

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1087 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“11振华MTN1” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月三十日



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：2015 年 6 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
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
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
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	--
经营现金流动负债比(%)	13.19	3.32	-2.54	--

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

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，公司积极推动产品结构转型，海上重型装备业务有所突破，并且保持了全球港口机械行业龙头地位。跟踪期内，公司收入规模持续增长，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，全球港口机械市场景气度低位徘徊、公司成本控制难度加大、短期债务增长较快、债务负担有所加重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，积极推动产品结构转型，随着大型基地建设陆续完工，公司经营规模有望进一步扩大。

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. 跟踪期内，全球港口机械市场景气度低位徘徊，公司继续保持在港口机械行业的龙头地位。
2. 跟踪期内，公司海工装备市场订单突破攀升，销售三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。
4. 受益于公司规范管理流程、加强费用控制，公司 2014 年营业利润扭亏为盈。

关注

1. 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。
2. 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。

3. 公司短期债务增长明显，整体债务负担加重。

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“11 振华 MTN1”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2014年底,公司总股本为43.90亿元,中交股份直接和间接持有46.24%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2014年底,公司拥有控股子公司32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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%,城镇新增就业1322万,调查失业率稳在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善;全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降;全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

2014年,中国规模以上工业增加值同比增长8.3%;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6.47万亿元,同比增长3.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。具体而言:2014年社会消费品零售总额26.24万亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%);固定资产投资(不含农户)50.20万亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%);对外贸易增速进一步下滑,全年进出口总额26.43万亿元人民币,比上年增长2.3%。其中,出口14.39万亿元,增长4.9%;进口12.04万亿元,下降0.6%;贸易顺差2.35万亿元,扩大45.9%。

2. 政策环境

财政政策方面, 2014年, 中国继续实施积极的财政政策, 适当扩大财政赤字, 保持一定的刺激力度, 同时赤字率保持不变, 体现宏观政策的稳定性和连续性, 促进经济持续健康发展和财政平稳运行。围绕使市场在资源配置中起决定性作用, 加强和改善财政宏观调控, 发挥财政政策促进结构调整的优势, 把实施财政政策同全面深化改革紧密结合起来, 明晰政府和市场的边界, 处理好政府和市场的关系, 着力提高宏观调控水平, 推动经济更有效率、更加公平、更可持续发展。据统计, 2014年全国一般公共财政收入140350亿元, 比上年增长11140亿元, 增长8.6%。全国一般公共财政支出151662亿元, 比上年增长11449亿元, 增长8.2%。其中, 中央本级支出22570亿元, 比上年增长2098亿元, 增长10.2%; 地方财政支出129092亿元, 比上年增长9351亿元, 增长7.8%。

货币政策方面, 2014年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具, 创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。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%, 比年初增加9.78万亿元, 同比多增8900亿元; 全年社会融资规模为16.46万亿元; 12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%, 比年初下降0.42个百分点。

总体来看, 2014年国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中有提质的发展态势, 但国内外环境仍然错综复杂, 经济发展仍面临不少困难和挑战, 2015年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理在政府工作报告指出, 2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP

增长7.0%左右, 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, 进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为2015年经济工作首要任务, 将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础设施建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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。2014年, 航运业、港口码头建设、集装箱运输业竞争仍十分激烈, 但基于增速处于阶段性低谷, 全球海运需求温和增长, 国际航运市场景气度略有改善, 达到2012年以来阶段性高点。受此影响, 港口机械市场需求整体平稳。

2014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, 2014年全球主要港口吞吐量同比增幅仅为4.30%, 较2013年增幅下降0.8个百分点, 2014年全球主要港口延续了2013年的缓慢复苏。

2014年BDI指数下滑徘徊在1000点左右; 2015年2月BDI指数创下历史最低509点。从BDI指数整体看, 航运业仍然难以摆脱不景气状况, 预期2015年下半年行业基本面仍以底部震荡为主。

