

江苏舜天船舶股份有限公司

2012 年公司债券 2015 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第  
【116】号 01

担保主体:

江苏省国信资产管理集  
团有限公司

债券剩余规模: 7.8 亿元

债券到期日期: 2019 年  
09 月 18 日

债券偿还方式: 按年付  
息, 到期一次还本, 附  
投资者回售选择权

分析师

姓名:  
赵婷 毕柳

电话:  
021-51035670

邮箱:  
zhaot@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

## 江苏舜天船舶股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	BBB	AA
评级展望	负面	稳定
评级日期	2015 年 05 月 20 日	2014 年 05 月 09 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对江苏舜天船舶股份有限公司(以下简称“舜天船舶”或“公司”)及其 2012 年 09 月 18 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AAA,发行主体长期信用等级下调为 BBB,评级展望调整为负面。同时,将舜天船舶主体长期信用等级和评级展望移出信用评级观察名单。该评级结果是考虑到公司实际控制人给予一定资金支持、担保人全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的保障程度仍然较好,同时也关注到了舜天船舶主要业务合作方已进入破产重整、较多合同涉及诉讼仲裁、管理层发生变动、经营巨额亏损、现金流和财务结构大幅恶化、偿债能力严重下滑等风险因素。

### 正面:

- 实际控制人江苏省国信资产管理集团有限公司给予公司一定资金支持。截至 2014 年末,江苏省国信资产管理集团有限公司(以下简称“国信集团”或“担保人”)给予公司一定借款支持,缓解了公司部分资金压力。
- 担保人全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的保障程度仍然较好。截至 2014 年末,担保人国信集团资产总额为 1,450.09 亿元,归属于母公司的所有者权益为 559.01 亿元,资产负债率为 55.72%;2014 年实现营业收入 498.86 亿元,利润总额 64.66 亿元。国信集团经营较为平稳,综合实力较强,提供的保证担保对本期债券的保障程度仍然较好。

## 关注：

- **主要业务合作方仍处于破产重整。**南通明德重工有限公司与公司合作建造船舶合同金额约 57 亿元，是主要外购船舶的业务合作方，目前因严重资不抵债而无法履行合同并已进入破产重整程序，其后续进展关系到公司已签订合同的执行情况及 24.72 亿元应收往来款的回收情况，对公司业务及财务状况具有重大影响。
- **未决诉讼仲裁事项较多。**2014 年，公司及子公司涉及诉讼仲裁的事项多达 10 余项，需密切关注该类案件的判决、抵质押资产的执行情况对于公司经营和利润的影响。
- **管理层发生重大变化。**2014 年以来，公司董事长、总经理、财务总监均发生变动，且多名高管受到证券交易所公开谴责，需关注未来管理人员的聘任和管理制度的完善情况。
- **经营巨幅亏损，现金流和偿债能力严重恶化，已发生多笔银行融资款逾期。**2014 年公司净亏损 18.10 亿元，经营性现金净流出 13.83 亿元，资金周转紧张，截至 2015 年 5 月 19 日，逾期的融资款接近 6 亿元。
- **财务风险很高，且存在资不抵债的风险。**截至 2015 年 1 季度末，公司资产负债率高达 98.30%，存在资不抵债的风险。

## 主要财务指标：

项目	2015 年 1 季度	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	920,327.26	940,076.97	737,121.14	648,602.64
归属于母公司的所有者权益合计（万元）	15,676.23	21,307.95	204,353.14	203,749.79
有息债务（万元）	649,457.41	681,486.77	372,646.14	324,877.45
资产负债率	98.30%	97.72%	72.24%	68.52%
流动比率	0.93	0.97	1.40	1.37
速动比率	0.54	0.61	0.85	0.78
营业收入（万元）	62,109.22	300,764.17	296,068.66	262,226.89
营业利润（万元）	-5,818.98	-167,635.82	11,232.55	7,482.74
利润总额（万元）	-5,631.08	-181,701.41	14,207.46	10,208.46
综合毛利率	8.14%	-2.47%	9.46%	7.99%
总资产回报率	-	-18.69%	4.62%	3.44%
EBITDA（万元）	-	-140,275.76	37,585.82	24,136.74
EBITDA 利息保障倍数	-	-5.61	2.11	2.64
经营活动现金流净额（万元）	-1,603.71	-138,264.47	-69,134.16	-63,133.66

注：上表数据已根据公司 2014 年度重大会计差错更正的相关内容追溯调整

资料来源：2012-2014 年公司审计报告及 2015 年 1 季度未经审计的财务报表，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准江苏舜天船舶股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2012]884号），公司于2012年9月18日公开发行7.8亿元公司债券（以下简称“本期债券”），募集资金总额7.8亿元；扣除发行费用后，募集资金净额77,220万元。

本期债券的起息日为2012年9月18日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2013年至2019年每年的9月18日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2013年至2016年每年的9月18日，本期债券的兑付日为2016年9月18日。若投资者不行使回售选择权，则本期债券的本金兑付日为2019年9月18日。本期债券第一次付息日为2013年9月18日。

跟踪期内，本期债券支付利息一次，金额为5,148万元，截至2014年末累计兑付情况如下：

**表 1 截至 2014 年末公司债券本息累计兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	本金回售/兑付金额	利息支付	期末本金余额
2013年09月18日	0.00	5,148	78,000
2014年09月18日	0.00	5,148	78,000

资料来源：公司公告

截至2014年末，公司实际累计使用募集资金78,000万元，其中偿还银行借款51,885万元，补充流动资金26,115万元，本期债券募集资金已经使用完毕。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍为船舶制造；实际控制人未发生变化，仍为江苏省国信资产管理集团有限公司（以下简称“国信集团”）；2014年公司实施2013年度利润分配方案，派发现金红利的同时以资本公积向全体股东转增股份，总股本由上年末的22,050万股增至37,485万股。

截至2014年12月31日，公司对业务合作方南通明德重工有限公司（以下简称“明德重工”）的应收往来余额24.72亿元，因明德重工严重资不抵债（截至2014年12月31日，明德重工净资产-7.91亿元，未经审计）而无法履行与公司共同签订的诸多船舶建造合同，公司于2014年12月26日申请对明德重工进行破产重整。2014年度审计报告中，公司按扣除各方为明德重工对公司的债务提供抵押（质押）担保的资产及明德重工管理人确认归属于舜天船舶的在建船舶估值计14.60亿元后，全额计提坏账准备10.12亿元。此外，应由明德重工提

供船舶的涉及公司的外销合同金额计4.36亿美元，公司已预收货款折人民币合计10.68亿元，考虑到明德重工破产重整失败而可能导致合同无法完全履行，截至2014年12月31日，公司对上述外销合同计提预计负债（违约损失）1.4亿元。截至2015年5月15日，明德重工破产重整案第一次债权人会议已召开，相关工作仍在推进中。此外，为确保明德重工持续生产经营，公司计划向明德重工管理人账户或相关方预付破产重组费用不超过5亿元，目前该议案已经公司2015年第二次临时股东大会审议通过。

跟踪期内，公司因严重亏损、涉及诉讼仲裁事项较多等原因导致资金周转紧张，截至2015年5月16日，合计逾期金额超过6亿元，偿债能力严重下滑。

截至2014年12月31日，公司资产总额为94.01亿元，归属于母公司的所有者权益为2.13亿元，资产负债率高达97.72%；2014年度，公司实现营业收入30.08亿元，利润总额-18.17亿元，经营活动现金流净额-13.83亿元。此外，2015年1季度以来，公司继续受到重大事项的影响，经营状况持续下滑，截至2015年1季度末归属于母公司的所有者权益为1.57亿元，存在资不抵债的风险。

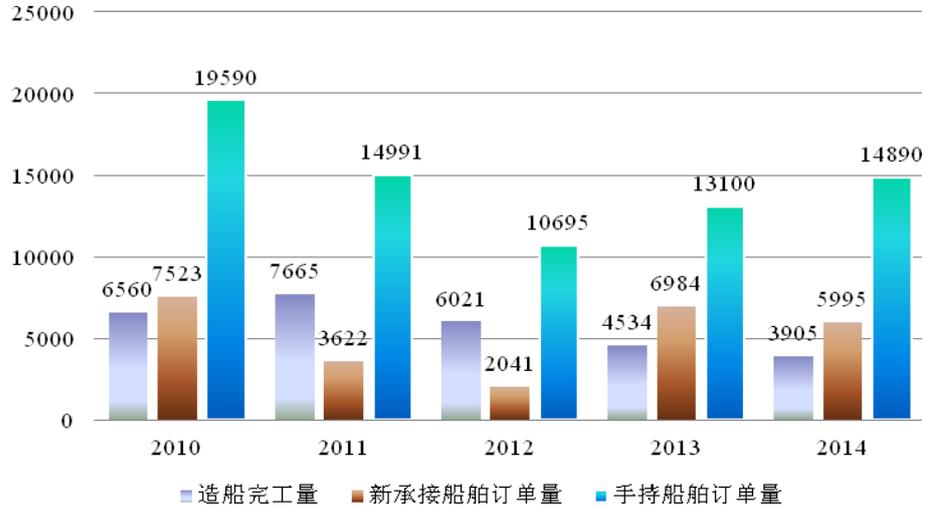
### 三、运营环境

**国内造船三大指标保持世界领先，新接船舶订单维持高位，但海运市场低迷造成船东接船意愿不强，造船完工量呈现下滑态势**

2014年中国造船三大指标市场份额继续保持世界领先，根据Wind资讯数据显示，造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界市场份额的41.7%、50.5%和47.1%，其中新接订单量比2013年提高了2.6个百分点。

