



信用等级通知书

信评委函字[2013] 跟踪003号

中海发展股份有限公司：

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“中海发展股份有限公司2011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AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一三年四月十五日

中海发展股份有限公司可转换债券 2013 年跟踪评级报告

发行主体	中海发展股份有限公司		
发行规模	人民币 39.5 亿元		
存续期限	2011/8/1-2017/8/1		
上次评级时间	2012/4/25		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

中海发展	2010	2011	2012
所有者权益（亿元）	230.91	244.61	243.86
总资产（亿元）	407.10	517.47	578.61
总债务（亿元）	152.49	247.43	305.21
营业总收入（亿元）	114.09	122.91	111.57
营业毛利率（%）	21.68	13.39	-0.93
EBITDA（亿元）	37.36	34.05	17.48
所有者权益收益率（%）	7.70	4.47	0.64
资产负债率（%）	43.28	52.73	57.85
总债务/EBITDA（X）	4.08	7.27	17.46
EBITDA 利息倍数（X）	10.27	4.51	1.69

注：上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

基本观点

2012 年，全球经济依旧低迷，国际航运市场仍在低位运行，航运企业经营业绩普遍下滑。在此背景下，中海发展股份有限公司（以下简称“中海发展”或“公司”）凭借其较为显著的规模优势、突出的市场地位、多元化的业务结构以及良好的客户基础取得了较好的经营业绩。目前公司的财务政策较为稳健，融资渠道较为畅通，备用流动性充足，有利于抵御航运业不景气带来的资金压力和财务风险。

同时，中诚信证评也关注到受航运运力过剩，运输成本上升等因素的影响，公司利润水平出现一定程度下滑，短期内航运业仍将处于低景气状态，公司未来还将有较大规模的资本支出，中诚信证评密切关注这些因素对公司信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持“2011 年中海发展股份有限公司可转换公司债券”信用等级为 AAA，中海发展主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

正 面

- 外贸业务规模迅速扩张。公司大力拓展外贸运输业务，2012 年公司外贸业务收入 61.40 亿元，同比增长 28.83%，其中外贸煤炭、外贸铁矿石、外贸成品油运输收入同比增幅分别为 30.77%、76.64%和 29.59%，三者为公司业绩提供了有力支撑。
- 船队实力有所增强，结构日趋完善。2012 年公司新增自有船舶 21 艘，新增运力 420.70 万吨，其中新增超级矿砂船 5 艘；并陆续淘汰老旧船舶，船队平均船龄降低了 2 年，船龄结构日趋合理，船队竞争力进一步增强。
- 客户合作关系良好，合同运价相对较为稳定。公司主要客户为大型石油、电力及钢铁公司，航运需求量大，保证了公司新增运力的利用效率；同时，高比例的 COA 合同有助于提高公司运价的稳定性，增强公司抵御行业波动风险的能力。

分 析 师

方 琦 qfang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 4 月 15 日

- 财务政策稳健，备用流动性充足。公司目前资产负债率低于行业上市公司的平均水平，良好的银企关系和股东的有力支持使公司具有较强的财务弹性，为债务本息偿还提供了强有力保障。

关 注

- 国际航运业景气度仍处于低位，受供需失衡影响，干散货及油品运输市场依旧低迷，行业整体复苏仍需时日。
- 受航运价格下跌影响，公司营收规模有所下降，毛利率水平亦因成本高企呈下滑趋势。
- 近年来，国际油价持续高位震荡，而国内成品油价格与国际油价联动性有所增强，这使得公司燃油成本管理面临更大的挑战。
- 新船订造带来的资本支出提高了公司的财务杠杆，且 2013 年公司仍有较大规模的资本支出，这将增加公司的债务压力。

行业分析

全球经济依旧低迷，国际航运市场仍在低谷徘徊，航运企业面临亏损局面

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程度的下降。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颓势，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 年前三季度，国内航运上市公司平均毛利率仅为 0.26%，较上年同期下降 1.11 个百分点；利润总额合计为 78.98 亿元，企业普遍处于微利或亏损状态。

