船舶建造行业研究

——船舶建造企业经营压力依然存在，行业复苏仍待观察

2017 年 6 月 30 日

联合资信评估有限公司

电话： 010-85679696　　地址: 北京市朝阳区建国门外大　　邮箱: lianhe@lhratings.com

传真： 010-85679228　　街 2 号 PICC 大厦 17 层　　网 址：www.lhratings.com

船舶建造行业研究

——船舶建造企业经营压力依然存在，行业复苏仍待观察

作者：联合资信 工商企业一部 谢凌艳 刘晓濛 方晓

船舶建造是为水上交通、海洋开发和国防建设等行业提供技术装备的现代化综合性产业，具有劳动、资金、技术密集型特点。作为典型的周期性行业，船舶建造与全球经济环境、航运市场运行密切相关。在全球经济复苏缓慢、航运市场运力过剩且需求疲软背景下，2014 年以来船舶建造企业新接订单量急剧下滑，在手订单保障能力下降，新船价格低位徘徊。除上述因素外，船东接船意愿下降、原材料成本上涨导致船舶建造企业面临资金占用情况愈加严重、资金回笼放缓、资产质量及盈利能力下滑等问题，尤其在资金趋紧的环境下，船企资金周转压力大幅加重。2016 年下半年以来，航运市场景气度呈现小幅回暖趋势，但上行空间有待观察，且考虑到航运市场运力过剩、下游有效需求不足、船舶建造市场新接订单低位运行及竞争日趋激烈等现状未得到有效缓解，船舶建造企业仍面临较大经营压力，船舶建造行业整体复苏仍待观察。

一、 行业运行概况

造船完工量、新接订单量和手持订单量是反映船舶建造行业运行的关键指标。新接订单方面，2014~2016 年，世界船舶建造行业新接订单量呈现大幅下滑，年均复合下降 50.02%。2016 年，全球新接订单量 2742 万载重吨，仅为 2015 年的 28.43%，创近年来历史低位，主要由于受航运运力过剩影响，散货船市场需求急剧下降（2015 年干散货船新签订单量由 63 百万载重吨降至 18 百万载重吨）。造船完工量方面，2015 年以来为船舶交付集中期，全球船舶建造业完工量逐年稳定增长。在新接订单大幅下降及完工量增长影响下，截至 2016 年底，全球船舶建造行业手持订单量为 22332 万载重吨，较 2014 年减少近 1/3。2017 年 1~4 月，从英国克拉克森研究公司公开数据看，全球船舶建造行业三大指标延续 2016 年变动趋势，其中完工量同比增长 6.38%，新接订单量

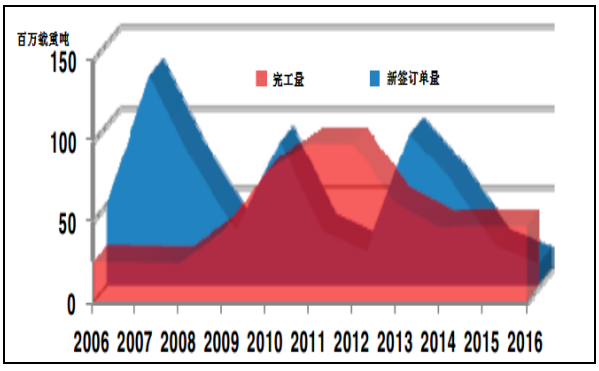
同比下降 23.77%，手持订单量同比下降 31.76%。2017 年 1~5 月，全球船舶建造行业造船完工量、新接订单量及手持订单量分别同比增长 11.49%、增长 12.42%和下降 32.60%。2017 年 1~5 月，全球新接订单指标出现正向回升主要来自于日本、韩国新增订单增长，其中韩国 4 月及 5 月单月新签订单同比均呈现大幅增长，带动其新签订单量自 4 月以来跃居全球第一。同期，中国新签订单量同比下降 61.23%，造船完工量处于全球首位，综合导致中、日、韩手持订单规模差距缩减。总体看，2017 年 1~5 月新签订单量的正向波动一方面由于前期基数较低，另一方面 1~4 月新签订单量仍处下滑趋势，行业后续需求复苏的可持续性仍有待观察。

表 1 2014~2017 年 5 月世界船舶建造三大指标（单位：万载重吨）

		世界	中国	韩国	日本
2014 年	造船完工量	9086	3629	2591	2264
	新接订单量	10975	5102	3078	2255
	手持订单量	31688	14972	8274	5957
2015 年	造船完工量	9624	3922	2936	2109
	新接订单量	9646	2916	3246	2887
	手持订单量	30315	12737	8271	6934
2016 年	造船完工量	9997	3594	3630	2185
	新接订单量	2742	1617	582	410
	手持订单量	22332	9595	5028	5919
2017 年 1~5 月	造船完工量	4997	2178	1464	1016
	新接订单量	1693	490	885	152
	手持订单量	18921	7577	4482	5018

