



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪110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，评级展望负面；本债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一三年六月七日

宁波海运股份有限公司 2010 年可转换公司债券跟踪评级报告 (2013)

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	2012/5/31		
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: 负面
	主体级别	AA	

基本观点

受国内沿海运输市场需求不足、运价持续低位运行影响, 2012 年宁波海运股份有限公司(以下简称“宁波海运”)水运业务货运量及收入规模均有所下降, 加之浙江省内贸易量下降及高速公路节假日车辆免费通行政策的实施导致公司公路业务通行费收入亦同比减少, 公司整体业绩有所下滑。但公司在浙江省内水运市场仍保持领先地位, 而运力结构持续改善及控制人的变更亦有望进一步增强公司的竞争力; 且公司大规模资本支出已基本完成, 短期内负债水平大幅上升的可能性较小。此外, 我们也将对航运业景气度持续低迷、高速公路收费政策的变化以及公司整体盈利能力下降等因素给公司信用状况带来的影响保持关注。

综上, 中诚信证评维持“宁波海运股份有限公司 2010 年可转换公司债券”信用等级为 **AA**, 发行主体宁波海运主体信用等级为 **AA**, 评级展望为负面。

概况数据

宁波海运	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益(亿元)	24.74	26.11	24.33	24.07
总资产(亿元)	69.27	71.32	67.89	66.97
总债务(亿元)	35.85	39.83	39.37	39.11
营业总收入(亿元)	12.29	12.70	10.22	2.39
营业毛利率(%)	28.28	25.53	16.71	19.74
EBITDA(亿元)	5.08	5.28	2.60	0.21
所有者权益收益率(%)	1.04	1.44	-6.24	-
资产负债率(%)	64.28	63.39	64.16	64.11
总债务/EBITDA(X)	7.05	7.54	15.11	47.02
EBITDA 利息倍数(X)	2.30	1.95	0.95	1.32

注: 1、所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益。
2、总债务/EBITDA 已经年化处理。

正面

- 浙江省内水运业市场领先地位。公司 2012 年沿海散货 COA 合同运量占比为 70.63%, 同时公司在浙江省电煤运输市场的运输规模领先, 市场占有率较高, 区域垄断优势较为明显。
- 运力结构持续改善。公司继续对运力结构进行调整, 在加大大型船舶购置力度的同时, 重点淘汰小型及老旧船舶。截至 2012 年 12 月 31 日, 公司共拥有各类船舶 19 艘, 总控制运力 91.34 万载重吨, 初步形成了一支以灵便型和巴拿马型为主、船龄低、具有一定竞争力的散货船队。
- 控制人的变更有望提升公司竞争力。浙能集团变更为公司控制人后, 承诺未来将以本公司作为其下属涉海资产最终整合平台, 利用其稳定的货源、充足的资金和集团多元化业务的优势支持公司的持续发展, 公司竞争力有望得到进

分析师

方琦 qfang@ccxr.com.cn

邵津宏 jshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 6 月 7 日

一步提升。

关 注

- 航运业景气度仍保持低位运行。受供需失衡影响，国内外航运市场依旧低迷，行业整体复苏仍需时日。
- 高速公路行业收费政策的变化给公司公路业务造成一定影响。节假日车辆免费通行政策的实施一方面降低了高速公路通行费收入，另一方面也带来了管理成本、维护成本的上升，对公司公路收费业务业绩的提升造成一定负面影响。
- 公司整体盈利能力有所下降。公司经营的水运业务及公路收费业务受宏观经济影响较大，在当前外部经济环境下，公司整体盈利能力有所下降，且短期内下游需求难以快速恢复，公司仍将面临一定的经营压力。