但从纵向来看，我国造船完工量继续下滑，共完工交付3,905万载重吨，同比下降13.87%。主要原因是航运市场低迷，运力仍处于供大于求的状态，船东接船意愿不强。与此同时，我国重点骨干船企根据市场需求，发挥散货船竞争优势，在2013年超预期增长2倍多的情况下，全年承接新船订单5,995万载重吨，同比仅下降14.16%，仍处于较高水平。在两者的综合作用下，2014年末手持船舶订单量同比上升13.66%。

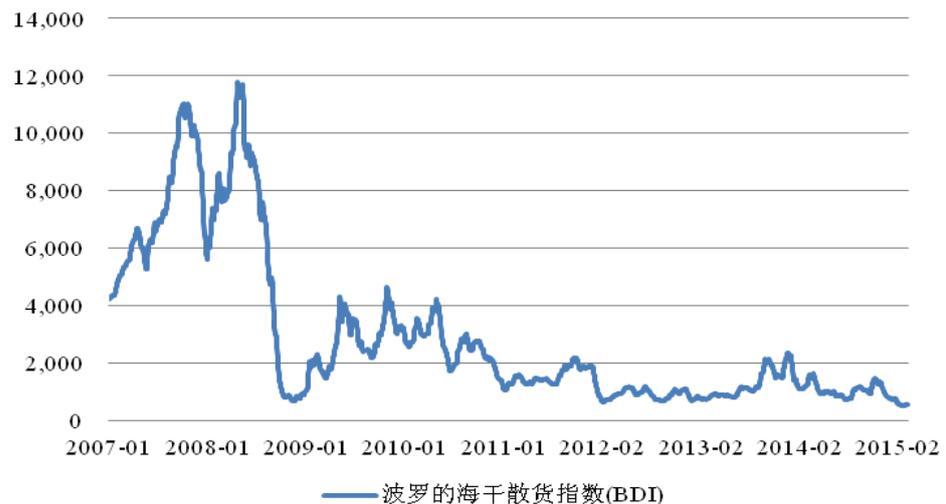
图1 近年来我国造船工业指标情况（单位：万载重吨）



资料来源：工信部，鹏元整理

海运市场方面，世界经济复苏缓慢，贸易活动低迷，克拉克松综合运价指数依然处于1万-1.5万美元/天的弱势区，波罗的海干散货综合运价指数（BDI）于2015年初跌至历史最低点，船东新建船舶动力不足。分析认为，未来2-3年，船舶市场需求约为1亿载重吨，而受船市兴旺时期影响，全球造船产能已达2亿载重吨。近几年，在船市低迷、船厂接单困难的背景下，部分产能退出市场，但产能过剩与需求不足的矛盾依然突出。

图2 近年来BDI指数变化趋势图



资料来源：wind资讯，鹏元整理

### 船舶行业持续调整，弱势企业淘汰速度加快，产业集中度有所提升

2014年，中国船舶行业继续陷入调整期，各项经济指标持续下滑，行业景气度有待回升。根据Wind资讯数据显示，截至2014年末，全国规模以上船舶工业企业1,307家，同比

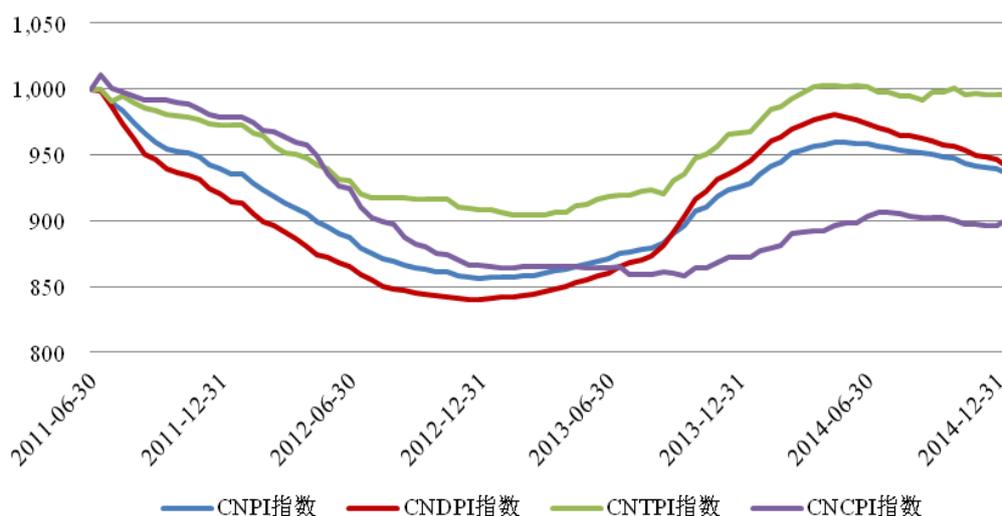
下降11.93%，主营业务收入合计5,357.95亿元，同比下降10.11%，实现利润总额228.84亿元，下滑17.24%；但其中亏损企业占比由上年的17.59%下降至15.53%，行业亏损面有所减少。具体到金属船舶制造业，2014年末，规模以上企业数量减少92家至621家，弱势企业淘汰速度加快，行业实现主营业务收入合计3,891.40亿元，同比下滑14.68%。

在弱势企业不断淘汰的同时，船舶产业集中度进一步提高，全国前10家企业造船完工量占全国50.6%，比2013年提高3.2个百分点；经历了金融危机、经济趋缓之后，多数船东出于规避风险的考虑，倾向于向信誉良好、技术过硬、财务健康的船企下单造船，新接船舶订单继续向优势企业集中，前10家企业新接订单量占全国55.5%。

### 我国造船业面临着船舶价格、原材料成本和人民币汇率波动所造成的较大的成本控制压力

2014年，影响船舶企业盈利的两个重要指标——船价指数和钢材价格呈现不同走势。中国新造船价格指数从2012年末的低点连续12个月持续上涨，到2014年5月、6月到达最高点。新船价格的上升在一定程度上改善了船厂的盈利条件，但下半年以来涨势受阻，部分船价略有下降。新造干散货船价格指数（CNDPI）与总体价格指数走势基本一致，在2014年7月回升至最高点，此后呈现持续下滑趋势。

图3 近年来中国新造船价格指数（CNPI）变化趋势图



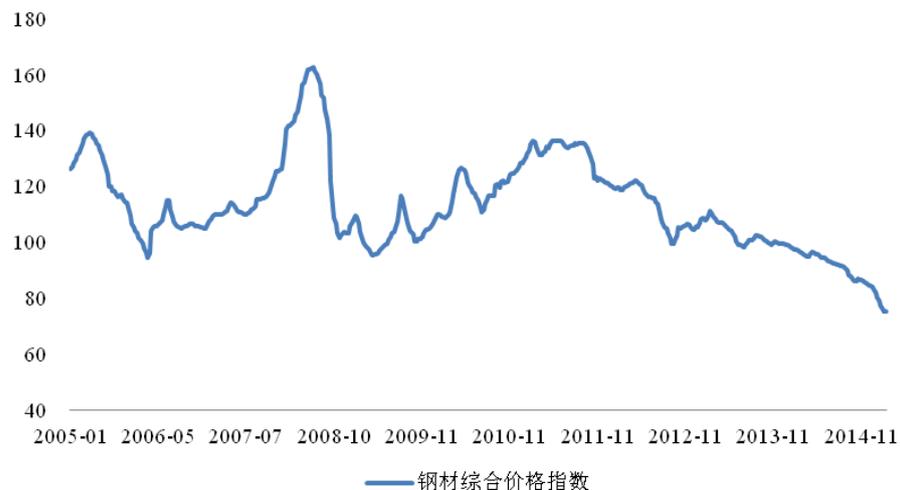
注：中国新造船价格指数（CNPI）由三个分船型综合指数构成，即新造油轮价格指数（CNTPI）、新造干散货船价格指数（CNDPI）、新造集装箱船价格指数（CNCPI）

