



# 信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪150号

## 中海发展股份有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我对贵公司“09中海发MTN1”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持中期票据AAA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一四年六月十八日

## 中海发展股份有限公司 2014 年度跟踪评级报告

受评对象 中海发展股份有限公司  
 本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定  
 上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

### 存续中期票据列表

简称	发行额 (亿元)	存续期 (年)	上次债项 信用等级	本次债项信 用等级
09 中海发 MTN1	30	2009.8.4-2014.8.4	AAA	AAA

### 概况数据

中海发展	2011	2012	2013	2014.3
总资产(亿元)	515.89	578.61	588.42	609.44
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	243.42	243.86	222.12	223.27
总负债(亿元)	272.47	334.75	366.31	386.17
总债务(亿元)	247.43	305.21	328.77	342.51
营业总收入(亿元)	122.91	111.57	113.92	31.94
EBIT(亿元)	16.40	2.62	-13.29	-
EBITDA(亿元)	33.86	17.48	3.40	-
经营活动净现金流(亿元)	14.71	9.78	15.55	5.08
营业毛利率(%)	13.39	-0.93	1.21	12.35
EBITDA/营业总收入(%)	27.55	15.67	2.98	-
总资产收益率(%)	3.55	0.48	-2.28	-
资产负债率(%)	52.82	57.85	62.25	63.37
总资本化比率(%)	50.41	55.59	59.68	60.54
总债务/EBITDA(X)	7.31	17.46	96.83	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.48	1.69	0.28	-

注：公司财务报表依据新会计准则编制；2014 年一季度财务报表未经审计。

### 分析师

项目负责人：卢濛宇 [yylu@ccxi.com.cn](mailto:yylu@ccxi.com.cn)  
 项目组成员：王兆怡 [zhywang@ccxi.com.cn](mailto:zhywang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013 年 6 月 18 日

### 基本观点

中诚信国际维持中海发展股份有限公司（以下简称“中海发展”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“09 中海发 MTN1”债项信用等级 AAA。

中诚信国际肯定了公司突出的行业地位、逐渐增强的船队实力和优化的船队结构以及外贸干散货增长对公司信用实力的支持。同时，中诚信国际也关注到航运业仍然低迷、市场运价拖累公司盈利水平、未来一年资本支出仍然较大等因素对公司整体信用状况的影响。

### 优势

- **突出的行业地位。**公司在沿海电煤和沿海原油航运市场份额位居行业首位，在进口原油海运市场也处于行业领先地位，具有很强的市场地位和竞争优势。
- **船队实力有所增强，结构日趋完善。**2013 年公司新增自有船舶 39 艘，新增运力 312.16 万吨，其中新增超级矿砂船 2 艘；并陆续淘汰老旧船舶，船队平均船龄降低了 1.5 年，船龄结构日趋合理，船队竞争力进一步增强。
- **外贸干散货业务规模稳定增长。**公司大力拓展外贸干散货运输业务，2013 年公司外贸干散货运输周转量占干散货运输比重近 70%；全年实现运输业务收入 31.16 亿元，同比增长 13.64%，为公司贡献利润 3.16 亿元，对稳定公司业绩发挥了重要作用。

### 关注

- **航运行业仍然低迷，恢复仍需时日。**航运行业继续受世界经济低迷及运力过剩影响，短期仍将面临需求不振和运力增加的双重压力，复苏仍待时日。
- **运价低迷增加公司盈利难度。**2013 年下半年干散货运价短暂回暖，全年国际与国内运价平均水平仍然低迷，继续挤压公司盈利空间，2013 年公司净利润出现亏损。
- **未来一年，公司仍将面临一定的资本支出压力。**公司在建船舶数量仍然较大，2014 年公司购建新船所需的资本开支预计为 68.87 亿元，在业务亏损的情况下，公司将面临一定的资本支出压力。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债券的存续期内对其每年进行定期跟踪评级。

## 近期关注

### 贸易需求增速乏力，航运市场运力过剩，全球干散货市场略有好转但仍然低迷

2013年，世界经济继续疲软，我国对外贸易增速依然维持低位。2013年，我国进出口总值4.16万亿美元，扣除汇率因素同比增长7.6%，较上年提高1.4个百分点。其中出口2.21万亿美元，同比增长7.9%；进口1.95万亿美元，同比增长7.3%。

图1：我国进出口贸易额及增速

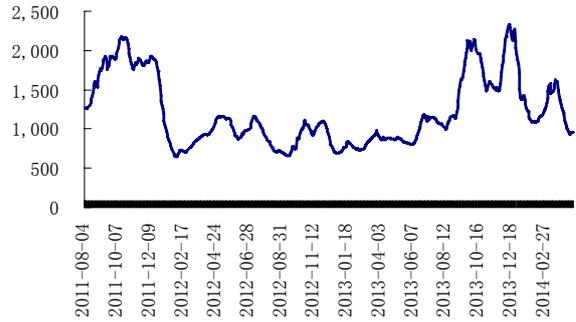


资料来源：中诚信资讯，中诚信国际整理

2013年由于全球主要经济体需求不振，加上运力持续扩张，航运市场供需矛盾依然突出，航运企业仍面临较大的经营压力。但2013年下半年以来，干散货市场出现一定程度的反弹，供给端改善加上需求刺激带来了干散货行业的回暖。

