跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1138 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/13 三福船”AA 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十八日

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企业债跟踪评级报告

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/13 三福船	7 亿元	2013/3/27-2019/3/27	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	22.37	25.46	24.85
资产总额(亿元)	66.97	77.68	87.66
所有者权益(亿元)	36.27	40.64	44.57
长期债务(亿元)	9.43	8.80	10.49
全部债务(亿元)	16.98	12.42	26.71
营业收入(亿元)	42.13	56.47	60.92
利润总额 (亿元)	3.34	5.33	4.79
EBITDA(亿元)	6.03	7.62	7.50
经营性净现金流(亿元)	6.04	7.54	-2.93
营业利润率(%)	9.80	10.83	10.70
净资产收益率(%)	7.82	10.75	8.83
资产负债率(%)	45.84	47.69	49.15
全部债务资本化比率(%)	31.88	23.41	37.47
流动比率(%)	232.72	216.67	219.28
全部债务/EBITDA(倍)	2.82	1.63	3.56
EBITDA 利息倍数(倍)	6.09	8.77	5.60
经营现金流动负债比(%)	28.59	26.70	-9.00

注：长期债务中考虑长期应付款中的融资租赁，其他应付款中的“15 三福 01”和“15 三福 02”的债券资金计入短期债务。

分析师

方 晓　杨 涵
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，在船舶制造行业景气度低迷背景下，公司手持订单充足，并且通过提高自身生产经营效率和增加产品附加值等方式提高船品竞争力，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，公司债务规模增加、新接订单量和手持订单量下降、全球造船行业持续低迷和汇率波动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，继续推进数字信息化造船适应性改造项目。同时，公司根据市场需求调整产品结构，降低船东违约和弃船的风险。

根据 2016 年 3 月 29 日公布的《13 三福船舶债/13 三福船（1380143）含权债券履行结果公告》（中债托管【2016】054 号），“13 三福船舶债/13 三福船”投资人回售选择权履行后结果：继续托管总面额 2530.40 万元（其中，银行间继续托管面额 2000.00 万元、上交所继续托管面额 530.40 万元），未回售部分债券利率 6.90%。

公司对“13 三福船舶债/13 三福船”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【2016】E028 号资产评估报告，认定码头评估价值为 150636 万元，与上期跟踪评级时评估价值变化很小，码头资产评估价值对本期公司债存续金额 0.25 亿的保障倍数为 60.25 倍，有效提升了“13 三福船舶债/13 三福船”存续本息偿还的安全性。

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/13 三福船”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司手持订单量充足，满足公司未来两年的生产需求。
2. 公司完工量和营业收入稳定增长。
3. 码头资产抵押有效提升了“13 三福船舶债/13 三福船”存续本息偿还的安全性。

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。
4. 公司债务规模快速增长，债务结构有待优化。

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/13三福船”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 2016 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 2015 年底，公司资产总额为 87.66 亿元，所有者权益合计 44.57 亿元；2015 年公司实现营业收入 60.92 亿元，利润总额 4.79 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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显

外贸低迷。2015年，中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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，2015 年全球新船订单量累计达 96.46 百万载重吨，比 2014 年下降 12.11%；全年造船完工量 96.24 百万载重吨，同比增长 5.92%；2015 年全球累计手持船舶订单 303.15 百万载重吨，同比下降 4.33%。三大主要指标中除完工量外，其余两大指标均有较大幅度下降，主要是 2013 年以来海运市场行情波动较大，海运市场资金链紧张情况还未得到彻底改善，航运市场仍处于低迷期。2015 年全球造船业三大指标中虽然完工量持续增长，但受手持订单量与新船订单量大幅下降影响，短期内船舶制造业行情不会有显著的改善。从近三年来看，2015 年造船行业主要指标下滑趋势已经有所减缓，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，2015 年中、韩、日三国合计接单 90.49 百万载重吨，占世界订单总量的 93.81%，与 2014 年相比新接订单量减少 13.28%，其中，中国新接订单量 29.16 百万载重吨，同比下降 42.85%，占世界总量的 30.20%。韩国新接订单量 32.46 百万载重吨，同比增长 5.46%，占世界总量的 33.70%；日本新接订单 28.87 百万载重吨，占 29.90%。

完工量方面，2015 年中、韩、日三国合完工量 89.67 百万载重吨，占世界订单总量的 93.17%，与 2014 年相比完工量增长 5.69%，其中，中国完工量 39.22 百万吨，同比增长 8.07%，占世界总量的 40.80%；韩国 2015 年完工量 29.36 百万吨，同比增长 13.32%，占世界总量 30.50%；日本 2015 年完工量 21.09 百万吨，同

比下降 6.85%，占世界总量的 21.90%。

手持订单量方面，中、韩、日三国手持订单量合计为 279.42 百万载重吨，占全球手持订单总量的 92.17%，较 2014 年手持订单量下降 4.32%。其中，中国受完工量增长和新接订单量下降影响，手持订单量下降达 14.93%。