募集资金情况

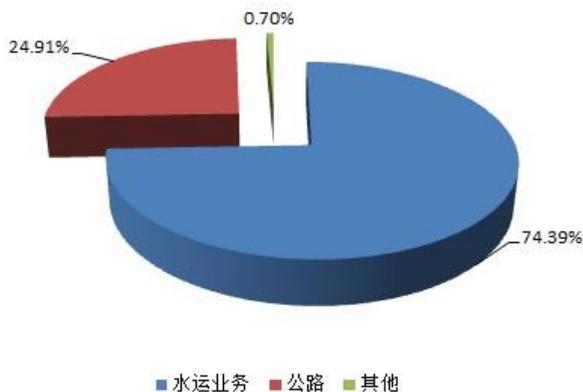
公司于 2011 年 1 月公开发行可转换公司债券，发行总额 72,000 万元。扣除承销、保荐费及其他募集资金发行费用人民币后，实际募集资金净额为人民币 70,094.50 万元。

截至 2013 年 3 月 31 日，公司发行的可转换公司债券“海运转债”累计已有 131,000.00 元转为公司公开发行的股票，累计转股股数为 28,842 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.0033%。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，未转股额占海运转债发行总量的 99.98%。

基本分析

作为浙江省骨干海运企业，公司主要从事海上干散货运输业务，其运力覆盖全国沿海、长江各大港口。自控股宁波海运明州高速公路有限公司（以下简称“明州高速”）后，公司开始介入高速公路收费业务，逐步形成了以沿海干散货专业运输为主，高速公路经营管理并行的经营格局。2012 年公司实现营业收入 10.22 亿元，同比下降 19.52%，其中水运业务收入和收费公路运营收入分别为 7.60 亿元和 2.55 亿元，分别占营业收入 74.39% 和 24.91%。2013 年一季度，公司实现营业收入 2.39 亿元，同比下降 8.8%，主要系营改增后运输收入为不含税收入，与上年同期口径相比运输业务收入与上年持平。

图 1：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

2012 年全球经济依旧低迷，国际航运市场仍在低谷徘徊，航运企业普遍面临亏损局面

2012 年，受欧元区主权债务危机持续发酵、美国经济复苏乏力等诸多因素影响，全球多个国家和地区经济增长再度放缓。据国际货币基金组织（IMF）测算，2012 年全球经济增速约为 3.5%，较上年再降 0.5 个百分点；其中发达经济体的增速为 1.4%，新兴市场和发展中经济体的增速降为 5.6%。总体来看，全球经济在未来较长一段时间内仍将处于低速增长期。

全球经济的持续低迷使得我国进出口量的增速有所放缓，根据海关统计显示，2012 年中国外贸进出口总值 38,667.6 亿美元，同比增长 6.2%，增幅较上年下降 16.3 个百分点。其中，出口 20,498.3 亿美元，同比增长 7.9%；进口 18,178.3 亿美元，同比增长 4.3%，增幅较上年均有较大幅度的下降。2012 年 1-11 月全国港口完成货物吞吐量 890,960 万吨，同比增长 6.9%，增幅较上年同期亦有所回落。

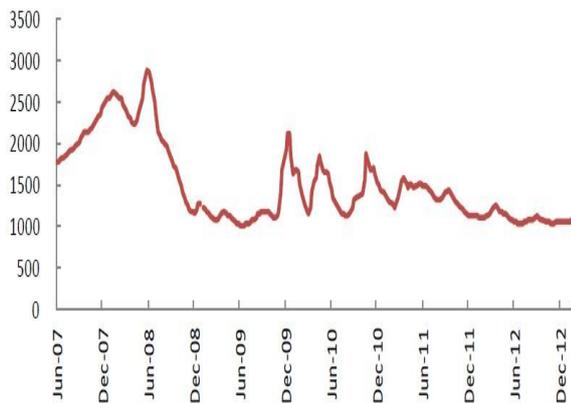
全球经济复苏放缓使得各行业经济实体有效需求不振，由此带来了航运业的持续低迷。2012 年以来航运市场延续了上年的弱势，仍在低谷徘徊，各细分市场运价指数全面走低。受国际市场影响，国内沿海干散货、油品运输市场景气度亦处于较低水平。

在行业景气持续低迷的背景下，2012 年以来国内航运企业经营业绩大幅下滑，行业亏损面扩大，现金流状况有所恶化。2012 年国内航运上市公司平均毛利率仅为 2.02%，利润总额合计为 -106.22 亿元，企业普遍处于亏损或微利状态。