资料来源：wind资讯，鹏元整理

同时，钢材价格受到钢厂产能过剩的影响，价格总体水平不断走低。据统计，重点大中型钢铁企业2011年至2014年全年平均销售结算价格分别为4,468元/吨、3,750元/吨、3,442元/吨、3,074元/吨，呈不断下滑趋势。2014年12月末，我国钢材价格综合指数跌至83.1点，

同比下降16.2%，为2003年1月以来最低水平。钢材成本的持续下滑有利于船舶企业保持盈利水平，但从长期来看，随着全球经济步入复苏通道，预计未来能源和原材料价格将有所恢复并传导至相关产品，制造企业将面临较大的成本控制压力。

图4 2005-2014年我国钢材价格综合指数变动情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

汇率方面，2014年人民币兑美元汇率出现汇改以来首次年度下跌，下跌幅度0.36%。全年来看，人民币兑美元中间价呈现“下跌-震荡-上涨”走势。1-5月，人民币中间价连续五个月走低，在6月和7月一涨一跌后，8-12月连续五个月上涨。3月14日，中国人民银行宣布银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由1%扩大至2%，人民币汇率波动幅度扩大，并在6月3日创下年内最低。对于以出口为主的船舶制造企业来说，人民币汇率结束单边升值的态势有助于出口回稳，但波动率的增加使得汇率风险加大，企业非经营性损益可能对盈利能力产生较大影响。

总体而言，我国造船业整体发展情况好于国外造船业，市场份额不断扩大，竞争力不断增强。但行业产能过剩、船舶价格、原材料和人民币汇率的波动等因素影响较大，也使我国造船企业面临了持续较大的竞争及成本压力。

#### 四、经营与竞争

2014年，公司实现主营业务收入29.77亿元，同比略有增加。其中船舶业务收入（包括机动船、非机动船和船舶租赁）同比大幅增长68.44%，主要是机动船业务规模上升所致；非船舶贸易业务收入同比下降34.69%。毛利率方面，出于谨慎性考虑，当年公司对租售业务、

船舶制造维修等业务进行调整，成本增加较多，船舶制造、船舶租赁和非船舶贸易业务毛利率均出现大幅下降，其中船舶业务毛利率均为负值。

**表 2 2013-2014 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
<b>机动船</b>	<b>149,516.47</b>	<b>-3.49%</b>	<b>63,778.73</b>	<b>5.31%</b>
自建机动船	59,504.33	-14.88%	30,658.11	1.41%
外购机动船	90,012.14	4.03%	33,120.71	8.92%
<b>非机动船</b>	<b>15,751.24</b>	<b>-1.44%</b>	<b>39,516.41</b>	<b>14.84%</b>
自建非机动船	10,332.29	9.02%	7,769.81	26.99%
外购非机动船	5,418.95	-21.38%	31,745.46	11.87%
<b>船舶租赁</b>	<b>8,724.86</b>	<b>-72.78%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>非船舶贸易业务</b>	<b>123,747.48</b>	<b>2.40%</b>	<b>189,477.08</b>	<b>8.86%</b>
<b>合计</b>	<b>297,740.04</b>	<b>-2.97%</b>	<b>292,772.21</b>	<b>8.89%</b>

注：2014 年公司进行前期会计差错更正，导致 2013 年营业收入减少 3.08 亿元，本处已根据 2014 年审计报告期初数进行追溯调整。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 公司机动船完工量和收入规模大幅上升，非机动船业务明显萎缩，非船舶贸易业务主动收缩

2013年，针对行业的低迷状况，公司在不影响日常经营的前提下，主动收缩了机动船生产量，船舶制造未处于满负荷生产状态，2014年以来，随着机动船订单的陆续投产，公司船舶生产量快速上升，当年生产47.65万载重吨，同比增长126.45%，带动了自建机动船的收入规模明显上升；但当年公司对处于审理阶段的2艘82,000吨散货船根据可获得的可变现净值进行收入确认调整，将减少的收益部分计入成本，且随着维修成本的增加，自建机动船业务发生亏损。随着生产量的上升、船东弃船情况的增加，公司船舶库存量同比出现大幅增长。

外购机动船方面，2013年开始公司通过与明德重工及其子公司作为共同卖方对外签约的方式承接造船合同，以借助于后者在船型方面的优势，截至2015年5月12日，双方合作建造的船舶共计32艘，合同总金额约为57亿元。由于承接订单的增长，2014年公司外购机动船的收入实现了大幅度的增长。

公司非机动船业务于2014年大幅萎缩，尤其是外购非机动船的收入规模大幅下滑，主要是因为2013年订单收入的集中确认使得当年收入基数较高、而船运市场的持续低迷影响到新接订单的金额所致。

**表3 2013-2014年公司主要业务指标（单位：载重吨、万元）**

行业分类	项目	2014年	2013年	同比增减
船舶业务	销售量	481,026	520,398	7.57%
	生产量	476,526	210,434	126.45%
	库存量	97,450	55,880	74.39%
非船舶贸易业务	销售额	123,747.48	189,475.03	-34.69%

资料来源：公司年报

此外，为突出船舶主业，公司逐步降低和减少非船舶业务，2014年非船舶业务贸易额为12.37亿元，同比下降34.69%，在主营业务收入中的占比由上年的64.72%下降为41.56%，但仍是主要的收入来源之一。

**公司在手订单充足，但目前合作方明德重工破产重整、公司自身资金周转紧张，现有船舶的制造资金来源保障具有较大的不确定性**

2014年公司承接的新船建造订单数量较多，前三个月已获得了近40亿元人民币的新船建造订单，2014年4月，公司与明德重工及其子公司作为共同卖方就7艘24,600DWT不锈钢化学品船与买方签订《船舶建造合同》，合同金额约4,000万美元/艘；2014年7月29日公司就4艘5,000箱双燃料集装箱船与国外买方签订了《船舶建造合同》，合同金额约7,000万美元/艘。但2014年8月份以来，受到合作方明德重工经营陷入困境、公司自身涉诉合同较多等因素影响，公司未有新接重大合同。截至2014年末，公司重大在手订单约16.53亿美元，其中与明德重工相关的订单约6.89亿美元。

虽然公司新增订单量较多，但新签订单中船舶的预付款比例较低，且有部分船舶的销售方式为租售。根据公司签订的租赁合同，公司将船舶建好后租赁给承租人，承租人在一定租赁年限后有权购买该船或租赁期结束后有义务购买该船。公司在此前按照船舶建造进度确认收入，但2014年根据业务运营情况重新签订租赁合同，并以实际收取的租金确认船舶租赁收入，同时将以前年度已确认的收入予以冲回。由于该项调整，公司存货中的部分船舶转至固定资产科目，折旧成本大幅增加，导致当年船舶租赁业务毛利率为-72.78%。值得关注的是，公司租售业务本身回款时间较长，垫付资金量较大，而目前承租客户中部分客户租金未能按期支付，对公司进一步造成资金周转压力。

从2015年情况来看，目前公司资金周转紧张，已发生多项银行融资款逾期情况，在手订单的后续资金保障具有较大的不确定性。

**明德重工破产重整对公司经营和资金周转造成极大影响，是公司巨额亏损的重要原因，目前破产重整及相关诉讼仍在推进过程中**

出于切入高等级船舶制造市场的目的，2013年起公司与明德重工及其投资的南通润德

船务工程有限公司（以下简称“润德船务”）合作建造多个船舶项目，主要包括木片船项目、海洋平台供应船项目、自卸/非自卸船项目、不锈钢化学品船项目、64,000吨散货船项目、驳船项目等32艘船舶项目，合同总金额约为57亿元。公司与明德重工及润德船务合作造船的基本模式为：对外，公司、明德重工、润德船务与船东签署外合同，约定公司与明德重工及润德船务作为共同卖方，对船东承担建造并交付船舶的责任；对内，公司与明德重工、润德船务签署内合同，约定公司向明德重工及润德船务提供船舶建造资金，明德重工及润德船务负责具体的船舶建造，凡润德船务参与签署的合作项目下，润德船务与明德重工作为一方对公司承担连带责任。上述合作建造船舶项目下，公司仅与明德重工有资金往来，并未与润德船务发生资金往来。由于近年来民营船厂资金链趋紧，公司与明德重工合作项目下的船舶建造资金缺口基本由公司提供，因此对其超进度支付金额较高，超进度支付占总付款金额的比重超过40%。

