



信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪058号

宁波海运股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“宁波海运股份有限公司2010年可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年五月三十一日

宁波海运股份有限公司 2012 年可转换公司债券跟踪评级报告

发行主体	宁波海运股份有限公司		
发行规模	人民币 7.2 亿元		
存续期限	2011/1/7~2016/1/7		
担保方式	无担保		
上次评级时间	2011/6/1		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望: 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望: 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

在航运业不甚景气、国内宏观经济增速放缓等因素作用下,公司 2011 年电煤货运量规模略有下滑,水运业务收入小幅增长,不过公司显著的区域优势、突出的水运市场地位及浙江省较高的电煤输入依存度将对公司未来水运业形成保障。同时,公路业务板块在控股路产路网贯通效应逐渐显现的作用下未来盈利空间或将得到提升。目前公司盈利能力和现金获取能力仍然保持在合理水平。此外,我们也关注航运业景气度低迷、国内外航运企业扩张速度加快、公司资本支出压力增大及较高的负债率水平等因素对公司信用状况的影响。

综上,中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 AA,发行主体宁波海运主体信用等级为 AA,评级展望为稳定。

正面

- 区位优势日益显著。国务院于 2011 年 3 月正式批复了《浙江海洋经济发展示范区规划》,未来浙江省将围绕宁波-舟山港海域等核心区域,构建大宗商品交易平台、海陆联动集疏运网络、金融和信息支撑系统“三位一体”的港航物流服务体系,以突出煤炭、矿石等重要物资储运中的战略保障作用。港航物流体系服务能力的进一步提升将对浙江省内的散货运输航运企业提供良好的外部条件。
- 浙江省较高的能源对外依存度将对公司电煤货运量和收入的提升形成一定保障。浙江省能源对外依存度较高,煤炭内运需求较为强烈,这对公司未来货运量的提升和收入的增长形成了重要的支撑。
- 水运业市场地位突出。公司 2011 年沿海散货 COA 合同运量占比为 65.45%,同时公司在浙江省电煤运输市场的运输规模领先,市场占有率达到 20%左右,区域垄断优势较为明显。
- 公路业务出现向好迹象,路网建设的完善或

概况数据

宁波海运	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益(亿元)	24.67	24.74	26.11	25.65
总资产(亿元)	68.20	69.27	71.32	70.62
总债务(亿元)	35.83	35.85	39.83	39.23
营业总收入(亿元)	8.96	12.29	12.70	2.62
营业毛利率(%)	29.81	28.28	25.53	13.42
EBITDA(亿元)	3.95	5.08	5.28	-
所有者权益收益率(%)	-1.20	1.04	1.44	-7.14
资产负债率(%)	63.82	64.28	63.39	63.68
总债务/EBITDA(X)	9.08	7.05	7.54	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.76	2.30	1.93	-

注:所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益。

分析师

魏巍 wwei@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 5 月 31 日

将提升未来的盈利空间。在宁波绕城高速公路东段以及绕城高速其他主要连接线逐渐贯通的带动下，公司控股路段绕城公路西段的车流量和收入规模有所提升，尽管该路段年内仍然亏损，但亏损金额已较上年大幅下降，公路业务未来的盈利空间或将得到增强。

关 注

- 航运业景气度仍保持低位运行，航运企业运力扩张速度加快。国内外航运企业运力规模的扩张将增加沿海及远洋航运市场的激烈竞争程度，或将减缓航运业的复苏进程。
- 资产负债率仍将维持在较高水平。公司公路业务尚未进入成熟运营期，公路前期建设资金主要依赖银行借款，鉴于绕城西段项目回收期长、投资金额大，加之未来公司新增运力资本支出较大，公司未来负债率水平仍将处于较高水平。
- 未来资本支出压力较大。根据公司运力发展规划，公司未来将适时新增运力，从而将对公司未来形成一定的资本支出压力。

募集资金情况

公司于 2011 年 1 月公开发行可转换公司债券，发行总额 72,000 万元。扣除承销、保荐费及其他募集资金发行费用人民币后，实际募集资金净额为人民币 70,094.50 万元。

