

信用等级公告

联合[2011] 965 号

联合资信评估有限公司通过对江苏奕淳集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

江苏奕淳集团有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月二十三日



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、江苏奕淳集团有限公司主体长期信用等级自 2011 年 12 月 23 日至 2012 年 12 月 22 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月二十三日
信用评级业务专用章

江苏奕淳集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: AA⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2011 年 12 月 23 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额(亿元)	47.53	50.94	61.64	65.37
所有者权益(亿元)	13.63	17.17	18.74	21.01
长期债务(亿元)	3.54	2.51	5.69	7.32
全部债务(亿元)	12.19	10.73	15.54	21.01
营业收入(亿元)	23.61	28.89	23.21	23.04
利润总额(亿元)	4.40	4.57	3.24	2.77
EBITDA(亿元)	4.95	5.47	4.29	--
营业利润率(%)	22.28	18.58	20.15	17.49
净资产收益率(%)	25.69	19.79	11.51	--
资产负债率(%)	71.33	66.29	69.59	67.86
全部债务资本化比率(%)	47.22	38.46	45.33	50.00
流动比率(%)	127.57	128.82	132.83	140.81
全部债务/EBITDA(倍)	2.46	1.96	3.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.12	6.96	5.77	--

注: 公司 2011 年 3 季度财务数据未经审计。

分析师

于浩洋 陈立扬
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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对江苏奕淳集团有限公司(以下简称“公司”或“奕淳集团”)的评级,反映了公司作为江苏省民营造船企业,具备岸线资源优越、生产能力强、订单饱满、经营模式灵活,以及盈利能力强等优势。同时联合资信也注意到,受全球经济低迷的持续影响,公司主要船型价格和新增订单量大幅下降,原材料价格波动等因素给公司经营带来的负面影响。

公司积极延伸产业链至海运板块,寻求一体化发展以减弱行业周期性波动风险。随着公司订单交付以及海运业务的逐步发展,未来公司的收入和利润规模将有所提升,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司目前手持订单饱满,生产计划已经排到 2013 年之后,未来 2~3 年的造船业务量有保障。
2. 公司拥有 1.5 公里岸线资源,并为南京地区唯一拥有 10 万吨级船坞的造船企业。
3. 公司经营模式多元化,积极延伸产业链至海运板块,并通过关联方开展租赁业务以规避船舶低售价的风险。
4. 公司船厂主要经营管理层经验丰富,渠道资源优势明显。
5. 公司期间费用控制能力较强,盈利能力良好。

关注

1. 国际市场造船需求低迷,新船价格低位徘徊,未来造船企业仍面临新接订单不足的压力。
2. 原材料价格波动对公司生产经营造成一定

影响。

3. 公司存货规模较大，原材料占比较高且未计提减值准备。
4. 公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

一、主体概况

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2011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；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2011年9月底，公司拥有控股一级子公司16家。公司在职员工2496名。

截至2010年底，公司资产总额为61.64亿元，所有者权益（含少数股东权益0.42亿元）18.74亿元；2010年度公司实现营业收入23.21亿元，利润总额3.24亿元。

截至2011年9月底，公司资产总额65.37亿元，所有者权益（含少数股东权益0.64亿元）21.01亿元；2011年1~9月公司实现营业收入23.04亿元，利润总额2.77亿元。

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。

二、行业分析

1. 世界船舶制造行业现状

根据英国克拉克松研究公司（Clarkson）的统计，2010年全球新船订单量累计达120.60百万载重吨，比2009年增长185.85%；全年造船完工量146.07百万载重吨，同比增长19.70%；2010年全球累计手持船舶订单472.60百万载重吨，同比下降3.32%。2011年1~9月，世界造船完工量累计119.38百万载重吨，

较上年同期增长6.61%；但新接订单量和手持订单量分别累计53.49百万载重吨和404.47百万载重吨，同比下降38.97%和14.85%，主要是在现有订单不断完成的同时，受2011年前3季度全球贸易摩擦的加剧，保护主义盛行，美国债务危机和欧洲诸国主权债务危机影响，资金链收紧，新增订单显著减少。

中、韩、日三国作为世界造船业的三大主力，相比2009年新船订单均出现不同程度回升。据克拉克松公司统计，2010年中、韩、日三国合计接单105.33百万载重吨，占世界订单总量的87.34%，与2009年相比新接订单量大幅增长152.17%，其中中国新接订单58.46百万载重吨，占新接订单量的48.5%，保持世界第一的地位；韩国承接订单量46.14百万载重吨，占世界总量的38.3%；日本新接订单0.73百万载重吨，占6.1%。从手持订单量看，中、韩、日三国手持订单量合计为432.52万载重吨，占全球手持订单总量的91.52%。

表1 2010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	146.07	61.21	46.56	31.39
	占比（%）	100	41.9	31.9	21.5
新接订 单量	百万吨	120.60	58.46	46.14	0.73
	占比（%）	100	48.5	38.3	6.1
手持订 单量	百万吨	472.60	192.92	156.61	82.99
	占比（%）	100	40.8	33.1	17.6

资料来源：Clarkson Research Service

表2 2011年1~9月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	119.38	49.22	39.39	24.20
	占比（%）	100%	41.2%	32.9%	20.3%
新接订 单量	百万吨	53.49	23.89	24.18	2.06
	占比（%）	100%	44.7%	45.2%	3.8%
手持订 单量	百万吨	404.47	176.09	129.06	61.87
	占比（%）	100%	43.5%	31.9%	15.3%

资料来源：Clarkson Research Service

总体看，受全球经济复苏影响，2010年造船订单量大幅回升，对船舶的需求逐步恢复；2011年1~9月，全球新接订单量同比显著下降，如未来三年内全球贸易状况没有显著改

善，则未来造船业将面临订单不足的严峻挑战。

2. 中国船舶制造行业现状

发展历史

世界经济的稳定发展以及国际贸易持续繁荣推动中国船舶制造业快速发展。中国船舶制造业经历了以下几个重要发展时期。从 1979 年~1981 年，国内造船界抓住国际船舶市场尚较景气的最后一段时间，以香港为船舶出口的突破口，以略低于日本船价的经营策略，打开了国际船舶市场的大门；1983~1987 年，国际航运和船舶市场进入了萧条时期，中国船舶工业在千方百计降低成本的同时，承接了一批品种档次较高、技术难度较大的出口船舶；1988 年~1993 年，中国船舶出口稳步上升，不仅走出了国际船舶市场的低谷，而且自身造船技术水平大幅度提高，国际竞争力明显增强；自 20 世纪 90 年代中期开始，中国船舶工业进入快速发展时期，造船能力不断提升，造船产量快速增长。

2010~2011 年 3 季度中国船舶制造行业情况

2010 年，全国造船完工量 61.21 百万载重吨，同比增长 44.25%；新承接船舶订单 58.46 百万载重吨，同比增长 124.84%；截至 2010 年 12 月底，全国手持船舶订单累计 192.92 百万载重吨，比 2009 年底手持订单量上升 2.52%。中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 41.9%、48.5% 和 40.8%，均位列全球首位。2010 年，中国船舶克服了全球金融危机带来的接船难、交船难等困难，继续保持了快速发展的态势，造船完工量和新接订单量实现大幅增长。

2011 年 1~9 月，受全球贸易保护主义盛行，贸易摩擦加剧，美国和欧洲经济衰退和债务危机等重大不利因素影响，资金链趋紧，新船订单的下单量明显下降。中国新接订单量为 23.89 百万载重吨，同比下降 42.43%；造船完工量为 49.22 百万载重吨，同比增长 10.38%；

手持订单量为 176.09 百万载重吨，同比下降 7.54%。

经历了 2010 年造船行业短暂的复苏后，2011 年前 3 季度国际国内造船市场新增订单量显著减少，完工量有所增长而手持订单量减少，说明现有的订单在不断完成，但新增的订单未能有效的补充完成的订单；尽管短期内订单的保有量较为充足，但如果未来三年内全球贸易状况未有显著改善，新增订单量较少，则未来造船业将面临订单不足的严峻挑战。

3. 竞争格局

目前世界造船市场呈现中、韩、日三国鼎立的局面，2010 年中国凭借多方面综合优势，在产能和技术上接近韩、日，成为新兴的造船大国，在新接订单、手持订单和订单完工量方面全面超越了韩国，成为世界第一大造船国家；2011 年 1~9 月，韩国的新接订单量反超中国成为全球第一，占全球订单完工量的比例与中国的差距也较 2010 年底有所缩小，韩国的产品类型正逐渐转向高附加值船型。总体上，韩国造船业具有技术和产品附加值等优势，三大订单量综合水平与中国差异不大，可预期的未来仍然是中国造船业的有力竞争对手；日本造船业则显现出明显颓势，与中国和韩国的差距有所扩大。