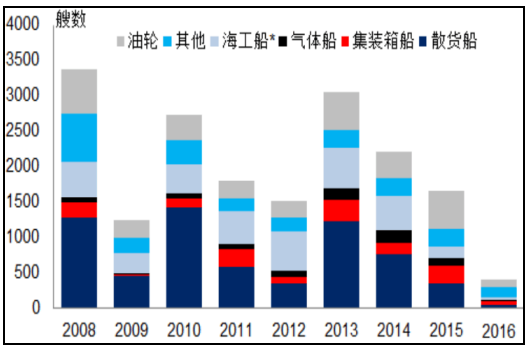
资料来源：英国克拉克森研究公司公开数据、WIND 资讯

图 1 2006 年以来世界干散货船新签订单量及完工量



资料来源: 英国克拉克森研究公司公开数据

图 2 2016 年全球新签订单分船型分布



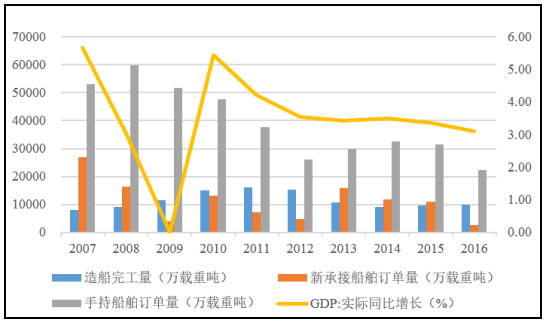
资料来源:公开数据整理

世界船舶建造业呈现中、日、韩三国鼎立的局面，2016 年全球船舶建造完工量、新接订单量及手持订单量中上述三国占比分别为 94.12%、95.15%和 91.98%，集中度很高。尽管中国船舶建造行业在载重吨统计指标上处于世界前列，但在船舶附加值、技术含量等方面仍存在差距，主要在散货船（主力船型）、集装箱船和油船等传统且附加值相对较低的产品领域进行价格竞争。从图 2 中可以看出，2015~2016 年，全球散货船新增订单连续大幅下挫，受此影响，中国新接订单及手持订单持续下滑；2016 年，中国船舶建造企业完工量、新接订单量及手持订单量同比分别下降 8.35%、44.55%和 24.67%，其中新接订单量降幅相较韩国及日本较缓，主要来自中国船厂订造的 30 艘 Valemax 型矿砂船支撑。出口方面，根据船舶工业发布的《2016 年船舶工业经济运行分析》，2016 年 1～11 月，中国船舶出口金额为 215 亿美元，同比下降 19.4%，散货船、油船和集装箱船仍占主导地位，其出口额合计 122.5 亿美元，占出口总额的 57%，亚洲仍然是中国船舶出口的主要地区，2016 年 1~11 月向亚洲出口船舶金额占出口总额的 47%、向欧洲出口船舶金额占 21%、向拉丁美洲出口船舶金额占 7.2%。

二、 行业影响因素分析

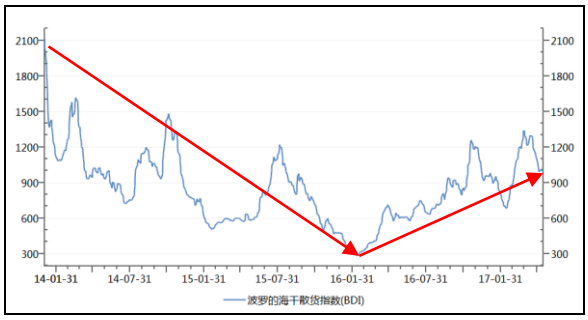
船舶建造行业与世界宏观经济具有正相关性，国际大宗商品贸易兴旺度和航运市场景气度是影响造船行业的直接因素。此外，原材料价格（如钢材、主机设备等）、国际原油价格和环保政策对船舶建造行业也具备一定影响。

图 3 全球船舶建造三大指标与全球 GDP 关系图



资料来源:WIND 资讯

图 4 2014 年以来 BDI 指数走势



资料来源:WIND 资讯

1、BDI 指数

航运市场运费水平是影响船舶建造行业周期的直接因素，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）”。波罗的海干散货指数（BDI）的波动反映了干散货航运市场景气度。国际贸易作为航运市场的核心需求来源，与全球经济呈强相关关系。金融危机以来，全球经济复苏缓慢，实际经济增速呈现下滑态势。与此同时，国际货币基金组织不断下调全球经济增长预期，均制约国际贸易需求，进而影响航运市场复苏。

