

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1228 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏奕淳集团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奕淳CP002”和“14奕淳CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月十五日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江苏奕淳集团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 奕淳 CP002	4 亿元	2013/09/05~ 2014/09/05	A-1	A-1
14 奕淳 CP001	3.4 亿元	2014/03/19~ 2015/03/19	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 15 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.61	5.58	7.08	8.47
资产总额(亿元)	67.36	69.01	87.86	87.41
所有者权益(亿元)	22.31	26.13	28.23	28.53
短期债务(亿元)	12.65	15.98	21.53	20.09
全部债务(亿元)	20.85	21.92	34.98	33.38
营业收入(亿元)	33.82	30.77	32.12	4.51
利润总额(亿元)	5.15	4.42	2.95	0.40
EBITDA(亿元)	6.60	6.25	4.61	--
经营性净现金流(亿元)	4.40	3.45	-7.60	1.41
营业利润率(%)	20.81	20.46	14.06	21.78
净资产收益率(%)	18.00	13.01	7.86	--
资产负债率(%)	66.88	62.14	67.87	67.36
全部债务资本化比率(%)	48.31	45.62	55.34	53.92
流动比率(%)	143.32	144.81	181.06	183.16
全部债务/EBITDA(倍)	3.16	3.51	7.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.53	3.59	1.99	--

经营现金流负债比(%) 11.94 9.34 -19.60 --
注: 1. 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。2. 短期债务已包含计入其他流动负债及应付债券的短期融资券; 长期债务计算已包括计入长期应付款中的融资租赁款。

分析师

丁伟 董征

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, 受造船行业景气度低迷影响, 江苏奕淳集团有限公司 (以下简称“公司”) 船舶制造板块收入及盈利能力有所下滑, 但受益于多元化经营模式, 公司收入规模有所增长; 2013 年下半年以来, 造船行业有所复苏, 公司船舶制造板块新增订单量和手持订单量逐步增长, 公司手持订单充裕。

近期造船行业有所复苏, 新船价格明显回升。同时公司积极延伸产业链至贸易及房地产等板块, 寻求多元化发展以减弱造船行业周期性波动风险。随着公司订单交付以及航运市场的复苏, 公司盈利水平有望恢复。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持 “13 奕淳 CP002” 和 “14 奕淳 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司目前手持订单充裕, 生产计划已经排到 2018 年, 未来 4~5 年的造船业务量有保障。
2. 公司经营模式多元化, 积极延伸产业链至贸易及房地产板块以减弱造船行业周期波动风险。

关注

1. 受行业景气度低迷影响, 公司造船完工量有所下降, 同时前期订单价格较低导致公司造船业务毛利率下滑。
2. 跟踪期内, 公司应收账款大幅增长, 存在一定减值风险。
3. 公司债务规模增长较快, 债务负担有所加重; 短期债务占比较高, 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）与江苏奕淳集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江苏奕淳集团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，未因江苏奕淳集团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奕淳集团有限公司提供，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奕淳集团有限公司主体长期信用及存续期内“13 奕淳 CP002”和“14 奕淳 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

江苏奕淳集团有限公司（以下简称“公司”或“奕淳集团”）成立于 2004 年 5 月 10 日，前身为杭河水和刘春香夫妇发起建立的江苏奕淳投资发展有限公司。公司原始注册资本为 1 亿元，后经先后四次增资，截至 2013 年 9 月底，公司注册资本 3 亿元，全部由杭河水和刘春香夫妇出资；其中，杭河水先生投资 2.8 亿元，刘春香女士投资 0.2 亿元。2013 年 12 月 23 日，杭河水增资 1.85 亿元，已由江苏安信会计师事务所有限公司出具验资报告，报告编号为安信验字（2013）第 1017 号，公司注册资本变更为 4.85 亿元。杭河水先生为公司的法定代表人和实际控制人。

公司经营范围：自有资产的经营管理，对外投资，国内贸易，经济信息咨询。

目前，公司设有财务部、审计检查部、办公室、人力资源部、设计部、成本控制部和营销策划部 7 个职能部门。截至 2014 年 3 月底，公司拥有控股一级子公司 20 家。

截至 2013 年底，公司资产总额为 87.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益 3.76 亿元）28.23 亿元；2013 年，公司实现营业收入 32.12 亿元，利润总额 2.95 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 87.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益 3.77 亿元）28.53 亿元；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.51 亿元，利润总额 0.40 亿元。

公司注册地址：江苏省无锡市南湖大道 588 号 17-19 楼，法定代表人：杭河水。

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金[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分析

1. 船舶制造行业现状

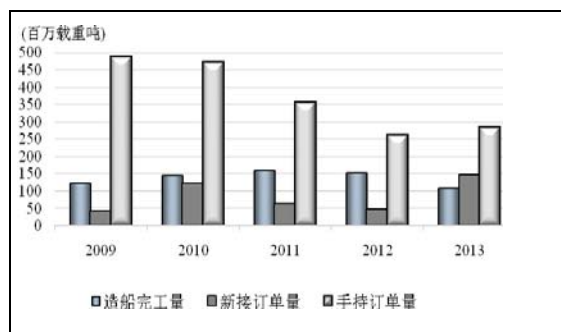
受2008年金融危机及随后的欧洲主权债务危机的影响，国际航运市场持续低迷，进而导致造船市场需求急剧下滑，产能过剩局面日益显现。根据英国克拉克松研究公司（Clarkson）的统计（见图1），2011年以来，全球新接订单量大幅下滑，全球造船市场景气度持续低迷。同时，船舶融资市场持续紧缩，融资成本不断提高，另一方面竞争加剧导致新船价格持续下滑，导致造船企业经营风险日益加大。

