

跟踪评级公告

联合[2014] 967 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“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
二零一四年六月二十六日



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
11 振华 MTN1	38 亿元	2011/2/25- 2016/2/25	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2014 年 6 月 26 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.96	55.22	39.71	33.89
资产总额(亿元)	440.59	467.80	491.55	540.08
所有者权益(亿元)	155.03	144.17	147.14	147.59
短期债务(亿元)	121.88	165.86	202.53	259.79
全部债务(亿元)	232.50	254.44	261.64	319.03
营业收入 (亿元)	191.29	182.55	232.02	41.98
利润总额 (亿元)	0.48	-11.71	1.20	0.33
EBITDA(亿元)	17.57	9.19	22.91	--
经营性净现金流(亿元)	15.42	30.66	9.39	-7.26
营业利润率(%)	4.85	4.71	7.19	13.52
净资产收益率(%)	0.19	-7.62	0.91	--
资产负债率(%)	64.81	69.18	70.07	72.67
全部债务资本化比率(%)	60.00	63.83	64.01	68.37
流动比率(%)	129.71	111.32	95.06	96.07
全部债务/EBITDA(倍)	13.23	27.69	11.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.53	0.91	2.14	--
经营现金流动负债比(%)	8.92	13.19	3.32	--

注：2014 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

姬宝龙 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

跟踪期内，全球航运市场在低谷徘徊，海工装备行业竞争激烈，在行业景气度偏低的情况下，上海振华重工（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）推动产品结构转型，海上重型装备业务取得突破，销售两座自主研发钻井平台，继续保持全球港口机械行业的龙头地位。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，各主要经济体增速仍维持低位，港口吞吐量不足，全球港口机械市场需求减少，公司港口机械业务仍处于周期性调整中；加之国内经济下行，人工成本攀升等多重因素对公司的经营及发展带来的不利影响。

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“11 振华 MTN1”的信用等级为 AA⁺。

优势

1. 公司继续保持在全球港口机械行业的龙头地位。
2. 跟踪期内，公司海工业务实现突破，销售两座自主研发钻井平台。
3. 公司现金类资产规模较大，经营性现金流入量对“11 振华 MTN1”保障程度较好。

关注

1. 全球经济不确定性增强，受各国进出口贸易下滑影响，港口机械市场需求低迷。
2. 公司燃油、人力成本高企，固定资产折旧额高，成本控制难度加大。
3. 公司销售收入主要以为美元和欧元结算，存在一定的汇率风险。
4. 公司短期债务增长明显，整体债务负担加重。

5. 非经常性损益对公司利润贡献大。

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 12 个月内有效；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存续期内相关债券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“中交股份”）发行了16979.47万股A股。截至2012年底，公司总股本为43.90亿元，中交股份直接和间接持有46.12%的股份，为公司实际控制人。

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。截至2012年底，公司拥有控股子公司19家，在职员工5564人。

截至2013年底，公司合并资产总额为491.55亿元，所有者权益合计为147.14亿元

（其中少数股东权益2.03亿元）。2013年，公司实现营业收入232.02亿元，利润总额1.20亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为540.08亿元，所有者权益合计为147.59亿元（其中少数股东权益2.05亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入41.98亿元，利润总额0.33亿元。

公司注册地址：上海市浦东南路3470号。
法定代表人：周纪昌。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，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；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；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。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，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。2013年全年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

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。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全年社会融资规模为17.29万亿，比上年多1.53万亿；其中人民币贷款增加8.89万亿，同比多增6879；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，分别增加2.55亿元和1.84亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。人民币汇率方面，截至2013年底，人民

币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。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，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

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，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为

“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013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，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

1. 港口机械

跟踪期内，全球经济复苏缓慢，世界主要集装箱港口均复苏乏力，经营处于最艰难时期，航运业、港口码头建设、集装箱运输业衰退明显，港口机械需求也随之萎缩。

自2010年起全球集装箱吞吐量增幅以近50%的速度收缩，2013年同比增幅仅为4.70%，较2012年增幅有所扩大，2013年全球主要港口延续了2012年的缓慢复苏，基本摆脱了增速逐年递减的收缩态势。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。