从波罗的海干散货指数看，2014 年~2017 年 3 月，BDI 指数经历了一个震荡 V 字形趋势。2014 年，中国 GDP 增速进一步下滑，全球大宗商品需求转冷、煤炭运量下降超预期，干散货运输市场处于低迷状态，2014 年 BDI 指数平均值为 1105 点，同比下降 8.3%。2015 年，干散货市场形势依然严峻，运力过剩、大宗商品进口需求下降仍未缓解，BDI 指数屡次刷新历史新低，年内均值为 718 点，同比下降 35%。尤其 2015 年四季度出现反季节暴跌，BDI 指数在 2015 年 12 月 16 日创出 471 点的年内新低，并不断下探至历史低点 291 点（2016 年 2 月 12 日）。2016 年下半年以来，随着全球经济的逐步复苏、国内大宗商品去产能效应逐步显现，矿石及煤炭等进口需求增长，BDI 指数出现小幅反弹（2016 年内均值 673 点），四季度旺季一路反弹至 1200 点高位后有所波动，至 2017 年 3 月重新突破 1000 点大关后一度达至 1300 点，随着铁矿石、煤炭等库存增长，BDI 指数逐步回调至 800 点附近波动。

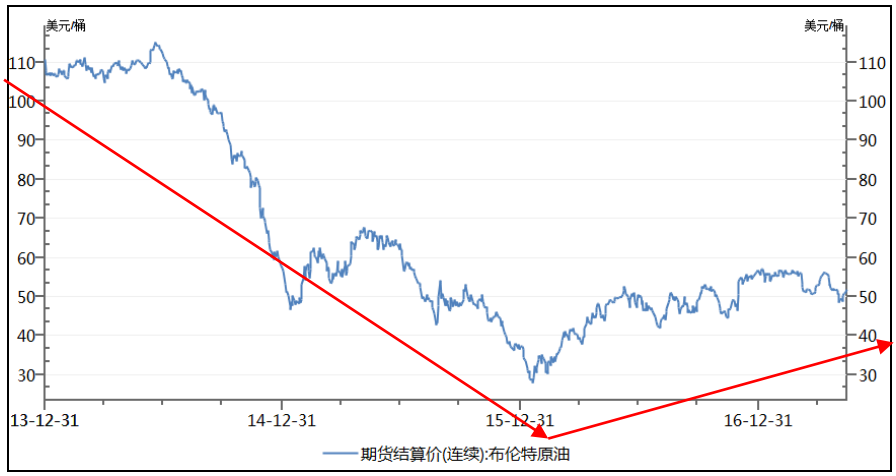
总体看，2014 年以来 BDI 指数持续低位震荡，较历史均值 2000 点以及行业盈亏平衡 1500 点差距大，干散货航运市场景气度低迷，航运企业经营效益大幅下滑，船东对运力投放谨慎，持续削弱干散货船的有效需求。2016 年下半年以来，干散货航运市场呈现出回暖迹象，但上行空间有待观察，运力过剩、下游有效需求不足等现状未得到有效缓解。未来一段时间内，运力市场的供给预计将持续减弱，有望一定程度改善供求关系。

2、国际原油价格

国际原油价格的波动直接影响航运企业的盈利水平，一定程度影响船东对新型节能环保船的购置选择（环保主要是受港口国政策影响）。一般来讲，当

原油价格较高时，世界经济往往处于繁荣期，航运业可以获得较高的回报。为此，为了控制燃油成本，船东购置新型节能环保船舶的需求较大；反之，在原油价格较低时，世界经济往往处于衰退期，运费和原油价格同时下降，航运业无法获得高额回报，船东出资购买新型节能环保船舶的意愿会下降。

