

九、财务分析

公司提供的2013~2015年度财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2016年一季度财务报表未经审计。

财务数据合并范围变化方面，2015年公司新纳入合并范围的主体11家，不再纳入公司合并范围的主体1家。考虑到涉及合并范围变化的公司规模较小，公司近三年财务数据可比性较强。

1. 盈利能力

公司2015年实现营业收入232.72亿元，较上年下降7.17%，主要系公司南京宁高BT项目

于上年底完工和海上重型装备订单下降所致。2016年1~3月，公司实现营业收入46.36亿元，较上年同期增长7.67%。

2015年，公司期间费用为31.63亿元，同比增长11.92%，主要系财务费用上升所致。2015年期间费用率13.59%，较上年同期增加2.32个百分点。2015年公司财务费用15.33亿元，较2014年增长17.76%，主要是由于2015年人民币兑美元汇率下降引起的汇兑净损失5.63亿元所致。

2015年，公司计提资产减值损失6.37亿元，主要为存货跌价损失0.53亿元、坏账损失2.80亿元和预计合同损失3.05亿元。

2015年，公司实现投资收益4.98亿元，同比增长34.32%，主要系公司处理银行理财产品取得收益3.93亿元。

2015年，受益于公司综合毛利率的提升，公司实现营业利润2.07亿元，同比增长82.79%；同期实现利润总额为2.72亿元，较去年增长67.22%。2015年，公司营业外收入0.71亿元，主要来自于政府补助及非流动资产处置利得。

从盈利指标来看，2015年公司营业利润率为15.17%，较去年上升2.24个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为3.17%和1.23%，较上年同期分别下降0.49和上升0.24个百分点。

2016年1~3月，公司实现营业收入46.36亿元，利润总额为0.70亿元，营业利润率13.13%，高于近三年的平均值。

总体看，跟踪期内公司集装箱起重机业务发展态势良好，但受南京宁高BT项目完工和海上重型装备订单下降影响，公司收入规模有所下降；受投资收益增长所致，利润总额规模进一步扩大，公司整体盈利能力有所改善。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金为195.07亿元，较去年同期增长5.44%；公司购买商品、接受劳务支付的现金201.74亿元，同比增长11.58%，主要系公

司当年订单增长较快，公司购买原材料支付货款增加及支付工程款所致。同期公司经营活动产生的现金流量净额为-18.32亿元。2015年公司现金收入比为83.82%，较2014年增加10.02个百分点，主要系公司大型港口设备、重型装备等产品建造周期较长，收入与现金流入确认时间存在差异所致。

投资活动方面，2015年投资活动现金流入86.04亿元，同比增长23.30%，主要系公司购买银行理财产品到期收款增加所致；同期投资活动现金流出60.39亿元，同比下降30.28%，主要系公司购买理财产品减少所致。2015年投资活动产生的现金流量净额为25.66亿元。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动现金流入量和流出量分别为381.60亿元和384.78亿元，其中取得借款收到的现金为314.19亿元，偿还债务支付的现金为357.47亿元。公司所处资金密集型制造行业的特点使公司现金流对外部筹资依赖较大。

2016年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流量净额分别为63.43亿元和3.85亿元。2016年1~3月，公司投资活动现金流入流出规模均较小，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.06亿元；2016年1~3月，公司取得借款91.95亿元用于偿还债务，筹资活动产生的现金流量净额为-6.32亿元。

总体分析，由于集装箱起重机生产行业对产品销售一般分阶段结算货款，并普遍垫资生产，对公司的收入获现能力和筹资活动产生较大压力。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至2015年底，公司资产总额590.21亿元，其中流动资产286.73亿元，占48.58%；非流动资产303.48亿元，占51.42%。