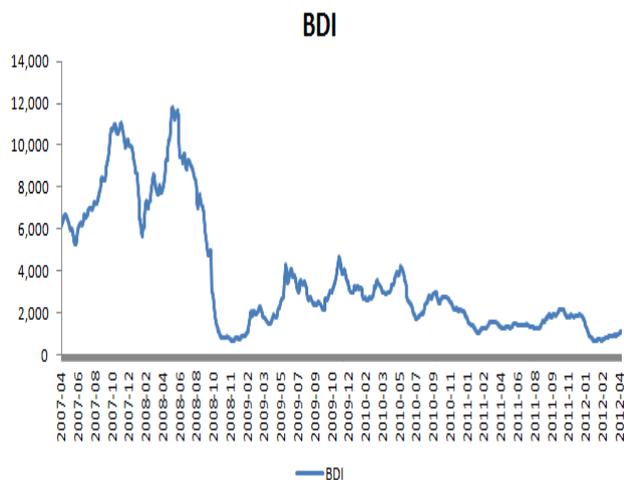
截至 2011 年 12 月 31 日，公司发行的可转换公司债券“海运转债”本期已有 131,000.00 元转为公司公开发行的股票，本期增加股本数量为 28,842 股，增加股本溢价 103,466.06 元。报告期末公司公开发行的可转换公司债券“海运转债”尚有 719,869,000.00 元未转股，公司确认的债券权益成份资本公积余额为 137,039,922.44 元。

行业分析

受全球航运业不景气及国内宏观经济增速放缓影响，2011 年我国沿海干散货运输市场依然较为低迷，沿海煤炭运价指数仍在低位运行

航运业与全球宏观经济和国际贸易密切相关，具有较强的周期性。2011 年，受欧债危机、美国经济低迷及国内经济转型等因素影响，全球经济依然复苏乏力，加之日本地震及澳洲洪灾等自然灾害因素的共同作用，全球贸易往来不甚景气，全年波罗的海干散货综合运费 BDI 指数平均值为 1548 点，较上年均值下降了 39%，已达到近十年最低水平。2012 年前 4 月，BDI 指数日均值约为 890 点，较上年同期降低约 35%。

图1：波罗的海干散货指数（BDI）



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

同时，全球干散货交船量的增加及拆解量的下降使全球运力依然过剩。根据 Clarkson 统计，截至 2011 年末，全球干散货船队总运力达到 6.13 亿载重吨，同比增长 14.42%，增幅较上年略有降低。此外，从造船订单情况看，2011 年末全球干散货船在手订单总数合计为 2.18 亿载重吨，占现有船队比例的 36%，将主要集中在 2012 年及 2013 年交付使用，中诚信证评认为未来新增运力的集中交付仍将在一定程度上给航运业的复苏带来压力，这已成为影响航运业回暖的主要障碍。

表 1：全球干散货船运力情况

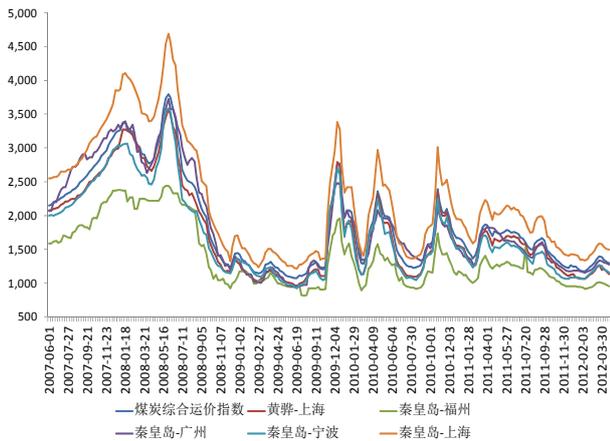
单位：艘、百万载重吨

船型	订单总数		订单占 现有船 队比例 (%)	新船订单交付量		
	数量	载重 吨		2012 载重 吨	2013 载重 吨	2014 载重 吨
Capesize	462	91.8	37	51.8	24.2	7.4
Panamax	869	68.9	44	37.6	20.9	5.9
Handymax	682	37.1	29	21.1	11.0	2.0
Handysize	619	20.0	24	12.5	4.6	1.1
合计	2,632	217.9	36	122.9	60.7	16.4

资料来源：Clarkson，中诚信证评整理

在全球航运业不景气、国内宏观经济增速放缓、大秦线检修、夏冬季储煤及国内外煤炭价格差等因素的影响下，2011 年以来我国国内沿海干散货运输市场较为低迷，全年沿海煤炭运输市场呈现“M”型走势，2011 年全国煤炭运输综合指数平均值为 1571 点，较上年降低 8.39%，2012 年 4 月末，煤炭运输综合指数降至 1265 点，较年初略有下降。具体看主要航线煤炭运价情况，2011 年秦皇岛-宁波、黄骅-上海、秦皇岛-广州等航线的煤炭运价水平较上年出现不同程度的下降，其中秦皇岛-宁波煤炭运价指数 2011 年均值为 1392 点，较上年下降 10.20%，2012 年 4 月末，该航线运价指数下降至 1262 点。

图 2：中国沿海煤炭运价指数



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

国内大型航运企业运力继续加速扩张，大货主自建船队步伐逐步加快，干散货航运竞争日趋激烈

受国际船东运力扩张的影响，为进一步提升竞争实力，占据更大的航运市场份额，近年来国内主要大型航运企业均制定了运力扩张计划。其中，中海发展未来2年计划合计新增散货运力42艘约合437万载重吨，中国远洋未来2年计划新增干散货运力190.4万载重吨，分别占其现有同类型运力规模的和63.80%和6.34%。

