

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 976 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，维持“09振华MTN1”、“09振华MTN2”、“11振华MTN1”的信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月二十九日

评级业务专用章

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
09 振华 MTN1	18 亿元	2009/3/13-2014/3/13	AA ⁺	AA ⁺
09 振华 MTN2	4 亿元	2009/4/10-2014/4/10	AA ⁺	AA ⁺
11 振华 MTN1	38 亿元	2011/2/25-2016/2/25	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2011 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	11 年 9 月
现金类资产(亿元)	19.50	14.19	15.11
资产总额(亿元)	510.66	452.87	454.26
所有者权益(亿元)	161.64	155.95	153.85
长期债务(亿元)	60.36	78.01	92.26
全部债务(亿元)	237.50	233.71	239.66
营业收入 (亿元)	275.64	171.16	140.40
利润总额 (亿元)	7.64	-8.48	-1.57
EBITDA(亿元)	20.29	3.47	--
经营性净现金流(亿元)	5.50	51.78	8.69
营业利润率(%)	10.67	2.86	3.98
净资产收益率(%)	4.82	-4.57	--
资产负债率(%)	68.35	65.57	66.13
全部债务资本化比率(%)	59.50	59.98	60.90
流动比率(%)	103.64	105.81	113.64
全部债务/EBITDA(倍)	11.70	67.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.40	0.47	--
经营现金流流动负债比(%)	1.93	23.93	--

注:2011 年三季度数据未经审计。

分析师

胡岩

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

跟踪期内，上海振华重工（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）保持在全球港口机械行业的龙头地位，运营管理、技术水平、市场地位等方面具备显著优势。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，受金融危机影响，公司手持订单数显著减少；海运低迷背景下公司产品价格出现下跌；价格高点采购的大量库存钢材及前期大规模资本支出计提的折旧抬高了公司营业成本。在上述因素影响下，公司营业收入和营业利润率出现大幅度下降。

目前，外围经济仍未恢复至危机前的水平，世界各主要经济体增速仍处于低位，世界进出口贸易整体下滑，港口吞吐量不足，全球港口机械市场需求减少，公司未来港口机械业务仍面临较大压力。为应对行业景气波动，公司大力拓展毛利率水平较高的海洋工程装备和大型钢结构业务，海洋工程装备收入占比不断提高，公司业务结构有望得到优化。

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“09振华MTN1”、“09振华MTN2”、“11振华MTN1”的信用等级为AA⁺。

优势

1. 公司保持在全球港口机械行业的龙头地位，运营管理、技术水平、市场地位等方面具有优势，产能规模、码头岸线以及自备整机运输船队等方面优势突出。
2. 公司海上重型装备业务受国家产业政策支持，利润空间和市场容量较大。
3. 由于公司大力清欠应收账款，经营性现金流情况得到较大改善，获现能力得到增强。

关注

1. 受海运市场低迷影响，港口机械市场仍处于周期性底部。
2. 价格高点采购的大量库存钢材及前期大规模资本支出计提的折旧抬高了公司营业成本。2010~2011 年 1-9 月，公司仍处于亏损状态。
3. 目前公司债务规模较大，债务负担较重。由于集装箱起重机业务普遍垫资生产，随着订单总额回升，公司债务规模有上升的可能。

一、企业基本情况

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”）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。公司是全球最大的大中型港口集装箱起重机制造商，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。

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“中交股份”）发行了16979.47万股A股。截至2010年12月31日，公司总股本为43.90亿元，中交股份直接和间接持有公司46.12%的股份，为公司控股股东和实际控制人。

公司设有港口机械经营部、海上重工钢结构经营部、海上重工项目管理部、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8个生产基地。截至2011年9月底，公司拥有控股子公司18家。

截至2010年底，公司合并资产总额为452.87亿元，所有者权益（含少数股东权益）155.95亿元；2010年度公司实现营业收入171.16亿元，利润总额-8.48亿元。

截至2011年9月底，公司合并资产总额

454.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）153.85亿元；2011年1-9月，公司实现营业收入140.40亿元，利润总额-1.57亿元。

公司注册地址：上海市浦东南路3470号。
法定代表人：周纪昌。

二、管理分析

为了打造中国最大的海洋重工装备制造及配套基地，公司2011年开始推行二级公司法人制度，赋予子公司自主经营权力。2011年7月，公司分别组建了上海振华重工集团（南通）有限公司、上海振华重工集团（南通）传动机械有限公司、南通振华重型装备制造有限公司，此三家分公司为皆二级独立法人，自主经营、独立核算、自负盈亏。

2010年，公司成立物资设备采购部，将以往分散的采购权进行集中管理。2010年可比物资采购综合单价比2009年下浮3.89%，降低采购成本约5.8亿元；电气、五金、液压、油漆等库存占用资金由年初的4.5亿元下降到3.04亿元，下降幅度达到了33.3%。

2010年，公司全面梳理了劳动用工制度，对公司所属各基地的冗员和管理不善的“老板施工队”加强考核，逐步清退。2010年劳务工的人工费支出8.85亿元，同比减少35.25%。

在资金和信贷管理方面，2010年公司建立了月度资金平衡会制度，通过严控基建投入、增加销售款回笼、延长供应商付款期限、增加商业票据付款等措施，有效减少了有息负债的规模。