截至2015年底，公司流动资产286.73亿元，同比增长4.91%。流动资产主要以货币资金、

应收账款、存货和已完工尚未结算款为主，分别占比8.57%、13.58%、20.18%和39.12%。

截至2015年底，公司货币资金24.58亿元，同比下降23.51%，主要系公司本年新开工项目增加较多，公司投入货币资金相应增长所致。

截至2015年底，公司应收账款净额38.95亿元，同比增长7.67%，主要系由于2015年四季度项目到达应收节点并开票确认应收账款较为集中所致，但大部分款项处于正常收款周期内。从集中度看，前5名客户应收账款占比为21%，集中度不高。账龄方面，一年以内占64.83%，1~2年占13.89%，2~3年占4.44%，3年以上占16.84%。截至2015年底，公司已计提应收账款坏账准备11.37亿元，占应收账款总额的22.60%，计提较充分。应收账款中包括的主要外币金额为美元和欧元，其中应收账款中美元和欧元折算为人民币分别为11.25亿元和0.85亿元。汇率波动可能给公司应收账款带来一定风险。

截至2015年底，公司其他应收款为6.68亿元，同比下降7.26%。

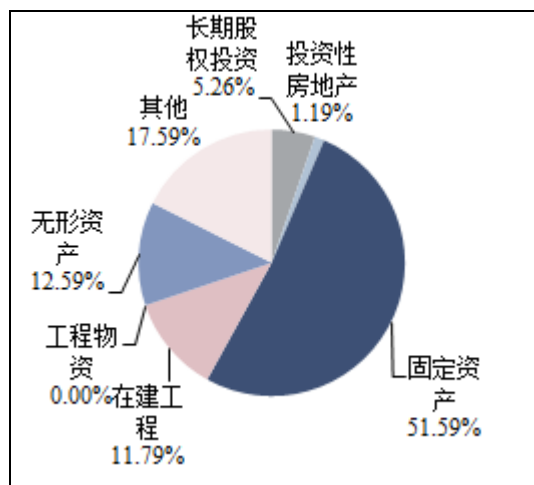
截至2015年底，公司存货账面价值57.86亿元，同比增长34.79%，主要由于公司在产品规模大幅增加所致。存货中原材料占64.62%，在产品占35.38%。在产品是指已在建造中但尚未签订销售订单的海上重型装备产品。截至2015年底，公司计提存货跌价准备5.68亿元，考虑到受国际原油价格暴跌影响，海上重工装备市场需求低迷，未来仍存在跌价风险。

已完工尚未结算款是公司于资产负债表日累计投入产品的生产成本及累计已确认的合同毛利之和扣除合同已结算的款项后的余额。受公司新开工项目建造进度增加影响，2015年底已完工尚未结算款为112.18亿元，同比增长41.72%。截至2016年3月底，公司已完工尚未结算款109.48亿元，较2015年底下降2.40%。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动资产全部为一年内到期的长期应收款，共计26.25亿元。

截至2015年底，公司其他流动资产5.53亿元，同比下降90.72%，主要系购买的银行理财产品到期所致。

图4 2015年公司非流动资产结构



资料来源：公司年报

截至2015年底，公司非流动资产合计303.48亿元，以固定资产、在建工程、无形资产和长期应收款为主。

截至2015年底，公司长期应收款35.59亿元，同比下降33.35%，主要系公司承接的南京宁高BT项目中于一年内到期的部分划分至一年内到期的非流动资产所致。

截至2015年底，公司固定资产原值259.28亿元，其中房屋建筑物占44.80%，机械设备占26.13%，船舶占27.17%。2015年底，公司对固定资产计提累计折旧102.72亿元，固定资产净值156.56亿元，较上年增长4.50%。

截至2015年底，公司在建工程账面价值35.77亿元，较上年增长27.51%，主要系公司应客户要求施工要求升级改造盾构机等大型机械设备将部分固定资产转入所致。

截至2015年底，公司无形资产账面价值38.19亿元，较上年增长12.91%，其中土地使用权占98.95%。

截至2016年3月底，公司资产总额580.16亿元，较2015年底下降1.70%，主要是因为公司流动资产减少所致。资产构成中，流动资产占47.79%，非流动资产占52.21%。截至2016年3

