

跟踪评级公告

联合[2014] 878 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持泰州三福船舶工程有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“13三福船舶债”AA的信用等级。

特此公告。



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>

泰州三福船舶工程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
13 三福船舶债	7 亿元	2013/3/27-2019/3/27	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.32	22.12	22.37	25.16
资产总额(亿元)	60.76	72.61	66.97	67.65
所有者权益(亿元)	22.82	33.53	36.27	37.04
短期债务(亿元)	12.54	21.93	7.55	8.39
全部债务(亿元)	21.63	27.65	16.98	17.28
营业收入(亿元)	56.56	50.71	42.13	8.15
利润总额(亿元)	4.78	3.17	3.34	0.59
EBITDA(亿元)	5.34	5.21	6.03	--
经营性净现金流(亿元)	0.23	2.70	6.04	4.49
营业利润率(%)	7.19	7.94	9.80	9.68
净资产收益率(%)	17.80	8.07	7.82	--
资产负债率(%)	62.44	53.83	45.84	45.25
全部债务资本化比率(%)	48.66	45.19	31.88	31.82
流动比率(%)	162.91	160.14	232.72	231.54
全部债务/EBITDA(倍)	4.05	5.31	2.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.73	4.49	6.09	--
经营现金流动负债比	0.81	8.11	28.59	--

注: 1. 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

2. 现金类资产未剔除受限货币资金。

分析师

李祥源 丁伟

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, 泰州三福船舶工程有限公司(以下简称“公司”)作为国内中型造船企业, 手持订单充裕, 新接订单量持续增长, 经营稳健, 在船舶制造行业景气度低迷背景下, 不断升级产品结构, 产品向高附加值发展, 公司仍能保持稳定的盈利水平。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 自全球金融危机以来, 国际主要船型价格处于低位和完工量下降给公司信用基本面带来的负面影响。

公司订单能够满足自身生产的需要, 随着公司着手开发 LNG 动力船和海洋工程船舶等高新技术、高附加值新型船舶, 未来收入规模有望保持稳定, 盈利水平有望得到稳步提升, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司对“13 三福船舶债”提供了码头资产抵押。根据泰州中兴房地产估价资产评估有限公司出具的中兴评报字【2014】D023 号资产评估报告, 认定码头评估价值为 150268 万元, 与初次评级时评估价值变化很小, 为本期公司债额度的 2.15 倍, 有效提升了“13 三福船舶债”本息偿还的安全性。

综合考虑, 联合资信维持泰州三福船舶工程有限公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 三福船舶债”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司手持订单充裕, 新接订单量持续增长, 优势船型具有较强的竞争力。
2. 公司债务规模有所下降, 债务负担较轻。
3. 码头资产抵押提升了“13 三福船舶债”本息偿还的安全性。

关注

1. 全球经济增长缓慢, 海运需求下降, 造船

- 行业景气度下行，公司营业收入出现下降。
2. 公司船舶以出口为主，人民币汇率波动将对公司收入产生一定的影响。
 3. 船舶建造具有周期长、船款按结点结算等特点。在竞争加剧的压力下，公司预收款减少，进度款比例下降，尾款比例增加，结算方式的调整对公司资金周转能力要求提高。
 4. 公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性弱。

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）与泰州三福船舶工程有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与泰州三福船舶工程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，未因泰州三福船舶工程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泰州三福船舶工程有限公司提供，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泰州三福船舶工程有限公司主体长期信用及存续期内的“13三福船舶债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

泰州三福船舶工程有限公司（以下简称“公司”）是由泰州市三泰船业有限公司（出资 40%，以下简称“三泰船业”）和香港福山有限公司（出资 60%，以下简称“香港福山”）于 1999 年 2 月 9 日共同出资成立的一家中外合资公司，初始注册资本 38 万美元。经历 5 次转让、增资等变更，截至 2014 年 3 月底，公司注册资本 24007.67 万元，其中泰州祥云软件开发有限公司（以下简称“祥云软件”）持股 51%，新加坡三泰造船私人有限公司（以下简称“三泰造船”）持股 49%。由于杨屹峰先生分别持有祥云软件和三泰造船 25.5%和 100%的股权，共实际持有公司 62.01%的股权，杨屹峰先生为公司的实际控制人。

公司经营范围：承包境外造船、修船、拆船相关工程和境内国际招标工程；上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；造船、修船，生产船舶附件。

公司内设经营部、安全环保部、设备管理部、生产管理部、项目部、技术工艺部、质量管理部、行政管理部、物资采购部和财务管理部等 10 个职能管理部门。

截至 2013 年底，公司资产总额为 66.97 亿元，所有者权益合计 36.27 亿元；2013 年公司实现营业收入 42.13 亿元，利润总额 3.34 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 67.65 亿元，所有者权益合计 37.04 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 8.15 亿元，利润总额 0.59 亿元。

公司注册地址：江苏省泰州市口岸镇口永

路 58 号；法定代表人：杨屹峰。

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、行业及区域经济环境

1. 行业现状

根据英国克拉克松研究公司(Clarkson)的统计,2013年全球新船订单量累计达144.77百万载重吨,比2012年增长218.32%;全年造船完工量107.57百万载重吨,同比下降29.30%;2013年全球累计手持船舶订单284.30百万载重吨,同比增长9.10%。三大主要指标中除完工量外,其余两大指标均有较大幅度上升,主要是2013年海运市场行情波动较大,海运市场的资金链紧张情况还未得到彻底改善,加之2012年新船订单量大幅减少,船舶制造企业造船完工量大幅下降。联合资信认为,虽然新船订单量2013年大幅增长,受工期时间较长的影响,短期内造船完工量不会有实质性的提升,船舶制造市场处于回暖初期阶段。