另一方面，为确保货源的稳定供应、提高市场竞争力及降低经营成本，国内主要电力、能源、钢铁、石化等货主方企业陆续设立了自属船运公司。在上述因素影响下，2011年，国内沿海跨省运输干散货船运力总量继续呈现快速增长势头。截止2011年末，国内沿海万吨以上干散货船舶（不含集装箱船、重大件船等特种船之外的普通货船）共计1500艘，约合4287万载重吨，比2010年底净增229艘/834万载重吨，运力净增长24.2%。

整体看，运力规模的扩张将使未来中国船企在航运市场的竞争日益加剧，同时由远洋市场转入沿海的运力亦将逐步增加，沿海航运市场竞争将趋于激烈。

国际油价波动将对航运业成本形成一定影响

燃油成本在航运公司营业成本中占比最大，约占40%，因此燃油成本的变动对航运公司盈利水平有着非常重要的影响。燃油价格走势与国际原油价

格高度相关，而国际原油价格的变动受全球经济、国际政治、金融资本等多重因素影响，波动性很高。

2011年，受全球经济低迷以及地区局势紧张动荡的影响，国际油价继续呈现震荡回升态势，全年平均水平大幅提高。2011年全年WTI、布伦特与米纳斯三种主要原油现货平均价为107.02美元/桶，比上年上涨26.67美元/桶，上涨33.2%。其中，WTI原油和布伦特原油同比分别上涨15.66美元/桶和31.80美元/桶。截至2012年4月末，布伦特国际原油价格已超过110美元/桶。

图 3：国际原油价格变动趋势

单位：美元/桶



资料来源：中诚信资讯

浙江省经济增速有所放缓，随着国家节能减排政策的推进及新型清洁能源发展速度的加快，未来煤炭在浙江省能源结构中的比重或将降低，但浙江省能源需求依然较为旺盛，且《浙江海洋经济发展示范区规划》的有序推进将有利于地方航运企业外部经营环境的改善

浙江省为我国经济大省，2011年浙江省实现GDP32,000亿元，同比增长9.0%，较上年略有回落。2011年浙江省三次产业结构为4.9:51.3:43.8，仍以第二产业为主，其中第二产业增加值16,404亿元，同比增长9.1%。较快的工业经济增长速度直接带动了电力需求的持续提升，2011年全省累计发电量2716.3亿千瓦时，同比增长10.4%，较上年放缓3.6个百分点。不过，由于浙江省为能源匮乏省份，全省近97%的一次能源供应需由外省调入，煤炭等能源自给率仅为3-5%，煤炭运输需求旺盛。浙江省预

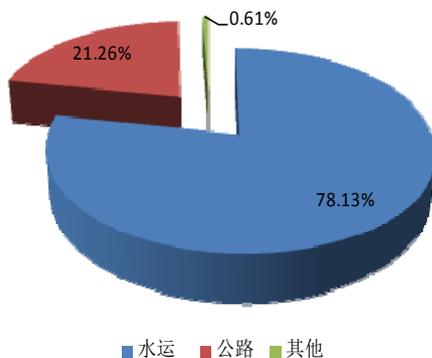
计到2020年，全省电力装机达到7,400万千瓦左右，其中煤炭在电力装机结构中的比例将由目前的70%下降至66%，清洁能源占比将有所提升，这虽然在一定程度上对未来全省煤炭需求形成影响，但鉴于目前全省煤炭需求量依然较大，且煤炭运输主要通过较为经济的海运运输方式进行，因此未来煤运需求依然长期向好。

另一方面，国务院于2011年3月正式批复的《浙江海洋经济发展示范区规划》近年来推进节奏稳步有序，我们认为港航物流体系服务能力的进一步提升将对浙江省内的煤炭航运企业提供了良好的外部条件。

业务运营

公司目前主业主要为水运业务板块和公路收费经营业务板块两部分。2011年公司实现营业收入合计为12.70亿元，其中水运业为9.92亿元，公路业为2.70亿元，占比分别为78.13%、21.26%。受益于公路收入规模提升影响，公路业务占比较上年提升2.30个百分点。

图4：公司各业务板块收入构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

沿海煤炭航运市场的低迷使公司水路货运量较上年有所下降，不过公司运力规模的提升、运力结构的改善及良好的客户关系使其全年水运业收入规模仍有小幅增长，这对其未来运营状况的改善将形成一定支撑

受宏观经济的增速放缓、沿海航运市场低迷、沿海干散货市场竞争激烈等因素影响，公司2011年分别实现货运量和货运周转量1,873.07万吨、291.26亿吨公里，较上年同比下降0.57%、11.47%，全年船舶营运率达到97.62%，较上年增加0.08个

