

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1339 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将江苏熔盛重工有限公司主体长期信用等级由AA⁻调整为BBB，维持评级展望为负面，并将“12熔盛MTN1”信用等级由AA⁻调整为BBB。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十四日



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>

江苏熔盛重工有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB 评级展望: 负面
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 熔盛 MTN1	20 亿元	2012/3/29-2015/3/29	BBB	AA ⁻

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	37.81	20.66	1.16	2.50
资产总额(亿元)	453.61	449.23	349.90	360.77
所有者权益(亿元)	119.96	119.96	51.66	48.54
短期债务(亿元)	171.90	159.01	114.98	129.88
全部债务(亿元)	254.53	246.28	202.01	210.49
营业收入(亿元)	159.52	81.44	13.67	3.36
利润总额(亿元)	24.65	-0.35	-69.44	-3.12
EBITDA(亿元)	34.19	10.41	-57.05	--
经营性净现金流(亿元)	-12.94	8.75	-6.06	-7.53
营业利润率(%)	18.12	3.03	-148.96	-15.30
净资产收益率(%)	17.72	-0.34	-132.61	--
资产负债率(%)	73.55	73.30	85.24	86.54
全部债务资本化比率(%)	67.97	67.25	79.63	81.26
流动比率(%)	108.03	101.33	65.97	65.20
全部债务/EBITDA(倍)	7.44	23.66	-3.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.26	1.11	-6.43	--

经营现金流动负债比率(%) -5.16 3.61 -2.87 --
注: 1、2014 年一季度财务数据未经审计; 2、普华永道中天会计师事务所对 2013 年的审计报告出具了无法表示意见的审计结论;
3、计算长期债务及相关债务指标时已包括计入长期应付款中的融资租赁款; 4、现金类资产已剔除受限制现金类资产。

分析师

丁伟 李小建
lianhe@lhratings.com

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 17 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 受造船行业景气度低迷影响, 江苏熔盛重工有限公司 (以下简称“公司”) 造船完工量大幅下降, 同时与船东重新协商船舶价格导致收入规模大幅下降, 经营巨额亏损, 所有者权益持续下降, 经营状况恶化; 受银行紧缩信贷规模和回款质量下降等影响, 货币资金规模下降较快, 公司流动性压力凸显; 公司债务负担处于高位并持续加重, 偿债能力大幅削弱。普华永道中天会计师事务所对 2013 年的审计报告出具了无法表示意见的审计结论。

经江苏省政府协调, 公司已与江苏省内十余家主要商业往来银行签署银团框架协议, 采取延长债务偿还期限等措施努力稳定生产经营, 但公司运营资金压力依然存在, 同时债务负担重、传统造船业务盈利能力弱等情况短期内难以得到有效改善。联合资信对公司的评级展望为负面。

综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级由 AA⁻ 调整为 BBB, 维持评级展望为负面, 并将“12 熔盛 MTN1”信用等级由 AA⁻ 调整为 BBB。

优势

1. 公司作为国内领先的民营大型造船企业之一, 生产能力突出, 技术优势明显。

关注

1. 受造船市场低迷影响, 跟踪期内, 公司经营恶化, 收入大幅下降, 经营巨额亏损。
2. 跟踪期内, 公司货币资金大幅下降, 运营资金压力增大。
3. 跟踪期内, 公司对应收账款及其他应收款等进行大额拨备。
4. 公司债务规模大, 债务负担持续加重; 短期债务占比较高, 债务偿还压力大。

5. 公司已与各家银行签署银团框架协议，缓解当前的流动性压力，联合资信将持续关注上述措施对改善公司实际经营环境有效性。
6. 公司流动资产中存货规模大，且存货变现能力受到一定限制，公司资产流动性较差。
7. 公司获得政府补贴收入大幅下降。
8. 普华永道中天会计师事务所对2013年的审计报告出具了无法表示意见的审计结论。

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）与江苏熔盛重工有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江苏熔盛重工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，未因江苏熔盛重工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江苏熔盛重工有限公司提供，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江苏熔盛重工有限公司主体长期信用及“12 熔盛 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