中、韩、日三国作为世界造船业的三大主力,世界造船业不景气对三国有较大影响。据克拉克松公司统计,2013年中、韩、日三国合计接单135.63百万载重吨,占世界订单总量的93.70%,与2012年相比新接订单量增长215.20%,其中,韩国新接订单量44.19百万载重吨,同比增长198.78%,占世界总量的30.50%;日本新接订单22.60百万载重吨,占

15.60%,同比增长145.39%。从手持订单量看,中、韩、日三国手持订单量合计为260.94万载重吨,占全球手持订单总量的91.80%。

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	24.68
	占比(%)	100.00	40.30	31.00	22.90
新接订单量	百万吨	144.77	68.84	44.19	22.60
	占比(%)	100.00	47.60	30.50	15.60
手持订单量	百万吨	284.30	130.10	76.41	54.43
	占比(%)	100.00	45.80	26.90	19.10

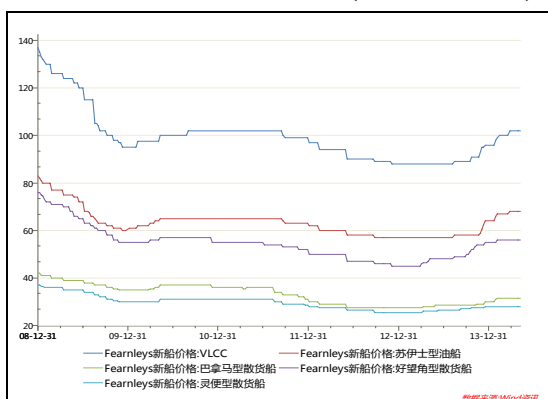
资料来源: Clarkson Research Service

注:上表中中国的数据指标未经修正。

受经济低迷、海运需求不振、现有运力过剩以及造船产能过剩的综合影响,中国船舶制造业仍在低位徘徊,但已有回暖趋势。据克拉克松公司统计,中国2013年造船完工量继续下滑,但新接订单量和手持订单量指标已企稳回升,其中完工量43.35百万载重吨,同比下降32.89%;新船订单量68.84百万载重吨,上涨261.74%;手持订单量130.10百万载重吨,同比增长18.38%,此前严峻的行业形势有所缓解。2013年,中国船舶进出口总额为310.46亿美元,同比下降24.20%,进出口价格同比下降23.8%。其中,船舶出口额为290.07亿美元,同比下降25.28%,创出4年来出口额最低、同比下滑幅度最大的纪录,同时,船舶进口额为20.33亿美元,同比增长14%。

2012年第四季度,船价结束了下跌趋势,但总体来看现阶段各船型造价仍处历史低位。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1 近几年全球新船价格情况
(单位: 百万美元)



资料来源: Wind 资讯

根据船舶工业协会数据, 2014 年一季度除了造船完工量有所下降外, 新接订单量以及手持订单量持续增长, 显示我国船舶工业逐步走出困境, 出现复苏迹象。2014 年 1~3 月, 中国造船完工量 7.43 百万载重吨, 同比下降 21.40%; 承接新船订单 25.84 百万载重吨, 同比增长 183.0%; 手持订单量 148.68 百万载重吨, 同比增长 39.0%, 较 2013 年底增长 13.50%。同期, 船舶出口比重持续提高, 出口船舶分别占造船完工量、新接订单量和手持订单量的 93.4%、95.9%和 93.9%, 较上年同期均有上升。

总体看, 受全球经济触底回暖的影响, 全球贸易情况有所改善, 干散货运费 BDI 指数 2013 年波动幅度较大, 经过 2014 年初的大幅调整, 2014 年 3 月底重回 1522 点, 2013 年 6 月份以来, 克拉克松新船价格指数止跌企稳, 进入 2014 年继续上涨, 按目前手持订单量测算, 如未来两年内全球贸易状况继续回暖, 则未来造船业将面将迎来新的契机。

2. 行业关注

航运指数大幅下跌, 行业复苏前景不乐观

2012 年 BDI 指数在 1000 点以下低位徘徊, 接近危机时候 2009 年初的表现, 且持续时间更长。当前在全球新增运力仍大于对运力需求的增长, 由此将压制运价向好转变。2012 年底至 2013 年 5 月, BDI 指数一直在 1000 点以下震

荡, 进入 6 月后 BDI 指数持续走强, 10 月初时高达 2146 点, 之后又开始震荡行情, 12 月上旬再次达到 2337 点高点, 其后又开始下行。进入 2014 年以来, BDI 指数处于低位。整体看, 2013 年下游航运业有复苏迹象, 但仍然未摆脱不景气周期, 新造船价格有所下降及运价指数继续震荡并寻底徘徊, 预期 2014 年行业基本面仍以底部震荡为主。

图2 2011~2014 年 3 月波罗的海(BDI)指数



资料来源: wind 资讯

钢材价格波动影响造船企业经营成本

图3 2011~2014 年 3 月钢材综合价格指数



资料来源: wind 资讯

2012 年 9 月, 钢材价格指数跌破 100 点大关, 随后指数在 110 点附近震荡, 此后钢价一直萎靡不振, 2014 年 3 月底, 钢材综合价格指数降至 94.83 点。由于世界经济大环境的不稳定给钢材的价格带来极强的不确定性, 带来钢材价格波动的加剧, 船舶制造业成本管理的难