表 1　2015 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	96.24	39.22	29.36	21.09
	占比（%）	100.00	40.80	30.50	21.90
	百万修正总吨	36.65	12.86	12.70	6.62
	占比（%）	100.00	35.10	34.60	18.10
新接订单量	百万吨	96.46	29.16	32.46	28.87
	占比（%）	100.00	30.20	33.70	29.90
	百万修正总吨	33.77	10.25	10.15	9.14
	占比（%）	100.00	30.30	30.00	27.10
手持订单量	百万吨	303.15	127.37	82.71	69.34
	占比（%）	100.00	42.00	27.30	22.90
	百万修正总吨	109.29	39.87	30.52	23.14
	占比（%）	100.00	36.50	27.90	21.20

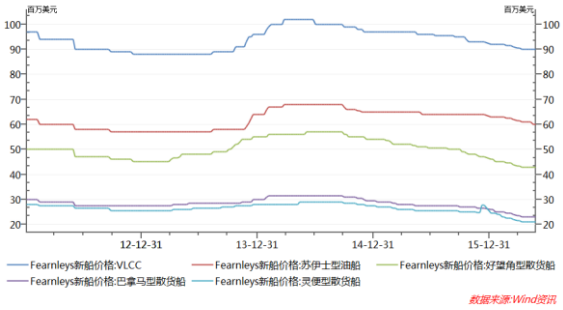
资料来源：Clarkson Research Service

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。据克拉克松公司统计，虽然中国 2015 年造船完工量增长 8.07%，但受手持订单量和新接订单量继续下滑影响，中国造船行业仍呈下滑趋势，其中，新船订单量 29.16 百万载重吨，同比下降 42.85%；手持订单量 127.37 百万载重吨，同比增长 14.93%。根据中国船舶工业协会数据显示，2015 年，中国船舶出口额为 280.2 亿美元，同比增长 11.2%，其中，船舶产品中散货船、油船和集装箱船仍占主导地位，其出口额合计为 157.1 亿美元，占出口总额的 55.9%。从出口区域来看，亚洲仍然是中国造船企业主要出口区域，向亚洲出口船舶的金额为 164.5 亿美元，占比 58.7%；向欧洲出口船舶的金额为 35.7 亿美元，占比 12.7%；向拉丁美洲出口船舶的金额为 33.4 亿美元，占比 11.9%；向大洋洲出口船舶的金额为 31.6 亿美元，占比 11.3%。

从主要船型价格来看，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。2015 年，各船型价格持续走低，但价位仍高于 2012 年水平。2016 年一季度，各船型价格大幅下落，其中好望角型散货船、灵便型散货船和巴拿马型散货船均跌破 2012 年低位水平。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

根据中国船舶工业协会数据显示，2016 年 1～4 月份，全国造船完工 1079 万载重吨，同比下降 13.5%。承接新船订单 1380 万载重吨，同比增长 108%。4 月底，手持船舶订单 12428 万载重吨，同比下降 11.2%，比 2015 年底增长 1%。2016 年 1～4 月份，全国完工出口船 998 万载重吨，同比下降 11.4%；承接出口船订单 1320 万载重吨，同比增长 133%；4 月末手持出口船订单 11819 万载重吨，同比下降 11.8%。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 92.4%、95.7%和 95.1%。

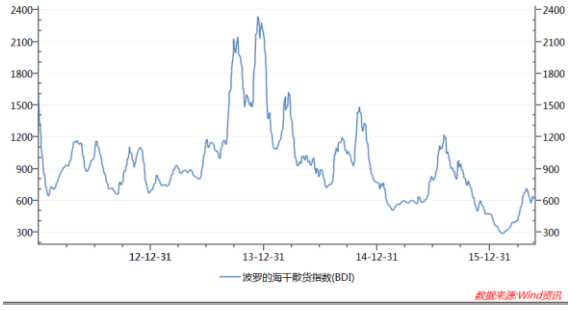
总体看，受全球经济增速放缓、石油价格波动和航运业需求减少影响，短期内全球造船业行情将仍维持低位水平；中国造船行业受新接订单量大幅下降影响，未来一年造船行业仍将面临较大挑战。

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 BDI 指数波动较大，从年初 800 点左右上涨至 7 月份 1200 点左右，随后一路暴跌，年底跌至 470 点左右。2016 年以来，BDI 指数于 2 月份跌至 290 点历史低位后迅速回升，于 4 月底涨至 700 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，运价指数继续震荡并寻底徘徊，预期 2016 年下半年行业基本面仍以低位震荡为主。

