信用等级公告

联合[2018] 1137 号

联合资信评估有限公司通过对泰州三福船舶工程有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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$^-$，“13 三福船舶债/13 三福船”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 三福船舶债/13 三福船	0.25 亿元	2019/3/27	AA	AA

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	24.85	24.25	28.87
资产总额(亿元)	87.66	79.59	93.17
所有者权益(亿元)	44.57	47.39	50.28
短期债务(亿元)	16.22	14.77	19.56
长期债务(亿元)	10.49	0.98	0.27
全部债务(亿元)	26.71	15.75	19.83
营业收入(亿元)	60.92	54.69	53.34
利润总额(亿元)	4.79	3.50	3.51
EBITDA(亿元)	7.50	6.17	4.32
经营性净现金流(亿元)	-2.93	10.85	10.91
营业利润率(%)	10.70	7.62	7.50
净资产收益率(%)	8.83	5.94	5.76
资产负债率(%)	49.15	40.46	46.03
全部债务资本化比率(%)	37.47	24.94	28.28
流动比率(%)	219.28	197.14	172.87
经营现金流动负债比(%)	-9.00	34.74	25.59
全部债务/EBITDA(倍)	3.56	2.55	4.59
EBITDA 利息倍数(倍)	5.60	5.76	5.31

注：长期应付款中的融资租赁款已纳入长期债务及相关指标核算；其他应付款中的有息债务已纳入短期债务及相关指标核算。

分析师

方 晓　刘丙江　闫 旭

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，船舶制造行业景气度触底反弹，泰州三福船舶工程有限公司（以下简称“公司”）船舶建造收入基本保持稳定，手持订单及新接订单量均有所增长。公司通过调整新接订单船品结构和吨位，一方面提高自身生产经营效率，增加产品附加值等方式提高船品竞争力，使得公司仍能保持相对稳定的综合盈利水平，同时减少了公司资金垫付规模，降低了船舶制造行业低迷对公司的不利冲击。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，全球造船行业景气度虽有反弹，但仍处于相对低位、船舶制造过程资金占用严重，存在船东弃船和违约风险等因素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%。

2017 年 11 月，公司将原抵押资产进行部分解除，剩余抵押资产为码头配套设备-吊车（资产编号：829-2、829-3、829-4），同时公司将位于永安厂区内的自有 2 万吨级船台 1 座追加为抵押资产。

根据公司提供的《资产评估报告》（鹏信资估字【2017】第 109 号）显示，码头配套设备-吊车（资产编号 829-2、829-3、829-4）评估净值为 5743.60 万元，是本期债券本金余额及

一年利息合计金额 2705.00 万元的 2.12 倍；根据公司提供的《资产评估报告》（中兴评报字【2017】D019 号）显示，本次追加的 2 万吨级船台 1 座评估价值为 19324.80 万元。公司本次解除部分抵押资产后的剩余抵押资产和追加的抵押资产合计评估价值为 25068.40 万元，是本期债券本金余额及一年利息合计金额 2705.00 万元的 9.27 倍。

综合评估，联合资信维持泰州三福船舶工程有限公司的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”的信用等级为 AA。

优势

1. 公司作为国内中型的船舶制造企业，设计年生产能 100 万吨，可生产 10 万吨级以下的主流船舶，拥有永安和口岸两个生产厂区。
2. 跟踪期内，公司手持订单及新接订单量均增长明显，可以满足公司未来两年的生产。
3. 抵押资产有效提升了“13 三福船舶债/13 三福船”存续本息偿还的安全性。

关注

1. 跟踪期内，船舶制造行业景气度触底反弹，但仍处于历史低位，公司外部环境仍较严峻。
2. 船舶生产过程占用大量自有资金，公司生产资金投入较大，且存在船东弃船风险。
3. 跟踪期内公司债务规模有所增加，其中短期债务比重进一步提升。

声　明

一、本报告引用的资料主要由泰州三福船舶工程有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

泰州三福船舶工程有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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 2017 年底，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，由于杨屹峰先生直接及间接持有三福重工 88.16%的股权，因此，杨屹峰先生共实际持有公司 88.16%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 2017 年底，公司资产总额为 93.17 亿元，所有者权益合计 50.28 亿元；2017 年，公司实现营业收入 53.34 亿元，利润总额 3.51 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2017年底，公司发行的“13三福船舶债/13三福船”募集资金7亿元，已按募集资金使用计划全部使用完毕。