月底，公司流动资产较上年下降16.07%，主要系南京BT业务首期回款12.12亿元导致一年内到期的非流动资产减少。

跟踪期内，受国际原油价格暴跌影响，海工装备市场需求低迷，公司存货快速上升且未来存在跌价风险。但总体看，公司资产规模较大，资产构成较去年变化不大，整体资产质量一般。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为157.87亿元，较去年底增长5.52%。其中实收资本占27.81%、资本公积占35.01%、未分配利润占20.07%，少数股东权益占5.81%。截至2016年3月底，公司所有者权益合计157.15亿元，较2015年底下降0.45%，近三年其构成变化不大。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2015年底，公司负债总额为432.34亿元，其中流动负债占比92.65%，非流动负债占比7.35%。负债总额同比增长4.98%，主要系流动负债增长所致，其中应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债上升对负债增长影响较大。截至2015年底，应付账款同比增长17.15%，主要系公司应付材料采购及产品制造款增加所致；其他应付款同比增长331.78%，主要系公司收到的关联方借款增加所致；一年内到期的非流动负债同比增长162.29%，主要由一年内到期的长期借款29.78亿元和已兑付的38亿元中期票据“11振华MTN1”构成。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为73.25%、65.98%和10.04%，同比分别下降0.10、1.83和19.56个百分点。总体看，受部分长期债务即将到期影响，公司短期债务增长明显，但整体债务负担有所降低。

截至2016年3月底，公司负债总额为423.00亿元，较上年下降2.16%，主要是应付账款和一年内到期的非流动负债减少所致；其中，流动负债占92.65%，非流动负债占7.35%，较

2015年底相比无变化。公司资产负债率、长期债务资本化比率分别为72.91%、9.88%，较2015年底有所下降；受短期借款增加影响，全部债务资本化比率66.98%，较2015年底有所上升。

整体看，跟踪期内，公司短期债务增长较快，整体债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015年公司流动比率和速动比率分别为71.58%和57.14%，与2014年相比，分别下降8.04和9.98个百分点。经营现金流流动负债比由上年的-2.54%继续下滑至-4.57%。截至2016年3月底，公司流动比率和速动比率分别下降至70.74%和55.66%。总体看，公司短期债务增长较快，短期偿债能力持续下降，面临较大的短期偿付压力。

从长期偿债指标看，2015年，公司EBITDA为28.93亿元，较去年底变化不大；EBITDA利息倍数由上年的1.86倍上升为2.26倍，全部债务/EBITDA由上年的10.92倍下降至10.58倍。2013~2015年，公司长期偿债指标偏弱，长期偿债能力一般。

目前公司待偿还债券为“15振华CP001”和“16振华CP001”，共计额度为40亿元。2015年公司经营活动产生的现金流入量209.39亿元，是待偿还债券总额的5.23倍，覆盖程度高；截至2015年底和2016年3月底，公司扣除受限资金后的现金类资产分别为25.63亿元和22.67亿元，分别是待偿还债券总额的0.64倍和0.57倍，对公司所发债券保障程度偏弱。总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力强。

截至2015年底，公司对外担保1.85亿元，担保比率为1.17%。被担保方均经营正常，公司对外担保比率较低，或有负债风险较低。

表3 截至2015年底公司对外担保情况表

(单位: 万元)

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
江苏燕尾港港口有	1918.40	2014-11-11	2017-11-11

限公司			
振华海洋能源（香港）有限公司	16591.80	2015-09-14	2017-03-14
合计	18510.20	--	--

资料来源：公司提供

公司与各大银行具有良好的合作关系，截至2016年3月底，公司获得授信额度总计956.66亿人民币、18.24亿美元及1.2亿欧元，其中尚未使用额度为765.33亿元人民币、14.59亿美元以及0.9亿欧元，公司间接融资渠道畅通；公司是上交所上市公司，具备直接融资能力。