图1 2008~2013年BDI指数



资料来源: Wind 资讯

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。据克拉克森公司预测，2014年全球干散货海运量预计达到45.02亿吨，同比增长4.5%。散装航运业营运状况与全球经济景气荣枯有紧密关系，经济基本面对海运需求增长利好，新船入市压力有所缓解，但由于2014年的新船订单的集中交付，航运市场还将面临运力过大的压力。

2. 海洋重工

2013年，全球海洋油气钻采装备市场成交额为524亿美元，较2012年的706亿美元下降了26%。其中，钻井装备订单总额为282亿美元，同比下降24%；生产装备订单金额为127亿美元，同比增长59%。虽然对比2012年的成交井喷，2013年全球海洋油气钻采装备成交出现一定程度下滑，但从历史来看，仍处于较高水平。

从市场竞争格局看，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。2013年，韩国三大海工企业承接钻井船订单金额占全球的42%；中国在自升式钻井平台上的市场份额最大，订单总额占全球的24%，成为全球第二位；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，订单总额占全球的18%。

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。2012年，原油价格波动较大，2012年3月8日布伦特原油达到128.2美元/桶的高点，之后价格一路走低，2012年6月25日布伦特原油跌到88.6美元/桶，较3月最高点底下降44.70%，之后布伦特原油反弹，价格趋于稳定，基本维持在100-120美元/每桶左右的高位区间；2013年石油价格相对趋稳。截至2013年12月底布伦特原油110.80美元/桶。

图2 2008~2013年布伦特原油现货价格



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出现回暖，油价保持高位有利于石油公司增加勘探开发支出，海洋重工装备的景气度有望持续恢复。

3.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。在《2013 年中国城市竞争力蓝皮书》中上海市在城市综合经济竞争力中排名第 3 位，仅次于中国香港和深圳。

2013 年，上海市实现地区生产总值 21602.12 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.7%。2013 年，上海实现工业增加值 7236.69 亿元，比上年增长 6.3%，其中，规模以上工业增加值 6769.64 亿元；全年完成固定资产投资 5647.79 亿元，比上年增长 7.5%，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 77.7%。上海市经济平稳发展，经济质量和产业结构不断优化。

图3 2009~2013年上海市生产总值及增速



资料来源：2013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。2013年，上海市地方财政收入达4109.51亿元，同比增长9.8%。地方财政支出4528.61亿元，同比增长8.2%。

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。

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83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），2012年及2013年，港口机械对公司的收入贡献均超过65%。为了培育新的业绩增长点，公司利用在重型机械制造领域业积累的技术、人才及管理经验等优势进入与港口机械有较高技术相关性的大型钢结构和海洋工程行业。2013年公司依托实际控制人中国交通建设股份有限公司，新开拓投资市场业务，中标南京宁高BT项目。

2013 年公司新签合同额 50.69 亿美元，同比上升 34.07%，其中传统港机市场新签合同额 25.90 亿美元，同比下降 9.95%；海工及钢构新签合同额 15.30 亿美元，同比增长 69.06%；南京宁高 BT 项目新签合同 59.20 亿元人民币。

2013 年，公司实现主营业务收入 229.22 亿元，同比增长 27.98%。2013 年港口机械（集装箱起重机和散货机械）业务销售收入 153.27 亿元，同比增长 8.52%；海上重型设备收入 42.34 亿元，同比增长 45.65%，主要是公司实现海工业务突破，成功销售“振海 1 号”和“振海 2 号”钻井平台；钢结构收入 8.72 亿元，同比增长 36.25%。

从收入构成来看，港口机械（集装箱起重机和散货机械）业务是公司的主要业务，2013 年港口机械、海上重型装备和南京宁高

BT 项目收入占比分别为 66.87%、18.47%和 9.56%。

盈利能力方面，2013 年集装箱起重机毛利率同比上升较大，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基本消化完毕，而新订单受益于钢价的持续下降毛利率较高。2012~2013 年公司整体毛利率有所上升，但盈利能力仍然不高，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，2012 年及 2013 年，公司固定资产计提的折旧分别为 12.06 亿元和 11.66 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。2014 年 1~3 月，钢材价格震荡走低，降低了生产成本，公司产品毛利率较 2013 年底均有所上升，综合毛利率为 13.74%，较去年同期上升 5.83 个百分点。