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%。

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。

图1 世界造船三项指标



资料来源：Clarkson Research Service

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22.60百万载重吨，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	24.68
	占比(%)	100.00	40.3	31.0	22.9
新接订单量	百万吨	144.77	68.84	44.19	22.60
	占比(%)	100.00	47.6	30.5	15.6
手持订单量	百万吨	284.30	130.10	76.41	54.43
	占比(%)	100.00	45.8	26.9	19.1

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。

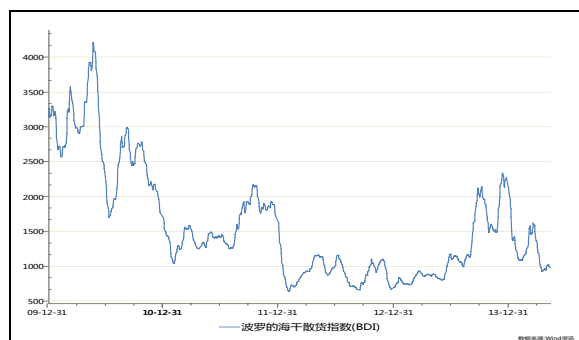
3. 行业关注

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）



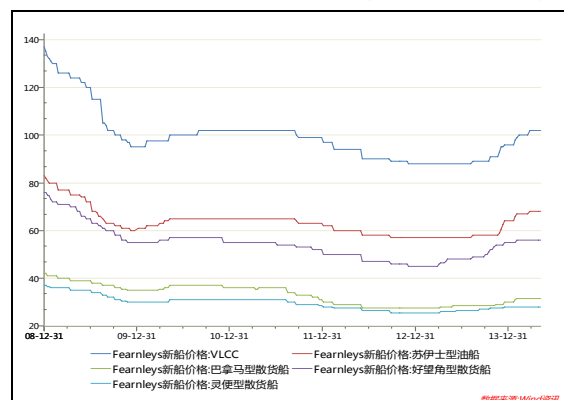
资料来源：Wind资讯

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

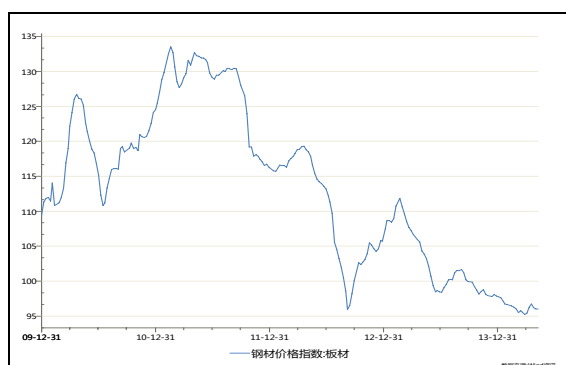
船舶融资供给缩减，融资成本上升

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

钢材价格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。

6. 区域环境

江苏省位于中国大陆东部沿海中心、长江下游，与上海市、浙江省、安徽省、山东省接壤。江苏与上海、浙江共同构成的长江三角洲城市群已成为 6 大世界级城市群之一。

2013 年，江苏省经济保持稳定增长，转型升级取得新进展。根据《2013 年江苏省国民经济与社会发展统计公报》，江苏省全年实现地区生产总值 59161.8 亿元，比上年增长 9.6%。其中，第一产业增加值 3646.1 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 29094.0 亿元，增长 10.0%；第三产业增加值 26421.7 亿元，增长 9.8%。全省人均生产总值 74607 元，比上年增长 9.3%。

2013 年，江苏省固定资产投资平稳较快增长，全年完成固定资产投资 35982.5 亿元，比上年增长 19.6%。第一产业投资 198.6 亿元，比上年增长 9.4%；第二产业投资 18425.9 亿元，增长 17.2%；第三产业投资 17358.0 亿元，增长 22.3%。

根据《江苏省船舶工业“十二五”发展规划》，到 2015 年，全省船舶建造能力要保持在 3000 万载重吨，造船完工量、手持订单量要在全国市场上保持 35% 以上的份额，在世界市场上占 15% 以上的份额，出口总额超过 400 亿美元。

总体看，江苏省综合经济实力较强，是国内船舶制造业主导省份之一，船舶制造业区域优势显著。

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 4.85 亿元，全部由杭河水和刘春香夫妇出资。杭河水先生为公司的法定代表人和实际控制人。