国际干散货方面，2013年国际干散货运输市场整体表现好于上年，全年运价呈“前低后高”走势，波罗的海干散货指数BDI全年均值1,214点，同比增长32%，年内峰值高达2,337点，创近三年新高。一方面，经过近五年的消化，上一轮牛市海量订单的交付压力逐步减小，行业运力增速有所回落；另一方面，2013年下半年国内PMI持续好转，拉动大宗商品运输需求回升，同时库存周期作用下，钢厂开始补库存，拉动短期进口铁矿石需求快速增长，由此带动BDI迎来一轮较大反弹。

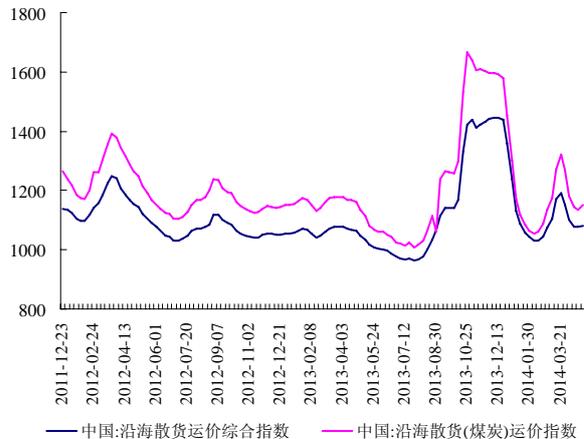
图2：BDI综合运费指数



资料来源：中诚信资讯，中诚信国际整理

沿海市场方面，与BDI指数变动趋势一致，2013年沿海干散货运输市场亦呈现“先抑后扬”走势。上半年在运力过剩严重和进口煤价优势的共同作用下，沿海散货运输市场经历了前所未有的低迷，下半年受夏季电煤需求提振、台风滞留运力等因素影响，运价持续上涨。2013年中国沿海散货运价指数CBFI全年均值为1,126点，与上年基本持平。

图3：中国沿海散货运价走势



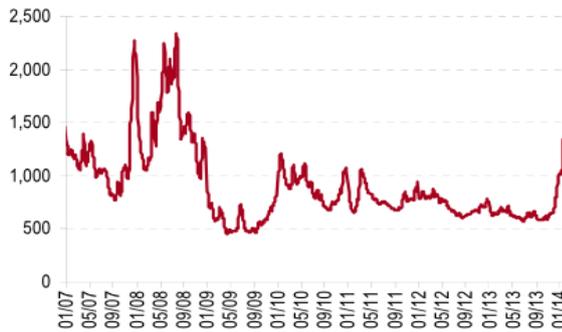
资料来源：中诚信资讯、中诚信国际整理

### 受运输需求增速乏力影响，2013年油运市场整体呈震荡下跌走势，运价持续低迷，年末市场成交有所恢复，未来在运力供给增速放缓的作用下，油运市场有望回暖

2013年国际油轮运输市场整体呈下跌趋势。受美国石油增产影响，海运需求表现乏力，运价持续低迷。波罗的海原油运输指数BDTI全年均值为629点，同比下降12.52%；波罗的海成品油运输指数BCTI均值为619点，同比下降3.43%。但进入2013年冬季后，国际原油运输市场成交恢复，运价

触底反弹，油运市场出现回暖迹象。

图 4: BDTI 走势



资料来源：中诚信资讯,中诚信证评整理

从供求方面来看，由于全球原油运输需求缺乏弹性，近年来油运市场需求增速保持在较低水平；经历了前几年的新船集中交付后，2013 年市场订单量/现有运力的比例已经从高位的 49%降为目前的 10%。未来两年油轮市场供求失衡局面将逐步得到改善，行业整体发展趋势向好。

### 拆船补贴政策短期内将一定程度缓解运力过剩局面，但长期影响仍有不确定性；国际油价持续高位震荡继续给航运企业运营带来的成本压力

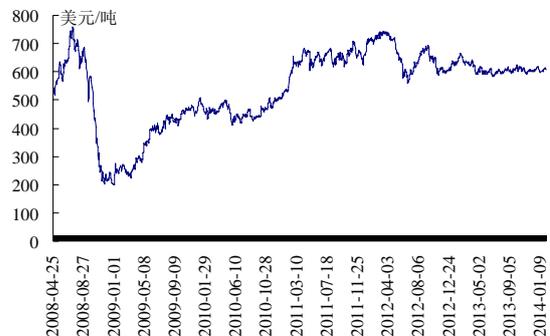
政策方面，为了缓解运力过剩问题，2013 年底，交通运输部与财政部、国家发改委及工信部共同印发了《老旧运输船舶和单壳油轮提前报废更新实施方案》，明确提出中央财政将安排专项资金按 1,500 元/总吨的基准对报废更新的船舶给予补助，补助资金按各 50%的比例分别在完成拆船和造船后分两次发放。

该政策将刺激航运企业淘汰老旧船舶，降低船舶能耗。同时由于造船周期较长，旧船拆解和新船交付形成一定的时间差，该段时间内对航运业运力过剩的情况有一定改善作用。但从长期来看，“拆一建一”的方案无法从本质解决运力过剩的问题，并可能刺激新的运力增长。