度不断增大，但近期钢材价格的低位盘整给造船企业减轻了一定的成本压力。

3. 区域概况

江苏省是国内船舶制造行业主导省份之一，船舶制造行业区域优势显著。据江苏省经济和信息化委员会统计，2013年江苏省造船完工量360艘1313.1万载重吨，同比下降40.8%，其中出口船舶占总量的84.8%；占世界市场份额的12.0%，占全国份额的29.0%；新承订单量全省为585艘3222.5万载重吨，同比增长572.9%，其中出口船舶占总量的97.6%，占世界市场份额的22.1%，占全国份额的46.1%；手持订单量全省为1081艘6002.5万载重吨，同比增长48.8%，其中出口船舶占总量的92.6%，占世界市场份额的21.0%，占全国份额的45.8%。

2014年1~3月，江苏省造船完工量62艘206.7万载重吨，同比下降44.5%，其中出口船舶占总量的94.1%。占世界市场份额的9.2%，占全国份额的27.8%；新承接订单量为138艘

810.7万载重吨，同比增长378.5%，其中出口船舶占总量的97.7%；手持订单量为1369艘6453.3万载重吨，同比增长70.2%，其中出口船舶占总量的92.8%。占世界市场份额的20.7%，占全国份额的43.4%。

2013年，南通、泰州、扬州、南京等主要造船地区生产情况继续保持平稳，造船完工量占全省的92.4%，新承订单情况占全省的87.1%，手持订单情况占90.8%。江苏省十三家重点造船企业2013年造船完工量为188艘1100.6万载重吨，占江苏省的83.8%，同比下降41.2%；新承接订单432艘2992.7万载重吨，占江苏省省92.9%，同比增长677.9%；手持订单702艘5381.3万载重吨，占江苏省89.7%，同比增长54.9%。

从2013年以来江苏省船舶制造行业运行情况看，造船完工量降幅明显、新承接订单量和手持订单量大幅回升，船舶市场仍存在较大问题，“接单难、交船难、融资难”仍然存在，目前船价持续走低，价格已经严重偏离价值，船企目前经营仍存在较大压力。

表2 公司与江苏省主要造船指标比较

公司状况	指标 (万载重吨)	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年一季度
	完工量	88.25	91.70	68.82	63.65	15.90
	新接订单	56.30	90.90	81.00	88.38	101.02
	手持订单	122.97	122.17	134.35	159.08	244.20
江苏省状况	指标 (万载重吨)	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年一季度
	完工量	2300.00	2793.00	2218.50	1313.10	206.70
	新接订单	2973.00	1252.00	478.90	3222.50	810.70
	手持订单	7481.00	5940.00	4034.00	6002.50	6453.30

资料来源：公司提供

五、管理分析

跟踪期内，公司管理制度及高管人员无重大变化。

六、经营分析

1. 经营概况

受世界船舶行业不景气影响，公司完工量

持续下降，2013年公司实现营业收入42.13亿元，同比下降16.92%。毛利率方面，2011~2013年，船舶建造的毛利率总体呈上升趋势，2013年毛利率为9.80%，主要由于平均销售价格有所增长，近年来公司本着“保交船，降成本，增效益”的思路，减少承接低价订单，使产品结构逐步向高附加值船型转变，公司船舶建造毛

利率持续回升。2014年一季度，公司完成销售收入8.15亿元，为2013年全年的19.36%，同比下降16.92%，主要是目前船舶的价格处于低位，

公司策略性放缓船舶生产节奏以应对市场变化所致；同期，公司船舶建造毛利率为9.68%，较2013年略有下滑。

表3 公司营业收入和毛利率情况

项目	收入（万元）				毛利率（%）			
	2011年	2012年	2013年	2014年1-3月	2011年	2012年	2013年	2014年1-3月
船舶建造	565271.26	506364.38	420592.79	81523.31	7.17	7.84	9.65	9.66
非船收入	309.25	756.34	702.54	20.60	38.99	72.74	100.00	100.00
合计	565580.51	507120.72	421295.33	81543.91	7.19	7.94	9.80	9.68

资料来源：公司提供

2. 生产经营

生产

目前公司拥有年产100万载重吨的造船生产能力，主导产品为12000吨多用途重吊船、散货船、16500吨化学品船以及50000吨以下的驳船。

从公司经营指标看，2011~2013年完工量年均下降16.69%，2013年为63.65万吨；从新接订单情况看，2011~2013年公司新接订单量波动下降，年均下降1.40%，2013年为88.38万吨，较上年增长9.11%；从手持订单量看，2011~2013年，公司手持订单量仍呈增长趋势，年均增长14.11%，2013年为159.08万吨，公司订单额度均超过公司当期最大产能，公司手持订单能满足企业2014年生产需求。

表4 公司近年三大指标完成情况

指标 (万载重吨)	2011年	2012年	2013年	2014年 一季度
完工量	91.70	68.82	63.65	15.90
新接订单	90.90	81.00	88.38	101.02
手持订单	122.17	134.35	159.08	244.20

资料来源：公司提供

采购

公司原材料采用集中采购的方式，通过开具银行承兑汇票购买原材料，通过开立信用证预付境外进口设备款。公司主要原材料包括钢板、船用主机、克令吊和油漆。与2012年相比，2013年公司钢板采购价格和采购量均有所上升，主机、克令吊采购价格基本稳定，油漆价格有所下滑。

表5 公司原材料采购量和采购价状况

项目	2012年		2013年		2014年一季度	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
钢板	124310吨	4412元/吨	119921吨	4250元/吨	39094吨	4185元/吨
主机	28套	2182万元/套	17套	2182万元/套	5套	2182万元/套
克令吊	14套	977万元/套	22套	977万元/套	7套	977万元/套
油漆	207.74万升	31.16元/升	191.81万升	28.75元/升	43.8万升	34.18元/升