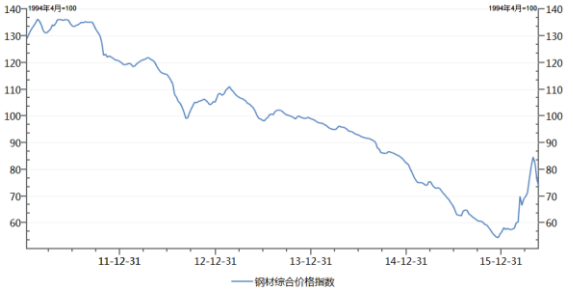
图 2　近几年波罗的海(BDI)指数



资料来源：wind 资讯

钢材价格波动影响对行业影响明显

图 3　近几年钢材综合价格指数



资料来源：wind 资讯

2012 年 9 月，钢材综合价格指数跌破 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 2013 年以来，钢材综合价格指数持续下跌。2015 年钢材综合价格指数延续了下跌趋势，钢材综合指数与 2015 年 12 月跌至历史新低 54.48 点。2016 年以来，钢材综合价格指数快速回升，于 4 月底上涨突破 80 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，2015 年，江苏省船舶工业造船完工量有所增长，但新增订单量和手持订单量呈现下降趋势。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，2015 年，江苏造船完工量为 317 艘、1657.5 万载重吨，吨位同比增长 33.8%，占世界市场份额的 16.8%，占全国份额的 39.6%。其中，出口船舶占全省总量的 92.9%。江苏省 18 家定报企业造船完工量为 251 艘、1579.6 万载重吨，吨位占全省总量的 95.3%，同比增长 32.8%。同时，江苏省南通市、泰州市、扬州市三大造船基地造船完工量为 225 艘、1280.2 万载重吨，吨位同比增长 33.6%。

2015 年，江苏省新接订单量为 241 艘、1212.7 万载重吨，吨位同比下降 44.9%，占世界市场份额的 12.3%，占全国份额的 38.9%。其中，出口船舶占全省总量的 86.7%。江苏省 18 家定报企业新接订单量为 180 艘、1128.7 万载重吨，吨位同比下降 46.5%，占全省总量的 93.1%。同时，江苏省三大造船基地新接订单量为 163 艘、1108.4 万载重吨，吨位同比下降 36.7%。

截至 2015 年底，江苏省手持订单量为 930 艘、5665.8 万载重吨，吨位同比下降 18.8%，占世界市场份额的 18.9%，占全国份额的 46%。其中，出口船舶占全省总量的 94.4%。江苏省 18 家定报企业手持订单量为 720 艘、5368.1 万载重吨，吨位同比下降 20.2%，占全省总量的 94.7%。江苏省三大造船基地手持订单量为 675 艘、4807.1 万载重吨，吨位同比下降 12.2%。

表 2　公司与江苏省主要造船指标比较

	指标（万载重吨）	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
公司状况	完工量	68.82	63.65	56.40	72.00
	新接订单	81.00	88.38	118.32	35.36
	手持订单	134.35	159.08	221.00	184.36
	指标（万载重吨）	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
江苏省状况	完工量	2218.50	1313.10	1238.50	1657.50
	新接订单	478.90	3222.50	2202.30	1212.70
	手持订单	4034.00	6002.50	6981.20	5665.80

资料来源：公司提供

五、基础要素分析

1. 产权状况

截至 2016 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、多用途船舶和散货船；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 年底，按船舶手持订单量全国最新排名，公司位列第 20 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，公司完工量波动增长，2015年公司实现营业收入60.92亿元，同比增长7.88%。毛利率方面，2015年毛利率为9.74%，较2014年略有增长。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。非船收入方面，2015年公司实现非船收入13.57亿元，同比大幅增长，主要系公司2015年增加钢结构销售收入13.1亿元所致；2015年，公司非船收入毛利率14.03%。

表 3　公司营业收入和毛利率情况

项目	收入（万元）			毛利率（%）		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
船舶建造	420592.79	558912.70	473433.16	9.65	9.45	9.74
非船收入	702.54	5796.99	135720.97	100.00	61.37	14.03
合计	**421295.33**	**564709.69**	**609154.13**	**9.80**	**10.83**	**10.70**

资料来源：公司提供

2. 生产经营

生产

从公司经营指标看，2013～2015 年完工量年复合增长 6.36%，2015 年为 72.00 万吨；从新接订单情况看，2013～2015 年公司新接订单量年复合下降 36.57%，2015 年为 35.36 万吨，较上年下降 70.11%；从手持订单量看，2013～2015 年，公司手持订单量，年复合增长 7.65%，2015 年为 184.36 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 2018 年，已签订技术协议或商业协议但未生效订单已排至 2019 年。跟踪期内，受国际海运市场需求影响，公司调整产品结构，由于散货船型需求减少原因，不再新接散货船型订单，同时为应对集装箱船型和多用途船型的增长，2017 年下半年和 2018 年订单主要集中在集装箱船型和多用途船型。通过调整产品结构，降低船东弃船的风险。

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由资金和外部筹资款。

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新接订单量波动减少，但公司未来两年手持订单量依然充足；公司通过调整产品结构，降低船东弃船的风险。