百分点。虽然2011年公司货运量下降、运价处于低位运行，但公司加快了运力的调整速度、加强了内部管理及与核心客户的合作，2011年公司实现水运业务收入9.92亿元，较上年小幅上升0.63%。

表2：近年公司水运业主要指标

	2009	2010	2011	增速
货运量(万吨)	1,574.24	1,883.83	1,873.07	-0.57%
货运周转量(亿吨公里)	286.75	328.99	291.26	-11.47%
营运率(%)	96.40	97.54	97.62	0.08%
水运业主营收入(亿元)	7.56	9.86	9.92	0.63%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

在运力方面，截至2011年末，公司共拥有各类船舶19艘，总控制运力92.27万载重吨。从运力构成看，公司2011年加大了运力结构调整力度，重点对小型船舶及老旧船舶进行了淘汰，同时加大了大型船舶的购置力度，全年新增运力18万载重吨。

表3：公司2011年末运力构成情况

船舶种类	船舶数(艘)	载重吨(万吨)	单位：万载重吨	
			运力占比	平均船龄(年)
小型灵便(0.4~3.5万吨)	4	9.60	10.40%	10.75
大型灵便(含超大)(3.5~6万吨)	10	48.24	52.28%	15.70
巴拿马型(6~7.9万吨)	5	34.43	37.31%	22.20
合计	19	92.27	100.00%	14.75

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

具体看，2011年，在新建船舶方面，公司可转债募集资金投资的4艘船舶先后开工建造，其中57,500吨散货船“明州78”轮于2011年6月投入营运，47,500吨散货船“明州55”轮于2011年12月完成交接并于2012年1月正式投入营运，47,500吨散货船“明州57”轮于2012年3月末正式投入营运，在建的另外1艘47,500吨散货船正按计划进行建造；在购置船舶方面，公司全资子公司宁波海运(新加坡)有限公司以自筹资金购置一艘7.5万吨级散货船“NINGBO INNOVATION”轮，该船舶已于2011年7月正式投入国际远洋运输；在运力淘汰方面，公司相继出售了油耗大、效率低的老旧船舶“Golden Land”轮、“明州1”轮、“明州18”轮和“明州

19”轮，使船队结构得到改善。截至 2011 年末，公司共有小型灵便型船舶 4 艘、大型灵便型船舶 10 艘、巴拿马型船舶 5 艘，公司现有船舶中约 24.6 万载重吨运力可进行内外贸兼营，业务运营弹性较好。公司单船平均吨位 4.87 万载重吨，平均船龄 14.75 年，已初步形成一支以灵便型和巴拿马型为主、船龄低、国际国内并举、具有一定竞争力的散货船队。

公司水运业务仍以电煤为主要货种，航线开拓稳步有序，与大客户合作关系良好。公司未来将逐步扩大远洋业务比例并丰富货种结构，资本支出规模将有所增加

公司水运业务仍以沿海内贸为主，远洋外贸为辅。2011 年公司沿海内贸收入约占水运收入的 80%，远洋外贸收入约占 20%，不过公司远洋业务占比近年呈现出上升态势。

在货种构成方面，作为浙江省能源运输的重要主体，公司目前主要经营电煤，并辅以矿砂和其他干散货品，2011 年电煤占约整个水运业务（包括沿海及远洋业务）收入的 80%，电煤目前仍为公司水运业务的第一大货种。

表 4：电煤运输量占比情况

	2008	2009	2010	2011
电煤运输量 (万吨)	1,469	1,348	1830.36	1475.34
货运量合计 (万吨)	1,497.82	1,574.24	1883.83	1873.07
占比	98.08%	85.63%	97.16%	78.76%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从运行航线看，公司沿海内贸航线基本维持原有线路，主要为从秦皇岛港、天津新港、黄骅港、曹妃甸港等北方煤港运送电煤至浙江镇海、宁海、台山、乐清、上海等华东地区电厂及部分华南地区电厂。此外，公司外贸航线主要为东南亚、澳洲至华东和华南地区电厂，公司外贸业务主要由子公司宁波海运（新加坡）有限公司具体运营。目前，公司正积极开辟新航线，新增航线主要为印尼至印度，以及洲际间长运距航线。

作为浙江省电煤运输的领先企业，公司目前约占浙江省 20%左右的电煤运输份额，市场地位较为稳固。公司目前客户仍然为浙江省及以南地区大型

电厂，主要客户有浙能富兴电力燃料公司、神华中海、大唐国际等。公司 2011 年加强了新客户的开拓，公司尤其注重客户集中度的分散和降低对单一客户的依赖，2011 年公司前 5 大客户销售收入占水路运输业务营运总收入的 66.25%，较上年小幅上升 1.26 个百分点。公司目前与主要大客户均签订 COA 合同以保证业务规模 and 市场份额，2011 年 COA 合同签订运量达到 1226 万吨，占总货运量的 65.45%，COA 合同平均运量同比下降约 6.74 个百分点。