资料来源：公司提供

公司生产所需钢板、船用主机、克令吊和油漆的供应商集中度较高，除钢板外，其他原材料供应商稳定性较好。2013年公司主要钢板供应商为上海济钢经贸有限公司（占24.90%）、

南京钢铁股份有限公司（占22.80%）等，集中度较高。同时，近三年的钢板供应商变动较频繁，主要由于钢板价格较低，供应商间供货竞争较激烈，公司可选择空间较大。船用主机采

用开立信用证预付款的方式购买，主要供应商有沪东重机有限公司（占 26.37%）、Doosan Engine CO.Ltd（占 20.50%）等。船用主机、克令吊和油漆供应商集中度较高，公司议价能力不强。

表 6 2013 年公司前五大供应商采购额及占比

主机		
供应商名称	金额 (万元)	占比 (%)
沪东重机有限公司	9781.00	26.37
Doosan Engine Co.ltd	7604.83	20.50
江苏安泰动力机械有限公司	6455.00	17.40
STX ENGINE CO.LTD	3750.00	10.11
韩国现代重工	2579.00	6.95
合 计	30169.83	81.33

克令吊		
供应商名称	金额 (万元)	占比 (%)
武汉船用机械有限责任公司	6700.00	34.29
Cargotec Sweden AB	4670.45	23.90
Masada ironworks co.,ltd	3626.74	18.56
Neuenfelder Maschinenfabrik GmbH	2715.34	13.90
Fu Hang Trading Compang	815.33	4.17
合 计	18527.86	94.82

油漆		
供应商名称	金额 (万元)	占比 (%)
上海国际油漆有限公司	2696.07	48.89
海虹老人涂料（昆山）有限公司	1987.50	36.04
上海菲纳化工有限公司	831.05	15.07
合 计	5514.62	100.00

钢板		
供应商名称	金额 (万元)	占比 (%)
上海济钢经贸有限公司	12689.29	24.90
南京钢铁股份有限公司	11620.07	22.80
南通中源钢业有限公司	8750.43	17.17
上海华冶钢铁集团有限公司	7248.84	14.22
常熟龙腾特种钢有限公司	1510.72	2.96
合 计	41819.35	82.05

资料来源：公司提供

销售

公司销售区域以外销为主，整装船舶出口业务享受 17% 的出口退税优惠政策。受国内驳船销量有所回升的影响，内销业务自 2012 年起有所好转，内销金额占比上升至 10.93%，2013 年进一步升至 21.99%。2014 年一季度，国内订单量完成情况较好，国内销售比例升至 84.75%。

从销售客户看，2013 年排名前五位客户的销售额占 84.53%，公司销售对重点客户的依赖度较高。

表 7 公司主要销售额占比状况

区域		销售额占比（%）			
		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年一季度
国内销售	江苏	--	--	2.55	--
	江西	--	--	--	--
	上海	0.19	--	0.65	--
	湖北	1.45	--	--	--
	福建	0.86	10.83	18.79	84.75
	合计	2.50	10.93	21.99	84.75
国外销售	亚洲	26.20	22.92	21.43	15.25
	欧洲	67.13	64.38	48.17	--
	非洲	4.17	1.77	8.42	--
	合计	97.50	89.07	78.01	15.25

资料来源：公司提供

表 8 2013 年公司前五大客户销售额及占比

客户名称	主要销售产品	2013 年	
		销售额 (亿元)	占比 (%)
丹麦 Nordana Line	12000DWT 多用途船	8.88	21.11
福州海通船务有限公司	51000DWT 散货船	7.90	18.79
德国 CE LINE 1 CORPORATION	57000DWT 散货船	4.99	11.86
德国 ZEABORN GMBH & CO.KG	12000DWT 多用途船	4.82	11.45

印度 Mspl Limited	92500DWT 散 货船	4.50	10.70
合计		31.09	73.91

资料来源：公司提供

从销售价格看，公司主力船型为巴拿马型散货船和大灵便型散货船（16900 吨），2013 年散货船部分船型售价有所上升，57000 吨散货船价格较 2012 年下降 8.20 个百分点，92500 吨散货船上升 9.15%；2013 年驳船及多用途重吊船的每吨平均价格分别出现 97.37%和 1.36% 的增幅，化学品船价格与上年持平。

目前公司主要采用老客户直销为主，中间商代理为辅的销售模式。在结算方式方面，目前从签订合同到船舶交付前，公司共收取客户预付款约占 40~60%，船舶交付时收取 60~40%的工程尾款，具体如下：开工，向客户收取进度款，约占合同金额的 10~20%；上船台，向客户收取进度款，约占合同金额的 10~20%；下水，向客户收取进度款，约占合同金额的 10~20%；产品完工交付时，向客户收取余款，约占合同金额的 60~40%。销售代理商、公司采取了包括选择信誉度高、违约风险低的客户，提高订单预收款比例，要求船舶订单需提供银行担保等举措，控制销售回款风险。

总体上，公司手持订单能满足企业生产需求，成本控制能力较强，销售业务以出口业务为主，客户集中度和供应商集中度均较高，公司议价能力不强。

3. 经营效率

从经营效率指标看，公司 2011~2013 年销售债权周转率分别为 26.55 次、25.61 次和 73.71 次。公司应收款项规模小，故销售债券周转率很高。2011~2013 年公司存货周转次数和总资产周转次数均呈下降趋势，2013 年以上两指标分别为 2.58 次和 0.60 次。总资产周转率的下降反映了公司经营策略的调整：注重销售利润的增长，减低财务杠杆，订单接收谨慎，重盈利不重营收的增长。总体看，公司经营效率较好。