三、经营管理分析

1. 经营概况

2010年公司面临较严峻的市场形势，由于外围经济仍未恢复至危机前的水平，各主要经济体增速仍维持低位，港口机械市场需求不振，传统港机订单数量和单价均有所下降，公司主

营业收入 167.09 亿元，同比下降 36.31%，毛利率 2.88%。相比 2009 年，2010 年公司集装箱

起重机业务毛利率下降幅度较大，但在 2011 年企稳回升；跟踪期内，散货机械出现较大幅度亏损。

表1 2009年-2011年6月公司主营业务收入及毛利率情况（万元，%）

业务分类	2009 年			2010 年			2011 年 6 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
集装箱起重机	1664172.64	63.43	6.96	857600.97	51.33	0.93	457252.04	53.36	6.37
散货机械	306664.11	11.69	0.75	369015.12	22.08	-3.91	138253.84	16.13	-12.23
海上重型装备	358175.56	13.65	30.85	259134.33	15.51	9.73	155546.52	18.15	0.21
钢结构	290956.45	11.09	8.90	166299.17	9.95	13.26	51830.78	6.05	-4.04
船舶运输	3491.26	0.14	33.16	18865.02	1.13	38.55	54015.36	6.31	21.13
合计	2623460.02	100.00	9.74	1670914.60	100.00	2.88	856898.54	100.00	2.55

注：2011年数据未经审计

2009年以前属于全球港口投资建设高峰期，2009年受金融危机持续影响，订单降幅较大，直接影响了2010年收入。2010年公司新接订单呈现回升态势，虽然距金融危机前高点仍有差距，但业务状况较2009年有较大提升。2010年公司新签订合同总额为201.73亿元，同比增长77.61%（2009年为17.15亿美元，2010年订单总额为30.46亿美元，并以2010年12月31日人民币兑美元汇率折算）。

2011年上半年，公司新签合同额20.6亿美元，同比增长38%，其中，港口机械新签合同额为11.95亿美元，占订单总额的58%，同比增长24.6%。公司海工钢构新签合同额为8.65亿美元，占订单总额的42%，比去年同期大幅增长62.9%。

公司当年订单签订总额一半在下一年完成交付，并确认为收入。公司传统产品——港机订单量的稳步恢复，新业务所占比例明显上升，将保证公司未来1-2年收入的稳定增长。

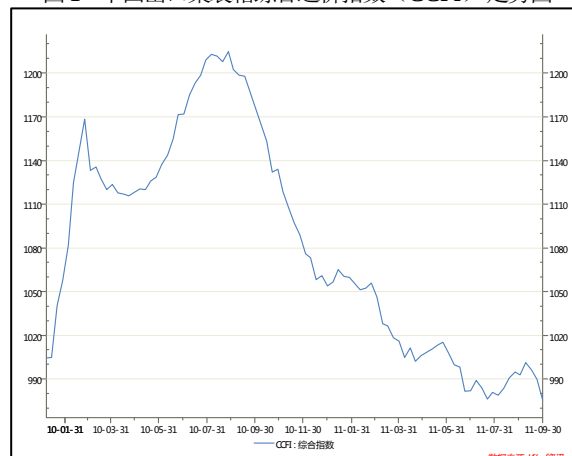
港口机械

2008 年行业达到景气顶峰后，金融危机影响下，顺着“全球贸易——港口集装箱——港口机械”传导链条，航运业、港口码头建设、集装箱运输业明显衰退，港口机械需求也随之大幅

萎缩。随着全球经济复苏态势的确立，2010 年全球集装箱海运贸易量同比增长 12.6%，显现回升迹象。从中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）来看，2008 年下半年开始的运价指数大幅下跌态势一直持续到 2009 年 6 月，进入下半年，中国集装箱出口运价指数逐月上扬，年底已上升到 996 点，2010 年延续回升态势，年底 CCFI 收于 1075.84 点。

从行业周期驱动因素来看，一般港口机械景气周期较集装箱晚 1 年左右。预计随着全球经济的复苏，2011 年全球集装箱海运贸易量将继续增长，港机行业将步入增长周期。

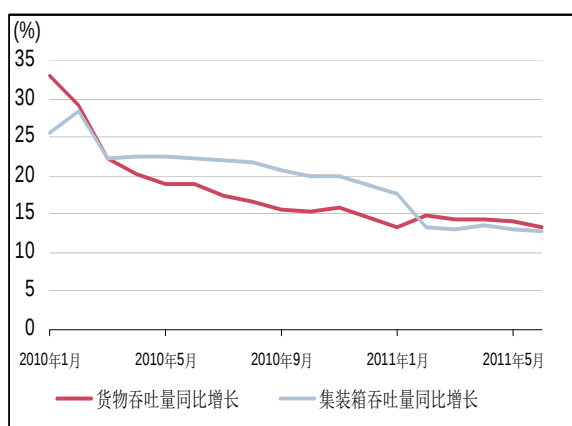
图1 中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）走势图



资料来源：wind资讯

联合资信也关注到，目前主要国家经济虽然有所复苏，但经济增长内生动力不足，失业率仍处在较高水平，经济增长依需要然依靠经济刺激政策推动。由于集装箱运输市场发展取决于金融危机后欧美等主要经济体的复苏力度，而发达国家经济低迷导致中国外贸恢复较为缓慢，2010年以来，中国港口航运业仍以内贸拉动为主，货物吞吐量及集装箱吞吐量增速均出现回落。