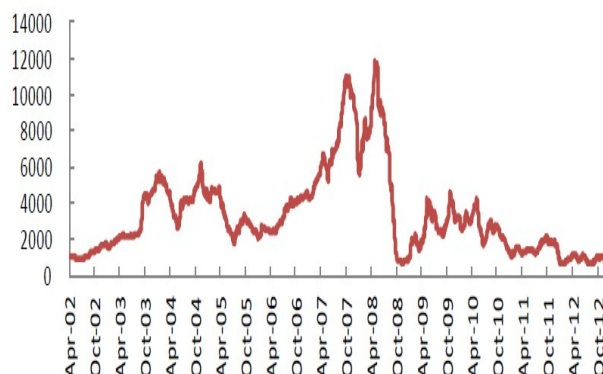
供需失衡使各细分行业均面临运力过剩压力，随着运力净投放量的降低及需求逐步回暖，2013 年供需差或将有所收窄

干散货运输

干散货运输方面，作为衡量国际干散货运输市场运价主要指标的波罗的海干散货运价指数（BDI）自 2011 年以来持续在低位震荡，2012 年 1 月 1 日

至 12 月 24 日，BDI 均值为 920.23，较 2011 年平均值 1548.72 下跌 40.58%，较景气高峰 2007 年平均值下跌 86.98%。

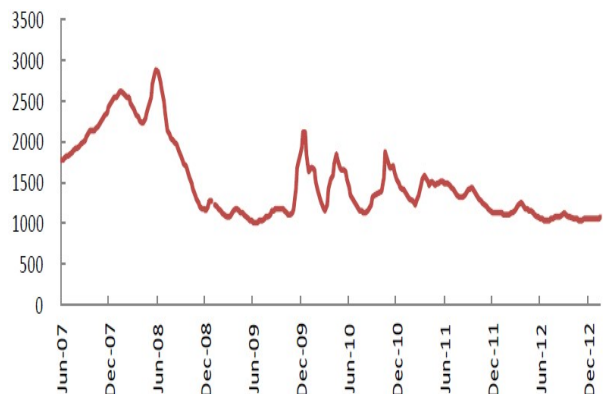
图 1：2002~2012 年 BDI 走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

与 BDI 指数变动趋势如出一辙，2011 年以来，中国沿海干散货运价指数（CCBFI）亦维持在低位震荡，虽然煤炭等能源的运输需求相对较为稳定为国内沿海干散货市场形成一定支撑，但受总体需求下降的影响，CCBFI 仍然从 2011 年末的 1200 点左右小幅下降至 2013 年 2 月末的 1000 点左右。

图 2：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

运价低位运行的主要原因是供需失衡。2012 年干散货海运需求为 40 亿吨，运力 6.8 亿吨，平均每艘船一年跑不到 6 个航次，按照 10 年来平均 7.3 个航次的均值计算，2012 年干散货市场运力过剩达到 25%。如果考虑到近几年来绝大部分航运公司都启动了超低航速计划这一因素，干散货船的运力过剩超过 30%。

表 1: 2007~2012 年干散货运输供需变化情况

单位: 百万载重吨、%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
干散货海运需求	3112	3212	3131	3543	3767	3950
需求增速	7.2	3.2	-2.5	13.2	6.3	4.9
干散货运力	390	418	455	53	609	678
运力增速	6.6	7.1	8.9	16.5	14.9	11.3
供需增速差(供-需)	-0.6	4.0	11.4	3.3	8.6	6.5
单位运力载运量(需/供)	8.0	7.7	6.9	6.7	6.2	5.8

资料来源: Clarkson, 中诚信证评整理

从干散货船的净运力投放来看, 2011-2012 年, 干散货新船交付都达到了 9800 万吨/年, 尤其是 2012 年上半年, 由于船舶专用海水压载舱和散货船双舷侧处所保护涂层性能标准(PSPC)7 月开始生效, 导致上半年新船集中交付了 6300 万吨, 预计 2013 年仍有接近 1 亿万吨新船交付。与此同时, 全球拆船量也有了显著提升, 2012 年拆船量达到 3400 万吨, 预计 2013 年拆解量将保持在 3500 万吨以上的水平, 较高的拆解量能有效降低运力净投放, 有助于缓解供需失衡的局面。