2. 企业规模

公司是近年快速崛起的以船舶制造业为主业，海上运输、房地产开发共同发展的民营企业。船舶制造是公司的支柱产业，在南京目前拥有八卦洲、乌江两大造船基地，占地面积合

计约 70 万平米，拥有岸线资源 1500 米，年造船能力达到 150 万载重吨。公司拥有 1 个能同时容纳 2 个 10 万吨船舶的船坞，是南京地区唯一拥有船坞的造船企业；拥有 1 个 10 万吨的舾装码头，1 个万吨级港池式舾装码头，3 个万吨级船台，2 个 300T 龙门吊。2007 年公司船厂被列入南京市四大造船基地与重点扶持单位之一。2013 年 3 月 15 日，公司在江苏省政府召开的 2012 年度江苏省船舶行业经济运行分析会中，从全省 190 家船舶企业中根据企业的综合能力被江苏省政府入选为 16 家重点扶持企业之一。

海运方面，公司目前拥有江海级 6500-16000 吨级散货船 9 艘，总运力达到 152000 吨。此外，公司自营在建 2 艘 57000 吨散货船，其中 1 艘 57000 吨散货船于 2012 年投入运营，另外一条 57000 吨散货船预计将于 2014 年 8 月底交付使用，公司海运总运力将达到 20 万吨。公司荣膺 AAAAA 诚信水运企业、南京市重点物流企业。

房地产是公司的支柱产业之一，公司旗下房地产子公司先后开发了涵盖别墅、公寓、办公楼等多种物业类型在内的多个项目，开发楼盘面积近 250 万平米；公司地产为江苏省房地产企业 50 强，截至 2014 年 3 月底，公司土地储备量达 53.30 万平米。

综合看，公司是中国民营中型造船企业之一，硬件设施齐备，生产能力突出，船舶质量得到国内外船级社的认可。公司多元化发展，综合竞争力强。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方

面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

受前期造船市场持续低迷影响，公司船舶制造业务收入同比下降 12.17%，但受益于公司多元化发展战略，2013 年，公司实现营业收入 32.12 亿元，同比增长 4.38%。同期，受结算面积大幅增加影响，公司房地产业务实现收入 8.54 亿元，同比增长 50.58%；2013 年，公司其他业务实现收入 1.46 亿元，同比大幅下降，主要由于公司将物业租赁及船舶租赁收入分别并入房地产业务及航运业务板块，此外建筑、船舶配套及铸件等其他业务收入均有所下降所致；受船舶租赁收入并入影响，公司海运业务板块收入有所增长，实现收入 2.13 亿元；2013 年三季度，公司通过股权转让的方式正式并入江苏奕淳商贸有限公司和无锡市国宏燃料有限公司，新增贸易板块实现收入 4.02 亿元。

毛利率方面，2013 年公司营业毛利率为 16.08%，较 2012 年有所下降，主要由于受前期造船行业低迷影响，船价较低的订单合同开工导致船舶制造业务板块毛利率下降所致，船舶制造业务毛利率由 2012 年 14.46% 下降至 8.04%。受航运市场景气度低迷影响，公司海运业务毛利率由 2012 年 46.17% 下降至 40.25%；受开发成本上升影响，公司房地产业务毛利率为 31.00%，同比减少 7.75 个百分点。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.51 亿元，同比增长 10.00%。毛利率方面，房地产板块升至 48.74%，公司营业毛利率回升至 22.52%。

表 2 2011~2014 年 3 月公司业务构成情况（单位：万元，%）

业务板块	营业收入				营收占比				毛利率			
	2011	2012	2013	14 年 Q1	2011	2012	2013	14 年 Q1	2011	2012	2013	14 年 Q1
船舶制造	185108	181778	159659	21158	54.74	59.08	49.71	46.94	16.25	14.46	8.04	8.34
房地产	87216	56737	85432	9062	25.79	18.44	26.60	20.11	33.94	38.75	31.00	48.74
海运	23808	19625	21299	5390	7.04	6.38	6.63	11.96	46.99	46.17	40.25	56.48
贸易	--	--	40168	6295	--	--	12.51	13.97	--	--	2.01	6.56

其他	42054	49566	14617	3165	12.43	16.10	4.55	7.02	12.71	16.13	19.61	16.11
合计	338188	307706	321175	45070	100.00	100.00	100.00	100.00	22.53	22.18	16.08	22.52

资料来源：公司提供

2. 船舶制造板块

跟踪期内，受前期造船市场持续低迷影响，公司执行造船订单价格下降，船舶制造板块实现收入15.97亿元，同比下降12.17%，毛利率降至8.04%。

从经营指标看，2013年公司造船完工量31.94万载重吨，同比下降5.87%。从新接订单情况看，受益于2013年下半年造船行业景气度回升影响，公司新接订单49.99万载重吨，船舶价格也有所回升。截至2013年底，公司手持订单172.88万载重吨。

表3 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	64.31	33.93	38.80	2.64
新接订单	0.90	101.04	49.99	29.10
手持订单	94.58	161.69	172.88	199.34

资料来源：公司提供

2014年1~3月，公司造船完工量2.64万载重吨，新接订单29.10万载重吨。截至2014年3月底，公司手持订单45艘，合同总价56.31亿元，其中在建订单17艘，包括5艘散货船、4艘驳船、1艘趸船和1艘巡逻艇；待建船舶28艘。公司目前的手持订单充足，订单最迟截至日期为2018年，基本可以保证未来四年均衡生产，船舶制造板块将保持平稳持续的发展态势（见表4）。