受国内沿海运输市场需求不足、运价持续低位运行的影响，公司水运业务货运量及收入规模均有所下降

2011 年以来，中国沿海干散货运输指数（CCBFI）维持在低位震荡，受总体需求下降的影响，CCBFI 从 2011 年末的 1,200 点左右小幅下降至 2013 年 2 月末的 1,000 点左右。

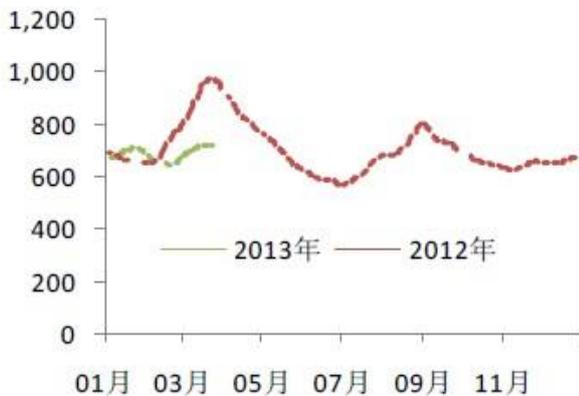
图 2：2007~2012 年中国沿海干散货运价指数



资料来源：中诚信资讯,中诚信证评整理

在经济运行下滑的背景下，铁矿石和煤炭等大宗散货国内需求回落，加之进口煤炭大幅增加，国内沿海货量不足，致使运价继续保持低位震荡走势。中国沿海煤炭综合运价指数在 2012 年 4 月上探至 1,000 点附近后有所回落，2013 年以来，煤炭综合运价指数在 700 点附近徘徊。

图 3：2012~2013 年中国沿海煤炭综合运价指数



资料来源：中诚信资讯,中诚信证评整理

受宏观经济的增速放缓、煤炭市场国内需求下滑、运价持续低位运行等因素影响，公司 2012 年分别实现货运量和货运周转量 1,529.08 万吨、234.78 亿吨公里，分别较上年同比下降 18.37%、19.39%，全年船舶营运率达到 97.49%，较上年下降 0.13 个百分点，货运收入则同比下降 23.37%，为 7.60 亿元。2013 年一季度，公司实现货运量 392.61 万吨，同比增长 10.84%，但受运价同比下滑影响，货运收入较上年同期下降 10.61%，为 1.77 亿元。

表 1：2010-2013.Q1 公司水运业主要指标

	2010	2011	2012	2013.Q1
货运量(万吨)	1,883.83	1,873.07	1,529.08	392.61
货运周转量(亿吨公里)	328.99	291.26	234.78	72.26
营运率(%)	97.54	97.62	97.49	96.67
水运业主营收入(亿元)	9.86	9.92	7.60	1.77

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司水运业务仍以沿海内贸为主，远洋外贸为辅。2012 年公司实现沿海内贸收入 6.18 亿元，远洋外贸收入 1.42 亿元。航线方面，公司积极开拓国际散货市场，2012 年以来新开辟了东南亚至国内（印度-中国北方、印尼-天津、菲律宾-上海）及东南亚之间（柬埔寨-新加坡、印尼-泰国）的航线。

货种方面，作为浙江省能源运输的重要主体，公司目前主要经营电煤，并辅以矿砂等其他干散货。2012 年电煤运输量占公司总体货运量的 67.62%，较上年下降 11.14 个百分点，主要系国内经济增速放缓、电煤需求下降所致。

表 2：2010~2012 年电煤运输量占比情况

	单位：万吨、%		
	2010	2011	2012
电煤运输量	1,830.36	1,475.34	1,034.04
货运量合计	1,883.83	1,873.07	1,529.08
占比	97.16	78.76	67.62

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

客户方面，除巩固与现有大客户的合作关系外，公司继续加大市场开拓力度，2012 年新增了南京远洋新加坡公司、中海发展香港公司、大华中能源有限公司、中铁进出口公司等客户。但由于合作时间不长，短期内对公司业绩贡献较为有限。2012 年公司前五大客户销售收入占水路运输业务营运总收入的 74.21%。目前公司与大客户均签订 COA 合同以保证业务规模 and 市场份额，2012 年公司 COA 合同签订运量 1,080 万吨，占总货运量的 70.63%，较上年上升 5.18 个百分点。

