

◆ 行业研究

船舶行业信用风险季报

文/周蕾蕾 余水萍

一、行业运行态势表现

1、行业产销分析

2015年1季度国内船舶制造行业三大指标全部下降,造船完工量继续下降,但降幅收窄;新接订单量大幅下降,退居世界第三位

2015年1季度全国造船行业三大指标全部下降。2013年国内造船企业大幅增长的新接订单为2015年的生产带来充足订单。据克拉克松数据显示:2015年1-3月我国造船完工量1024万载重吨,同比下降0.39%,降幅明显收窄。但世界经济新格局下,船舶需求结构的变化致使国内船企新接订单大幅下滑。1季度,全国新接船舶订单量仅404万载重吨,占世界总量的24.4%,落后于韩国和日本的44.1%和30.4%,退居世界第三。至2015年3月底,我国船厂手持订单量由上年末的14972万载重吨降至13936万载重吨,占世界总量的比重由2014年末的47.2%降至45.7%。

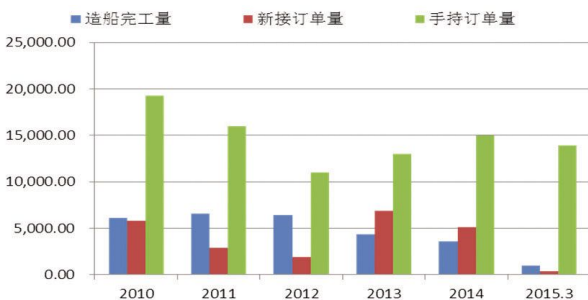


图1 2010-2015年3月我国造船业三大指标
资料来源:Wind资讯,远东资信整理

从新订单结构来看,2015年1季度三大主流船型订单量严重分化,干散货船订单量大幅减少,集装箱船订单明显增长,油船订单小幅增长

2015年1季度,全球新接干散货船订单95.95万载重吨,较2014年1季度的911.10万载重吨,下降89.46%;新接集装箱船48.51万TEU,同比增长64.10%;新接油船订单23164.38万载重吨,同比增长17.41%。