江苏熔盛重工有限公司（以下简称“公司”）前身是成立于 2006 年 6 月 8 日的富宏伟业（江苏）物流有限公司，2007 年 6 月更名为江苏熔焊钢结构有限公司，2007 年 11 月更为现称，公司是由香港运宝集团有限公司（以下简称“运宝集团”）出资，注册资本 29700 万美元，实收资本 24499.996 万美元，2009 年 12 月 20 日江苏熔盛工程机械集团有限公司（以后更名为“江苏熔盛投资集团有限公司”）与运宝集团签署了合资意向书，同意成立合资公司，合资后，公司注册资本 31200 万美元，2010 年 11 月，运宝集团以 29900 万美元出资，增加公司注册资本，公司注册资本变更为 61100 万美元，其中运宝集团持股 97.55%，江苏熔盛投资集团有限公司持股 2.45%。2012 年 6 月，运宝集团及熔盛投资分别以公司 2012 年利润分配所得 8783 万美元和 217 万美元增资，公司注册资本增至 70100 万美元。2013 年，江苏熔盛投资集团有限公司更名为江苏旭明投资集团有限公司以下简称“旭明投资”。2014 年 6 月，运宝集团以美元现汇增资 9900 万美元，于公司营业执照变更之日起两年内缴清，公司注册资本增至 80000 万美元。2014 年 7 月 2 日，上会会计师事务所（特殊普通合伙）江苏分所出具验资报告（报告编号：上会师苏报字[2014]1362 号），截至 2014 年 6 月 30 日，公司已收到运宝集团出资的 6499.9994 万美元。增资后，运宝集团持股 97.85%，旭明投资持股 2.15%。公司为合资企业，第一大股东为张志熔先生。

公司经营范围：生产船舶、海洋工程及建筑用钢结构，销售自产产品；从事船舶、海洋

工程技术服务、总包和委托加工及进出口贸易业务（不含进口商品分销业务）。目前公司实际主营业务为建造船舶、海洋工程设备及从事进出口贸易业务。

公司内设总裁办公室、经济运行部、监察审计室、合同法务部、财务管理部、研究院、人力资源部、物流部、配板事业部、钢结构事业部、结构工程事业部、机电工程事业部、涂装事业部等 33 个部门。

截至 2013 年底，公司资产总额为 349.90 亿元，所有者权益合计 51.66 亿元；2013 年公司实现营业收入 13.67 亿元，利润总额为-69.44 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 360.77 亿元，所有者权益合计 48.54 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 3.36 亿元，利润总额为-3.12 亿元。

公司注册地址：江苏省如皋市长江镇（如皋港）疏港路 1 号；法定代表人：陈强。

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，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，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，贷款基准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 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97

万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 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经[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

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

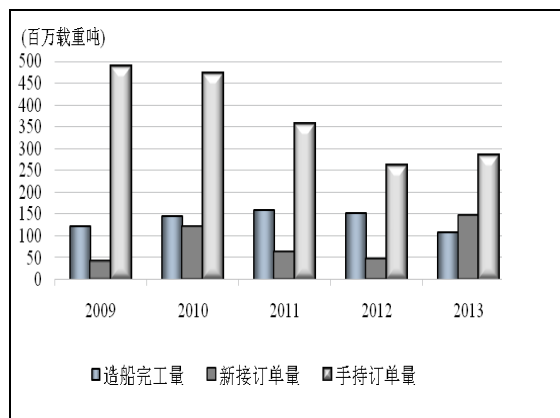
1. 船舶制造行业概况

受2008年金融危机及随后的欧洲主权债务危机的影响，国际航运市场持续低迷，进而导致造船市场需求急剧下滑，产能过剩局面日益显现。根据英国克拉克松研究公司（Clarkson）的统计（见图1），2011年以来，全球新接订单量大幅下滑，全球造船市场景气度持续低迷。

同时，船舶融资市场持续紧缩，融资成本不断提高，另一方面竞争加剧导致新船价格持续下滑，导致造船企业经营风险日益加大。

2013年，受益于全球经济缓慢复苏，国际航运市场开始企稳回升，下半年新船订单大幅增长，同时新船价格也有所回升。从指标上看，2013年全球新船订单量为144.77百万载重吨，同比大幅增长218.32%。2013年，全球造船完工量为107.57百万载重吨，同比下滑29.30%；新增订单的增长导致手持订单量增至284.30百万载重吨，同比增长9.10%。

图1 世界造船三项指标



资料来源：Clarkson Research Service

据Clarksons统计，2013年全球新船订单量为2257艘，其中散货船新船订单共有955艘，同比增长158%，是新造船市场复苏的主导力量。

2014年1~3月，全球新接订单量为35.14百万载重吨，同比增长70.75%；造船完工量为25.22百万载重吨，同比下降20.74%；手持订单量为298.93百万载重吨，同比增长21.77%。新船价格保持上涨的态势。

总体看，2013年下半年以来，航运市场企稳回升，新船订单量大幅回升，新船价格持续提升，全球造船市场景气度有所回升，但造船行业产能过剩局面依旧存在。

2. 竞争格局

世界造船企业竞争格局

目前世界造船市场呈现中、日、韩三国鼎立的局面。从表 1 可以看出，以载重吨为统计指标，中国在完工量、新接订单量及手持订单量方面处于全球第一的地位，韩国和日本紧随其后。新接订单量方面，中国船企新接订单量为 68.84 百万载重吨，占世界新接订单总量的 47.6%；韩国船企承接订单量 44.19 百万载重吨，占世界新接订单总量的 30.5%；日本船企新接订单 22.60 百万载重，占世界新接订单总量 15.6%。从手持订单量看，中、韩、日三国手持订单量分别占世界手持订单总量的 45.8%、26.9%和 19.1%。从造船完工量看，中、韩、日三国造船完工量分别占世界完工总量的 40.3%、31.0%和 22.9%。