表1 2012~2014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	2012 年			2013 年			2014 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
集装箱起重机	1066551.11	59.55	8.09	1226447.34	53.50	11.96	279671.00	67.00	16.59
散货机械	345801.12	19.31	3.60	306301.82	13.36	3.59	70988.00	17.00	5.83
海上重型装备	290723.37	16.23	0.59	423416.50	18.47	2.91	4368.00	1.00	9.52
钢结构	64031.09	3.57	-17.05	87232.06	3.80	2.98	20291.00	5.00	4.27
船舶运输	23995.31	1.34	-14.56	29680.69	1.31	4.38	27578.00	7.00	19.25
南京高速 BT 项目	--	--	--	219144.47	9.56	3.33	16926.00	4.00	3.36
合计	1791102.00	100.00	4.80	2292222.90	100.00	7.91	419822.00	100.00	13.74

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，公司面临较严峻的市场形势，海运行业仍处于恢复中，港口机械市场需求不振，但公司在海工业务方面取得突破，并开拓新的BT业务，公司营业收入大幅增长，盈利能力有所增强。

2.港口机械

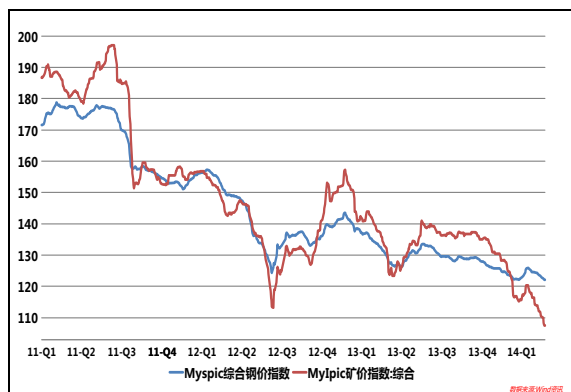
2013年，公司以集装箱起重机和散货机为

代表的港口装卸设备占公司收入的66.87%，是公司主要收入来源。新签合同额25.90亿美元，同比下降9.95%；但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83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。

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1季度，钢材价格延续了震荡走低的态势，3月均价已接近2007年以来的历史低位。总体看，2013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4 2011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83个国家和地区，公司外销收入占主营业务收入的60%以上。2013年前5名销售客户销售金额合计52.49亿元，占销售总额的22.00%，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	2011 年	2012 年	2013 年
中国大陆（外销）*	2.89	5.20	3.81
亚洲（除中国大陆）	27.93	21.26	34.23
美洲	18.14	18.15	17.86
欧洲	6.20	15.36	11.25
非洲	3.67	5.30	3.26
大洋洲	1.35	3.93	1.59
小计	60.18	69.21	72.00
中国大陆	39.82	30.79	28.00
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

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2013年成功销售“振海1号”和“振海2号”钻井平台，在钻井平台业务取得突破。公司生产的钻井平台是中国核心配套件国产化程度最高的钻井平台，填补了中国在钻井平台自主设计、核心配套件等相关领域的技术空白。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。

2013年公司海上重工业务在主营业务收入中占比为18.47%，同比有所上升。海工及钢构新签合同额15.30亿美元，同比增长69.06%。

4. 南京宁高BT项目

跟踪期内，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，开始涉足BT业务，成功中标南京市宁高BT项目，新签合同59.20亿元人民币。

（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。

(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。

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

本项目的投资价差率设为15%，投资价差为5.34亿元，投资价差收益是按照施工进度的年限按月逐步实现。

5. 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3 2013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	2.05 亿元	98%
长兴基地	大车行走轮	0.35 亿元	80%
基地配套	大型机械工程设备	1.70 亿元	95%
合计	--	4.10 亿元	--

资料来源：公司审计报告

八、财务分析

公司提供的2011~2013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2014年一季度财务报表未经审计。

2013年公司新纳入合并范围的主体有2家，分别是ZPMC LANKA COMPANY(PRIVATE) LIMITED和南京宁高新通道建设有限公司；减少合并范围的主体有1家：上海江天实业有限公司。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。