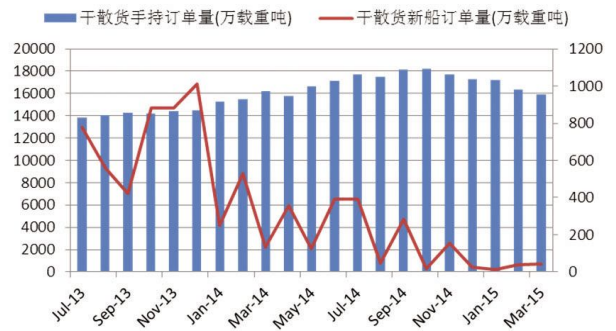


图2 近年集装箱船新接订单量和手持订单量

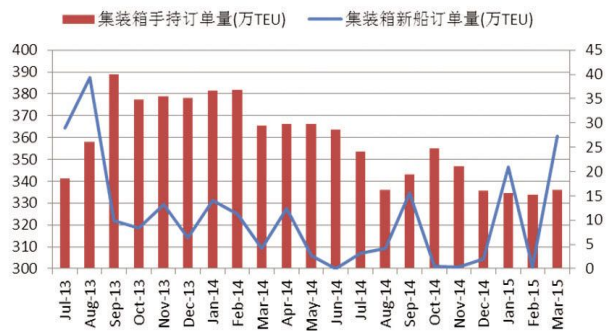


图3 集装箱船新接订单量和手持订单量

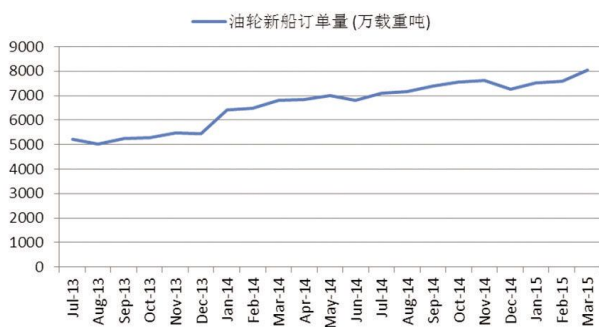


图4 油船新接订单量

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

2、行业上游供给分析

船用钢材市场供求失衡明显致使船用钢材持续价格下跌,采购向骨干钢企集中

前期大规模投资使我国钢铁产量产能过剩现象已凸显,造船企业对船用钢材的议价能力提高,钢铁企业为抢占市场订单竞相压低价格,造船板平均价格持续下降。2008年7月上海10mm造船板价格为历史最高点7350元/吨,随后一路下跌,2011年5月上海10mm造船板价格为5430元/吨,而至2015年3月仅为2940元/吨,这一价格远低于钢企平均成本约4400元/吨,部分钢企退出造船板市场领域,多数生产厂家处于停产、半停产状态。骨干钢企凭借在产品质量、按期交货、售后服务、运输安排及抗风险能力等方面具有的优势,市场份额逐步扩大,近年我国船板产量居前十位钢企的产量占船板总产量超过80%。

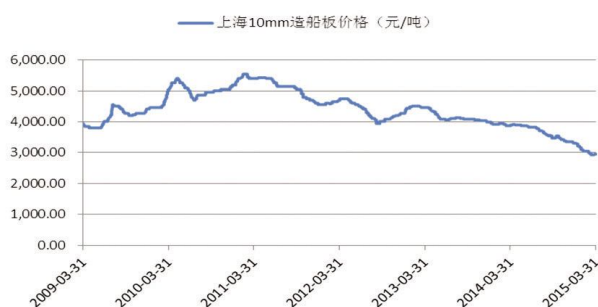


图5 近年上海造船板市场价格走势

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

我国高强度钢材的质量较国外有较大差距,不能满足出口船舶的用钢需求,高强度特种钢材依赖进口

从原材料结构看,我国承接的订单仍然以三大主流船型为主,未来几年的完工船舶中,三大主流船型占比仍将保持在85%以上。其中,散货船占比将在60%左右。但随着世界船舶需求向高附加值、高技术含量船型倾斜,船舶建造对普通船板的需求量将逐渐减少,对高强度船板的用量将持续增加。随着科技和工艺的发展,大型钢企在船板方面已具备了较强的生产能力,高强度船板生产将向大型钢企集中。

3、行业产能分析

2015年1季度造船行业仍处于加快去产能化的进程中

近年来国内的造船业一直在低谷徘徊,行业产能过剩矛盾突出。2014年,为贯彻国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,积极开展造船产能清理工作,淘汰产能近1000万载重吨;支持有条件的船企转型海洋工程装备,转移造船产能约500万载重吨;停建了一批规划内的大型造船项目。全国造船完工前10家企业集中度50.6%,比2013年提高3.2个百分点,产业集中度进一步提高。2014年,骨干造船企业主动适应国际船舶技术和产品发展新趋势,调整产品结构,大力发展技术含量高、市场潜力大的绿色环保船舶、专用特种船舶、高技术船舶,完工船舶修载比达到0.366,比2013年提高0.024个百分点。

4、行业下游需求分析

与大宗商品市场关系密切的旧经济模式正逐步失效,世界经济正向新经济模式转换,干散货运输需求下降,BDI指数持续单边下行

作为全球第二大经济体,中国干散货海运需求量的变动对全球干散货航运市场影响较大。进入2015年以来,中国国内经济结构调整速度加快,传统制造业的大规模整合影响了铁矿石、煤炭等大宗干散货运需求,近三年铁矿石进口量年平均增速维持在10%左右的低位水平,较2009年的30%以上的增速有明显下降。