图2 2010年-2011年6月中国主要港口经营状况



资料来源：交通运输部

2009年以来，全球海运贸易的持续复苏并有所增长，2009年之前形成的略为过剩的港口机械（特别是集装箱起重机）装卸能力将逐步得到消化并回归健康状态，全球港机需求有望在2-3年时间内复苏至2007年-2008年的水平，公司作为全球港机行业的绝对龙头将收益于此。根据英国权威杂志《world cargo news》最新统计，2010年7月至2011年6月，公司订单全球占有量为75%，连续13年保持在该行业的龙头地位。2010年，全球岸桥约生产150台，其中公司生产112台。2011年上半年公司港机产品的毛利率提升了8.09个百分点，为6.37%，港口机械新签合同额为11.95亿美元，表明公司正处于见底复苏的过程中。

2010年公司集装箱起重机业务在全球市场的占有率超过70%，以集装箱起重机和散货机

为代表的港口装卸设备占公司收入的74%左右，是公司主要收入来源。受库存高价钢材以及出口汇率损失等因素的影响，集装箱起重机和散货机的毛利率分别只有0.9%和-3.9%，且毛利率水平波动较大。

集装箱起重机属存在个别特征的产品，有多种不同型号，且需根据客户的不同要求进行设计，产品价格可比性不强。受金融危机影响，2009年公司岸桥和轨道吊价格下滑10%左右，2010年价格企稳；轮胎吊价格变动较小。公司注重产品创新，开发的双40/岸桥市场竞争力强，在产品定价上也具有较大的自主性；同时，基于绝对领先的市场占有率，公司在全球大额订单的招投标中具有一定的垄断竞争优势，已经摆脱了过去依靠低价竞争的局面，具备较强的议价能力。

2010年公司新签比较大的订单包括：公司获阿布扎比港口公司（ADPC）在建的哈利法港六台集装箱吊车合同，合同金额1.93亿迪拉姆（约5300万美元）；与美国港口集团签订了8台岸桥销售合同；与营口港签订4台岸桥和8台门机设备的销售合同；与韩国现代发展公司签订8台岸桥和38台轮胎吊的销售合同；与越南TCIT公司签订6台岸桥和20台轮胎吊的销售合同。

公司陆上重工除了传统的港机业务外，也逐渐向重型龙门吊扩展。熔盛重工于2010年7月向公司一次性采购了7台大型造船龙门起重机，包括2台300吨、1台450吨、1台600吨和3台900吨龙门吊，这些设备都已于2011年6月顺利交付。

2011年上半年，公司的集装箱起重机毛利率同比增加8.09个百分点，为6.37%。原因在于，一方面公司加大了科技研发力度，承接了较高附加值的满足特殊要求的起重机。例如公司在2011年2月向上海国际港务集团销售的5台岸桥产品全部为节能型，在主要技术参数不变的情况下，与同类型岸桥相比可节能约10%。

公司向和记黄埔公司销售的 2 台伸缩式大梁岸桥项目合同,是继 2010 年欧洲数家码头采购伸缩大梁岸桥基础上公司低姿态岸桥的又一重要进展。另一方面在起重机的成本控制上趋于精细化管理,包括进行精细化设计,减少设计钢板用量和精细化工艺,通过基地总数控中心,减少工艺钢板耗费,有效提升了产品毛利率。

海上重工

受金融危机影响,2008 年-2009 年全球钻井设备市场出现萎缩,而从 2010 年开始,市场需求逐渐回暖,新接订单量也开始回升。2010 年自升式钻井平台、半潜式钻井平台和钻井船的新接订单量分别达到 41 座、3 座和 6 座,新接订单总量相当于 2009 年的 2.5 倍。其中,在自升式钻井平台方面,韩国共获订单 25 座,占全球总量的 60.98%,居于首位;中国次之,共获订单 10 座,市场占比为 24.39%;阿联酋和印度分别获得 5 座、1 座订单。

根据《World Oil》披露的 2001 年-2010 年全球退役钻井设备统计,自升式钻井平台、半潜式钻井平台、钻井船退役数量分别为 36 艘、20 艘和 4 艘,平均寿命分别为 26 年、26 年和 21 年。截至目前,自升式钻井平台、半潜式钻井平台和钻井船 20 年以上船龄设备占比分别为 68%、65%和 26%。未来,钻井平台(船)退役数量的增长将改变目前钻井平台供需现状。

中国的海工装备行业仍处于发展初期,目前全球市场占有率约为 5%-7%左右。随着中国海洋工程行业的发展,海工支持政策的落实,全球海工装备制造中心向中国的转移。根据 ODS 等机构预测,未来 5 年期间,全球海工装备年均投资额约为 810 亿美元,其中中国海工装备年均市场容量 120 亿美元。

总体而言,全球钻井设备市场明显回暖,预计未来将继续保持升势。从分产品来看,自

升式平台仍为主要设备类型,但钻井设备向更高规格、更大水深发展是大势所趋。

海上重工业务是公司主要的战略转型方向。虽然公司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)、铺管船等海上工程船;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。