4. 行业关注

船舶配套行业发展滞后，关键设备供应能力不足

与国内高速发展的造船业相比，中国船舶配套行业发展滞后，船用配套设备供应不足，本土化设备装船率低，造成关键设备及部件依赖进口等问题仍然存在。船用主机、辅机、发电设备、中低速柴油机曲轴等都出现短缺，船用仪器仪表则更是长期依赖进口。

人民币升值对船舶工业产生冲击与影响

虽然造船企业通过争取较高的船舶合同首付款比例，采取银行远期结汇、提前结汇等

措施降低了汇率风险，但是汇率变动对船舶工业影响仍然较大。目前中国手持船舶订单中85%以上为出口船舶，绝大部分都是以美元计价的远期合同，随着人民币升值幅度有可能进一步扩大，对船舶工业的生产经营和经济效益将产生更大的冲击。

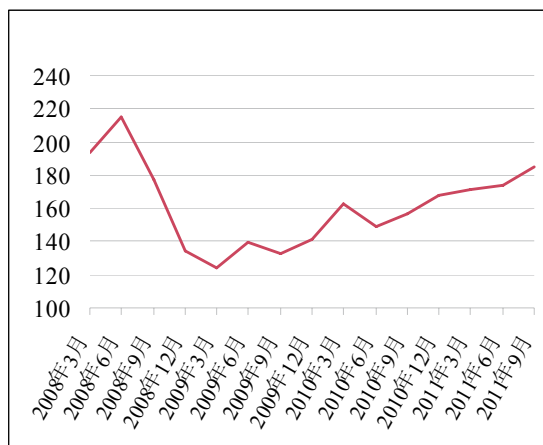
人力资源紧缺制约船舶工业的稳定发展

随着中国造船能力的提高和新兴造船企业的增加，对人力资源的需求越来越大。船舶设计、生产、管理、检验等关键人才均出现短缺，各企业争夺激烈；关键岗位、工种技术工人紧缺，外包劳务队伍不能长久稳定，已一定程度影响了船厂的生产进度和按期交船。人力资源短缺问题，已严重制约了中国船舶工业的稳定发展。

钢材价格波动影响造船企业经营成本

2007年以来，由于铁矿石、焦炭价格的上涨和下游需求的增加，中国钢材价格呈现快速增长趋势，钢材价格综合指数于2008年5月达到217.4的历史最高点，2008年6月以后呈现快速下降趋势，2008年11月为130.8点，较2008年5月最高点下降86.6点，2008年12月底为134.4点，较11月略有提高。进入2009年以来，钢材价格综合指数呈波动上升趋势，截至2010年12月底为168.1点，同比上升了27点。2011年9月底为184.7点，较2010年底上升了16.6点。

图1 2008~2011年9月底钢材价格指数

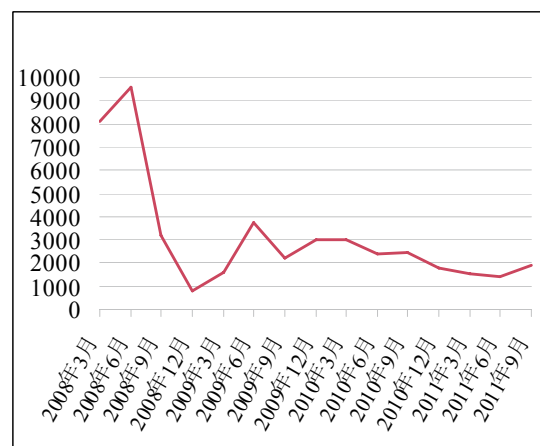


资料来源：www.mysteel.com

航运指数大幅下跌

干散货运输的主要货种是铁矿石、煤炭等大宗货物。2008年5月20日象征干散货走势的波罗的海干散货指数（BDI）飙升至历史最高11793点，但随着美国金融危机引发全球经济增长放缓，全球大宗原材料的海运需求下降，干散货市场持续下跌，2008年12月，跌至663点，2009年波罗的海指数呈现低位徘徊态势。截至2010年12月底，BDI指降至1773点。截至2011年9月底，BDI指数反弹至1899点，超过2010年底的水平。总体上，BDI指数较低，但出现了复苏的迹象。

图2 2008~2011年1-9月BDI指数



资料来源：wind

5. 行业政策

近年来大量资本投入到中国造船业，船舶制造企业数量急剧增加，其中有相当数量的中小型造船企业普遍存在生产硬件条件差，技术和管理水平落后，质量意识较为淡薄等问题，同时，“滩涂造船”等不规范生产现象在部分地区呈蔓延趋势，造成大量的低质量船舶进入运输和生产领域，严重影响了中国船舶工业产业结构的调整升级，同时，对中国船舶工业的国际市场形象造成较大的负面影响。中国船舶行业第一部生产准入标准——《船舶生产企业生产条件基本要求及评价方法》于2007年10月1日颁布实施，为船舶行业管理部门规范管理船舶行业提供了评判标准，对于中国造船行业

提高准入门槛，推动产业升级，引导和促进船舶工业的健康发展具有十分重要的意义。

国家工信部于 2008 年 10 月出台《关于当前形势下保持船舶工业平稳较快发展的意见》（工信部装（2008）283 号），要求进一步限制船舶制造行业重复建设，控制产能盲目扩张。

2009 年 2 月 11 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过了《船舶工业调整振兴规划》（以下简称“振兴规划”），会议认为，中国船舶工业正处在由大到强转变的关键时期，制定和实施船舶工业调整和振兴规划，对于巩固和提升中国船舶工业的国际地位，促进国民经济平稳较快发展，具有重要战略意义。会议强调，加快船舶工业调整和振兴，必须采取积极的支持措施，稳定造船订单，化解经营风险，确保产业平稳较快发展；控制新增造船能力，推进产业结构调整，提高大型企业综合实力，形成新的竞争优势；加快自主创新，开发高技术高附加值船舶，发展海洋工程装备，培育新的经济增长点。一要稳定船舶企业生产；二要扩大船舶市场需求；三要发展海洋工程装备；四要积极发展修船业务；五要支持企业兼并重组；六要加强技术改造，提高自主创新能力。会议决定，鼓励金融机构加大船舶出口买方信贷资金投放；将现行内销远洋船财政金融支持政策延长到 2012 年；抓紧研究出台鼓励老旧船舶报废更新和单壳油轮强制淘汰政策；今后 3 年暂停现有船舶生产企业新上船坞、船台扩建项目；在新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项，支持高技术新型船舶、海洋工程装备及重点配套设备研发。

2009 年 9 月 26 日，国务院发布《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》（国发（2009）38 号），指出“要严格执行船舶工业调整和振兴规划及船舶工业中长期发展规划，今后三年各级土地、海洋、

环保、金融等相关部门不再受理新建船坞、船台项目的申请，暂停审批现有造船企业船坞、船台的扩建项目，要优化存量，引导企业利用现有造船设施发展海洋工程装备。”

总体看，政策的指导方向是重点推进中国船舶工业产业结构的调整升级，优化存量。限制附加值低、规模小的造船企业低水平重复建设，控制产能盲目扩张；大力支持高技术新型船舶、海洋工程装备及重点配套设备研发、制造产业的发展。

6. 未来发展

中国造船行业同日、韩等主要竞争对手相比仍具有相对发展优势。与日本造船业衰退期和韩国造船业所处的成熟期不同，中国造船业正处于高速成长期，近年来行业盈利稳步增长，国际竞争力逐年增强。

在国际贸易形势疲弱，美国和欧洲陷入经济衰退和债务危机，国际船市下行的大背景下，中国造船业在承受着风险的同时，也面临着难得的发展机遇。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，有利于优秀造船企业通过低成本扩张和上下游企业的整合进一步发展壮大。

三、基础素质分析

1. 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，目前公司手持订单 43 条船，订单载重吨总计达到 138.07

万吨，合同总额达到 60 亿元，2011 年公司新承接订单 11 条 7.96 万吨散货船，占江苏省所有船厂新接生效订单总量 12.24%，业务遍及德国、挪威、加拿大、韩国、日本、荷兰等国。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。

海运板块是公司近年来重点发展板块，主要承运干散货运输，主要经营航线有黄骅至南通、青黄岛至镇江以及北仑至江阴等 9 条航线，目前拥有江海级 6500-16000 吨级散货船 8 艘，总运力达到 95000 吨。

房地产是公司的又一支柱产业，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；截至 2011 年 9 月底，公司土地储备量达 72 万平米，公司地产跻身江苏省房地产企业 50 强。