总体看，在国内经济增速放缓、航运业较为低迷、煤炭沿海运输较为激烈等因素影响下，公司水运业货运量和货运周转量均有所下降，不过受益于公司较强的区位垄断优势、趋于优化的运力结构以及良好的客户合作关系，公司水运业务营业收入规模仍有小幅提升，上述因素未来仍将对公司水运业的向好发展形成重要支撑。此外，我们也将继续关注公司未来远洋业务的拓展情况及新增运力所面临的资本支出压力。

路网贯通效应的逐渐显现带动公路业务经营状况出现向好趋势，或将提升公路业务的盈利空间

公司公路业务主要由子公司宁波海运明州高速公路有限公司（以下简称“明州高速”）负责经营，路产为宁波绕城高速公路西段（以下简称“绕城高速西段”）。绕城高速西段全长 42.135 公里，其中前洋至朝阳段为双向八车道（该路段长约 22 公里），其余为双向六车道，整个路段收费期限为 25 年，于 2011 年 1 月全面竣工验收。

近年来，宁波高速公路路网建设的不断完善，但由于宏观经济增速的放缓，绕城高速西段车流量和通行费收入的增幅较上年均有所降低，不过仍处于较好水平。2011 年绕城高速西段累计进出口车流量为 593.86 万辆，比上年同期增长 1.45%，日均断面流量为 21,430 辆，较上年同期增长 8.92%，实现通行费收入 27,003.19 万元，比上年同期增长 15.91%，车流量和通行费收入增速较上年均有不同程度的下降。不过鉴于与绕城高速西段链接的宁波绕城高速东段已于 2011 年 12 月 28 日正式通车，宁波城区 11 条高速公路连接线也将陆续贯通，且

宁波市“一环六射”高速公路网将于 2012 年全面建成，因此绕城高速西段周边的路网贯通效应将有利于该路段未来车流量的进一步增长。

表 5: 宁波绕城高速公路西段经营情况

	2009	2010	2011	同比增幅
通行费收入 (万元)	13,873.52	23,296.23	27,003.19	67.92%
车流量(万辆)	430.45	585.38	593.86	35.99%

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从车型结构看, 目前绕城西段主要仍以一类车为主, 2011 年一类车占比为 67.19%。此外, 公司五类车占比呈现上升态势, 系占比仅次于一类车的主要车型, 近年来实施的计重收费政策对五类车收入的提升形成了重要支撑。

表 6: 宁波绕城高速公路车型结构

类别	2009	2010	2011
第 1 类	71.79%	63.41%	67.19%
第 2 类	6.39%	7.29%	6.31%
第 3 类	3.74%	6.77%	5.42%
第 4 类	1.15%	7.71%	1.55%
第 5 类	13.00%	14.82%	19.53%

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

由于绕城西段项目建设资金主要依靠银行借款, 截至 2011 年末仍有借款金额约 27 亿元, 公司财务费用较高, 且绕城西段近年尚属于运营前期及多条连接线尚在建设中, 路段经营状况欠佳, 2011 年该路段亏损 2,899.10 万元。不过我们也关注到, 明州高速当年比上年同期减亏 3,119.94 万元, 整体经营状况逐渐出现向好趋势。另一方面, 我们发现随着宁波绕城高速公路东段以及绕城高速其他主要连接线于 2011 年底贯通, 加之舟山跨海大桥将允许普通货车通行, 预计未来绕城西段的车流量和通行费收入将受益于整个路网效应的改善而有所提升。

整体看, 在宏观经济增速放缓等因素影响下, 公司所辖宁波绕城高速西段车流量和通行费收入增速有所降低, 该路产目前经营仍处于亏损状态, 不过亏损金额已大幅减少, 未来随着绕城高速东段的通常以及路网贯通效应的逐步显现, 公路业务的经营状况仍将向好发展。