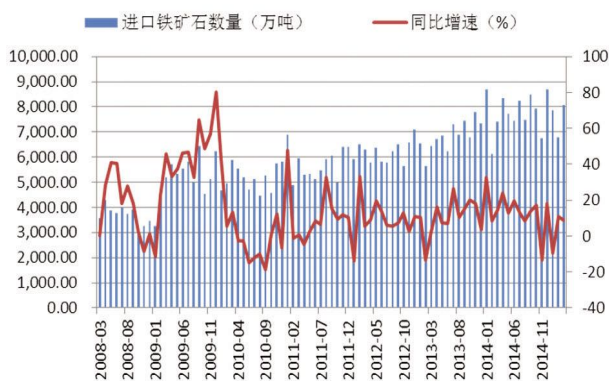


图6 近年我国铁矿石进口量及其增速变化趋势

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

航运牛市累积的造船订单集中于近5年完工交付,加之船舶拆卸速度慢,干散货船舶总运力增长较快,已达较高水平。据克拉克森统计,2009-2013年5年间全球干散货船舶运力复合增速达到11.50%,而同期干散货海运量增速仅为5.50%。2014年以来干散货运力规模增幅放缓,但累积运力规模仍处于较高水平,截至2015年1季度末,总运力已达7.61亿载重吨。

在全球经济缓慢复苏,尤其是中国经济机构调整所引起的干散货运需求回调的宏观背景下,全球干散货航运市场供过于求的局面仍持续,代表干散货运市场景气度的BDI指数出现单边下滑态势,1季度BDI指数跌至1000点以下,截至2015年3月底,BDI指数仅为602点。

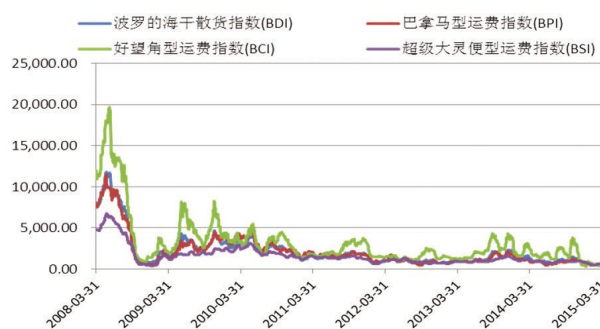


图7 近年干散货运费指数

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

2015年1季度石油价格大幅下跌刺激石油储备和消费需求增长,油运需求有所提升,带动BDTI和BCTI止跌反弹

高企的油价刺激进口国原油自产以及替代能源的开发利用,致使全球经济缓慢复苏并未明显提升石油需求,尤其是美国页岩气产量的增长减少了其对原油进口的依赖,欧美石油进口增速放缓。而在石油供给端,2014年下半年主要原油供给国相继宣布不减产,并加大对发展中国家的石油出口。2014年9月-2015年3月,全球石油价格持续大幅下跌,布伦特原油价格由2014年8月的101.60美元/桶持续下跌至2015年3月的55.39美元/桶。

2015年1季度,原油价格大幅下挫刺激了以中国、印度为主的发展中国家的原油储备和消费需求,油运市场需求端有所改善。运力供给来看,2015年1季度,VLCC、苏伊士型、巴拿马型、拉美拉型等主要船型的运力基本保持上年水平,环比增速接近于0。需求相对运力的改善带动了原油价格止跌反弹,但受限于整体运力供过于求的局面尚未得到有效缓解,油运价格震荡小幅上行。BDTI(原油运输指数)由2014年9月30日的623点上升至2015年1月20日的953点,随后该指数震荡下行,至2015年3月31

日,BDTI收809点,较2014年9月30日623点上涨29.82%。成品油运价指数BCTI在经历2014年四季度的上涨后,2015年步入下行通道,于2015年2月13日跌至阶段性低点577点,随后微幅震荡向上,至3月31日收于676点,较2014年9月30日的570点上涨15.68%。



图8 2014年9月-2015年3月油运指数变动图

资料来源:Wind资讯,远东资信整理

5、行业价格分析

世界船舶需求结构变化引起三大主流船型价格分化,1季度干散货船价格继续下跌,油船和集装箱船价格较为稳定

在低造船价和船东对经济回升的乐观预期下,2013年-2014年6月全球干散货船、集装箱船和油船订单成交量大幅增加,造船价格有所回升。2014年6月干散货船、集装箱船和油船新造船价格指数分别达到阶段性高点137、164和82。但2014年下半年来,世界船舶需求结构变化趋势明显,全球三大主流船型订单价格出现明显分化。