表 1　公司存续债券概况 （单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
13 三福船舶债/13 三福船	7.00	0.25	2013/3/27	2019/3/27

资料来源：公司提供

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%。“13三福船舶债/13三福船”继续托管总面额2530.40万元到期日为2019年3月27日。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非

制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国

家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业经济环境

1．行业现状

船舶制造行业是为水上交通、海洋开发和国防建设等行业提供技术装备的现代化综合性产业，是劳动、资金、技术密集型产业。

根据英国克拉克松研究公司（Clarkson）的统计，2017 年全球新船订单量累计达 7264 万载重吨，较 2016 年的 2742 万载重吨大幅增长；全年造船完工量 9718 万载重吨，同比下降 2.79%；2017 年全球累计手持船舶订单 19662 万载重吨，同比下降 11.95%。从三大指标来看，全球造船行业缓慢复苏，船舶制造行业船东新船下单积极性高，但手持订单水平仍呈下滑态势。

中、韩、日三国仍为世界造船业的三大主力，据克拉克松公司统计，2017 年中、韩、日三国合计新接单 6758 万载重吨，占世界总量的 93.03%，同比增长 159.03%，其中，中国新接订单量 3223 万载重吨，同比增长 99.32%，占世界总量的 44.37%，同比减少 14.60 个百分点。

表 2　2017 年世界三大造船指标比较

指标/国家		世界	中国	韩国	日本
造船完工量	万载重吨	9718	3804	3146	2031
	占比（%）	100	39.1	32.4	20.9
	万修正总吨	3307	1142	1052	673
	占比（%）	100	34.5	31.8	20.3
新接订单量	万载重吨	7264	3223	2777	758
	占比（%）	100	44.4	38.2	10.4
	万修正总吨	2325	918	645	200
	占比（%）	100	39.5	27.7	8.6
手持订单量	万载重吨	19662	8814	4719	4732
	占比（%）	100	44.8	24.0	24.1
	万修正总吨	7748	2871	1625	1572
	占比（%）	100	37.1	21.0	20.3

资料来源：Clarkson Research Service

完工量方面，2017 年中、韩、日三国合计完工量 8981 万载重吨，占世界总量的 92.44%，同比下降 4.55%。其中，中国完工量 3804 万载重吨，同比增长 5.84%，占世界总量的 39.14%。

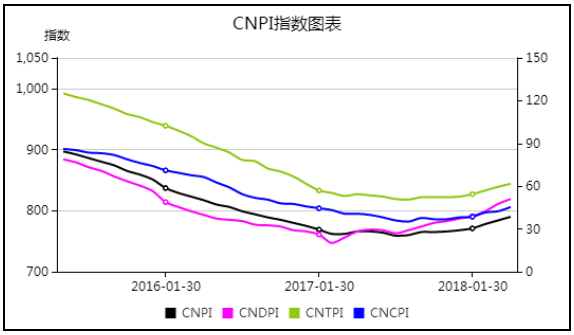
手持订单量方面，中、韩、日三国手持订单量合计为 18265 万载重吨，占全球手持订单总量的 92.89%，同比下降 11.08%。其中，中国手持订单量同比下降 8.14%至 8814 万吨，占世界总量的 44.83%。

出口方面，根据中国船舶工业协会数据显示，2017 年 1～11 月，中国船舶出口金额为

210.7 亿美元，同比增长 4.4%，其中，散货船、油船和集装箱船仍占主导地位，其出口额合计为 128.8 亿美元，占出口总额的 61.7%。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 110.7 亿美元，占出口总额的 52.5%；向欧洲出口船舶的金额为 41.2 亿美元，占 19.6%；向大洋洲出口船舶金额为 27.9 亿美元，占 13.2%。

新造船价格方面，2014～2016 年，中国新造船价格指数（China Newbuilding Price Index——CNPI），以及新造油轮价格指数（CNTPI）、新造干散货船价格指数（CNDPI）和新造集装箱船价格指数（CNCPI）三个分船型指数在 2017 年初出现触底反弹态势，并在 2018 年呈持续回升态势，截至 2018 年 4 月 20 日，CPNI 为 790。