图1 2012~2015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2014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,2014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,2014年全年干散货海运量为45.11亿DWT,增速为4.2%,较2013年的5.7%有所放缓。国际油运市场方面,受2014年下半年布伦特原油价格暴跌影响,原油运输需求大涨。据克拉克森公司预测,2015年全球铁矿石海运量将增长6.6%,煤炭海运量将增长2.2%,粮食增长0.7%,整个干散货需求增幅为3.8%,为近四年来最低增长幅度。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。

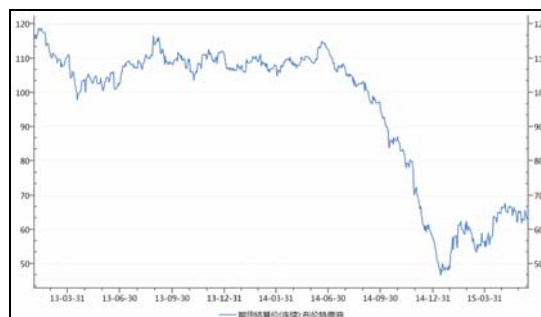
2.海洋重工

2014年,原油价格出现大幅度下降,天然气价格小幅波动,海上油气田开发进入调整期。在役钻井装备及海工船的租金都出现了不同程度的下滑。经历了2011-2013年连续三年的市场高峰后,世界海洋工程装备市场遭遇

“滑铁卢”,2014年海洋工程装备共成交约314亿美元,较2013年下降49%。在自升式平台和海工船等大量成交的带动下,中国市场份额大幅提升,占全球总成交量的38%,坐上全球第一把交椅。

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。2014年,韩国海洋工程装备订单金额共计约40亿美元,占世界市场份额的12.7%,与去年的190亿美元相比,下降了77%,韩国海工装备产业遭遇滑铁卢;新加坡全年的订单成交上主要集中于钻井装备领域,共接获11座钻井装备订单,包括2座钻井船和9座自升式钻井平台,订单金额共计约42亿美元,占世界市场份额的13.4%;中国在自升式平台和海工船等大量成交的带动下,订单总额占全球的38%,坐上全球第一把交椅。

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

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。2014年,原油价格震荡下跌且波动幅度

较大，全年跌幅高达 48%。截至 2015 年 6 月中旬，布伦特原油期货结算价已经降至 62.61 美元/桶。

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一定幅度下滑，油价保持低位导致海工市场出现波动，容量缩小，风险与不确定性大幅提高。

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《2014 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。

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%。2014 年，上海实现工业增加值 7362.84 亿元，比上年增长 4.3%，其中，规模以上工业总产值 32237.19 亿元；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。

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 4585.60 亿元，同比增长 11.6%。地方财政支出 4923.40 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。

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。

公司工艺技术先进，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），2014 年，港口机械占公司收入 63.39%。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。

2014 年公司实现新签合同额 51 亿美元，其中传统港机市场新签合同额 27.54 亿美元，同比上升 6.36%，港机产品继续保持全球领先地位，公司产品进入全球 88 个国家和地区；海工和钢构新签合同额为 18.48 亿美元，同比

增长 20.86%；其他自营及船舶运输等合同 5 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，2014 年港口机械、海工装备钢结构和南京至高淳新通道 BT 项目收入占比分别为 63.39%、23.28%和 11.51%。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，2014 年海上重型装备收入 49.84 亿元，占到营业收入的 19.88%

从收入增长看，2014 年公司实现营业收入 250.69 亿元，同比增长 8.05%。其中，散货机械、海工装备钢结构以及南京至高淳新通道 BT 项目增长较快，其中海上重型装备收入同比增长 17.72%，主要由于公司海工业务有所突破，成功销售 3 座自升式钻井平台；钢结构收入 8.52 亿元，同比减少 2.31%。受航运业景气度低迷影响，公司集装箱起重机收入增长缓慢，船舶运输收入亦有所下滑。

盈利能力方面，2014 年集装箱起重机业务毛利率同比上升 4.5 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。2013~2014 年公司整体毛利率有所上升，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，2013 年及 2014 年，公司固定资产计提的折旧分别为 11.66 亿元和 11.27 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 2013~2015年1-3月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务分类	2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
集装箱起重机	122.64	52.86	11.96	122.95	49.04	16.46	25.94	60.26	12.42