财务分析

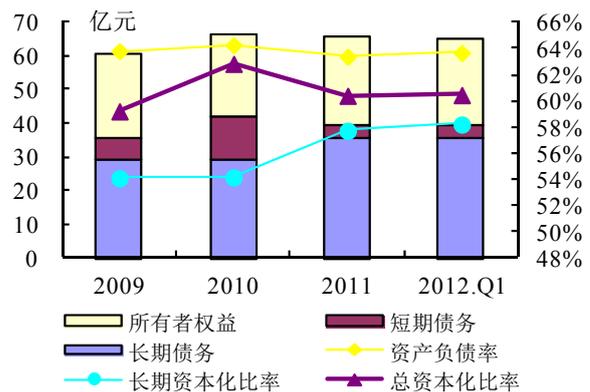
以下分析主要基于公司经立信会计师事务所

有限公司审计并出具标准无保留意见的 2009~2011 年财务报告及公司提供的未经审计的 2012 年 1 季度财务报表。

资本结构

近年来, 公司资产规模和负债规模呈现稳定态势, 2011 年公司总资产和总负债规模分别为 71.32 亿元、45.21 亿元, 较上年增长 2.97% 和 1.55%。公司 2011 年资产负债率和总资本化比率分别为 63.39% 和 60.41%, 相比于其他航运类上市公司而处于偏高水平。鉴于目前公司债务主要用于绕城西段高速公路建设, 该项目回收期长, 周边路网效应仍有待进一步显现, 同时公司未来亦计划新增运力, 因此我们认为公司负债水平在短期内仍将维持在较高水平。

图 5: 2009~2012.Q1 公司资本结构情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

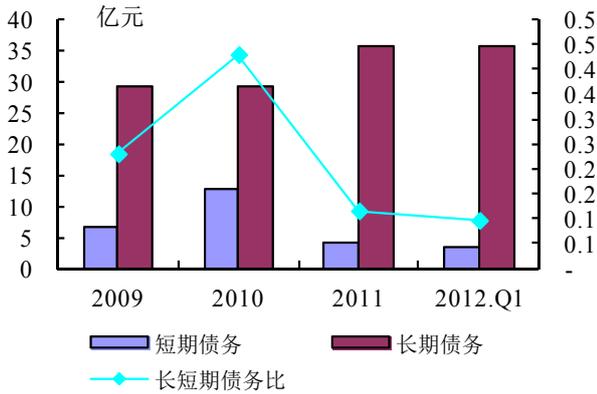
表 7: 2011~2012.Q1 航运类上市公司资本结构

	总资产 (亿元)		资产负债率 (%)	
	2011	2012.Q1	2011	2012.Q1
中国远洋	1,574.37	1,603.05	68.13	70.16
中海集运	494.12	535.37	45.56	52.51
中海发展	515.89	546.59	52.82	56.03
招商轮船	164.93	201.51	42.62	38.57
宁波海运	71.32	70.62	63.39	63.68
中海海盛	49.08	50.72	51.40	52.75
中位数	329.53	368.44	52.11	54.39
算术平均数	478.29	501.31	53.99	55.62

数据来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

在债务结构方面, 公司年内加大了对于短期债务的偿还力度, 2011 年公司长短期债务比为 0.12, 仍以长期债务为主, 公司长期债务占比进一步提高, 至 2012 年 1 季度末, 公司长短期债务比降至 0.10, 债务结构得到进一步优化。

图 6: 公司 2009~2012.Q1 债务结构



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体看, 公司债务结构趋于优化, 不过绕城西段项目近年投入资金较大, 且随着新增运力的进一步扩张, 未来公司负债水平仍将维持较高水平。

盈利能力

虽然 2011 年航运业不甚景气, 但公司得益于运力规模的有序扩张以及公司较好的客户关系, 公司水运业实现营业收入 9.92 亿元, 同比增长 0.63%。同时, 公司绕城高速全线贯通后, 路网效应逐渐显现, 公司公路业务实现收入 2.70 亿元, 同比增长 15.91%。

表 8: 公司各业务板块收入及毛利率情况

	2010		2011	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水运业	9.86	22.18	9.92	14.13
公路业	2.33	52.04	2.70	65.82

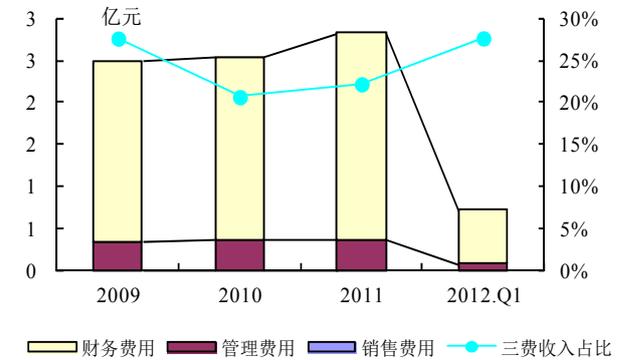
数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

成本构成方面, 目前公司水运业务营业成本主要为燃油成本、人力成本, 由于受国际原油价格及国内物价居于高位等因素影响, 公司水运业务营业成本较上年有所上升, 从而使公司 2011 年水运业毛利率较上年出现了较大幅度的下滑。此外, 公司公路业务成本主要为摊销折旧, 近年保持稳定的计提方式, 受益于区域经济向好发展及计重收费的实施, 公司公路业务毛利率较上年提升 13.78 个百分点。