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，综合竞争力强。

2. 人员素质

公司总裁、实际控制人杭河水先生，现年 47 岁，本科学历，工程师，曾任古柏建筑施工队长、副总经理；南京柯兰建筑安装公司董事长；南京固城湖人家房地产开发有限公司董事长，常州奕淳房地产开发有限公司董事长，江苏奕淳投资发展有限公司总经理。杭河水先生在多年的项目开发建设中积累了丰富的项目及企业管理经验。

公司船厂经营管理层 90% 来自于为国有企业金陵船厂，主要高级管理人员均在船舶行业拥有超过 20 年的经营、建造、管理经验，并对国内国际船舶市场变化与客户需求有深刻的理解和认识。

截至 2011 年 9 月底，公司在册合同工总数 2496 人，其中专业技术人员 542 人，占比 21.71%；从员工教育程度来看，本科及以上的占 13.58%，大专占比 51.68%，高中、中专及

以下的占比 34.74%；年龄构成来看，35 岁以下占 62.58%，35 至 50 岁占比 30.57%，50 岁以上占比 6.85%。公司用工主要包括合同工与劳务派遣工两种，公司在忙季时需要劳务派遣工以弥补用工不足。

总体看，公司领导拥有丰富的行业管理经验，公司员工岗位构成、学历构成符合行业特征，基本能满足公司正常生产经营需要。

3. 技术优势

为加强自身技术发展，公司成立了船舶设计院，目前拥有设计人员 70 余人，能够独立完成船舶施工二次设计能力，在全国民营造船企业二次设计能力处于领先地位。

由于船舶送审审计对技术及投入要求较高，目前公司主要船型的送审设计主要是委托外部机构，研究院主要承担修改设计工作，在施工过程中对细节处理等方面进行二次设计，极大降低了施工难度与生产成本，此外公司设计院对外承接设计任务，具有一定市场地位。

总体看，公司具有船舶施工二次设计能力，主要船舶的生产设计和详细设计仍然依靠大型船舶设备研究所。

4. 外部支持

目前江苏省政府已批给公司长江沿岸岸线资源使用权 1.5 公里，公司尚有 600 米岸线资源尚未开发，目前江苏省已经不再批准新申岸线资源。公司计划利用尚未利用岸线资源建造 15 万吨级别船坞，以提升船厂经营规模，扩大船厂产品范围。

在政府支持方面，南京市国税局自 2009 年 3 月份起，将公司子公司南京武家嘴船舶制造有限公司作为“先退后核”的唯一试点单位。“先退后核”是指在交船前按照船舶建造进度分期办理退税，船舶实际交付后再根据实际出口金额调整。2009 年与 2010 年公司分别取得先退后核税款 1.03 亿元与 0.47 亿元；此外，南京海关同时给予该子公司加快报关进度的

优惠政策，在办理海关手续、通关、手册核销等环节享受海关最高等级优惠和便利。

总体看，公司具有一定岸线资源，为以后企业规模扩大奠定基础；同时公司获得国家及地方政府较多的政策支持，企业发展环境良好。

四、管理分析

1. 治理结构

公司自成立以来，按照公司法的要求不断完善法人治理结构，规范公司运作，并按照现代企业制度建立健全了股东会。公司不设董事会与监事会，设执行董事一人，对公司股东会负责。

公司设总裁 1 人，副总裁 1 人、财务主管 1 人，均由股东会聘任和解聘。公司总裁负责主持公司的经营管理工作，其他领导成员协助总裁分工负责某些方面的工作和相关部门工作，履行相应职责，对总裁负责。公司重大决策与重大问题如总体规划，年度经营计划、投融资方案及财务预决算等，须经公司总裁办公会会议讨论决定。

总体看，公司初步建立了法人治理结构，治理水平有待进一步提高。

2. 管理水平

公司实行在总裁统一领导下的制度化层级管理模式，并充分考虑员工以及主要子公司经营管理层的个人发展。在保证各层级决策执行力度的前提下，为子公司经营管理层发展解决后顾之忧，为其发挥主观能动性自主积极性留有较大空间。公司船厂经营管理层为原国有企业精灵船厂全套经营班子，公司始终贯彻“事业为大家”理念对船厂经营管理充分放权，并在船厂成立之初与船厂经营管理层签订补充协议，承诺其可在船厂经营不善情况下可到其他成熟产业任要职，为其解决后顾之忧。

公司在决策审批、生产管理、采购及合同

管理、物资管理、财务管理、人事及安全管理等方面均建立了行之有效的管理制度。公司生产经营中重大事项实行集体决策和审批联签制度，以避免单独决策的风险；并在层级管理模式下，对紧急事务实行例外管理原则，制定有相应的应急预案，以使相关情况发生后能得到及时和妥善的解决。负责生产管理的副总和相关主管人员，对设备设施使用、库存管理、工序要求、现场安全管理等执行情况进行定期和不定期的检查，以保证管理制度的落实，并根据实际情况对各项制度进行逐步改善，规范化的同时充分考虑人性化。生产管理以船舶中间产品为依据，进行成本与质量的双重考核，奖优罚劣。

在财务管理方面，公司财务部按照不相容职务分离的基本要求，在业务经办、交易记录、复核审批等岗位配备有专业胜任能力的人员。除了进行传统的财务核算，同时注重与生产、采购、人事等形成基础财务数据部门的沟通，保证内部联系的紧密，促进数据来源的及时性和有效性；通过对财务数据及内外部情况的分析，为成本管理、经营管理等决策提供依据及建议，建立起事前预测、事中监督、事后核算工作化流程。

在采购及合同管理方面，公司成立了经济管理办公室，负责所有合同的审核，包括对市场行情的了解、对材料物资的询价、对供应商资质的审查、大宗物资的招标等工作，为降低生产成本起到了积极的作用；在物资管理方面，公司的综合管理部负责仓库、场内集配、余料再次利用等的管理，制定了一系列的管理制度，促进了生产物资的流通，加快了生产进度，有效的提高了物资使用效率。

安全管理方面，公司始终贯彻“安全第一、预防为主、综合治理”的方针，坚持以科技进步和严格管理保证安全生产，从硬件、软件管理制度以及人员素质等各方面加强安全生产工作。公司制定了安全生产规章制度，落实安全生产责任制，坚持预防为主方针，并建立安

全生产应急预案体系，多种手段保证安全生产运行。

总体看，公司管理架构分工明确，内部管理严格，有利于规范日常运营行为，降低整体管理风险。

五、经营分析

1. 经营现状

目前公司主营业务主要集中于船舶制造业，并积极延伸至产业链下游海运板块，辅以房地产开发共同发展。近年公司逐步拓展商贸流通，酒店等业务，其他业务也得到较快发展。

近三年公司船舶制造业占公司营业收入比始终保持在 75%以上，受船舶制造行业周期波动影响，2009 年下半年公司船舶制造新接订单价格开始快速下降，2008~2010 年公司营业收入呈波动趋势，三年分别为 23.61 亿元、28.89 亿元与 23.21 亿元；2011 年前三季度，公司海运板块营业收入增长较快，整体实现营业收入 23.04 亿元。毛利率方面，公司整体毛利率随着公司船舶板块毛利波动同向小幅波动，三年分别为 23.80%、21.70%与 22.90%，2011 年前三季度，公司 2010 年新接船舶制造订单价格下降对毛利率的挤压效应开始体现，公司整体毛利率下降至 18.72%。

表 3 2008~2011 年 9 月公司主营业务构成情况（单位：万元，%）

业务板块	营业收入				营收占比				毛利率			
	2008	2009	2010	11 年 9 月	2008	2009	2010	11 年 9 月	2008	2009	2010	11 年 9 月
船舶制造	180336	226885	184979	140877	76.38	78.53	79.70	61.15	20.07	19.04	21.18	13.24
房地产	25750	29508	3181	34284	10.91	10.21	1.37	14.88	37.99	35.83	45.46	24.87
海运	14489	12806	18086	12697	6.14	4.43	7.79	5.51	58.71	59.39	59.48	46.55
其他	15541	19705	25854	42521	6.58	6.82	11.14	18.46	11.08	6.65	6.86	23.96
合计	236118	288905	232102	230379	100.00	100.00	100.00	100.00	23.80	21.70	22.90	18.72

资料来源：公司提供

船舶制造板块

目前公司造船业主要由南京武家嘴船舶制造有限公司和江苏奕淳武家嘴船舶重工有限公司以及相关配套企业组成。公司两船厂分别于 2004 年与 2007 年正式投入运营，总占地面积约 70 万平米，岸线约 1500 米，建有 1 个能同时建 2 个 10 万吨船舶的船坞（2007 年正式投入使用），1 个 10 万吨的舾装码头，2 个 300T 龙门吊，同时配备了流程合理的钢板预处理、切割加工、部件工厂、平面分段流水线、曲面分段装焊工场、涂装工场等相应的现代化的设施和设备。