表4 截至2014年3月底公司主要船舶制造订单明细（单位：艘、万元、载重吨）

船舶名称	订单船舶数量	船东	合同金额 (折合人民币 1:6.3)	船舶总载重吨
在建船舶				
79600吨-蓝海7、8、9、10	4	中国/蓝海海运	89200.00	318400.00
57000吨-奕淳海运散货轮	1	中国/奕淳海运	23000.00	57000.00
92米潜驳船	2	挪威/BOA	6100.00	19400.00
152米半潜驳船	1	挪威/BOA	10980.00	20000.00
趸船	6	中石化金陵石化公司	1108.80	-
36米巡逻艇	1	南京海事局	832.00	-
1200立方米泥驳	2	新西兰船东	1976.10	-
在建小计	17	--	133196.90	414800.00
待建船舶				
140米半潜驳船	1	挪威/BOA	10980.00	20000.00
146米-1、2半潜驳船	2	挪威/BOA	17665.60	43000.00
48500吨散货船	6	苏美达公司	92598.00	291000.00
57000吨IVY散货船	1	IVY公司	14030.00	57000.00
79600吨IVY散货船	1	IVY公司	15250.00	79600.00
64000吨IVY散货船	2	IVY公司	32330.00	128000.00
64000吨-国贸散货轮	10	国贸香港公司	161650.00	640000.00
64000吨-海兰信散货轮	5	海兰信香港公司	85400.00	320000.00
待建小计	28		429903.60	1578,600.00
合计	45		563100.50	1993400.00

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司造船的成本主要包括钢材、机械动力设备、零配件及其他、劳动

力成本，分别占总成本的比例分别约为30%、30%、25%和15%。

表5 近年来公司原材料采购情况

主要原材料		采购量				平均采购价格			
名称	占成本比	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
	(%)								
钢材 (吨, 吨/元)	30	96683	85426	73408	16258	5049.39	4209.96	4211.60	4265.78
零配件及其他 (件, 套)	25	7002448	6659471	7525510	1442586	30.14	28.00	24.06	24.32
船用设备 (件, 套)	30	1802900	1098152	1368540	302351	323.70	299.67	277.60	267.3
劳动力 (人, 万元/人)	15	2000	2000	2000	2000	4.20	4.20	4.20	4.20

资料来源: 公司提供

跟踪期内, 由于造船完工量的下降, 2013 年公司钢材采购量有所减少, 采购钢材 73408 吨, 较 2012 年采购量下降 14.07%; 由于船型变化, 零配件及其他采购及船用设备采购量有所增长, 采购量分别增长 13.00%和 24.62%; 从采购价格来看, 2013 年公司钢材采购价格较 2012 年基本保持稳定, 其余原材料采购价格均有所下降。2014 年 1~3 月, 公司钢材采购平均价格为 4265.78 元/吨, 较 2013 年略有增长。

销售方面, 公司造船业务与下游客户保持良好的合作关系。2013 年, 销售区域主要为挪威、广东和江苏地区, 其中广东蓝海海运有限公司是本期主要客户。

表6 近年公司产品销售区域数据

区域		销售额占比 (%)			
		2011	2012	2013	14 年 3 月
国内	广东	30.02	29.63	47.63	41.18
	江苏	--	18.27	34.52	36.20
国外出口	香港	9.40	--		
	日本	--	--		
	挪威	5.09	--	17.85	22.62
	土耳其	26.46	--		
	德国	25.46	29.70		
	加拿大	3.58	--		
	希腊	--	22.40		

资料来源: 公司提供, 按照交付口径统计。

跟踪期内, 受船舶市场整体景气度下降, 船东预付款比例普遍降低, 一般交船前按节点支付30%左右, 交船后支付70%左右。目前, 公司在建订单预付款比例基本在30%-40%左

右。

总体看, 跟踪期内, 受前期造船市场景气度低迷影响, 公司船舶制造板块收入规模及盈利能力有所下降。2013年下半年以来, 造船行业有所复苏, 新船价格明显回升, 未来公司船舶制造板块盈利能力有望回升。

3. 海运板块

公司目前拥有江海级 6500-16000 吨级散货船 9 艘, 总运力达到 152000 吨。此外, 公司自营在建 2 艘 57000 吨散货船, 其中 1 艘 57000 吨散货船于 2012 年投入运营, 另外一条 57000 吨散货船预计将于 2014 年 8 月底交付使用, 预计 2014 年公司海运总运力将达到 20 万吨。

2013 年公司该板块实现收入 2.13 亿元, 同比增长 8.53%, 受航运市场低迷影响, 运费价格下降, 毛利率下滑至 40.25%; 江阴兴澄特种钢铁有限公司及江阴泰富兴澄特种材料有限公司仍是公司主要的合同客户。2014 年 1~3 月, 该板块实现收入 0.54 亿元。

4. 房地产板块

公司项目集中于无锡、常州与镇江一带, 主要均为别墅、高层等高端住宅项目。跟踪期内, 公司蓉湖山水、古韵坊及滨江明珠城销售进展顺利 (见表 7)。2013 年, 受益于结算面积的大幅增长, 公司房地产板块实现收入 8.54 亿元, 同比增长 50.58%, 2014 年 1~3 月, 该板块实现营业收入 0.91 亿元。

