

信用等级公告

联合[2015] 1306 号

联合资信评估有限公司通过对上海振华重工（集团）股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

上海振华重工（集团）股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

特此公告。



上海振华重工（集团）股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2015 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	467.80	491.55	561.45	520.53
所有者权益(亿元)	144.17	147.14	149.61	148.99
长期债务(亿元)	88.58	59.11	62.90	65.72
全部债务(亿元)	254.44	261.64	315.18	295.04
营业收入(亿元)	182.55	232.02	250.69	43.06
利润总额(亿元)	-11.71	1.20	1.63	0.58
EBITDA(亿元)	9.19	22.91	28.86	--
营业利润率(%)	4.71	7.19	12.93	9.81
净资产收益率(%)	-7.62	0.91	0.99	--
资产负债率(%)	69.18	70.07	73.35	71.38
全部债务资本化比率(%)	63.83	64.01	67.81	66.45
流动比率(%)	111.32	95.06	79.62	76.54
全部债务/EBITDA(倍)	27.69	11.42	10.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.91	2.14	1.86	--

注：2015 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

马栋 刘哲 高利鹏
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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对上海振华重工（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为全球港口机械行业龙头企业，在市场地位、装备水平、运营管理和技术研发方面的综合优势。同时，联合资信也关注到集装箱起重机市场需求低迷、人民币汇率双向波动等因素给公司经营带来一定的不利影响。

受行业景气度低迷影响，公司2012年收入出现一定幅度的下滑，盈利能力显著下降。2013年以来，公司新接订单总金额呈现回升态势，海洋工程业务取得突破，同时开始涉足BT业务，业务结构得到优化。2014年公司业务规模继续扩大，主业经营状况改善，盈利能力有所增强。未来随着大型基地建设陆续完工及产品结构调整效益显现，公司经营规模有望进一步扩大，进而推动盈利能力提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司在港口机械行业市场份额持续处于全球领先地位。
2. 公司在产能规模、码头岸线以及自备整机运输船队等方面竞争优势突出。
3. 公司技术研发实力较强，装备建造水平较高，技术优势明显。
4. 海洋工程属于高端装备制造业，已列入国家战略性新兴产业，发展前景良好。
5. 随着公司产品结构的调整，公司主营业务盈利能力好转，公司 2014 年营业利润扭亏为盈。

关注

1. 全球经济复苏缓慢，全球港口机械市场景

气度低位徘徊。

2. 公司销售收入主要以为美元和欧元结算，具有一定的汇率风险。
3. 非经常性损益对公司利润影响大。
4. 公司经营性净现金流持续弱化。

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、上海振华重工（集团）股份有限公司主体长期信用等级自 2015 年 7 月 17 日至 2016 年 7 月 16 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

上海振华重工（集团）股份有限公司（以下简称“振华重工”或“公司”）的前身是成立于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。公司于2000年12月21日在上海证券交易所挂牌上市交易，股票简称：振华港机，股票代码：600320。2005年12月18日，中国路桥建设集团总公司与本公司原控股股东中国港湾建设（集团）总公司经改制后合并成为中国交通建设（集团）有限公司（以下简称“中交集团”）。中交集团于2006年10月8日独家发起设立中国交通建设股份有限公司（简称“中交股份”），并将其所持本公司的股权投入设立的中交股份。重组完成之后，中交股份即成为公司的控股股东。2009年5月，公司名称变更为现名。截至2014年底，公司股本共计43.90亿元，中交股份直接持股28.83%，境外法人ZHEN HUA ENGINEERING COMPANY LIMITED持股17.08%，其他未有持股超过1%的股东。中交股份和ZHEN HUA ENGINEERING COMPANY LIMITED属关联方企业，实际控制人为中交集团。

公司主要从事设计、建造、销售和安装大型港口设备、工程船舶以及大型金属结构件及其部件、配件；自产起重机租赁业务，销售公司自产产品；可用整机运输船从事国际海运；钢结构工程专业承包。

公司设有预算考核部、财务部、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，公司拥有长兴、南汇、长兴工业园、江阴、常州、张

家港、南通及南通齿轮箱厂等生产基地。截至2014年底，公司拥有控股子公司26家。

截至2014年底，公司合并资产总额为561.45亿元，所有者权益合计为149.61亿元（其中少数股东权益1.81亿元）。2014年，公司实现营业收入250.69亿元，利润总额1.63亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为520.53亿元，所有者权益合计为148.99亿元（其中少数股东权益1.74亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入43.06亿元，利润总额0.58亿元。

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。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国宏观经济在新常态下整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。2014年，中国经济形势在合理区间运行，经济增长实现目标，全年实现国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%，四季度增长7.3%。

虽然2014年GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为48.2%，比上年同期提高1.3个百分点，高于第二产业5.6个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为51.2%，比上年同期提高3个百分点；③城乡居民收入差距进一步缩小：城乡居民人均可支配收入倍差2.75，比上年缩小0.06；④节能降耗继续推进：全年单位GDP能耗比上年下降4.8%。

2014年，中国工业经济运行平稳，但增速有所回落。全年规模以上工业增加值同比增

长 8.3%，增速同比回落 1.4 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 64715 亿元，同比增长 3.3%，同比回落 8.9 个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资、外贸均保持平稳增长，但增速均同比回落。具体而言：①消费需求增长小幅回落，出现新的消费热点。2014 年社会消费品零售总额为 26.24 万亿元，同比增长 12%，增速同比下滑 1.1 个百分点。②固定资产投资下滑。2014 年固定资产投资完成额累计 50.20 万亿元，同比增长 15.7%，增速同比回落 3.9 个百分点；③对外贸易形势疲软，增速进一步下滑。2014 年，中国进出口总额为 4.3 万亿美元，同比增长 3.4%，增速同比下降 4.15 个百分点；其中出口金额 2.3 万亿美元，同比增长 6.1%，进口金额 1.96 万亿美元，同比增长 0.4%，贸易顺差 3824.6 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，2014 年我国继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2014 年，中国财政累计收入 140350 亿元，同比增长 8.6%，基本公共服务持续加强，各项民生政策得到较好落实。结构性减税方面，继续扩大营业税改征增值税试点范围，扩大对小微企业减税力度，降低进口环节关税，促进出口产品结构调整。财政支出方面，推出一批重大民生项目，完善转移支付功能。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，围绕中西部基础设施建设，统筹推进一批重大项目。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别

准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%，人民币贷款余额同比增长 13.6%，全年社会融资规模为 16.46 万亿元。

人民币汇率方面，截至 2014 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1190 元，比上年末贬值 0.36%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率保持合理均衡水平上的基本平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，2014 年受人民币贬值导致资金外流等因素影响，当前资金面仍维持中性偏紧的格局。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，受此前一系列宏观调控政策的影响，我国房地产投资增速放缓。但是，2014 年我国政府对房地产市场实施“分类调控”政策，房地产调控由原来的强力行政干预走向市场化。随着支持首套房贷、限购相继取消、930 房贷新政、放宽公积金贷款等政策的实施，房地产市场政策环境变得相对宽松。

城镇化建设方面，2014 年 3 月 19 日，国务院颁布《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》，从分步推进户籍制度改革、保障建设资金多元化可持续、确保土地合理利用等方面进行城镇化建设改革和推广。城镇化建设的快速发展将有利于提升现有的消费规模，推动房地产、基础设施、市政工程以及消费品等领域的投资性消费行为，从而创造大量新的投资性内需，进而为中国实现“稳增长”的目标增添一份筹码。

总体来看，2014 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，

继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策环境相对宽松,城镇化建设将继续保持快速发展,目前产业政策均有利于推动经济持续健康稳定发展。

三、行业及区域经济环境

(一) 港口机械

1. 行业概况

港口机械设备是指为实现现代港口作业的需要,港口经营管理单位所引进的替代人工、进行高空、大量、快速作业的设备。港口机械设备的分类有多种方式,主要的分类包括:起重机械、输送机械、装卸机械、辅助设备、通讯设备和其他设备(包括码头安全设备、边检设备等)。起重机械指能否垂直升降货物并具备水平移动能力的机械,主要包括集装箱起重机、门座起重机、门座抓斗卸船机、桥式抓斗卸船机、龙门起重机和浮式起重机;输送机械指能连续不断输送货物的机械,又称连续运输机械、主要包括带式输送机、链式输送机、气力输送机;装卸搬运机械指在港口用于装车卸车、货物堆码以及货物短距离水平运输的机械,有叉式装卸车、跨运车、翻车机、螺旋卸车机、牵引车及挂车等。

全球贸易中90%的贸易量是通过海上运输来完成的,其中集装箱运输是最主要的商品运输方式。因此全球经济及贸易量的增长成为推动港口发展、货物吞吐量产能投建的最重要因素。2003年以来集装箱运输的快速增长带来的集装箱码头服务需求的大幅度上升,全球各主要港口纷纷新建和改扩建码头,以适应集装箱货运时代对集装箱码头服务的需求,相应带动了港口机械、尤其是集装箱起重机械需求的快速增长。2008年下半年,由美国次贷危机引发的金融危机的影响逐步显现,世界经济增长速度放缓,全球商品贸易以及对海运服务的市场需求将有所下降,国际港口的扩张计划被调整

或延迟,从而对集装箱起重机行业的业务增长带来影响。目前,全球集装箱起重机保有量大约在1.3万台左右,其中岸桥大约4000台左右,场桥大约8000台。全球港机设备的年销售规模一般不超过500亿人民币,中国市场占40%左右,市场规模约200亿。

2. 上下游行业

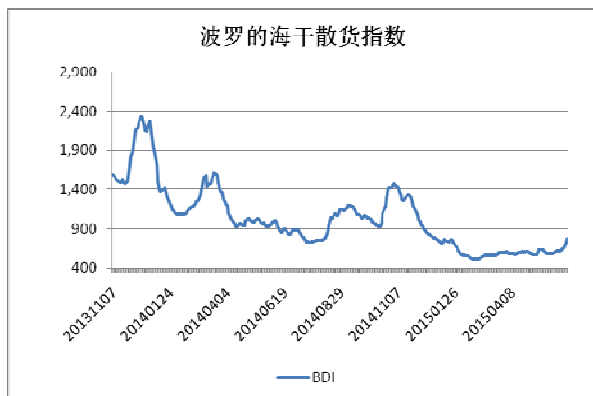
全球航运情况

自2010年起全球集装箱吞吐量增幅以近50%的速度收缩,同比增幅仅为3.96%,跌破近十年的均值,为除金融危机年份外最低值。2012年,BDI指数总体处于低位徘徊,比2011年更为萎靡。2013年,世界干散货海运贸易量延续了2012年缓慢回暖的步伐,同比增幅仅为4.70%,较2012年增幅有所扩大。2013年BDI的全年均值为1205.86点,较2012年全年均值920.35点相比,上升31.02%。BDI全年整体呈快速上升趋势,比2012年大幅攀升。而就干散货贸易量增幅来看,2013年全球干散货海运量同比小幅上涨5.5%,全球干散货船队运力增幅明显放缓;主要大宗商品价格持续走低,铁矿石海运量大幅增长,成为运价上涨的主要推动力量;国际干散货运输市场复苏明显,市场步入复苏上升轨道。国际油轮运输市场方面,2013年全球石油海运需求微弱增长,仅为0.93%,而油轮运力持续扩张,实现2.92%的增长,虽增速较2012年进一步放缓,但运力过剩压力没有得到缓解;国际油轮运输市场持续低迷,虽在2013年后期有所反弹,但依然难掩市场整体颓势。2014年全球航运市场总体平稳,呈现结构性行情。其中原油运输市场明显回暖,运力过剩现象有所缓解;干散货航运市场2013年已有初步回暖迹象,但2014年由于需求不振,复苏步伐放缓。2014年BDI的全年均值为1109.1点,较2013年下跌8.0%,低于市场预期。