表 1 2013 年世界三大造船指标比较

指标/国家	世界	中国	韩国	日本
完工量	百万吨	107.57	43.35	33.36
	占比 (%)	100.00	40.3	31.0
新接订单量	百万吨	144.77	68.84	44.19
	占比 (%)	100.00	47.6	30.5
手持订单量	百万吨	284.30	130.10	76.41
	占比 (%)	100.00	45.8	26.9

资料来源：Clarkson Research Service

注：单位吨为载重吨

尽管中国造船行业在载重吨统计指标上处于世界第一的位置，但在订单金额、技术含量、船舶附加值方面，韩国在与中、日竞争中处于领先地位。韩国的现代重工、三星重工、大宇造船等大型船企着重开发生产高附加值的深海石油气勘探船、浮式储油船、液化天然气 (LNG) 运输船和液化石油气 (LPG) 运输船等。而中国造船企业依旧在散货船和集装箱等传统船舶领域进行价格竞争，在技术上落后于韩国和日本。

中国造船企业竞争格局

目前国内造船企业主要分为中船集团、中国船舶重工集团公司（以下简称“中船重工”）和地方船厂三方。中船重工下属子公司大连船

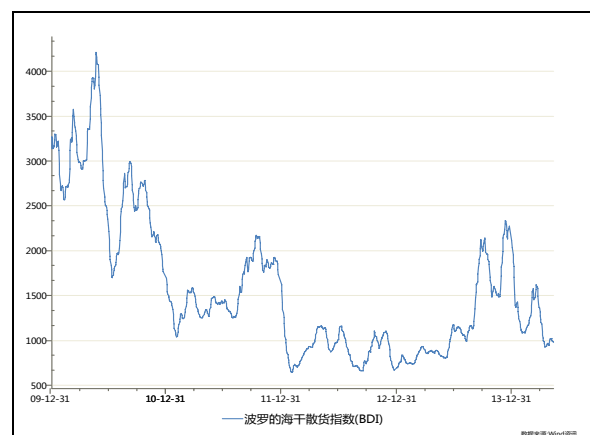
舶重工集团有限公司、渤海船舶重工有限责任公司和中船工业下属子公司上海外高桥造船有限公司、沪东中华造船有限公司等几家公司占据船舶制造市场主导地位。而地方船厂受益于金融危机前的全球航运的需求增长发展迅速，凭借经营灵活和低成本等优势获取较大份额的新船订单。目前规模较大的地方船厂有江苏新世纪造船股份有限公司、江苏扬子江船厂有限公司、江苏熔盛重工集团有限公司及金海重工股份有限公司。

3. 行业关注

国际航运市场运力过剩

影响全球船舶制造业行业周期的直接因素是国际航运市场运费水平，一般的周期循环模式为“航运市场复苏（低迷）-新船订单量增长（减少）-新船价格水平上升（下降）”。从图 2 波罗的海干散货指数 (BDI) 可以看出，金融危机爆发以后，全球宏观经济低迷，国际航运运费价格大幅下跌，航运市场运力过剩局面逐步显现。2012 年国际航运运费逐步筑底企稳，受益于全球宏观经济的复苏，2013 年波罗的海干散货指数 (BDI) 大幅增长，从 2012 年初的最低点 647 点，2013 年 12 月 24 日已攀升至 2277 点。但 2014 年一季度，波罗的海干散货指数 (BDI) 持续下跌，截至 2014 年 3 月 31 日，BDI 指数已跌至 1362 点。航运市场运力仍处在存量过剩的局面。

图2 波罗的海干散货指数 (BDI)



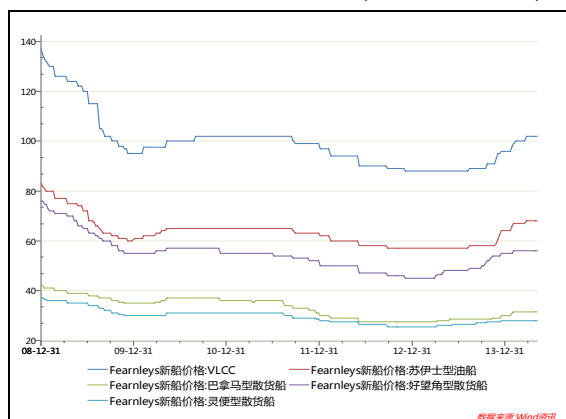
资料来源：Wind 资讯

新船价格大幅波动，目前处于复苏状态

根据挪威船舶经纪公司 Fearnleys 数据统计，受金融危机导致全球经济低迷的影响，新船价格在 2009 年大幅下滑，2010 年新船价格有所回升，但 2011 年新船价格继续大幅下挫，各船型新船价格下跌均在 5% 以上，从 2012 年下半年全球新船价格有所企稳。2013 年下半年以来，随着 BDI 指数的回升及新船订单的增加，截至 2014 年 3 月底，各船型价格较 2013 年年初均增长 10% 以上，其中好望角型散货船价格增长较快，较 2013 年初增长 24.44%。新船价格的回升一定程度上缓解了造船企业的经营压力，但航运市场仍处在运力过剩的局面，新船价格的未来进一步回升有待关注。