图 1　2015 年以来 CNPI 指数走势



资料来源:公开资料

2018 年 1～3 月，在全球航运市场缓慢复苏状态下，中国造船完工 853 万载重吨，同比下降 45.9%，占世界市场份额的 36.7%；新承接船舶订单 1553 万载重吨，同比增长 180%，占世界市场份额的 60.4%；手持船舶订单 9369 万载重吨，同比增长 5.7%，占世界市场份额的 46.4%。

总体看，2017 年全球造船业从低迷状态中触底反弹，并在 2018 年持续向好发展，新船市场相对活跃。中国造船行业在国际市场份额稳居第一，尽管行业景气度有所好转，但短期内国际造船行业景气度仍处于历史低位。

2．行业关注

手持订单持续下滑，去产能任重道远

近年来，各主要造船国都在努力化解过剩产能，但与新船需求的大幅收缩相比，船企新接订单难以满足正常生产需求。截至 2017 年底，中国企业手持船舶订单已连续 4 年下降，大部分船企只能维持 1 年左右的工作量，在保证连续生产能力方面面临严峻挑战。从需求侧来看，国际新造船市场年均 8000 万吨左右，中国可承接到 40%以上的市场订单。面对新船需求的新常态，只有坚持推进供给侧结构性改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，努力做好去产能工作，船舶行业才能真正走出低谷实现复苏。

行业风险较高，融资问题未见缓解

2017 年，金融机构进一步加大对船舶和海洋工程装备建造企业风险的关注度，部分银行已经出现收紧授信或延长授信审批的情况，增加了企业的融资难度。尽管市场行情有所回暖，但船舶和海洋工程装备市场仍处于低谷期，企业的现金流大幅萎缩，行业内骨干大型企业都面临着资金紧张的问题。船舶行业“融资难”问题未能得到有效缓解。

综合成本快速上升，盈利空间大幅萎缩

2017 年，受手持船舶订单下降，开工船缺口增大的影响，新船市场竞争异常激烈，新船价格与成本倒挂矛盾凸显。一方面，船舶市场需求价低量少、船企开工不足、交付困难、两头受压。另一方面，2016 年年末以来，以船板为主的原材料价格持续高涨，平均涨幅超过 40%，人民币兑美元汇率出现连续性上涨，企业财务费用增多，劳动力不足导致用工成本刚性上涨；企业改单延期交付现象增多，管理费用持续增长。船舶企业综合成本的快速上升大幅挤压了船企的利润空间，行业盈利水平大幅下降，可持续发展受到冲击。

外部环境持续恶化，在手项目风险加大

2017 年，国际知名海工运营商哈菲拉航运、潮水公司、法斯塔德航运等申请破产或筹划债

务重组对海工装备建造市场打击巨大，船企手持海工平台项目延期交付和弃船现象愈演愈烈，市场环境持续恶化。据统计，中国船企手持各类海工平台涉及合同终止和弃船项目明显增多，这些项目被船东反复要求延期交付，最终还是被弃船，对船厂生产经营造成极大影响。海洋工程装备产品定制化的特点，使之转手出售的难度极大，当前海工产业技术日新月异，船企在手海工项目的弃船风险不断集聚，交付形势尤为严峻。

六、基础要素分析

1. 产权状况

截至 2017 年底，公司注册资本 24007.67 万元，其中杨屹峰间接持股 88.16%，为公司实际控制人。

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、集装箱船、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。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度、管理体制及高管人员无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司实现营业收入53.34亿元，同比略有下降。毛利率方面，2017年船舶建造板块毛利率为7.72%，较上年增加0.52个百分点。公司非船业务主要为钢结构及船舶配件销售等，2017年公司实现非船收入16.42亿元，非船业务毛利率7.15%，持续了下滑趋势。

表 3　公司营业收入和毛利率情况

项目	收入（万元）			毛利率（%）		
	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
船舶建造	473433.16	374960.72	369253.44	9.74	7.20	7.72
非船收入	135720.97	171891.05	164185.88	14.03	8.53	7.15
合计	**609154.13**	**546851.77**	**533439.32**	**10.70**	**7.62**	**7.54**