2015年,世界经济的总体复苏以及大宗商品的价格下降将促进贸易量的增长,整体上有利于运输市场的复苏。据克拉克森公司预测,

2015年全球干散货海运量增速约为3.8%，供给层面，2015年运力增速约为5%左右，呈现供需增速双降的局面。

图1 2013~2015年BDI指数



资料来源：Wind 资讯

国内港口集装箱吞吐量情况

港口机械产品的下游为港口，其发展与货物吞吐能力和吞吐量的增长密切相关。

中国港口集装箱吞吐量增速主要取决于与中国制造业出口情况，相应的与中国对外贸易状况息息相关。2013年，在世界经济弱复苏，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速放缓。根据交通运输部数据，2013年全国港口运输生产总体稳中趋缓，货物吞吐量、外贸吞吐量增长平稳，集装箱吞吐量增速回落。2013年，全国港口完成货物吞吐量117.67亿吨，同比增长9.2%，较去年同期加快1.9个百分点。2013年全国港口完成外贸货物吞吐量33.60亿吨，同比增长9.9%，较去年同期加快0.2个百分点。2013年全国港口完成集装箱吞吐量1.90亿TEU，同比增长7.2%，较去年同期放慢1.2个百分点。

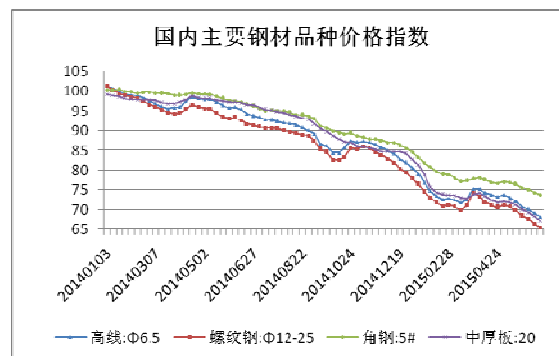
2014年，受汇率波动加剧和国际市场需求萎靡影响，外贸驱动力逐渐减弱，中国港口生产形势明显放缓。2014年全国港口完成货物吞吐量124.52亿吨，同比增长5.8%，增幅较去年同期回落3.4个百分点；全国港口完成外贸货物吞吐量35.90亿吨，同比增长6.9%，增幅较上年同期回落3个百分点；全国港口完成集装箱吞吐量2.02亿标准箱，同比增长6.4%，

增幅比上年同期回落0.8个百分点。

钢材价格情况

钢材是集装箱起重机的主要原材料。2011年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012年3月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从2012年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。2013年中国钢材价格没有维持2012年四季度初开始的反弹上涨态势，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。2014年，钢材价格总体延续了震荡走低的态势，且下跌幅度为四年来最大。总体看，2014年国内经济由高速增长转入中高速增长的新常态，投资增速下行，使得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下行。

图2 国内主要钢材品种价格指数



资料来源：wind资讯

此外，电气控制系统机电配套设备是集装箱起重机的重要零配件。由于集装箱起重机对电气配套件性能要求较高，所以各起重机生产厂商除有能力自产外，基本向美国通用电气公司、瑞典ABB公司、德国西门子公司、日本安川电机公司等国际知名的电气设备供应商采购。

总体来看，近年来钢材价格下降幅度较大，集装箱起重机等机械工业产品成本不断下降。

3. 竞争格局

港口机械行业具有单个产品价值高和使用对象相对集中的特点，这就形成了一个较为典型的垄断竞争市场。整个港口机械行业不停地进行整合，订单越来越多地集中在一些实力雄厚的企业手中。根据《World Cargo News》杂志的统计，全球有 15 家左右的厂商具备集装箱起重机的生产能力，2012 年振华重工(ZPMC)、利勃海尔(LIEBHERR)、韩国斗山(DOOSAN)、科尼(KONECRANES)、三井制造(MITSUI)五大公司获得的岸桥订单总数占全球的 90%。2012 年振华重工(ZPMC)、科尼(KONECRANES)、卡尔玛(KALMAR)、诺尔(NOELL)、韩国斗山(DOOSAN)五大厂商获得的场桥订单总数占全球订单总数的 88%。

港口机械产业集中度较高主要是因为：(1) 集装箱起重机制造行业是资本、劳动和技术密集的行业，只有具备一定规模的厂商才具有竞争优势；(2) 岸边集装箱起重机及集装箱龙门起重机的设计日趋标准化，这有利于大型制造商发挥规模效应的优势；(3) 国际港口运营权现在越来越向少数大型港口运营商集中，这些港口运营商通常采取招标方式向一家制造商采购集装箱起重机，只有少数大型厂商才具备承接这类订单的能力。集装箱起重机行业的垄断竞争格局使得行业利润率保持比较稳定，行业平均毛利率在 8%~10% 左右。(4) 港口机械行业对产品销售一般采取分阶段结算货款的方式，货款的结算一般滞后于生产，因此行业内厂商普遍垫资生产。公司在与购买方签署购买合同时结算总价款的约 10%，产品完工并经客户初步验收装船发运后结算总价款的约 40%，产品运抵客户码头安装投入试用时结算总价款的约 40%，产品验收合格投入正常使用时结算总价款的约 5%，剩余约 5% 的价款在产品正式使用后的 12 至 36 个月收回。有的企业采取订货款-进度款-交货款-调试款-质保金的结算方式，合同预付款和质保金在 10% 左右，其他各期款项为 20%-30%。产品价格方面，岸桥价格

主要在 600 万至 1200 万美元之间，场桥价格主要在 100 万至 200 万美元之间。

4. 行业关注

全球经济复苏放缓拖累外贸集装箱吞吐量增长

长期来看，集装箱海运市场与全球经济发展形势息息相关，中国港口集装箱业务将随全球经济增长而增长。但短期内由于欧债危机影响，中国对外贸易增速回落，将继续影响港口集装箱吞吐量增速放缓。考虑到目前中国宏观经济增速逐步趋缓，短期内以铁矿石、煤炭为代表的散杂货需求预计将会减少，部分专业化港口将受到一定影响。长期来看，随着中国逐步进入工业化后期以及产业转型，传统大宗散货煤、油、矿等港口吞吐量增长将进一步趋缓。

港口产能扩张过快、港口机械需求透支

近年来，中国港口处于建设的高峰期，目前港口吞吐能力已超实际需求的 20%~30%。未来随着新增煤炭、铁矿石、原油专业化泊位产能集中释放，港口吞吐量增速持续回落，港口机械需求有所透支。

人民币汇率风险

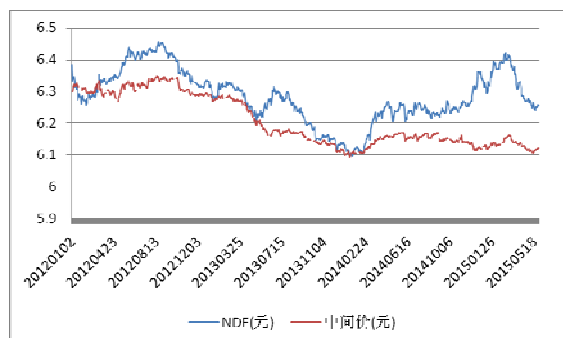
贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响。

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易

价浮动幅度由0.5%扩大至1%，人民币汇率波动再增一倍，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

2012年，经历了从贬值预期到升值预期的转变，外汇市场出现较大分歧，但全年人民币汇率整体波动不大，仅小幅升值。2013年人民币在外汇市场保持强劲态势，2013年4个季度，人民币对美元汇率升值幅度分别为0.3%、1.4%、0.5%、0.5%。2013年全年人民币对美元汇率升值2.8%。2014年人民币对美元走势呈双向波动态势，受美国经济复苏、美元走强影响，2014年末人民币对美元汇率贬值0.36%。预计2015年人民币汇率仍将继续双向波动的格局，并可能出现小幅度、阶段性贬值。

图3 2012年以来美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

5. 行业政策及未来发展

为扶持港口行业发展，中国政府相继制定了《全国沿海港口发展战略》、《长江三角洲、珠江三角洲和渤海湾三个区域沿海港口建设规划（2004-2010）》、《全国沿海港口布局规划》、《全国内河航道与港口布局规划》和《交通运输“十二五”发展规划》，引导港口进行资源整合及发展格局的优化升级。

根据《交通运输“十二五”发展规划》，沿海港口方面，要继续有序推进主要货类运输系统码头建设，加强航道、防波堤、公共锚地等港口公共基础设施建设，优化沿海港口结构与

布局，促进港口结构调整，着力拓展港口功能，提升港口的保障能力和服务水平。规划的具体目标是形成布局合理、保障有力、服务高效、安全环保、管理先进的现代化港口体系，沿海港口深水泊位达到 2214 个，能力适应度（港口通过能力/实际完成吞吐量）达到 1.1。

内河水运方面，认真贯彻落实《国务院关于加快长江等内河水运发展的意见》，实施长江干线航道系统治理，加快以高等级航道为重点的内河航道建设，加快内河港口规模化、专业化港区建设，推进内河船型标准化，加强航道养护管理。具体目标是：内河航道通航条件显著改善，“两横一纵两网十八线” 1.9 万公里高等级航道 70%达到规划标准，高等级航道里程达到 1.3 万公里，内河水运得到较快发展，运输优势进一步发挥。

总体看，中国政府的相应政策支持有助于促进中国港口行业优化产业结构、扩展产业规模，为中国港口行业未来五年的发展提供了良好的政策环境保证，同时，港口行业的发展必将带动对港口机械需求的增长。根据《集装箱装卸设备行业研究报告》的统计，预计中国规模以上沿海港口 2020 年规划集装箱吞吐量同比 2010 年实际吞吐量增长 190%~340%，“十二五”期间中国轨道吊和岸桥的总市场容量将分别超过 1200 台和 800 台。

（二）海工装备

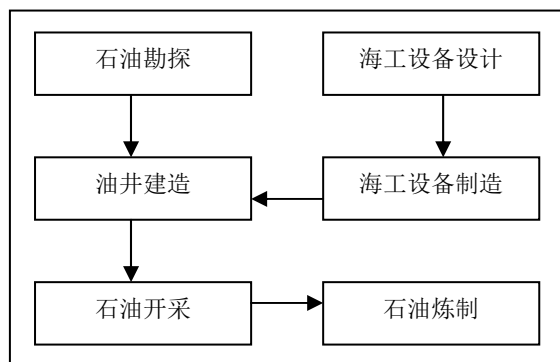
1. 行业概况

海洋油气开采与全球经济增长、能源需求以及原油价格有密切关系。目前能源消费结构中石油仍占据主导地位，经济增长直接促进能源尤其是石油需求，大型石油开采公司原油开采动力受原油价格影响较大，原油价格上涨将有效促进石油公司原油勘探、开采投资活动。目前，海洋油气资源在全球油气资源中占比不断提高，海洋油气开发逐步向深海转移。近年来，受下游需求带动以及随着深海油气开采技术不断成熟，海洋油气资源开发产业链中处于

重要支持地位的海洋工程装备设计与制造行业发展趋势良好。

海洋工程整体产业链包括从石油勘探等油气服务、海洋工程设备设计与制造、海洋工程承包商直到石油开采炼制。由于海洋工程行业具有高风险、高投入、高回报的特点，海洋工程设计与制造专业性比较高，具有较高的技术门槛。海工装备主要包括各种钻井采油气专用平台、导管架、铺船管、储存和运输船、浮式起重机等，其中海上工程船为振华重工在该领域的重点产品。