燃油成本在航运公司营业成本中占比最大，燃油价格的变动对航运公司的盈利能力有着重要影响。而新加坡 380CST 价格指数是船舶燃油价格的重要指标。2013 年以来，全球经济复杂多变、地缘

政治不稳、市场投机导致国际油价高位振荡，WTI 和布伦特原油价格走势出现分化，全年均价 WTI 油价略有回升，布伦特油价小幅回落。WTI 原油现货年均价为 98.02 美元/桶，同比上升 3.8 美元/桶，而布伦特现货年均价为 108.66 美元/桶，同比下降 3 美元/桶，新加坡 380CST 全年均价为 617 美元/吨，同比约降 45 美元/吨。2014 年，美国页岩油的供应极有可能维持世界石油市场供需的宽松局势，同时美国逐渐退出量化宽松政策也将抑制国际油价走高，但乌克兰政治局势对国际油价的影响仍然存在不确定性。

图 5: 新加坡 380CST 价格走势



资料来源：中诚信资讯、中诚信国际整理

### 公司干散货业务规模保持上升趋势，但单位运价有所下降，外贸矿石运输业务增长为公司业绩提供重要支撑

从业务运营情况来看，公司干散货运输以煤炭、铁矿石运输业务为主，钢铁、水泥、粮食、糖等其它散杂货为辅，该业务板块经营业绩与行业趋势紧密相连。2013 年公司仍然保持着沿海电煤运输市场份额第一的地位，市场地位稳固。2013 年，公司干散货运量和运输周转量分别为 11,679 万吨和 2,171.7 亿吨海里，同比分别增长 9.66%和 13.62%。业务量的增长主要来自外贸业务，尤其是铁矿石进口业务的扩张，2013 年公司外贸铁矿石运量和运输周转量分别为 2,406.0 万吨和 1,130.7 亿吨海里，同比分别增长 16.55%和 30.75%。但受运力过剩的影响，公司干散货运输业务的单位运价有所下降，一定程度削弱了由业务量增加而带来的收入增长。

表 1: 2011 年~2013 年公司干散货航运业务运行情况

时间	2011		2012		2013		
业务	运量 (万吨)	运输周转量 (亿吨海里)	运量 (万吨)	运输周转量 (亿吨海里)	运量 (万吨)	运输周转量 (亿吨海里)	
煤炭运输	内贸	5,782.0	521.4	5,331.6	516.8	6,115.1	540.3
	外贸	551.0	141.3	823.3	190.8	844.8	178.0
	合计	<b>6,333.0</b>	<b>662.7</b>	<b>6,154.9</b>	<b>707.6</b>	<b>6,959.8</b>	<b>718.3</b>
其他干散货	内贸	1,503.0	106.2	1,673.5	117.8	1,911.3	125.9
	外贸	1,783.0	816.8	2,821.8	1,085.9	2,907.9	1,327.5
	合计	<b>3,286.0</b>	<b>923.0</b>	<b>4,495.3</b>	<b>1,203.7</b>	<b>4,719.1</b>	<b>1,453.4</b>
合计	<b>9,619.0</b>	<b>1,585.7</b>	<b>10,650.2</b>	<b>1,911.2</b>	<b>11,679.0</b>	<b>2,171.7</b>	

资料来源: 公司提供,中诚信国际整理

得益于业务量的增长, 2013 年, 公司干散货运输业务实现营业收入 59.58 亿元, 同比上升 7.92%, 其中煤炭业务收入 26.99 亿元, 仍是该业务板块的主要收入来源, 但受铁矿石业务规模增长影响, 其收入占比由上年的 49.77% 下降至 45.30%。受益于新交付的两艘 VLOC 投入运营及国内铁矿石对外依存度的提高, 公司铁矿石运输业务继续保持增长态势, 当年铁矿石运输收入达到 24.57 亿元, 同比上升 13.70 个百分点, 为公司业务稳定提供了一定的支撑。

表 2: 2013 年公司干散货业务收入构成

货种	类型	单位: 亿元		
		收入	占比	同比增幅
煤炭	内贸	20.94	35.15%	-4.25%
	外贸	6.05	10.15%	7.84%
铁矿石	内贸	3.36	5.64%	23.99%
	外贸	21.21	35.60%	12.22%
其他干散货	内贸	4.12	6.92%	28.34%
	外贸	3.90	6.55%	34.02%
合计	-	59.58	100.00%	7.92%

注: 收入的分项、加总数据经四舍五入而得, 小数尾差并未调整, 下同;

资料来源: 公司提供,中诚信国际整理

运力方面, 截至 2013 年 12 月 31 日公司干散货运输业务自有及控制船舶 210 艘, 总运力合计为 1,377.38 万载重吨, 其中自有船舶 133 艘, 自有运力 973.89 万载重吨。随着 2 艘新增超级矿砂船

(VLOC) 的投入使用, 公司 VLOC 数量达到 14 艘, 运力合计 372.59 万载重吨, 运力结构更加合理。

表 3: 截至 2013 年末公司干散货船队自有运力

船型	数量 (艘)	载重吨 (万吨)	运力比例 (%)	平均船龄 (年)
灵便型	98	423.24	43.46	13.8
巴拿马型	19	142.07	14.59	6.6
好望角型	2	35.99	3.70	0.4
VLOC	14	372.59	38.26	2.2
合计	<b>133</b>	<b>973.89</b>	<b>100.00</b>	<b>11.4</b>