1. 盈利能力

公司2013年实现营业收入232.02亿元，较上年增长27.10%，主要是由于公司集装箱起重业务和海上重型装备业务增长以及收益于南京宁高BT项目的收入确认。2014 年1~3月，公司实现营业收入41.98亿元，较上年同期上升4.12%。

2013年，公司期间费用为20.49亿元，同比增长10.35%，主要系管理费用上升所致。2013年期间费用率8.83%，较上年同期下降1.34个百分点。2013年公司财务费用6.27亿元，比2012年下降7.84%，其中利息支出同比增长14.44%，汇兑收益同比增长104.97%，汇兑收益大幅增长主要是因为：当年人民币对美元升值幅度增加引起汇兑收益的增长。

2013年，公司计提资产减值损失7.86亿元，主要为存货跌价损失3.06亿元、应收款项坏账准备损失3.05亿元以及合同预计损失1.75亿元。

2013年公司实现投资收益8.98亿元，主要系公司将全资子公司上海江天实业有限公司出售给母公司中交股份的8.40亿元股权转让款。

2013年，受益于公司投资收益的大幅增长，公司营业利润亏损幅度较2012年大幅收窄，同期实现利润总额为1.20亿元，实现扭亏为盈全部来自于公司当年营业外收入3.15亿元，公司营业外收入同比大幅增长137.91%，主要来自于公司出售日常自用生产吊装设备“振浮7”4000吨浮吊的非流动资产处置利得。

从盈利指标来看，2013年公司营业利润率为7.19%，较上年上升2.48个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为3.04%和0.91%，较上年同期上升3.26和8.53个百分点。

2014年1~3月，公司实现营业收入41.98亿元，利润总额为0.33亿元，营业利润率13.52%，比2013年提高6.33个百分点。

总体看，公司主营业务盈利能力偏低，盈利对非经常性损益依赖性较大。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金为194.00亿元，与上年同期基本持平；公司购买商品、接受劳务支付的现金175.47亿元，同比增长13.27%，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所致。同期公司实现经营活动产生的现金流量净额9.39亿元，同比下降69.36%。2013年公司现金收入比为83.61%，较2012年下降23.12个百分点，主要由于公司海上重型装备产品和南京宁高BT项目建造周期较长，收入与现金流入的确认时间存在差异所致。

投资活动方面，2013年投资活动现金流入56.65亿元，同比下降23.05%；同期投资活动现金流出83.53亿元，同比增加7.75%，主要是因为公司大量购买银行理财产品，投资支付的现金有所增加。2013年投资活动产生的现金流量净额为-26.88亿元。

筹资活动方面，2013年公司筹资活动现金流入量和流出量分别为298.84亿元和373.40亿元，其中取得借款收到的现金为273.27亿元，偿还债务支付的现金为228.76亿元。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。

2014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44.56亿元和-7.26亿元。2014年1~3月，由于公司购买银行理财产品，投资活动产生的现金流量净额为-44.88亿元；筹资活动产生的现金流量净额为34.96亿元。

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2013年底，公司资产总额491.55亿元，其中流动资产268.80亿元，占比54.68%；非流动资产222.75亿元，占比45.32%。

截至2013年底，公司流动资产268.80亿元，同比增长3.88%。流动资产主要以货币资金、存货、应收账款和已完工尚未结算款为主，分别占比13.08%、22.38%、13.20%和25.17%，其他科目占比相对较小。

截至2013年底，公司货币资金35.16亿元，同比下降34.66%，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2013年底，公司应收账款净额35.49亿元，同比下降4.36%，主要是公司增加了坏账准备的计提所致。从账龄结构看，1年以内占75%；1-2年占10%，计提坏账准备1.02亿元，计提比例为29%；2-3年以上占5%，计提坏账准备0.84亿元，计提比例为44%；3年以上的占10%，计提坏账准备3.35亿元，计提比例为100%。公司应收账款账龄风险较2013年有所加大。从集中度看，前5名客户应收账款占比为