总体来看，在国内经济增速放缓、航运市场持续低迷、沿海煤炭运价低位运行等因素影响下，公司水运业货运量和收入规模均有所下降；虽然公司加大市场拓展力度，先后开拓了新航线新客户，但仍未能完全消除需求下降、运价下滑造成的不利影

响。

运力结构的改善及控制人的变更有助于增强公司的竞争力，但短期内公司水运业务仍面临一定的经营压力

2012 年公司继续推进新造船项目，不断优化船队结构。截至 2012 年 12 月 31 日，公司共拥有各类船舶 19 艘，总控制运力 91.34 万载重吨。从运力构成看，公司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 9.5 万载重吨。

表 3：截至 2012 年 12 月 31 日公司运力构成情况

船舶种类	船舶数 (艘)	载重吨 (万吨)	运力占比 (%)	平均船龄 (年)
小型灵便 (0.4~3.5 万吨)	4	9.70	10.62	11.25
大型灵便(含超 大)(3.5~6 万吨)	11	53.73	58.82	12.36
巴拿马型 (6~7.9 万吨)	4	27.90	30.55	21.25
合计	19	91.34	100.00	14.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

具体看，3 艘 4.75 吨级散货船“明州 55”轮、“明州 57”轮和“明州 59”轮于 2012 年先后投入运营，截至 2012 年 12 月 31 日，公司使用可转债募集资金投资的 4 艘船舶已全部建成并投入运营。同时，公司继续淘汰高油耗、高维修成本和高安全风险的老旧船舶，于年内先后处置了“明州 3”轮和“明州 28”轮。截至 2012 年末，公司共有小型灵便型船舶 4 艘、大型灵便型船舶 11 艘、巴拿马型船舶 4 艘，公司现有船舶中约 24.58 万载重吨运力可进行内外贸兼营，业务运营弹性较好。公司船队平均船龄 14 年，较上年下降了 0.75 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。

2012 年公司控股股东宁波海运集团有限公司（以下简称“海运集团”）与浙江省能源集团有限公司（以下简称“浙能集团”）筹划股权转让事项，浙能集团收购海运集团共计 51% 股权，该股权转让使浙能集团间接持有公司 41.90% 的股权，从而成为公司第一大股东及控制人。公司实际控制人则变更为浙江省国资委。

浙能集团系公司传统重要客户，公司每年为其

承运电煤运输总量的 20%~30%。浙能集团变更为公司控制人后，承诺未来将以本公司作为其下属涉海资产最终整合平台，利用其稳定的货源、充足的资金和集团多元化业务的优势支持公司的持续发展，从而进一步提升公司在货源、资金、管理等方面的优势。2013 年 5 月，公司与浙能集团子公司浙江浙能富兴燃料有限公司（以下简称“浙能富兴”）新签了 480 万吨的 2 年期 COA 合同。至此，公司与浙能富兴签订的 COA 合同运量达到公司 2013 年 COA 合同总运量的 87.88%。

总体来看，公司的运力结构持续改善，船队实力得到提升，而控制人的变更亦有望进一步增强公司的竞争力。但考虑到浙江省市系“资源小省、经济大省”，省内资源产品价格直接受国际国内市场影响，而宏观经济依旧低迷，短期内国内外煤炭需求难以大幅回升，运价仍在低位徘徊，公司水运业务面临一定的经营压力。

2012 年浙江省贸易量下降导致宁波绕城高速公路西段车流量增速下滑，加之节假日等特殊时期车辆免费通行因素影响，公司公路收费收入小幅下降；而免费通行带来的节假日车流量激增也使得公路管理成本和养护成本有所上升，给公司公路业务板块业绩的提升带来了一定负面影响