期间费用方面, 公司 2011 年三费收入比为 22.18%, 比去年上升了 1.52 个百分点。公司的管理费用与上年同期基本持平。受公司发行可转换公司债券影响, 公司财务费用同比增加 12.95%。至 2012

年一季度末, 公司三费收入比为 27.65%。整体看, 公司费用控制能力仍处于较好水平。

图 7: 公司 2009~2012.Q1 三费用构成情况结构



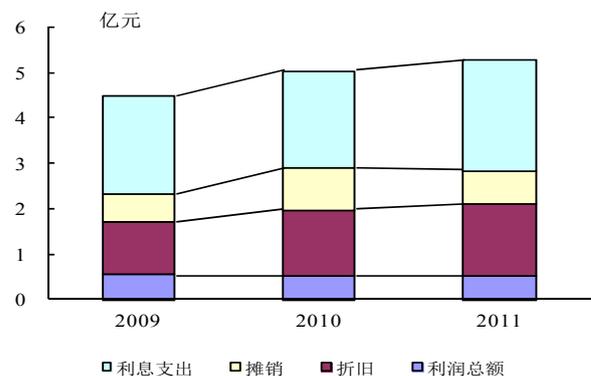
数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 在公司收入规模小幅提升的带动下, 公司收入规模有所增长, 当年利润总额为 0.54 亿元, 较上年小幅下降, 其中经营性业务利润为 0.04 亿元, 公司投资收益为 -0.09 亿元, 主要为公司参股企业宁波海运希铁隆工业有限公司 (钢铁加工业, 公司已于 2011 年 5 月公告对外出让所持有的该公司股权) 和上海协同科技股份有限公司经营状况欠佳, 业绩亏损所致。

受航运市场低迷、运价指数低位运行、燃油成本上升等综合因素影响, 公司 2011 年归属于上市公司股东净利润为 5,168.91 万元, 2012 年一季度归属于上市公司股东净利润为 -3,673.41 万元。

在现金获取能力方面, 2011 年公司 EBITDA 为 5.28 亿元, 较上年略有增长。近三年, 公司经营活动净现金流分别为 1.97 亿元、4.32 亿元和 4.65 亿元, 现金收入比分别为 0.98 倍、0.98 倍和 1.00 倍, 公司收现能力较好。

图 8: 2009~2011 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体看，公司水运业收入小幅上升，但航运业不景气及燃油价格的趋高均对公司水运业务的盈利能力形成一定的影响。不过，公司区位优势显著、客户关系稳定、浙江省未来煤炭输入需求仍然较大，加之公司路产质量较好，路网贯通效应有望带动公路业收入规模的增长，因此整体看，公司未来的盈利能力仍有进一步的提升空间。

偿债能力

公司近年运力规模的扩张及绕城西段公路项目的建设均对资金产生了较大需求，从而使公司总债务呈现逐年小幅上升态势，近三年一期，公司总债务分别为 35.83 亿元、41.85 亿元、39.83 亿元和 39.23 亿元。在偿债能力指标方面，2011 年 EBITDA 对利息的覆盖能力小幅降至 1.93 倍。现金流方面，2011 年公司经营活动净现金流 4.65 亿元，对利息的保障程度为 1.70 倍。随着公司计划进一步扩张运力，未来债务规模可能进一步增大，公司面临较大的偿债压力。

表 9：2009~2012.Q1 公司偿债能力指标

	2009	2010	2011	2012. Q1
短期债务 (亿元)	6.73	6.59	4.17	3.49
长期债务 (亿元)	29.10	29.26	35.66	35.74
EBITDA (亿元)	3.95	5.08	5.28	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.76	2.30	1.93	-
总债务/EBITDA (X)	9.08	7.05	7.54	-
经营活动净现金流量 (亿元)	1.97	4.32	4.65	0.84
经营活动净现金流量/总债务 (X)	0.05	0.12	0.11	0.09
经营活动净现金流量利息保障倍数 (X)	0.88	1.96	1.70	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2011 年末公司对外担保总额为 3.87 亿元，担保余额占当年经审计的归属于母公司净资产的 18.68%，或有风险可控。

资产抵押方面，2007 年 10 月 10 日公司与中国工商银行股份有限公司宁波江北支行签订了船舶抵押合同，将账面原值为 1.44 亿元的“明州 27 号”轮进行抵押，公司对其所有权因此受到限制，截至 2011 年 12 月 31 日，该部分债务为长期借款 3,500 万元，一年内到期的长期借款 1,000 万元。