16%，集中度不高。截至2013年底，公司已计提应收账款坏账准备7.29亿元，占应收账款总额的17.04%，计提较为充分。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20.65亿元和3.88亿元。汇率波动可能给公司应收账款带来一定风险。

截至2013年底，公司其他应收款为10.84亿元，同比增长162.36%，主要由于公司出售全资子公司上海江天实业有限公司股权的款项尚未收回所致。

截至2013年底，公司存货账面价值65.19亿元，同比下降17.08%，主要由于年末公司新开工项目的增加导致原材料消耗增加所致。存货中原材料占46.81%，在产品占53.14%。其中原材料及外购零部件、在制品和库存商品分别占51.07%、48.77%和0.17%。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2013年底，公司计提存货跌价准备5.04亿元，存货净额为60.16亿元。

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。受业务量下降，开工项目减少影响，2013年底已完工尚未结算款为67.66亿元，同比增长2.21%。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。2014年3月底，公司已完工尚未结算款69.56亿元，较2013年底增长2.81%。

截至2013年底，公司新增其他流动资产32.03亿元，全部为银行短期理财产品。

截至2013年底，公司非流动资产合计222.75亿元，以固定资产（占比63.21%）、无形资产（占比14.18%）和长期应收款（占比9.96%）为主。

截至2013年底，公司新增长期应收款22.18亿元，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2013年底，公司固定资产原值220.01亿元，其中房屋建筑物占43.18%，生产设备占22.35%，运输工具占30.80%。2013年底，公司对固定资产计提累计折旧11.57亿元，固定资产净值140.80亿元，与上年基本持平。

截至2013年底，公司在建工程账面价值14.78亿元，较上年下降59.97%，主要是南通基地基本建设转入无形资产12.09亿元所致。

截至2013年底，公司无形资产账面价值31.59亿元，较上年增长56.28%，其中土地使用权占98.51%。

截至2014年3月底，公司资产总额540.08亿元，较2013年底增长9.87%，主要是因为其他流动资产的增长。资产构成中，流动资产占58.77%，非流动资产占41.23%，流动资产占比与上年底相比有所提升。截至2014年3月底，公司流动资产较上年年底增长18.09%，主要来自于其他流动资产中公司购买银行短期理财产品的增长。

跟踪期内，应收账款的账龄风险有所加大，同时汇率波动可能给公司应收账款带来一定风险。但总体看，公司资产规模较大，资产构成基本合理，整体资产质量一般。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益为147.14亿元，较2012年底增长2.06%。其中股本占29.84%、资本公积占39.36%、盈余公积占10.33%、未分配利润占12.29%；其中归属于母公司所有者权益占98.62%，少数股东权益占1.38%。截至2014年3月底，公司所有者权益合计147.59亿元，较2013年底增长0.32%，其构成与2012年基本相同。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2013年底，公司负债总额为344.41亿元，其中，流动负债占82.10%，非流动负债占17.90%。负债总额同比增长6.42%，主要系流动负债增长所致，其中短期借款、应付账款和已结算尚未完工款上升对负债总额增长贡献较

大。截至2013年底，短期借款同比增长22.85%，主要是因为新增银行贷款增加；应付账款增长37.98%，主要系公司当年新开工项目的增加使得材料采购相应增加所致。受此因素影响，资产负债率和全部债务资本化比率分别为70.07%和62.89%，分别同比上升0.89和0.26个百分点，长期债务资本化比率为28.66%，同比下降9.40个百分点。公司短期债务增长明显，整体债务负担有所增加。

截至2014年3月底，公司负债总额为392.48亿元，较2013年底增长13.96%，主要是短期借款增加所致；其中，流动负债占84.18%，非流动负债占15.82%。受流动负债增加影响，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为72.67%、28.64%和69.08%，较2013年公司短期债务持续增长，整体债务负担持续增加。

整体看，受流动负债尤其是短期借款大幅增加的影响，公司短期债务增长明显，整体债务负担有所增加。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013年公司流动比率和速动比率分别为95.06%和73.79%，与2012年相比，分别减少16.26和4.91个百分点。经营现金流动负债比由上年的13.19%大幅下降至3.32%。截至2014年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至96.07%和76.66%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，由于2013年公司利润总额由负转正，2013年，公司EBITDA为22.91亿元，同比上升149.37%；EBITDA利息倍数由上年的0.91倍上升至2.14倍，全部债务/EBITDA倍数由上年的26.30倍下降至10.88倍。公司长期偿债指标有所增强，长期偿债能力一般。