2012 年受宏观经济增速放缓影响，浙江省内、外贸交易量增速均出现下滑。内贸方面，社会消费品零售总额为 13,546 亿元，较上年增长 13.5%，增速下降 3.90 个百分点；外贸进出口总额为 3,122.4 亿美元，同比仅增长 0.9%，较上年下降 21.1 个百分点。受此影响，浙江省全年货物周转量及公路运输量增速亦随之下滑，其中公路运输量为 1,526 亿吨公里，增速同比下降 4.2 个百分点。

表 4：2011~2012 年浙江省贸易及公路运输情况

单位：亿元、亿美元、亿吨公里

	2011		2012	
	绝对数	增速	绝对数	增速
社会消费品零售总额	11,931	17.4%	13,546	13.5%
进出口总额	3,094	22.0%	3,122	0.9%
货物周转量	8,627	21.3%	9,183	6.4%
公路运输量	1,435	10.5%	1,526	6.3%

资料来源：浙江省统计局，中诚信证评整理

国务院于 2012 年 8 月 2 日发布了《国务院关于批转交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》，指出各地区已建成通车的全部收费公路（含收费桥梁和隧道）在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日对行驶收费公路的 7 座及以下载客车辆。该政策的实施在一定程度上对各公路企业的通行费收入带来影响。

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。

受省内贸易量下降以及节假日等特殊时期车辆免费通行等因素影响。绕城高速西段累计进出口车流量为 620.1 万辆，同比增长 4.42%，增速较上年下降 31.57 个百分点；断面双向流量为 791.2 万辆，同比增长 1.15%，增速较上年下降 14.76 个百分点。全年公司公路通行费收入亦有所下滑，为 2.55 亿元，同比下降 5.69%。2013 年一季度，绕城高速西段累计进出口车辆量为 167 万辆，同比增长 26.04%；实现通行费收入 0.63 亿元，同比增长 4.00%。

表 5：宁波绕城高速公路西段经营情况

	2010	2011	2012	2013.Q1
通行费收入（万元）	23,296.23	27,003.19	25,463.02	6,277.67
车流量（万辆）	585.38	593.86	620.10	167.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

由于实行免费通行后节假日车流量急剧上升，公司需投入更多的人力、物力和财力维持公路运

营，管理成本和养护成本均有所上升，2012 年公路修理费和人工成本合计较上年增长 4.27%；加之公路经营权摊销按照工作量法摊销，导致 2012 年公路经营权摊销同比增长 17.93%。在通行费收入下滑、成本上升的情况下，公司高速公路业务毛利率为 58.45%，较上年下降 7.37 个百分点。

整体看，在浙江省贸易量增速下滑和节假日车辆免费通行等因素的作用下，公司所辖宁波绕城高速西段车流量增速有所下滑，通行费收入出现下降。考虑到国内外及浙江省经济形势，我们预计短期内明州高速车流量增幅难有较大改观，而营运成本的上升也将在一定程度上弱化公司公路业务板块的盈利能力。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的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 2010~2012 年财务报告及未经审计的 2013 年一季度财务报表。此外，2013 年 4 月 24 日，公司董事会审议并通过了《关于船舶固定资产折旧年限会计估计变更的议案》，自 2013 年 1 月 1 日起执行：运输船舶的使用寿命为 8~25 年，新造船舶采用 25 年预计使用寿命，预计船舶净残值为船舶固定资产原值的 5%，折旧方法为年限平均法。该会计估计变更预计将减少 2013 年度累计折旧及主营业务成本 3,500 万元左右。

资本结构

2012 年在航运业持续低迷、公司业务规模有所萎缩的情况下，公司资产规模和负债规模也随之下降。截至 2013 年 3 月 31 日，公司总资产和总负债规模分别为 66.97 亿元和 42.93 亿元，较 2011 年末分别下降 6.11% 和 5.05%。2013 年一季度末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 64.11% 和 61.91%，相比于其他航运类上市公司处于偏高水平。鉴于目前公司资金需求主要来自于新建船舶的进度款、高速公路建设尾款及工程保证金等，金额相对较小，加之公司短期内将维持现有业务规模，无新增运力计划，因此我们认为公司负债水平进一步大幅上升的可能性较小。

