

跟踪评级公告

联合[2015] 850 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责任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。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十三日



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>

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: 2015 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	22.12	22.37	25.46
资产总额(亿元)	72.61	66.97	77.68
所有者权益(亿元)	33.53	36.27	40.64
长期债务(亿元)	5.72	9.43	8.80
全部债务(亿元)	27.65	16.98	12.42
营业收入(亿元)	50.71	42.13	56.47
利润总额(亿元)	3.17	3.34	5.33
EBITDA(亿元)	5.21	6.03	7.62
经营性净现金流(亿元)	2.70	6.04	7.54
营业利润率(%)	7.94	9.80	10.83
净资产收益率(%)	8.07	7.82	10.75
资产负债率(%)	53.83	45.84	47.69
全部债务资本化比率(%)	45.19	31.88	23.41
流动比率(%)	160.14	232.72	216.67
全部债务/EBITDA(倍)	5.31	2.82	1.63
EBITDA 利息倍数(倍)	4.49	6.09	8.77
经营现金流流动负债比(%)	8.11	28.59	26.70

注: 1. 现金类资产未剔除受限货币资金;

2. 长期债务中考虑长期应付款中的融资租赁。

分析师

贺苏凝 方晓

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, 手持订单和新接订单量持续增长, 在船舶制造行业景气度低迷背景下, 公司通过提高自身生产经营效率, 增加产品附加值, 使得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。

未来, 公司将着重提高现有船型的技术升级, 打造公司主营船舶的市场认可度, 继续推进数字化造船适应性改造项目。同时, 随着新接订单与手持订单的开工, 公司未来收入和利润规模有望持续提升。

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【2015】D021 号资产评估报告, 认定码头评估价值为 151371 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 2.16 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, 公司手持订单与新接订单量持续增长。
2. 公司营业收入和利润总额稳定增长, 盈利能力较好。
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. 全球经济增长速度放缓、石油价格波动、海运需求下降等因素对造船行业影响较大。
2. 汇率波动对公司存在一定影响。
3. 船舶生产过程占用大量自有资金，公司生产资金投入较大。

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。经历多次转让、增资等变更，截至 2015 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%，泰州三福重工集团有限公司（以下简称“三福重工”）持有祥云软件和三泰造船全部股权，由于杨屹峰先生持有三福重工 90% 的股权，因此，杨屹峰先生共实际持有公司 90% 的股权。三福重工为公司母公司，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 2014 年底，公司资产总额为 77.68 亿元，所有者权益合计 40.64 亿元；2014 年公司实现营业收入 56.47 亿元，利润总额 5.33 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

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%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；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。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为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%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，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。社会消费品零售总额 262394 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）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

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。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，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，2014年全球新船订单量累计达109.75百万载重吨，比2013年下降24.19%；全年造船完工量90.86百万载重吨，同比下降15.53%；2014年全球累计手持船舶订单316.88百万载重吨，同比增长11.46%。三大主要指标中除手持订单量外，其余两大指标均有较大幅度下降，主要是2013~2014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。2014年全球造船业三大指标中虽然手持订单量持续增长，但受完工量与新船订单量2014年明显下降影响，短期内船舶制造业行情不会有显著的改善，船舶制造市场仍然处于低谷徘徊和回暖初期阶段。

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，2014年中、韩、日三国合计接单104.35百万载重吨，占世界订单总量的95.08%，与2013年相比新接订单量减少23.06%，其中，韩国新接订单量30.78百万载重吨，同比减少30.35%，占世界总量的28.05%；日本新接订单22.55百万载重吨，占20.55%。从手持订单量看，中、韩、日三国手持订单量合计为292.03百万载重吨，占全球手持订单总量的92.16%。

表1 2014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	90.86	36.29	25.91	22.64
	占比（%）	100.00	39.90	28.50	24.90
	百万修正总吨	34.74	11.53	12.03	6.57
	占比（%）	100.00	33.20	34.60	18.90
新接订单量	百万吨	109.75	51.02	30.78	22.55
	占比（%）	100.00	46.50	28.00	20.50
	百万修正总吨	39.69	15.31	11.78	7.84
	占比（%）	100.00	38.60	29.70	19.70
手持订单量	百万吨	316.88	149.72	82.74	59.57
	占比（%）	100.00	47.20	26.10	18.80
	百万修正总吨	115.12	45.65	33.28	19.69
	占比（%）	100.00	39.70	28.90	17.10