资料来源: 公司提供,中诚信国际整理

总体来看, 2013 年公司依然保持着沿海电煤运输市场份额第一的地位。在干散货市场触底反弹以及新交付船只投入运营、运力有所增加的作用下, 2013 年公司干散货业务规模继续保持增长态势。外贸运输, 尤其是外矿运输业务为公司业绩提供了重要支撑。未来国际干散货市场供需有望趋好, 这将给公司干散货业务发展创造良好的外部环境。

## 2013 年内外贸原油运量双双下降, 油品运输板块持续低迷

受油运市场整体震荡下跌影响, 2013 年公司油品业务运输量为 7,843.1 万吨, 同比下降 2.39%; 完成货物运输周转量 1,941.1 亿吨海里, 同比减少 2.16%。其中, 原油运输量为 5,198.7 万吨, 同比下降 6.46%; 原油运输周转量为 1,479.1 亿吨海里, 同比下降 8.44%。

表 4: 2011 年~2013 年公司油品航运业务运行情况

时间		2011		2012		2013	
业务		运量 (万吨)	运输周转量 (亿吨海里)	运量 (万吨)	运输周转量 (亿吨海里)	运量 (万吨)	运输周转量 (亿吨海里)
原油	内贸	4,171.3	181.1	3,074.7	127.2	2,909.4	132.4
	外贸	2,350.0	1,365.8	2,483.2	1,488.2	2,289.3	1,346.7
	合计	<b>6,521.3</b>	<b>1,546.9</b>	<b>5,557.9</b>	<b>1,615.4</b>	<b>5,198.7</b>	<b>1,479.1</b>
成品油	内贸	971.2	74.2	710.5	52.4	576.1	31.4
	外贸	1,272.3	252.1	1,766.9	316.2	2,068.3	430.7
	合计	<b>2,243.5</b>	<b>326.3</b>	<b>2,477.4</b>	<b>368.6</b>	<b>2,644.4</b>	<b>462.0</b>
合计	-	<b>8,764.8</b>	<b>1,873.2</b>	<b>8,035.3</b>	<b>1,982.8</b>	<b>7,843.1</b>	<b>1,941.1</b>

资料来源: 公司提供,中诚信国际整理

原油运输量的下降导致公司油品运输业务收入有所萎缩。2013年公司实现油品运输收入53.91亿元,同比减少3.66%。从收入构成来看,内贸原油收入占比最大,为32.67%。市场占有率方面,2013年公司内贸原油运输市场份额约54%,继续保持沿海油运市场的领先地位。同时,公司利用BCTI运价短期回升和蓬莱19-3油田复产的积极因素,及时将内贸运力调往外贸市场,全年外贸成品油业务实现收入16.68亿元,同比增长21.31%。

表 5: 2013 年公司油品业务收入构成

单位: 亿元、%				
货种	类型	收入	占比	同比增幅
原油	内贸	17.61	32.67	-2.00
	外贸	16.62	30.83	-17.84
成品油	内贸	3.00	5.56	-25.19
	外贸	16.68	30.94	21.31
合计	-	<b>53.91</b>	<b>100.00</b>	<b>-3.66</b>

资料来源: 公司提供,中诚信国际整理

运力方面,截至2013年12月31日,公司油品运输业务自有及控制船舶77艘,总运力合计为746.69万载重吨;其中自有船舶74艘,自有运力733.69万载重吨。公司油轮船队平均船龄为7.1年,较上年下降0.6年,整体船龄较低。

表 6: 截至 2013 年末公司油轮船队自有运力

船型	数量 (艘)	载重吨(万 吨)	载重吨比 例	平均船 龄 (年)
灵便型	39	157.37	21.45%	8.2
巴拿马	16	118.44	16.14%	6.6
阿芙拉	6	65.64	8.95%	5.1
VLCC	13	392.24	53.46%	5.2
总计	<b>74</b>	<b>733.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.1</b>

资料来源: 公司提供,中诚信国际整理

整体而言,公司作为中国沿海原油运输的中坚力量,近年来在巩固内贸原油市场份额的同时逐步扩大远洋油品运输业务,为公司油品业务多元化发展奠定了基础。未来油运市场逐步回暖有望带动公司油品业务业绩回升。

## 2014 年公司仍有较多船舶交付, 资本支出压力较大, 未来 LNG 船投入使用将带来新的业务增长点

2013年公司新增自有船舶39艘,新增运力312.16万吨,其中新增超级矿砂船2艘;并陆续淘汰老旧船舶,船队平均船龄降低了1.5年。鉴于公司干散货运输船舶的船龄较大,公司陆续淘汰老旧散货船,同时订造新船,以调整船队结构,扩充干散货运力。2014年公司自有散货运输船队将新增18艘散货船,总计149万载重吨。由于远洋油品运输业务扩张的需要,公司近年来一直在扩大油轮船队的运力规模。根据计划,公司有2艘油轮将于2014年交付,总计43万载重吨。同时,公司现有20年以上船龄的老旧船40艘约130.6万载重吨,未来将分步骤进行处置。2013年公司计提预计2014年处置干散货船舶的减值准备2.89亿元。2016和2017年,公司将各有3艘LNG船交付,每年新增运力24万载重吨。