表 4　公司近年三大指标完成情况

指标（万载重吨）	2013 年	2014 年	2015 年
完工量	63.65	56.40	72.00
新接订单	88.38	118.32	35.36
手持订单	159.08	221.00	184.36

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 2014 年相比，2015 年公司钢板采购价下降 27.00%，但采购量增长 19.63%，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，同时公司手持订单充足对钢材需求增加所致。主机采购价格基本稳定，全部为国外进口，油漆价格回升到 2013 年价格水平。

表 5　公司原材料采购量和采购价状况

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
钢板	119921 吨	4250 元/吨	140565 吨	3963 元/吨	168153 吨	2893 元/吨
主机	17 套	2182 万元/套	13 套	2160 万元/套	16 套	2371 万元/套
克令吊	22 套	977 万元/套	25 套	962.30 万元/套	26 套	1023 万元/套
油漆	191.81 万升	28.75 元/升	195.34 万升	21.89 元/升	213 万升	28 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。2015 年公司主要钢板供应商为上海淦跃贸易有限公司（占 31.24%）、上海济钢经贸有限公司（占 28.48%）和常熟市龙腾特种钢有限公司（占 26.64%）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 48.20%）、Caterpillar Motoren GmbH&Co.KG（占 37.84%）等。此外，克令吊和油漆的供应商分别由 5 家降至 3 家和 2 家。

总体看，除钢板外，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　2015 年公司前五大供应商采购额及占比

(单位：万元、%)

钢材		
供应商名称	采购金额	占比
上海淦跃贸易有限公司	15197.55	31.24
上海济钢经贸有限公司	13852.87	28.48
常熟市龙腾特种钢有限公司	12958.29	26.64
南通中源钢业有限公司	856.34	1.76
南京东南钢板贸易有限公司	778.41	1.60
合计	**43643.46**	**89.72**
主机		
供应商名称	**采购金额**	**占比**
DOOSAN　ENGINE CO.,LTD	18282.69	48.20
Caterpillar Motoren GmbH&Co.KG	14356.23	37.84
宜昌船舶柴油机有限公司	5297.08	13.96
合计	**37936.00**	**100.00**
克令吊		
供应商名称	**采购金额**	**占比**
MACGREGOR FINLAND OY	9356.68	35.18
Cargotec Sweden AB	8793.67	33.06
DOOSAN　ENGINE CO.,LTD	8447.65	31.76
合计	**26598.00**	**100.00**
油漆		
供应商名称	**采购金额**	**占比**
上海国际油漆有限公司	4628.55	78.81
宁波伯爵油漆有限公司	1244.21	21.19
合计	**5872.76**	**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影响，外销金额占比由 2014 年 59.04%上升为 2015 年 62.95%，2015 年内销金额略有所下降至 37.05%。由于公司主要以外销为主，因此在收取造船进度款时面临汇率波动风险。

从销售区域来看，公司 2015 年内销主要集中在福建和江苏，外销主要集中在亚洲和欧洲。

表 7　公司主要销售额占比状况

区域		销售额占比（%）		
		2013 年	2014 年	2015 年
国内销售	江苏	2.55	24.25	8.20
	江西	--	--	--
	上海	0.65	--	2.43
	湖北	--	--	--
	福建	18.79	16.71	26.42
	合计	21.99	40.96	37.05
国	亚洲	21.43	55.70	43.21

外销售	欧洲	48.17	3.34	19.74
	非洲	8.42	--	--
	合计	78.01	59.04	62.95

资料来源：公司提供

从销售客户看，2015 年排名前四位客户的销售额占 42.87%，公司销售对重点客户的依赖度较高。

表 8　2015 年公司前四大客户销售额及占比

客户	主要销售产品	销售金额（亿元）	占比（%）
英国 Marine cove	12000 散货船	7.52	12.37
德国 ZEABORN GMBH & CO.KG	12500 多用途船	7.20	11.85
中国 泉州安盛	2400TEU 集装箱船	6.13	10.09
丹麦 Nordana Line	12000 多用途船	5.20	8.56
合计		**26.05**	**42.87**

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 80～60%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 70～40%。公司选择信誉度高、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，销售业务以外销为主，存在一定汇率风险，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，跟踪期内，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均较 2014 年有所下降。其中，2015 年销售债权周转次数 28.32 次，较 2014 年 50.57 次下降较明显，主要系应收票据大幅增长所致。[1]

总体看，公司经营效率尚可。

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

公司提供的2013~2015年财务报表已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。公司2015年合并范围较2014年无变动。

截至 2015 年底，公司资产总额为 87.66 亿元，所有者权益合计 44.57 亿元；2015 年公司实现营业收入 60.92 亿元，利润总额 4.79 亿元。

1．盈利能力

2013～2015 年，受益于公司在手订单比较充裕、完工量增长，公司营业收入稳定增长，近三年年复合增长 20.25%。2015 年公司实现营业收入 60.92 亿元；营业成本年复合增长 19.65%，2015 年为 54.40 亿元。