资料来源：Clarkson Research Service

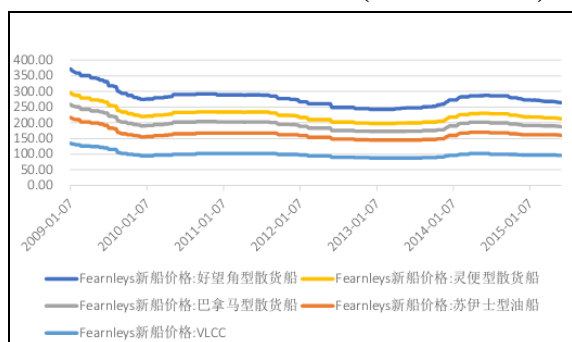
受经济低迷、海运需求不振、现有运力过剩以及造船产能过剩的综合影响，中国船舶制造业仍在低位徘徊，但已有回暖趋势。据克拉克松公司统计，中国2014年造船完工量和新接订单量继续下滑，但手持订单量指标已企稳回升，其中完工量36.29百万载重吨，同比下降16.29%；新船订单量51.02百万载重吨，同比

下降 25.89%；手持订单量 149.72 百万载重吨，同比增长 15.08%，此前严峻的行业形势有所缓解。据海关统计，2014 年，中国船舶出口额为 237.8 亿美元，同比下降 14.1%；进口额为 12.5 亿美元，同比下降 37.1%；进出口总额为 250.3 亿美元，同比下降 15.6%。

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 7 月底，各船型价格较 2013 年年初均有所增长，其中好望角型散货船价格增长较快。2014 年下半年以来，受全球经济增速放缓以及石油价格波动影响，新船价格再次下跌。由于全球经济增长缓慢，未来增长乏力，航运需求短期内难以大幅回升，短期内新船价格回升趋势不明显。

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

根据中国船舶网数据，2015 年 1~3 月份，全国造船完工 947 万载重吨，同比增长 27.5%。承接新船订单 599 万载重吨，同比下降 76.8%。3 月底，手持船舶订单 14493 万载重吨，同比下降 2.5%，比 2014 年底下降 3%。2015 年 1~3 月份，全国完工出口船 854 万载重吨，同比增长 23.1%；承接出口船订单 506 万载重吨，同比下降 79.6%；3 月末手持出口船订单 13869 万载重吨，同比下降 0.7%。出口船舶分别占全国造船完工量、新接订单量、手持订单量的 90.2%、84.6%和 95.7%。

总体看，受全球经济增速放缓、石油价格波动和航运业需求减少影响，短期内造船业行情将仍维持低位水平。

2. 行业关注

行业复苏压力大

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。2014 年 BDI 指数再次下滑徘徊在 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，新造船价格维持低位和运价指数继续震荡并寻底徘徊，预期 2015 年下半年行业基本面仍以底部震荡为主。

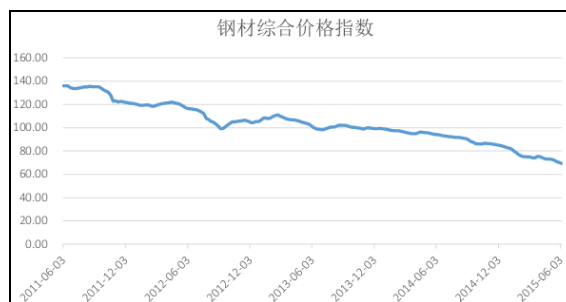
图 2 近几年波罗的海(BDI)指数



资料来源：wind 资讯

钢材价格波动影响对行业影响明显

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，自 2014 年以来，钢材综合价格指数持续下跌。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，但近期钢材价格的底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，2014 年，江苏省船舶工业造船完工量、新船成交量有所下降，但手持订单趋于稳定。江苏省造船完工量、承接新船订单量、手持船舶订单量三大主要指标仍居全国榜首。据江苏省经济和信息化委员会统计，2014 年，江苏省造船完工 262 艘、1238.50 万载重吨，吨位同比下降 5%，占世界市场份额的 13.2%，占全国市场份额的 31.7%。其中，出口船舶占全省总量的 82.3%。江苏省 18 家定报企业造船完工 201 艘、1189 万载重吨，

与 2013 年造船完工量 1193.8 万载重吨基本持平，占世界市场份额的 12.7%，占全国市场份额的 30.4%，占全省总量的 96%。其中，出口船舶占全省总量的 83.6%。

2014 年，江苏省新接订单 397 艘、2202.3 万载重吨，吨位同比下降 31.7%，占世界市场份额的 18.5%，占全国市场份额的 36.7%。其中，出口船舶占全省总量的 94.8%。江苏省 18 家定报企业新接订单 325 艘、2110.2 万载重吨，吨位同比下降 33.2%，占世界市场份额的 18%，占全国市场份额的 35%，占全省总量的 95.8%。其中，出口船舶占全省总量的 96.6%。