2015年1季度干散货船订单量大幅减少,引起新船订单价格持续下跌,至3月,新船订单价格指数跌至127点的低点。在低油价和远距离运输需求的刺激下,2014年以来油船订单呈增长趋势,新船价格指数在达到164点的阶段性高点后,有一定下降,但仍在阶段性高点附近保持稳定。2015年1季度油

船新船价格指数稳定在160.89点。集装箱船价格在船东大量订购超大型集装箱船的利好下维持阶段性高点价位,2015年1-3月,集装箱船新船价格指数分别为81.33、81.33和81。

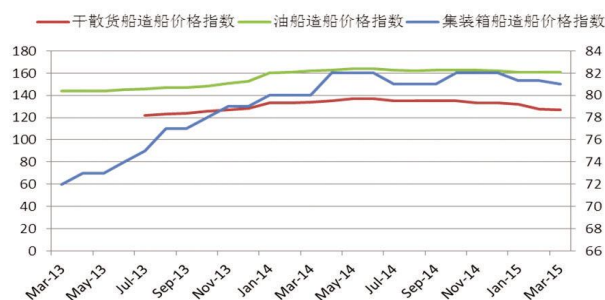


图9 历年三大船型新船价格指数

资料来源:上海航运中心,远东资信整理

6、行业进出口分析

随着2013年新签订单的陆续开工,2015年1季度国内出口造船完工量降幅收窄,出口额增长

船舶行业的全球化程度较高,我国造船出口量占比较高,一般维持在80%以上。船舶产品出口到189个国家和地区,其中亚洲、欧洲和拉丁美洲是主要出口市场。2015年1季度,随着2013年新签订单陆续开工,国内造船完工量降幅收窄,出口增长。海关总署数据显示:2015年1-3月,船舶及浮动装置出口额合计84.93亿美元,同比增长38.05%。

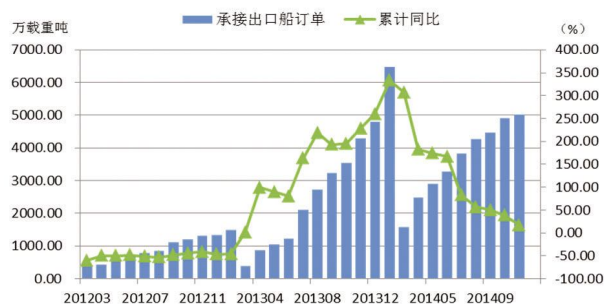


图10 我国承接出口船订单情况

资料来源:中国船舶工业协会,远东资信整理

我国出口船舶产品中干散货船、油轮和集装箱船仍占主导地位,占出口总额的60%以上;同时在全球造船市场向节能、环保和大型化方向发展的驱动下,我国出口船舶中“两高”船型、海工装备的占比逐渐增加,船舶出口结构有所改善。



图 11 我国完工出口船舶订单情况

资料来源:中国船舶工业协会,远东资信整理

7、行业风险事件

(一)国内最大民营造船企业熔盛重工陷入经营困境,计划出售传统造船业务,退出船舶制造行业

2010年以来熔盛重工对行情预期过于乐观,在船舶行情较高时大幅扩大生产规模。激进式规模扩张推动公司债务负担的大幅增加,2010年末熔盛重工资产负债率为64.3%,后逐年增长,2013年末资产负债率高达82.85%。然而2012年航运市场的急转直下致使公司订单质量下降,船东延迟支付,甚至弃船导致公司资金链紧张,已连续三个会计年度完工量减少,营业收入大幅下降,亏损面不断扩大,生产经营恶化。2014年公司造船业务几近停滞,并寻求业务转型,计划出售造船业务资产转战能源开发领域,2015年4月公司正式更名为“中国华荣能源股份有限公司”。

(二)下游船东弃船频发,严重影响了国内造船企业资金周转和正常生产经营

因下游航运业供求矛盾突出,船东接船意愿不足,加之近年新船订单预付款比例减少,船东弃船成本降低。弃船频发已成为国内造船企业陷入经营困境的最主要原因。

2014年11月,上市公司舜天船舶发布公告,其于2014年4月9日与国外船东就4艘64000吨散货船业务签订了《船舶出售合同》,该合同项下的2艘船已完成建造,另2艘船即将完工,但船东未按期收船构成实质性毁约。2015年3月31日,舜天船舶本应交付的2艘64000吨散货船遭到船东违约,预计无法收回。