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，主要是利息收入较大所致，此外，公司理财产品投资，抵销了部

[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。

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，2013～2015 年营业利润率分别为 9.80%、10.83%和 10.70%。2013～2015 年以来公司总资本收益率有所波动，分别为 7.19%、9.87%和 7.35%。2013～2015 年净资产收益率波动增长，分别为 7.82%、10.75%和 8.83%。

总体看，在造船业持续低迷的整体环境下，公司收入规模实现持续增长，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，2013～2015 年，与营业收入规模稳定增长一样，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 12.50%和 16.42%，2015 年分别为 63.27 亿元和 75.21 亿元。2013～2015 年，公司经营活动现金流量净额波动较大，分别为 6.04 亿元、7.54 亿元和-2.93 亿元。2013～2015 年，公司现金收入比有所回落，分别为 118.65%、95.80%和 103.86。总体看，公司经营活动获现能力一般。

2013～2015 年，公司投资活动现金流入量和流出量均较小，2015 年公司用于购建固定资产、无形资产等支付的现金 1.35 亿元，主要为船台和车间的技术改造升级支出。

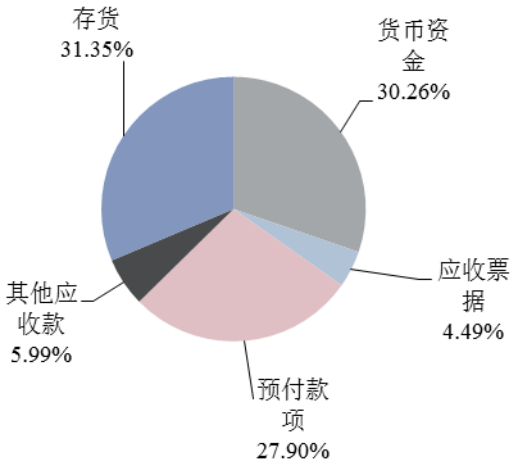
从筹资活动来看，2013～2015 年，公司筹资活动现金流入量年复合下降 25.79%。2013 年公司投资期已结束，付款方式调整过渡期已完成，筹资需求下降；2014 年由于公司没有大规模投资和扩产计划，且前期投资升级扩建已完成，筹资需求进一步大幅度下降，筹资活动现金净流量为-4.39 亿元；2015 年受公司借款增长影响，公司筹资活动净现金流为 1.62 亿元。

总体看，公司经营活动获现能力一般，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 2015 年底，公司资产合计为 87.66 亿元，同比增长 14.41%，其中流动资产占 81.55%，非流动资产占 18.45%，资产结构以流动资产为主。

图 4　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司流动资产 71.48 亿元，同比增长 16.81%，以货币资金（占 30.26%）、存货（占 31.35%）、预付款项(占 27.90%)和其他应收款(占 5.99%)为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 21.63 亿元，同比下降 11.21%，主要系 2015 年支付船用材料、设备货款较多所致。

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 2015 年底，公司预付账款 19.94 亿元，同比增长 66.30%，其中账龄 1 年内占 63.89%，1～2 年占 3.22%，2～3 年占 24.78%，3 年以上占 8.11%。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额为 4.28 亿元，主要由金融租赁保证金和往来款构成。从账龄看，账龄在 1 年以内占 70.23%，1～2 年占 3.54%，2～3 年占 0.39%，3 年以上

占 25.84%。公司对其他应收款提取坏账准备 0.50 亿元，占账面余额的 10.37%。公司其他应收款账龄较短，坏账计提较充分。

表 9　截至 2015 年底公司前五大其他应收款客户情况

（单位：万元）

欠款单位	金额	性质或内容
泰州三福重工集团有限公司	10172.70	往来款
泰州瑞海投资有限公司	7585.00	往来款
建信金融租赁股份有限公司	6000.00	保证金
泰州福海钢结构有限公司	4803.69	往来款
民生金融租赁股份有限公司	3000.00	保证金
合计	**31558.39**	--

资料来源：公司审计报告

注：各项数据合计与年报附注存在细微差别，系保留有效数字所致。

截至2015年底，公司存货账面余额为22.41亿元，同比变动较小，存货构成中，原材料占11.32%，在产品占 88.68%。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 2015 年底，公司非流动资产为 16.18 亿元，以固定资产为主。

截至 2015 年底，公司固定资产原值 21.79 亿元，其中房屋建筑物和机器设备分别占 57.12%和 39.97%，运输设备、电子设备及其他共 2.91%。截至 2015 年底，公司累计计提折旧 7.23 亿元，固定资产净额为 14.56 亿元。