2014 年年底，江苏省手持船舶订单量为 1183 艘、6981.2 万载重吨，吨位同比增长 16.3%，占世界市场份额的 22.1%，占全国市场份额的 46.9%。其中，出口船舶占全省总量的 95.2%。江苏省 18 家定报企业手持订单 928 艘、6727.2 万载重吨，吨位同比增长 17.9%，占世界市场份额的 21.3%，占全国市场份额的 45.2%，占全省总量的 96.4%。其中，出口船舶占全省总量的 96.2%。

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)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
	完工量	91.70	68.82	63.65	56.40
	新接订单	90.90	81.00	88.38	118.32
	手持订单	122.17	134.35	159.08	221.00
江苏省状况	指标 (万载重吨)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
	完工量	2793.00	2218.50	1313.10	1238.50
	新接订单	1252.00	478.90	3222.50	2202.30
	手持订单	5940.00	4034.00	6002.50	6981.20

资料来源：公司提供

五、基础要素分析

1. 产权状况

截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 24007.67 万元，其中股东杨屹峰持股 90%，是公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是一家设计年产能 100 万吨的船舶制造企业。公司主导产品为多用途船、散货船、化学品船以及 50000 吨以下的驳船。公司生产分为永安和口岸两个厂区：永安厂区拥有 10 万吨级船台 2 座、5 万吨级和 2 万吨级船台各 1 座，主要生产化学品船舶、多用途传播和散货

船；口岸厂区拥有 5 万吨级船台 1 座和 2 万吨级船台 2 座，主要生产驳船和工程船。据国际船舶网统计数据显示，截至 2015 年 4 月底，按船舶手持订单量全国最新排名，公司位列第 15 位。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度及高管人员无重大变化。

七、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，2014 年公司实现营业收入 56.47 亿元，同比增长 34.04%。毛利率方面，2012~2014 年，船舶建造的毛利率呈波动上升趋势，2014 年毛利率为 9.45%，较 2013 年降低 0.2 个百分点，主要由于平均销售价格略有下降。虽然受行业不景气影响，导致船舶平均售价下降，但近年来公司本着“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相对稳定。

表 3 公司营业收入和毛利率情况

项目	收入（万元）			毛利率（%）		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
船舶建造	506364.38	420592.79	558912.70	7.84	9.65	9.45
非船收入	756.34	702.54	5796.99	72.74	100.00	61.37
合计	507120.72	421295.33	564709.69	7.94	9.80	10.83

资料来源：公司提供

2. 生产经营

生产

从公司经营指标看，2012~2014 年完工量年复合下降 9.47%，2014 年为 56.40 万吨；从新接订单情况看，2012~2014 年公司新接订单量持续增长，年复合增长 20.86%，2014 年为 118.32 万吨，较上年增长 33.88%；从手持订单量看，2012~2014 年，公司手持订单量由于新接订单增长而呈现增长趋势，年复合增长 28.26%，2014 年为 221.00 万吨，公司订单额度均超过公司当期最大产能，公司手持订单中生效订单已排至 2017 年，已签订技术协议或商业协议但未生效订单已排至 2018 年。

从生产周期来看，公司平均单条船舶生产时间为 11 个月左右，加上接单到生产平均时间为 6 个月左右，平均一条船舶的生产周期为 17 个月左右。公司永安厂区能够同时进行 16-20 条船舶的不同阶段生产，其中，可以保证 4 条

船舶的结构部件生产，4 条船舶上船台加工，4-6 条船舶下水后的后期安装调试，以及 4 条船舶的生产前材料准备工作。由于生产周期的跨度超过 1 个会计年度，导致新接订单量与手持订单量的增加会在 1~2 个会计年度后在完工量中得到体现。同时，由于生产过程中，公司按进度收取船东造船进度款，且交付整船前仅接受 40%进度款，导致公司生产中占用大量自有资金和外部筹资款。

从产品来看，公司主营船型包括 51000 吨散货船、64000 吨散货船、12500 吨多用途船、12000 吨多用途船和 2400TEU 集装箱船等。其中，2400TEU 集装箱船和 51000 吨散货船为江海直达设计，适用于国内航运，能够顺利进入长江进行作业；64000 吨散货船、12500 吨多用途船和 12000 吨多用途船为无限航区设计，满足巴拿马运河和苏伊士运河航行要求。公司主营船型能同时满足国内外订单需求。

总体看，公司生产虽然受行业背景影响导致完工量持续减少，但新接订单与手持订单的同步增长满足了公司未来几年生产经营的订单需求。

表 4 公司近年三大指标完成情况

指标 (万载重吨)	2012 年	2013 年	2014 年
完工量	68.82	63.65	56.40
新接订单	81.00	88.38	118.32
手持订单	134.35	159.08	221.00