图 5 2014 年以来布伦特原油期货结算价格走势



资料来源:WIND 资讯

2014 年以来，布伦特原油期货结算价走势与 BDI 指数走势基本相同，国际原油价格持续低位运行，船东为降低油耗以控制航运燃油成本的动力不大。

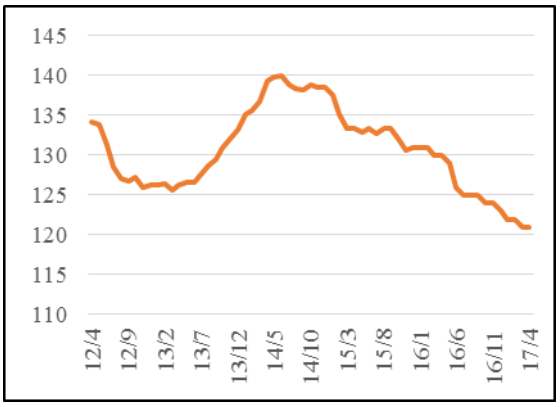
3、新船价格

2014 年以来，克拉克森新船价格指数呈现持续下滑态势，指标屡创新低；截至 2016 年底新船价格指数为 123 点，同比下降 6.04%，维持在历史低位。中国新造船价格指数（CNPI）与克拉克森新船价格指数变化趋势基本一致，在 2014 年以来持续下滑近三年后于 2017 年 2 月 28 日（762 点）出现首次反弹，并于 2017 年 4 月 30 日小幅爬升 4 点至 766 点。从细分船型看，散货船、油船及集装箱船三大船型价格均呈下跌趋势。

此外，根据克拉克森数据显示，2016 年全球二手干散货船市场成交船舶 612 艘，同比上涨 33.33%，远高于 2014 年的 378 艘，仅略低于 2007 年的 683 艘。新船价格的下跌一方面降低船东接船意愿，延长订单交付周期，另一方面导致船舶建造企业在手订单面临履约及减值风险。在船舶建造行业供需矛盾没有根本性改变的情况下，干散货二手船交易市场的回暖是否具有向新船市场传

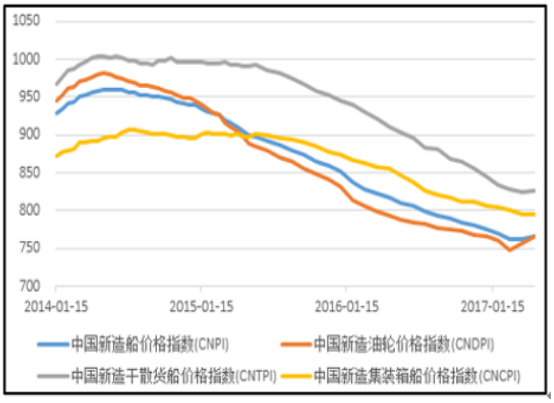
导的能力有待观察，同时考虑到船企竞争日益激烈、船东对新船市场趋于谨慎，短期内新船价格企稳回升的动力不大。

图 6 克拉克森新船价格走势



资料来源：英国克拉克森研究公司公开数据、WIND 资讯

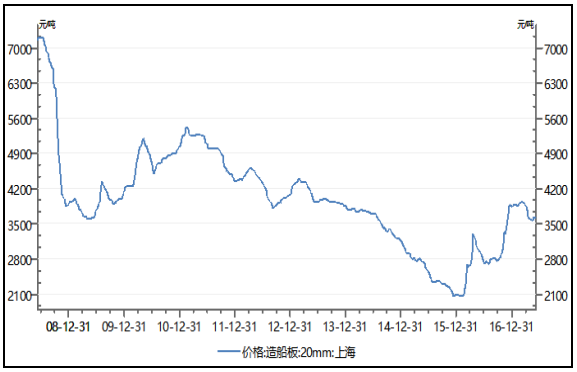
图 7 中国新造船价格指数



4、船板价格

船板是船舶建造中重要的原材料之一，标准化程度较高，约占造船成本的30%~35%。从造船板价格来看，2014 年~2016 年初，20mm 造船板价格呈现单边下滑态势，并于 2015 年 12 月达到 2060 元/吨的历史低位。2016 年 2 月以来，随着去产能效应逐步显现以及下游需求回暖，钢板价格开始逐步呈现企稳反弹，20mm 造船板从年内最低点 2080 元/吨波动上涨至 3880 元/吨。2017 年以来，20mm 造船板价格小幅波动，在 3700 元/吨徘徊。总体看，在船舶建造业下游需求未见回暖以及新船价格低位运行背景下，原材料价格的上涨将加大船舶建造企业经营压力。

图 8 20mm 造船板价格走势



资料来源:WIND 资讯

三、 行业政策

为应对造船行业存在的产能过剩、行业过度竞争等问题，政府连续出台多项旨在推动船舶工业结构调整和转型升级的政策，并进一步加强对船舶行业监管和调控。政府希望通过政策的鼓励和引导，加快中国船舶工业结构调整、改善需求结构、稳定船舶生产、推动船舶产品结构升级、促进船舶工业发展。