资料来源：公司提供

2. 生产经营

采购

跟踪期内，公司主要原材料仍以钢板、船用主机、克令吊和油漆为主，采购模式及结算方式未发生变化。

与 2016 年相比，2017 年公司各主要原材料采购量均出现轻微下降，同时采购价格出现不同程度的上升，由于钢材价格涨幅明显，钢板采购均价由上年的 2685 元/吨上升为 3914 元/吨。

表 4　公司原材料采购量和采购价状况

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
钢板	168153 吨	2893 元/吨	172678 吨	2685 元/吨	161576 吨	3914 元/吨
主机	16 套	2371 万元/套	16 套	2521 万元/套	14 套	2551 万元/船套

克令吊	26 套	1023 万元/套	24 套	1056 万元/套	21 船套	1135 万元/船套
油漆	213 万升	28 元/升	262 万升	26 元/升	243 万升	27 元/升

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司生产所需钢板、船用主机、克令吊和油漆的供应商变化不大，2017 年公司主要钢板供应商为上海淦跃贸易有限公司和上海济钢经贸有限公司等，前五大供应商占采购金额比重为 86.37%，主机、克令吊和油漆的供应商均只有 2~3 家。

总体看，公司采购集中度较高，议价能力弱。

表 5　2017 年公司主要供应商采购额及占比

(单位：万元、%)

主机		
供应商名称	**金额**	**占比**
DOOSAN ENGINE CO.,LTD	14786.33	41.40
宜昌船舶柴油机有限公司	12260.56	34.32
Caterpillar Motoren GmbH&Co.KG	8672.27	24.28
合计	**35719.16**	**100.00**
克令吊		
供应商名称	**金额**	**占比**
MACGREGOR FINLAND OY	13933.41	58.46
Cargotec Sweden AB	9899.65	41.54
合计	**23833.06**	**100.00**
油漆		
供应商名称	**金额**	**占比**
上海国际油漆有限公司	2601.18	39.93
海虹老人涂料(昆山)有限公司	2453.26	37.66
立邦船舶涂料(张家港)有限公司	1459.21	22.40
合计	**6513.65**	**100.00**
钢板		
供应商名称	**金额**	**占比**
上海淦跃贸易有限公司	15022.75	23.76
上海济钢经贸有限公司	12914.09	20.42
南京钢铁股份有限公司	11168.86	17.66
南京东南钢板贸易有限公司	9628.86	15.23
南通中源钢业有限公司	5881.91	9.30
合计	**54616.47**	**86.37**

资料来源：公司提供

生产

从公司经营指标看，2017 年完工量为 60.22 万吨，同比下降 5.14%；从新接订单情况看，2017 年持续了增长趋势，为 68.97 万吨，同比增长 50.59%，主要系公司新接订单量增长的同时，船型有所变化，新接散货船载重吨位较大；从手持订单量看，2017 年公司手持订单量 151.66 万吨，同比有一定增长。

表 6　公司近年三大指标完成情况

指标（万载重吨）	2015 年	2016 年	2017 年
完工量	72.00	68.30	60.22
新接订单	35.36	45.80	68.97
手持订单	184.36	142.66	145.01

资料来源：公司提供

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，且交付整船前仅收回 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，且存在船东弃船风险。

从产品来看，跟踪期内，为了减小船东弃船风险，降低船舶制造行业低迷对公司的不利冲击，公司根据市场需求调整产品结构，不再新接散货船型订单，新订单主要集中在集装箱船型和多用途船型，主推 12000 吨多用途船。

目前公司主营船型包括 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；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，跟踪期内，公司新接订单量保持增长趋势，同时，公司通过调整产品结构，降低船东弃船的风险。

销售

跟踪期内，公司销售区域仍以外销为主，外销金额占比由2016年83.69%上升为94.89%，受上述因素影响，公司在收取造船进度款时面临汇率波动风险。

表7　公司主要销售额占比状况

区域		销售额占比（%）		
		2015年	2016年	2017年
国内销售	江苏	8.20	--	--
	上海	2.43	--	--
	福建	26.42	16.31	5.11
	合计	**37.05**	**16.31**	**5.11**
国外销售	亚洲	43.21	71.34	61.78
	欧洲	19.74	12.35	33.11
	合计	**62.95**	**83.69**	**94.89**