截至 2014 年 3 月底, 公司在建项目 3 个, 规划建筑面积 56.97 万平方米, 均已批准预售。

表 7 2012 年~2014 年 3 月底公司房地产已开发项目统计表 (单位: 平方米, 万元)

年度	项目所在城市	项目名称	销售面积	销售收入
2012	无锡	蓉湖山水	21597.88	15595.02
		古韵坊	15586.78	16625.65
		太湖山庄	2324.48	4384.84
	常州	滨江明珠城	36948.09	19624.65
小 计			76457.23	56230.17
2013	无锡	蓉湖山水	44410.87	36027.45
		永通公馆	12788.58	15474.19
		古韵坊	1239.09	1677.86
		太湖山庄	3425.93	6475.00
	常州	滨江明珠城	45443.85	25777.00
小 计			107308.32	85431.50
2014 年 1-3 月	常州	滨江明珠城	15898.82	9062.33
小 计			15898.82	9062.33

资料来源: 公司提供

表 8 截至 2014 年 3 月底公司在建房地产项目情况

开发主体	项目名称	建筑面积 (m²)	总投资 (亿元)	截至 2014 年 3 月底已完成投资 (亿元)	2014 年预计投资 (亿元)	2015 年预计投资 (亿元)	预售时间	截至 2014 年 3 月底预售比例	完工时间
无锡奕淳房地产开发有限公司	山水国际 (奕翔公寓)	136105	5.00	4.00	0.50	0.50	2011.10	49.51%	2014.08
镇江万高置业有限公司	绿园山庄	166000	13.00	3.58	1.50	2.00	2013.06	5.22%	2015.10
高淳县奕淳房地产开发有限公司	奕淳绿园	267628	11.00	2.59	1.50	3.00	2014.01	13.59%-	2016.12

资料来源: 公司提供

注: 绿园山庄和奕淳绿园均分二期开发, 建筑面积和总投资为全部两期的合计; 山水国际项目含一个在建五星级酒店的建筑面积, 因此导致预售比例较低。

资料来源: 公司提供

在土地储备方面, 截至 2014 年 3 月底, 公司在无锡与常州拥有未开发土地面积 53.30 万平方米, 公司预计在未来 5 年内将建设多家 5 星级宾馆及商务酒店用于自营。具体土地储备情况见表 9。

表 9 公司土地储备情况 (单位: 万平方米)

项目	储备面积	房产类型
无锡藕塘土地	17.30	商业、住宅
常州滨江明珠城 (水韵江南) 后期	16.00	商业、住宅
石固河地块	20.00	住宅
合计	53.30	--

5. 贸易板块

公司于 2013 年三季度通过股权转让的方式正式并入江苏奕淳商贸有限公司和无锡市国宏燃料有限公司。公司国内贸易主营产品主要包括煤炭及建筑材料 (主要是钢材) 等大宗商品。2013 年, 该板块实现收入 4.02 亿元。

采购方面, 公司主要与为国内大型钢厂、煤炭集团等采购并签订采购合同, 合同根据公司内控要求分级授权审批。结算方面, 钢材、煤炭等大宗商品国内贸易, 采购货款一般为预付款, 公司会根据采购合同条款监督供应商按

时交货，并对未按时交货的供应商及时预警。

表10 2013年公司前五大供应商

名称	主要采购产品	销售额占比
南京苏杭贸易有限责任公司	钢板	31.61%
无锡长三角能源有限公司	煤炭	20.75%
马鞍山诚至电网设备有限公司	电力设备	5.99%
靖江重钢华东商贸有限公司	钢板	5.79%
南京品圣机电设备有限公司	机电设备	4.68%
合计	--	68.82%

资料来源：公司提供

公司贸易板块主要依托集团公司平台，凭借规模、成本、资源等优势整合大宗贸易产业链获取增值。公司下游客户主要为电厂、船厂及其他贸易商。结算方式方面，钢材、煤炭等大宗商品销售，主要采取带款提货方式，公司在收到下游客户的货款后转移货权。

未来公司将对贸易板块尤其是煤炭业务投入大量流动资金，对上游的煤场和下游的各大电力公司加强合作，逐步扩大贸易业务规模。

表11 2013年公司贸易业务前五大客户

名称	主要采购产品	销售额占比
安徽中杭股份有限公司	钢板	35.57%
怀化国能贸易有限公司	煤炭	13.60%
安徽中杭集团有限公司	角钢	9.29%

表12 截至2013年底公司在建项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目主体	资金来源	目前进度	项目建设期	投资总额	截至2014年3月底已投资	投资进度安排		
								2014年	2015年	2016年
1	散货货船57000T	海洋运输产业	自筹50%，银行融资50%	预计2014年8月交船	2010.12-2014.8	15945	15500	445	-	-
2	奕翔国际酒店	酒店产业	自筹60%，银行融资40%	在建	2011.2-2015.6	50000	29000	15000	6000	
	合计	--	--	--	--	65945	44500	15445	6000	

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2013年财务报表分别经无锡安信会计师事务所有限公司和中汇会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见

南京武家嘴船舶制造有限公司	钢板	7.70%
怀化亚克西贸易有限公司	煤炭	4.72%
合计	--	70.88%

资料来源：公司提供

6. 在建工程及未来发展

目前，公司主要在建工程有57000T散货货船建造和奕翔国际酒店工程项目，总投资规模6.59亿元。其中，57000T散货货船建造投资总额为1.59亿元，资金来源50%为自筹，50%为银行融资；奕翔国际酒店工程项目投资总额5.00亿元，资金来源60%为自筹，40%为银行融资。