表 2 船舶建造行业主要政策

主要政策		主要任务与措施保障
《船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划（2016~2020）》		加强基础及前沿技术研究；努力化解过剩产能、大力扶植优强企业、积极培育新的经济增长点；大力推进智能制造、积极发展“互联网+”与服务型制造、全面推行绿色制造；提升产品质量、推进品牌建设、强化制造体系管理；促进军民协同创新、推进军民资源共享；加快“走出去”步伐、积极引入全球创新资源。措施保障方面，加强产业创新和推广应用支持力度；加大金融支持；完善保险支持政策；加强新需求的培育；健全多层次人才保障体系；发挥中介组织和专业机构作用
相关拆旧置新补贴政策文件	•2013 年--《老旧运输船舶和单壳油轮报废更新中央财政补助专项资金管理办法》、《老旧运输船舶和单壳油轮提前报废更新实施方案》	通过中央和地方财政预算安排的补助资金，鼓励沿海和远洋老旧运输船舶提前报废更新，内河主要通航水域运输船舶拆解、改造和新建示范船，以及渔业捕捞作业船舶报废拆解、更新改造和渔业装备设施建设。其中，用于中央航运企业（含其控股子公司）的内河船拆解、改造的补助资金，由中央财政承担；用于其他内河船拆解改造的补助资金由中央财政和地方财政按照比例分担。其中东部省份（山东、江苏、上海、浙江、福建、广东）比例为 5:5，中部省份（黑龙江、河南、安徽、江西、湖北、湖南）比例为 6:4，西部省份（陕西、重庆、四川、云南、贵州、广西）比例为 7:3
	•2015 年--四部委联合发布《关于延续老旧运输船舶和单壳油轮提前报废更新政策的通知》、《船舶报废拆解和船型标准化补助资金管理办法》的通知	
	•2016 年--财政部关于《船舶报废拆解和船型标准化补助资金管理办法》的补充通知	
《船舶行业规范条件》及《船舶行业规范企业监督管理办法》		国家鼓励企业做优做强，加强技术和管理创新，全面建立现代造船模式，提高船舶设计制造水平、生产效率和产品质量，提升环境保护、安全生产和职业健康管理水平，淘汰落后产能。具体措施保障：企业规范条件的申请、审核及公告；工业和信息化部对公告企业名单进行动态管理；对不符合规范条件的企业应按照规范条件要求进行整改；列入公告的企业名单将作为相关政策支持的基础性依据

资料来源：联合资信整理

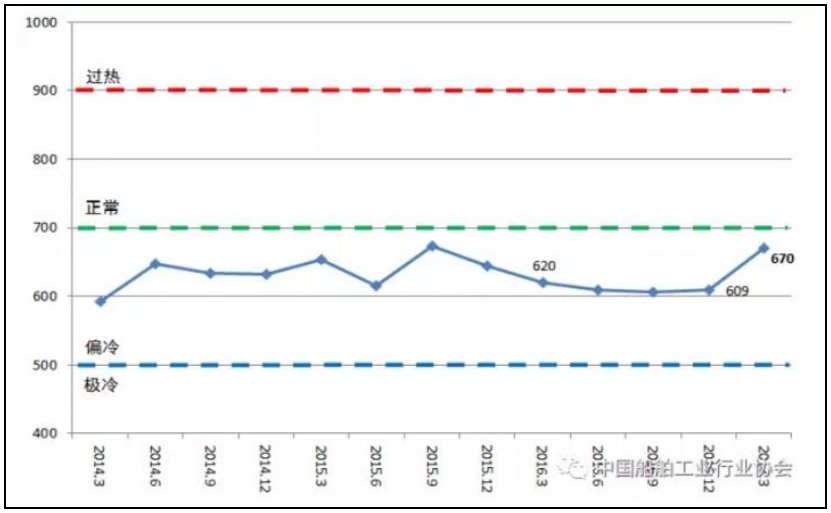
四、 中国造船行业企业现状

1、2016 年中国船舶建造企业行业现状

根据中国船舶工业协会数据，2016 年 1～11 月，全国规模以上船舶工业企业有 1459 家（2015 年 1449 家），实现主营业务收入 6975.7 亿元，同比下降 1.6%。其中，船舶建造业收入 3421.9 亿元，同比下降 3.1%。规模以上船舶工业企业实现利润总额 147.4 亿元，同比下降 1.9%；其中，船舶建造业利润总额 123.1 亿元（2015 年为 122.5 亿元）。根据船舶工业协会发布的数据，2017 年 1~5 月，53 家重点监测的造船企业完工量同比增长 63.5%，新接订单量同比下降 37%；截至 2017 年 5 月底在手订单量同比下降 31.6%。