由于海洋工程设备生产周期一般在 3 年左右,2006 年~2008 年原油价格上涨周期中的新增钻井平台订单在 2010 年开始陆续交货,目前公司还处于下单高峰期过后的订单消化期。此外,金融危机影响了海上重工相关企业资本开支,使得公司在 2010 年海上重工业务量不足。2010 年公司海上重工业务收入 25.91 亿元,同比下滑 27.6%。

公司海上重工订单完成情况良好。2010 年,公司向卢森堡 MCS 公司交付了一艘浅水铺管船,这是中国本土企业向国际用户成功交付的第一艘铺管船;公司向新加坡用户成功交付了一艘 3000 吨起重铺管船;为韩国三星重工制造的 8000 吨浮吊成功建造完成交付使用;为西班牙客户制造的 4400 吨铺管船项目完成试航。2010 年公司还与阿联酋阿布扎比国家石油建设公司(NPCC)签订了一艘 3800 吨起重铺管船的销售合同,与全球海上重工装备设计龙头企业 F&G 签订了海洋石油工程设备的设计、研发和制造的合作协议。2011 年上半年,公司海上重工装备与钢结构产品合同额合计 8.65 亿美元,占比 42%,同比增长 62.9%。

为加快公司海洋工程战略实现,2010 年,公司控股股东中国交通建设股份有限公司收购了国际知名海洋工程设计公司——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。由于公司与 F&G 之间协同效应明显，此次收购未来将有效提高公司在钻井平台方面的设计能力和装备水平。

跟踪期内，公司加大对钻井平台的研发力度，2011 年 7 月 6 日，“振海 1 号”300 英尺海上自升式钻井平台在南通基地正式开工，这是公司自主设计、建造的第一座钻井平台。建成后，“振海 1 号”钻井平台具有钻井、完井与修井作业等多种功能，最大作业水深为 300 英尺，钻井深度可达 30000 英尺，甲板可变载荷 2722 吨，可在墨西哥、波斯湾、东南亚等类似海域作业。

公司 2009 年与西班牙 ADHK 公司签订了总价值为 22 亿美元的海上重型装备销售采购合同。截至 2010 年 12 月 31 日止，公司已投入 8.53 亿元用于该项目的备料和生产，但尚未对于该项目确认收入和成本。公司目前正和 ADHK 公司及相关银行就该销售采购合同项下的融资安排进行磋商。公司依据当前的磋商结果，预计 ADHK 公司将很有可能获得所需的融资并完成对于 22 亿美元海上重型装备销售采购合同项下产品的采购。未来如果 ADHK 公司无法获得所需的融资，则将可能对于其履行该销售采购合同产生重大不确定性。公司将继续关注 ADHK 公司的融资安排，并评估其对于公司财务状况的影响。

钢结构

2010 年中国钢结构年产量 2600 万吨，由于同期粗钢产量增长更快，钢结构产量占粗钢总产量约 4%，略有下滑，建筑钢结构占建筑总用钢量约 8%，而目前发达国家钢结构产量占粗钢总产量比例已超过 10%，建筑钢结构占建筑总用钢量比例达到 30% 以上，如日本、美

国建筑钢结构占建筑总用钢量比例分别达到 50%、65%，韩国这一比重也达到 20% 左右。与发达国家钢结构行业发展水平相比，中国钢结构行业存在着较大的发展空间。随着城镇化建设的不断推进，中国“十二五”期间对于火车站、机场等仍有大量投资需求，由此带动空间钢结构及桥梁钢结构的快速发展。

公司具备世界一流的钢结构制造实力，拥有 7500 人次的优秀持证焊工和远洋运输船队，先后参建了加拿大金穗大桥、美国加州卡昆兹二桥、卡昆兹三桥、上海东海大桥、珠山斜拉桥、港珠澳大桥等钢桥项目。2010 年公司与龙源电力集团股份有限公司合资成立江苏龙源振华海洋工程有限公司，全面进入海上风电钢结构制造及海上风电安装市场。2011 年 7 月，公司承建的美国旧金山-奥克兰海湾大桥全部钢结构在长兴岛基地圆满完工，这标志着公司在大型钢构钢桥梁制造领域达到国际先进水平。

公司还参与了备受瞩目的港珠澳大桥的建造。目前，公司承建的港珠澳配套项目已经全面实施，设计方案、材料统计已基本完成，构件制作工艺、发运方案的编制以及材料采购等工作都在有序推进，所有产品将于 2011 年 5 月至 2012 年 5 月前陆续交付现场使用。

2010 年，公司钢结构业务收入 16.63 亿元，毛利率为 13.26%。近两年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。并且由于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较大提升空间。

总体看，公司传统港口机械业务市场需求和价格出现下降，高价钢材库存消耗、固定资产折旧增大对盈利能力稳定性带来较大影响；公司着力拓展的海洋工程业务盈利能力较强，竞争力不断提高，将成为公司未来主要盈利增

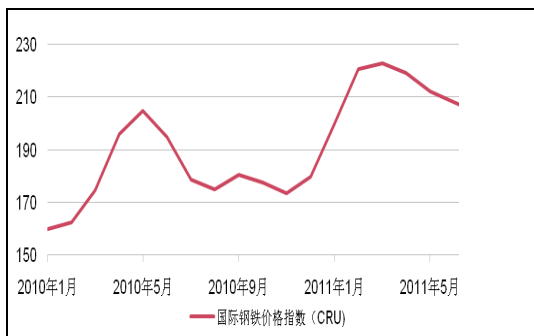
长点。

2. 原材料采购

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%左右；公司目前着力拓展的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。