图 3 近几年全球新船价格情况

(单位：百万美元)



资料来源：Wind 资讯

船舶融资供给缩减，融资成本上升

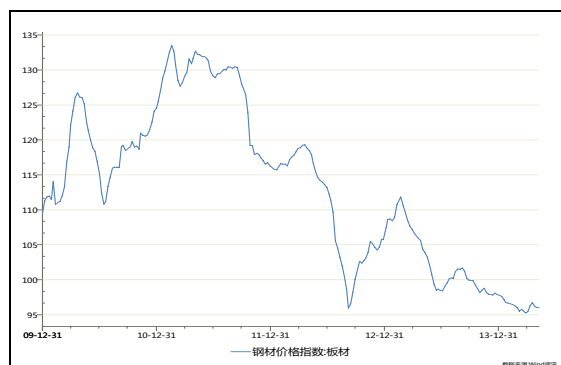
造船行业是资金密集型产业，对银行资金的依赖程度很高。在 2011 年欧洲主权债务危机前，船东付款方式一般分 5 期，每期付款 20%。2011 年下半年，欧洲主权债务危机影响开始显现，国际航运市场持续低迷，欧洲传统航运融资银行大幅收紧了航运融资业务，船东付款方式开始出现变化，一般交船期仅付 30% 预付款，剩余 70% 在交船后付款，同时由于船价大幅下跌，船东弃船现象时有发生，造船企业经营日益困难。在造船行业低迷期，各家银行开始严格控制造船行业贷款风险，信贷规模有所缩减，

尤其民营企业融资较为困难，同时融资成本上升导致造船企业利润水平进一步下滑。

钢材价格波动影响造船企业经营成本

钢材是船舶制造中重要的原材料之一，占造船成本的 30% 左右。受国内宏观经济增速放缓，钢铁行业持续低迷，钢材价格呈波动下降的态势。钢材指数由 2011 年年中 130.41 点逐渐下滑至 2012 年 9 月 95.95 点，之后钢材价格指数短暂有所回升，但随后继续下滑，截至 2014 年 3 月底，钢材价格指数为 95.26 点，仍处在历史低位的水平，钢材价格的下滑有利于企业的成本控制。

图 4 近期钢材指数



资料来源：Wind 资讯

4. 行业政策

2013 年 10 月，国务院发布了《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，其中指出要调整优化船舶产品结构，加大出口船舶信贷金融扶持，鼓励有实力的企业建立海外销售服务基地。提高满足国际新规范、新公约、新标准的船舶产品研发和建造能力；鼓励现有造船产能向海洋工程装备领域转移，支持中小企业转型转产，提升高端产能比重；提高行业准入标准，对达不到准入条件和一年以上未承接新船订单的船舶企业实施差别化政策；支持企业兼并重组，提高产业集中度。

2013 年 11 月，工信部发布《船舶行业规范条件》，旨在进一步加强船舶行业管理，化解产能过剩矛盾，加快结构调整，提升技术水平，促进转型升级，引导船舶工业持续健康发展。

2013 年 12 月，交通运输部公布了老旧运输船舶和单壳油轮提前报废更新实施方案，根据不同船舶类型、提前报废年限，中央财政安排专项资金按 1500 元/总吨的基准对报废更新的船舶给予补助，补助资金按各 50%的比例分别在完成拆船和造船后分两次发放。国家通过经济政策鼓励报废更新，有助于改善需求结构，稳定船舶生产。

2012 年 3 月，工信部发布《船舶工业“十二五”发展规划》，《船舶工业“十二五”发展规划》指出，①发展目标方面：中国船舶工业科技综合实力跃居世界前列。主流船型综合竞争力显著提升，形成 50 个以上满足最新国际规范要求、引领国际市场需求的知名品牌产品。具备主要高新技术船舶和深水海洋工程装备的设计能力，全面突破高技术船舶的关键技术，海洋工程装备制造设计制造能力进入世界前列。②产业结构优化升级方面：环渤海湾、长江三角洲和珠江三角洲造船基地成为世界级造船基地，前 10 家造船企业造船完工量占全国总量的 70%以上，进入世界造船前十强企业达到 5 家以上。③效率效益方面：工业增加值率较“十一五”末提高 3 个百分点，全员劳动生产率年均提高 15%。船舶工业全面建立现代造船模式，数字化造船能力明显提高。骨干企业造船效率达到 15 工时/修正总吨，典型船舶建造周期达到世界先进水平，基本实现造船总装化、管理精细化、信息集成化和生产安全化。骨干企业平均钢材一次利用率达到 90%以上；规模以上企业单位工业增加值能耗下降 20%。④配套方面：船舶配套业销售收入达到 3000 亿元，船舶动力和甲板机械领域形成 5-10 家销售收入超百亿元的综合集成供应商。主要船用设备制造技术达到世界先进水平，平均装船率达到 80%以上，形成一批具有知识产权的国际知名品牌产品，品牌船用设备装船率达到 30%以上。在船舶自动化和系统集成等方面取得重要突破。