2016 年，中国造船产能利用监测指数（CCI）为 609 点，与 2015 年同期 644 点相比，CCI 同比下降 5.4%，创下国际金融危机后最低水平。环比看，2016 年四季度 CCI 环比增长 2 点，初现企稳态势。2017 年一季度，CCI 回升至 670 点，与 2016 年一季度 620 点相比，提高 50 点，同比增长 8.1%；与 2016 年四季度相比，提高 61 点，环比增长 10%，但仍处于偏冷区间。CCI 的回暖一方面受航运市场低位反弹影响，先行指标增幅明显，另一方面重点造船企业产能利用情况持续回升，造船完工量同比增幅较大，带动指数出现上涨。但新船市场尚未完全复苏，主营业务收入、手持订单等同步指标环比仍有小幅下降，行业产能利用压力仍较大。

图 9 中国造船产能利用监测指数（CCI）



资料来源：中国船舶工业协会、WIND 资讯

2、行业重点企业分析

2014 年以来，公开市场中发行过债券的船舶工业企业共计 12 家；截至 2017 年 6 月底，主体长期信用等级存续共 5 家。

（1）从级别分布来看，主体长期信用等级为 AAA 的企业有 2 家，分别为中国船舶重工集团公司（以下简称“中船重工”）和中国船舶工业集团公司（以下简称“中国船舶”）。作为中国最大的两家船舶装备央企，中船重工及中国船舶在战略及行业地位、股东支持、造修船能力、军舰船研究设计、船舶配套等方面均处于领先地位，具备生产国际上现有各类船舶的能力。主体长期信用等级为 AA 的企业共 2 家，分别为福建省船舶工业集团有限公司（以下简称“福建船舶”）和泰州三福重工集团有限公司（以下简称“三福重工”）。其中，福建船舶为福建省国资委直属国有企业，船舶生产制造业务经营历史较长，在海工船和汽车滚装船细分领域具备一定竞争优势。三福重工为民营企业，其船舶工业经营主体为泰州三福船舶工程有限公司（以下简称“三福船舶”），产品以 10 万吨以下成熟船型为主。

（2）从产品类型及生产能力看，中国船舶及中船重工均可研发、设计、建造国际上现有各类船舶，年产能均达到千万载重吨级别以上，生产技术及生产能力均处于行业显著领先地位；从其交付订单数据来看，产品结构仍以散货船、集装箱船及油船三大传统产品为主。由于传统三大船型造价规模大，对生产企业技术水平、生产能力及资金实力等方面要求严格，地方国企及民营企业产品类型以造价较低的功能性船舶为主；福建船舶目前优势产品为海工辅助船及汽车滚装船，三福船舶优势产品为小体量多用途船。

表 3 截至 2017 年 6 月底公开市场船舶工业企业产品类型

（单位：万载重吨/年）

发行人	生产能力	产品类型
中国船舶重工集团公司	1500	散货船、油船、集装箱船、3500m³液化石油气船、滚装船、驳船等
中国船舶工业集团公司	1850	散货船、集装箱船、油船
福建省船舶工业集团有限公司	200	海工辅助船、汽车滚装船
泰州三福重工集团有限公司	100	多用途船、驳船
泰州三福船舶工程有限公司	100	多用途船、驳船

资料来源：联合资信整理

（3）从船舶工业经营三大指标[1]来看，2015 年船舶建造行业下游需求疲软，行业景气度处于周期性底部，发行人新接订单量均呈现显著下滑态势，下降幅度在 45%~70%[2]。与此同时，由于完工量保持相对稳定，截至 2015 年底，发行人在手订单量亦呈现下滑趋势，在手订单保障能力[3]均值在 2.78 年。2016 年以来，整体行业环境仍未改善，全国三大造船指标持续下滑。从三福船舶披露的数据来看，2016 年造船完工量 68.3 万载重吨、新接订单 45.8 万载重吨；截至 2016 年底，手持订单为 142.66 万载重吨。对比 2015 年，除新签订单略有提升但仍未达到 2014 年水平外，其余两项指标均呈下滑趋势。总体看，发行人三大经营指标变化趋势与行业基本相符，新接订单量的下滑将制约船舶建造企业未来营业收入的增长。

表 4 截至 2017 年 6 月底公开市场船舶工业行业存续主体及经营情况

（单位：万载重吨/年、万载重吨）

主体级别	发行人	评级机构	企业性质	2015/2014 年造船完工量	2015/2014 年新接订单量	截至 2015/2014 年底在手订单量
AAA	中国船舶重工集团公司	大公国际	央企	**590**/606	**597**/1093 ↓	**1804**/1916 ↓
	中国船舶工业集团公司	联合资信	央企	**1188.4**/1166.9	**693.8**/1512 ↓	**3234.4**/3900 ↓
AA	福建省船舶工业集团有限公司	新世纪	地方国企	**37 艘**/63 艘	**11 艘**/57 艘 ↓	**168 艘**/194 艘 ↓
	泰州三福重工集团有限公司	联合评级	民企	**72.00**/56.40	**35.36**/118 ↓	**184.36**/221 ↓
AA-	泰州三福船舶工程有限公司	联合资信	民企	**72.00**/56.40	**35.36**/118 ↓	**184.36**/221 ↓