4. 未来发展

目前公司无重大项目投资，未来公司将积极发挥自身优势，挖潜增效，提高精细化管理水平，以提高企业市场竞争力为主线，创新企业管理方式，消化前期船舶生产技术升级改造项目 and 数字信息化造船适应性改造项目成果。

七、募集资金使用情况

本期公司债募集资金7亿元人民币，其中 3.5 亿元用于船舶生产技术升级改造项目，3.5 亿元用于数字信息化造船适应性改造项目。截至2014年3月底，全部募集资金已使用完毕。

八、财务分析

中兴华会计师事务所对公司 2011 年~2013 年财务数据进行了连续审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2014 年 1 季度财务数据未经审计。

公司 2012 年纳入合并报表的子公司共 2 家，分别为江苏省瑞海国际贸易有限公司和江苏福海港务有限公司。其中，江苏省瑞海国际贸易有限公司成立于 2011 年 1 月 11 日，注册资本人民币 40000 万元，主要经营范围是自营和代理各类商品和技术的进出口；江苏福海港务有限公司成立于 2011 年 6 月 20 日，注册资本人民币 40000 万元，主要经营范围是港口经营，包括货物装卸、仓储物流服务、为船舶提供码头设施服务。两家子公司原实际控制人为公司董事长杨屹峰，2012 年 12 月杨屹峰将两家子公司股权全部无偿转让给公司。2013 年合并范围没有变化。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入持续下降，近三年复合下降 13.69%。2013 年公司实现营业收入 42.13 亿元；营业成本复合下降 14.92%，2013 年为 38.00 亿元。近三年公司营业收入出现下降的原因是公司经营策略有所调整，接单重质不重量，在行业低迷期保证了盈利的稳定

性。

从销售费用看，由于公司与现有客户皆保持了长期稳定的合作关系，以及船舶制造行业由船东寻找船厂提前下订单的行业特点，公司无销售费用。近三年，公司财务费用较低甚至为负，主要是较大额的汇兑收益和利息收入所致。总体看，公司期间费用控制能力较强。

从盈利指标看，受益于公司盈利导向的经营策略和良好的期间费用控制，公司盈利能力稳定中有所增长，2012~2013年营业利润率分别为7.94%和9.80%。2012年以来公司总资本收益率和净资产收益率均出现快速下降，2013年分别为7.19%和7.82%，但考虑到该下降主要受2012年公司实际控制人注入子公司导致所有者权益大幅增长影响，公司实际盈利能力较好。

2014年1~3月，公司营业收入8.15亿元，同比下降16.92%；利润总额0.59亿元，与去年同期的0.56亿元相比略有增长；营业利润率为9.68%，相比去年同期的6.54%有较大增幅。上述数据显示公司在2014年仍然保持稳健的经营策略。

总体看，在造船业不景气的大背景下，公司收入规模持续下降，但期间费用控制能力较强，经营稳健，保持了较好的盈利水平。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2011~2013年，与营业收入规模持续下降同步，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入量年均分别下降5.93%与4.47%，2013年分别为49.99亿元和55.49亿元。2011~2013年，公司经营活动现金流量净额持续上升，2013年为6.04亿元。2011~2013年，公司现金收入比有所升高，分别为99.88%、100.81%和118.65%。总体看，公司经营活动获取现金能力较好。

2011~2013年，公司投资活动现金流出量和投资活动现金净流出量波动下降。2012年公司投资活动现金流出量为6.81亿元，主要为子

公司配套生产线、配套设备和总部办公楼及员工宿舍等固定资产投资。2013年公司已无较大规模的建设项目和更新改造项目，投资支出规模较小，投资活动现金流出量仅为0.04亿元，投资活动现金净流出量为0.18亿元。

从筹资活动来看，2011~2013年，公司筹资活动现金流入量年均下降3.54%。2012年公司筹资力度较大，主要是受船东付款方式调整，公司需要增加营运资金以及投资支出规模较大所致。2013年公司投资期已结束，付款方式调整过渡期已完成，筹资需求下降，筹资活动现金流量净额为-7.39亿元。

2014年一季度，公司继续保持良好的经营活动现金回流能力，经营活动现金流量净额为4.49亿元，现金收入比为166.34%；投资活动支出仍然很少，投资活动产生的现金流量净额为0.01亿元；筹资活动现金流量仍为净流出，筹资活动现金流量净额为-0.57亿元。

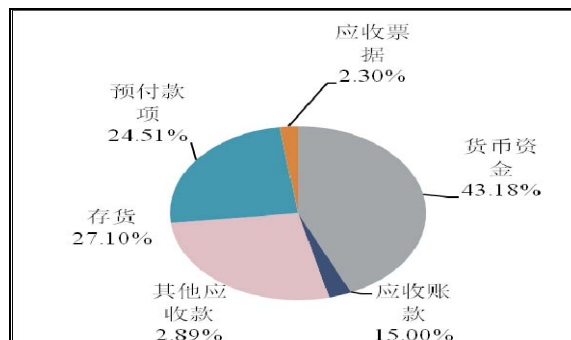
总体看，公司经营活动获现能力较好，投资需求下降，对外融资需求较少，但考虑到收入结算方式调整后需更高的垫资生产比例，公司存在一定的短期资金周转压力。