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2015年底，公司所有者权益44.57亿元，较2014年增长9.69%，其中未分配利润占71.30%、资本公积占19.77%、盈余公积占3.55%和实收资本占5.39%。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 2015 年底，公司负债合计 43.09 亿元，同比增长 16.31%，其中流动负债占 75.66%，非流动负债占比 24.34%，负债结构以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 32.60 亿元，同比增长 15.42%，以应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款为主。

截至 2015 年底，应付票据为 5.26 亿元，主要由银行承兑汇票和信用证构成。公司应付票据同比增长 98.69%，主要系 2015 年完工量增长同时支付供应商货款较多所致。

截至 2015 年底，公司应付账款 3.24 亿元，同比下降 47.24%，主要系 2015 年完工量增长，收到船东支付的尾款进而支付供应商货款所致。

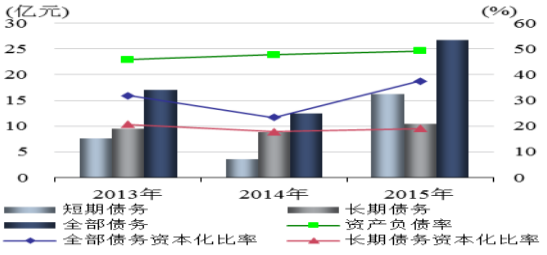
预收账款科目为公司预收的造船进度款。截至 2015 年底，公司预收账款 13.86 亿元，同比下降 25.89%。近三年公司预收款分别为 10.58 亿元、18.70 亿元和 13.86 亿元，波动主要受船舶制造行业景气度、造船各节点结算方式变化以及排产期影响。

截至 2015 年底，公司其他应付款 8.98 亿元，较 2014 年底大幅增加，主要系公司母公司泰州三福重工集团有限公司提供 8.91 亿元公司债募集资金所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 10.49 亿元，构成主要为应付债券 7.56 亿元（主要系公司发行 7 亿元公司债券）和长期应付款 2.92 亿元（主要为公司售后回租的融资租赁款）。

截至 2015 年底，公司全部债务为 26.71 亿元，同比增长 115.05%，主要系其他应付款大幅增长所致。其中短期债务为 16.22 亿元，长期债务为 10.49 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

受公司有息债务规模快速增长所致，公司债务负担呈快速上升趋势，近三年底资产负债率分别为 45.84%、47.69%和 49.15%，同期全部债务资本化比率分别为 31.88%、23.41%和 37.47%；长期债务资本化比率波动下降，分别为 20.64%、17.80%和 19.05%。

整体来看，跟踪期内公司债务规模快速增长，债务负担有所增加。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2013～2015 年，公司流动比率和速动比率波动下降，2015 年底分别为 219.28%和 150.53%。公司经营现金流动负债比-9.00%。考虑到公司现金类资产较充足，总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2013～2015 年，公司全部债务/EBITDA 波动上升，分别为 2.82 倍、1.63 倍和 3.56 倍；EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 6.09 倍、8.77 倍和 5.60 倍。总体看，公司长期偿债能力较 2014 年有所弱化。

截至 2016 年 3 月底，公司对泰州福海钢结构有限公司担保 2000.00 万元。截至 2015 年底，泰州福海钢结构有限公司资产总额 26955.57 万元，净资产 15899.59 万元，2015 年实现销售收入 39087.72 万元，净利润 2120.63 万元。截至 2016 年 3 月底，该公司资产总额 27945.14 万元，净资产 16622.88 万元，2016 年 1～3 月实现销售收入 14679.18 万元，净利润 723.29 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。

根据 2016 年 3 月 29 日《2013 年泰州三福船舶工程有限公司公司债券募集说明书》中所设定的公司债券回售条款“13 三福船舶债/13 三福船”持有人可按规定对其所持有的全部或部分“13 三福船舶债/13 三福船”申报回售。根据《13 三福船舶债/13 三福船（1380143）含权债券履行结果公告》（中债托管【2016】054 号），“13 三福船舶债/13 三福船”投资人回售选择权履行后结果：继续托管总面额 2530.40 万元（其中，银行间继续托管面额 2000.00 万元、上交所继续托管面额：530.40 万元），未回售部分债券利率 6.90%。

2013～2015 年，公司 EBITDA 稳定增长，分别为 6.03 亿元、7.62 亿元和 7.50 亿元，EBITDA 对“13 三福船舶债/13 三福船”存续金额 0.25 亿元保障倍数分别为 24.11 倍、30.50 倍和 30.01 倍。2013～2015 年，公司经营活动现金流入量波动增长分别为 55.49 亿元、61.43 亿元和 75.21 亿元，对“13 三福船舶债/13 三福船”存续金额 0.25 亿元覆盖倍数分别为 221.95 倍、245.73 倍和 300.84 倍。2013～2015 年，公司经营活动现金净流量分别为 6.04 亿元、7.54 亿元和-2.93 亿元，分别为“13 三福船舶债/13 三福船”存续金额 0.25 亿元的 24.87 倍、30.16 倍和-11.72 倍。总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“13 三福船舶债/13 三福船”存续金额 0.25 亿元保障程度高。