财务弹性方面，公司与各大银行保持着良好的

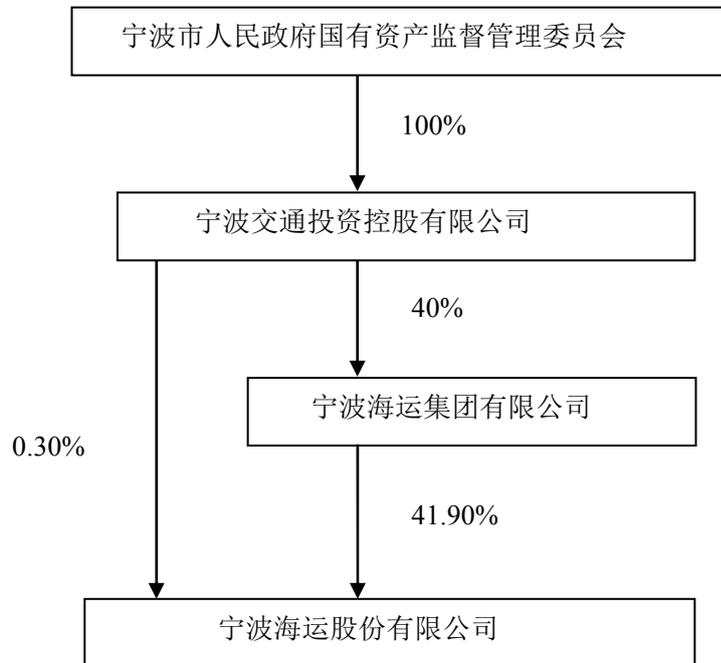
合作关系，具有较强的财务弹性。截至 2012 年 3 月 31 日，公司共拥有银行授信额度 27.85 亿元，其中已使用授信额度 2.04 亿元。此外，公司还曾通过增发、发行短期融资券、融资租赁等多种形式、多种渠道筹集资金，公司具有较强的融资能力。

整体看，航运业的低迷使公司经营状况受到一定影响，公司未来运力扩张将带来一定的资本支出压力，加之公路项目回收期长、投资金额大，未来公司负债率水平仍将保持在较高水平。不过鉴于公司备用流动性充足、资本市场融资渠道畅通，公司整体偿债实力依然较强。

结论

中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 AA，维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附一：宁波海运股份有限公司股权结构图（截至 2011 年 12 月 31 日）



附二：宁波海运股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	57,309.03	23,333.12	32,635.63	22,299.32
应收账款净额	2,884.21	6,533.38	5,523.10	6,554.44
存货净额	3,992.24	4,545.48	5,705.26	4,986.36
流动资产	64,815.50	35,575.98	45,606.32	35,525.98
长期投资	6,084.04	4,563.19	2,501.27	2,384.51
固定资产合计	184,393.99	234,876.53	259,356.43	264,603.88
总资产	681,973.29	692,654.88	713,211.06	706,182.71
短期债务	67,346.82	65,940.15	41,661.97	34,903.70
长期债务	291,000.00	292,609.51	356,632.20	357,382.93
总债务(短期债务+长期债务)	358,346.82	358,549.66	398,294.17	392,286.63
总负债	435,228.37	445,215.39	452,132.69	449,689.17
所有者权益(含少数股东权益)	246,744.92	247,439.49	261,078.36	256,493.54
营业总收入	89,550.83	122,858.17	127,024.84	26,176.35
投资收益	-66.98	-1,516.35	-935.79	-116.76
净利润	-2,953.40	2,572.83	3,748.35	-4,576.35
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	39,454.88	50,837.84	52,807.13	-
经营活动产生现金净流量	19,677.88	43,168.99	46,519.31	8,416.70
投资活动产生现金净流量	-32,774.89	-46,839.55	-56,246.86	-5,484.66
筹资活动产生现金净流量	-4,101.38	-30,433.50	19,091.65	-13,268.50
现金及现金等价物净增加额	-17,207.03	-33,975.91	9,302.51	-10,336.31
财务指标	2009	2010	2011	2012Q1
营业毛利率(%)	29.81	28.28	25.53	13.42
所有者权益收益率(%)	-1.20	1.04	1.44	-7.14
EBITDA/营业总收入(%)	44.06	41.38	41.57	-
速动比率(X)	0.48	0.25	0.56	0.45
经营活动净现金/总债务(X)	0.05	0.12	0.11	0.09
经营活动净现金/短期债务(X)	0.29	0.65	1.12	0.96
经营活动净现金/利息支出(X)	0.88	1.96	1.70	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.76	2.30	1.93	-
总债务/EBITDA(X)	9.08	7.05	7.54	-
资产负债率(%)	63.82	64.28	63.39	63.68
总债务/总资本(%)	59.22	59.17	60.41	60.47
长期资本化比率(%)	54.11	54.18	57.73	58.22

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：基本财务指标的计算公式

毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

全面摊薄的净资产收益率 = 归属于母公司的净利润 / 期末归属于母公司的所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定