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 2013 年相比，2014 年公司钢板采购价下降 6.75%，但采购量增长 17.21%，主要由于上游钢铁产品价格处于低位，市场处于买方市场阶段，公司议价能力强，同时，企业新增订单和手持订单增加导致采购量增加。主机采购价格基本稳定，全部为国外进口，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	
	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	140565 吨	3963 元/吨
主机	28 套	2182 万元/套	17 套	2182 万元/套	13 套	2160 万元/套
克令吊	14 套	977 万元/套	22 套	977 万元/套	25 套	962.30 万元/套
油漆	207.74 万升	31.16 元/升	191.81 万升	28.75 元/升	195.34 万升	21.89 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变化较大，并且集中度较高。2014 年公司主要钢板供应商为南通中源钢业有限公司（占 26.07%）、山东旭升金属物资有限公司（占 24.03%）和上海济钢经贸有限公司（占 21.44%）等。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 Doosan Engine CO.Ltd（占 52.29%）、江苏安泰动力机械有限公司（占 47.71%）等。此外，克令吊和油漆的供应商分别由 5 家降至 2 家。

总体看，除港版外，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 2014 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 (%)
Doosan Engine Co.ltd	14681.97	52.29%
江苏安泰动力机械有限公司	13398.03	47.71%
合计	28080.00	100.00%
克令吊		
供应商名称	金额 (万元)	占比 (%)
Cargotec Sweden AB	18253.96	75.88%
Masada ironwords co.,ltd	5803.54	24.12%
合计	24057.50	100.00%
油漆		
供应商名称	金额 (万元)	占比 (%)
上海国际油漆有限公司	3796.55	88.79%
海虹老人涂料（昆山）有限公司	479.52	11.21%
合计	4276.08	100.00%

钢板		
供应商名称	金额 (万元)	占比 (%)
南通中源钢业有限公司	10890.70	26.07%
山东旭升金属物资有限公司	10039.86	24.03%
上海济钢经贸有限公司	8957.81	21.44%
新余市宏跃贸易商行	5973.87	14.30%
常熟龙腾特种钢有限公司	5918.46	14.17%
合计	41780.70	100.00%

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 年起增长明显，内销金额占比由 2012 年 10.93% 上升为 2014 年 40.96%，主要受全球经济不景气和船舶运输业低迷影响，国外订单持续减少。

从销售客户看，2014 年排名前五位客户的销售额占 55.38%，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 (%)		
		2012 年	2013 年	2014 年
国内销售	江苏	--	2.55	24.25
	江西	--	--	
	上海	--	0.65	
	湖北	--	--	
	福建	10.83	18.79	16.71
	合计	10.93	21.99	40.96
国外销售	亚洲	22.92	21.43	55.70
	欧洲	64.38	48.17	3.34
	非洲	1.77	8.42	
	合计	89.07	78.01	59.04

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司 2014 年销售以国外市场为主，占比 59.04%。因此，公司在收取造船进度款时面临汇率波动风险。

表 8 2014 年公司前五大客户销售额及占比

客户名称	主要销售产品	2014 年	
		销售额 (亿元)	占比 (%)
泰国 Precious Ship Co Ltd	64000DWT 散货船	12.53	22.19%
中国 泉州安盛船务有限公司	2400TEU 集装箱船	7.22	12.79%
泰国 Precious Shipping Public Company Ltd	38000DWT 散货船	6.72	11.90%
韩国 Ce Line 3 Corporation	57000DWT 散货船	2.80	4.96%
新加坡 Nova Carriers (Singapore) PTE.LTD.	34500DWT 化学品船	2.00	3.54%
合计		31.27	55.38%

资料来源：公司提供

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 20~40%，船舶交付时收取 80~40% 的工程尾款，具体如下：从签订技术协议、商业协议到开工，向客户收取进度款，约占合同金额的 10~20%；船体上船台，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，此外，如果出现客户弃船行为，预付款和进度款不需退还给客户。

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，销售业务中内销和外销比重合理，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 2012~2014 年销售债权周转率分别为 25.61 次、73.71 次和 50.57 次。公司应收款项规模小，故销售债券周转率很高。¹ 2012~2014 年公司存货周转次数呈下降趋势，分别为 3.96 次、2.58 次和 2.83 次，主要由于公司 2014 年存货同比增长 66.53%。2012~2014 年，受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，总资产周转率相对维持稳定。

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和数字信息化造船适应性改造项目成果。

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，2014 年财务报表经中兴华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2014 年合并范围较 2013 年没有变化。