目前公司待偿还债券为“11振华MTN1”，额度为38亿元；2013年公司经营活动产生的现金流入量202.73亿元，是待偿还债券“11振华

MTN1”的5.34倍，覆盖程度较好；经营活动产生的现金流量净额为9.39亿元，是待偿还债券“11振华MTN1”的0.25倍，保障程度较弱；截至2014年3月底，公司现金类资产33.89亿元，是待偿还债券“11振华MTN1”的0.89倍，对公司所发债券保障程度尚可。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较强。

截至2014年3月底，公司无对外担保事项。

截至2014年3月底，公司获得授信额度总计951.50亿人民币、17.94亿美元及0.75亿欧元，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。

5. 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）公司无未结清不良信贷记录，公司整体过往债务履约情况良好。

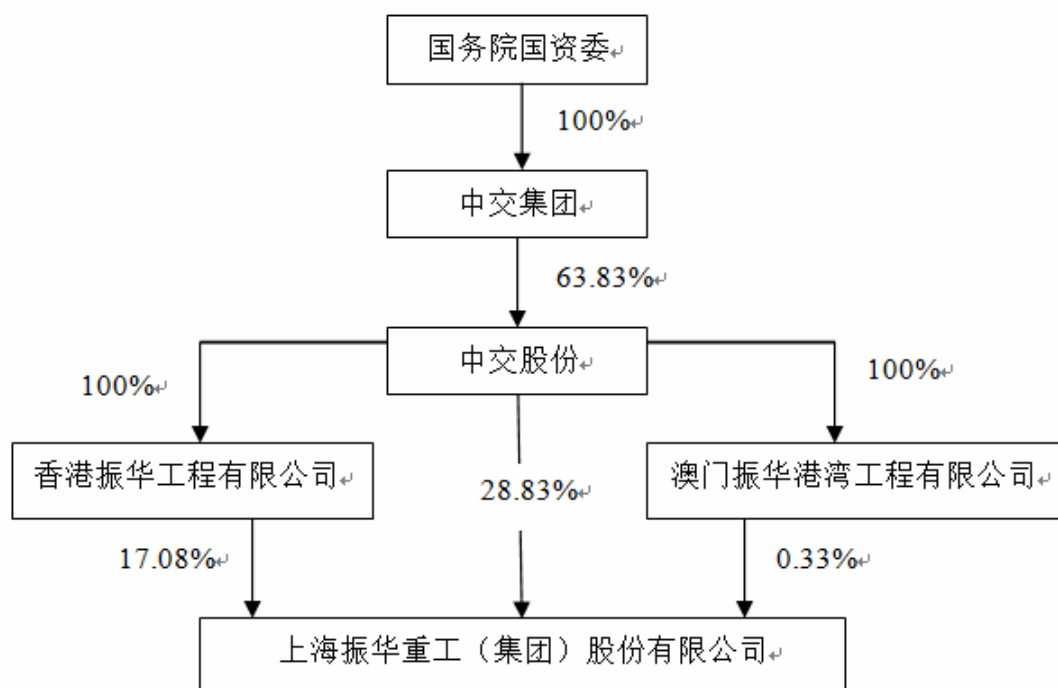
6. 抗风险能力

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。

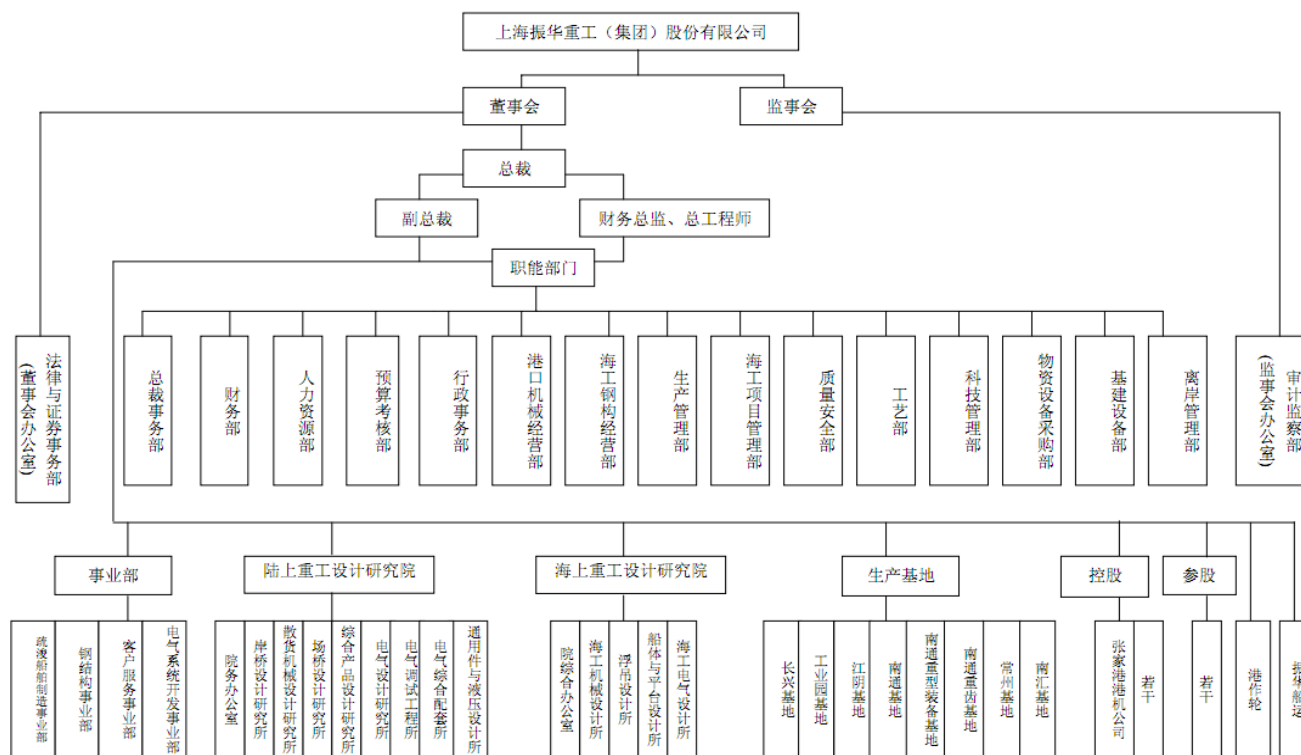
九、结论

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“11振华MTN1”的信用等级为AA⁺。

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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.96	55.22	39.71	33.89
资产总额(亿元)	440.59	467.80	491.55	540.08
所有者权益(亿元)	155.03	144.17	147.14	147.59
短期债务(亿元)	121.88	165.86	202.53	259.79