截止2015年5月12日，双方合作建造的32艘船舶中，明德重工及润德船务已经向公司完成交付8艘船舶，取消2艘64,000吨散货船合同，另有2艘自卸/非自卸船逾期未交付。经了解，目前明德重工因资金原因已停产，后续船舶的建造时间尚无法确定。

据公司公告，截至2014年12月31日，明德重工净资产为-7.91亿元，已严重资不抵债，因此在2014年审计报告中，公司将预付明德重工的款项全部转入其他应收款，合计确认的债权金额为24.72亿元，公司按扣除各方为明德重工对公司的债务提供抵押（质押）担保的资产及明德重工管理人确认归属于舜天船舶的在建船舶估值计14.60亿元后，全额计提坏账准备10.12亿元。此外，应由明德重工提供船舶的涉及公司的外销合同金额计4.36亿美元，公司已预收货款折人民币合计10.68亿元，考虑到明德重工破产重整失败而可能导致合同无法完全履行，公司对上述外销合同计提预计负债（违约损失）约1.4亿元。

截至2015年5月15日，明德重工破产重整案第一次债权人会议已召开，相关工作仍在推进中。此外，为确保明德重工持续生产经营，公司计划向明德重工管理人账户或相关方预付破产重组费用不超过5亿元，该议案已经公司2015年第二次临时股东大会审议通过。

公司就与明德重工的债权债务纠纷，于2014年10月17日以担保人季风华和程建华为被告向南京市雨花台区人民法院提起诉讼，诉请两被告共同向公司清偿债务本金1,300万元及计算至清偿之日止的利息，并就诉请的1,300万元债权申请查封了季风华和程建华分别持有的南通综艺投资有限公司<sup>1</sup>（以下简称“南通综艺”）652.15万元股权。2014年12月23日，公司向法院申请变更诉讼请求，变更后诉请两被告共同向公司清偿债务本金7亿元及计算至清偿之日止的利息。经裁定，法院支持公司提出财产保全的申请，并完成对季风华和程建华

<sup>1</sup> 南通综艺是江苏综艺股份有限公司（证券代码：600770）的大股东。

分别持有的南通综艺股权的查封。但值得关注的是，上述季风华持有的南通综艺的股权在公司进行诉讼保全之前，已存在两个其他债权人申请的法院查封，根据公司于2015年5月14日发布的最新公告，申请查封季风华南通综艺股权的债权人已向法院申请强制执行，辽宁省高级人民法院委托拍卖公司于2015年5月28日进行公开拍卖。该部分股权的评估价为11,146.53万元，公司已就该事项向法院提出异议。从该诉讼情况来看，如相关股权被强制执行，公司作为明德重工的债权人，可能受偿的金额将明显减少，因此其后续发展需持续关注。

**公司船东拒接履约、逾期交船、财务纠纷等相关事件引起的未决诉讼较多，公司主要管理人员收到证券交易所公开谴责并已辞任，经营中的不确定性大幅升高**

#### 1. 诉讼仲裁事项

根据公司披露的2014年年度报告，公司重大诉讼仲裁事项多达10余项，对公司生产经营造成较大影响。

##### (1) 船舶建造业务

2012年12月，公司就与福翼（香港）航运有限公司（以下简称“福翼香港”）签订的《船舶建造合同》项下的争议提起仲裁申请（详见公司公告），要求福翼香港接船并支付尾款。目前，福翼香港就该事项与公司达成和解，合同金额减少约100万美元，相关《和解协议》已生效，对公司收入和利润未产生重大影响。

船东Sasa Shipping Co Pte. Ltd.（以下简称“Sasa”）和船东Adriana Shipping Co Pte. Ltd.（以下简称“Adriana”）以船舶质量为由，拒绝接船并拒绝支付造船合同尾款，2013年2月23日，公司就与Sasa和Adriana签订的《船舶建造合同》项下的争议提起仲裁，要求船东接船并支付合同项下的尾款及相应利息。目前，双方已交换专家证人的报告，仲裁尚未判决。2014年度公司将以前年度已确认的收入冲回，造成2012-2013年度收入减少。

公司全资子公司顺高船务有限公司就12艘64,000吨散货船租售合同项下争议与承租人发生了仲裁事项（详见公司公告）。公司分别于2014年3月13日和2014年3月17日就前6艘船和后6艘船<sup>2</sup>正式发出了取消合同的通知并向其提出索偿。目前，伦敦海事仲裁员协会做出判决，在支持公司取消前6艘船租售合同的基础上，裁定对方赔偿公司预付款、担保费、律师费及相应利息损失，并裁定由对方承担相应的仲裁费用。上述各项费用共计约3,000万美元，主要通过质押担保的镍丝进行偿付，但该质押物的价值尚不确定，可变现能力较差，对公司的利润影响尚具有不确定性。另外，公司前6艘船已有4艘建造完工，船舶的出售能够为公司带来一定收入。

<sup>2</sup> 后6艘船合同签订时间较晚，尚未开工建造。

2014年12月10日，宝澳海洋平台供应船舶公司就2艘多功能海洋平台供应船的业务对公司、明德重工及其他合作建造方向伦敦海事仲裁员协会提起仲裁。目前诉讼方请求仲裁庭确定交船期，尚未提出违约的具体请求。由于该业务的建造方明德重工已处于停工状态，公司未能就交船时间给予答复，对于公司利润的影响也存在较大的不确定性。

此外，2012年10月25日，瑞纳船务有限公司就已交付的一艘82,000吨散货船的油漆质保赔偿问题向香港国际仲裁中心提起仲裁。经裁决，公司需对油漆承担质保责任，承担对方修船的直接费用以及部分仲裁费用。目前，双方正在对修船地点以及具体的费用进行协商，但暂时未达成一致，对公司利润的影响尚具有不确定性。

## （2）其他业务

2012年，公司利用暂时闲置的自有资金，通过银行委托贷款给全椒福爵房地产有限公司、江苏瑞东建设有限公司和南京福地房地产开发有限公司（以下简称“福地房产”），贷款期限均在1-1.5年以内，年利率在18%-20%之间，以土地使用权抵押或外加第三方保证担保。2013年以来，全椒福爵房地产有限公司、江苏瑞东建设有限公司已经偿还借款，但福地房产9,000万元借款本金及相应利息1,543万元逾期未付。2014年12月30日，公司向南京市中级人民法院对南京福地房地产开发有限公司提起诉讼，要求其返还委托贷款项下的本金及利息。

福地房产已将位于江苏省南京市六合区葛塘新城的自有房地产及其附着物、固着物予以抵押，作为归还借款及利息的担保。福地房产的项目地处南京市浦口葛塘广场附近，地域位置较好且项目已封顶，经评估机构估价，上述抵押物价值总额为15,890万元，对委托贷款的本息有一定的保障。但该项目上现存在法院基于其他债权人请求而实施的查封情况，虽然公司享有优先受偿的权利，但预计抵押物的处置仍需要较长的时间，委托贷款后续回收情况、对公司利润的影响仍存在不确定性。

2013年4月16日，公司就与南京欧钢金属材料有限公司的买卖合同纠纷向南京市雨花台区人民法院提起诉讼，要求其退还预付货款并支付违约金，同时将担保人江苏瑞东建设有限公司、南京市苏豪科技小额贷款有限公司列为被告，此案争议金额约1,540万元。南京市雨花台区人民法院做出一审判决，支持公司的诉讼请求。后因被告提起上诉发回重审，2015年5月12日，南京市雨花台区人民法院判决驳回公司的诉讼请求，案件受理费由公司承担。

此外，公司子公司江苏舜天船舶发展有限公司（以下简称“发展公司”）涉及船舶制造、非船舶贸易业务等相关诉讼多项（参见公司2014年年度报告），对公司利润均有可能产生较大影响，但最终实际影响尚具有不确定性。

从公司涉诉的事项来看，一方面随着船运市场持续低迷，船东弃船现象增多、且对于船舶质量提出更高要求，公司已完工船舶面临难以变现的困境，增大了资金周转压力；另一方面，公司于资金闲置时进行对外委托贷款，以及在贸易往来中提供具有融资性质的预付款项，大大增加了资金的风险性，使得相关财务纠纷较为频繁地发生，进一步增加其资金压力；此外，公司非船舶贸易中垫付资金的现象较为普遍，随着近两年业务规模的迅速扩张，面临的信用风险大幅增加，也是发生诉讼纠纷的原因之一。总的来说，公司受到外部和内部等多方面因素影响，业务发展过程中发生多起诉讼仲裁事项，不仅造成较大的直接损失，另外导致公司陷入资金周转紧张的局面，极大地增加了经营中的不确定因素。