根据公司目前的资本支出计划,2014年公司资本支出仍处于较高水平,未来几年公司构建船舶的资本支出将逐年降低,2015年开始,公司船舶资本支出将全部用于购建LNG船舶。预计LNG项目将

为公司未来业务发展提供新的增长点。

表 7：2014 年~2017 年公司购建新船资本支出规划

	2014	2015	2016	2017
油轮 (亿元)	31.16	-	-	-
散货船 (亿元)	12.34	-	-	-
LNG 船	25.37	25.37	10.15	7.61
合计	68.87	25.37	10.15	7.61

资料来源：公司提供

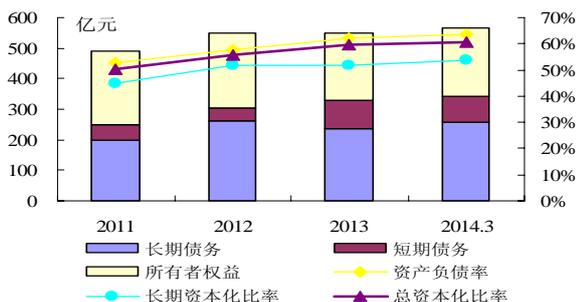
## 财务分析

以下的财务分析基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年财务报告以及未经审计的 2014 年一季度财务报表。

## 资本结构

公司资产主要由非流动资产构成，而运输船舶和在建船舶构成了非流动资产的绝大部分。近年来，公司根据市场发展形势，积极拓展远洋运输市场，同时通过老旧运力的淘汰计划，扩充自身的运力规模，固定资产规模显著增加，带动了资产规模的整体提升。2011~2013 年末，公司固定资产分别为 272.47 亿元、334.75 亿元和 366.31 亿元；同期，公司总资产分别为 515.89 亿元、578.61 亿元和 588.42 亿元。近年来由于公司盈利状况不佳，公司所有者权益未出现显著增长，2013 年公司出现亏损，年末所有者权益下降至 222.12 亿元。与此同时，公司负债规模增长较快，资产负债率和总资本化比率逐年上升，截至 2014 年 3 月末，两指标分别为 63.37% 和 60.54%。由于公司 2014 年仍有 68.87 亿元的购建新船资本支出计划，预计公司的资产负债率和总资本化比率仍将有所上升。

图 6：2011 年~2014 年 3 月公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从债务结构来看，截至 2014 年 3 月末，公司总债务 342.51 亿元，长短期债务（短期债务/长期债务）比为 0.33。

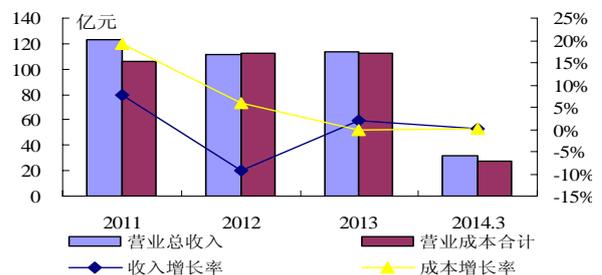
总体看，随着公司运力规模的扩张，公司资本支出水平持续上升，带动其负债规模及杠杆水平的上升。未来中诚信国际将密切关注公司债务水平及债务压力的变化。

## 盈利能力

由于近年来航运市场运力的持续投放，行业竞争激烈，运价持续低迷，公司收入增长逐渐趋缓并在 2012 年转向负增长。2013 年，公司实现营业总收入 113.92 亿元，同比增长 2.11%。

成本方面，公司燃油成本占比最大，2013 年共发生燃油费支出 48.19 亿元，占公司营业成本的 42.82%。公司加大了节油力度，在运输周转量上升的情况下，其平均燃油单耗同比下降 4.7%。

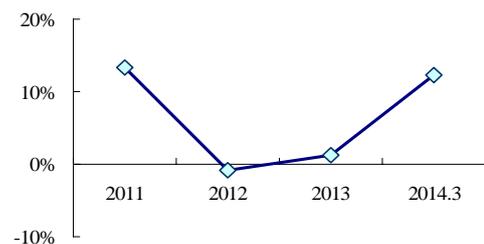
图 7：2011 年~2014 年 3 月公司营业收入与营业成本



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

在收入小幅上升，成本基本持平的情况下，2013 年公司主营业务盈利能力有所回升，当年营业毛利率从上年的-0.93%提高至 1.21%。2014 年一季度，受国内外航运市场好转影响，营业毛利率上升至 12.35%。

图 8：2011 年~2014 年 3 月公司营业毛利率



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面, 2013 年公司三费收入比继续上升。全年三费收入比为 13.74%, 比 2012 年提高了 4.73 个百分点。其中, 销售费用较上年下降 1.88%, 管理费用同比上升 10.92%, 财务费用则涨幅明显, 比 2012 年增长了 96.11%, 主要系债务规模上升的同时已交付船舶的利息费用无法资本化所致。