1. 盈利能力

2012~2014，公司营业收入波动增长，近三年年复合增长 5.53%。2014 年公司实现营业收入 56.47 亿元；营业成本年复合增长 3.85%，2014 年为 50.35 亿元。近三年公司营业收入在 2013 年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；由于船舶制造的周期约 17 个月和

2013 年新增订单量和手持订单量增加，2014 年营业收入实现大幅增长。

从销售费用看，由于船舶制造行业由船东寻找船厂提前下订单的行业特点，以及公司主要客户后续订单的增加，公司无销售费用。近三年，公司财务费用较低，主要是较大额的汇兑收益和利息收入所致，此外，公司理财产品投资，抵销了部分财务费用。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，2012~2014 年营业利润率分别为 7.94%、9.80%和 10.83%。2012~2014 年以来公司总资本收益率持续增长，分别为 6.32%、7.19%和 9.87%。2012~2014 年净资产收益率波动增长，分别为 8.07%、7.82%和 10.75%，该波动主要受 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，但公司实际盈利能力较好。

总体看，在造船业持续低迷的整体环境下，公司收入规模实现波动增长，且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，2012~2014 年，与营业收入规模持续波动增长一样，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增长 2.87%和 3.14%，2014 年分别为 54.10 亿元和 61.43 亿元。2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额持续上升，年复合增长率为 67.22%，2014 年为 7.54 亿元。2012~2014 年，公司现金收入比有所回落，分别为 100.81%、118.65%和 95.80%。总体看，公司经营获取现金能力一般。

2012~2014 年，公司投资活动现金流出量快速下降，受此影响，投资活动现金净流量由负转正，但规模仍较小。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

¹ 应收账款规模较小是因为企业收入核算方法将确认收入和确认应收账款分开，即，在交船时将全部收入计入应收账款，在此之前的进度款计入预收款项。因此，在资产负债表中反映出的应收账款规模较小，而预收款项规模较大。

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。2014 年公司没有投资活动现金流入，同期投资活现金流出仅为 3.96 万元。

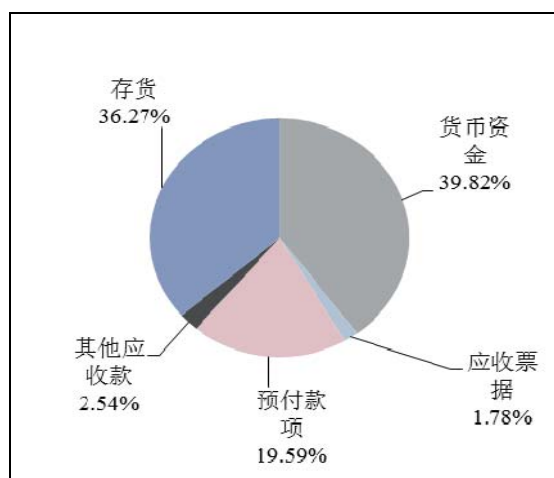
从筹资活动来看，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量年复合下降 77.26%。2012 年公司筹资力度较大，主要是受船东付款方式调整，公司需要增加营运资金以及投资支出规模较大所致。2013 年公司投资期已结束，付款方式调整过渡期已完成，筹资需求下降。2014 年由于公司没有大规模投资和扩产计划，且前期投资升级扩建已完成，筹资需求进一步大幅度下降，筹资活动现金净流量为-4.39 亿元。

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，但考虑到公司造船周期较长，需垫付部分资金，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 2014 年底，公司资产合计为 77.68 亿元，同比增长 16.00%，其中流动资产占 78.78%，非流动资产占 21.22%，资产结构以流动资产为主。

图 4 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司流动资产 61.20 亿元，

同比增长 24.41%，以货币资金（占 39.82%）、存货（占 36.27%）、预付款项（占 19.59%）和其他应收款（占 2.54%）为主。

截至 2014 年底，公司货币资金 24.37 亿元，同比增长 14.73%，主要为营业收入增加导致的银行存款增，其中受限资金 4.79 亿元。

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 2014 年底，公司预付账款 11.99 亿元，同比减少 0.54%，其中账龄 1 年内占 33.22%，1~2 年占 53.22%，2~3 年占 3.93%，3 年以上占 9.63%。

截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额为 1.55 亿元，主要由金融租赁保证金和往来款构成。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 17.83%，1~2 年占 2.21%，2~3 年占 43.47%，3 年以上占 36.49%。公司对其他应收款提取坏账准备 0.22 亿元，占账面余额的 14.01%。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
泉州安盛船务有限公司	2000.00	往来款
合计	6500.00	