## 2. 管理层失职及变动情况

2014年4月28日，深圳证券交易所查明公司及相关当事人存在多项违规行为，主要包括（详见公司公告）：

（1）未充分披露公司与明德重工合作中可能产生的重大风险：公司未完整披露在与明德重工合作过程可能产生的重大风险，针对明德重工不佳的财务状况，公司不仅持续与其合作，且持续超进度付款；

（2）未及时、准确披露重大合同的进展情况：公司2013年年报、2014年半年报中披露与明德重工的重大合同均正常履行，与实际不符，公司也未以临时报告对该重大事项的上述进展进行披露；

（3）由于明德重工发生财务异常，公司预付款项面临重大风险，可能导致公司遭受重大损失，出现巨额亏损。对于上述重大事项，公司未及时履行信息披露义务；

（4）对外提供财务资助行为存在的违规行为：2012年9月，公司通过银行委托贷款的方式总计支付全椒福爵房地产有限公司、江苏瑞东建设有限公司1.13亿元借款，2013年7月5日、7月16日、8月28日，公司委托公司职员张立新作为名义上的出借人，分别与昌旭初、芜湖首创房地产开发有限公司（以下简称“芜湖首创”）、南京丰安科技有限公司（以下简称“丰安科技”）签订了总计1.22亿元借款合同，并于2013年7月至2014年1月间对外支付了上述借款。公司的上述借款属于对外提供财务资助行为，且连续12个月内累计对外提供财务资助金额达2.35亿元，超过公司2012年经审计净资产的10%。对于此重大事项，公司既未履行相应的审批程序，也未针对通过张立新向昌旭初、芜湖首创、丰安科技的借款事宜以及借款逾期未归还事项及时履行信息披露义务。

针对以上违规事项，深圳证券交易所对公司总经理兼董事、时任董事长王军民，副总经理、时任总经理兼董事李玖，副总经理姜志强、翁俊，时任副总经理兼董事会秘书兼财务负责人曹春华等五人因未能恪尽职守、履行勤勉义务而给予公开谴责处分。2015年5月7

日，公司发布《关于公司董事、高管辞职的公告》，上述王军民、李玖两位高管均因个人原因辞去公司的所有职务，公司管理层出现较大变动。

从监管部门公开谴责的事项来看，公司在业务合作、财务运作过程中存在明显的信息披露不及时、程序不合规等现象，审批程序不到位、管理人员的失职是导致财务纠纷的一个重要原因。此外，公司采购活动、非船舶贸易业务中存在较多的诉讼事项，对于供应商和贸易客户的评价与管理体系也有待加强。

#### **公司资金周转紧张，已出现多项融资款逾期未支付的情况，偿债能力严重下滑**

根据公司于2015年5月发布的多项公告，由于资金周转紧张，公司自2015年5月6日起出现银行融资款逾期，截至2015年5月19日，公司及控股子公司合计逾期金额达到58,582.11万元，且由于公司已发生多项违约事件，仍存在信贷业务提前到期、逾期金额持续增加的风险。受此影响，目前公司多项银行账户被冻结、多艘在建船舶被查封，债务偿付能力严重下滑。目前公司正在研究应对措施并于金融机构协商处理上述逾期融资款，对于其本期或期后利润的影响尚无法确定。

从公司自身经营来看，目前公司尚处于经营生产中，但由于船舶建造需要垫付大量资金，在周转困难的情况下后续船舶的建造资金来源受限，持续经营能力主要取决于股东方的支持力度。

## **五、财务分析**

### **财务分析基础说明**

以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“天衡事务所”）审计并出具带强调事项段的无法表示意见的2014年审计报告，报告采用新会计准则编制。2014年公司合并报表范围未发生变化。

财务说明：

1. 2014年度公司审计机构由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）更换为天衡事务所；
2. 2014年，导致天衡事务所出具无法表示意见的事项系公司对明德重工的应收往来款项的相关抵押（质押）担保资产的估值确认、以及普通债权可回收金额的确认均无法获取充分、适当的审计证据。
3. 2014年度审计报告强调事项段提醒关注，舜天船舶于2014年度出现巨额亏损，年末资产负债率高达97.72%，公司已在财务报表附注中披露了拟采取的改善措施，但其持续经营能力仍然存在重大不确定性。

4. 根据天衡事务所出具的《关于江苏舜天船舶股份有限公司2014年度重大会计差错更正的专项报告》（以下简称“专项报告”），公司于2014年度发现前期会计差错并于当期进行更正和追溯调整，主要涉及前期预付款项的调整和坏账计提、收入确认的冲回等事项，导致2013年度营业收入、预付账款、长期应收款、未分配利润等多项科目发生调整重述（具体可见专项报告或公司2014年年度报告），为保持数据可比性，本报告中2013年数据采用2014年审计报告期初数。
5. 根据财政部于2014年制定和修订的8项会计准则，公司涉及科目进行重分类和追溯调整，相关调整对公司的资产、负债、损益、现金流量等均不产生影响。此外，公司自2014年介入航运市场，运营船舶以固定资产方式入账，会计政策中新增“船舶”类别的固定资产折旧计提方法。

## 资产结构与质量

**公司资产规模持续增长，受到明德重工破产重整的影响，资产结构发生较大变化，资产质量大幅下滑**

跟踪期内，公司资产规模保持增长，截至2014年末，资产总额为94.01亿元，同比增长27.53%，其中流动资产仍是主要构成部分，但占比下降4.15个百分点至68.29%。

从资产构成来看，2014年末公司货币资金余额12.95亿元，同比大幅上升52.34%，其中银行存款占比36.57%，以各类保证金为主的其他货币资金占比63.43%，受限比例相对较高；其他货币资金中银票保证金占比较高且快速上升，同比增幅达到125.25%，带动了货币资金的增加。

公司预付款项主要为向国外船用设备供应商和国内船舶建造方支付的预付款，由于船舶建造周期较长，预付款项规模一直维持在较大规模，但2014年合作方明德重工陷入破产重组，公司将其预付款转入其他应收款，因此相应科目发生较大变化。2014年末公司预付款项中账龄在1年以内的占比59.08%，3年以上的占比19.95%，账龄偏长，仍需关注订单船舶的建造和交付情况。公司其他应收款账面余额31.08亿元，其中按照账龄分析法计提坏账准备的占比16.12%，主要由非船舶贸易业务产生，由于公司在贸易业务存在部分垫资行为，在经济环境趋弱的影响下，款项回收时间较长，账龄多数在1-2年；单项金额重大并计提坏账准备的其他应收款均为当年新增，总额25.69亿元，占比达82.65%，其中最主要的是公司对明德重工的债权24.72亿元，公司按扣除各方为明德重工对公司的债务提供抵押（质押）担保的资产及明德重工管理人确认归属于舜天船舶的在建船舶估值计14.60亿元后，全额计提坏账准备10.12亿元，是当年资产减值损失大幅增加和公司发生巨额损失的重要因素。此

外，前五名欠款客户还包括南京恒顺达船务有限公司、芜湖首创房地产开发有限公司（以下简称“首创房产”）、富麦东升实业无锡有限公司南京分公司（以下简称“富麦东升”）和南京银衡中期贸易有限责任公司，款项账龄均超过1年，其中首创房产涉及违规财务资助、富麦东升处在担保物处置阶段。2014年末公司其他应收款合计坏账准备11.77亿元，账面价值19.31亿元，由于明德重工破产重整事件尚未完成、其他欠款客户部分发生已停产或与公司发生诉讼，款项的实际回收情况具有很高的不确定性。

随着船舶生产量的上升，2014年末公司存货账面余额24.40亿元，同比增加14.98%，其中船舶建造形成的在产品占比60.30%、以船舶为主的库存商品占比22.60%，是存货的主要构成部分。2014年，公司对存货可变现净值进行测算，计提跌价准备1,688.77万元，存货账面价值24.24亿元。近年来船东的接船意愿有所下降，且公司承接订单中已有部分船东弃船，因此其存货的变现情况也存在较大不确定性。

**表 4 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	129,499.62	13.78%	85,005.19	11.53%
预付款项	38,589.32	4.10%	177,914.58	24.14%
其他应收款	193,093.23	20.54%	3,992.28	0.54%
存货	242,356.01	25.78%	212,197.32	28.79%
<b>流动资产合计</b>	<b>641,952.54</b>	<b>68.29%</b>	<b>533,940.54</b>	<b>72.44%</b>
固定资产	253,458.60	26.96%	166,996.04	22.66%
<b>非流动资产合计</b>	<b>298,124.43</b>	<b>31.71%</b>	<b>203,180.60</b>	<b>27.56%</b>
<b>资产总计</b>	<b>940,076.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>737,121.14</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要为固定资产，2014年末余额为25.35亿元，同比增长51.78%，是资产总额上升的主要原因之一。2014年，公司原租售业务按照业务性质调整为船舶租赁业务收入，相关资产由存货转入固定资产，因此新增船舶资产9.69亿元，其中购置船舶5.19亿元，自建4.50亿元，全部划分为经营性租赁，租赁期多在5年，按照年租金确认收入。但目前已有部分客户未能按期支付租金，应收款项增加较多。