生产

随着全球经济逐步回暖，公司 2010 年主要经营指标均出现较大幅度增长。从完工量看，2010 年完工量较 2009 年全年增长 175.86%，达到 15.20 万载重吨。2011 年前三季度，公司完工量达到 40.43 万载重吨，为 2010 年全年的 265.99%，公司 09 年船舶开工建设数量较多，

大部分集中在 2011 年交付使用，导致公司 2011 年前三季度造船完工量大幅增长；从新接订单情况看，2009 年公司承接订单量爆发式增长，全年新增订单量 89.50 万吨，但随着航运市场的不景气，船舶市场价格持续下降，公司本着稳健经营的原则，2010 年开始主动控制新接订单，仅选择优质订单以保证利润空间，全年新接订单下降至 22.16 万吨；从手持订单情况看，2009 年年底公司手持订单即达到 162.43 万吨，随着近两年的消化与新增，公司 2010 年底与 2011 年 9 月底手持订单分别为 157.99 万吨与 136.76 万载重吨，公司手持订单饱满，绝大多数是出口订单，生产计划已经排到 2013 年以后。在订单价格方面，公司 2009 年末至 2010 年新接订单价格较之前有所回落，平均下降幅度在 30% 左右。

表4 公司主要经营指标（单位：万载重吨）

指标	2008年	2009年	2010年	11年1~9月
完工量	9.67	5.51	15.20	40.43
新接订单	35.28	89.50	22.16	18.30
手持订单	67.04	162.43	157.99	136.76

资料来源：公司提供

公司主要承建10万载重吨以下散货船、多用途船、1700箱以下集装箱船、半潜式海洋工程运输船及3万载重吨以下成品油轮和化学品船，年造船能力可达到100万载重吨。主要生产船型包括79600DWT散货船、57000DWT散货船、15000DWT散货船、12500DWT散货船、1080TEU集装箱船、900TEU集装箱船、136M重货船、124M半潜驳船、65M甲板驳等等。随着技术进步和管理能力提高，公司的造船周期逐步缩短，最大吨位79600吨散货船工期可由原18个月左右压缩至12个月完工。其中船坞内建造周期已缩短至60天，码头调试水下周期已缩短至90天。

表5 公司主要质量指标

指标名称	指标
船体焊接X光拍片一次合格率	≥84%
管子焊接X光拍片一次合格率	≥84%
船体焊接超声波一次合格率	≥87%
管子焊接超声波一次合格率	≥87%
交验项目外检一次合格率	≥90%
交验项目内检一次合格率	≥85%
产品自检互检率	≥98%
计量器具受检率	100%
分段无余量制造率	≥85%
分段无余量下坞率	≥85%
分段精度尺寸交验合格率	≥98%

资料来源：公司提供

质量保证方面，公司两大造船基地已经获得了DNV、LR、GL、BV、ABS、KR、NK、CCS等船级社的认可，并通过了CCS的ISO9001:2008质量体系认证，此外通过了国防科工委“船企生产条件”的评审。公司主要质量指标如上表所示，居国内前列。

销售

目前公司主要采用自营为主，辅助代理的

销售模式。公司船厂自身经营发展历史不长，来自原国有企业金陵船厂经营管理层在公司拓展客户资源与销售渠道方面起到了十分积极的作用。公司造船业务下游客户分布区域主要为香港、挪威、土耳其、德国等，主要包括广东蓝海海运有限公司、土耳其Kiran Holding、德国Komrowski Befrachtung、挪威BOA等国内外大型船东。近年来公司船舶产品外销比例不断扩大，公司通过参加国际上的大型展会与船东、船舶经纪保持直接的接触和交流，与船东方保持良好关系。

表6 公司最近三年及一期的产品销售区域数据

区域		销售额占比（%）			
		2008	2009	2010	11年9月
国内	广东	-	-	-	12.00%
	江苏	33.47%	22.12%	6.73%	-
国外出口	香港	54.31%	43.92%	-	12.17%
	挪威	12.22%	33.28%	9.75%	4.73%
	日本	-	0.68%	-	-
	土耳其	-	-	65.54%	33.25%
	德国	-	-	17.98%	34.11%
	加拿大	-	-	-	4.64%

资料来源：公司提供，按照交付口径统计。

表7 发行人近三年主要客户及销售占比情况

客户名称	主要销售产品	销售额占比
广东蓝海海运有限公司	79600吨散货船	32%
土耳其Kiran Holding	57000吨&79600吨散货船	15%
德国Komrowski Befrachtung Skontor KG	1085TEU集装箱船	16%
挪威BOA	半潜海洋工程船	12%

资料来源：公司提供；按照手持订单（含已交付及未交付船舶）统计。

在收款方面，公司主要采用按照工程结点的预收款方式，分为下订单、开工、进船坞、下水、交船5个结点，每个结点按20%比例收取船价，在该节点完成之后确认收入。对信誉度一般、违约风险较高的客户，公司采取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，以有效控制制造修船业务的销售回款风险。

在规避汇率风险方面，公司通常在出口合同中留有5%报价增值，并引入欧元结算机制以避免人民币对美元升值过快的风险；对部分客户采取敞口合同的方式限定汇率波动承担范围，超出部分由对方承担。

由于目前国际市场船舶价格处于低谷，公司采取了多元化船舶制造经营模式。公司关联方香港奕淳投资有限公司（以下简称“奕淳香港”）已经与厦门国贸船舶公司签订4条船舶租赁合同，租期5年，日租金达到1万-1.5万美金，并通过奕淳香港向香港各家银行进行以船舶为标的的固定资产抵押融资以回流现金，享受香港融资的低利率的同时以租金养本金利息，待租期结束后，船舶市场价格回暖将船卖出实现利润，目前2条船已交付，另外两条已开始开工建设；同时，公司现部分船舶生产为公司海运板块使用，一定程度上通过产业链的延伸规避行业波动风险。

原材料采购

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%。公司钢材采购条件与国内大型钢铁生产厂家直接议定，实际操作通过钢材贸易商进行。船用设备采购在船舶下单初期预订，与实际建造船舶直接配套。

船舶订单接洽之初，公司即根据现时材料价格水平测算船舶建造成本（并预留相应的汇率、材料价格波动风险金），以实时预算成本为依据确定对外报价；船舶订单签订之后，即预定钢材、船用主机及其他设备等主要原材料，锁定建造成本。对于钢材、船用主机等主要原材料，公司主要采用部分预付款，剩余部分货到结算方式；其他原材料采购主要采用现款现付方式结算。

从公司近年钢材采购情况看，随公司2009年新接订单的爆发式增长，2010年公司钢材采购量快速提升，同时钢材价格低位运行，公司钢材采购均价与2008年相比大幅下降，2010

年较2009年略有回升。但联合资信也注意到公司2010年大幅提高原材料钢材的采购量作为储备，钢材价格的波动会对公司带来一定减值风险。

表8 公司钢材采购量和均价

年 度	采购量（吨）	采购均价（元/吨）
2008年	38000	7500
2009年	30000	4000
2010年	110000	4950
2011年1~9月	25000	5300

资料来源：公司提供

从公司原材料供应商来看，公司钢材采购主要通过马鞍山市润元金属材料有限公司、江苏亚冶物资贸易有限公司、无锡润泽金属材料有限公司等贸易公司，2010年三家公司合计采购占钢材总采购量的76.16%；公司船用主机的供应商主要有宜昌船舶柴油机有限公司、STX（大连）发动机有限公司、HYUNDAI HEAVY INDUSTRY CO.LTD、STX 重工(抚顺)有限公司、瓦锡兰及知名进口船用设备厂商等等；零配件及其他辅料的供应商主要有江苏奕淳船舶配件制造有限公司、中涂化工（上海）有限公司、赫普(昆山)涂料有限公司等。总体看，公司原材料供应商的集中度较高。

2008~2010年，公司船舶制造板块营业收入呈波动状态。2009年公司新接船舶订单增多，开工量增加全年营业收入较2008年增长25.81%至22.69亿元，2010年公司新接订单减少，加之公司部分船舶建造供海运板块自营使用，去年板块营业收入下降至18.50亿元，近三年公司船舶制造毛利率小幅波动，基本保持在20%左右。2011年1~9月，公司船舶制造板块实现收入14.09亿元，占2010年全年的76.16%，但受国际市场船价下降与原材料钢板价格的逐步回升的双重挤压，毛利率下降至13.24%。

其他板块

公司其他业务主要包括海运业务与房地产业务。

海运板块

在海运板块方面，公司主要经营主体为下属子公司江苏奕淳海运有限责任公司，主要从事国内沿海、长江及江海联运、江海直达散货运输经营。公司目前经营黄骅至南通、青黄岛至镇江以及北仑至江阴等 9 条航线，主要承运铁矿石、煤炭、辅料、水泥熟料以及其他杂货等。