图4 海洋工程整体产业链



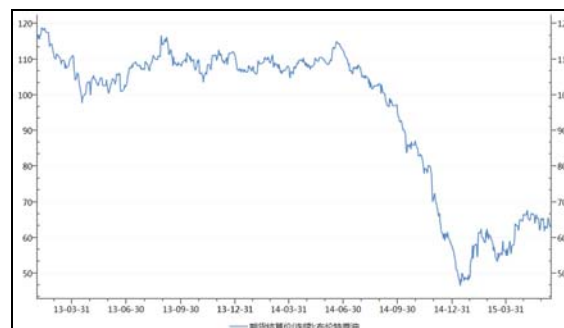
资料来源：联合资信整理

高油价是促使海洋油气田开发项目增加的最大动力，根据克拉克森统计，正在开发中的水深 200 米以上海洋项目共有 99 个，可能开发的潜在项目达 925 个。在此背景下，全球海洋油气开发的投入加大在海洋油气开发投资中，海工装备占比为 20%~25%，海工装备的需求将持续保持较高水平。2012 年，海洋工程装备市场全年订单总额超过 600 亿美元，与 2011 年的历史高点基本持平。2013 年，海洋工程装备市场全年订单总额 616 亿美元较 2012 年小幅增长。

2014 年，世界海洋工程装备产业出现大幅度下滑，市场格局以及产业格局都出现了较大变化，世界海洋工程装备市场正在进入调整期。2014 年世界海洋工程装备总成交金额为 314 亿美元，与 2013 年相比下降幅度达 49%。其中，钻井装备订单总额为 129 亿美元，同比下降 62%；生产装备订单金额为 30 亿美元，同比下

降 64%；工程辅助装备和其他海工船均出现了不同程度的下降，分别下降 25%和 34%。

图 5 2013 年以来布伦特原油期货价格（美元/桶）



资料来源：Wind资讯

2. 竞争格局

港口机械行业进入壁垒较高，供应厂商基本为一些国际性的大公司所控制。进入该行业的主要障碍为：前期投入资金较大、客户对产品的技术要求较高且均为订单式生产、单台产品利润率相对较低，生产企业需配备大量高级专业人才以确保客户需要的持续技术创新能力和售后服务能力，生产厂商具备规模经济优势。此外，目前国际港口运营权逐渐向大型港口运营商集中，这些港口运营商常把自身所管理全部港口所需的集装箱起重机集中采购，打包招标，交由一家制造商生产，这对厂商的产能及各项配套能力有很高要求。除少数国家（如韩国、日本）存在较高贸易保护壁垒而对进口集装箱起重机采取一定抵制态度外，全球港口机械市场基本不存在区域性特征，是较为典型的垄断竞争市场。

在海工产品的设计与建造技术中，欧美是第一梯队，海洋工程设计公司主要集中于欧美。韩国和新加坡为第二梯队，而中国、巴西和俄罗斯依托本国海洋油气资源开发的巨大需求，成为新晋竞争者。目前国内进入海工装备领域中较大的企业包括：大连新船重工有限重工、山海关船舶重工有限责任公司、江苏熔盛重工有限公司以及振华重工。

在海洋重工设备市场，欧美企业以研发、建造深水、超深水高技术平台装备为核心，垄

断着高端海洋重工装备开发、设计、工程总包及关键配套设备的生产。新加坡和韩国则以建造技术较为成熟的中、浅水域平台为主，在总装建造领域占据领先地位。新加坡的胜科海事、吉宝在钻井平台制造和各类装备维修、升级方面占有优势。韩国的现代重工、三星重工和大宇造船等则在钻井船制造方面领先市场。

2014年，韩国、新加坡和中国仍然在全球海工装备制造领域占据优势地位。2014年，中

国海洋工程装备产业发展首次超越韩国，位列第一。2014年中国、新加坡、韩国分列订单榜前三位，市场份额分别占全球新造订单总量的37.9%、13.4%、12.7%。中国以119亿美元的订单总额位居榜首，市场份额由2013年的24%上升到了2014年的38%，首次超过韩国；新加坡的市场份额基本保持稳定；韩国仅位居第三位。此外，阿联酋、挪威均出现了较大幅度的增长。

表1 全球主要海洋工程设计公司

企业	说明
F&G（美国）	领先企业，具有60多年设计经验，全球超过10%的升降式钻井平台及超过20%的半潜式钻井平台由F&G设计。在目前全球兴建的钻井平台当中，有25%的半潜式钻台和超过35%的升降式平台由F&G设计。中海油拥有的“海洋工程941”是国内第一座400英尺自升式钻井平台，由F&G设计。2010年8月，F&G被中国交通建设股份有限公司收购。
Aker Kvaerner（挪威）	在深水、超深水钻井平台设计和制造领域处于领先地位，母公司是挪威最大的深水钻井平台和设备承包商。2006年3月与国宝鸡石油机械有限责任公司共同出资成立北京宝石MH海洋石油工程技术有限责任公司，致力于海洋钻井平台，钻井模块和钻井设备的系统设计。
Diamond Offshore（美国）	深水开采平台技术龙头企业，成立于1953年，目前企业拥有15座自升式钻井平台，31艘半潜式钻井平台，拥有世界最大的海上钻井平台。
GustoMSC（荷兰）	深水钻井平台技术领先，1960年进入海洋工程领域，20世纪80年代设计过水深1000米-1600米的船式钻井船，1999年设计水深3000米钻井船，主要产品有自升式、半潜式钻井平台；钻井船、钻采模块设计制造。
MODEC（日本）	浮式生产系统设计、运营与维护。成立于1968年，世界著名的FPSO、PSO和TLP承包商。
Ulstein（挪威）	船舶设计建造、海洋平台设计建造及船舶电气自动化，成立于1917年，中国区业务上，分别在上海、宁波、奉化建厂开展业务，2007年投资建成乌斯坦船舶设备（宁波）有限公司，生产船用配电柜，配电盘等。

资料来源：中国石化石化设备工业年鉴

表2 全球主要海洋工程制造公司

企业	说明
吉宝岸外与海事（新加坡）	吉宝集团专门从事海洋工程制造的下属企业，目前拥有17家船厂，吉宝远东莱文斯顿是吉宝岸外与海事公司下属最大的海洋工程装备制造厂，主要生产自升式钻井平台、半潜式钻井平台和FPSO。另外，吉宝在FPSO改装市场居于全球领先地位，包括建造海洋工程辅助船，如锚拖三用供应船、多用途辅助船和拖船。
胜科海事（新加坡）	胜科海事是新加坡第二大造船、修船企业，在深水自升式钻井平台和半潜式钻井平台建造、FPSO、FPO等方面建造经验丰富。下属PPL船厂和裕廊船厂从事海工业务。
三星重工（韩国）	钻井船建造。成立于1974年，钻井船和FPSO在全球市场份额中占比分别为59%和58%。公司与日本和美国公司合作，着重发展海洋工程项目总承包。
现代重工（韩国）	全球最大造船公司，成立于1972年，世界最大的海洋工程基地，包括总装厂、装配车间和世界最大的1600吨龙门吊。海工方面主要建造钻井船和FPSO。1997年以来共完工FPSO6艘。
大宇造船（韩国）	业务领域涉及钻井船、半潜式钻井平台、自升式钻井平台、FPSO。

资料来源：联合资信整理

3. 中国海工行业现状

海洋工程与造船业设计制造能力相关性较大，世界造船中心经历了从欧美到日本再到新加坡和韩国的转移过程，预计海洋工程制造中心也将随造船业转移至中国。海洋工程设计复杂性高，项目制造过程中对资本要求较高，系

统集成度高，要求较高的总装备水平。中国海洋工程自主设计能力与国外设计制造商差距较大，设计建造经验缺乏。中国现有海洋工程装备设计者包括国外主要的海洋工程设计公司，如F&G、SBM、吉宝（Keppel）等，国内主要设计者是中国船舶工业集团公司下属的中国船

舶及海洋工程设计研究院（上海708研究所）；制造商包括国外设计制造公司以及国内的造船厂。中国海洋工程装备水平主要集中于浅水钻井平台和生产平台，深水钻井平台和生产平台装备设计制造能力不足，与国外差距较大。

海洋工程制造方面，国际市场竞争较激烈，中国涉足海工装备制造企业有20余家，海洋工程船制造企业近100家，国内外产能过剩矛盾也开始显现。2012年共承接除海工辅助船外的各类订单30座（艘），其中包括自升式钻井平台9座、半潜式钻井平台1座、钻井船3艘、FPSO3艘、半潜式生活平台4座、钻井支持平台6座、海上风电平台2座、其他平台2座。2012年中国海洋工程专用设备制造行业实现销售收入238.26亿元，同比增长8.57%，2013年中国海工市场保持稳定增长，承接各类海洋工程订单超过180亿美元，约占世界市场份额的29.5%，比2012年提高16个百分点，居世界第二。新接各类海洋工程平台61座和一艘钻井船，其中自升式钻井平台49座，占世界总量一半以上。2014年，中国共接获海洋工程装备订单119亿元，虽然较2013年大幅下降，但市场份额提升至37.9%，首次超越韩国位居榜首。2014年中国接单类型日趋丰富，除了在传统的自升式/半潜式钻井平台、FPSO改装、海工船等优势领域接单以外，2014年还首次接获了LNG-FRU、半潜式修井平台、自升式天然气压缩平台等装备订单。但是，中国低端海工产品所占的比重仍然较大，产业集中度相对较低。

4.未来发展

中国海洋油气资源储量丰富，且能源消费随着经济高速增长不断上升。“十二五”期间，中海油油气储量要达到1亿至1.2亿吨油当量，其中国内油气产量为6500-7000万吨油当量，海外达到2000-3000万吨，达到上述目标需要在中国近海大陆架和大陆坡建设5000万吨生产能力，带动投资约2500-3000亿元。海洋油气资源开发投资将带动造船、装备制造、材料、精密

仪器等行业跨越式发展。

国内石油公司在深海油气勘探与开采技术、经验与国际先进油气公司有较大差距。中国海洋油气资源主要由中国海洋石油公司开发。虽然南海地区有较多海洋油井，但其中93%的生产平台开采水深小于100米，98%油井属于浅水油井。国内石油公司在深水油田开采经验较少，国际海洋油田最大钻探水深和铺管深度平均为3052米和2202米，国内平均技术水平仅为505米和150米。“十二五”期间中国石油公司加大对海洋油气资源开发力度，有效带动对钻井平台、生产平台和相关支持设备的需求，中国海洋工程行业将面临产业升级的机遇。

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，2015年有望达到1200亿人民币左右，对中国海工装备制造业将起到极大的带动作用。

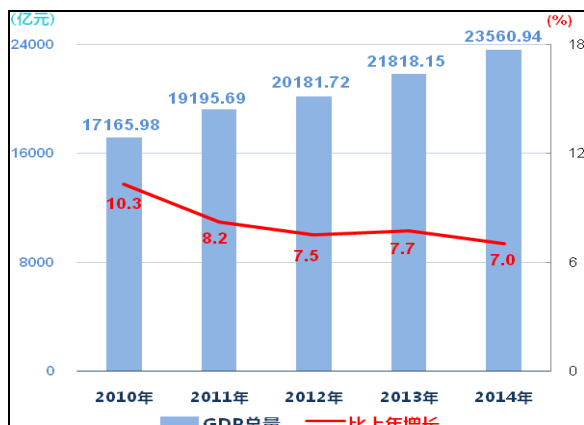
（三）区域经济环境

上海市是国内经济、科技、工业、金融、贸易、会展和航运中心，经济总量和人均GDP连续多年位列全国各省市前列，处于全国工业化和城市化进程的领先地位。中国社科院发布的2015年《城市竞争力蓝皮书》中上海市排名第3位，仅次于深圳和香港。