公司将立足无锡、依托江苏、面向全国，计划在未来5年内，成为具有高知名度、高市场竞争力、高盈利能力、战略业务突出的大型现代化集团公司。在巩固、完善船舶制造、海上运输等支柱产业的基础上，积极开拓连锁酒店业务。力争成为江苏省著名的涉足船舶制造、海上运输及特色连锁品牌酒店、高端商务服务等多领域的产业集团。

公司的总体战略目标是：凭借多领域的专业管理能力、优质的服务水平以及雄厚的资金实力，在客户价值创新和利益最大化方面成为行业影响者，持续获得显著高于平均水平的经营业绩。

的审计结论。公司提供的2014年一季度财务报表未经审计

截至2013年底，公司资产总额为87.86亿元，所有者权益（含少数股东权益3.76亿元）28.23亿元；2013年，公司实现营业收入32.12亿元，利润总额2.95亿元。

截至 2014 年 3 月底,公司资产总额 87.41 亿元,所有者权益(含少数股东权益 3.77 亿元) 28.53 亿元;2014 年 1~3 月,公司实现营业收入 4.51 亿元,利润总额 0.40 亿元。

2. 盈利能力

2013 年,公司实现营业收入 32.12 亿元,同比增长 4.38%,其中船舶制造业务收入同比下降 12.16%,公司新增贸易业务实现 4.02 亿元,房地产业务收入同比增长 50.58%。同期,公司营业成本 26.96 亿元,同比增长 12.59%。由于营业成本增长幅度大于营业收入增长幅度,公司营业利润率有所下降,降至 14.06%。

2013 年,公司期间费用同比有所下降,占营业收入比重为 4.97%,较 2012 年下降 1.17 个百分点。受益于汇兑收益的增加,公司财务费用有所下降,同比下降为 12.85%。总体看,跟踪期内公司期间费用控制能力有所提升。

受船舶制造板块订单价格下滑影响,2013 年,公司实现利润总额 2.95 亿元,同比下降 33.44%,净利润 2.22 亿元,同比下降 34.72%。

从盈利指标看,2013 年公司净资产收益率和总资本收益率同比均有所下降,净资产收益率由 13.01%下降至 7.86%,总资本收益率由 10.70%下降至 4.65%。

2014 年 1~3 月,公司实现营业收入 4.51 亿元,同比增长 10.00%,实现利润总额 0.40 亿元,同比下降 6.98%。同期,公司营业利润率有所回升,升至 21.78%。

总体看,受益于多元化发展战略,跟踪期内公司收入规模有所提升;受造船行业低迷影响,船舶订单毛利率较低,公司营业利润率下降,盈利能力有所下滑。

3. 现金流分析

受造船合同结算方式变化影响,2013 年公司经营活动现金流入 21.06 亿元,同比下降 32.78%,其中公司收入其他与经营活动有关的现金 2.53 亿元,主要为往来款(1.90 亿元)及利息收入。同期,经营活动现金流出 28.66 亿元,同比增长 2.80%,其中公司购买商品、

接受劳务支付的现金 21.90 亿元,公司支付其他与经营活动有关的现金 4.83 亿元,主要为往来款(3.62 亿元)。2013 年,经营活动产生的现金流量净额为-7.60 亿元。从现金收入质量来看,2013 年公司现金收入比为 57.28%,较 2012 年大幅下降,主要由于船舶制造业务应收账款增长所致,收入实现质量有所下降。

投资活动方面,2013 年,公司投资活动现金流入量 1.11 亿元,主要为子公司卖出交易性金融资产收回投资收到的现金;同期,公司投资活动现金流出 2.93 亿元,其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 1.77 亿元。2013 年,公司投资活动产生的现金流净额为-1.82 亿元。

2013 年,公司筹资活动现金流入大幅增长,为 29.99 亿元,其中发行短期融资券收到现金 7.40 亿元,取得借款 20.74 亿元,其余为银行借款及信托借款。同期,筹资现金流出 20.39 亿元,主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2013 年,公司筹资活动产生的现金流量净额 9.60 亿元。

2014 年 1~3 月,公司经营活动现金流入 5.37 亿元,主要为销售商品、提供劳务收到的现金,公司经营活动产生的现金流量净额为 1.41 亿元;公司投资活动产生的现金流量净额 -0.14 亿元;筹资活动产生的现金流量净额 0.13 亿元。

总体看,跟踪期内,受造船合同结算方式变化影响,公司经营活动现金流入量有所下降,收入实现质量下滑,经营活动现金净流量有所波动;筹资规模大幅增长,对外筹资压力有所加大。

4. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底,公司资产总额为 87.86 亿元,同比增长 27.32%,主要由于货币资金及应收账款增长所致。其中,流动资产占 79.92%,非流动资产占 20.08%。

截至2013年底，公司流动资产70.22亿元，同比增长31.25%，主要来自货币资金及应收账款的增长。

截至2013年底，公司货币资金7.03亿元，同比增长27.09%，主要由于借款增长所致。其中现金占0.57%，银行存款占58.04%，其他货币资金占41.39%。