公司目前拥有江海级 6500-16000 吨级散货船 8 艘，总运力达到 95000 吨。此外，公司自营在建 2 艘 51000 吨与 2 艘 57000 吨散货船，其中 2 艘 57000 吨散货船于 2010 年下半年开工，目前一条船已经进入下水阶段，预计年底可交付使用，另外一条船预计将分别于 2012 年交付；另外 2 艘 51000 吨散货船预计将于 2013 年开工建设。待 4 艘船完工投入运营之后，公司营运能力将有所提升。

公司目前已与江阴兴澄特种钢铁有限公司、五矿国际货运浙江有限公司、江阴泰富兴澄特种材料有限公司、江苏长强钢铁有限公司等企业建立了长期稳定的业务关系，以保证自营船舶的运营率。目前公司运力处于提升过程中，运输计划较满。

2008~2010 年，公司海运板块收入波动增长，2010 年实现收入 1.81 亿元，占营业收入 7.79%，近三年毛利率稳定在 58%~60%之间；2011 年前三季度实现收入 1.27 亿元，但由于行业整体不景气毛利率下降至 46.55%。

房地产板块

公司自 2002 年开始涉足房地产市场，房地产板块是公司最早经营业务板块。目前公司主要通过控股子公司无锡奕淳房地产开发有限公司、常州奕淳房地产开发有限公司等下属企业从事房地产开发业务。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。2008~2010 年公司房地产板块实现收入分别为 2.58 亿元、2.95 亿元与 0.32 亿元，其中 2010 年公司没有新盘交付，2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 3.43 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司已完成开发项目 7 个，规划建筑面积 105.42 万平方米；在建项目 2 个，规划建筑面积 27.32 万平方米。已完成项目与在建项目均主要集中于无锡与常州。其中山水国际项目已于 2011 年开始预售，绿园山庄项目将于 2012 年开始预售。

表 9 2011 年 9 月底公司已完成开发项目情况

(单位: 万平方米)

项目主体	项目名称	项目类别	规划建筑面积
无锡奕淳房地产开发有限公司	古韵坊	别墅	3.5
无锡奕淳房地产开发有限公司	奕翔国际公寓	超高层住宅	13.8
无锡奕淳新华置业有限公司	蓉湖山水	高层、洋房	32.0
无锡市万高置业有限公司	永通公馆	高层	3.5
无锡太湖山庄度假村有限公司	太湖畔山庄园	别墅	1.3
常州奕淳房地产开发有限公司	滨江明珠城	高层、别墅	51.32
合计			105.42

资料来源: 公司提供

表 10 公司在建房地产项目情况 (单位: 万平方米)

项目主体	项目名称	预计完工时间	规划建筑面积
无锡奕淳房地产开发有限公司	山水国际	2013 年	15.95
镇江万高置业有限公司	绿园山庄	2013 年	11.37
合计			27.32

资料来源: 公司提供

在土地储备方面，截至 2011 年 9 月底，公司在无锡与常州拥有未开发土地面积 72 万平方米，公司预计将在未来 5 年内建设并自营 4-5 个 5 星级宾馆及商务酒店用于自营。具体土地储备情况见表 11。

表 11 公司土地储备情况 (单位: 万平方米)

项目	未开发面积	房产类型	取得时间
无锡藕塘土地	17	商业、酒店、住宅	2011.6
常州明珠城	55	商业、酒店、住宅	2004.6
合计	72		

资料来源: 公司提供

公司其他业务还包括酒店管理、贸易流通等业务。公司于 2011 年成立了江苏奕淳酒店投资管理有限公司，在无锡与常州自主经营两家商务酒店项目，并已开始规划新的酒店项目建设。2011 年公司酒店项目的商业租赁以及停车场收费项目规模增长且毛利较高；同时公司已成立贸易公司从事钢材、煤炭等大宗商品贸易，辅助船舶制造业发展。

总体看，公司整体经营思路较为稳健，在船舶制造主业采取多元化的经营模式规避行业周期波动风险，并促进海运板块发展，并以取得一定成果。

3. 经营效率

从经营效率指标看，2008~2010 年公司销售债权周转率持续下降但保持较高水平，三年分别为 31.17 次、28.09 次与 19.86 次；存货周转次数波动下降，2010 年为 0.82 次，存货周转水

平有待提高；总资产周转率呈下降趋势，2010 年为 0.41 次。总体看，公司经营效率一般。

4. 未来发展

未来三年，公司将致力于主营业务生产能力的提升，主要包括船舶制造核心力的打造、海洋运输、酒店经营投资等方面。在船舶制造方面，公司预计在八卦洲基地新建一座 15 万吨级的干船坞，从而使公司造船能力较目前水平翻一翻，达到每年 250 万载重吨，同时可增加了造船的品种，扩大公司经营面，使企业生产能力和经营能力提升一个档次，该项目总投资约 25 亿元，目前处于前期筹备阶段，尚无开工计划；在海运板块，为提高运力目前公司在造船 2 艘，拟建 2 艘，整个项目投资约 9.12 亿元；房地产板块，公司计划利用储备用地建设一个五星级酒店，项目总投资约 4 亿元，项目建成后将全部用于自营。

表 12 未来三年公司在建及拟建项目明细

(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	投资进度安排			
							2011 年	2012 年	2013 年	2014 年及以后
1	散货货船 57000T-1	江苏奕淳海运有限责任公司	自筹 50%，银行融资 50%	完成	2010.8-2011.12	25,000	15,000			
2	散货货船 57000T-1	江苏奕淳海运有限责任公司	自筹 50%，银行融资 50%	分段建造	2010.12-2012.6	25,000	11,200	13,800		
3	散货货船 51000T-1	江苏奕淳海运有限责任公司	待定	生产设计	开工时间待定 2013.4-2015.10	20,600			12,360	8,240
4	散货货船 51000T-2	江苏奕淳海运有限责任公司	待定	生产设计	开工时间待定 2013.6-2015.11	20,600			12,360	8,240
5	奕翔国际酒店	江苏奕淳酒店投资管理有限公司	自筹 60%，银行融资 40%	在建	2011.2-2014.6	40,000	5,000	10,000	10,000	15,000
	合计					131,200	31,200	23,800	34,720	31,480

资料来源：公司提供

总体看，随着公司业务不断拓展，经营方式的不断多元化，公司未来发展前景良好。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008~2010 年财务报表已经无锡安信会计师事务所有限公司审计，均出具

了标准无保留意见的审计结论。三年财务报表均执行新会计准则，2008~2010 年，公司合并报表范围变化不大，为保证财务分析可比性，以下财务分析中三年财务数据均采用期末数据。2011 年 1~9 月财务报表未经审计。

截至 2010 年底，公司资产总额为 61.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.42 亿元）

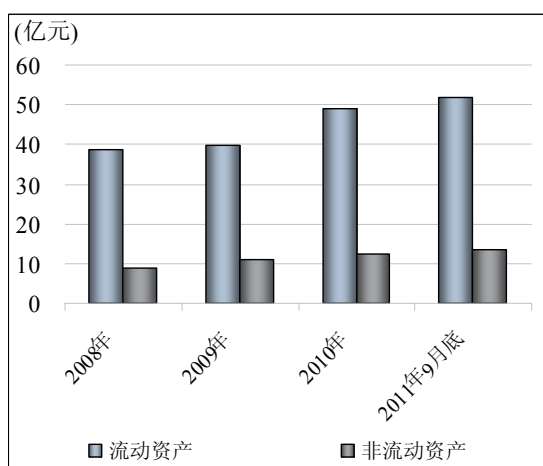
18.74 亿元；2010 年度公司实现营业收入 23.21 亿元，利润总额 3.24 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额 65.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.64 亿元）21.01 亿元；2011 年 1~9 月公司实现营业收入 23.04 亿元，利润总额 2.77 亿元。

2. 资产质量

2008~2010 年，公司产品销售额以及长期借款金额的增长促进了资产规模较快增长。截至 2010 年底，公司资产总额为 61.64 亿元，三年复合增长率为 13.88%，其中，流动资产占 79.66%，非流动资产占 20.34%。