2014年，上海市实现地区生产总值23560.94亿元，按可比价格计算，比上年增长7.0%，其中，第一产业增加值124.26亿元，增长0.1%；第二产业增加值8164.79亿元，增长3.3%；第三产业增加值15271.89亿元，增长8.8%，占全市生产总值的比重达到64.8%，比上年提高1.6个百分点。2014年，上海实现工业

增加值7362.84亿元，比上年增长4.3%；全年完成工业总产值34071.19亿元，增长1.6%，其中，规模以上工业总产值32237.19亿元，增长1.6%；全年完成固定资产投资6016.43亿元，比上年增长6.5%，其中第三产业投资占全社会固定资产投资总额的比重达到80.6%。上海市经济平稳发展，经济质量和产业结构不断优化。

图6 2010~2014年上海市生产总值及增速



资料来源：2014年上海市国民经济和社会发展统计公报

伴随着上海市经济持续发展，其财政实力稳步增强。2014年，上海市地方财政收入达4585.55亿元，同比增长11.6%。地方财政支出4923.44亿元，同比增长8.7%。

总体看，上海市经济保持稳步增长，产业结构不断优化，财政收入持续快速增长，公司外部发展环境良好。

四、基础素质分析

1. 产权情况

截至2014年底，公司股本共计43.90亿元，中交股份直接持股28.83%，境外法人ZHEN HUA ENGINEERING COMPANY LIMITED持股17.08%，其他未有持股超过1%的股东。中交股份和ZHEN HUA ENGINEERING COMPANY LIMITED属关联方企业，实际控制人为中交集团。

2. 企业规模和竞争力

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连续13年排名世界第一。公司产品已经进入世界84个国家和地区。

海洋工程方面，依托于公司装备水平，在大型海上装备浮吊、起重铺管船方面积累了产品设计建造经验。公司控股股东中交股份成功收购海洋工程设计设计公司 Friede Goldman United Ltd（以下简称“F&G”），目前全球超过10%的升降式钻井平台及超过20%的半潜式钻井平台由F&G设计，在建的钻井平台当中，有25%的半潜式钻井平台和超过35%的升降式钻井平台由F&G设计。此次收购将有效提高公司在钻井平台方面的设计能力和装备水平，提高向中国和国际客户提供复杂海上开采与建设解决方案的竞争力。

公司建有八个制造基地、五个专业配套厂、六艘大型浮吊，具备80万平方米制造车间和200万平方米场地（其中临水场地面积达100万平方米）；公司拥有长江岸线10公里（长兴岛5.4公里临水岸线），前沿水深达10米，可实现大件组装整机出运和岸边浮吊作业等陆上难以完成的工艺。公司建造了近3.7公里的承重码头，最大可在60米长承重1万吨，有利重型桥梁分段和重大件拼装；公司拥有六台浮式起重机用于组装重型部件，起重量（最大4000吨）和起重高度（最高110米）均属全国首位，其安装速度较陆上机械安装快8~10倍，公司目前具备同时调试安装75台岸桥的能力。平均1.5天可装运一台超巴拿马集装箱起重机。

集装箱起重机制造行业属资本、劳动、技术密集型行业，劳动力成本在生产成本中占较大比例。相对于发达国家，中国整体劳动力成本较低，再加之公司多年的经营已在国内建立起了较为完善的相关生产协作体系，各协作厂商根据订单为公司提供部件配套服务，公司劳动力成本控制较好，劳动力成本优势较为明显。

公司是世界上唯一具有自备整机运输船的大型起重机制造商，利用潮差和对船调整压舱水，将重达 2000 吨的集装箱起重机延轨道安全装船和卸船，是支持公司整机运输的重要技术，目前船队拥有远洋运输船舶 26 艘（其中 8 艘为半潜运输船），保证了公司每年近 300 台岸桥和散货机械、500 台场桥和 15~20 万吨钢构高质量、短周期地准时送达世界各港口用户。如外租超大型整机运输船，一个航次（150 天到美国东岸或欧洲）需 850~900 万美元，而自备船队只需 500~600 万美元。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员 22 名，包括总裁 1 名、副总裁 11 名、财务总监兼董事会秘书 1 名，其他高级管理人员 12 名，其中具有博士学位 6 人，硕士研究生学历的 18 名，大专学历 1 名；6 人拥有教授级高级工程师职称，9 人拥有高级技术职称。公司现任董事长宋海良先生，1965 年生，管理学博士，教授级高级工程师，历任中交水运规划设计院院长、董事长兼总经理、党委书记，现任中交集团董事长、总裁、党委书记。公司执行董事、副总裁严云福先生，1959 年生，工商管理硕士及 EMBA 硕士，高级经济师。历任公司技术部副主任、机械设计部经理、总工程师，副总裁。2004 年起任职公司董事。总体看，公司管理层在公司或港口机械行业从业多年，熟悉国际企业管理方式，在战略上保证了专注和连续性。

截至 2014 年底，公司在职员工 6827 人。公司员工中技术人员 3757 人，生产人员 2192 人，销售人员 127 人，财务人员 101 人，行政

人员 650 人；具有硕士研究生及以上学历的 463 人，大专及本科学历的 5020 人，大专以下学历 1344 人，分别占员工总数的 6.78%、73.53%和 19.69%。

整体看，公司管理层稳定，文化素质高、专业技能强、行业经验丰富，具有较强的企业管理能力；目前员工专业配置合理，整体文化素质较高。

4. 技术研发与装备水平

截至 2015 年 5 月，公司拥有 296 项国内专利、19 项国际专利；获得国家科技进步奖一等奖 1 项、二等奖 2 项，上海科技进步奖一等奖 6 项、二等奖 3 项、三等奖 5 项，其中 2008 年“ZPMC 新一代港口集装箱起重机关键技术研发平台建设”获国家科技进步奖二等奖，“抓斗与集装箱多功能卸船机的研制”荣获上海市科技进步奖三等奖，2009 年“海上重型起重装备全回转浮吊关键技术及应用”获国家科技进步二等奖。

公司技术开发部是国家科技部认定的国家级企业技术中心。技术研发部目前的研发方向是集装箱码头自动化技术和集装箱机械的精良和轻型化、散货机械新产品及系统开发、钢构钢桥设计制造设计、海洋重型装备核心技术和关键产品；2009 年 3 月公司设立海洋工程设计研究院，并筹建与海上重工装备相关的 4 个内部设计所，分别为海洋工程电气设计所、船体与平台设计所、浮吊设计所和海工机械设计所。2009 年 10 月，公司组建国家海上起重铺管核心装备工程技术研究中心。

公司是中国首家持有世界权威机构美国钢结构协会（AISC）颁发的钢结构生产许可证企业，同时获得了 ISO9001 质量认证体系和德国杜伊斯堡焊接证书。目前有 7500 名持证焊工为公司服务。

公司的岸桥生产采用水平装配后进行垂直组合的工艺，具有效率高、成本低的优点，目前世界上只有少数公司有能力采取这种装配工

艺。公司目前具备同时调试安装 90 台岸桥的能力。利用潮差和对船调整压舱水，将重达 2000 吨的集装箱起重机沿轨道安全装船和卸船，是支持公司整机运输的重要技术，亦为世界首创，公司可一次装船运输调试好 4~6 台岸桥或者 15~20 台场桥，到达目的港后拆除捆绑即可投入工作。防摇是集装箱起重机的技术难关，公司吸收国外技术加以创新，设计了 8 绳防摇系统，用机械手段减小了起重机制动对吊具的摇摆，已得到普遍推广。公司成功研制了环保节能型场桥，采用自主科技成果超级电容，吸收存储货物下降位能，启动时再补入供电系统，根本消除了柴油机尾气污染，加装间歇系统后可节能 1/3。为应对高昂油价，公司开发了不使用柴油机供电的直接用市电场桥，经深圳招商码头实测，该项首创技术可降低运营成本 80%。

海洋工程方面，公司在船舶动力定位系统集成技术方面已解决三项关键技术瓶颈：大尺寸螺伞齿轮加工、深水密封和水下大功率永磁电机研制。动力定位实验船已完成基本实验，授权实用新型专利 3 项，系列化大功率推进器及配套产品的技术实力在海洋工程装备制造制造中具有重要意义；公司已形成系列化的重型锚绞车产品也在石油钻井平台和其他工程船舶的定位；公司自主研发的国内第一艘 5000 吨级、用于 3MW 海上风电机组吊装的特种安装平台，最大单件吊装重量 800 吨且可全回转，并攻克升降系统、高强钢齿条加工工艺、高强钢桩腿焊接技术、桩腿固定系统等技术难关。2014 年 3 月，公司自主设计并建造的第一座 300 英尺自升式钻井平台已运往东南亚海域作业。该平台为我国首座核心配套件国产化程度最高的钻井平台

钢结构方面，公司承建了美国新海湾大桥钢箱梁，美国新海湾大桥是世界第一大单塔自锚抗震悬索钢结构的桥梁，设计难度和制造难度均属于世界顶级水平，设计要求抗震能力高于 8 级，公司创新设计了塔柱翻身工装，使用

四氟滑块并创新编制了 U 肋板单元制作流程，逐步攻克工艺难题。美国新海湾大桥复杂异型钢构制作工艺技术为公司以后在钢构钢桥市场积累了重要的生产工艺和技术实力。

五、管理分析

自 1997 年上市以来，公司已建立起股东会、董事会、监事会、管理层相互分离制约的法人治理结构。2007 年 4 月，董事会设立了提名委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会，委员会成员由董事组成且独立董事占多数，委员会就人才选拔、薪酬、公司发展规划以及内外部审计等事项向董事会提出意见和建议，在决策参考方面发挥积极作用。公司与控股股东之间在业务、人员、资产、机构、财务方面严格独立，重大关联交易由独立董事审核并出具书面意见。

公司根据其业务特点及管理需要，建立了财务管理、经营管理、生产管理、机械管理、物资采购、人事管理等方面的各项管理制度，形成了较规范健全的控制管理体系。

公司在业务经营中非常重视高效、快速，生产管理方面，已形成公司集中安排生产调度、物资采购，生产基地严格按计划完成生产任务的生产管理模式。

质量管理方面，公司建立了有效的质量保证体系，已通过中国船级社(CSQA)审核，取得 ISO9001 质量体系证书，产品执行国际标准。公司各生产基地都建立有相应的质量管理中心，专职从事产品质量工作人员有 800 余名，截至目前为止，公司未发生对企业造成重大不利影响的质量纠纷。公司的 ZPMC 品牌，为国家质检总局评为“中国世界名牌”产品。迄今为止，中国只有六家企业获此殊荣。

公司根据财务管理工作的需要，按照财政部颁发的《内部会计控制规范——基本规范(试行)》，对货币资金、实物资产、对外投资、工程项目、采购与付款、筹资、销售与收款、成

本费用、税务、工资福利等各项经济业务建立了会计控制体系，涉及不相容职务分离、授权批准、会计系统控制、预算控制、财产保全等控制方法的运用。内部会计控制制度在生产、经营活动各个环节的落实有利于公司的规范化运行。