图 4: 2010~2013.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

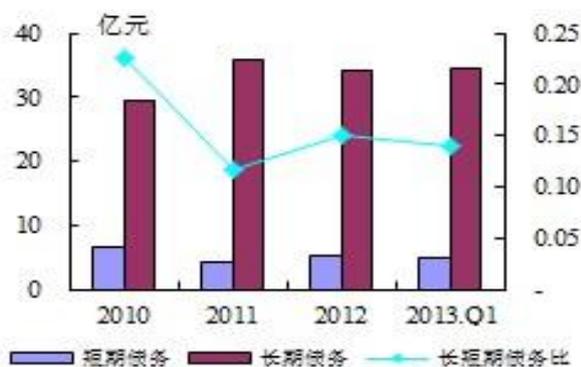
表 6: 2012~2013.Q1 航运类上市公司资本结构

航运企业	总资产 (亿元)		资产负债率 (%)	
	2012	2013.Q1	2012	2013.Q1
中国远洋	1,652.28	1,721.95	74.76	76.82
中海发展	578.61	577.00	57.86	58.58
中海集运	512.05	507.06	46.35	47.16
招商轮船	197.13	196.07	37.16	37.24
宁波海运	67.89	66.97	64.16	64.11
中海海盛	58.89	57.10	64.01	64.88

数据来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

债务结构方面, 2012 年公司长短期债务比为 0.15, 仍以长期债务为主, 长期债务占比进一步提高; 至 2013 年一季度末, 公司长短期债务比降至 0.14, 债务结构得到进一步优化。公司目前的债务期限结构与其资产结构较为匹配, 符合航运企业经营特点。

图 5: 公司 2010~2013.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, 虽然公司资产负债率处于偏高水平, 但债务结构趋于优化, 且随着船舶建造和高速公路资金投入的陆续完成, 公司资金需求有所下降; 加之短期内公司将维持现有业务规模, 无新增运力计划, 公司未来资本支出压力较为有限。

盈利能力

受航运业持续低迷, 运价低位运行的影响, 2012 年公司水运业务实现营业收入 7.60 亿元, 同比下降 23.37%; 而省内贸易量的下降以及节假日免费通行政策使得绕城高速通行费收入亦有所减少, 为 2.55 亿元, 同比下降 5.69%。2013 年一季度, 公司实现营业收入 2.39 亿元。

表 7: 公司各业务板块收入及毛利率情况

单位: 亿元、%

	2011		2012	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水运业	9.92	14.13	7.60	2.11
公路业	2.70	65.82	2.55	58.45
公司合计	12.70	25.53	10.22	16.71

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

毛利率方面, 2012 年公司营业毛利率较上年下降了 8.82 个百分点至 16.71%, 其中水运业务毛利率较上年下降 12.02 个百分点, 主要系航运市场低迷, 全年水运业务收入下滑所致, 新增船舶投入运营导致折旧费用有所上升也在一定程度上削弱了水运业务的盈利能力。公路业务则在经营权摊销额上升以及通行费收入下降的影响下, 毛利率亦有所下降。2013 年一季度, 公司营业毛利率上升至 19.74%, 主要系营改增后燃油等材料物资及修理费等劳务支出均按不含税价格入账, 使得账面成本有所下降所致。此外, 船舶折旧会计估计变更亦在一定程度上降低了当期成本。

期间费用方面, 公司 2012 年三费收入比为 30.61%, 较去年上升了 8.43 个百分点。其中管理费用同比增长 18.72%, 主要系人工成本上升所致; 财务费用则由于利息支出的增加较上年增长 9.96%。截至 2013 年一季度末, 公司三费收入比为 30.37%。整体看, 公司期间费用控制能力有待提高。