5. 未决诉讼

2015年10月13日，公司公告收到Petrofac(JSD6000) Limited(以下简称“派特法”)发出的合同终止通知函。派特法于2015年12月29日向保函开立银行兑付了由本公司就该项目签发的见索即付的保函，总计44720000美元。

针对该事项，公司高度重视，已成立专门工作组并聘请了高水平的国内外律师团队，积极主张本公司权利，保护公司正当权益不受侵害。公司已于2016年1月向伦敦国际仲裁庭提起仲裁申请，要求派特法返还上述保函款，并赔偿相应损失。目前，该案件仍在开庭准备过程中，尚未实体开庭。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1031011502501080M），截至2016年4月29日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录，公司整体过往债务履约情况良好。

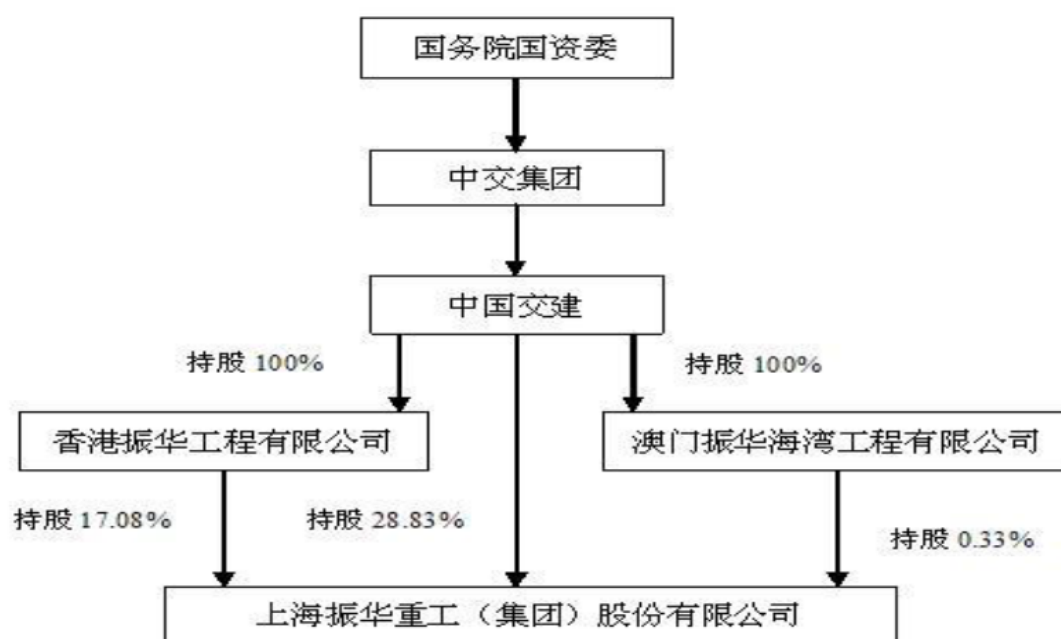
7. 抗风险能力

作为全球港口机械行业龙头企业，公司在市场地位、装备水平、运营管理和技术研发等方面具备综合优势。联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