资料来源：联合资信整理
注：泰州三福重工集团有限公司为交易所市场存续主体，其船舶制造板块经营主体为泰州三福船舶工程有限公司，故两家企业经营数据相同

（4）从资产构成来看，船舶工业发行人资产中货币资金、预付款项、存货及固定资产规模占比大。由于船舶生产周期较长，收入确认采取完工百分比法，销售按照合同进度分期付款，实际生产过程资金以船舶建造企业垫付为主。近年来随着下游有效需求严重不足，造船企业订单预付款比例已逐渐下滑至 10%左右。此外，受部分船东经营业绩持续恶化及新船价格持续走低影响，船企交船难的情况愈加明显。据中国船舶工业协会统计，截至 2016 年底，受

[1] 由于部分发行人尚未公开披露 2016 年三大经营指标情况，因此数据均采用 2015 年。
[2] 福建省船舶经营指标统计单位为艘，为保证口径一致性，未纳入下降幅度统计。
[3] 在手订单保障能力通过在手订单/当期完工量测算。

船东变更合同、延期交付和撤单等因素影响，中国船企按期交付率仅为 80%，导致船舶建造企业整体资产流动性偏弱，存货以在建船舶为主。此外，部分央企发行人拥有较为丰富的金融资产（可供出售金融资产及长期股权投资）规模较大，在行业低迷及流动性紧张时可为利润水平及流动性提供有力支撑。

（5）从债务负担来看，2016 年，5 家船舶建造行业发行人资产负债率及全部债务资本化比率均值分别为 57.77%和 44.36%，同比分别下降 4.35 个和 3.60 个百分点。近两年新船订单减少、银行控制信贷规模等因素导致造船企业债务增长速度有所放缓，但整体债务负担依然较重，财务费用对利润形成一定侵蚀。从企业性质看，央企及国企与民营船舶工业企业债务规模变化趋势呈现分化。央企及地方国企受益于行业地位、外部支持、多元化的经营结构及优质金融资产，融资渠道较为畅通，整体债务规模呈上升趋势；民营造船企业受行业景气度影响，且融资渠道较为单一，2016 年整体债务规模增长放缓，且主要来自股东及关联方借款。

表 5 公开市场船舶工业行业存续主体 2016 年财务情况

（单位：亿元）

主体级别	发债企业	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	非经营性损益	经营活动现金流净额
AAA	中国船舶重工集团公司	4838.30	1718.61	2800.11	55.23 ↓	31.97	-55.52 ↓
	中国船舶工业集团公司	2833.54	833.63	1984.82	19.70 ↓	51.57	-169.94 ↓
AA	福建省船舶工业集团有限公	219.09	58.44	63.92	-2.58 ↓	4.10	-18.75 ↓
	泰州三福重工集团有限公司	78.51	47.12	54.95	3.47 ↓	0.14	5.39
AA-	泰州三福船舶工程有限公司	79.59	47.39	54.69	3.50 ↓	0.12	10.85
主体级别	**发债企业**	**营业利润率**	**净资产收益率**	**资产负债率**	**全部债务**	**全部债务资本化比率**	**流动比率**
AAA	中国船舶重工集团公司	7.28	2.34 ↓	64.48	1419.74	45.24	127.28
	中国船舶工业集团公司	7.07	1.13 ↓	70.58	981.21	54.07	136.54
AA	福建省船舶工业集团有限公	12.07	-4.20 ↓	73.33	128.62	68.76	148.49
	泰州三福重工集团有限公司	7.52	5.84 ↓	39.98	15.94	25.28	273.59
AA-	泰州三福船舶工程有限公司	7.62	5.94 ↓	40.46	18.84	28.45	197.14