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司2017年内销主要集中在福建，外销主要集中在亚洲和欧洲。

从销售客户看，2017年排名前五位客户的销售额占69.46%，公司销售对重点客户的依赖度高。

目前公司主要采取老客户直销为主，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。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，销售以外销为主，存在一定汇率风险，客户集中度和供应商集中度均较高，公司议价能力弱。

3．经营效率

从经营效率指标看，2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为34.02次、2.51次和0.62次，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。

九、财务分析

公司提供的2017年财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2017年合并范围较2016年新增2家二级子公司，为江苏省瑞海国际贸易有限公司及江苏福海港务有限公司，对财务数据可比性产生一定影响。

截至2017年底，公司资产总额为93.17亿元，所有者权益合计50.28亿元；2017年，公司实现营业收入53.34亿元，利润总额3.51亿元。

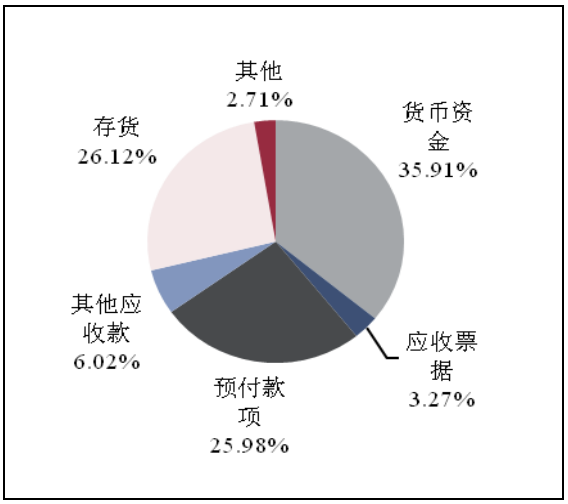
1．资产质量

截至2017年底，公司合并资产总额93.17亿元，同比增长17.06%。其中流动资产占79.08%，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产73.68亿元，同比增长19.70%，以货币资金、存货、预付款项为主。

图 2　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金 26.46 亿元，同比增长 12.47%，主要是银行存款。其中使用受限货币资金 7.83 亿元，为各类保证金。

截至 2017 年底，公司存货账面余额为 19.25 亿元，同比略有减少。存货构成中，原材料占 26.96%，主要包括五金、钢材、燃料等，且绝大部分集中在永安厂区；在建船舶占 73.04%。公司未对存货提取跌价准备。考虑到公司在建船舶定制性较强，若出现船东弃船情况，存货中被弃船舶变现周期较长，公司存货存在一定跌价风险。

截至 2017 年底，公司预付款项 19.14 亿元，同比增长 89.84%，主要系随着新订单的生效及 2017 年下半年开始钢材等价格上涨，为了控制成本，公司加大预付相应的货款锁定主材价格所致。其中账龄 1 年以内的占 87.08%，1～2 年占 2.59%，2～3 年占 1.67%，3 年以上占 8.66%。公司预付款项账龄较短。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额 4.43 亿元，同比下降 27.46%，主要为公司与母公司之间的往来款 3.91 亿元。账龄组合部分为 0.37 亿元（共计提 0.08 亿元坏账准备），应收关联方款项 4.15 亿元（未计提坏账准备）。

表 8　截至 2017 年底公司金额较大的其他应收款情况

（单位：亿元）

欠款单位	金额	账龄	坏账准备	性质或内容
泰州三福重工集团有限公司	3.91	1 年以内及 1-2 年	0	往来款
泰州祥云软件开发有限公司	0.20	1 年以内	0	往来款
泰州福星工业自动化装备有限公司	0.06	1-2 年、2-3 年	0.02	往来款
泰州汇富智能科技有限公司	0.03	2-3 年	0.01	往来款
江苏派尔克斯复合材料有限公司	0.03	3 年以上	0.01	往来款
合　计	**4.24**	--	**0.03**	--

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。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 19.49 亿元，以固定资产为主。固定资产原值 28.49 亿元，其中房屋建筑物和机器设备分别占比 58.27%和 40.05%，其他部分为运输设备、电子设备等。截至 2017 年底，公司累计计提固定资产折旧 10.27 亿元，固定资产净额为 18.22 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产使用受限部分价值 20.52 亿元，占总资产的 22.02%，包括受限货币资金 7.83 亿元以及已抵押的固定资产 12.69 亿元。