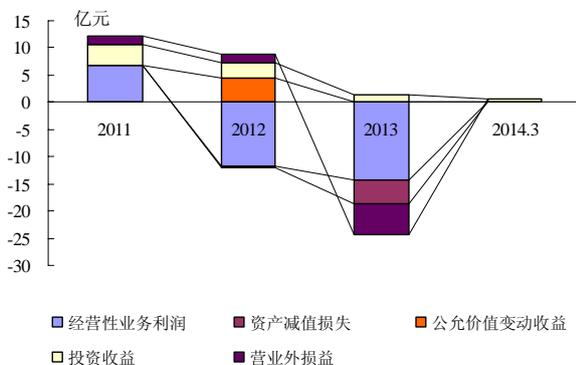
表 8: 2011 年~2014 年 3 月公司期间费用分析

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014.3
销售费用	0.52	0.50	0.49	0.11
管理费用	3.68	4.19	4.65	0.92
财务费用	4.24	5.36	10.51	2.77
三费合计	8.44	10.05	15.65	3.80
三费收入占比	6.87%	9.01%	13.74%	11.91%

资料来源: 公司财务报告

受毛利率较低及财务费用快速增长影响, 2012 年和 2013 年公司经营性业务分别亏损 11.75 亿元和 14.35 亿元。2013 年, 公司计提预计 2014 年处置船舶的减值准备, 导致固定资产减值损失 4.22 亿元, 另外船舶报废及亏损合同计提预计负债导致营业外损益-5.65 亿元, 全年利润总额为-22.93 亿元, 较上年减少 19.62 亿元。

图 9: 2011 年~2014 年 3 月公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告

总体来看, 行业的持续不景气使公司近年来盈利能力出现下滑, 公司通过调整业务结构、加大节油力度、加强与大客户的合作等方式提升经营效益, 2013 年营业毛利率有所回升。但受财务费用大幅上升影响, 公司整体盈利能力仍较弱。考虑到公司拥有良好的客户基础、内外兼营的业务模式, 未来随着行业逐步回暖, 需求增加以及运力结构日趋合理, 公司的盈利能力或将有所改善。

## 现金流与偿债能力

2013 年, 公司收入规模小幅提升, 经营活动现金流入随之上升至 125.85 亿元, 同比增长 4.55%。同时, 由于燃油等成本得以有效控制, 公司经营活动现金流出保持稳定, 经营活动净现金流为 15.55 亿元, 同比增长 58.96%。

近年来新船的交付及新增订单有所减少, 公司投资活动净现金流有所下降。根据公司最新投资规划, 2014 年公司新船购置的总体投资支出为 68.87 亿元, 规模仍然较大, 预计公司资本支出压力将有所增加。由于近期公司经营活动净现金流规模不足以覆盖投资活动支出, 公司主要依靠外部融资解决自身的投资需要。

表 9: 2011 年~2014 年 3 月公司现金流量变化(单位: 亿元)

	2011	2012	2013	2014.3
经营活动产生现金流入	122.20	120.38	125.85	33.96
经营活动产生现金流出	107.48	110.60	110.31	28.88
经营活动净现金流	14.71	9.78	15.55	5.08
投资活动产生现金流入	2.67	5.57	4.78	1.62
投资活动产生现金流出	91.25	66.12	46.18	18.53
投资活动净现金流	-88.58	-60.55	-41.40	-16.90
筹资活动产生现金流入	160.09	130.05	94.78	35.46
筹资活动产生现金流出	62.70	80.22	82.40	26.29
其中: 偿还债务	49.89	69.48	71.61	23.98
筹资活动净现金流	97.39	49.84	12.37	9.18
现金及现金等价物净增加额	23.15	-0.91	-13.67	-2.59

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

受债务水平上升和 EBITDA 大幅下降影响, 2013 年公司 EBITDA 相关偿债指标显著弱化, 总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 96.83 和 0.28, EBITDA 对债务及利息支出的保障能力有所下降。2013 年公司经营性活动净现金流较上年大幅增加, 经营活动净现金流/总债务和经营净现金流利息保障倍数分别为 0.05 和 1.26, 分别较上年提高 0.02 和 0.31, 公司现金流对债务及利息的保障能力有所上升。

表 10: 2011 年~2014 年 3 月公司偿债能力指标

项目名称	2011	2012	2013	2014.3
长期债务(亿元)	198.65	263.27	238.04	256.94
总债务(亿元)	247.43	305.21	328.77	342.51
资产负债率(%)	52.82	57.85	62.25	63.37
总资本化率(%)	50.41	55.59	59.68	60.54
总债务/EBITDA(X)	7.31	17.46	96.83	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.48	1.69	0.28	-
经营净现金流利息保障倍数(X)	1.95	0.95	1.26	-

经营净现金流/总债务(X)	0.06	0.03	0.05	-
---------------	------	------	------	---

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

截至 2013 年末，公司共有账面价值 152.11 亿元的船舶资产用于抵押。

或有事项方面，截至 2013 年末，公司对外担保余额合计约为 0.50 亿元，占归属于母公司所有者权益的 0.24%，系公司对其非全资子公司中国东方液化天然气运输投资有限公司的联营单船公司宝瓶座 LNG 和双子座 LNG 以及非全资子公司中国北方液化天然气运输投资有限公司的联营单船公司白羊座 LNG 和摩羯座 LNG 进行租约担保，担保金额不超过 820 万美元，约合人民币 4,999 万元。截至 2013 年 12 月 31 日，公司并无由未决诉讼及其他重大或有事项引起的预计负债。