3. 资本及债务结构

截至2013年底，公司资产合计为66.97亿元，其中流动资产占73.45%，非流动资产占26.55%，资产结构以流动资产为主。

截至2013年底，公司流动资产49.19亿元，以货币资金（占41.55%）、存货（占30.21%）、预付款（占15.93%）和其他应收款（占12.31%）为主。

图4 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金 21.24 亿元，全部为现金及银行存款。

2012 年及 2013 年公司执行新的信用政策后，应收账款规模恢复至较低水平，截至 2013 年底，公司应收账款为 110.92 万元，公司回款能力良好。

预付款项主要由公司预付的钢板、船用主机等设备的采购款构成。截至 2013 年底，公司预付账款 12.06 亿元，同比下降 27.27%，其中账龄 1 年内占 85.71%，1~2 年占 4.59%，2~3 年占 1.60%，3 年以上占 8.09%。

截至 2013 年底，公司其他应收款账面余额为 1.42 亿元，主要由往来款构成。公司 2012 年其他应收款增加较多的主要原因是公司的子公司江苏省瑞海国际贸易有限公司的往来借款增加。公司与建信金融租赁股份有限公司和江苏金融租赁有限公司的业务主要是融资性固定资产的售后回租业务，涉及 600T 吊车及数控台架等辅助性生产设备。从账龄看，账龄在 1 年以内占 2.87%，1~2 年占 46.37%，2~3 年占 41.59%，3 年以上占 9.18%。公司对其他应收款提取坏账准备 0.27 亿元，占账面余额的 18.85%。公司其他应收款账龄较长，坏账计提较充分，但仍存在一定的回收风险。

表 9 公司主要其他应收款客户情况（单位：万元）

欠款单位	金额	性质或内容
建信金融租赁股份有限公司	4500.00	融资租赁保证金
泰州市三泰船业有限公司	1930.00	借款
秦传恒	515.87	应收预付工程款
江苏金融租赁有限公司	500.00	应收租赁保证金

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司存货账面余额为 13.33 亿元，同比下降 17.10%，主要原因是公司 2013 年上半年集中交付 8 艘机动船舶，在产品减少所致。2013 年底存货构成中，原材料占 16.50%，在产品占 83.50%。公司以销定产，船舶订单价格已锁定，公司存货减值风险较小，因此未对

存货提取减值准备。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 17.76 亿元，以固定资产为主。

截至 2013 年底，公司固定资产原值 20.51 亿元，其中房屋建筑物和机器设备分别占 81.18%和 16.09%。截至 2013 年底，公司累计计提折旧 4.54 亿元，固定资产净额为 15.98 亿元，成新率 77.91%。

公司在建工程规模小，截至 2013 年底，公司在建工程 0.28 亿元，为永安新办公楼建设项目。

截至 2013 年底，公司无形资产 1.37 亿元，主要为土地使用权。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 67.65 亿元，其中流动资产 49.99 亿元，占比 73.90%，非流动资产 17.65 亿元，占比 26.10%，资产构成仍以流动资产为主，结构相对稳定。截至 2014 年 3 月底，公司流动资产和非流动资产各科目变化均不大。

总体看，公司资产以流动资产为主，货币资金较充裕，但有相当比例处于受限状态，存货占比较高，资产流动性一般，整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 36.27 亿元，其中未分配利润占 64.72%、资本公积占 24.30%、盈余公积占 4.36% 和实收资本占 6.20%。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 37.04 亿元，规模及构成与 2013 年底相比变化不大。总体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益的稳定性较弱。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 30.70 亿元，其中流动负债占 68.86%，非流动负债占比 31.14%，负债结构以流动负债为主。

截至 2013 年底，公司流动负债为 21.14 亿元，以短期借款、应付票据和应付款项为主。

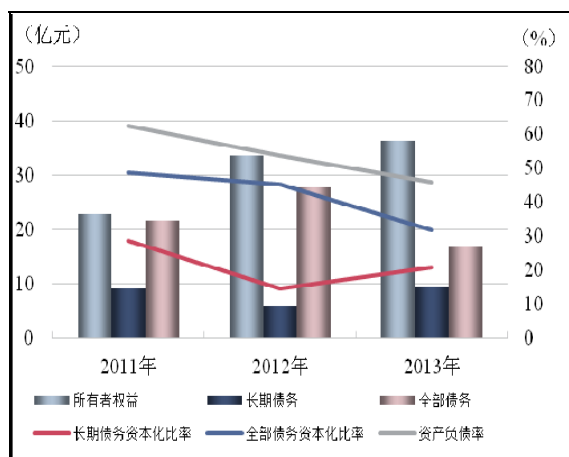
预收款科目为公司预收的造船进度款。截至 2013 年底，公司预收款为 10.58 亿元。公司

预收款的波动主要受船舶制造行业景气度、造船各节点结算方式变化以及排产期影响。目前公司手持订单较充足，从预收款看，行业景气度低迷未对公司产生显著负面影响。

截至 2013 年底，公司非流动负债为 9.56 亿元，构成主要为应付债券 7.38 亿元（主要系公司发行 7 亿元公司债券）和长期应付款 2.06 亿元（主要为公司售后回租的融资租赁款）。

截至 2013 年底，公司全部债务为 16.98 亿元，其中短期债务为 7.55 亿元，长期债务为 9.43 亿元，公司债务结构较合理。

图 5 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

受公司所有者权益增加和短期有息债务规模波动下降影响，公司债务负担呈下降趋势，近三年资产负债率分别为 62.44%、53.83%和 45.84%，同期在全部债务资本化比率分别为 48.66%、45.19%和 31.88%；长期债务资本化比率波动下降，分别为 28.48%、14.57%和 20.64%。