总体看，跟踪期内公司资产规模有所增长，以流动资产为主，货币资金较充裕；由于船舶生产周期 17 个月左右，存货（在建船舶）占比较高，变现能力一般，存在一定跌价风险。公司整体资产质量尚可。

2.　负债和所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益50.28亿元，同比增长6.11%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本占4.77%、资本公积占17.53%、

盈余公积占5.13%、未分配利润占72.57%。总体看，公司未分配利润占所有者权益比例较高，所有者权益稳定性弱。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 42.89 亿元，同比增长 33.18%，其中流动负债占 99.38%，公司负债以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 42.62 亿元，同比增长 36.51%。主要由应付票据（占 12.36%）、预收款项（占 19.95%）和其他应付款（占 51.61%）构成。

截至2017年底，公司短期借款2.80亿元，同比下降29.70%，以质押借款为主；应付账款3.91亿元，同比增长14.89%，前五大欠款单位款项合计1.71亿元，占应付账款43.73%，均为公司应付货款。

截至2017年底，公司预收款项8.50亿元，同比有所下降，主要为预收的船舶款。金额最大的前五项预收账款合计7.54亿元，占88.71%，集中度较高。

截至2017年底，公司其他应付款22.00亿元，同比增长69.37%，主要系新增了与母公司往来款所致。其中与母公司三福重工的债券资金11.5亿元由公司承担债券利息；其他部分主要为与母公司的无息往来款。

截至2017年底，公司非流动负债0.27亿元，同比下降72.78%，主要系长期应付款中应付融资租赁款的减少所致。

从有息债务规模看，截至2017年底，公司全部债务19.83亿元，同比增长25.93%，其中短期债务19.56亿元，同比增长32.47%。同期公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为46.03%和28.28%，同比分别增加5.57和3.34个百分点；长期债务资本化比率0.53%，同比下降1.50个百分点。

整体来看，跟踪期内公司债务规模有所长，其中短期债务比重进一步提升，公司面临一定短期偿债压力。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入和营业成本分别为53.34亿元和49.32亿元，同比均略有下降，利润总额3.51亿元，同比保持稳定。

从期间费用来看，公司大客户订单存量稳定，无销售费用；2017年，公司管理费用0.47亿元，较上年的0.73亿元下降明显，主要系公司各子公司2017年度在管理方面实行精细化管理，缩减招待费、办公费等费用开支所致；财务费用0.38亿元，同比变化不大，其中利息支出0.81亿元，利息收入0.59亿元，公司汇兑净损失0.11亿元。2017年公司期间费用占营业收入的比例为1.60%，同比下降0.33个百分点。跟踪期内，公司期间费用控制能力增强。

从盈利指标来看，2017年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为7.50%、5.29%和5.76%，同比分别减少0.12、0.66和0.18个百分点。

总体看，跟踪期内公司盈利能力基本保持稳定，期间费用控制能力有一定提升。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2017 年公司经营活动现金流入和流出量分别为 83.75 亿元和 72.84 亿元，同比分别增长 18.73%和 22.03%。其中收到其他与经营活动有关的现金为 24.28 亿元，主要为当期其他应付款增加所致，支付其他与经营活动有关的现金 10.05 亿元，主要为公司为锁定主材价格预付的货款。同期公司经营活动现金流量净额 10.91 亿元，同比变化不大。现金收入比 110.32%，较上年的 100.48%增长明显。

从投资活动来看，跟踪期内公司投资活动现金流入 0.16 亿元，流出 5.40 亿元，同比增长 53.03%，主要为码头升级改造的资金投入。当期公司投资活动现金净流出 5.24 亿元。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入 6.57 亿元，其中取得借款收到现金 3.73 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 2.84 亿元，主

要为 2016 年短期借款中的保证金到期释放；筹资活动现金流出 14.04 亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金 8.57 亿元，主要为与订单相关的保函保证金、银行承兑汇票保证金、借款保证金等；当期公司筹资活动产生的现金流量净额为-7.47 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动获现能力表现稳定，收入实现质量提升明显，投资活动支出规模较小，对外融资需求下降。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 172.87%和 127.72%，较 2016 年分别减少 24.27 和 5.11 个百分点。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，2017 年公司 EBITDA 为 4.32 亿元，全部债务/EBITDA 为 4.59 倍；EBITDA 利息倍数为 5.31 倍。公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司对泰州福海钢结构有限公司提供担保 1000 万元，期限至 2018 年 6 月底，担保额度较小，或有风险较低。