长期债务(亿元)	110.62	88.58	59.11	59.23
全部债务(亿元)	232.50	254.44	261.64	319.03
营业收入(亿元)	191.29	182.55	232.02	41.98
利润总额(亿元)	0.48	-11.71	1.20	0.33
EBITDA(亿元)	17.57	9.19	22.91	--
经营性净现金流(亿元)	15.42	30.66	9.39	-7.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.93	4.20	6.02	--
存货周转次数(次)	2.94	2.52	3.15	--
总资产周转次数(次)	0.43	0.40	0.48	--
现金收入比(%)	91.21	106.73	83.61	106.13
营业利润率(%)	4.85	4.71	7.19	13.52
总资本收益率(%)	1.95	-0.22	3.04	--
净资产收益率(%)	0.19	-7.62	0.91	--
长期债务资本化比率(%)	41.64	38.06	28.66	28.64
全部债务资本化比率(%)	60.00	63.83	64.01	68.37
资产负债率(%)	64.81	69.18	70.07	72.67
流动比率(%)	129.71	111.32	95.06	96.07
速动比率(%)	93.94	78.70	73.79	76.66
经营现金流动负债比(%)	8.92	13.19	3.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.53	0.91	2.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.23	27.69	11.42	--

注：公司 2014 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
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+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。