截至 2014 年 3 月底，公司长期债务与 2013 年底相比变化小，短期债务略有上升，全部债务为 17.28 亿元，微幅上涨 1.77%；资产负债率和全部债务资本化比率小幅下降至 45.25%和 31.81%。

整体来看，公司债务负担有所减轻，债务结构合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011 年~2013 年，公司流动比率和速动比率波动上升，2013 年分别为 232.72%和 169.66%。截至 2014 年 3 月底，流动比率和速动比率分别上升至 231.54%和 164.65%。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2011 年~2013 年，公司全部债务/EBITDA 波动下降，2013 年为 2.82 倍；EBITDA 利息倍数波动下降，2013 年为 6.09 倍。总体看，公司长期偿债能力较好。

截至 2014 年 3 月底，公司对泰州福海钢结构有限公司担保 2000.00 万元。2013 年底，泰州福海钢结构有限公司资产总额 28960.75 万元，净资产 11720.46 万元，2013 年实现销售收入 25252.82 万元，净利润 1245.21 万元。2014 年 3 月底，该公司资产总额 23561.76 万元，净资产 12121.24 万元，2014 年 1~3 月实现销售收入 7512.99 万元，净利润 400.78 万元。总体看，被担保方经营情况良好，净资产规模尚可，被担保额度较小，或有风险较低。

截至 2014 年 3 月底，公司已获得授信总额 101.81 亿元，未使用授信额度 67.62 亿元。公司间接融资渠道畅通。

2011~2013 年，公司现金类资产（已剔除受限货币资金）分别为 16.26 亿元、12.44 亿元和 22.37 亿元，分别为本期企业债额度的 2.32 倍、1.78 倍和 3.20 倍；经营活动现金流入量分别为 60.80 亿元、57.75 亿元和 55.49 亿元，分别为本期短期融资券额度的 8.69 倍、8.25 倍和 7.93 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期短期融资券额度的 0.03 倍、0.21 倍和 4.69。公司现金类资产、经营活动现金流入量及现金流量净额对本期短期融资券覆盖程度较高。

根据泰州中兴房地产估价资产评估有限公司出具的中兴评报字【2014】D023 号资产评估报告，认定码头评估价值为 150268 万元，对本期公司债额度的 2.15 倍，有效提升了“13 三福船舶债”本息偿还的安全性。

公司对“13 三福船舶债”提供了码头资产抵押。2014 年 5 月 31 日，泰州中兴房地产估价资产评估有限公司对总长 610 米的 5 万吨级舢装码头进行资产评估，根据泰州中兴房地产估价资产评估有限公司出具的中兴评报字【2014】D023 号资产评估报告，认定码头评估价值为 150268 万元。码头资产评估价值对本期公司债额度的 2.15 倍，有效提升了“13 三福船舶债”本息偿还的安全性。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（编号：B-2014040060666588），截至 2014 年 4 月 25 日，公司无不良贷款记录，债务履约情况良好。

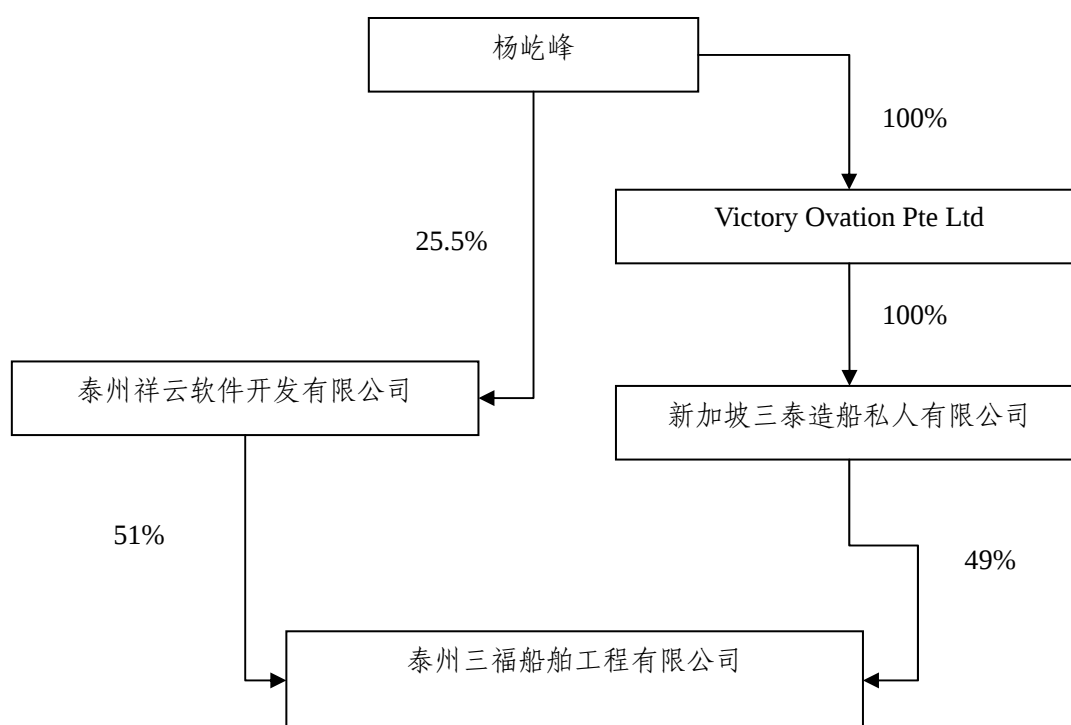
6. 抗风险能力

在造船行业整体不景气的大环境下，公司通过调整经营策略，保持盈利稳定性，降低债务负担，有利于提高公司在行业低迷期的抗风险能力。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