2010年，根据国际钢铁协会（IISI）统计，随着世界钢铁行业的复苏，全年粗钢产量增长15%，总量突破14亿吨，达到14.14亿吨。中国2010年的粗钢产量为6.267亿吨，同比增长9.3%，占全球总产量的44.3%。2010年钢材价格指数有所上升，但2010年4月国家出台房地产调控政策，房地产行业需求有下降趋势，钢材价格有所回落；铁矿石进口定价模式由年度长协矿改为季度定价模式，在一定程度上导致钢材价格波动更为剧烈。

图3 2010年以来钢材价格综合指数



资料来源：wind 资讯

2009年-2010年公司消耗前期高价钢材库存使公司港口机械及钢结构主营业务利润率下滑。目前公司采取随行就市方式，没有新签钢材锁定合同，但由于钢材需求量较大，公司与国内主要钢铁企业建立了长期战略合作关系，钢材采购价格较市价有所优惠。公司财务报告显示，截至2010年12月底，公司预付款里仍有账龄超过一年的3亿元预付钢材采购款，同时在公司存货中高价钢库存估计在30亿元以上，基本都是在2008年钢价高位时采购，预计

这一部分高价钢材将在2011年逐步消化完毕，对公司盈利能力的不良影响也将逐步消除。

3. 投资项目

公司重大投资项目中，南通基地建成后将分别提升公司钢结构及海上重工业务30万吨和40套的产能，对未来公司业务结构影响较大。

表2 2010年公司主要在建生产基地建设状况

在建工程	备注	已投入	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	25.76 亿	85%
南汇基地	司机室等港机设备	0.34 亿	82%
长兴基地	大车行走轮	12.96 亿	80%
基地配套	大型机械工程设备	8.33 亿	98%

资料来源：2010年公司审计报告

四、财务分析

公司2010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，并出具标准无保留意见的审计结论。2011年三季度财务数据未经审计。

截至2010年底，公司资产总额为452.87亿元，负债总额296.92亿元，所有者权益（含少数股东权益）155.95亿元；2010年度公司实现营业收入171.16亿元，利润总额-8.48亿元。

截至2011年9月底，公司资产总额为454.26亿元，负债总额300.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）153.85亿元；2011年1-9月公司实现营业收入140.40亿元，利润总额-1.57亿元。

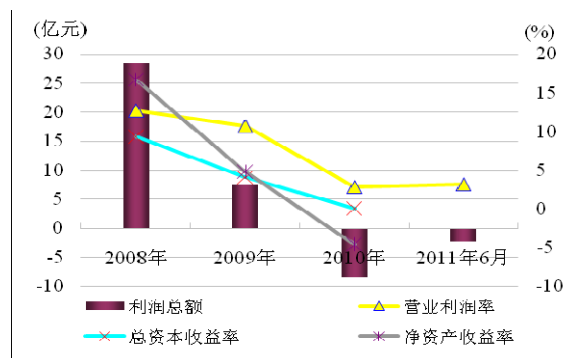
1. 盈利能力

2010年公司实现营业收入171.16亿元，同比下降37.94%，主营业务中集装箱起重机、海上重工及钢结构营业收入下降较大，同比分别下降49.21%、28.70%和43.67%。2010年公司利润总额出现较大幅度下降，全年实现利润总额-8.48亿元，同比减少207.85%。从盈利指标看，2010年公司总资产收益率和净资产收益率分别为由2009年的4.07%、4.82%降至0.07%、-4.57%。

公司营业利润率分别由2008年和2009年的12.69%和10.67%降至2010年的2.86%和2011年9月的3.98%。

公司盈利能力下降的主要原因在于：公司在2010年开始确认收入的2009年订单中，集装箱起重机价格较2008年下降约15%左右；2010年以来钢材价格保持震荡上升趋势，公司不得不消化大量高价库存钢材；公司固定资产规模扩大，计入营业成本的固定资产折旧提高。

图4 2008年-2011年6月公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2010年公司销售费用0.60亿元，同比降低11.76%；管理费用9.02亿元，同比下降43.70%，主要是技术研发费、员工薪酬下降，以及公司加强管理，严控其他管理费用所致；财务费用2.15亿元，同比下降65.43%，主要是本年借款利息减少以及人民币升值引起的本期汇兑收益上升所致。2009年公司发行中期票据及短期融资券替换了部分成本较高的银行贷款，使利息支出规模由2009年的6.25亿元减至2010年的4.00亿元。

受益于下游需求的好转，产品价格有所上升，库存高价钢材已逐渐消化，2011年1-9月公司实现营业收入140.40亿元，利润总额-1.57亿元，营业利润率为3.98%。考虑到公司港机产品平均10-12个月的订单周期，2011年业绩亏损主要反映的是2010年所接订单的利润水平。