综合而言，受到明德重工破产重整、租售业务规模上升等因素的综合影响，公司资产规模持续增长，但结构发生较大变化，预收款项大部分转入其他应收款、固定资产快速增长，但由于欠款的回收情况存在很高的不确定性，而租售业务也已经发生租金拖欠的情况，未来能够产生收益的资产明显减少，资产质量大幅下滑。

## 资产运营效率

公司盈利性资产减少、开展的经营性租赁业务周期较长，总资产运营效率明显降低

公司应收账款规模有一定下降，周转速度上升；存货规模有所上升，但由于收入的提升，周转情况略有好转；此外，公司资金紧张，采购和外协合作时通过票据支付的比例大幅上升，应付账款及应付票据周转天数增加105.1天，净营业周期也大幅缩短。但由于公司的采购支付多数以预付款项的形式体现，当年随着明德重工经营恶化已大部分转入其他应收款，盈利性资产减少，因此流动资产周转天数总体呈现上升的趋势，加之经营性租赁业务的开展使得固定资产规模快速增加，公司总资产周转天数增加至1,003.76天，资产运营效率明显降低。

**表 5 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2014 年	2013 年
应收账款及应收票据周转天数	28.65	31.56
存货周转天数	265.48	286.03
应付账款及应付票据周转天数	225.80	120.70
净营业周期	68.33	196.89
流动资产周转天数	703.74	626.56
固定资产周转天数	251.63	170.43
总资产周转天数	1,003.76	842.47

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

2014年公司主营业务毛利率大幅下降，费用支出和资产减值大幅增加，出现巨额亏损

2014年，由于部分船舶发生弃船，且租售业务转为船舶租赁业务，公司因此对以前年度不符合收入确认条件的收入进行冲回，导致2013年收入追溯调整并减少3.08亿元。调整后，2014年公司收入规模同比基本保持稳定。收入构成方面，受到外部需求变化的影响，公司机动船的自建和外购规模均大幅上升，在主营业务收入中的占比提升约30个百分点；但非机动船的完工交付规模明显萎缩，且非船舶业务主动收缩，总体收入规模变化不大。从毛利率来看，2014年公司对船舶制造、租赁等业务成本进行调整，折旧、维修成本大幅增加，主营业务毛利率均为负值。

2014年，由于以前年度出口船舶计提的质保金尚不具备冲回条件，同时当年出口的船舶按规定计提了质保金，因此当年销售费用同比增长144.05%；公司诉讼事项较多，诉讼费和律师费大幅增加，管理费用同比增加35.10%；此外，近年来船东预付款比例大幅降低，

公司垫资建船的比例提高，融资成本增加，财务费用增长146.78%；公司期间费用率上升至12.82%。此外，受到明德重工破产重整、多项合同涉诉等因素影响，当年公司资产减值损失达到12.15亿元，进一步加大了亏损程度。此外，公司预计了明德重工项下外销合同无法履约而须向买方退还预付款的相应利息1.4亿元并计入营业外支出。

总的来看，2014年公司主营业务盈利情况严重恶化，费用支出和资产减值大幅增加，出现巨额亏损。2015年1季度，公司实现营业收入6.21亿元，毛利率为8.14%，盈利情况有所好转，但由于明德重工破产重整一事尚在推进、公司财务状况紧张，费用支出仍处于高位，净亏损0.57亿元。

**表 6 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2014 年	2013 年
营业收入	300,764.17	296,068.66
营业利润	-167,635.82	11,232.55
利润总额	-181,701.41	14,207.46
净利润	-180,967.81	9,481.43
综合毛利率	-2.47%	9.46%
期间费用率	12.82%	6.39%
营业利润率	-55.74%	3.79%
总资产回报率	-18.69%	4.62%
净资产收益率	-160.10%	4.64%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 现金流

### 公司现金流状况急速恶化，已发生多笔银行融资款逾期

2014年，公司发生巨额亏损，现金生成能力严重下滑，FFO下降至-1.88亿元。公司对于明德重工的应收债权规模达到24.72亿元，且随着生产量的增加仍需要进一步的资金投入，虽然公司通过票据支付的方式延缓了部分资金支出，但营运资本仍大幅下降11.94亿元，经营活动现金净流出13.83亿元，现金流状况急速恶化。

2014年，公司外购和自建的船舶调整为租赁业务，相应现金流计入投资活动，加之对外投资的委托贷款未能收回，投资活动现金流净流出6.13亿元。为维持经营和投资的资金缺口，公司当年扩大了筹资规模，一方面借入实际控制人国信集团8亿元借款、另一方面增加银行借款、委托借款及融资租赁款，筹资性现金流净额达到21.16亿元。

目前明德重工破产重整处于推进过程中，由于公司与其合作承接的订单合同金额较高，为维持其经营生产，公司仍陆续提供资金支持，加之自身的船舶生产活动也需要持续的资

金投入，公司资金周转日趋紧张，已有多笔银行融资款逾期未能支付。

**表 7 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2014 年	2013 年
净利润	-180,967.81	9,481.43
FFO	-18,829.14	26,781.37
营运资本变化	-119,435.33	-95,915.53
其中：存货减少（减：增加）	-31,114.28	9,776.92
经营性应收项目的减少（减：增加）	-204,501.52	-168,845.78
经营性应付项目的增加（减：减少）	116,180.47	63,153.33
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-138,264.47</b>	<b>-69,134.16</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-61,298.84</b>	<b>12,623.79</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>211,600.88</b>	<b>71,625.11</b>
现金及现金等价物净增加额	11,033.49	14,008.96

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

#### 公司财务结构大幅恶化，偿债能力严重下滑，且存在资不抵债风险

2014年，公司实施2013年利润分配方案，以资本公积向全体股东转增股份，总股本增至37,485万股，同比上升70.00%，但资本公积金相应下降。由于当年发生巨额亏损，对净资产造成较大侵蚀，2014年末公司未分配利润为-7.31亿元，所有者权益仅为2.14亿元，同比大幅下滑89.54%。同时公司为维持正常经营而大规模增加负债，负债与所有者权益的比率上升至4290.07%，目前依靠公司自身的经营已远无法提供充足的债务偿付保障。

**表 8 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	918,663.28	532,469.92
所有者权益	21,413.70	204,651.22
负债与所有者权益比率	4290.07%	260.18%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，2014年末公司负债总额为91.87亿元，其中流动负债占比71.77%，同比基本稳定。公司短期借款规模略有下降，但开具的银行承兑汇票和商业承兑汇票规模大幅上升；预收款项同比增长61.76%，随着非船舶贸易业务规模的收缩和下游客户的资金压力转移，当年公司预收的销售款大幅下降，而船舶生产量有所增加，相应的预收款规模则同比上升93.24%至17.08亿元，是预收款项的主要构成部分。公司其他应付款为国信集团提供的往来借款，按照银行基准利率收取利息，未有明确的偿还期限，有助于公司缓解部分

资金压力。非流动负债方面，除本期债券的规模基本稳定之外，公司其他借款科目均出现大幅增长，其中长期借款增长61.55%，信用借款的比重为61.45%；长期应付款为新增的融资租赁款，应付融资款总额为5.92亿元，未确认融资费用1.39亿元。

**表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	130,202.43	14.17%	157,596.39	29.60%
应付票据	189,810.42	20.66%	65,451.70	12.29%
预收款项	176,178.64	19.18%	108,912.53	20.45%
其他应付款	80,736.03	8.79%	425.29	0.08%
<b>流动负债合计</b>	<b>659,313.32</b>	<b>71.77%</b>	<b>380,366.04</b>	<b>71.43%</b>
长期借款	116,558.90	12.69%	72,148.80	13.55%
应付债券	77,644.24	8.45%	77,449.24	14.55%
长期应付款	45,270.78	4.93%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>259,349.95</b>	<b>28.23%</b>	<b>152,103.88</b>	<b>28.57%</b>
<b>负债合计</b>	<b>918,663.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>532,469.92</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息负债	681,486.77	74.18%	372,646.14	69.98%