总体看，国内造船行业产能过剩问题严重，《船舶工业“十二五”发展规划》、《国务院关

于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》及《船舶行业规范条件》等政策的公布，均为解决船舶制造业的产能过剩问题，同时调整船舶制造业的产业结构，推动附加值较高的船舶产品发展。

5. 未来发展

全球造船行业景气度有所回升，但仍处于较低水平，行业面临结构调整。中国造船业在承受着风险的同时，也面临着一定的发展机遇。全球造船业的整体下滑将促进中国造船业的结构调整和生产技术的更新换代。

近几年，海洋资源开发受到各国政府的重视，海洋工程设备需求快速增长，海上油气田的勘探、开采设备及特种船舶是主要的需求产品。2012 年，全球海洋工程装备市场订单金额达 690 亿美元，同比增长 130%，2013 年 1~6 月，全球海工装备制造市场订单额已达 330 亿美元，同比增长 22.22%。海洋工程装备制造业被列入“十二五”新兴产业规划，是未来国家政策支持及鼓励的重点产业，中国大型船舶企业都在积极进行转型扩张，提高海工装备业在业务结构中的比例。但值得关注的是，随着越来越多造船企业进入海洋工程装备制造领域，同时韩国日本造船企业的该领域的技术研发能力优于国内企业，该领域竞争压力会日益加大。

五、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2014 年 3 月底，公司注册资本 70100 万美元，其中运宝集团持股 97.55%，旭明投资持股 2.45%。公司为合资企业，第一大股东为张志熔先生。

2. 公司规模

公司造船厂目前面积约为 400 万平方米（厂区设计面积约为 700 万平方米），拥有 3058 米长江岸线，是经国家发改委准建设的国家级装备制造基地；公司拥有舾装码头 5 座、材料

码头 2 座；公司拥有年产 800 万载重吨的造船生产能力，居于国内单体企业之首，船坞配备 900 吨龙门吊 6 座、1600 吨龙门吊 1 座，码头配备 32 吨至 45 吨吊机十座，同时配备了板预处理、切割加工、部件工厂、平面分段流水线、曲面分段装焊工场、管子制造工场、涂装工场等相应的现代化的设施和设备。

目前公司已成功进入散货船、油轮、集装箱船和海洋工程等四大船型。截至 2013 年底，公司手持订单包括 94 艘船舶，总载重吨为 1211.3 万载重，包括 18 艘 6.4 万载重吨散货船、28 艘巴拿马型散货船、2 艘好望角型散货船、13 艘超大型矿砂船、1 艘巴拿马型穿梭油轮、23 艘苏伊士油轮、2 艘超大型油轮、1 艘 6500 标箱集装箱船及 6 艘 7000 标箱集装箱船。同时，公司建造的船舶符合 GL、LR、BV、CCS、ABS 等世界著名船级社建造标准。

综合看，公司是中国大型造船企业之一，硬件设施齐备，具有一定综合竞争力。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高管层等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2013 年，公司仅实现营业收入 13.67 亿元，同比大幅下降 83.21%，主要由于受航运及造船市场低迷影响，船价下跌导致船东按期接船意愿下降，在船的制作、交付、报验过程中采取一些措施（如加大各完工节点的检验力度）使交船期限推迟，船东与公司针对前期所签订的合同重新商定价格，新商定船价降低，审计报告中冲减营业收入 8.59 亿元。同时，2013 年上半年银行收紧信贷规模导致公司运营资金出现较大压力，导致造船进度放缓，受上述因素影响，公司当期确认收入的完工量大幅下降，2013 年完工量为 230.4 万载重吨，同比下降

41.36%。

毛利率方面，受船价较低、新商定船价下降、交船期限推延导致船坞占用及人工成本上升等多重因素影响，2013 年公司造船业务毛利率大幅下降至-171.88%，公司整体营业毛利率由 2012 年 3.12%下降至-148.63%。同时，由于延期交付船舶，2013 年公司管理费用中计提延期交船罚金 4.07 亿元，经营亏损进一步扩大。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.36 亿元，占 2013 年全年的 24.58%，毛利率为-15.28%，其中造船业务毛利率有所回升，但仍处于亏损状态，为-13.15%。