随着公司市场规模的不断扩大，公司制定了切合公司实际的人力资源开发计划，构建了科学、系统的人力资源管理体系。公司构建了良好的人才激励机制，并且尤为注重员工培训和深造工作。公司重视企业管理人才培养，重奖对企业发展建设有杰出贡献的员工，并通过多种措施，增强公司对员工的吸引力，在公司发展中，技术及管理人才的流动率极低。对于劳务工，公司通过稳步提高工人待遇，发展荣誉称号（质量信得过、技术能手、技术标兵），关心工人生活（在基地建立培训中心、文娱中心等、卫生保健中心）等方式稳定工人队伍。

整体看，公司目前法人治理结构较完善，管理体制基本合理，内部控制较为有效，管理风险较小。但公司需不断更新完善内部业务流程和管理措施以适应海上重型业务、大型钢构等新业务的拓展。

六、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、散货机械）、海洋工程（海上重型装备）和钢结构。其中，集装箱起重机业务占比最高，

近三年逐年下降，但仍保持在 50%左右，收入规模持续增长，2014 年实现销售收入 122.95 亿元，同比略增 0.25%。海上重型设备近两年市场需求好转，其收入保持平稳增长，2014 年公司实现收入 49.84 亿元，同比增长 17.71%。散货机械收入规模保持平稳增长，2014 年实现收入 35.97 亿元，同比增长 17.43%。钢结构受订单影响收入及占比波动大，2014 年实现收入 8.52 亿元，占比 3.42%。依托中交集团优势，2014 年公司新增南京高速“建设-移交”业务，当年确认收入 28.85 亿元。

从毛利率看，2012 年公司整体毛利率较低，原因为：（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，2012 年，公司固定资产计提的折旧为 12.06 亿元。（2）以燃油为代表的大宗物资价格波动频繁，库存高价钢材抬高了公司营业成本。2013 年公司固定资产计提折旧 11.66 亿元，毛利率由上年的 4.80% 上升至 7.91%，有所好转主要受集装箱起重机毛利率持续上升带动。2013 年以来，集装箱机械和散货机械毛利率明显提升，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毛利率较高。2014 年公司主要产品毛利率继续回升，当年整体毛利率为 13.44%，同比上升 5.83 个百分点。因 2015 年南京 BT 项目接近尾声，受收入结构及欧元汇率下跌的影响，2015 年一季度公司主营业务收入毛利率出现一定程度下滑，综合毛利率为 9.98%，较上年同期下降 3.76 个百分点。

表3 2012~2015年1-3月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

业务分类	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	1066551.11	59.55	8.09	1226447.34	53.50	11.96	1229501.12	49.41	16.46	259436.00	67.90	12.42
散货机械	345801.12	19.31	3.60	306301.82	13.36	3.59	359716.65	14.46	5.04	22408.00	5.86	0.61
海上重型装备	290723.37	16.23	0.59	423416.50	18.47	2.91	498447.42	20.03	11.97	100003.00	26.17	-4.39
钢结构	64031.09	3.57	-17.05	87232.06	3.80	2.98	85212.90	3.42	2.05			
船舶运输	23995.31	1.34	-14.56	29680.69	1.31	4.38	26769.84	1.08	30.60	--	--	--

南京高速“建设-移交”项目	--	--	--	219144.47	9.56	3.33	288549.42	11.60	15.40	248.00	0.06	2.82
合计	1791102.00	100.00	4.80	2292222.90	100.00	7.61	2488200.35	100.00	13.44	382095.00	100.00	9.98

资料来源：公司提供

2. 业务板块

(1) 集装箱起重机

公司集港口集装箱起重机械设计、制造、安装、调试、整机运输、售后服务和新产品开发等于一体，是全球集装箱起重机的主要供应商。主导产品为“ZPMC”牌岸边集装箱起重机（岸桥）及集装箱龙门起重机（场桥），其中岸边集装箱起重机是港口码头用于从运输船舶上装卸集装箱，集装箱龙门起重机则用于在港口码头或集装箱堆场内堆放物料及运输货物。集装箱龙门起重机又可分为轮胎式集装箱龙门起重机（RTG）及轨道式集装箱龙门起重机（RMG）。

生产

集装箱起重机作为重型机械设备，其生产能力、效率与生产配套设施密切相关。公司拥有承重码头、大型浮吊和深水岸线，在产能、生产效率上均领先于同业。大型集装箱起重机自重高 1500-2000 吨，要实现整机安装，就要求厂商的生产基地中必须有重型码头。公司长兴基地有承重 2000 吨重型码头 6 座，共长 1200 米，配合深水岸线及大型浮吊可同时完成 75 台以上岸桥整机安装和调试，并以整机形态运往用户码头，江阴基地也有约 700 米的承重码头。其他同业厂商由于缺乏重型码头，只能采取将散件制造完毕后运输至对方港口再行组装的方式。但这一方式需占用客户港口码头，影响了其建设进度，同时还需在现场配备相当数量的劳工，成本较高。另外公司位于岸边的承重码头方便将组装完毕的起重机直接装船发运。

在岸桥生产中装配工艺分为两种：（1）垂直安装，将各配件直接按产品完工后的形态向上逐渐装配，该种工艺需要大量的高空作业，装配效率低、成本高，但这种工艺不需要大型浮吊等投资巨大的设备和深水岸线，是目前同

业厂商普遍采用的生产装配方式；（2）水平装配后进行垂直组合，就是在深水岸线边地面上将许多大型配件组装成大型总成，然后运用大型浮吊将各大型总成吊至高空完成总装，这种作业方式具有效率高、成本节省等优点，但需要有大型浮吊和深水岸线，只有少数具备规模优势的公司采取这种装配工艺，振华重工即采用此法装配。公司长兴岛基地有深水岸线 3500 米，江阴基地及南通基地也分别有深水岸线 752 米和 1283 米。此外，公司自备六艘大型浮吊，使公司生产效率显著高于同业。承重码头、深水岸线及大型浮吊均属投资巨大的基础生产设施，公司的规模优势保证了公司拥有充分利用该类设施带来的生产高效率。

表 4 公司生产基地

	主要产品	基地概况
长兴基地	岸桥场桥、钢结构	拥有承重单件 2000 吨的重型码头 6 座，共长 1200 米，配合深水岸线及大型浮吊可同时完成 75 台以上岸桥整机安装和调试，并以整机形态运往用户码头。
南汇基地	司机室等港机设备	占地 260 亩。
江阴基地	散货机械、场桥	占地面积 42.38 万平方米，拥有 5.2 万平方米的钢结构车间和 752 米的深水岸线。
常州基地	吊具、上架，轨道吊大车行走及小件等	占地 4.71 万平方米，专业生产集装箱吊具、上架、大车行走等部件。
长兴工业园区	大车行走轮等部件	占地面积 21 万平方米，下辖大车行走、司机室、精密铸造、小件加工四个分厂。
南通基地	轨道吊/卸船机/散货机械和大型桥梁钢结构	占地 66 万平方米，1800 米深水岸线。
南通齿轮箱厂	起重机齿轮箱设计制造	占地 33 万平方米，以大型减速机、大型锚铰机、动力定位系统等生产制造为主，同时有能力从事大型回转轴承的制造。
张家港基地	场桥、散货装船机等制造	占地 19 万平方米。

资料来源：公司提供

销售

公司根据产品的本身、市场、客户群体以及公司和产品发展方向和经营策略制定了适合公司的发展和产品的定位的销售模式。按照销售客户有渠道销售和终端直销；按照销售渠道有紧密销售渠道，即与客户保持密切沟通，并通过跟踪客户动态，实现最终销售，有主体销售渠道，即通过与客户公司本部的联系，以点带面，实现全方位战略合作关系。

根据客户需求，公司可提供各种类型、规格的产品。在起吊速度、起重杆伸出距离、吊起高度及起重能力等技术特点方面，公司生产的集装箱起重机具有世界领先水平，如双小车集装箱起重机以及世界首台可吊双 40 英尺集装箱和三 40 英尺集装箱的岸边集装箱起重机。自研发成功后双 40'岸桥已经应用在阿联酋迪拜港、新加坡港、韩国釜山港、台湾高雄港等港口，在洋山港创造了 123TEU/小时的世界纪录，成为世界港口公认的更新换代首选产品。

公司在全球大额订单的招投标中具有一定的垄断优势，具备较强的议价能力。目前，公司所生产的岸桥价格主要在 600 万至 1200 万美元之间，场桥价格主要在 100 万至 200 万美元之间。公司自主开发的双 40 英尺集装箱岸桥市场竞争力强，在产品定价上具有较大的自主性。近年来，虽然受到国际金融危机的影响，公司订单出现下滑，但公司并未出现客户订单违约情况。

集装箱起重机生产行业对产品销售一般采取分阶段结算货款的方式，货款的结算一般滞后于生产，因此行业内厂商普遍垫资生产。公司与购买方签署购买合同时结算总价款的约 10%，产品完工并经客户初步验收装船发运后结算总价款的约 40%，产品运抵客户码头安装投入试用时结算总价款的约 40%，产品验收合格投入正常使用时结算总价款的约 5%，剩余约 5%的价款在产品正式使用后的 12 至 36 个月收回（此 5%的价款或以保函代替）。

2012~2014 年公司全年新签合同额分别为

37.81 亿美元、50.69 亿美元和 51 亿美元，其中港机市场（包括散货机械）新签合同额分别为 28.76 亿美元、25.9 亿美元和 27.54 亿美元，其中岸桥产品订单量占国际市场的份额超过 70%，港机产品处于全球领先地位。2014 年公司新签的较大订单为与新加坡港务集团 4.7 亿新币（约人民币 22 亿元）的合同，是公司有史以来最大的港机单体设备订单。

截至 2014 年底，公司产品销往全球 88 个国家和地区，近三年公司外销收入占主营业务收入的 60%以上。公司的销售收入主要以美元和欧元结算，汇率变动直接影响公司盈利水平。公司通过在合同中安排有利的结算条款（包括签订欧元合同、签订与人民币汇率挂钩的合同，加大预付款比例尽早结汇等方式），或运用适当的金融工具对出口合同的外汇收款进行套期保值，来控制 and 锁定汇率风险。公司对于签订的出口合同，根据收款进度测算预计的外汇现金流并采用外汇远期合约的方式进行套期保值。公司与多家银行签订了以浮动利率计息外币长期借款。公司通过与银行签订利率掉期合同以规避长期银行借款的浮动利率风险。远期外汇合同及利率掉期合同，除指定为套期工具且套期高度有效的衍生工具，其公允价值变动形成的利得或损失将根据套期关系的性质按照套期会计的要求确定计入损益的期间外，其余衍生工具的公允价值变动计入当期损益。公司为进行套期而将部分远期外汇合同指定为套期工具，其公允价值或现金流量变动预期可抵销被套期项目的公允价值或现金流量变动。

表 5 公司主营业务收入占比地区分布（单位：%）

地 区	2012 年	2013 年	2014 年
中国大陆（外销）*	5.20	3.81	5.73
亚洲（除中国大陆）	21.26	34.23	29.73
美洲	18.15	17.86	13.72
欧洲	15.36	11.25	9.64
非洲	5.30	3.26	3.15
大洋洲	3.93	1.59	0.81
小计	69.21	72.00	62.78
中国大陆	30.79	28.00	37.22

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。

采购

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%。公司的钢材以国内采购为主，占比约为 98%，主要供应商为舞阳钢铁有限公司、宝钢集团上海浦东钢铁有限公司、南京钢铁股份公司、湖南华菱湘潭钢铁有限公司。