2011年1-9月，公司期间费用率为4.89%，同比下降1.45个百分点，主要受益于财务费用的大幅减少。其中，由于人民币升值，公司汇

兑收益大幅增加，财务费用率为-1.08%，同比下降2.61个百分点；而随着研发费用的增加，管理费用率同比上升1.16个百分点；销售费用率与去年同期持平。

总体看，公司传统港口机械业务市场需求和价格出现下降，高价钢材库存消耗、固定资产折旧增大对盈利能力稳定性带来较大影响。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2010年公司销售商品、提供劳务收到的现金为200.03亿元，同比降低21.58%，实现经营活动产生的现金流量净额51.78亿元，同比上涨841.45%。2009年-2010年公司购买商品、接受劳务支付的现金与主营业务成本比率分别为107.20%、85.86%，公司支付款项下降幅度较大。2010年现金收入比由92.54%升至116.87%，收入获现能力有较大幅度增强。

投资活动方面，由于固定资产投入减少，2010年用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为12.30亿元，同比降低70.83%，投资活动产生的现金流量净额为-10.42亿元，同比增加74.42%。2010年，公司重大在建工程中，10亿元以上预算额度的项目中南通基地、长兴基地及基地在建大型机械和设备完工程度分别为85%、80%和98%，以上项目还需投入26.37亿元。公司经营活动现金流对投资支出覆盖度提高，对外融资压力有所减轻。

筹资活动方面，2010年公司筹资活动现金流入量和流出量分别为223.29亿元和271.21亿元，其中取得借款收到的现金223.29亿元，偿还债务支付的现金223.89亿元，偿还短期债券支付的现金为41.00亿元。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。

2011年1-9月公司销售商品、提供劳务收到的现金为130.47亿元，同比降低10.88%；购买商品、支付劳务支付的现金71.63亿元，同比

提高 17.26%；公司经营活动产生的现金流量净额为 8.69 亿元。2011 年 1-9 月公司基地建设投入减少，投资活动产生的现金流量净额为-8.78 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-2.03 亿元。

总体分析，由于投资项目支出规模减小，经营净现金流对投资活动覆盖程度提高，对外筹资压力减轻。但考虑到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，对公司的资金周转和获取经营活动现金流产生不利影响。随着 2010 年订单总额回升，预计公司未来业务规模扩大仍会产生一定的外部融资需求。

3. 资本及债务结构

截至 2010 年底，公司资产总额 452.87 亿元，其中流动资产 228.92 亿元，占比 50.54%；非流动资产 223.95 亿元，占比 49.46%。2010 年公司加大海洋工程业务投入、钢材采购量减少使得流动资产占比由 57.93%降至 50.54%。流动资产中，货币资金和预付账款减少幅度较大，应收账款和存货保持稳定，坏账准备和存货跌价准备计提充分，应收账款违约风险较低。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。2010 年业务量减少，建造合同项目不足，2010 年底已完工尚未结算款为 69.10 亿元，同比减少 38.72%。

由于国外市场销售比例较大，公司为降低外汇风险进行套期保值，锁定风险。2010 年人民币兑美元汇率在窄幅区间爬升，至 2011 年 6 月底，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，其中美元兑人民币合同本金 5.25 亿美元，合同约定利率为 6.4850 至 6.7660；人民币兑美元合同本金为 9.82 亿元，合同约定到期利率为 6.4420 至 6.6580。

截至 2010 年底，公司非流动资产合计 223.96 亿元，以固定资产、在建工程和无形资

产为主。2010 年非流动资产在资产总额中占比由 2009 年的 42.07% 提高至 49.46%，主要是随着业务规模扩大，2010 年公司生产基地和项目投资建设使固定资产及在建工程保持高位，分别为 143.86 亿元和 50.69 亿元。

2010 年底，公司流动负债为 216.35 亿元，同比减少 24.20%。2010 年，由于公司港机业务订单减少，相应的物资采购也随着减少，其中应付账款减少 25.76%。2010 年底，公司非流动负债 80.59 亿元，长期借款和应付债券分别占比 69.76% 和 27.04%。2011 年 9 月底，公司非流动负债为 94.66 亿元，其中包括公司 2011 年发行的 38 亿元中期票据。

从债务结构上看，2011 年公司发行 38 亿元五年期中期票据，长期债务有所上升，流动负债在总负债中占比由 77.10% 降至 68.49%，非流动负债占比由 22.90% 增至 31.51%，负债结构有所改善。公司总负债规模也有所降低，由 2009 年底的 349.02 亿元降至 2010 年底 296.92 亿元。

从债务指标分析，2010 年公司资产负债率由 2009 年底的 68.35% 降至 65.56%，长期债务资本化比率由 2009 年底的 27.19% 升至 33.34%，2009 年和 2010 年全部债务资本化比率保持稳定，分别为 59.50%、59.98%。截至 2011 年 9 月底，公司长期债务资本化比率为 37.49%，全部债务资本化比率 60.90%，资产负债率为 66.13%。

总体分析，公司资产结构保持稳定并与经营状况相适应，资产质量较好；债务规模有所降低，负债与业务规模相关性较大，结构趋于合理，但随着订单回升，公司负债规模可能会有所上升。

4. 偿债能力

2010 年公司筹资活动现金净流入量同比降低，货币资金减少，同时应付短期融资券的下降使流动负债降幅较大，流动比率和速动比率与 2009 年底的 103.64%、77.16% 基本持平，2010 年分别为 105.81% 和 73.00%。截至 2011 年 9 月，