截至 2017 年底，公司已获得授信总额 80.00 亿元，未使用授信额度 37.50 亿元。公司间接融资渠道畅通。

6. 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》(机构信用代码：G10321203000382204)，截至 2018 年 5 月 29 日，公司无已经请或未结清的不良贷款记录，债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司通过调整经营策略，保证未来三年手持订单量充足与盈利稳定性，通过技术升级保证产品竞争优势，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。

十、存续期债券偿还能力分析

截至 2017 年底，公司一年内到期的存续债券仅“13 三福船舶债/13 三福船”。

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%。

截至 2017 年底，“13 三福船舶债/13 三福船”存续金额为 0.25 亿元。EBITDA、经营活动现金流入量总额与净额对债务存续金额的覆盖倍数分别为：17.29 倍、335.00 倍与 43.62 倍。总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对“13 三福船舶债/13 三福船”存续金额 0.25 亿元保障程度高。

2017 年 11 月，公司将原抵押资产进行部分解除，剩余抵押资产为码头配套设备-吊车（资产编号：829-2、829-3、829-4），同时公司将位于永安厂区的自有 2 万吨级船台 1 座追加为抵押资产。

根据公司提供的《资产评估报告》（鹏信资估字【2017】第 109 号）显示，码头配套设备-吊车（资产编号 829-2、829-3、829-4）评估净值为 5743.60 万元，是本期债券本金余额及一年利息合计金额 2705.00 万元的 2.12 倍；根据公司提供的《资产评估报告》（中兴评报字【2017】D019 号）显示，本次追加的 2 万吨级船台 1 座评估价值为 19324.80 万元。公司本次解除部分抵押资产后的剩余抵押资产和追加的抵押资产合计评估价值为 25068.40 万元，是本期债券本金余额及一年利息合计金额 2705.00

万元的 9.27 倍，有效保障了“13 三福船舶债/13 三福船”存续本息偿还的安全性。

由于公司 2017 年底其他应付款中与母公司三福重工的债券资金 11.50 亿元由公司承担债券利息， 若将上述债券资金纳入核算，截至 2018 年 6 月 20 日，公司一年内到期的存续期债券合计 0.25 亿元，截至 2017 年底公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）对一年内到期的存续债券保障程度高；截至 2018 年 6 月 20 日，公司存续债券余额合计 11.75 亿元，2017 年公司经营活动现金流入量对全部应付债券余额的保障程度高。

表9 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

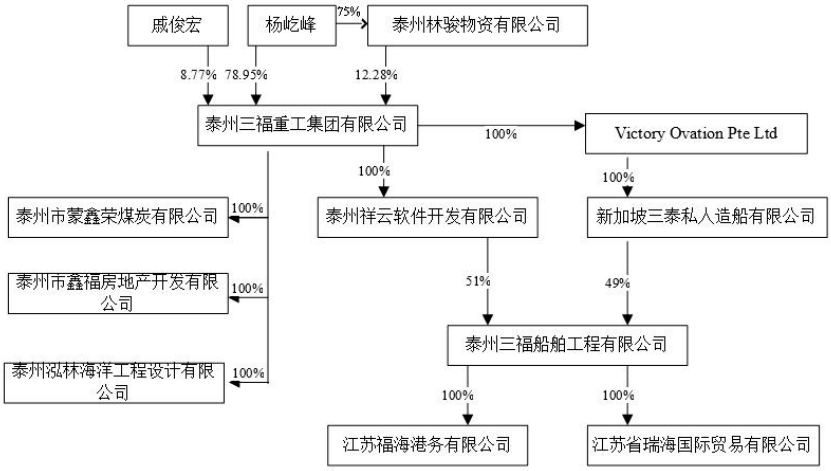
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	0.25
现金类资产（剔除使用受限货币资金）/一年内到期债券余额	84.12
经营活动现金流入量/应付债券余额	7.13
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.93
EBITDA/应付债券余额	0.37