2008 年，中国钢材价格达到历史最高点。为锁定未来钢材成本，公司采取与主要供应商订立钢材采购远期合同、预付货款等对策锁定成本，采购大量的钢材。此后，钢材价格一路下跌，导致长期协议价格偏离市场价格较大，库存钢材成本较高，给公司经营成本带来较大的压力。此后，公司吸取教训公司，为进一步严控采购成本，确保生产物资、设备供应及时高效，充分利用社会资源，货比三家，公开招标。钢材采购按需购买，不再锁定价格。2013 年 3 月以来钢材价格出现波动下调，2014 年，钢材价格总体延续了震荡走低的态势，且下跌幅度为四年来最大；2015 年一季度，国内钢价继续小幅震荡下行，降低了公司生产成本。

电气控制设备和电动机是集装箱起重机的重要配件，公司一般根据客户订单要求安排采购，主要供应商为通用电气、西门子、ABB 等国际知名电气公司。经过多年的发展，机电配套件除电控元件外，公司已基本能自行或通过国内配套厂商生产，公司所装配的机电配套件，除应客户要求要求进行进口外，基本使用自产或其他国内厂商产品，有效的降低了生产成本。

(2) 散货机械

公司主要生产的散货装卸机械包括：散货装船机、卸船机、堆料机、斗轮堆取料机及翻车机。散货装船机及卸船机用于从运输船舶上装卸煤、矿石等散装货物。堆料机、斗轮堆取

料机用于在煤等大宗散货的堆场上将输送机械运来的散货堆集起来，或向运输机械供料。翻车机是用于倾翻铁路敞车，卸出所载散货的专用卸车机。

在散货（煤炭、矿石等）装卸机械领域，公司基本包揽了国内的大型装、卸船。海外市场方面，公司散货装卸机械产品大量销往巴西、美国、摩洛哥及法国等国家和地区，合作企业包括为欧洲最大的钢铁联合企业阿塞洛提供卸船机，为巴西淡水河谷提供装船机等。

(3) 海洋工程

海上重工业务是公司主要的战略转型方向，虽然进入海洋工程领域较晚，但公司具备重型机械相关产品的技术及生产经验，在该领域具备一定的竞争优势。除了浅水起重铺管船产品成熟、竞争力较强外，公司已开始涉足钻井平台等主流产品，目前公司已完工或在建的海上重型装备产品包括：浮吊（即起重船）、铺管船、自升式钻井平台、大型锚绞车、船舶用大型硬齿面减速箱、大型制动器等海洋设备专用机电配套件等。公司浅水起重铺管船产品成熟，竞争力较强，现阶段主要产品是起重船、浮吊、铺管船均为自主研发。

铺管船是公司主打产品。铺管系统是海洋石油铺管船的关键系统，国际上能够提供全套铺管系统的公司只有3家，主要分布在欧美。作为该领域的新生力量，公司ZPMC海洋重工品牌以及技术实力正被越来越多的客户认可。2011年9月，公司海洋重工配套件产品被海洋重工领先国家新加坡所认可，2011年10月13日，公司为西班牙ADSA公司制造的4400吨铺管船交付使用。该船具备世界先进的动力定位系统，铺管功能强大，具备自航功能，适航于无限航区，为目前世界上最为先进的铺管船之一。

2012~2014年，公司海工和钢构新签合同额分别为9.05亿美元、15.3亿美元和18.5亿美元。2014年公司签订的主要订单有：与英国Petrofac Limited签订一艘6000吨深水起重铺管船的销售

合同；与 Lovanda Offshore LTD 和 Lovansing Offshore LTD 签订 F&G JU-2000E 400 英尺高规格自升式钻井平台销售合同，两个合同总金额约 4 亿美元；与新加坡 KS Drilling 签订 1 座 JU2000E 自升式钻井平台；与希腊 Toisa 公司签订 1 艘深水饱和潜水船项目；与新加坡 UDS 公司签订 1 艘深水饱和潜水船项目；与阿联酋 NPCC 公司签订 2 座自升式住宿平台项目；与中交三航局签订 1 座 1000 吨自升式风电安装船项目。

为加快公司海洋工程战略实现，公司控股股东中交股份 2010 年收购国际知名海洋工程设计公司 F&G，将增强公司在详细设计工程以及设备建造领域的实力，公司与 F&G 之间将产生多个潜在的协同效应，公司海上设备生产能力可以得到进一步利用。

（4）钢结构

钢结构是指用型钢或钢板制成基本构件，根据使用要求，通过焊接或螺栓连接等方法，按照一定规律组成的承重构件，其在工程建设中的应用非常广泛，如桥梁、厂房、闸门、各种大型管道容器、高层建筑和塔轨机构等。

公司具备世界一流的钢结构制造实力，公司的大型钢结构主要包括海上风电钢结构、桥梁钢结构及建筑厂房钢结构，目前拥有年产 40 万吨钢结构的能力。在大型钢结构领域，公司已签订的重大合同包括东海大桥钢管桩钢构项目、韩国仁川港桥钢构、温哥华金穗大桥钢构、卡昆兹高速公路桥钢构、美国旧金山奥克兰新海湾大桥总承包项目（承担全部 5 万吨钢构制造）、英国海上风力发电站基础桩和过渡桩项目大型钢构供货合同（合同金额 2.3 亿欧元）等。公司目前重点发展的海上重型机械是受国际贸易波动影响较小的产品类型，能够在一定程度上降低集装箱起重机业务可能面临的需求不足的风险。

2012~2014 年，公司钢结构分别实现业务收入 6.40 亿元、8.72 亿元和 8.52 亿元，毛利率分别为 -17.05%、2.98% 和 2.05%。公司钢结构

毛利率水平易受到个别订单情况的影响较大。考虑到公司进入钢结构领域时间不久，产销规模还有上升空间，并且公司钢结构产品主要是应用在大型桥梁、海上风电等高附加值领域，因而长期来看，公司钢结构业务毛利率水平有提升空间。

（5）南京高速“建设-移交”项目

公司依托实际控制人中国交通建设股份有限公司的经验和技术优势，2013 年开始涉足 BT 业务，成功中标南京市宁高 BT 项目。

（1）项目概况

南京市宁高 BT 项目（以下简称“本项目”）由宁高新通道和宁高城际轨道交通二期两项工程组成。其中宁高新通道起点为溧马高速公路与将军路互通，终点为高淳县城，全长 45.9km；宁高新通道总投资约 48.61 亿元，其中建安费约 36.31 亿元。宁高城际轨道交通二期工程全长 12.7km，预计总投资约 10.58 亿元。两项工程总投资约 59.19 亿元，工程前期费用约 12.3 亿元。

（2）投资模式

本项目由公司作为出资人，中交二公局、中交二航局、中交三航局和中交隧道局四方为具体承建单位，公司成立南京中交宁高新通道有限公司作为项目公司，具体负责实施项目的融资、建设、项目移交。南京市交通局作为南京市人民政府的代表机构，负责接受项目的移交受让，并按合同约定支付移交受让款。

公司拟以自有资金以总投资额的 30% 计算投资 17.76 亿元，银行融资额度以总投资额的 70% 计算，融资 41.43 亿元。截至 2015 年 3 月底，本项目已经全面进入收尾阶段，项目工程进度约为 98%，资金已实际到位约 42.16 亿元（其中自筹 15.19 亿元），尚需支付包括工程施工款、工程材料款等约 12.71 亿元。本项目自筹资金尚需投入约 2.57 亿元，公司计划以自有资金及收到的项目回购款进行支付。

（3）回购方式、担保及资金来源

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。项目交工时间预计为 2015 年 8 月，首次回款预计为 2016 年 3 月。

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。

(4) 投资回报

根据2015年3月数据进行动态预测分析，项目利差（融资回报收入-贷款利息支出）收益约为2.65亿元。其中，融资回报收入由建安费用及前期费用作为融资回报确认基数，根据合同约定，建安费用每月25日上报业主，次月25日扣除5%质保金，按照银行基准利率上浮30%计算融资回报；前期费用产生的融资回报根据业主收到前期费用之日起按照银行基准利率上浮30%计算融资回报。项目贷款由上海银行、中国银行及中交建融提供，根据贷款合同约定支付相应利息。

3. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数分别为 4.20 次、6.02 次、6.44 次，公司销售债权周转次数逐年提高。同期公司存货周转次数亦逐年提升，三年分别为 2.52 次、3.15 次、4.21 次。公司存货周转效率一般。近三年，公司总资产周转次数分别为 0.40 次、0.48 次、0.48 次。公司整体经营效率不高。

4. 未来发展

近年，公司持续投入资金对长兴基地和南通基地进行改建、扩建和设备更新，并且规划在江苏南通建设 180 万平米的新基地，该基地位于江阴基地和长兴岛基地的中间，建成后公司桥梁钢结构和海上重机业务规模得到拓展，分别形成 30 万吨和 40 套规模，而岸桥、场桥也分别有 100 台和 200 台产能。目前公司大型基地建设已接近尾声，预计 1-2 年皆可完工，未来公司资本开支将减少，融资需求降低。

表6 2014年底公司主要在建生产基地建设状况

在建工程	备注	本年投入	完工程度
南通基地	轨道吊/卸船机/散货机械和大型桥梁钢结构	0.54 亿元	99%
基地配套	大型机械工程设备	4.11 亿元	95%
合计	--	4.65 亿元	--

资料来源：公司审计报告

从发展战略看，公司将继续巩固在港口机械领域内的全球龙头地位，不断提高集装箱起重市场份额，保持技术领先，加大自主创新，立足高端市场，探索港口与港机总承包突破，向系统承包商转型；大力开拓海洋工程和钢结构市场，推广浮式起重船、铺管船、动力定位系统、重型锚绞车等成熟产品，加大自升式钻井平台系统等核心技术。稳步推进海洋工程业务对于公司由港机企业转型为重工企业、增强持续发展能力具有战略意义。公司在发展海上动力定位、齿条提升机构、铺管用张紧器等方面具备技术优势。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度财务报表经普华永道中天会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2012 年纳入合并报表范围 19 家，新设成立 4 家子公司，分别为：上海振华重工船舶运输有限公司、上海振华检测技术

咨询有限公司、ZPMC GmbH Hamburg 和 ZPMC Netherlands B.V.；2013 年上海江天实业有限公司不再纳入合并范围，新设成立 ZPMC LANKA COMPANY (PRIVATE) LIMITED 和南京宁高新通道建设有限公司。2014 年公司上海港机重工有限公司由直接控制变为间接控制；新设成立 7 家子公司，分别为上海振华重工启东海洋工程股份有限公司、ZPMC North America Inc、ZPMC Korea CO., LTD、ZPMC Engineering Africa (PTY) LTD、ZPMC Engineering (India) Private Limited、ZPMC Southeast Asia Holding PTE. LTD、ZPMC Australia Company PTY LIMITED。

截至 2014 年底，纳入公司合并报表范围的子公司合计 26 家。总体看，公司合并范围变化对报表可比性影响不大，财务数据可比性强。

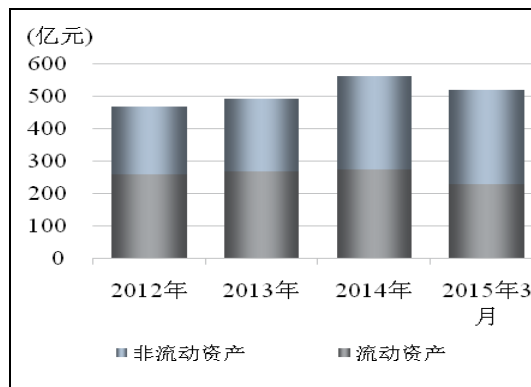
截至2014年底，公司（合并）资产总额为 561.45 亿元，所有者权益合计为 149.61 亿元（其中少数股东权益 1.81 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 250.69 亿元，利润总额 1.63 亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额为 520.53 亿元，所有者权益合计为 148.99 亿元（其中少数股东权益 1.74 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 43.06 亿元，利润总额 0.58 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额保持平稳增长，年复合增长率为 9.55%，主要来自于非流动资产的增长。截至 2014 年底，公司资产总额 561.45 亿元，其中流动资产占 48.68%，非流动资产占 51.32%。