公司流动比率和速动比率分别上升至 113.64% 和 83.54%。由于公司 2010 年经营活动产生的现金流量净额的改善，经营现金流动负债比由 2009 年底的 1.93% 升至 2010 年底的 23.93%。公司短期偿债能力一般。

由于 2010 年公司净利润由正转负，EBITDA 利息倍数由 2009 年底的 2.40 倍降至 2010 年底的 0.47 倍，全部债务/EBITADA 倍数由 2009 年底的 11.70 倍增至 2010 年底的 67.31 倍。公司长期偿债指标下降明显。

2010 年公司经营活动产生的现金流入量为 209.90 亿元，是中期票据“09 振华 MTN1”、“09 振华 MTN2”、“11 振华 MTN1”额度的 3.50 倍；经营活动产生的现金流量净额为 51.78 亿元，是中期票据“09 振华 MTN1”、“09 振华 MTN2”、“11 振华 MTN1”额度的 0.86 倍，2010 年经营活动产生的现金流入量对中期票据“09 振华 MTN1”、“09 振华 MTN2”、“11 振华 MTN1”覆盖程度较好；经营活动产生的现金流量净额对中期票据“09 振华 MTN1”、“09 振华 MTN2”、“11 振华 MTN1”的保障程度一般。

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“09 振华 MTN1”、“09 振华 MTN2”、“11 振华 MTN1”的信用等级为 AA⁺。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	192680.22	133599.32	-30.66	138288.68
交易性金融资产	1628.41	4784.05	28.38	9374.17
应收票据	657.40	3523.73	436.01	3425.98
应收账款	604861.09	571505.03	-5.51	530156.32
预付款项	207924.15	131983.06	-36.52	136408.25
应收利息				
应收股利				
其他应收款	66789.30	36286.97	-45.67	38142.49
存货	755885.40	716435.46	-5.22	619296.13
已完工尚未结算款	1127610.85	691042.64	-38.72	863017.39
流动资产合计	2958036.83	2289160.26	-22.61	2338109.41
非流动资产：				
可供出售金融资产		19662.22		13282.81
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	5776.05	4174.89	-27.72	14091.79
投资性房地产				
固定资产	1388476.98	1438647.28	3.61	1379542.13
在建工程	517299.23	506857.00	2.02	527750.37
无形资产	222670.60	238385.97	7.06	233784.65
商誉	440.04	440.04	0.00	440.04
长期待摊费用				
递延所得税资产	13942.85	31384.96	125.10	35608.94
其他非流动资产				
非流动资产合计	2148605.75	2239552.37	12.32	2204500.73
资产总计	5106642.59	4528712.63	-7.88	4542610.14

注：2011 年三季度数据未经审计。

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	1363592.70	1319836.55	-3.21	1006337.08
应付短期融资券	410053.30			
交易性金融负债	853.18	2189.54	156.63	1192.60
应付票据	32783.00	49031.84	49.56	83243.16
应付账款	257002.52	190755.45	-25.78	173679.30
预收款项	152018.31	157373.57	3.52	137842.42
应付职工薪酬	19482.92	4393.31	-77.45	3202.55
应交税费	-62466.87	-58007.77	-7.14	-50452.41
应付利息	8087.23	8692.86	7.49	19987.04
应付股利	5437.31	6142.23	12.96	6531.39
其他应付款	57434.17	58402.97	1.69	71250.19
一年内到期的非流动负债	375072.33	188179.45	-49.83	384411.89
已结算尚未完工款	234753.57	236509.90	0.75	
流动负债合计	2854103.67	2163499.90	-24.20	1837225.23
非流动负债：				
长期借款	386339.20	562197.65	45.52	324664.02
应付债券	217221.16	217883.78	0.31	597940.32
长期应付款				
预计负债	26004.42	18651.02	-28.28	17525.38
递延所得税负债	1877.44	2418.10	-28.80	1937.97
其他非流动负债	4691.67	4591.67	-2.13	4516.67
非流动负债合计	636133.89	805742.21	26.66	946584.36
负债合计	3490237.56	2969242.11	-14.93	2783809.58
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	439029.46	439029.46	0.00	439029.46
资本公积	552537.18	567601.06	2.73	562178.57
盈余公积	150820.26	150820.26	0.00	150820.26
未分配利润	438837.63	369353.83	-15.83	355888.11
归属于母公司所有者权益合计	1581224.53	1526804.61	-3.44	1507916.39
少数股东权益	35180.50	32665.92	-7.15	30592.00
所有者权益（或股东权益）合计	1616405.03	1559470.53	-3.52	1538508.39
负债和所有者权益（或股东权益）	5106642.59	4528712.64	-11.32	4542610.14