图 3: 干散货运输市场运力净投放情况



资料来源: Clarkson, 中诚信证评整理

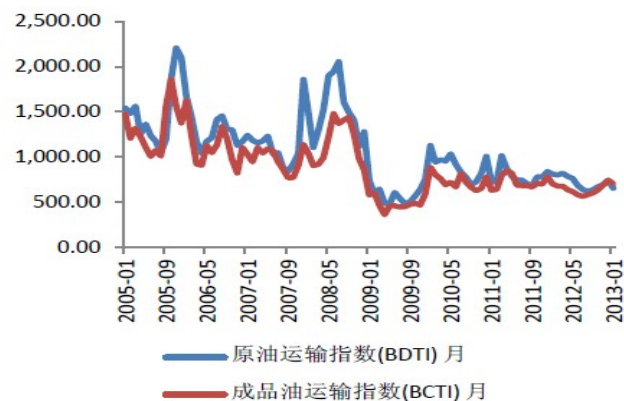
整体看, 干散货航运市场受运力过剩和需求不振影响将在未来 1-2 年内保持低位运行状态, 运力净投放量的降低虽有助于减轻航运价格上涨压力, 但从长期来看, 国际经济复苏才是市场转暖的决定性因素。

油品运输

油品运输方面, 与国际干散货运价走势相似, 国际油轮运价亦在低位震荡, 原油运输指数(BDTI)从 2011 年末的 800 点左右继续下探至 2013 年初的 700 点附近, 成品油运输指数(BCTI)则呈窄幅震

荡的走势, 在 550 点-770 点之间徘徊。油运市场需求增速相对稳定, 而运力的持续增长使得油运价格上涨面临较大的阻力。

图 4: 波罗的海原油、成品油运价指数走势



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

油轮运力供给方面, 根据 Clarkson 统计数据, 截至 2012 年 12 月 1 日, 全球现役油轮船队(万吨以上船)规模达到 4.92 亿载重吨, 较年初增长 3.4%, 与上年同期相比, 船队总规模增速下降至 3.7%, 减少了 2.1 个百分点, 超大型油轮(VLCC)、苏伊士型油轮(Suezmax)、阿芙拉型油轮(Aframax)、巴拿马型(Panamax)油轮等各类油轮规模增幅均较同期出现下降。

从订单情况来看, 2012 年 12 月 31 日全球油轮手持订单量为 42.5 百万吨, 较年初下降 31.78%, 全年新签订单量大幅减少, 订单交付量也开始有所降低, 未来运力过剩的情况或将有所缓解。

表 2: 全球油轮船队订单及订单交付情况

单位: 百万吨

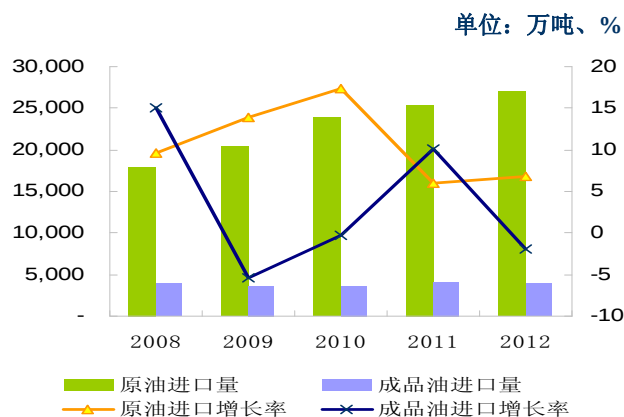
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
VLCC	29.2	40.1	32.9	31.6	20.6	12.4	8.9
Suezmax	11.8	13.4	11.3	12.8	10.5	6.8	5.5
Aframax	17.9	15.6	10.8	8.7	5.1	3.4	1.7
Panamax	6.1	5.2	4.1	3.6	2.0	1.5	1.0
Products	12.5	11.3	7.7	5.6	4.3	4.3	2.7
合计	77.5	85.6	66.8	62.3	42.5	28.4	19.8