注：有息负债=短期借款+应付票据+其他流动负债+其他应付款中的借款+融资租赁款+长期借款+应付债券+其他非流动负债

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

截至2014年末，公司有息负债规模合计68.15亿元，同比上升82.88%，在负债中的占比也有明显增加。其中短期债务达到44.00亿元，偿付压力很大。

偿债指标方面，由于明德重工破产重整使得公司经营出现严重亏损，负债率快速上升，目前财务风险处于很高水平，并已出现借款逾期的情况，融资渠道受限。2015年1季度公司经营情况未有好转，期末净资产进一步下降，资产负债率达到98.30%，存在资不抵债的风险。综合来看，公司偿债能力大幅下滑，自身的财务和经营状况已远不足保障现有债务的偿付，目前债务的偿还和持续性经营主要依赖于股东方的支持，未来能否持续尚具有一定不确定性。

**表 10 公司偿债能力指标**

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	97.72%	72.24%
流动比率	0.97	1.40
速动比率	0.61	0.85
EBITDA（万元）	-140,275.76	37,585.82
EBITDA 利息保障倍数	-5.61	2.11

有息债务/EBITDA

-4.86

9.91

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

本期债券担保方江苏省国信资产管理集团有限公司经营情况较为稳定，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的保障程度仍然较好

江苏省国信资产管理集团有限公司是于2001年8月经江苏省政府批准，在江苏省国际信托有限责任公司和江苏省投资管理有限责任公司基础上组建的大型国有独资企业集团，也是江苏省政府授权的国有资产投资主体。跟踪期内，国信集团的控股股东及实际控制人未发生变化。国信集团主要从事国有资产经营和资本运作，是江苏省政府授权的国有资产投资主体，从事授权范围内的国有资产经营、管理、转让、投资、企业托管、资产重组以及经批准的其他业务。国信集团业务范围包含电力、贸易、证券、信托、工业、天然气、新能源、房地产、酒店等领域，跟踪期内，国信集团的业务范围没有发生重大变化。截至2014年末，国信集团控股及拥有控制权的下属子公司共53家。

2014年，国信集团各业务板块运营较为平稳，实现营业收入合计498.86亿元，同比小幅下滑5.23%。国信集团为江苏省内最大的电力供应商，能源业务在收入中的占比41.67%；此外，以服装纺织品、机械设备、有色金属等为主的贸易业务实现较快发展，同比增长16.94%，在收入中的占比达到45.64%。毛利率方面，2014年国信集团综合毛利率为14.01%，同比下降2.81个百分点。

表 11 国信集团营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
金融业务	55,199.26	69.80%	69,224.51	61.95%
能源业务	2,078,649.86	20.50%	2,278,387.57	19.27%
房地产业务	229,799.38	22.27%	402,783.99	29.96%
酒店业务	49,787.38	83.54%	55,372.98	80.63%
贸易业务	2,276,929.16	5.04%	1,947,084.62	5.58%
其他业务	298,200.21	8.95%	511,197.58	25.37%
合计	4,988,565.24	14.01%	5,264,051.26	16.82%

资料来源：国信集团审计报告，鹏元整理

截至2014年末，国信集团资产总额为1,450.09亿元，归属于母公司的所有者权益为559.01亿元，资产负债率为55.72%；2014年，国信集团实现营业收入498.86亿元，利润总额64.66亿元，经营活动现金流净额49.52亿元。

**表 12 国信集团主要财务指标**

项目	2014 年	2013 年
总资产（万元）	14,500,918.56	13,456,663.68
归属于母公司所有者权益（万元）	5,590,148.05	4,870,810.82
有息债务（万元）	5,881,105.70	5,736,908.65
资产负债率	55.72%	57.21%
流动比率	1.03	1.01
速动比率	0.60	0.59
营业收入（万元）	4,988,565.24	5,264,051.26
营业利润（万元）	677,668.94	657,853.47
利润总额（万元）	646,597.61	604,247.61
综合毛利率	14.01%	16.82%
总资产回报率	6.23%	6.40%
EBITDA（万元）	1,127,784.26	1,021,673.47
EBITDA 利息保障倍数	5.03	4.80
经营活动现金流净额（万元）	495,160.58	530,691.49

资料来源：国信集团审计报告，鹏元整理

综合来看，跟踪期内本期债券担保方国信集团经营情况较为稳定，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的保障程度仍然较好。

## 七、或有事项分析

截至2014年末，公司未有对外担保。诉讼及仲裁等或有事项见“四、经营与竞争”部分。

## 八、评级结论

跟踪期内，公司主要业务合作方明德重工因严重资不抵债而无法履行合同并已进入破产重整程序，公司已签订合同的后续执行情况及24.72亿元应收往来款的回收情况均有赖于破产重整事项的进展；公司及子公司多项业务涉及诉讼仲裁，需密切关注该类案件的判决、抵质押资产的执行情况对于公司经营和利润的影响；2014年以来，公司董事长、总经理、财务总监均发生变动，且多名高管受到证券交易所公开谴责，未来管理人员的聘任和管理制度的完善情况对于公司经营具有较大影响；受到外部环境、重大事项的发生等各方面因素影响，公司经营出现巨额亏损，现金流和偿债能力严重恶化，已发生多笔银行融资款逾期，截至2015年5月19日，逾期的融资款已接近6亿元；此外，目前公司财务风险很高，截

至2015年1季度末，公司资产负债率达到98.30%，存在资不抵债的风险。

跟踪期内，担保人国信集团经营较为平稳，综合实力较强，为公司提供一定资金支持，且其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的保障程度仍然较好。

综上所述，鹏元决定维持本期债券信用等级为AAA，下调公司主体长期信用等级为BBB，评级展望调整为负面。同时，将舜天船舶主体长期信用等级和评级展望移出信用评级观察名单。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年1季度	2014年	2013年	2012年
货币资金	94,762.20	129,499.62	85,005.19	130,494.85
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	93.77
应收票据	0.00	0.00	5,247.02	331.01
应收账款	18,892.24	17,532.96	25,083.37	21,251.40
预付款项	30,832.11	38,589.32	177,914.58	99,252.23
其他应收款	192,973.49	193,093.23	3,992.28	4,763.57
存货	263,570.69	242,356.01	212,197.32	213,745.73
其他流动资产	22,359.73	20,881.41	24,500.79	26,706.94
<b>流动资产合计</b>	<b>623,390.44</b>	<b>641,952.54</b>	<b>533,940.54</b>	<b>496,639.50</b>
长期应收款	16,782.35	17,044.63	15,397.90	16,792.13
固定资产	252,103.63	253,458.60	166,996.04	113,338.33
在建工程	2,504.80	2,250.09	9,464.01	11,316.80
无形资产	8,990.00	9,052.78	9,259.32	8,511.15
长期待摊费用	5,497.51	5,403.89	529.75	724.75
递延所得税资产	2,361.98	2,217.88	1,533.58	1,279.97
其他非流动资产	8,696.55	8,696.55	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>296,936.82</b>	<b>298,124.43</b>	<b>203,180.60</b>	<b>151,963.14</b>
<b>资产总计</b>	<b>920,327.26</b>	<b>940,076.97</b>	<b>737,121.14</b>	<b>648,602.64</b>
短期借款	94,148.57	130,202.43	157,596.39	198,324.76
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	194.58
衍生金融负债	5.30	31.99	0.00	0.00
应付票据	186,654.15	189,810.42	65,451.70	44,738.95
应付账款	32,889.53	37,661.99	43,321.91	26,223.22
预收款项	175,841.41	176,178.64	108,912.53	97,270.35
应付职工薪酬	445.84	454.03	416.03	181.23
应交税费	693.21	458.32	2,350.86	-7,385.97
应付利息	4,529.42	2,653.01	1,891.32	189.62
其他应付款	101,790.87	80,736.03	425.29	941.59
一年内到期的非流动负债	20,000.00	20,000.00	0.00	3,079.90
应付股利	1,126.46	1,126.46	0.00	0.00
其他流动负债	50,000.00	20,000.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>668,124.75</b>	<b>659,313.32</b>	<b>380,366.04</b>	<b>363,758.23</b>
长期借款	94,179.83	116,558.90	72,148.80	0.00
应付债券	77,692.99	77,644.24	77,449.24	78,733.85