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、营业收入	2756411.56	1711617.74	-37.90	1404047.30
减: 营业成本	2458292.00	1659896.13	-32.48	1346301.76
营业税金及附加	4117.30	2812.36	-31.69	1877.40
销售费用	6823.11	5992.53	-12.17	4586.90
管理费用	160197.96	90191.31	-43.70	79224.35
财务费用	62222.18	21493.01	-65.46	-15205.03
资产减值损失	9587.28	22026.40	129.75	14341.51
加: 公允价值变动收益 (损失以 “-” 号填列)	775.23	1819.29	-134.68	5587.06
投资收益 (损失以 “-” 号填列)	364.35	2548.20	599.38	34.15
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以 “-” 号添列)				
二、营业利润 (亏损以 “-” 号填列)	56311.31	-86426.51	253.48	-21458.39
加: 营业外收入	22057.34	8916.94	-59.53	5898.40
减: 营业外支出	1933.48	7271.26	276.07	157.26
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以 “-” 号填列)	76435.18	-84780.83	-210.92	-15717.25
减: 所得税费用	-1478.34	13509.20	-26.77	-3271.20
四、净利润 (净亏损以 “-” 号填列)	77913.52	-71251.69	1013.81	-12446.05
其中: 归属于母公司所有者的净利润	83985.33	-69483.80	182.73	-13465.72
少数股东损益	-6071.81	-1767.89	70.88	1019.67

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	2550742.20	2000322.53	-21.58	1304674.91
收到的税费返还	295568.16	81557.57	-72.41	71520.10
收到其他与经营活动有关的现金	12714.64	17091.26	34.42	15323.10
经营活动现金流入小计	2859025.00	2098971.35	-26.58	1391518.11
购买商品、接受劳务支付的现金	2538405.17	1393385.49	-82.18	1172108.36
支付给职工以及为职工支付的现金	141601.51	122608.16	-13.41	88518.26
支付的各项税费	68730.97	42051.09	-38.82	18815.44
支付其他与经营活动有关的现金	55259.27	23134.59	-58.13	25138.62
经营活动现金流出小计	2803996.92	1581179.33	-43.61	1304580.68
经营活动产生的现金流量净额	55028.08	517792.03	9309.36	86937.43
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		3408.04		166.77
取得投资收益收到的现金	72.77	1841.34	2430.36	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	13464.81			539.02
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	273.06	15612.69	5617.68	
收到其他与投资活动有关的现金	1392.33	1024.70	-26.40	442.97
投资活动现金流入小计	15202.97	21886.74	43.96	1148.75
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	421627.70	122999.30	-70.83	48117.77
投资支付的现金	1000.00	3040.00	204.00	10000.00
支付其他与投资活动有关的现金				30851.37
投资活动现金流出小计	422627.70	126039.30	-70.18	88969.14
投资活动产生的现金流量净额	-407424.73	-104152.54	74.44	-87820.39
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		50.20		
取得借款收到的现金	3243276.33	2232891	-31.15	1106435.04
发行债券收到的现金	625805.00			378915.00
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	3869081.33	2232941.09	-42.29	1485350.04
偿还债务支付的现金	3368958.69	2238857.27	-22.54	1454824.90
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	92054.25	63219.39	-31.32	50842.99
偿还短期债券支付的现金	230000	410000.00	78.26	
支付其他与筹资活动有关的现金	4905.65	0.00	-100.00	
筹资活动现金流出小计	3695918.59	2712076.66	-26.62	1505667.88
筹资活动产生的现金流量净额	173162.74	-479135.57	-376.70	-20317.85
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-179233.91	-65496.01	63.46	-21200.81
加: 期初现金及现金等价物余额	365393.52	186159.61	-49.05	120663.50
六、期末现金及现金等价物余额	186159.61	120663.60	-35.18	99462.70

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年
一. 将净利润调节为经营活动现金流量:		
净利润	83144.80	-65733.69
加: 资产减值准备	7806.14	22837.23
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	60511.25	75175.82
无形资产摊销	3488.91	4344.52
长期待摊费用摊销		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“—”	-422.24	276.77
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)		
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)	-382.31	-2574.06
财务费用(收益以“—”号填列)	52514.94	-6449.04
投资损失(收益以“—”号填列)	-609.91	-2978.43
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	-1332.44	-17421.05
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)	-10633.71	567.41
存货的减少(增加以“—”号填列)	73833.66	3315.79
建造合同款的减少(增加以“—”号填列)	-417862.10	428559.10
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	348962.80	-86770.46
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	-415718.97	23602.78
经营活动产生的现金流量净额	-216699.18	376752.69
二. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:		
债务转为资本		
一年内到期的可转换公司债券		
融资租入固定资产		
三. 现金及现金等价物净变动情况:		
现金的期末余额	131603.76	99951.71
减: 现金的期初余额	-266440.19	131603.76
加: 现金等价物的期末余额		
减: 现金等价物的期初余额		
现金及现金等价物净增加额	-134836.43	-31652.05

附件 4 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	4.49	2.90	5.26
存货周转次数(次)	3.21	2.25	--
总资产周转次数(次)	0.53	0.36	--
现金收入比(%)	92.54	116.87	92.92
盈利能力			
营业利润率 (%)	10.67	2.86	3.98
总资本收益率(%)	4.07	0.07	--
净资产收益率(%)	4.82	-4.57	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	27.19	33.34	37.49
全部债务资本化比率(%)	59.50	59.98	60.90
资产负债率(%)	68.35	65.56	66.13
偿债能力			
流动比率(%)	103.64	105.81	113.64
速动比率(%)	77.16	72.69	83.54
经营现金流动负债比(%)	1.93	23.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.40	0.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.70	67.31	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	0.18	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.18	5.58	--

注： 2011 年三季度数据未经审计。

附件 5 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

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 6 中长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，银行间债券市场中长期债券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

主体长期信用等级信用等级设置及其含义同银行间债券市场中长期债券。