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司存货账面余额为 22.20 亿元，同比增长 66.53%，主要原因是公司 2014 年上半年已开工在建 16 艘船舶，另有 4 艘准备开工船舶，在产品和原材料增加所致。2014 年底存货构成中，原材料占 12.97%，在产品占 87.03%。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 2014 年底，公司非流动资产为 16.48 亿元，以固定资产为主。

截至 2014 年底，公司固定资产原值 20.87 亿元，其中房屋建筑物和机器设备分别占 81.10%和 15.91%。截至 2014 年底，公司累计计提折旧 5.91 亿元，固定资产净额为 14.96 亿元，成新率 71.68%。

总体看，公司资产以流动资产为主，货币资金较充裕，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2014年底，公司所有者权益40.64亿元，较2013年增长12.04%，其中未分配利润占68.52%、资本公积占21.69%、盈余公积占3.89%和实收资本占5.91%。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 2014 年底，公司负债合计 37.04 亿元，同比增长 20.68%，其中流动负债占 76.25%，非流动负债占比 23.75%，负债结构以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债为 28.24 亿元，同比增长 33.63%，以应付票据、应付账款和预收款项为主。

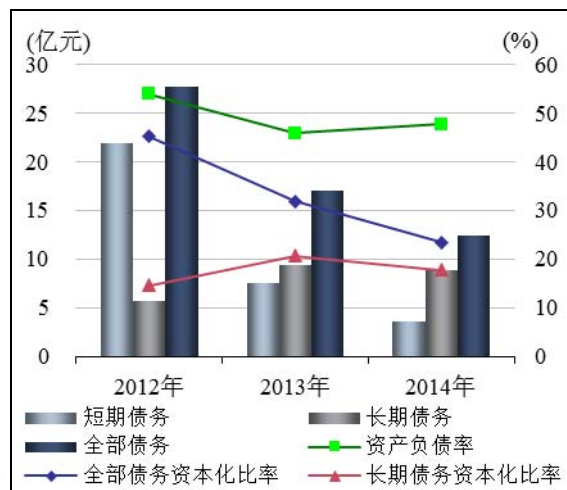
截至 2014 年底，应付票据为 2.65，主要由银行承兑汇票和信用证构成。

预收账款科目为公司预收的造船进度款。截至 2014 年底，公司预收账款 18.70 亿元，同比增长 72.20。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，从预收账款看，行业景气度低迷未对公司产生显著负面影响。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 8.80 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 1.42 亿元（主要为公司售后回租的融资租赁款）。

截至 2014 年底，公司全部债务为 12.42 亿元，同比下降 26.84%，主要因为短期借款到期偿还。其中短期债务为 3.62 亿元，长期债务为 8.80 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，近三年底资产负债率分别为 53.83%、45.84%和 47.69%，同期全部债务资本化比率分别为 45.19%、31.88%和 23.41%；长期债务资本化比率波动下降，分别为 14.57%、20.64%和 17.80%。

整体来看，公司债务负担有所减轻，债务结构比较合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2012 年~2014 年，公司流动比率和速动比率波动上升，2014 年底分别为 216.67%和 138.09%。公司经营现金流动负债比 26.70%，较 2013 年，下降 1.89 个百分点。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2012 年~2014 年，公司全部债务/EBITDA 波动下降，分别为 5.31 倍、2.82 倍和 1.63 倍；EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 4.49 倍、6.09 倍和 8.77 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2015 年 3 月底，公司对泰州福海钢结构有限公司担保 2000.00 万元。2014 年底，泰

州福海钢结构有限公司资产总额 23416.14 万元，净资产 13778.96 万元，2014 年实现销售收入 29053.36 万元，净利润 2058.50 万元。2015 年 3 月底，该公司资产总额 22647.07 万元，净资产 14199.52 万元，2015 年 1~3 月实现销售收入 4950.00 万元，净利润 420.56 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。

2012 年~2014 年，公司 EBITDA 稳定增长，分别为 5.21 亿元、6.03 亿元和 7.62 亿元，EBITDA 对“13 三福船舶债”保障倍数分别为 0.74 倍、0.86 倍和 1.09 倍。2012 年~2014 年，公司经营活动现金流入量波动增长分别为 57.75 亿元、55.49 亿元和 61.43 亿元，对“13 三福船舶债”覆盖倍数分别为 8.25 倍、7.93 倍和 8.78 倍。2012 年~2014 年，公司经营活动现金净流量持续增长分别为 2.70 亿元、6.04 亿元和 7.54 亿元，分别为“13 三福船舶债”的 0.39 倍、0.86 倍和 1.08 倍。总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“13 三福船舶债”保障较好。