图 3 2008~2011 年 9 月底公司资产结构

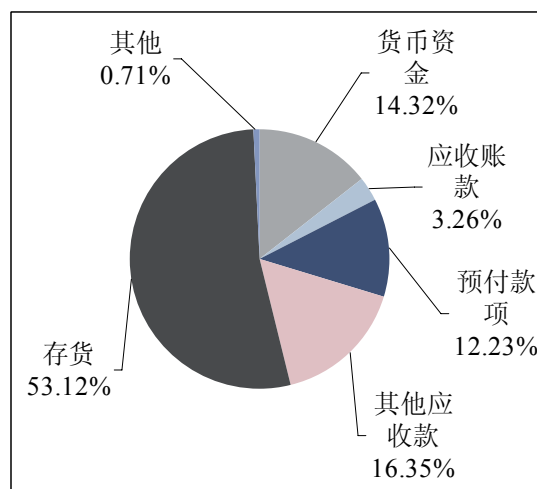


资料来源：公司财务报表

2008~2010 年，公司流动资产增长较快，年均复合增长 12.77%，主要来自 2010 年货币资金和存货的大幅增加。截至 2010 年底，公司流动资产 49.10 亿元，主要以货币资金、存货、预付款项和其他应收款为主。

2008~2010 年，受 2010 年银行借款以及销售收入增长的推动，公司货币资金逐年增长，年复合增长率为 45.80%。截至 2010 年底，公司货币资金 7.03 亿元，其中公司其他货币资金占比较高，达到 56.96%，主要为公司开立预付款保函的保证金。

图 4 2010 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2008~2010 年，公司应收账款和应收票据的占比较小，主要是船舶制造采用按结点结算的模式，收入得以逐步确认。截至 2010 年底，应收账款为 1.60 亿元，均为 1~2 年期的款项，且一年期以内的占比为 95.07%，主要的欠款客户为江阴兴澄特种钢有限公司、宁波中策动力机电集团有限公司、南京久久液压机械有限公司等，前 5 名合计占比 36.00%，集中度较为分散，且由于应收账款金额较小，且欠款周期较短，公司未计提坏账准备。

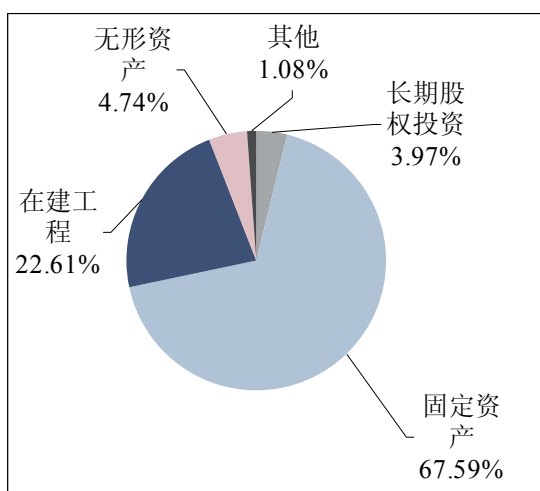
2008~2010 年，公司其他应收款的复合增长率为 5.80%，主要构成为与新生圩海关、南京市国土资源局浦口分局、厦门国贸船舶进出口有限公司和武家嘴村委以及其他欠款人的往来款项，前四名合计占比 5.28%，公司单个客户的欠款金额较小，集中度较为分散。截至 2010 年底，其他应收款为 8.03 亿元，1 年期以内的应收款占比为 91.98%。

2008~2010 年，公司预付款项的复合增长率为 1.54%，主要是国内外采购设备和原材料的预付款。预付单位主要为马鞍山市润元金属材料有限公司、江苏亚冶物资贸易有限公司、江苏亚冶物资贸易有限公司等，预付款项的集中度较低。截至 2010 年底，预付款项为 6.01 亿元。

2008~2010 年，公司存货年均增长

12.44%，以原材料、库存商品和土地开发成本为主；公司存货额度大、占比高，对资金的需求量大。截至 2010 年底，公司存货总额 26.08 亿元，其中原材料占 54.89%（主要为钢材原材料），较 2009 年底降低了 8.83 个百分点，产成品占 16.92%，较 2009 年底提高了 3.62 个百分点，2010 年存货总额同比快速增长，主要是原材料库存和产成品同比增加所致。公司未对存货计提减值准备。

图 5 2010 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2008~2010 年，公司非流动资产稳步增长，年均增长 18.53%，主要来自固定资产的增长。截至 2010 年底，公司非流动资产 12.54 亿元，主要以固定资产（占 67.59%）和在建工程（占 22.61%）为主。

2008~2010 年，公司固定资产年均复合增长 33.44%。截至 2010 年底，公司固定资产原值 10.13 亿元，其中，房屋及建筑物占 46.05%，机器设备占 44.27%。公司固定资产净额 8.47 亿元，同比变动不大，累计折旧 1.66 亿元，固定资产成新率 86.32%。截至 2010 年底，公司在建工程 2.83 亿元，同比增长 83.70%，主要是船坞及厂房建设追加投资所致。截至 2010 年底，公司无形资产净额为 5946.14 万元，主要是土地使用权（占比 99.48%）。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额为 65.37

亿元，较 2010 年底增长 6.05%。增长主要来自于流动资产中存货与非流动资产中固定资产。

总体看，公司资产规模稳步增长，资产以流动资产为主，但存货占比较高，整体流动性一般。

3. 负债及所有者权益

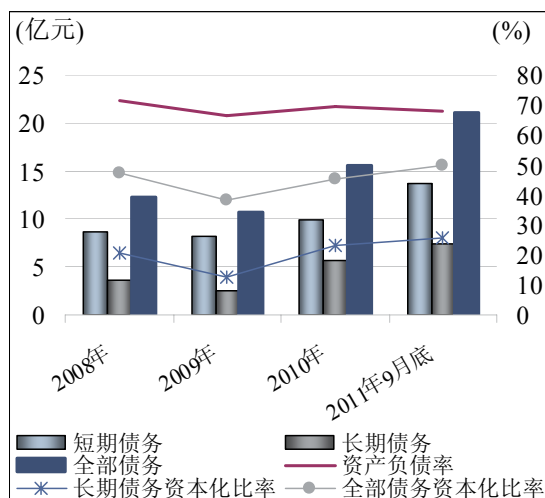
2008~2010 年，公司未分配利润不断增加，所有者权益年均复合增长 17.28%，来自于未分配利润和盈余公积的增长。截至 2010 年底，公司所有者权益 18.74 亿元，归属于母公司所有者权益合计 18.33 亿元，其中未分配利润占 55.20%，资本公积占 24.25%，实收资本占 16.37%，盈余公积占 4.18%。截至 2011 年 9 月底，公司所有者权益为 21.01 亿元，归属于母公司所有者权益为 20.36 亿元，较 2010 年底增长 8.64%，由未分配利润的增长所致。总体看，公司所有者权益以未分配利润为主，整体稳定性一般。

2008~2010 年，公司负债总额年均增长 12.48%，低于同期资产总额 13.88% 的增长率，负债增长主要预收款项和长期借款的增加。截至 2010 年底，公司负债总额 42.89 亿元，其中流动负债占 86.18%，非流动负债占 13.82%。

2008~2010 年，公司流动负债年均复合增长 10.52%，主要是船舶预收款及房产预售款项增长所致。截至 2010 年底，公司流动负债 36.96 亿元，主要由预收款项（占 57.84%）、短期借款（占 18.35%）、其他应付款（占 8.94%）、应付票据（占 8.29%）和应付账款（占 7.70%）构成。公司流动负债中预收款项占比高，主要是船舶制造行业按完工进度划分结点结算，以及房产预售的销售模式决定；截至 2010 年底，公司非流动负债 5.93 亿元，其中长期借款 5.69 亿元。

截至 2010 年底，公司债务总额为 15.54 亿元，其中短期债务 9.85 亿元（占 63.38%），短期债务构成为短期借款 6.78 亿元（占 68.89%）和应付票据 3.07 亿元（占比 31.11%）。

图6 2008~2011年9月底公司债务结构

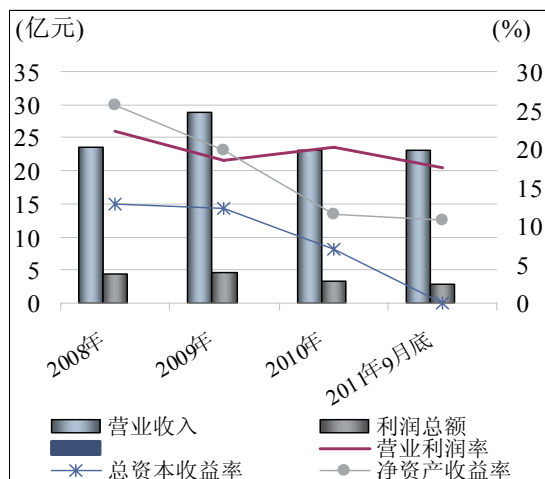


资料来源：公司财务报表

从债务指标看，公司2010年长期债务的快速增长推高长期债务资本化比率和全部债务资本化比率，使之分别同比提升10.54个百分点和6.87个百分点。截至2010年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.59%、45.33%和23.29%。截至2011年9月底，公司流动负债中短期借款较2010年底有所增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.86%、50.00%和25.83%，有息债务规模继续上升，债务负担有所加重。