图7 2012~2015年3月底公司资产构成



资料来源：公司年报

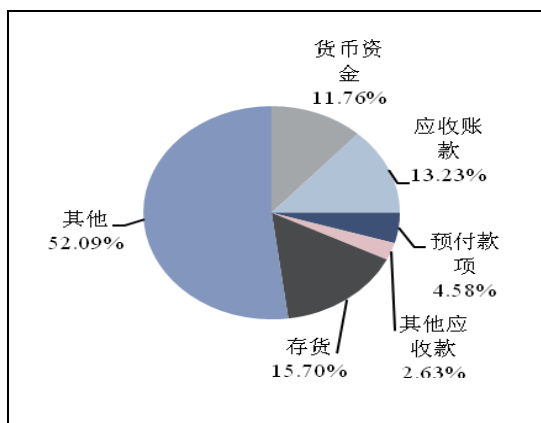
流动资产

2012~2014 年，公司流动资产规模持续扩张，年复合增长 2.77%，主要系已完工尚未结算款和其他流动资产的快速增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产合计 273.32 亿元，其中货币资金占 11.76%，应收账款占 13.23%，存货占 15.70%，已完工尚未结算款占 28.96%，其他流动资产占 21.81%，其他科目占比相对较小。

2012~2014 年公司货币资金分别为 53.81 亿元、35.16 亿元和 32.14 亿元，年复合增长 -22.72%；近两年公司货币资金大幅减少主要系公司新开工项目增加较多，公司投入货币资金相应增长所致。

公司产品外销比例较高，同时公司与多家银行签订了以浮动利息计息的长期借款，为管理汇率风险，公司主要通过远期外汇合同来锁定收入和成本，通过签订利率掉期合同以规避利率波动风险。截至 2014 年底，公司交易性金融资产为 0.26 亿元，公司与银行签订的尚未到期的远期外汇合同中主要针对人民币与美元，截至 2014 年底公司与银行间已签约但尚未到期的远期外汇合同中：美元兑人民币合同本金 9 亿美元，合同约定汇率为 6.1380 至 6.3756。

图8 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2014年底，公司应收票据和应收账款净额分别为2.89亿元和36.17亿元，二者合计39.06亿元，较上年末略增0.57%。从账龄分析，2014年公司应收账款账龄在1年以内的占71.16%，计提坏账准备0.03亿元，计提比例为1%；1-2年的占10.12%，计提坏账准备0.52亿元，计提比例为14%；2-3年的占3.47%，计提坏账准备0.38亿元，计提比例为30%；3-4年的占2.06%，计提坏账准备0.37亿元，计提比例为49%；4-5年的占1.65%，计提坏账准备0.46亿元，计提比例为75%；5年以上的占11.56%，计提坏账准备4.25亿元，计提比例为100%。从集中度看，公司前五大应收账款客户余额合计数占应收账款总额21%，集中度不高。2014年底，公司共计提8.58亿元的应收账款坏账准备，占应收账款总额的19.17%，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14.66亿元和3.92亿元。汇率波动可能给公司应收账款带来一定风险。

2014年底公司预付款项为12.52亿元，同比小幅下降2.57%，主要由于公司采购规模缩小，导致预付款减少所致。

2014年底公司其他应收款为7.20亿元，同比下降33.58%，主要由于公司2013年出售全资子公司上海江天实业有限公司股权的款项当年未未收回，2013年末其他应收款金额较大。

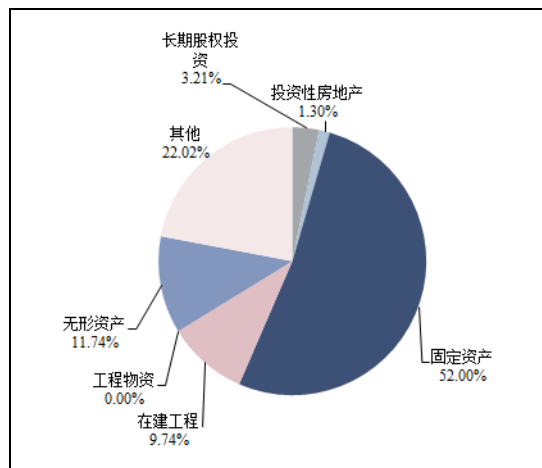
2014年底公司存货42.92亿元，存货规模持续下降，主要是由于近年来钢材价格持续下跌，公司为降低钢材采购风险，缩减了存货规模。截至2014年底，公司存货原值为48.08亿元，其中原材料及外购零部件、在制品和库存商品分别占74.44%、25.33%和0.23%。公司根据新会计准则的规定对期末存货采用成本与可变现净值孰低计价，当存货可变现净值低于成本时，将按单个存货项目的成本高于其可变现净值的差额提取存货跌价准备，2014年公司存货累计计提跌价准备5.15亿元，存货净额为42.92亿元。2015年3月底，公司存货余额41.95亿元，较2014年底小幅下降。2013年以来钢材价格持续下跌，公司存货存在一定的跌价风险。

公司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。2014年底公司已完工尚未结算款79.15亿元，同比增长16.98%；主要为新加坡KS Energy公司300英尺自升式钻井平台、浮吊2000吨全回转和新加坡PSA（新加坡港务集团）11台桥吊项目。2015年3月底，公司已完工尚未结算款71.70亿元，较2014年底下降9.41%。

截至2014年底，公司其他流动资产59.61亿元，主要为公司购买的短期银行理财产品。

非流动资产

图9 2014年底公司非流动资产结构



资料来源：公司年报

2012~2014年，公司非流动资产年复合增长率为17.41%。截至2014年底，公司非流动资产合计288.14亿元，其中占比较高的主要是固定资产、无形资产和长期应收款。

截至2014年底，公司长期应收款53.39亿元，较2013年底新增31.21亿元，主要来自于公司新开工的南京宁高BT项目的应收款项。

截至2014年底，公司固定资产原值242.17亿元，其中房屋及建筑物占46.48%，生产设备占27.51%，运输工具占25.11%，办公设备及其他设备占比0.90%。2014年底，公司对固定资产计提累计折旧11.13亿元，截至2014年底，固定资产净值为149.82亿元。

截至2014年底，公司在建工程账面价值28.05亿元，较上年上升89.78%，主要是由于公司原计划用于销售的大型浮吊船舶，公司变更用途，转为自用。

截至2014年底，公司无形资产账面价值33.83亿元，较上年增长7.09%，主要系土地使用权增加所致。无形资产中土地使用权占98.79%。

截至2015年3月底，公司资产总额520.53亿元，较2014年底下降7.29%；资产构成中，流动资产占44.07%，较2014年底下降4.61个百分点；非流动资产占55.93%。

总体来看，公司非流动资产规模逐年增加，流动资产中存货、已完工尚未结算款占比高，整体资产质量受到一定影响。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益保持相对稳定，年复合增长1.87%。截至2014年底，公司所有者权益149.61亿元，其中归属于母公司的权益为147.81亿元，少数股东权益1.81亿元。

截至2015年3月底，公司所有者权益为148.99亿元，较2013年底略有下降，主要是其他综合收益减少，其他科目结构较2014年底相比变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润持续增长，整体稳定性好。

负债

2012~2014年，公司负债逐年增长，年复合增长12.81%，截至2014年底，公司负债合计为411.84亿元，其中流动负债占83.35%，非流动负债占16.65%，公司负债以流动负债为主。

流动负债方面，2012年~2014年，公司流动负债快速增长，年复合增长21.52%，截至2014年底，公司流动负债343.26亿元，主要由短期借款、应付账款、已结算尚未完工款和一年内到期的非流动负债构成，占比分别为60.18%、13.60%、7.92%和7.59%。

近年来公司短期借款快速增长，截至2014年底短期借款为206.59亿元，其中质押借款占比21.15%。保证借款占比13.20%，信用借款占比65.65%。

公司应付账款主要是应付材料采购款及产品制造款、基建款和设备采购款等。截至2014年底，公司应付账款46.70亿元，其中账龄在1年以内的占87%。

2014年底，公司预收款项为2.74亿元，主要为新签合同的预付货款，其中账龄一年以内的占比89%，账龄超过一年的占比11%，主要为尚未结清的预收备品备件销售款。

非流动负债方面，2012~2014年，公司非流动负债波动下降，年复合下降13.27%，主要是应付债券下降所致。截至2014年底公司非流动负债为68.58亿元，主要是长期借款和应付债券，占比分别为36.31%和55.41%。

截至2014年底，公司长期借款24.90亿元；同期公司应付债券38.00亿元，为公司2011年发行38亿元，期限为五年的中期票据。

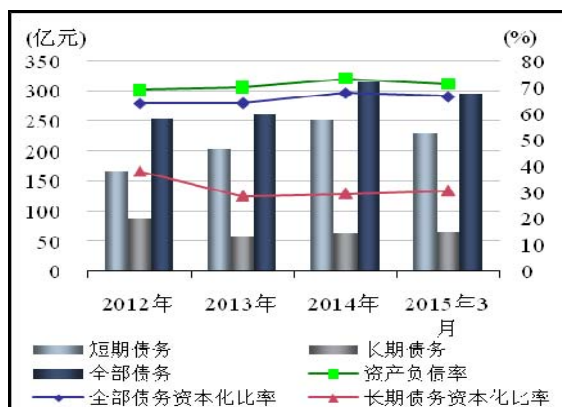
截至2015年3月底，公司负债合计为371.54亿元，较2014年底下降9.79%，主要是短期借款、应付账款下降所致，其中流动负债占80.67%，非流动负债占19.33%，公司负债结构变化不大。

2012~2014年，公司有息债务持续增长，

年复合增长 11.30%，截至 2014 年底公司全部债务 315.18 亿元，其中短期债务占 80.04%，长期债务占 19.96%。2012~2014 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率呈上升趋势，长期债务资本化比率则有所下降，截至 2014 年底三项指标分别为 73.35%、67.81%和 29.60%。

截至 2015 年 3 月底，公司有息债务总额为 295.04 亿元，较 2014 年底下降 6.39%，其中短期债务和长期债务占比分别为 77.73%和 22.27%，长期债务占比有所上升。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 71.38%、66.45%和 30.61%，公司资产负债率和全部债务资本化比率较 2014 年底均有不同程度的下降，公司债务负担有所减轻。

图 10 2012~2015 年 3 月公司债务结构



资料来源：公司年报

总体看，公司所有者权益稳定性较强；负债结构以流动负债为主，整体债务规模下降，债务负担有所减轻。

4. 盈利能力

2012~2014 年，全球航运市场在低谷徘徊，海工装备行业竞争激烈，为此公司调整产品结构，在大力推进海上重型设备的研发与销售的同时，于 2013 年开拓了新的 BT 业务，公司近三年营业收入稳定增长，年复合增长 17.19%。2014 年公司实现营业收入 250.69 亿元。同期，公司营业成本年复合增长 11.81%，小于公司营业收入增幅。公司营业利润率三年逐渐上升，

近三年分别为 4.71%、7.19%和 12.93%。

2012~2014 年，公司资产减值损失年复合增长 17.93%，2014 年公司计提资产减值损失 5.48 亿元，主要为存货跌价损失 0.91 亿元、应收款项坏账准备损失 1.33 亿元以及合同预计损失 3.25 亿元。