总体看，跟踪期内，受全球航运以及造船行业低迷、船东接船意愿不强及流动性压力增大等因素影响，公司造船完工量下降，收入大幅下降，盈利能力恶化。

表 3 公司收入和毛利率情况

项目	收入（亿元）			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
主营业务	156.93	77.00	13.04	3.17
-销售造船合同产品	156.00	75.12	11.74	2.73
-销售发动机产品	0.93	1.88	1.30	0.17
其他业务	2.59	4.44	0.63	0.19
-销售废料	2.59	4.44	0.63	0.15
合计	159.52	81.44	13.67	3.36
项目	毛利率（%）			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
主营业务	17.16	0.83	-158.34	-17.23
-销售造船合同产品	17.34	1.68	-171.88	-13.15
-销售发动机产品	-12.90	-32.69	-36.41	-47.74
其他业务	90.45	42.85	52.85	17.71
-销售废料	90.45	42.85	52.85	-0.75
合计	18.35	3.12	-148.63	-15.28

资料来源：公司提供

从公司经营指标看，2013 年，公司实现完工量 230.4 万载重吨，同比下降 41.36%，交付 9 艘散货船，较 2012 年交付船舶数量（22 艘）大

幅下降；2013年下半年，国际航运市场开始企稳回升，造船行业新船订单大幅增长，同时新船价格也有所回升。公司新接订单23艘，合计230万载重吨，较2012年全年大幅提升（新接订单为意愿订单，可能由于无法出具预付款保函而取消）。

截至2013年底，公司手持订单包括94艘船舶，总载重吨为1211.3万载重，包括18艘6.4万载重吨散货船、28艘巴拿马型散货船、2艘好望

角型散货船、13艘超大型矿砂船、1艘巴拿马型穿梭油轮、23艘苏伊士油轮、2艘超大型油轮、1艘6500标箱集装箱船及6艘7000标箱集装箱船。根据签订的合同，订单内所有船舶将于2014年至2016年期间交付。2014年1~3月，公司造船完工量为15.2万载重吨，为2013年全年完工量的6.60%，交付2艘船舶，无新接订单。

表4 公司主要经营指标（单位：万载重吨）

指标	2011年	2012年	2013年	14年1~3月
完工量（万载重吨）	357.8	392.9	230.4	15.2
完工船舶数量（艘）	15	22	9	2
其中：散货船（艘）	8	19	9	2
油轮（艘）	7	1	-	-
集装箱船（艘）	--	1	-	-
海工船	--	1	-	-
新接订单（万载重吨）	456.2	15.2	230	-
新接订单金额（亿美元）	18.1	1.78	7.28	-
新接船舶数量（艘）	39	3	23	-
手持订单（万载重吨）	1684.4	1299.1	1211.3	1196.1
手持船舶数量（艘）	111	91+1（海工船）	94	92

资料来源：公司提供

注：2013年手持订单数不等于2012年手持订单量-2013年完工量+2013年新接订单量，该差异主要由于手持订单量统计为意愿订单量，存在较小部分订单取消情况

在销售结算上，结算方式及预付款比例变化不大，船厂只能获得20%-40%的预付款，剩余款项在交船后支付，船厂资金压力仍然较大。

从公司钢材采购情况看，跟踪期内，由于公司新开工规模的减小（公司钢材采购一般在开工前6个月左右）及流动性压力，2013年，公司缩减采购规模，消耗库存钢材为主，仅采购钢材2.36万吨，采购均价为4224元/吨。

表5 公司钢材采购量和均价

年 度	采购量（万吨）	均价（元/吨）
2011 年	64.92	5237
2012 年	73.82	4668
2013 年	2.36	4224
2014 年 1-3 月	-	-

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受航运市场低迷、船价下降、船东接船意愿不强及流动性压力等问

题影响，公司造船完工量及交船数量大幅下降，从而导致收入下降，经营恶化。

2. 未来发展

在建工程方面，截至2013年底，公司在建项目主要有熔盛重工一至四期工程、熔安动力工程和熔盛重工船坞工程改扩建项目，项目总投资93.22亿元，其中自有资金和银行贷款各占50%，截至2014年3月底，上述项目已投入65.43亿元，由于目前公司流动性压力较大，公司将控制资本性支出。

为改善公司的流动性及财务状况，公司在积极采取多种措施，包括发行可换股债券及向大股东获取财务支持。公司已经与江苏省内十余家主要商业往来银行达成银团框架协议，成立债权优化银团，延长偿还期限，以帮助公司