长期应付款	44,781.87	45,270.78	0.00	0.00
预计负债	17,867.07	17,876.03	2,505.84	1,916.05
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	23.44
其他非流动负债	2,000.00	2,000.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>236,521.75</b>	<b>259,349.95</b>	<b>152,103.88</b>	<b>80,673.34</b>
<b>负债合计</b>	<b>904,646.50</b>	<b>918,663.28</b>	<b>532,469.92</b>	<b>444,431.57</b>
<b>所有者权益(或股东权益):</b>				
股本	37,485.00	37,485.00	22,050.00	14,700.00
资本公积金	51,993.12	51,993.12	67,428.12	74,778.12
其他综合收益	-23.55	22.62	72.76	0.00
盈余公积金	4,890.98	4,890.98	4,890.98	4,513.37
未分配利润	-78,669.32	-73,083.77	109,911.28	109,695.58
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	62.71
少数股东权益	4.53	105.75	298.08	421.28
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>15,676.23</b>	<b>21,307.95</b>	<b>204,353.14</b>	<b>203,749.79</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>15,680.76</b>	<b>21,413.70</b>	<b>204,651.22</b>	<b>204,171.07</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>920,327.26</b>	<b>940,076.97</b>	<b>737,121.14</b>	<b>648,602.64</b>

资料来源：公司审计报告、未经审计的 2015 年 1 季报

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年1季度	2014年	2013年	2012年
<b>一、营业总收入</b>	<b>62,109.22</b>	<b>300,764.17</b>	<b>296,068.66</b>	<b>262,226.89</b>
营业收入	62,109.22	300,764.17	296,068.66	262,226.89
<b>二、营业总成本</b>	<b>67,954.91</b>	<b>468,367.99</b>	<b>288,656.22</b>	<b>257,131.12</b>
营业成本	57,054.97	308,192.09	268,047.83	241,264.78
营业税金及附加	29.02	116.08	403.65	985.20
销售费用	329.82	3,749.14	1,536.22	690.84
管理费用	2,458.34	9,749.35	7,216.36	6,262.41
财务费用	8,049.94	25,063.77	10,156.31	7,323.62
资产减值损失	32.82	121,497.57	1,295.86	604.28
<b>三、其他经营收益</b>				
公允价值变动净收益	26.70	-32.00	100.81	-814.90
投资净收益	0.00	0.00	3,719.30	2,070.56
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	1,131.31
<b>四、营业利润</b>	<b>-5,818.98</b>	<b>-167,635.82</b>	<b>11,232.55</b>	<b>7,482.74</b>
加：营业外收入	193.33	935.60	3,041.40	2,912.04
减：营业外支出	5.43	15,001.19	66.49	186.32
其中：非流动资产处置净损失	0.00	941.70	4.66	19.75
<b>五、利润总额</b>	<b>-5,631.08</b>	<b>-181,701.41</b>	<b>14,207.46</b>	<b>10,208.46</b>
减：所得税	35.90	-733.60	4,726.03	2,000.83
<b>六、净利润</b>	<b>-5,666.98</b>	<b>-180,967.81</b>	<b>9,481.43</b>	<b>8,207.63</b>
减：少数股东损益	-81.43	-177.76	-127.51	140.55
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>-5,585.55</b>	<b>-180,790.05</b>	<b>9,608.94</b>	<b>8,067.07</b>

资料来源：公司审计报告、未经审计的2015年1季报

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2015年1季度	2014年	2013年	2012年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	67,947.86	383,761.37	234,551.20	167,490.53
收到的税费返还	2,836.95	25,096.75	23,646.44	17,672.35
收到其他与经营活动有关的现金	2,228.26	2,813.55	11,391.93	5,921.62
经营活动现金流入小计	73,013.07	411,671.66	269,589.57	191,084.51
购买商品、接受劳务支付的现金	70,517.24	274,234.80	319,550.07	229,435.39
支付给职工以及为职工支付的现金	2,706.94	10,094.47	9,345.46	9,887.91
支付的各项税费	115.38	4,323.61	5,699.59	11,699.60
支付其他与经营活动有关的现金	1,277.22	261,283.26	4,128.62	3,195.27
经营活动现金流出小计	74,616.78	549,936.14	338,723.73	254,218.16
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,603.71</b>	<b>-138,264.47</b>	<b>-69,134.16</b>	<b>-63,133.66</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	15,800.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	2,713.10	2,070.56
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4.20	37.31	0.00	155.07
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	337.50	0.00	993.74
投资活动现金流入小计	4.20	374.81	18,513.10	3,219.36
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	466.97	61,673.65	5,889.31	40,942.31
投资支付的现金	0.00	0.00	0.00	24,800.00
投资活动现金流出小计	466.97	61,673.65	5,889.31	65,742.31
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-462.78</b>	<b>-61,298.84</b>	<b>12,623.79</b>	<b>-62,522.95</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>				
取得借款收到的现金	23,250.96	433,209.26	577,108.07	431,141.84
收到其他与筹资活动有关的现金	41,998.43	269,737.89	59,886.07	0.00
筹资活动现金流入小计	65,249.39	702,947.15	636,994.14	431,141.84
偿还债务支付的现金	82,027.11	406,379.63	548,350.03	240,622.77
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,728.81	22,749.68	16,725.84	9,093.16
支付其他与筹资活动有关的现金	564.24	62,216.98	293.15	68,424.72
筹资活动现金流出小计	90,320.16	491,346.28	565,369.03	318,140.66
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-25,070.76</b>	<b>211,600.88</b>	<b>71,625.11</b>	<b>113,001.18</b>
<b>四、现金及现金等价物净增加：</b>				
汇率变动对现金的影响	-999.95	-1,004.08	-1,105.78	197.54

现金及现金等价物净增加额	-28,137.20	11,033.49	14,008.96	-12,457.89
期初现金及现金等价物余额	47,364.19	36,330.70	22,321.75	34,779.63
期末现金及现金等价物余额	19,226.99	47,364.19	36,330.70	22,321.75

资料来源：公司审计报告、未经审计的 2015 年 1 季报

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	-180,967.81	12,326.81	8,207.63
加：资产减值准备	121,497.57	1,295.86	604.28
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14,167.82	5,118.69	4,462.33
无形资产摊销	281.53	282.45	257.55
长期待摊费用摊销	1,987.16	195.00	55.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	940.28	4.66	1.60
固定资产报废损失	0.00	0.00	11.06
公允价值变动损失	32.00	-100.81	814.90
财务费用	23,916.61	14,500.44	8,886.03
投资损失	0.00	-3,719.30	-2,070.56
递延所得税资产减少	-684.30	-253.61	118.11
递延所得税负债增加	0.00	-23.44	-155.08
存货的减少	-31,114.28	9,776.92	-8,474.21
经营性应收项目的减少	-204,501.52	-168,845.78	-76,091.74
经营性应付项目的增加	116,180.47	60,307.95	239.20
经营活动产生的现金流量净额	-138,264.47	-69,134.16	-63,133.66
现金的期末余额	47,364.19	36,330.70	22,321.75
减：现金的期初余额	36,330.70	22,321.75	34,779.63
间接法-现金及现金等价物净增加额	11,033.49	14,008.96	-12,457.89

资料来源：公司审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
应收账款及应收票据周转天数	28.65	31.56	-
存货周转天数	265.48	286.03	-
应付账款及应付票据周转天数	225.80	120.70	-
净营业周期	68.33	196.89	-
流动资产周转天数	703.74	626.56	-
固定资产周转天数	251.63	170.43	-
总资产周转天数	1,003.76	842.47	-
综合毛利率	-2.47%	9.46%	7.99%
期间费用率	12.82%	6.39%	5.44%
营业利润率	-55.74%	3.79%	2.85%
总资产回报率	-18.69%	4.62%	3.44%
净资产收益率	-160.10%	4.64%	-
FFO	-140,326.71	26,804.81	21,348.17
资产负债率	97.72%	72.24%	68.52%
流动比率	0.97	1.40	1.37
速动比率	0.61	0.85	0.78
EBITDA (万元)	-140,275.76	37,585.82	24,136.74
EBITDA 利息保障倍数	-5.61	2.11	2.64
有息债务/EBITDA	-4.86	9.91	13.46

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
顺高船务有限公司	0.13 万美元	100.00%	投资、贸易
扬州舜天顺高造船有限公司	100 万美元	100.00%	船舶建造
舜天造船（扬州）有限公司	6,280 万美元	100.00%	船舶建造
江苏舜天船舶技术有限公司	200 万元	55.00%	船舶设计、咨询
江苏舜天船舶发展有限公司	2,000 万元	100.00%	船舶销售、贸易
舜天船舶（新加坡）有限公司	100 万美元	70.00%	船舶销售、租赁
顺耀船务有限公司	1 万港元	100.00%	船舶销售、租赁
顺意船务有限公司	1 万港元	100.00%	船舶销售、租赁
顺达船务有限公司	1 万港元	100.00%	船舶销售、租赁
顺驰船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺越船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺力船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺昌船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺德船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺美船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺达船务（马绍尔）有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺帆船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺飞船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺龙船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺福船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺格船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺博船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺迪船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁
顺如船务有限公司	5 万美元	100.00%	船舶销售、租赁

资料来源：公司年报

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 附录七 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。