资料来源：联合资信整理

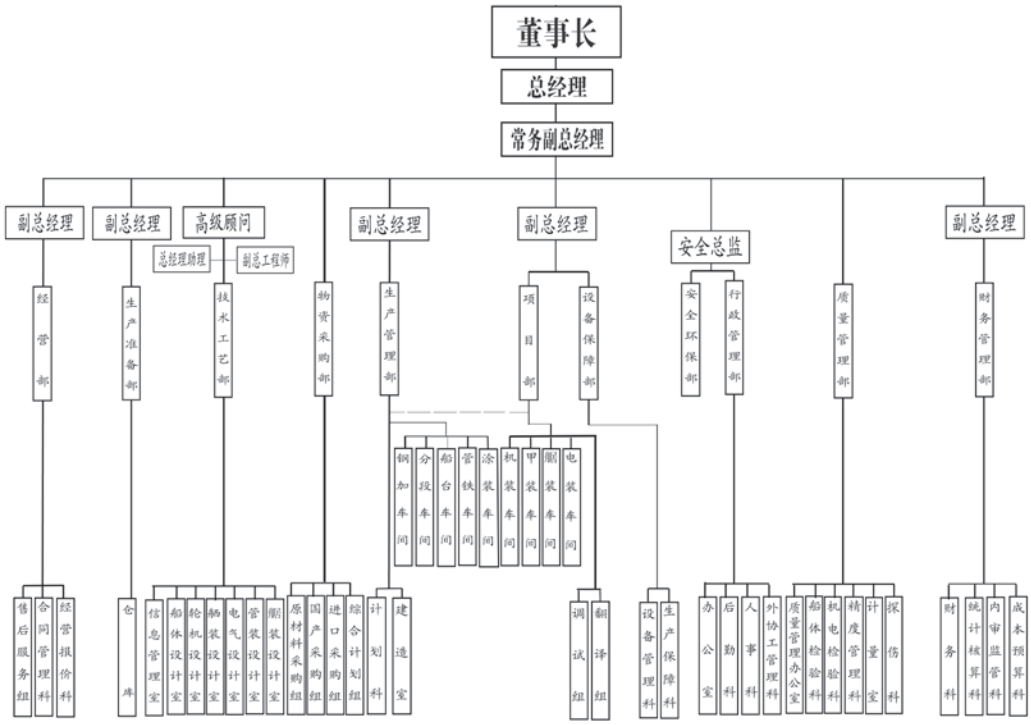
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持泰州三福船舶工程有限公司的主体长期信用等级为 AA$^-$，评级展望为稳定，维持“13 三福船舶债/13 三福船”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	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	24.85	24.25	28.87
资产总额(亿元)	87.66	79.59	93.17
所有者权益(亿元)	44.57	47.39	50.28
短期债务(亿元)	16.22	14.77	19.56
长期债务(亿元)	10.49	0.98	0.27
全部债务(亿元)	26.71	15.75	19.83
营业收入(亿元)	60.92	54.69	53.34
利润总额(亿元)	4.79	3.50	3.51
EBITDA(亿元)	7.50	6.17	4.32
经营性净现金流(亿元)	-2.93	10.85	10.91
财务指标			
销售债权周转次数(次)	28.32	27.77	34.02
存货周转次数(次)	2.44	2.38	2.51
总资产周转次数(次)	0.74	0.65	0.62
现金收入比(%)	103.86	100.48	110.32
营业利润率(%)	10.70	7.62	7.50
总资本收益率(%)	7.40	6.15	5.29
净资产收益率(%)	8.83	5.94	5.76
长期债务资本化比率(%)	19.05	2.02	0.53
全部债务资本化比率(%)	37.47	24.94	28.28
资产负债率(%)	49.15	40.46	46.03
流动比率(%)	219.28	197.14	172.87
速动比率(%)	150.53	132.83	127.72
经营现金流动负债比(%)	-9.00	34.74	25.59
EBITDA 利息倍数(倍)	5.60	5.76	5.31
全部债务/EBITDA(倍)	3.56	2.55	4.59

注：长期应付款中的融资租赁款已纳入长期债务及相关指标核算；其他应付款中的有息债务已纳入短期债务及相关指标核算。

附件 3　主要财务指标的计算公式（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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。