散货机械	30.63	13.20	3.60	35.97	14.35	5.04	2.24	5.20	0.61
海工装备钢结构	51.06	22.01	2.91	58.37	23.28	10.52	10.00	23.23	-4.39
船舶运输	2.97	1.28	4.34	2.68	1.07	30.60			
南京至高淳新通道 “建设移交”项目	21.91	9.45	3.36	28.85	11.51	15.40	0.02	0.06	2.82
其他业务收入	2.79	1.20	-17.18	1.87	0.75	12.71	4.85	11.26	31.00
合计	232.02	100.00	7.61	250.69	100.00	13.44	43.06	100.00	9.98

资料来源：公司提供

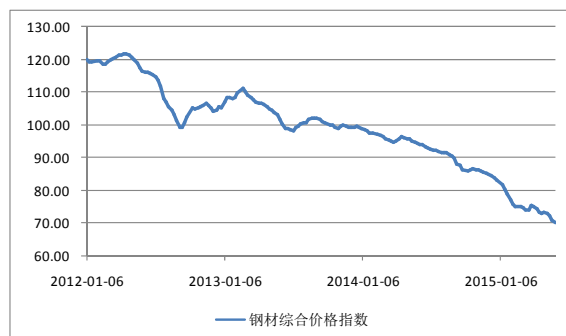
总体来看，跟踪期内，公司收入规模有所增长，2014年公司综合毛利率同比上升5.83个百分点，整体经营情况有所改善。2015年一季度公司综合毛利率较2014年有所下滑，主要系2015年南京BT项目已接近尾声，所以受收入结构及欧元汇率下降的影响，毛利率整体下降。

2. 港口机械

2014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63.39%，是公司主要收入来源。新签合同额27.54亿美元，同比上升6.36%，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88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。

图3 2012年以来钢材价格指数走势



资料来源：Wind 资讯

2014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。2015年一季度，受制于经济增长持续减速，中国钢材产需弱势增长，供大于求

局面依旧，压迫市场价格新的跌落。总体看，2014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。

公司产品销往全球88个国家和地区，公司外销收入占主营业务收入的60%以上。2014年前5名销售客户销售金额合计55.83亿元，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	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。

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，2014年公司钻井平台业务取得突破，成功销售3座JU-2000E自升式钻井平台。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、深水饱和潜水船、自升式钻井平台、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。

2014年公司海上重工业务在主营业务收入中占比为20.03%，同比有所上升。海工及钢构新签合同额18.48亿美元，同比增长20.86%。

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，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。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%。

（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 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	生产装配车间及职工宿舍	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

八、财务分析

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（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2015年一季度财务报表未经审计。

财务数据合并范围变化方面，2014年公司新纳入合并范围的主体1家，为上海振华重工启东海洋工程股份有限公司。总体看，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2014年实现营业收入250.69亿元，较上年增长8.05%，主要是由于公司散货机械业务、海上重型装备业务以及南京至高淳新通道“建设移交”项目增长所致。2015年1~3月，公司实现营业收入43.06亿元，较上年同期上升2.54%。

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年期间费用率11.27%，较上年同期增加2.44个百分点。2014年公司财务费用13.02亿元，比2013年增长107.54%，主要是由于利息支出同比增长60.18%所致。

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1.33亿元以及预计合同损失3.25亿元。

2014年公司实现投资收益3.71亿元，主要系公司处理银行理财产品取得收益2.79亿元。

2014年，受益于公司主营业务收入的快速增长及成本管理能力提升，公司营业利润扭亏为盈，为1.13亿元，同期实现利润总额为1.63亿元，较2013年增长34.94%。2014年，公司营业外收入0.52亿元，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，2014年公司营业利润率为12.93%，较上年上升5.74个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为3.57%和0.99%，较上年同期上升0.93和0.08个百分点。