频现的弃单现象给国内造船企业的资金周转、生产进度、声誉等造成较大影响,已成为企业面临的主要风险。

二、行业最新政策

2013年10月《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》中将船舶行业列入五大产能严重过剩行业之一后,化解船舶制造行业产能过剩矛盾、加快结构调整、促进转型成为造船行业当前的工作重点。为此,2013-2015年间,国家密集出台多项配套政策加快行业转型升级、促进行业健康有序发展。2013年12月底《船舶工业加快结构调整促进转型升级实施方案(2013~2015)》出台,要求行业坚持以调整产品结构、强化创新驱动、优化产能结构、创新体制机制为发展原则。2014年4月《关于在化解产能严重过剩矛盾过程中加强环保管理的通知》出台,要求各地对造船行业内的新建项目和建成项目进行排查,清理整顿不符合环保要求的落后在建项目和建成项目。2014年12月出台的《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》继续鼓励船东

拆卸老旧运输船舶和单壳油轮,缓解运力过剩。

2014 年底,中国人民银行、发改委、工业和信息化部等九部委联合下发《关于金融支持船舶工业加快结构调整促进转型升级的指导意见》,鼓励金融机构创新金融产品、拓宽金融融资渠道,加大对优质船舶企业的金融支持力度,严格控制对不符合行业规范标准、缺乏竞争力的企业的授信。

2013 年 10 月以来国家密集出台的一系列政策举措已经向创新能力强、产品结构符合当前市场需求、具备较强竞争力的造船企业倾斜,未来优质造船企业将得到更多的政策和资金支持,从而满足其创新产品、提高竞争力的需求。而对于产能落后、产品不符合市场需求的造船企业将面临一定的生存压力,尤其是资金供应将受到一定限制,甚至被市场淘汰。这些政策措施将对遏制行业产能过度扩张,提升行业集中度,促进行业内企业转型升级起到积极作用。

三、行业发债情况

1、行业发债情况

2015 年 1 季度船舶行业内没有新发行的债券,截至 2015 年 3 月底,债券市场上存续有 8 家企业的 20 只债券。近年整个行业低位运行,行业整体经营效益较往年均明显下降,部分发债企业信用级别有所下调。2014 年 6 月-2015 年 6 月间,8 家发债企业的跟踪评级结果有所分化,龙头企业级别相对稳定,而江苏舜天船舶股份有限公司(以下简称“舜天船舶”)级别被下调,春和集团有限公司的评级展望由维持调整为负面。

对于舜天船舶,该公司 2013 年以来频发船东弃船现象,加之关联方明德重工的重

组艰难致使舜天船舶因受牵连而陷入经营困境,2014 年已出现明显经营亏损。2014 年鹏远资信将其列入负面观察清单,2015 年 5 月,鹏元资信将其级别下调至 BBB。

表 1:2014.6-2015.6 船舶行业发债企业情况

债券主体	中国船舶工业集团公司	江苏英泽集团有限公司	武汉国裕物流产业集团有限公司	春和集团有限公司	中国船舶重工集团公司	春和集团有限公司	泰州三福船舶工程有限公司	江苏舜天船舶股份有限公司
发行起始日期	2014-10-20	2014-05-21	2014-08-26	2015-05-14	2008-09-03	2012-04-24	2013-03-27	2012-09-18
最新评级	AAA	AA-	AA-	AA-	AAA	AA	AA-	BBB
最新评级日期	2014-06-24	2014-07-15	2015-04-29	2015-06-04	2014-06-26	2014-06-24	2015-06-23	2015-05-20
发行人最新评级展望	稳定	稳定	稳定	稳定	稳定	负面	稳定	负面
最新评级变动方向	维持	维持	维持	维持	维持	维持	维持	调低
总资产(亿元)	2612.73		82.98	206.26	4144.03	206.26		92.03
净资产(亿元)	768.44		33.02	43.51	1435.88	43.51		1.57
营业收入(亿元)	395.04		5.27	21.42	419.41	21.42		6.21
净利润(亿元)	7.66		0.53	0.15	14.69	0.15		-0.57
毛利率(%)	5.72		16.57	8.71	9.84	8.71		8.14
净利率(%)	1.28	6.68	10.38	0.99	3.70	0.99	7.73	-65.80
流动比率(%)	1.40		0.95	1.02	1.76	1.02		0.93
净资产收益率(%)	1.58		1.65	0.17	1.41	0.17		-30.21
应收账款周转率(%)	3.91		9.81	3.25	1.16	3.25		3.41
资产负债率(%)	70.59		60.20	78.91	65.35	78.91		98.30