稳定生产经营。

根据苏金融办函[2014]11号,经江苏省金融办、江苏银监局、南通市政府和如皋市政府多次协调,明确由中国银行江苏分行、进出口银行江苏省分行、民生银行上海分行牵头,成立债务优化银团,帮助江苏熔盛走出流动困境,主要内容为:维持2013年8月31日授信余额在2015年年底不再缩减(约204亿元),不采取清收措施,不进入不良贷款科目;在银团存续期间,如有为江苏熔盛发行中期票据、发行信托等到期必须对外偿还兑付的、以续贷周转资金池偿还,不足部分再由企业偿还;同时,如皋市政府和大股东筹集10亿元作为续贷周转资金注入续贷周转资金池,帮助各银行到期的可续贷授信业务周转续贷;江苏熔盛主要股东应积极增资增信,筹集20亿元经营资金注入生产资金池。截至目前,各方已逐步在协议框架下进行续贷等工作。

此外,公司将通过优化人力资源、下调管理层薪酬,与主要供应商建立战略协作关系以降低成本,以及重新设计及推行以财务管理为中心的营运流程,推行全面而严格的成本控制。鉴于造船市场的复苏态势,公司将全力进行市场营销争取新订单,以及现有的手持订单上争取更好的付款条件及订单价格。

总体看,公司在积极地采取多种措施缓当前的流动性压力,改善财务水平。联合资信将持续关注上述措施的对改善公司实际经营环境有效性。

八、财务分析

公司提供的2012年和2013年财务报表经普华永道中天会计师事务所有限公司审计。普华永道中天会计师事务所对2012年的审计报告出具了标准无保留意见的审计结论。

联合资信关注到,2012年7月,公司对固定资产折旧年限进行调整,2012年因会计政策变更相应减少公司固定资产折旧额0.36亿元,

固定资产折旧年限调整对改善公司账面利润有提升作用。

普华永道中天会计师事务所对2013年的审计报告出具了无法表示意见的审计结论。作出如下说明:2013年度,江苏熔盛重工及其子公司发生了总额为人民币68.51亿元的净亏损,当年净经营现金流出约为6.06亿元,于2013年12月31日,江苏熔盛重工集团的流动负债超过流动资产为人民币71.88亿元。该报表是在持续经营的假设基础上编制,该编制基础是基于江苏熔盛重工董事已积极采取措施以改善江苏熔盛重工集团的流行性及财务状况,而该等措施的实施结果取决于多个不确定事项,包括银行融资可能性、与银行成功协商展期或续借现有银行贷款、获取其他融资来源的可能性(股东的财务支持)、最终母公司中国熔盛重工集团控股有限公司已发行或将发行可转换债券持有者是否会在股票市价跌至某一水准,行使提早赎回权要求中国熔盛重工集团控股有限公司赎回该可转换债券及熔盛重工能否能其经营活动产生足够的现金流。

由于不确定事项之间可能存在相互影响以及可能对财务报表产生累计影响,普华永道中天会计师事务所无法获取充分、适当的审计依据以为发表审计提供基础,因此不对江苏熔盛重工的财务报表发表审计意见。联合资信无法依据现有的财务报表进行具体分析。

截至2014年3月底,公司共获各家银行授信额度人民币410.23亿元,尚未使用额度139.10亿元。联合资信关注到,公司获得授信额度较2013年3月底大幅下降57.92%,公司间接融资渠道大幅缩窄。

总体看,作为国内民营大型造船企业,公司生产能力强,但受造船行业景气度影响,2013年公司造船完工量大幅下降,经营巨额亏损,所有者权益持续下降,经营状况恶化;同时公司运营资金压力大,债务负担呈加重趋势。总体看,跟踪期内,公司抗风险能力显著减弱。

九、存续期债券偿还能力

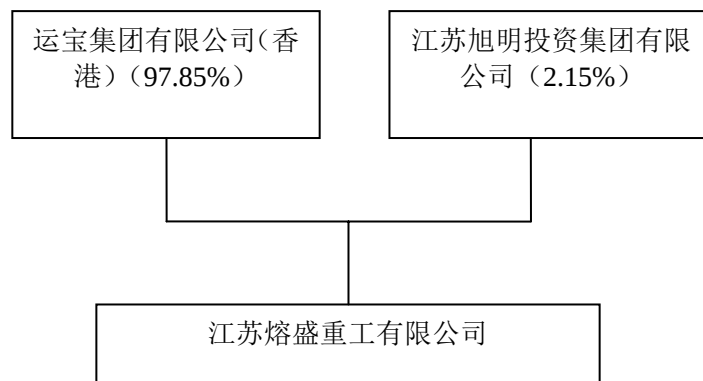
公司存续期债券为“12熔盛MTN1”，待偿还本金20亿元，将于2015年3月29日到期兑付。截至2014年3月底，公司现金类资产（货币资金+交易性金融资产+应收票据-受限制现金类资产）为2.50亿元，为“12熔盛MTN1”待偿还本金的0.13倍。2013年，公司经营活动产生的现金流入量为37.88亿元，为“12熔盛MTN1”待偿还本金的1.89倍，经营活动现金流入量对待偿还本金覆盖程度低；2013年，公司经营活动产生的现金流量净额为负，对“12熔盛MTN1”待偿还本金不具保障能力。