图 6: 公司 2010~2013.Q1 三费用构成情况结构



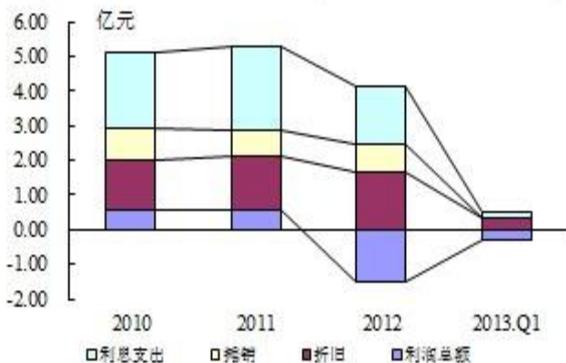
数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面，在公司营业毛利率有所下降、期间费用上升的情况下，当年利润总额为-1.51 亿元，其中经营性业务亏损 1.70 亿元，营业外损益 0.19 亿元，主要系公司当年处置了 2 艘老旧船舶。

受航运市场低迷、运价指数低位运行、浙江省内贸易量下降、节假日车辆免费通行等综合因素影响，公司 2012 年归属于母公司所有者的净利润为-1.21 亿元。2013 年一季度公司归属于母公司所有者的净利润为-0.19 亿元，较上年同期减亏 0.18 亿元。

在现金获取能力方面，受经营性亏损影响，2012 年公司 EBITDA 为 2.60 亿元，较上年下降 50.68%。公司当年经营活动净现金流为 3.08 亿元，收现能力亦较上年有所下降。

图 7：2010~2013.Q1 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，受航运业持续低迷，运价低位运行影响，公司水运业务盈利能力有所下降；浙江省内贸易量下滑以及节假日车辆免费通行政策的实施亦对公司公路业务业绩的提升带来一定负面影响。短期来看，在国内外宏观经济增速放缓、航运业复苏迹象不明朗的情况下，公司盈利能力的回升存在较大的不确定性。

偿债能力

随着新建船舶的逐步完成和绕城高速西段的投入运营，公司资本支出规模有所下降，2012 年公司总债务为 39.37 万元，同比下降 1.16%；2013 年一季度，公司总债务规模较 2012 年末下降 0.65%。在偿债能力指标方面，由于盈利能力的下降，公司 2012 年 EBITDA 对利息的覆盖能力降至 0.95 倍。现金流对利息的保障能力亦有所弱化，2012 年公司经营活动净现金流 3.08 亿元，对利息的保障程度为

1.12 倍，公司的偿债压力有所增加。

表 8：2010~2013.Q1 公司偿债能力指标

	2010	2011	2012	2013. Q1
短期债务 (亿元)	6.59	4.17	5.12	4.78
长期债务 (亿元)	29.26	35.66	34.25	34.33
EBITDA (亿元)	5.08	5.28	2.60	0.21
EBITDA 利息倍数 (X)	2.37	1.95	0.95	1.32
总债务/ EBITDA (X)	7.05	7.54	15.11	47.02
经营活动净现金流 流量 (亿元)	4.32	4.65	3.08	0.94
经营活动净现金流 /总债务 (X)	0.12	0.12	0.08	0.10
经营活动净现金流 利息保障倍数 (X)	2.01	1.72	1.12	5.95

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 2012 年 12 月 31 日，公司对外担保总额为 3.51 亿元，担保余额占当年经审计的归属于母公司净资产的 18.24%，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 2012 年 12 月 31 日，该部分债务为长期借款 2,500 万元，一年内到期的长期借款 1,000 万元。