数据说明:上述企业财务数据均为 2015 年 1 季度财务数据

2、行业信用风险揭示

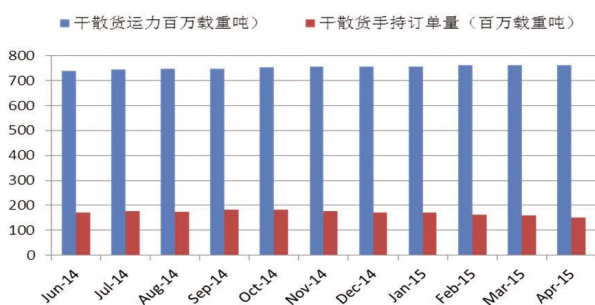
世界船舶需求结构向高端船舶转移将使国内企业在传统领域竞争优势不在,接单风险显现

2014 年以来,世界船舶需求结构向高端船舶转移致使国内船舶制造行业企业在传统船型领域的竞争优势不再,国内大多数船企在高端船型领域的长期技术缺位,使其无法快速适应需求变化,新船订单开始向韩国和日本转移。2015 年 1 季度我国新船新接单量大幅下滑,由世界第一退居世界第三。产品结构失衡短期内很难扭转,国内造船企业面临较大的接单风险。

世界旧经济模式的逐步崩塌对大宗商品交易的影响已显现,干散货运市场运力供求过剩局面仍在加剧,造船企业面临较大的撤单风险

世界旧经济模式的逐步崩塌对大宗商品交易的影响已显现,干散货运价格指数单

边下行趋势不减。干散货航运市场运力供求局面仍在加剧,2015年1季度末干散货运力仍达到761.04百万载重吨。干散货航运市场单边下行趋势将给船东经营效益带来影响,由此引发接单意愿减弱。2013年出现爆发式增长的干散货船订单所累积的在手订单仍处于较高水平,截至2015年1季度末船企手持干散货订单159.05百万载重吨。低成本的撤单成本将引发船东弃船,造船企业面临较大的撤单风险。干散货船系国内多数船企的主要产品,而大面积撤单,将使本已经经营困难的国内干散货船建造企业陷入更深层次亏损。



资料来源:上海航运中心,远东资信整理

四、行业信用风险趋势展望

世界主要国家及地区经济复苏之路缓慢、中国经济结构调整速度加快,世界旧经济模式的转变仍将困扰当前航运市场,航运业难回历史水平,短期内行业仍处于去运力阶段

金融危机爆发5年之后的2014年,各国虽均积极以宽松财政货币政策刺激经济复苏,但世界经济、军事、政治环境的变化多端造成各国经济复苏步调不一,全球经济复苏形成新局面。

2014年美国国内各项经济指标反弹表示美国经济已走出困境,进入持续增长阶段。工业产出指数持续上升,失业率连续下降,消费者信心指数增强。美联储已于2014年10

月结束QE政策,2015年加息预期上升,后期利率将步入上行通道。利率的上行将推动资本成本上升,信贷增速放缓将逐步减少资本对增长潜力的贡献度,而人口及教育的持续活跃将使人力资本贡献度提高,美国经济增长结构将更加优化,未来经济增速潜力大。