资料来源: Clarkson, 中诚信证评整理

油运市场需求增速较低, 且缺乏弹性使得油轮市场供需关系短期内难以得到实质性改善。根据 Clarkson 的测算, 2012 年全球油轮需求为 3.47 亿载重吨, 较上年仅增长 3.06%, 全年供求差由上年的 85.3 百万载重吨进一步上升至 93.3 百万载重吨, 供求矛盾有所加剧。

中国的油品运输外贸需求主要为原油进口运输，其次还有部分成品油运输。中国海关总署数据显示，2012 年中国共计进口原油 2.71 亿吨，同比增长 6.8%，增速略高于上年；全年进口成品油 3982 万吨，同比下降 1.9%。总体来看，2012 年我国油品进口总量较 2011 年略有增长。

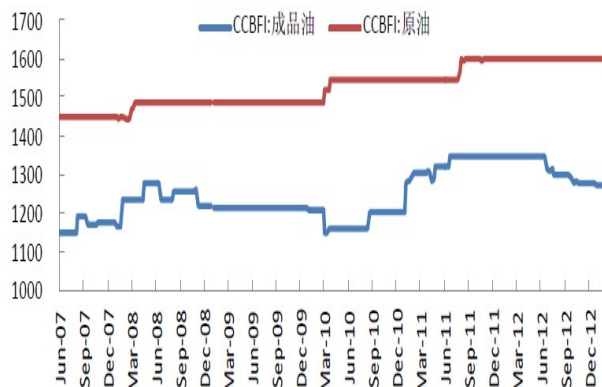
图 5：2008~2012 年中国原油、成品油进口量



资料来源：中国海关总署,中诚信证评整理

沿海油运方面，由于沿海原油、成品油运输只能由中国籍油轮船队运输，沿海油轮运输市场相对比较稳定，2012 年原油运价维持不变，成品油运价则出现下跌。受油品需求增速趋缓和运力持续投放影响，我国油运市场的景气度在一段时间内仍将处于相对低点。

图 6：2007~2012 年 CCBFI 成品油及原油价格



资料来源：中诚信资讯,中诚信证评整理

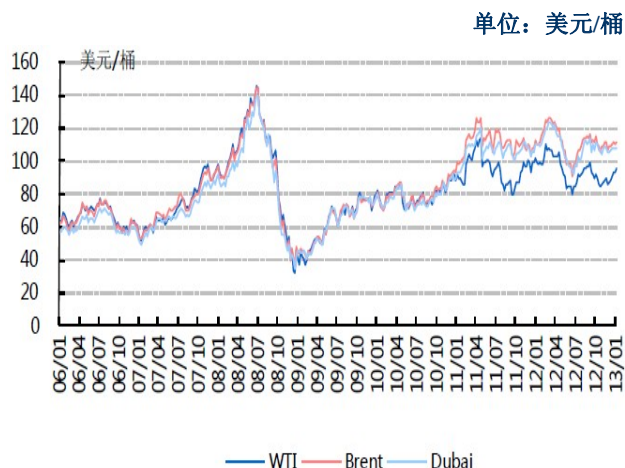
总体而言，受需求增速缓慢、运力持续增长的作用，短期内油运市场景气度仍处于低迷状态，而油轮订单交付量及新签订量的下降会带来运力供给增速的放缓，2013 年供需差或将有所收窄。

国际油价持续高位震荡给航运业企业运营带来一定的成本压力，成品油新定价机制或将增大国内成品油价格波动风险

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。而燃油价格走势又与国际原油价格高度相关，因此航运业需要密切关注国际油价走势。