2015年1~3月，公司实现营业收入43.06亿元，利润总额为0.58亿元，营业利润率9.81%，高于近三年的平均值。

总体看，受益于散货机械业务、海上重型装备业务以及南京至高淳新通道“建设移交”项目的不断增长，公司主营业务盈利能力较2013年相比增强，营业利润实现扭亏为盈，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，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金为185.00亿元，与上年同期下降4.64%；公司购买商品、接受劳务支付的现金180.81亿元，同比增长3.04%，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-8.37亿元。2014年公司现金收入比为73.80%，较2013年下降9.81个百分点，主要系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，2014年投资活动现金流入69.78亿元，同比增长23.18%；同期投资活动现金流出86.61亿元，同比增加3.69%，主要系长期股权投资款和理财产品支出，投资支付的现金有所增加。2014年投资活动产生的现金流量净额为-16.83亿元。

筹资活动方面，2014年公司筹资活动现金流入量和流出量分别为382.71亿元和369.96亿元，其中取得借款收到的现金为344.78亿元，偿还债务支付的现金为308.64亿元。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。

2015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47.65亿元和-14.11亿元。2015年1~3月，由于公司银行理财产品累计收回，投资活动产生

的现金流量净额为32.82亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-15.85亿元。

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2014年底，公司资产总额561.45亿元，其中流动资产273.32亿元，占比48.68%；非流动资产288.14亿元，占比51.32%。

截至2014年底，公司流动资产273.32亿元，同比增长1.68%。流动资产主要以货币资金、存货、已完工尚未结算款和其他流动资产为主，分别占比11.76%、15.70%、28.96%和21.81%。

截至2014年底，公司货币资金32.14亿元，同比下降8.58%，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2014年底，公司应收账款净额36.17亿元，同比增长1.93%，主要是公司主营业务增长所致。从集中度看，前5名客户应收账款占比为21%，集中度不高。截至2014年底，公司已计提应收账款坏账准备8.58亿元，占应收账款总额的19.17%，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。

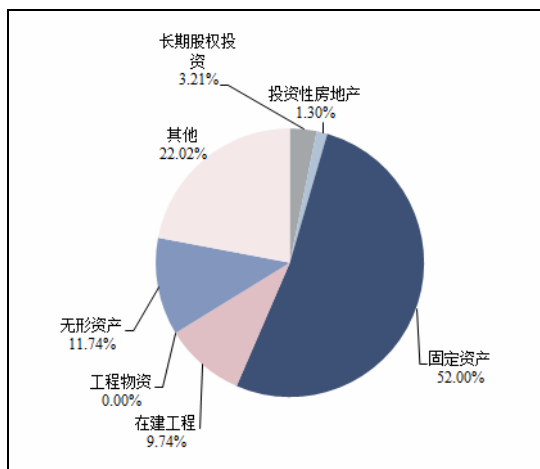
截至2014年底，公司其他应收款为7.20亿元，同比下降33.61%。

截至2014年底，公司存货账面价值42.92亿元，同比下降28.65%，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74.67%，在产品占25.33%。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2014年底，公司计提存货跌价准备5.15亿元，计提较为充分。

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。受业务量上升影响，2014年底已完工尚未结算款为79.15亿元，同比增长16.98%。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，公司新增其他流动资产17.58亿元，全部为银行短期理财产品。

图4 2014年公司非流动资产结构



资料来源：公司年报

截至2014年底，公司非流动资产合计288.14亿元，以固定资产、无形资产和长期应收款为主。

截至2014年底，公司长期应收款53.39亿元，主要系公司承接的南京至高淳新通道项目及宁高城际轨道交通二期项目应收款项。

截至2014年底，公司固定资产原值242.17亿元，其中房屋建筑物占46.48%，机械设备占27.51%，船舶占23.90%。2014年底，公司对固定资产计提累计折旧11.13亿元，固定资产净值149.82亿元，较上年增长6.41%。

截至2014年底，公司在建工程账面价值28.05亿元，较上年增长89.82%，主要系原计划用于销售的大型浮吊船舶变更为自用增加17.46亿元所致。

截至2014年底，公司无形资产账面价值33.83亿元，较上年增长7.07%，其中土地使用

权占98.79%。其中，账面价值为2.79亿元的土地使用权用于抵押借款，占比8.25%。

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%，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44.07%，非流动资产占55.93%，流动资产占比与上年底相比有所下降。截至2015年3月底，公司流动资产较上年底下降16.07%，主要系已完工尚未结算款减少所致。