资料来源：联合资信整理

表 6 公开市场船舶工业行业存续主体 2015 年财务情况

（单位：亿元、%）

主体级别	发债企业	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	非经营性损益	经营活动现金流净额
AAA	中国船舶重工集团公司	4430.52	1543.30	2263.16	105.51	115.89	83.01
	中国船舶工业集团公司	2675.64	787.08	1897.32	36.69	81.39	37.40
AA	福建省船舶工业集团有限公司	195.87	54.70	98.11	3.66	1.40	-14.35
	泰州三福重工集团有限公司	95.59	44.37	60.77	4.96	0.38	-4.81
AA-	泰州三福船舶工程有限公司	87.66	44.57	60.92	4.79	0.07	-2.93
主体级别	发债企业	营业利润率	净资产收益率	资产负债率	全部债务	全部债务资本化比率	流动比率
AAA	中国船舶重工集团公司	4.12	4.38	65.17	1081.51	41.20	150.67
	中国船舶工业集团公司	5.82	3.27	70.58	887.29	52.99	125.48
AA	福建省船舶工业集团有限公司	2.58	5.15	72.08	108.32	66.45	132.52
	泰州三福重工集团有限公司	10.48	9.30	53.58	12.42	41.68	240.82
AA-	泰州三福船舶工程有限公司	10.70	8.83	49.15	26.71	37.47	219.28

资料来源：联合资信整理

（6）从盈利能力看，受新船价格持续走低、原材料成本上涨、船东频繁改单、船企开工不足、融资成本高企等因素影响，中国船舶建造企业盈利能力大幅下降，部分船舶建造发行人通过多元化发展以提升抗风险能力。中国船舶和中船重工依靠突出的科技研发优势，不仅承担军舰建设，发展船舶配套设备的生产，同时涉及贸易等其他业务；此外，福建船舶拥有福建省国资委划转的林业板块。从发债企业数据来看，2016 年 5 家发行人利润总额呈下降趋势，净资产收益率均值为 3.81%，同比下滑 2.63 个百分点。利润构成方面，中国船舶及中船重工两家央企获得的外部支持力度较大，近两年营业外收入均以政府补助为主[4]，可持续性较强；此外，上述两家央企持有的优质金融资产每年可形成可观的投资收益，为利润提供重要补充。2016 年，中国船舶及中船重工非经

[4] 2015~2016 年，中国船舶营业外收入中政府补助占比分别为 59.87%和 65.37%；2015~2016 年，中船重工营业外收入中政府补助占比分别为 74.25%和 86.66%

营性损益（营业外收入+投资收益）对利润总额贡献程度高，贡献度分别为261.78%和 57.89%。福建省船舶 2016 年主业盈利能力明显下滑，剔除非经营性损益 4.10 亿元（其中政策性搬迁补偿 3.07 亿元）后全年亏损达 6.68 亿元。三福船舶受益于运营机制灵活，2016 年主业盈利能力保持相对稳定，非经营性损益对利润总额贡献不大。值得关注的是，由于新船市场成交低迷、价格下行、船东接船意愿不强等因素，2016 年部分发行人资产减值损失规模同比出现较为显著增长，主要为存货跌价损失及坏账损失，对当期利润侵蚀影响大。其中，三福船舶无资产减值损失，主要归结为以下原因：1、行业景气度不高的情况下，三福船舶调整船品种类，将主力产品由 5~6 万吨级散货船调整为 1.2 万吨级（升级版含 1.25 万吨级）多用途船，由于吨位小、单价较低、全球通航，船东弃船情况下，再出手可能性较高；2、订单价格已锁定，履约性较强。

（7）从现金流看，受预付款比例的下降、订单延迟交付等因素影响，船舶工业发行人垫资现象日益严重，且产品类型不同导致生产周期差异较大，船舶工业企业经营获现能力波动加大，2016 年大部分发行人经营活动现金流净流出规模大幅增长。此外，造船企业普遍对短期资金需求较高，截至 2016 年底，中船重工现金类资产对其短期债务保持较强保障能力，中国船舶现金类资产与短期债务存在一定缺口，但考虑到其持有的可供出售金融资产规模较大且流动性强，短期偿债能力仍保持很强水平。福建船舶债务结构以短期为主，但现金类资产规模较小，对短期债务的保障能力弱，资金周转压力较大。三福船舶整体债务负担较 2016 年变化不大，受偿还部分公司债券影响，债务结构转变为以短期为主，考虑到其较为充足的货币资金，整体资金周转压力可控。

五、 结论

综合上文分析，2016 年下半年以来航运市场虽呈现回暖迹象，但船舶建造行业仍处于行业低迷期，新接订单及手持订单量持续下滑，船舶建造企业开工率不足，制约行业内企业未来经营规模的稳定发展。此外，新船价格的持续下滑、弃船及延期交船风险导致船舶建造企业在手订单面临较大履约及减值风险，资金占用愈加严重及融资困难加大资金周转压力，船舶建造企业经营压力依然存在，船舶建造行业整体复苏仍待观察。