截至 2015 年 3 月底，公司已获得授信总额 80.61 亿元，未使用授信额度 53.71 亿元。公司间接融资渠道畅通。

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【2015】D021 号资产评估报告，认定码头评估价值为 151371 万元，对本期公司债额度的 2.16 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。2015 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 万吨级舾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【2015】D021 号资产评估报告，认定码头评估价值为 151371 万元。码头资产评估价值对本期公司债额度的 2.16 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 2015 年 6 月 19 日，公司无不良贷款记录，债务履约情况良好。

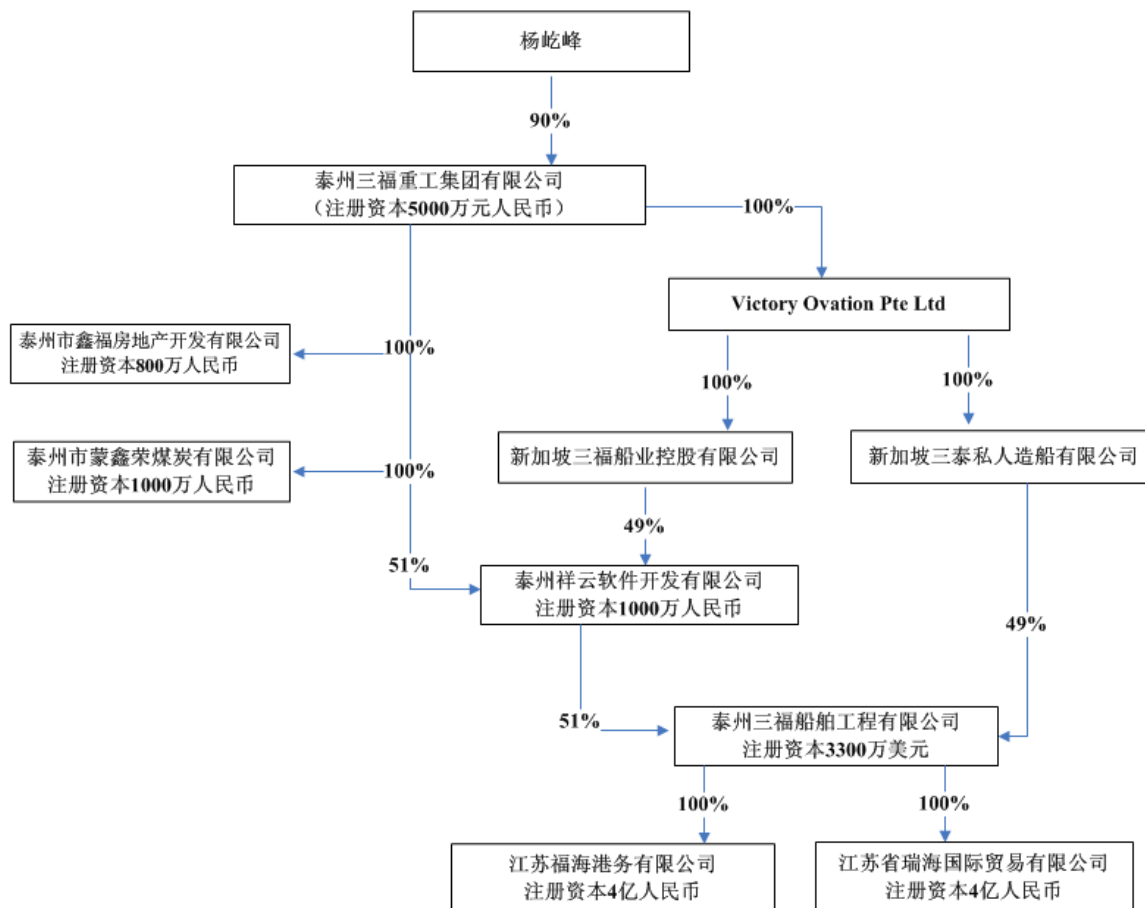
6. 抗风险能力

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。

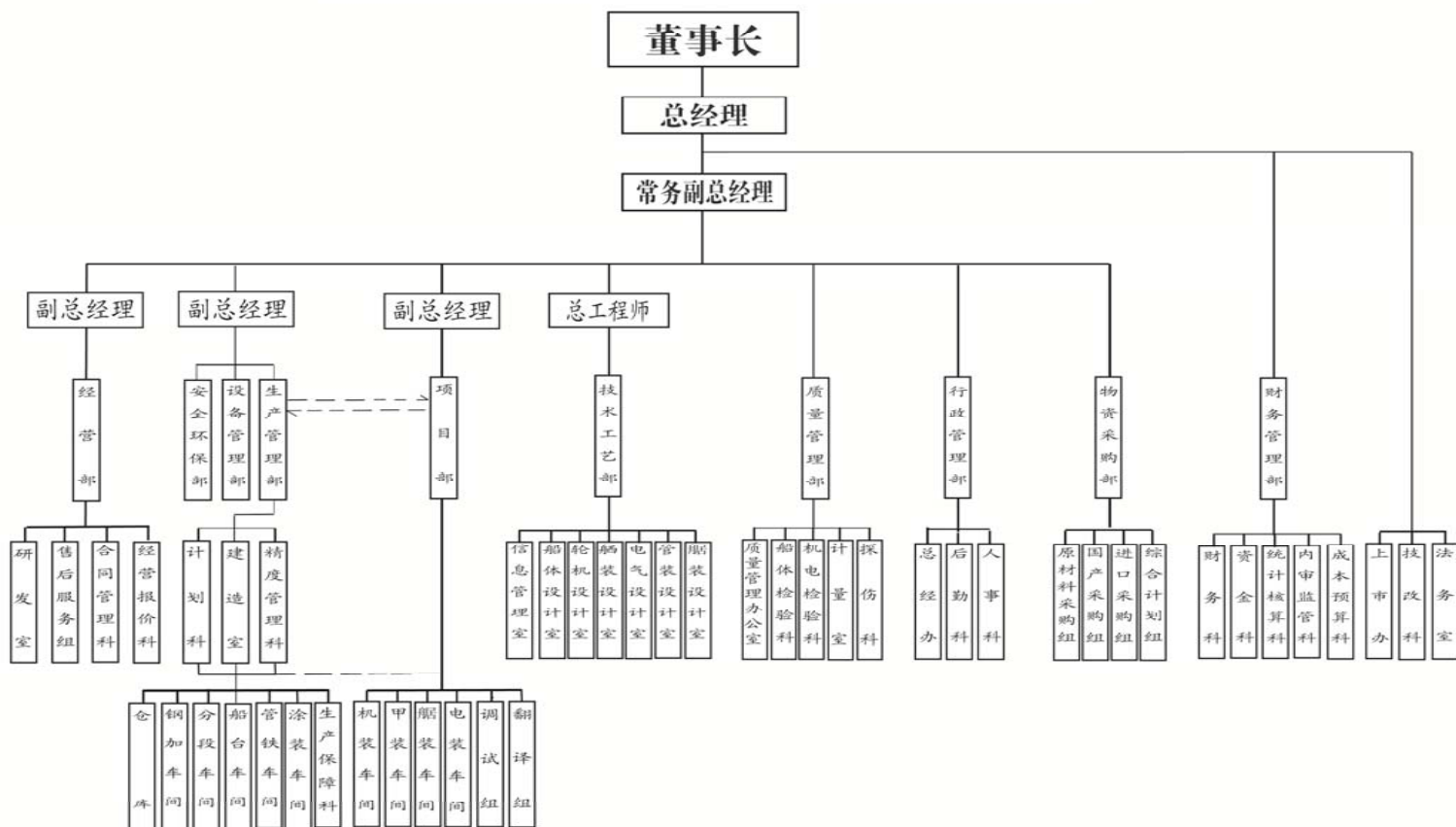
九、结论

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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	22.12	22.37	25.46
资产总额(亿元)	72.61	66.97	77.68
所有者权益(亿元)	33.53	36.27	40.64