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2014年底，公司所有者权益为149.61亿元，较上年底增长1.68%。其中实收资本占29.34%、资本公积占37.05%、未分配利润占19.87%；其中归属于母公司所有者权益占98.80%，少数股东权益占1.20%。截至2015年3月底，公司所有者权益合计148.99亿元，较2014年底下滑0.41%，近三年其构成基本相同。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2014年底，公司负债总额为411.84亿元，其中，流动负债343.26亿元，占比83.35%，非流动负债68.58亿元，占比16.65%。负债总额同比增长19.58%，主要系流动负债增长所致，其中短期借款、应付账款和应付票据上升对负债总额增长贡献较大。截至2014年底，短期借款同比增长40.88%，主要是因为新增银行贷款增加；应付账款增长30.02%，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73.35%和67.81%，同比分别上升3.28和3.8个百分点，长期债务资本化比率为29.60%，同比增加0.94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2015年3月底，公司负债总额为371.54亿元，较上年底下降9.79%，主要是应付账款

减少所致；其中，流动负债占80.67%，非流动负债占19.33%。受流动负债减少影响，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71.38%、30.61%和66.45%，较2014年底有所下降。

整体看，跟踪期内，公司短期债务增长较快，整体债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014年公司流动比率和速动比率分别为79.62%和67.12%，与2013年相比，分别减少15.44和6.67个百分点。经营现金流动负债比由上年的3.32%继续下滑至-2.54%。截至2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至76.54%和62.54%。总体看，公司短期债务增长较快，面临一定的短期偿付压力。

从长期偿债指标看，2014年，公司EBITDA为28.86亿元，同比上升25.96%；EBITDA利息倍数由上年的2.14倍下滑至1.86倍，全部债务/EBITDA由上年的11.42倍下降至10.92倍。2012~2014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“11振华MTN1”，额度为38亿元，将于一年内到期；2014年公司经营活动产生的现金流入量193.85亿元，是待偿还债券“11振华MTN1”的5.10倍，覆盖程度较好；经营活动产生的现金流量净额为-8.73亿元，对待偿还债券保障程度很弱；截至2014年底，公司扣除受限资金后的现金类资产21.82亿元，是待偿还债券“11振华MTN1”的0.57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，或有负债风险较低。

表 4 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, 其中尚未使用额度为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。