期间费用方面，2012~2014 年，期间费用率波动增长，三年分别为 10.17%、8.83%和 11.27%，公司的期间费用控制能力有所下降，2014 年，公司期间费用为 28.27 亿元，同比增长 37.97%，主要系财务费用上升所致。2014 年公司财务费用 13.02 亿元，比 2013 年增长 107.54%，其中利息支出同比增长 44.94%。

非经常损益方面，2012~2014 年，公司投资收益波动增长，2014 年公司实现投资收益 3.71 亿元，主要系公司处置银行理财产品取得。同期，公司营业外收入波动下降，年复合下降 37.07%，2014 年公司实现营业外收入 0.52 亿元，主要系非流动资产处置利得、政府补助等。近三年营业外收入对公司的利润贡献分别为 1.32 亿元、3.15 亿元和 0.52 亿元，公司营业外收入有一定的不确定性。

近三年公司利润总额和净利润均呈增长趋势；2014 年公司利润总额和净利润分别为 1.63 亿元和 1.48 亿元。随着公司产品结构的调整，公司主营业务利润有所好转，自身主营业务能力有所提升。

从盈利指标看，公司近三年营业利润率呈波动上升趋势，分别为 4.71%、7.19%和 12.93%；总资本收益率和净资产收益率均逐渐上升，2014 年两者分别为 3.66%和 0.99%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 43.06 亿元，与上年同期相比增加 2.55%；同期营业成本为 38.76 亿元，与上年同期相比增加 2.55%；公司营业利润率为 9.81%。2015 年 1~3 月，公司实现利润总额和净利润分别为 0.58 亿元和 0.38 亿元。

图11 2012~2015年3月公司盈利情况



资料来源：公司年报

总体看，随着公司产品结构的调整，公司主营业收入能力有所提升，主营业务盈利能力好转。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司短期债务分别为165.86亿元、202.53亿元、252.28亿元，短期债务增长较快。经营现金流流动负债逐年下滑，分别为13.19%、3.32%和-2.54%。2014年由于公司订单增加，购买原材料支付货款增加以及支付工程款等因素，导致当年经营性现金流为净流出状态。近三年，公司流动比率和速动比率持续下降，2014年底分别为79.62%和67.12%；截至2015年3月底，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为76.54%和62.54%。考虑到公司流动资产中已完工尚未结算款占比大，公司流动资产对流动负债的实际保障程度一般。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司全部债务/EBITDA分别为27.69倍、11.42倍和10.92倍，EBITDA利息倍数分别为0.91倍、2.14倍和1.86倍。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至2014年底，公司对外担保1.42亿元，担保比率为0.95%。被担保方均经营正常，公司对外担保比率较低，整体对外担保风险可控。

表7 截至2014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
江苏燕尾港港口有限公司	1918.40	2014-11-11	2017-11-11
振华海洋能源（香港）有限公司	12238.00	2014-05-26	2015-05-26
合计	14156.40	--	--

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2015年3月底，公司获得授信额度总计986.66亿人民币、18.24亿美元及1.20亿欧元，其中尚可使用额度为696.04亿元人民币、13.28亿美元以及0.96亿欧元，公司间接融资渠道畅通；公司是上交所上市公司，直接融资渠道畅通。

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2015年7月9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. 抗风险能力分析

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

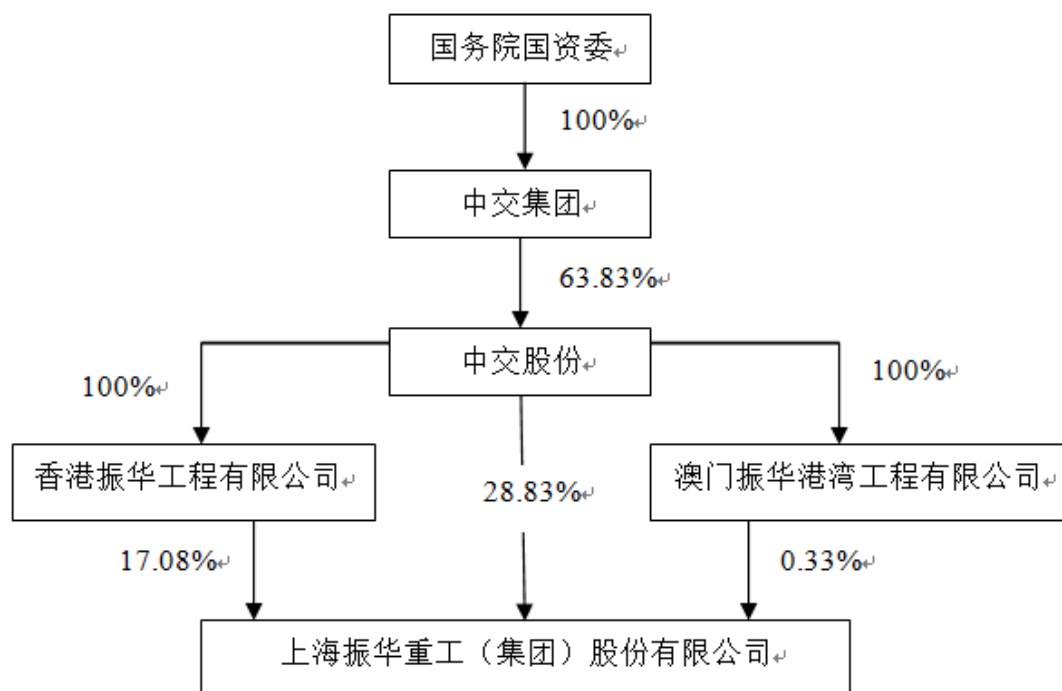
八、结论

公司是全球领先的港口集装箱起重机制造商，市场占有率连续14年保持全球首位。受金融危机影响，2012年收入规模有所下降，盈利能力有所下滑。2013年以来，公司新接订单总金额呈现回升态势，海洋工程业务取得突破，业务结构得到优化。2014年公司业务规模继续扩大，主营业收入能力有所好转，盈利能力有所增强。公司在生产基地、码头岸线、技术研发及装备水平等方面竞争优势突出。公司法人治理结构较完善，管理制度运行良好，外部发展环境良好。

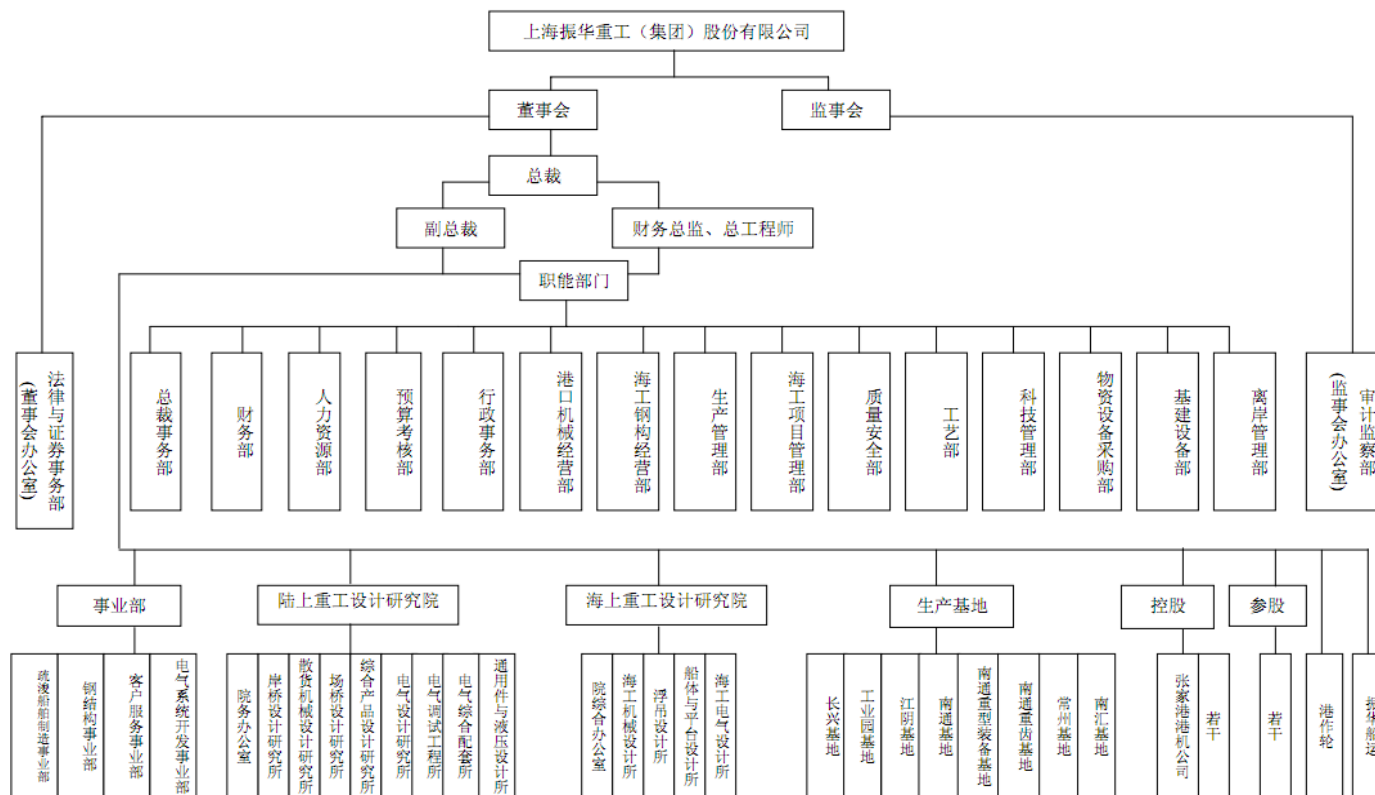
2014 年来公司资产规模逐年扩大，资产构成以流动资产为主，公司负债结构以流动负债为主，整体债务规模呈增长趋势，债务负担逐年加重。随着公司业务结构调整以及未来海洋工程业务的持续扩大，公司整体盈利能力有望提升。

总体看，公司主体信用风险很低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	55.22	39.71	35.29	36.18
资产总额(亿元)	467.80	491.55	561.45	520.53
所有者权益(亿元)	144.17	147.14	149.61	148.99
短期债务(亿元)	165.86	202.53	252.28	229.32
长期债务(亿元)	88.58	59.11	62.90	65.72
全部债务(亿元)	254.44	261.64	315.18	295.04
营业收入(亿元)	182.55	232.02	250.69	43.06
利润总额(亿元)	-11.71	1.20	1.63	0.58
EBITDA(亿元)	9.19	22.91	28.86	--
经营性净现金流(亿元)	30.66	9.39	-8.73	-14.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.20	6.02	6.44	--
存货周转次数(次)	2.52	3.15	4.21	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.48	0.48	--
现金收入比(%)	106.73	83.61	73.80	110.67
营业利润率(%)	4.71	7.19	12.93	9.81
总资本收益率(%)	-0.22	3.04	3.66	--
净资产收益率(%)	-7.62	0.91	0.99	--
长期债务资本化比率(%)	38.06	28.66	29.60	30.61
全部债务资本化比率(%)	63.83	64.01	67.81	66.45
资产负债率(%)	69.18	70.07	73.35	71.38
流动比率(%)	111.32	95.06	79.62	76.54
速动比率(%)	78.70	73.79	67.12	62.54
经营现金流动负债比(%)	13.19	3.32	-2.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.91	2.14	1.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.69	11.42	10.92	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

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
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(非流动) 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

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 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在上海振华重工（集团）股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

上海振华重工（集团）股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。上海振华重工（集团）股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注上海振华重工（集团）股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现上海振华重工（集团）股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如上海振华重工（集团）股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如上海振华重工（集团）股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送上海振华重工（集团）股份有限公司、主管部门、交易机构等。