短期债务(亿元)	21.93	7.55	3.62
长期债务(亿元)	5.72	9.43	8.80
全部债务(亿元)	27.65	16.98	12.42
营业收入(亿元)	50.71	42.13	56.47
利润总额(亿元)	3.17	3.34	5.33
EBITDA(亿元)	5.21	6.03	7.62
经营性净现金流(亿元)	2.70	6.04	7.54
财务指标			
销售债权周转次数(次)	25.61	73.71	50.57
存货周转次数(次)	3.96	2.58	2.83
总资产周转次数(次)	0.76	0.60	0.78
现金收入比(%)	100.81	118.65	95.80
营业利润率(%)	7.94	9.80	10.83
总资本收益率(%)	6.32	7.19	9.87
净资产收益率(%)	8.07	7.82	10.75
长期债务资本化比率(%)	14.57	20.64	17.80
全部债务资本化比率(%)	45.19	31.88	23.41
资产负债率(%)	53.83	45.84	47.69
流动比率(%)	160.14	232.72	216.67
速动比率(%)	111.75	169.66	138.09
经营现金流动负债比(%)	8.11	28.59	26.70
EBITDA 利息倍数(倍)	4.49	6.09	8.77
全部债务/EBITDA(倍)	5.31	2.82	1.63

注：. 1.现金类资产未剔除受限货币资金；2.长期债务中考虑长期应付款中的融资租赁。

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/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(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。