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。

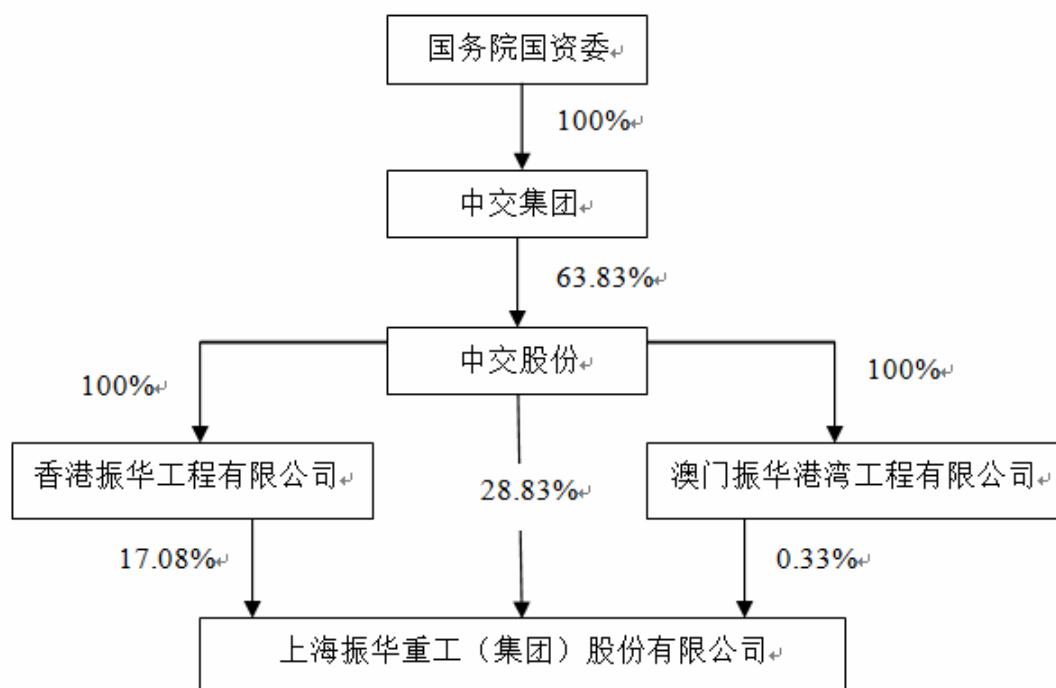
6. 抗风险能力

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。

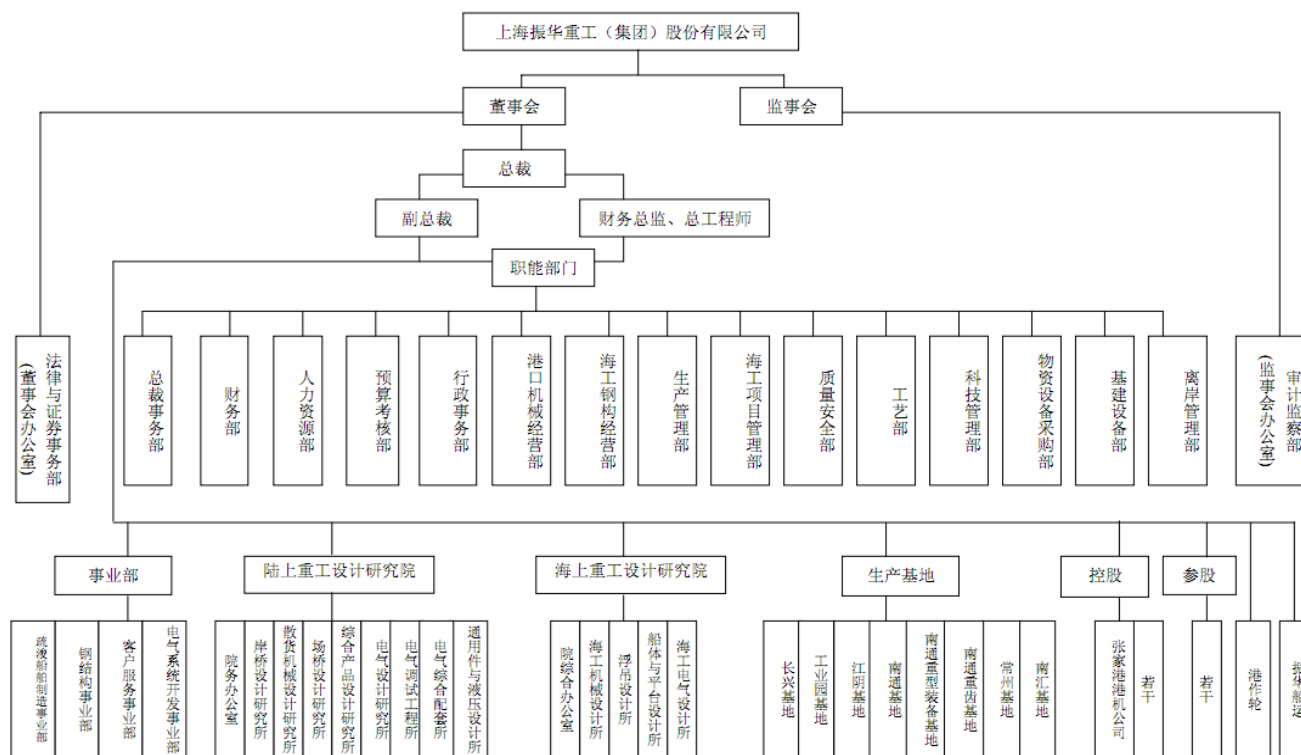
九、结论

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	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	2.95	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
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。