图13 近年美国经济发展趋势

资料来源:Wind资讯,远东资信整理

对于依然笼罩在公共及私人债务阴霾的欧洲国家和日本来说,经济复苏之路仍不平坦。欧元区各国在财政政策走向上的严重分歧致使财政整合谈判艰难,财政政策偏紧,制约着低利率货币政策的有效性。2015年1季度希腊与债权人就债务延期及发放救济谈判步履艰难,无实质性进展,而希腊高达3000多亿美元的债务无法按期在6月30日到期时偿还,希腊面临退出欧元区风险。希腊债务危机愈演愈烈给本已艰难的欧盟复苏之路再添不确定性,欧盟经济仍有陷入危机的风险。日本国内需求持续疲软,不断继起的积极财政和货币政策并未使日本走出乏力。

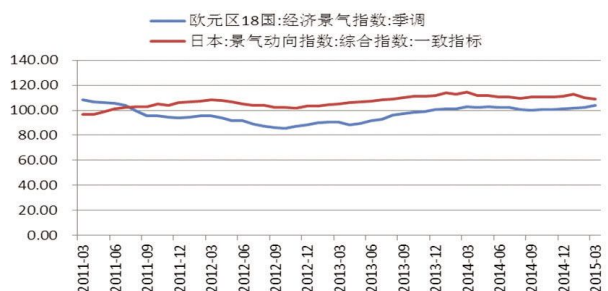


图14 欧洲和日本经济景气指数

资料来源:Wind资讯,远东资信整理

中国在经历以资源和环保为代价的高速增长后,国内资源及环境压力迫使中国进入深层次经济结构调整、寻求资源环境友好型可持续发展模式,中国已步入增速放缓及经济转型阶段。2015年是中国的改革年,去产能、调结构仍是各行业运行主基调,经济反弹动力仍有限,预计全年仍保持上年的经济增速。

全球经济总体运行基调决定了三大船舶运输市场需求。全球经济复苏将继续带动干散货和石油运输需求的增长,但中国经济结构调整、新能源替代效应的增强将导致干散货和油运需求增速放缓,难回历史高点。此外,受国际海运线路的延长、运河闸道的拓宽、航运成本控制的要求以及技术进步等多重因素影响,运输船舶逐步向大型化发展,超大型船舶逐步成为主流。

造船行业不断累积的交付量致使全球干散货、油品和集装箱船船队规模增至2015年1季度末的761.04百万载重吨、452百万载重吨和1843.53万TEU,而在当前全球贸易缓慢复苏时期,具有长周期特征的航运市场仍需较长时间消化过剩运力,短期内行业局面较难改善,造船工业已难以重回2011年交付高峰的水平,其走势将类似“L”或“W”型。

2015年船舶制造行业发展已呈现新特点,短期内国内造船企业仍将处于去产能和产品结构调整阶段,预计2016年后龙头企业有望率先走出困境

造船行业从2011年进入倒退以来,整个行业在2012-2014年的底部运行过程中不断重新洗牌;加之国务院发布的《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》、《船舶行业规范条件》等国家政策的引导,造船行业筑底调整,2015年行业发展已呈现新特点:

1、当前世界船舶需求趋向于超大型、节能型等技术含量更高、符合船级社现行标准的超大型油轮、10000+TEU集装箱等。我国传统干散货船型领域的竞争优势不再,2015年1季度新签订单向日本和韩国集中,中国新签订单量由世界第一退居世界第三。

2、行业筑底调整及政策引导已引发国内造船行业形成新的竞争格局,企业发展呈两极分化状态。新接订单量已向管理完善、产品结构布局合理、资金成本控制有效的企业集中,少数大型造船企业几乎垄断了新接订单,而中小企业因订单不足已逐步退出行业竞争,行业集中度进一步增强。

展望2015-2016年,国内造船行业仍以去产能和产品结构调整为主,长期技术缺所引起的技术和产品更新速度缓慢将给我我国造船企业接单增加困难,2015年行业接单量仍不容乐观,叠加干散货在手订单面临撤单风险,行业走出困境仍需时日。当前国家经济金融、产业政策向技术创新能力强、产品结构紧跟市场需求的龙头企业集中,国企改革进程的加快也有利于形成具有国际竞争力的龙头企业,预计2016年后这些企业有望率先完成转型。