截至 2016 年 3 月底，公司已获得授信总额 80.01 亿元，未使用授信额度 51.98 亿元。公司间接融资渠道畅通。

公司对“13 三福船舶债/13 三福船”提供了码头资产抵押。2016 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【2016】E028 号资产评估报告，认定码头评估价值为 150636 万元。码头资产评估价值对本期公司债存续金额 0.25 亿的 60.25 倍，有效提升了“13 三福船舶债/13 三福船”存续本息偿还的安全性。

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 2016 年 6 月 3 日，公司无不良贷款记录，债务履约情况良好。

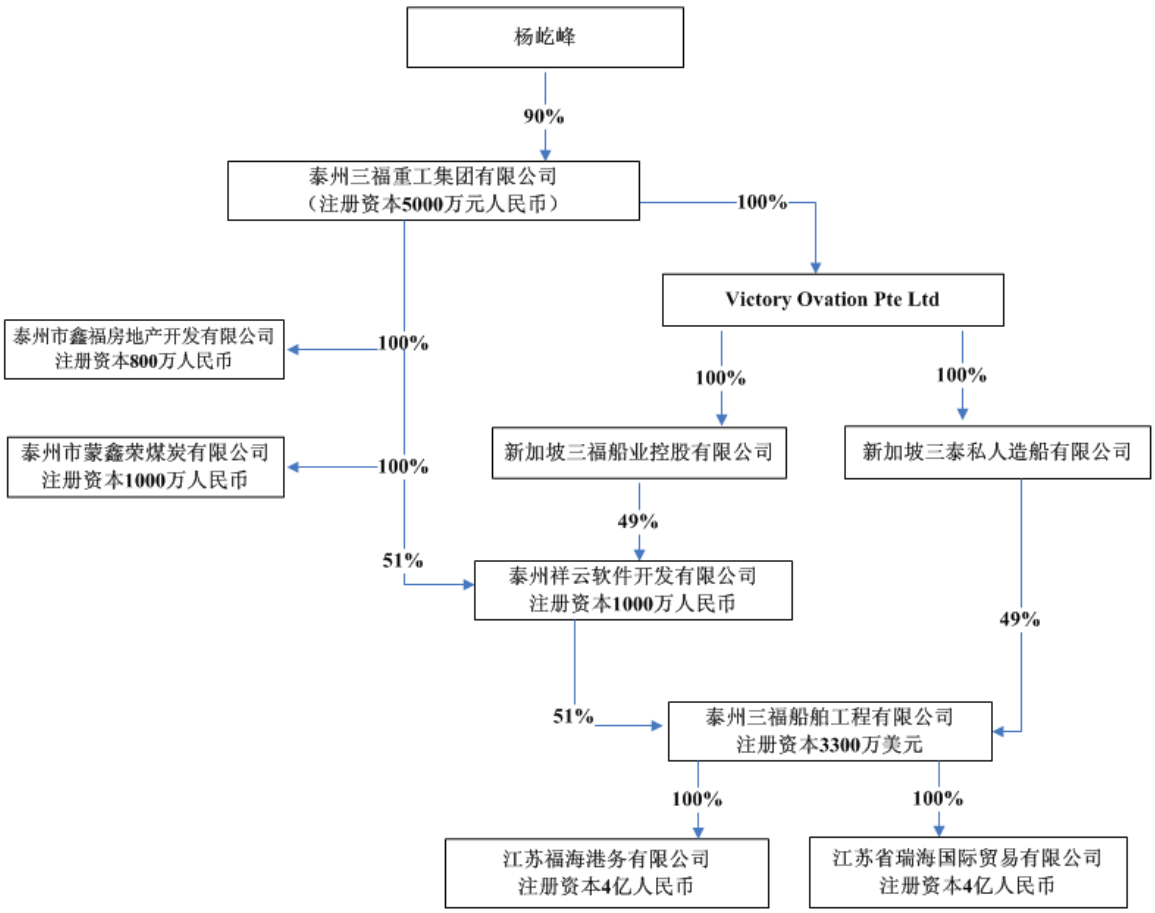
6. 抗风险能力

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，保证手持订单量充足，保持盈利稳定性，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。