4. 盈利能力

图7 2008年~2011年9月公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

由于公司2008~2009年高价新接了大量的造船订单，且新增订单量增幅显著，按船舶制造行业按结点结算的模式，2009年公司实现营业收入28.89亿元，为近三年的高峰；2010年新接订单量大幅减少，实现营业收入23.21亿元，同比下降19.66%。2011年1~9月，公司实现营业收入23.04亿元，为2010年全年的99.26%。2008~2011年9月营业利润率分别为22.28%、18.58%、20.15%和17.49%，主要随着船舶市场的逐渐低迷和房地产行业的限制总体有所下滑。

2008~2010年，公司期间费用占营业收入比重三年分别为4.66%、3.69%和6.02%，2009年比率同比下降主要受营业收入增长所致；2010年比率快速上升主要是借款金额增加，财务费用增长所致。总体看公司期间费用控制能力较强。

2008~2010年，公司分别实现利润总额4.40亿元、4.57亿元和3.24亿元。从盈利指标看，公司净资产收益率和总资产收益率均呈逐年下降的趋势。2011年1~9月，公司实现利润总额2.77亿元，为2010年全年的85.49%。总体看，公司期间费用控制得当，整体保持较强盈利能力。

5. 偿债能力

2010年公司货币资金为7.03亿元，同比增长102.35%；2010年公司现金类资产7.06亿元，为同期短期债务的71.68%。从短期偿债能力指标看，2008~2010年，公司流动比率维持在120%以上；2008~2010年，公司船舶制造订单饱满，原材料储备规模增大，2010年存货规模同比显著上升，同期速动比率有所下降，三年平均值分别为129.74%和64.80%，2010年底分别为132.83%和62.27%。2011年9月底为140.81%和58.90%。2008~2010年，经营现金流流动负债比分别为12.16%、8.45%和11.49%。总体看，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2008~2010年，

公司盈利状况有所弱化，近三年 EBITDA 分别为 4.95 亿元、5.47 亿元和 4.29 亿元。随着业务规模扩大，公司债务规模呈增长趋势，全部债务/EBITDA 总体呈现上升的状态，近三年指标分别为 2.46 倍、1.96 倍和 3.63 倍。2008~2010 年，EBITDA 利息倍数分别为 6.12 倍、6.96 倍和 5.77 倍。总体看，长期偿债能力较强。

截至 2011 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2011 年 9 月底，公司获得中国工商银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、华夏银行股份有限公司、交通银行股份有限公司等多家银行的授信额度共计 31.93 亿元，已使用的授信额度为 23.64 亿元，尚未使用的额度为 8.29 亿元。公司间接融资渠道畅通。

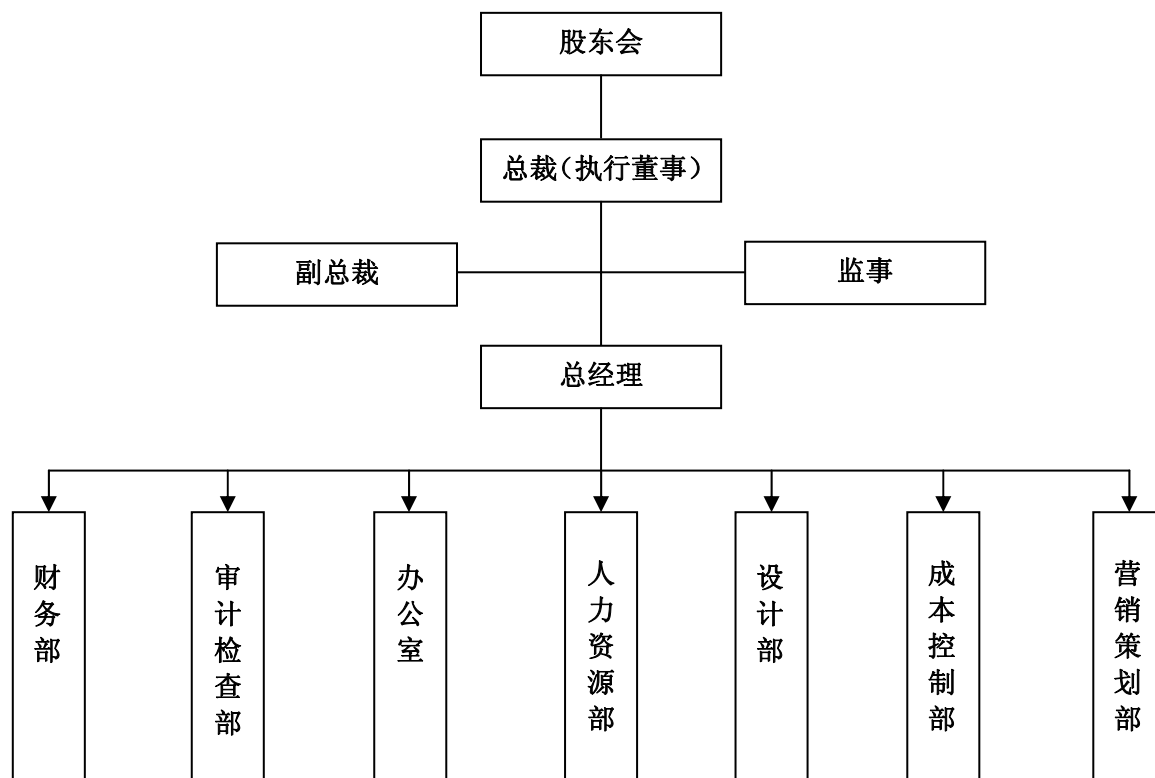
七、综合评价

公司是江苏省南京地区民营造船企业之一，在行业内具有一定资源与规模优势；公司重视研发工作，生产技术指标较为领先；同时，公司船厂的经营管理层经验丰富，在各方面对公司发展提供了有力支持。

尽管近年来受金融危机影响，全球造船行业出现了较大波动，主要船型价格低位徘徊。但公司经营思路稳健，经营方式多元化，积极延伸产业链至海运业务并开展租赁业务以规避行业周期波动风险。公司目前资产质量较好，结构合理，流动性一般；期间费用控制合理，盈利能力较强，经营活动现金流量表现良好；近三年公司债务压力逐年增大，短期偿债能力尚可，间接融资渠道畅通。

总体看，公司整体信用风险低。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司一级全资或控股子公司一览表

单位：人民币万元

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	投资额 (万元)	持股比例 (%)	业务性质
1	南京武家嘴船舶制造有限公司	5000	3750	公司持股75%；南京武家嘴集装箱运输有限公司持股25%。	船舶制造、维修
2	江苏奕淳武家嘴船舶重工有限公司	10000	7500	公司持股75%；高淳县古柏镇武家嘴村民委员会持股25%。	船舶制造、维修
3	江苏奕淳海运有限责任公司	10000	10000	公司持股100%	国内沿海以及长江中下游货船运输
4	江苏奕淳船舶配件制造有限公司	2000	2000	公司持股 100%	船用设备、配件加工制造
5	江苏奕淳铸件有限公司	3000	3000	公司持股 100%	机械铸件生产
6	江苏奕淳门窗制造有限公司	1000	1000	公司持股 100%	金属门窗、塑钢门窗制作，安装
7	南京柯兰建筑安装有限公司	2000.98	2000.98	公司持股 100%	房屋建筑工程施工
8	无锡奕淳房地产开发有限公司	10000	10000	公司持股 100%	房地产
9	无锡奕淳新华置业有限公司	24800	8100	公司持股32.66%；无锡奕淳房地产开发有限公司持股67.34%。	房地产
10	常州奕淳房地产开发有限公司	10000	10000	公司持股 100%	房地产
11	无锡市万高置业有限公司	6200.00	6200.00	公司持股 100%	房地产
12	无锡太湖山庄度假村有限公司	8000	8000	公司持股 100%	房地产
13	镇江万高置业有限公司	10000	10000	公司持股 100%	房地产
14	无锡奕淳物业服务服务有限公司	500	500	公司持股 100%	物业管理
15	高淳县奕淳房地产开发有限公司	2000	2000	公司持股 100%	房地产
16	江苏奕淳酒店投资管理有限公司	3000	3000	公司持股100%	酒店投资管理