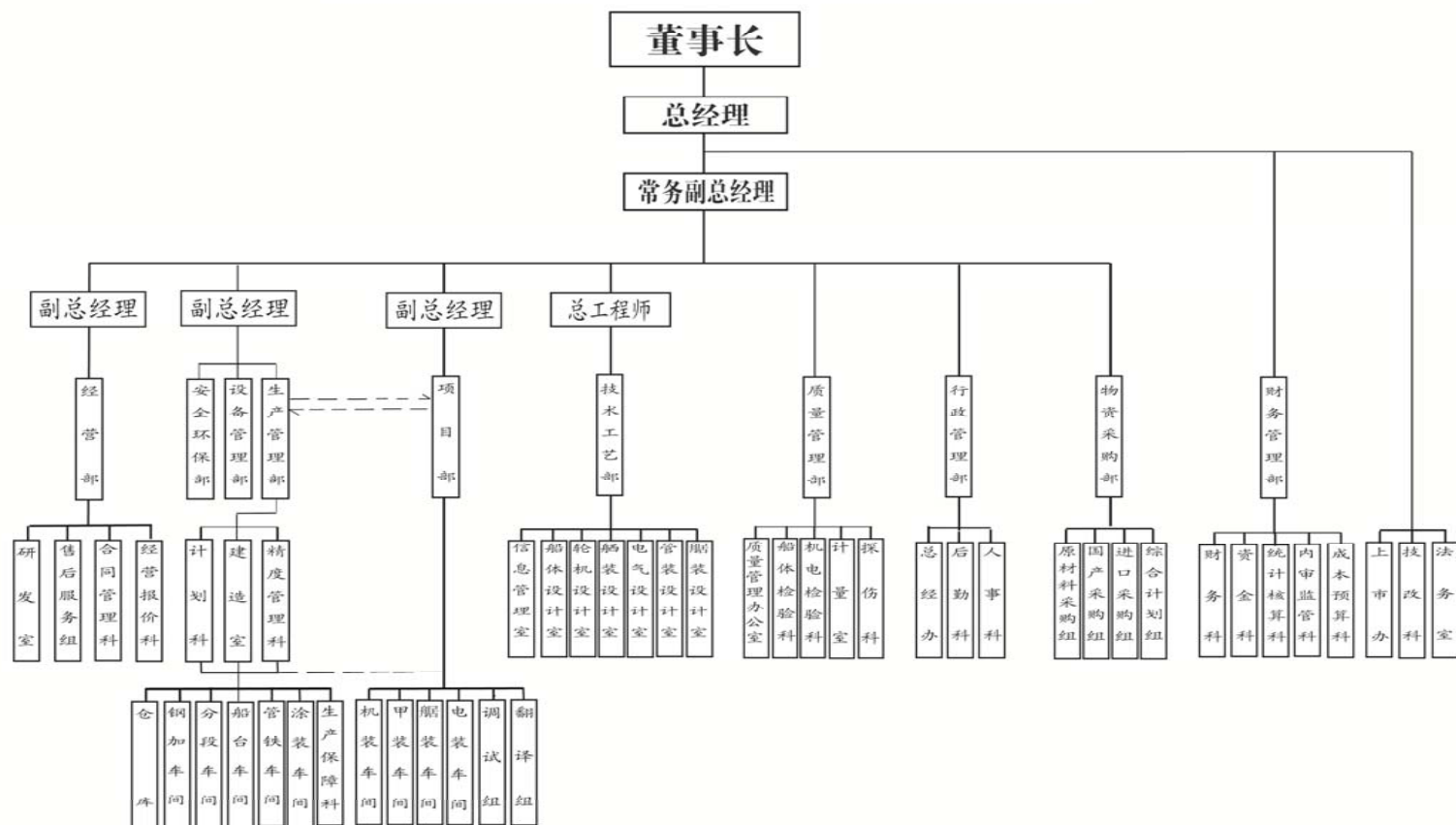
九、结论

综合考虑，联合资信维持泰州三福船舶工程有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 三福船舶债”AA 的信用等级。

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	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.32	22.12	22.37	25.16
资产总额(亿元)	60.76	72.61	66.97	67.65
所有者权益(亿元)	22.82	33.53	36.27	37.04
短期债务(亿元)	12.54	21.93	7.55	8.39
长期债务(亿元)	9.09	5.72	9.43	8.89
全部债务(亿元)	21.63	27.65	16.98	17.28
营业收入(亿元)	56.56	50.71	42.13	8.15
利润总额(亿元)	4.78	3.17	3.34	0.59
EBITDA(亿元)	5.34	5.21	6.03	--
经营性净现金流(亿元)	0.23	2.70	6.04	4.49
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.55	25.61	73.71	--
存货周转次数(次)	7.65	3.96	2.58	--
总资产周转次数(次)	1.02	0.76	0.60	--
现金收入比(%)	99.88	100.81	118.65	166.34
营业利润率(%)	7.19	7.94	9.80	9.68
总资本收益率(%)	10.26	6.32	7.19	--
净资产收益率(%)	17.80	8.07	7.82	--
长期债务资本化比率(%)	28.48	14.57	20.64	19.36
全部债务资本化比率(%)	48.66	45.19	31.88	31.81
资产负债率(%)	62.44	53.83	45.84	45.25
流动比率(%)	162.91	160.14	232.72	231.54
速动比率(%)	136.81	111.75	169.66	164.65
经营现金流流动负债比(%)	0.81	8.11	28.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.73	4.49	6.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.05	5.31	2.82	--

注： 1.公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。
 2.长期应付款（融资租赁款）已调整至长期债务。
 3.现金类资产未剔除受限货币资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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

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