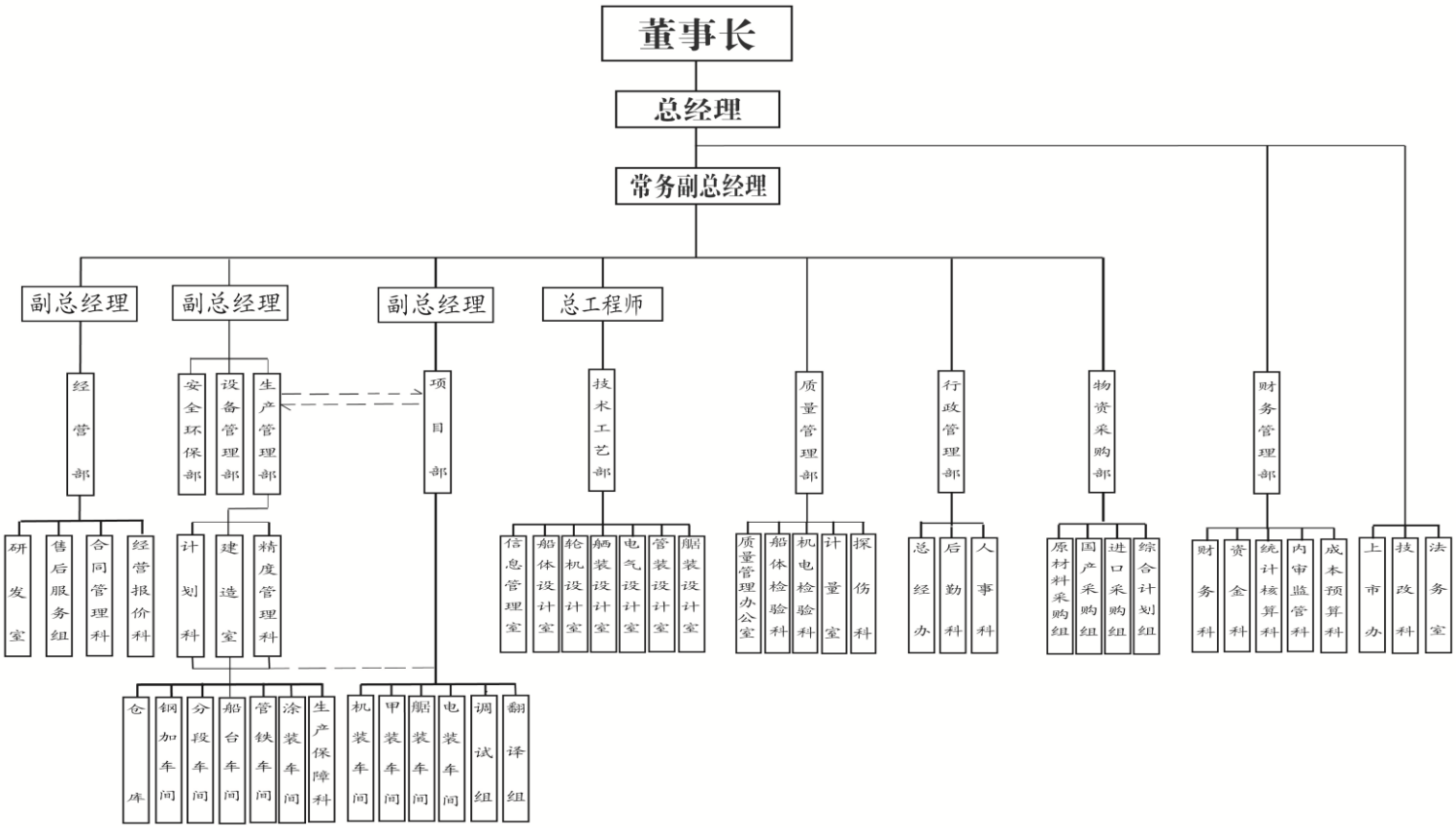
九、结论

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/13 三福船”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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	22.37	25.46	24.85
资产总额(亿元)	66.97	77.68	87.66
所有者权益(亿元)	36.27	40.64	44.57
短期债务(亿元)	7.55	3.62	16.22
长期债务(亿元)	9.43	8.80	10.49
全部债务(亿元)	16.98	12.42	26.71
营业收入(亿元)	42.13	56.47	60.92
利润总额(亿元)	3.34	5.33	4.79
EBITDA(亿元)	6.03	7.62	7.50
经营性净现金流(亿元)	6.04	7.54	-2.93
财务指标			
销售债权周转次数(次)	73.71	50.57	28.32
存货周转次数(次)	2.58	2.83	2.44
总资产周转次数(次)	0.60	0.78	0.74
现金收入比(%)	118.65	95.80	103.86
营业利润率(%)	9.80	10.83	10.70
总资本收益率(%)	7.19	9.87	7.35
净资产收益率(%)	7.82	10.75	8.83
长期债务资本化比率(%)	20.64	17.80	19.05
全部债务资本化比率(%)	31.88	23.41	37.47
资产负债率(%)	45.84	47.69	49.15
流动比率(%)	232.72	216.67	219.28
速动比率(%)	169.66	138.09	150.53
经营现金流动负债比(%)	28.59	26.70	-9.00
EBITDA 利息倍数(倍)	6.09	8.77	5.60
全部债务/EBITDA(倍)	2.82	1.63	3.56

注：.长期债务中考虑长期应付款中的融资租赁，其他应付款中的“15 三福 01”和“15 三福 02”的债券资金计入短期债务。

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。