截至2013年底，公司应收账款大幅增长，为17.08亿元，同比增长727.06%。从账龄看，1年以内占91.41%，1-2年占7.55%，2-3年占0.32%，3-5年占3.20%。其中主要的欠款客户为广东蓝海海运有限公司、BOA BARGES AS（挪威船东）、南京恒瑞海运有限公司、江阴兴澄特种钢有限公司及安徽中杭集团有限公司等，前5名合计占比87.59%，集中度较为集中。截至2014年3月底，公司未发生过船东弃船事件，因此公司未对应收账款计提坏账准备，但应收账款仍存在一定减值风险。

表 13 2013 年底公司应收账款前五名客户

（单位：万元，%）

单位名称	金额	占比
广东蓝海海运有限公司	65441.94	38.32
BOA BARGES AS（挪威船东）	45248.36	26.50
南京恒瑞海运有限公司	22000.00	12.88
江阴兴澄特种钢铁有限公司	11647.21	6.82
安徽中杭集团有限公司	5232.50	3.06
合计	149570.01	87.59

资料来源：公司年报

截至2013年底，公司存货净额28.76亿元，主要构成为钢材等原材料（占8.52%），房地产板块开发成本（占60.97%），开发产品（占27.21%）。公司未对存货计提减值准备。

截至2013年底，公司其他应收款7.78亿元，主要构成为与南京千舟贸易有限公司、无锡中住集团有限公司、江苏苏南万科房地产有限公司、无锡中住房地产开发有限公司、南京八卦洲工业园区开发有限公司以及其他欠款人的往来款项，前五名合计占比34.70%，集中度较为分散。账龄上看，1年以内占比为24.26%，1-2年占比为57.50%，2年以上占18.24%。公司未计提坏账准备，其他应收款存在一定减值风险。

截至2013年底，公司非流动资产17.64亿元，同比增长13.72%，主要由固定资产及在建工程构成。

截至2013年底，公司固定资产账面原值17.16亿元，较年初增长18.43%，主要由于机器设备增加2.67亿元。公司累计折旧4.39亿元，账面净值12.77亿元。

截至2013年底，公司在建工程3.23亿元，主要为公司酒店建设（占73.60%）及海运公司在建散货船（26.40%）。

截至2014年3月底，公司资产总额为87.41亿元，其中流动资产占比为80.02%，非流动资产占比为19.98%，资产构成变化不大。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益28.23亿元，同比增长61.67%，主要由于股东杭河水增资（1.85亿元）及未分配利润增长所致。归属于母公司所有者权益合计24.47亿元，其中未分配利润占71.00%，资本公积占9.18%，实收资本占19.82%。截至2014年3月底，公司所有者权益为28.53亿元，较2013年底增长1.07%。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，整体稳定性一般。

负债

截至2013年底，公司负债总额为59.63亿元，同比增长39.08%，主要由于公司长期借款及应付账款（主要为货款）增长所致。其中流动负债占65.04%，非流动负债占34.96%。

截至2013年底，公司债务总额为34.98亿元，同比增长59.64%，其中短期债务21.53亿元（占61.55%），短期债务构成为短期借款占48.86%、应付票据占16.77%、短期融资券占34.37%；长期债务13.45亿元（占38.45%），全部为长期借款。2014年3月底，公司全部债务33.38亿元，其中短期债务占60.18%，长期债务占39.82%。

从债务指标看，由于债务规模的增长，公司资产负债率及全部债务资本化比率均有所增长。截至2013年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别升至67.87%和

55.34%。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化分别为 67.36% 和 53.92%。

总体看，跟踪期内，由于造船合同结算方式变化，公司应收账款大幅增长，存在一定减值风险；公司资产构成较为稳定，资产质量一般；公司债务持续增长，债务负担有所加重，债务结构有待优化。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底，公司流动比率及速动比率较上年均有所提升，两项指标分别为 181.06% 和 106.90%。截至 2014 年 3 月底，两项指标分别为 183.16% 和 97.22%。考虑到公司将发行的 7.4 亿元短期融资券计入应付债券，公司短期偿债压力有所加大。

从长期偿债能力指标看，受利润总额下降影响，2013 年公司 EBITDA 为 4.61 亿元，同比下降 26.24%，公司 EBITDA 利息倍数降至 1.99 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所增长，2013 年为 7.58 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力下降。总体看，公司长期偿债能力有所减弱。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2014 年 3 月底，公司获得多家金融机构的授信额度共计 16.84 亿元，已使用的授信额度为 13.49 亿元，尚未使用的额度为 3.35 亿元。公司间接融资通道有待拓宽。

6. 存续期内债券偿还能力

截至 2014 年 3 月底，公司存续期内债券为“13 奕淳 CP002”和“14 奕淳 CP001”，发行总额为 7.40 亿元。截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产为 8.47 亿元，扣除其他货币资金（受限资金）为 5.23 亿元，现金类资产是存续期债券发行额度的 0.71 倍。2013 年，公司经营活动产生的现金流入量为 21.06 亿元，为存续期内债券 2.85 倍。公司经营活动现金流入对存续期短期融资券覆盖程度较好。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续