综上所述，尽管公司 2013 年出现较大幅度亏损，且未来仍有较大规模的资本支出，债务规模存在进一步上升的压力，但随着航运市场的见底回升，公司盈利能力将有所改善，加之其拥有多元化的业务结构、稳定的客户群体及股东的有力支持，因此公司整体偿债能力极强，违约风险极低。

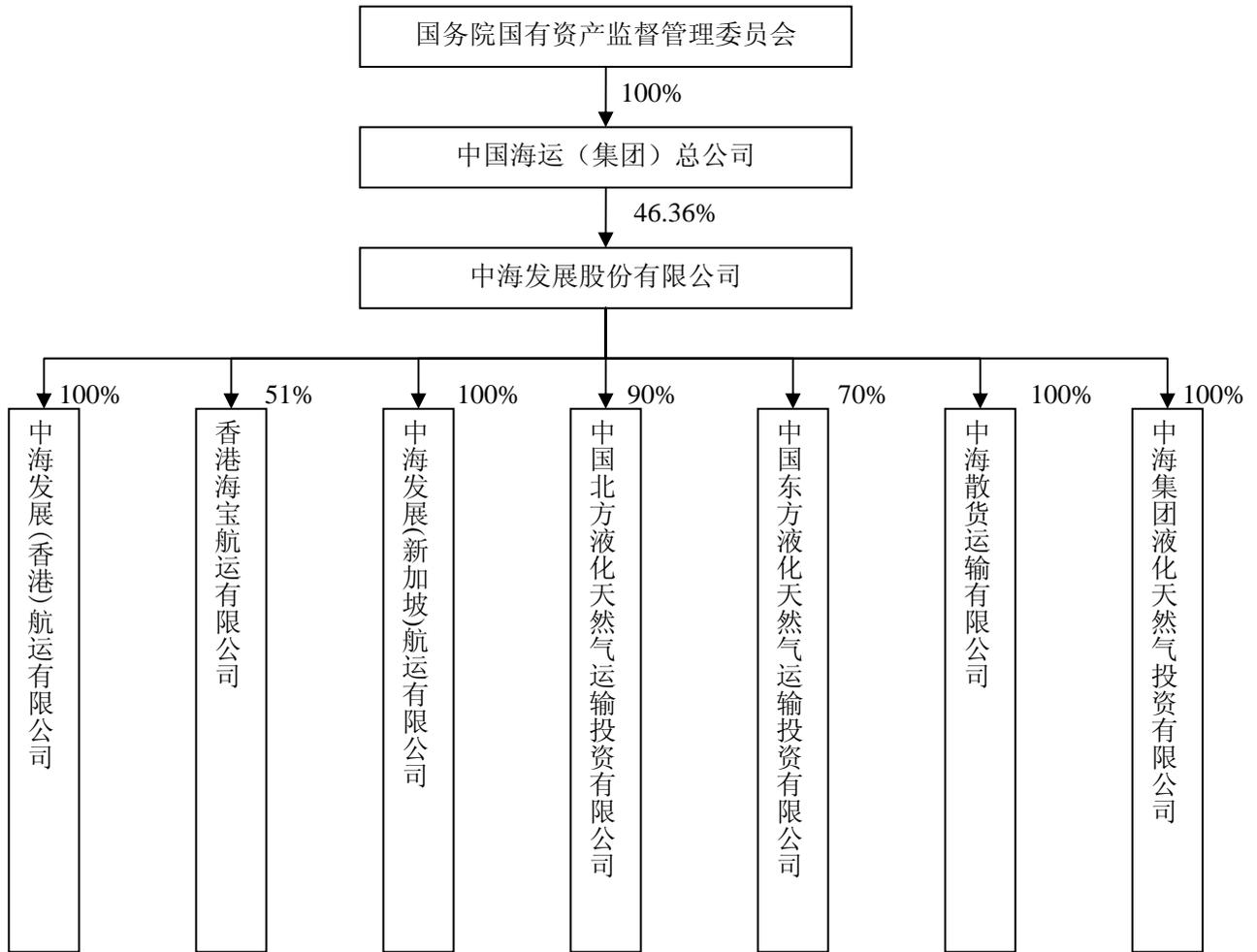
## 过往债务履约情况

公司的债务性融资渠道主要包括银行借款、中期票据、公司债券和可转换公司债券等。截至目前，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