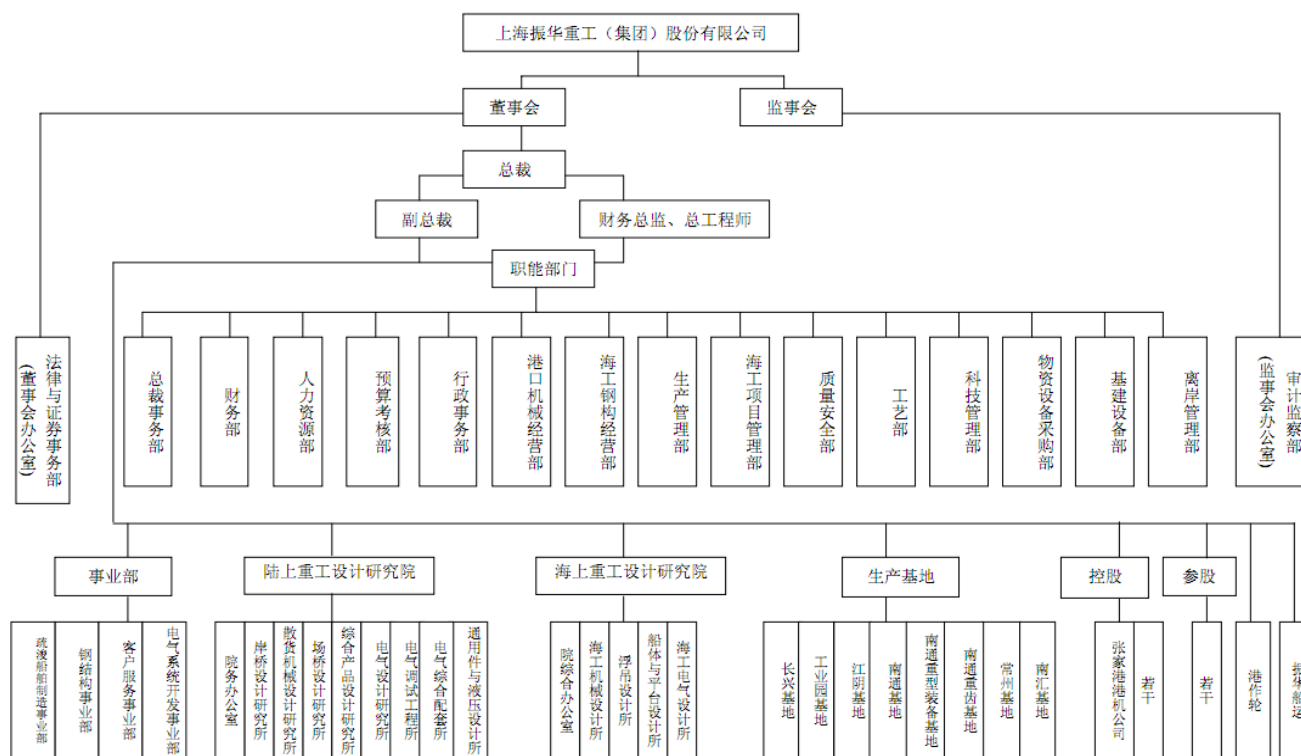
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“15振华CP001”和“16振华CP001”的信用等级为A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.71	35.29	27.02	29.33
资产总额(亿元)	491.55	561.45	590.21	580.16
所有者权益(亿元)	147.14	149.61	157.87	157.15
短期债务(亿元)	202.53	252.28	288.60	301.50
长期债务(亿元)	59.11	62.90	17.62	17.24
全部债务(亿元)	261.64	315.18	306.22	318.74
营业收入(亿元)	232.02	250.69	232.72	46.36
利润总额(亿元)	1.20	1.63	2.72	0.70
EBITDA(亿元)	22.91	28.86	28.93	--
经营性净现金流(亿元)	9.39	-8.73	-18.32	3.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.02	6.44	5.79	--
存货周转次数(次)	3.15	4.21	3.91	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.48	0.40	--
现金收入比(%)	83.61	73.80	83.82	136.83
营业利润率(%)	7.19	12.93	15.17	13.13
总资本收益率(%)	2.95	3.66	3.17	--
净资产收益率(%)	0.91	0.99	1.23	--
长期债务资本化比率(%)	28.66	29.60	10.04	9.88
全部债务资本化比率(%)	64.01	67.81	65.98	66.98
资产负债率(%)	70.07	73.35	73.25	72.91
流动比率(%)	95.06	79.62	71.58	70.74
速动比率(%)	73.79	67.12	57.14	55.66
经营现金流动负债比(%)	3.32	-2.54	-4.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.14	1.86	2.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.42	10.92	10.58	--

注：1.公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；

2.其他流动负债科目中短期融资券已计入短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含 义
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，违约风险较高
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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息