近期，造船市场景气度有所回升，但公司经营情况难以短期内大幅改善，总体看，公司经营活动现金对“12熔盛MTN1”保障程度较弱。在已签署的银团框架中提到，在银团存续期间，如有为江苏熔盛发行中期票据、发行信托等到期必须对外偿还兑付的、以续贷周转资金池偿还，不足部分再由企业偿还，因此公司存续期债券的偿还还取决于框架协议的具体落实情况。

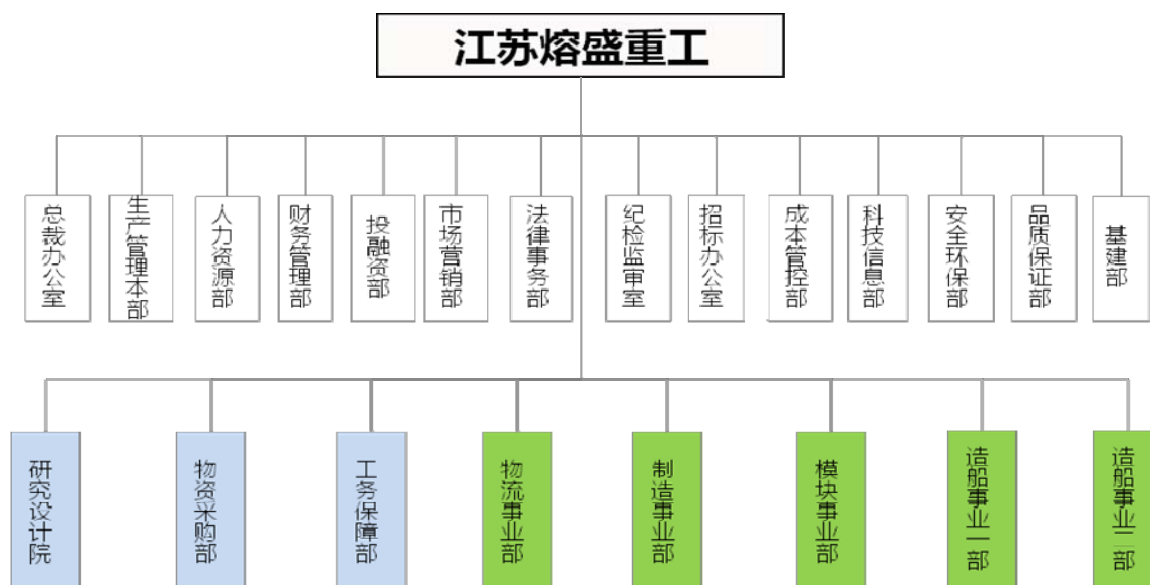
十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA⁺调整为BBB，维持评级展望为负面，并将“12熔盛MTN1”信用等级由AA⁺调整为BBB。

附件 1-1 公司股权结构情况



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)	37.81	20.66	1.16	2.50
资产总额(亿元)	453.61	449.23	349.90	360.77
所有者权益(亿元)	119.96	119.96	51.66	48.54
短期债务(亿元)	171.90	159.01	114.98	129.88
长期债务(亿元)	82.64	87.27	87.03	80.60
全部债务(亿元)	254.53	246.28	202.01	210.49
营业收入(亿元)	159.52	81.44	13.67	3.36
利润总额(亿元)	24.65	-0.35	-69.44	-3.12
EBITDA(亿元)	34.19	10.41	-57.05	--
经营性净现金流(亿元)	-12.94	8.75	-6.06	-7.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.16	2.96	0.99	--
存货周转次数(次)	1.70	0.78	0.35	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.18	0.03	--
现金收入比(%)	53.42	100.16	191.39	73.50
营业利润率(%)	18.12	3.03	-148.96	-15.30
总资本收益率(%)	7.02	1.50	-24.18	--
净资产收益率(%)	17.72	-0.34	-132.61	--
长期债务资本化比率(%)	40.79	42.11	62.75	62.41
全部债务资本化比率(%)	67.97	67.25	79.63	81.26
资产负债率(%)	73.55	73.30	85.24	86.54
流动比率(%)	108.03	101.33	65.97	65.20
速动比率(%)	68.77	58.76	23.99	26.14
经营现金流动负债比(%)	-5.16	3.61	-2.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.26	1.11	-6.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.44	23.66	-3.54	--

注：1、2014年一季度财务数据未经审计；2、普华永道中天会计师事务所对2013年的审计报告出具了无法表示意见的审计结论；3、计算长期债务及相关债务指标时已包括计入长期应付款中的融资租赁款；4、现金类资产已剔除受限制现金类资产。

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

注：中长期债券信用等级含义同主体长期信用等级含义。