附件 2-1 2008~2011 年 9 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	33090.06	34761.52	70339.80	45.80	72045.59
交易性金融资产					
应收票据	140.00	1140.00	228.00	27.62	2904.10
应收账款	13305.31	5983.14	16019.08	9.73	18947.35
预付款项	58243.72	79647.26	60056.00	1.54	58793.01
应收利息					
应收股利					
其他应收款	71744.44	98584.28	80301.56	5.80	60627.76
存货	206339.31	173682.94	260849.44	12.44	302373.56
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	3218.67	5073.24	3219.56	0.01	4095.08
流动资产合计	386081.50	398872.39	491013.45	12.77	519786.45
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	4345.00	4345.00	4980.99	7.07	5980.99
投资性房地产					
固定资产	47587.96	84152.88	84734.29	33.44	96643.50
在建工程	34794.20	15429.40	28343.33	-9.74	23464.18
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	1628.13	6017.74	5946.14	91.11	6419.27
开发支出					
商誉	361.70	0.00	361.70	0.00	361.70
长期待摊费用	511.43	557.96	990.81	39.19	1010.36
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	89228.43	110502.98	125357.26	18.53	133880.00
资产总计	475309.93	509375.37	616370.71	13.88	653666.46

附件 2-2 2008~2011 年 9 月合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：					
短期借款	67843.79	68750.00	67848.00	0.00	94450.00
交易性金融负债					
应付票据	18650.00	13470.00	30651.14	28.20	42471.37
应付账款	49026.40	34182.37	28469.92	-23.80	27507.97
预收款项	158126.20	153638.77	213803.23	16.28	179207.96
应付职工薪酬	264.49	140.95	185.79	-16.19	144.17
应交税费	-12338.94	-7732.23	-4412.68	-40.20	-4350.80
应付利息	42.16	46.85	56.54	15.81	55.28
应付股利					
其他应付款	20020.70	47128.38	33045.63	28.47	29655.88
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	1003.86	0.00	0.00	-100.00	0.00
流动负债合计	302638.66	309625.08	369647.57	10.52	369141.83
非流动负债：					
长期借款	35425.00	25100.00	56899.00	26.74	73172.88
应付债券					
长期应付款	982.38	2955.78	2387.92	55.91	1273.60
专项应付款	3.96	3.96	3.96	0.00	0.00
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	36411.34	28059.74	59290.88	27.61	74446.48
负债合计	339050.00	337684.82	428938.46	12.48	443588.30
所有者权益					
实收资本	30000.00	30000.00	30000.00	0.00	30000.00
资本公积	44450.00	44450.00	44450.00	0.00	44450.00
减：库存股					
盈余公积	360.57	5919.37	7657.23	360.83	7657.23
未分配利润	50788.98	80373.70	101167.19	41.14	121542.68
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	125599.56	160743.07	183274.42	20.80	203649.91
少数股东权益	10660.37	10947.48	4157.83	-37.55	6428.24
所有者权益合计	136259.93	171690.55	187432.25	17.28	210078.15
负债和所有者权益总计	475309.93	509375.37	616370.71	13.88	653666.46

附件 3 2008~2011 年 1-9 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、营业收入	236118.31	288905.98	232102.22	-0.85	230378.99
减: 营业成本	179919.23	226207.11	178952.12	-0.27	187256.45
营业税金及附加	3596.81	9020.87	6377.95	33.16	2835.57
销售费用	6874.10	5491.89	5312.38	-12.09	2090.14
管理费用	5887.91	4830.72	6070.82	1.54	5318.85
财务费用	-1767.09	343.75	2581.91		5114.88
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)					
投资收益(损失以“-”号填列)	1891.04	2548.96	9.82	-92.79	0.00
其中: 对联营企业 和合营企业的投资收益					
汇兑收益(损益以“-”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	43498.39	45560.59	32816.86	-13.14	27763.10
加: 营业外收入	815.11	368.36	179.95	-53.01	194.12
减: 营业外支出	306.16	277.78	583.68	38.07	246.65
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	44007.34	45651.17	32413.13	-14.18	27710.56
减: 所得税费用	8997.45	11669.62	10842.95	9.78	5064.66
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	35009.90	33981.55	21570.18	-21.51	22645.90

附件 4-1 2008~2011 年 1-9 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	238085.95	297409.24	312305.46	14.53	231247.88
收到的税费返还	3815.43	14946.59	4686.27	10.83	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	67866.77	-14755.65	19171.58	-46.85	22432.60
经营活动现金流入小计	309768.15	297600.17	336163.32	4.17	253680.48
购买商品、接受劳务支付的现金	219905.24	246492.43	272169.77	11.25	226785.35
支付给职工以及为职工支付的现金	2408.03	2560.94	3413.43	19.06	123.74
支付的各项税费	8502.32	14398.08	12349.30	20.52	5838.34
支付其他与经营活动有关的现金	42155.60	7970.04	5772.46	-63.00	9993.88
经营活动现金流出小计	272971.19	271421.49	293704.97	3.73	242741.32
经营活动产生的现金流量净额	36796.95	26178.68	42458.35	7.42	10939.16
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	8361.70	3000.00		0.00
取得投资收益收到的现金	1891.04	2548.96	1.82	-96.89	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	8.14	0.00	0.00	-100.00	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金			6.75		
投资活动现金流入小计	1899.18	10910.66	3008.57	25.86	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	53007.38	25962.97	22684.85	-34.58	45194.52
投资支付的现金	2500.00	1871.04	15135.99	146.06	1000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	79.00	39.80	32.50	-35.86	1362.48
投资活动现金流出小计	55586.38	27873.81	37853.34	-17.48	47557.00
投资活动产生的现金流量净额	-53687.20	-16963.15	-34844.77	-19.44	-47557.00
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
取得借款收到的现金	42862.47	52120.00	104388.40	56.06	42875.88
发行债券收到的现金			3.59		
收到其他与筹资活动有关的现金	12.24	1342.73	3743.14	1648.72	0.00
筹资活动现金流入小计	42874.71	53462.73	108135.13	58.81	42875.88
偿还债务支付的现金	14422.20	57938.79	77491.40	131.80	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2949.51	4131.50	3213.60	4.38	4552.24
支付其他与筹资活动有关的现金	1942.62	1722.69	567.72	-45.94	0.00
筹资活动现金流出小计	19314.33	63792.98	81272.72	105.13	4552.24
筹资活动产生的现金流量净额	23560.38	-10330.25	26862.41	6.78	38323.63
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-154.85	2786.18	1102.28		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	6515.28	1671.46	35578.27	133.68	1705.79
加: 期初现金及现金等价物余额	26574.78	33090.06	34761.52	14.37	70339.80
六、期末现金及现金等价物余额	33090.06	34761.52	70339.80	45.80	72045.59

附件 4-2 2008~2011 年合并现金流量补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	35009.90	33981.55	21570.18	-21.51
加: 资产减值准备				
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2644.00	5340.24	6434.54	56.00
无形资产摊销	46.71	113.40	87.29	36.69
长期待摊费用摊销	80.83	197.21	191.46	53.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)				
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	-1767.09	343.75	2581.91	
投资损失(收益以“-”号填列)	-1891.04	-2548.96	-1.82	-96.89
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)				
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)				
待摊费用减少(增加以“-”号填列)				
预提费用增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“-”号填列)	-53813.02	32656.37	-87166.50	27.27
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	11745.11	-6322.17	9123.94	-11.86
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	43780.37	-15540.86	14833.08	-41.79
其他	961.19	-22041.85	74804.27	782.18
经营活动产生的现金流量净额	36796.95	26178.68	42458.35	7.42
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	33090.06	34761.52	70339.80	45.80
减: 现金的期初余额	26574.78	33090.06	34761.52	14.37
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	6515.28	1671.46	35578.27	133.68

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	31.17	28.09	19.86	--
存货周转次数(次)	1.00	1.19	0.82	--
总资产周转次数(次)	0.59	0.59	0.41	--
盈利能力				
营业利润率 (%)	22.28	18.58	20.15	17.49
总资本收益率(%)	16.69	15.00	8.46	--
净资产收益率(%)	25.69	19.79	11.51	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	20.63	12.75	23.29	25.83
全部债务资本化比率(%)	47.22	38.46	45.33	50.00
资产负债率(%)	71.33	66.29	69.59	67.86
偿债能力				
流动比率(%)	127.57	128.82	132.83	140.81
速动比率(%)	59.39	72.73	62.27	58.90
经营现金流动负债比(%)	12.16	8.45	11.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.12	6.96	5.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.46	1.96	3.63	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.14	0.09	0.05	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.09	1.17	1.03	--

注：2011 年前 3 季度财务数据未经审计。

附件 6 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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 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

联合资信评估有限公司关于 江苏奕淳集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在江苏奕淳集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

江苏奕淳集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。江苏奕淳集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江苏奕淳集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江苏奕淳集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如江苏奕淳集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如江苏奕淳集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送江苏奕淳集团有限公司、主管部门、交易机构等。