期内债券保障能力较好。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业信用信息报告，截至 2014 年 6 月 27 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

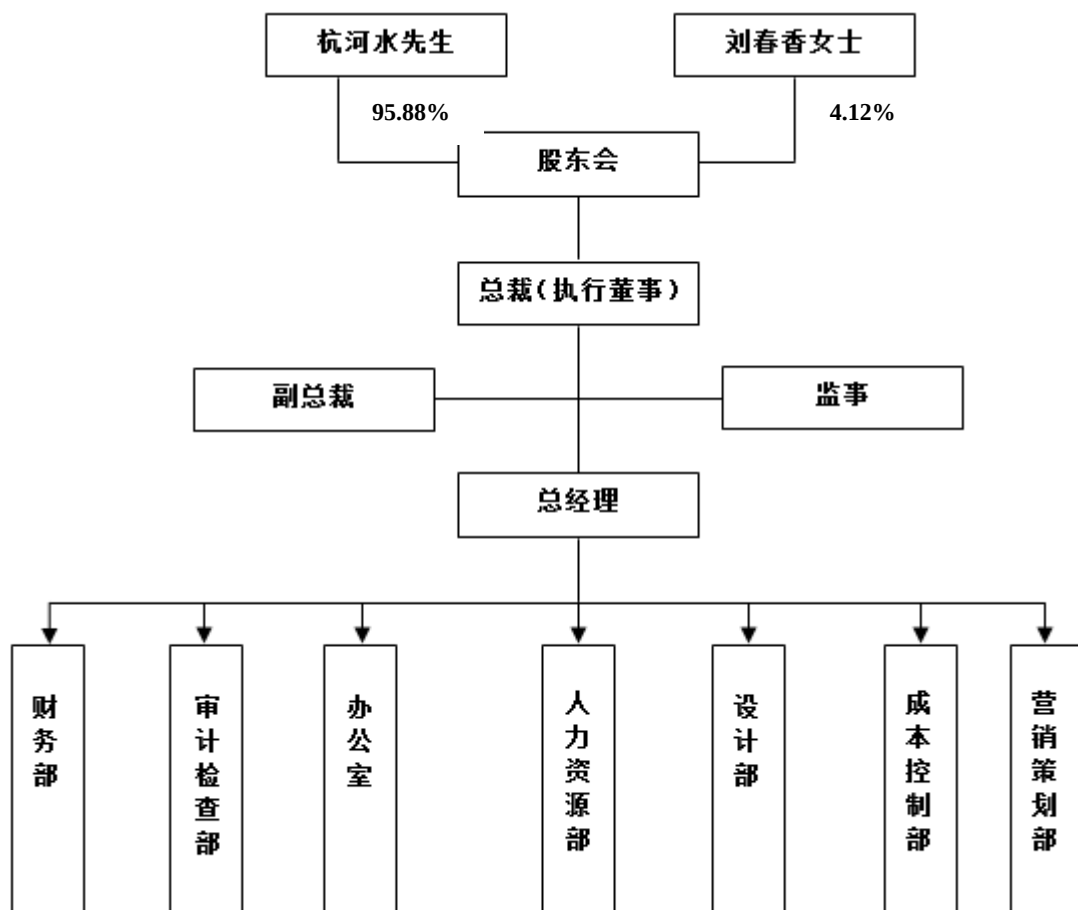
8. 抗风险能力

近期造船行业有所复苏，公司在手订单充裕，经营思路稳健，经营方式多元化，公司整体抗风险能力较好。

九、 结论

综合考虑，联合资信确定维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 奕淳 CP002”和“14 奕淳 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



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)	6.61	5.58	7.08	8.47
资产总额(亿元)	67.36	69.01	87.86	87.41
所有者权益(亿元)	22.31	26.13	28.23	28.53
短期债务(亿元)	12.65	15.98	21.53	20.09
长期债务(亿元)	8.20	5.94	13.45	13.29
全部债务(亿元)	20.85	21.92	34.98	33.38
营业收入(亿元)	33.82	30.77	32.12	4.51
利润总额(亿元)	5.15	4.42	2.95	0.40
EBITDA(亿元)	6.60	6.25	4.61	--
经营性净现金流(亿元)	4.40	3.45	-7.60	1.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.74	15.77	3.34	--
存货周转次数(次)	0.91	0.72	0.85	--
总资产周转次数(次)	0.52	0.45	0.41	--
现金收入比(%)	67.44	101.67	57.28	106.31
营业利润率(%)	20.81	20.46	14.06	21.78
总资本收益率(%)	12.68	10.70	4.65	--
净资产收益率(%)	18.00	13.01	7.86	--
长期债务资本化比率(%)	26.87	18.52	32.27	31.79
全部债务资本化比率(%)	48.31	45.62	55.34	53.92
资产负债率(%)	66.88	62.14	67.87	67.36
流动比率(%)	143.32	144.81	181.06	183.16
速动比率(%)	58.06	50.49	106.90	97.22
经营现金流动负债比(%)	11.94	9.34	-19.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.53	3.59	1.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.16	3.51	7.58	--

注：1. 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。2. 短期债务已包含计入其他流动负债及应付债券的短期融资券；长期债务已包括计入长期应付款中的融资租赁款。

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

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。

附件 5 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息