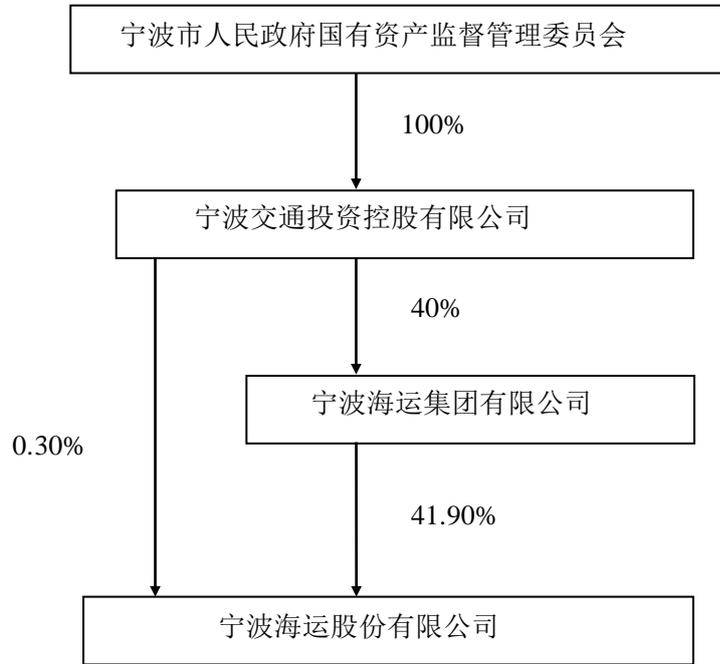
财务弹性方面，公司与各大银行保持着良好的合作关系，具有较强的财务弹性。截至 2013 年 3 月 31 日，公司共拥有银行授信额度 10.39 亿元，其中已使用授信额度 1 亿元。此外，公司还曾通过增发、发行短期融资券、融资租赁等多种形式、多种渠道筹集资金，公司具有较强的融资能力。

整体看，受宏观经济增速放缓、航运业持续低迷、浙江省内贸易量下降以及节假日车辆免费通行政策实施等多种因素影响，公司 2012 年整体业绩出现下滑，盈利能力和偿债能力有所下降。考虑到公司短期内将维持现有业务规模，无新增造船计划，未来资本支出规模及负债水平大幅上升的可能性较小，加之公司备用流动性充足、融资渠道畅通，因此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，评级展望为负面。

附一：宁波海运股份有限公司股权结构图（截至 2012 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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	23,333.12	32,635.63	9,820.23	7,687.44
应收账款净额	6,533.38	5,523.10	7,853.88	7,564.53
存货净额	4,545.48	5,705.26	4,351.29	3,688.57
流动资产	35,575.98	45,606.32	23,000.19	20,257.25
长期投资	4,563.19	2,501.27	2,538.80	2,455.84
固定资产合计	234,876.53	259,356.43	255,895.38	251,962.61
总资产	692,654.88	713,211.06	678,863.67	669,667.80
短期债务	65,940.15	41,661.97	51,170.73	47,842.35
长期债务	292,609.51	356,632.20	342,497.51	343,251.74
总债务(短期债务+长期债务)	358,549.66	398,294.17	393,668.24	391,094.09
总负债	445,215.39	452,132.69	435,589.43	429,314.72
所有者权益(含少数股东权益)	247,439.49	261,078.36	243,274.25	240,653.08
营业总收入	122,858.17	127,024.84	102,234.59	23,872.31
投资收益	-1,516.35	-935.79	60.05	-82.95
净利润	2,572.83	3,748.35	-15,172.86	-2,905.78
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	50,837.84	52,807.13	26,047.00	2,079.51
经营活动产生现金净流量	43,168.99	46,519.31	30,775.79	9,402.34
投资活动产生现金净流量	-46,839.55	-56,246.86	-13,478.34	-2,504.92
筹资活动产生现金净流量	-30,433.50	19,091.65	-40,095.18	-9,026.37
现金及现金等价物净增加额	-33,975.91	9,302.51	-22,815.40	-2,132.78
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	28.28	25.53	16.71	19.74
所有者权益收益率(%)	1.04	1.44	-6.24	-
EBITDA/营业总收入(%)	41.38	41.57	25.48	8.71
速动比率(X)	0.25	0.56	0.25	0.00
经营活动净现金/总债务(X)	0.12	0.11	0.08	0.10
经营活动净现金/短期债务(X)	0.65	1.12	0.60	0.79
经营活动净现金/利息支出(X)	1.96	1.70	1.12	5.95
EBITDA 利息倍数(X)	2.30	1.93	0.95	1.32
总债务/EBITDA(X)	7.05	7.54	15.11	47.02
资产负债率(%)	64.28	63.39	64.16	64.11
总债务/总资本(%)	59.17	60.41	61.81	61.91
长期资本化比率(%)	54.18	57.73	58.47	58.79

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