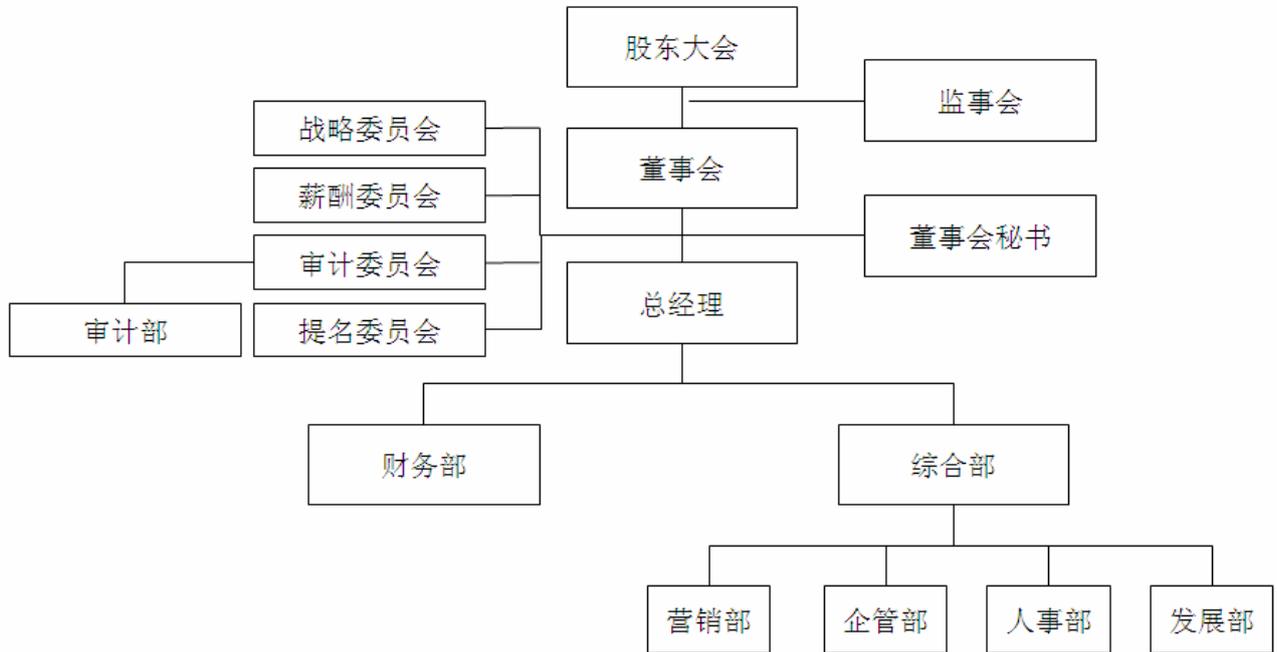
## 结论

综上，中诚信国际维持中海发展主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“09 中海发 MTN1”债项信用等级为 AAA。

附一：中海发展股份有限公司股权结构图（2014年3月末）



附二：中海发展股份有限公司组织结构图（2014年3月末）



**附三：中海发展股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	337,669.20	328,574.49	191,920.41	166,036.77
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	93,832.58	128,504.86	159,863.08	171,416.79
存货净额	82,396.06	93,415.93	88,828.73	95,917.82
其他应收款	15,363.23	38,982.76	17,985.35	25,324.53
长期投资	356,681.87	402,624.14	470,956.62	484,957.64
固定资产合计	4,200,235.70	4,692,715.30	4,850,076.24	5,014,212.53
总资产	5,158,881.41	5,786,052.28	5,884,247.90	6,094,423.98
其他应付款	52,436.51	89,915.57	117,823.12	146,049.46
短期债务	487,765.43	419,488.90	907,211.80	855,710.48
长期债务	1,986,511.30	2,632,653.36	2,380,447.96	2,569,439.34
总债务	2,474,276.73	3,052,142.26	3,287,659.76	3,425,149.82
净债务	2,136,607.52	2,723,567.77	3,095,739.35	3,259,113.05
总负债	2,724,720.62	3,347,495.95	3,663,060.22	3,861,734.48
财务性利息支出	41,457.35	59,316.03	96,446.20	-
资本化利息支出	34,042.62	44,098.73	26,944.87	-
所有者权益（含少数股东权益）	2,434,160.79	2,438,556.32	2,221,187.68	2,232,689.50
营业总收入	1,229,058.32	1,115,664.95	1,139,203.69	319,375.75
三费前利润	152,908.46	-17,030.84	12,970.41	39,191.52
投资收益	37,182.49	29,877.38	11,706.00	5,623.20
EBIT	163,962.49	26,178.58	-132,918.28	-
EBITDA	338,587.20	174,825.54	33,952.03	-
经营活动产生现金净流量	147,144.82	97,811.16	155,484.09	50,802.04
投资活动产生现金净流量	-885,814.77	-605,492.96	-414,027.38	-169,036.18
筹资活动产生现金净流量	973,916.29	498,393.47	123,725.05	91,771.34
现金及现金等价物净增加额	231,495.73	-9,094.71	-136,654.07	-25,883.64
资本支出	837,416.32	605,340.98	386,259.92	175,210.00
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	13.39	-0.93	1.21	12.35
三费收入比(%)	6.87	9.01	13.74	11.91
EBITDA/营业总收入(%)	27.55	15.67	2.98	-
总资产收益率(%)	3.55	0.48	-2.28	-
流动比率(X)	0.90	1.02	0.45	0.47
速动比率(X)	0.78	0.87	0.37	0.39
存货周转率(X)	16.72	12.81	12.35	-
应收账款周转率(X)	14.30	10.04	7.90	-
资产负债率(%)	52.82	57.85	62.25	63.37
总资本化比率(%)	50.41	55.59	59.68	60.54
短期债务/总债务(%)	19.71	13.74	27.59	24.98
经营活动净现金/总债务(X)	0.06	0.03	0.05	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.30	0.23	0.17	-
经营活动净现金/利息支出(X)	1.95	0.95	1.26	-
总债务/EBITDA(X)	7.31	17.46	96.83	-
EBITDA/短期债务(X)	0.69	0.42	0.04	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.48	1.69	0.28	-

注：公司财务报告依据新会计准则编制；2014年一季度财务报表未经审计。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理

短期债务=短期借款+应付票据+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

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

毛利率=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/主营业务收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

## 附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。