2012 年，受全球经济低迷、政治局势、政策资本等多重因素的影响，国际油价维持高位宽幅震荡走势，全年油价走势呈“M”型。2012 年 1-12 月，WTI、布伦特原油现货均价分别为 94.12 美元/桶和 111.7 美元/桶，其中布伦特油价在 80-130 美元/桶的区间内震荡。

图 7：国际原油价格变动趋势



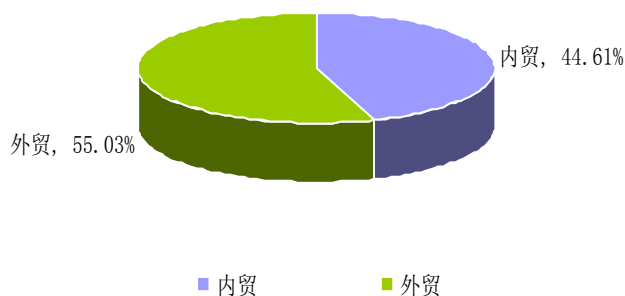
资料来源：中诚信资讯、中诚信证评整理

国内油价方面，2013 年 3 月 26 日，发改委印发了进一步完善国内成品油价格形成机制的通知，决定将成品油调价周期由原来的 22 天缩短至 10 天，并且取消了 4% 的调价幅度限制。成品油新定价机制加强了成品油定价与国际接轨的程度，或将增大国内成品油价格波动风险，从而对航运企业燃油成本管理提出了更高的要求。

在全球经济不景气、航运业持续低迷的情况下，2012 年公司实现营业收入 111.57 亿元，同比下降 9.23%，其中内贸运输收入 49.77 亿元，外贸运输收入 61.40 亿元，两者占营业收入的比重分别为 44.61% 和 55.03%。外贸业务收入占比较上年提高 16.25 个百分点，符合公司提升外贸业务比重的发展规划。

图 8：2012 年公司内外贸业务收入情况

单位：亿元



资料来源：公司提供,中诚信证评整理

截至 2012 年 12 月 31 日，公司自有及控制的船舶总量为 255 艘，总运力 1864.78 万吨，其中自有船舶 248 艘，合计运力 1811.92 万吨，其余为租入船舶。

干散货营收规模有所下降，铁矿石外贸业务大幅增长，为公司业绩提供一定支撑

公司的干散货运输以煤炭、铁矿石运输业务为主，钢铁、水泥、粮食、糖等其它散杂货为辅。2012 年，公司干散货运输业务实现营业收入 55.21 亿元，同比下降 8.62%，其中煤炭业务收入 27.48 亿元，仍是该业务板块的主要收入来源，但受单位运价下跌影响，其收入占比有所下降。公司加大外贸业务拓展力度使铁矿石外贸业务收入大幅增长，当年铁矿石运输收入达到 21.60 亿元，同比上升 54.95 个百分点，为公司业务稳定提供了一定的支撑。

表 3：2012 年公司干散货业务收入构成

单位：亿元

货种	类型	收入	占比	同比增幅
煤炭	内贸	21.87	39.61%	-38.57%
	外贸	5.61	10.16%	30.77%
铁矿石	内贸	2.70	4.91%	-16.67%
	外贸	18.9	34.23%	76.64%
其他干散货	内贸	3.21	5.81%	41.41%
	外贸	2.91	5.27%	-32.64%
合计		55.21	100.00%	-8.62%

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,中诚信证评整理

运力方面，截至 2012 年 12 月 31 日公司干散货运输业务自有及控制船舶 169 艘，总运力合计为 1082.37 万载重吨，其中自有船舶 118 艘，自有运力 813.44 万载重吨。随着 5 艘新增超级矿砂船

(VLOC) 的投入使用，公司 VLOC 数量达到 12 艘，运力合计 309.58 万载重吨，运力结构更加合理。

表 4：截至 2012 年 12 月 31 日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	18	39.64	4.87	22.7
灵便最大型	71	338.90	41.66	12.6
巴拿马型	17	125.32	15.41	8.3
VLOC	12	309.58	38.06	1.5
合计	118	813.44	100.00	12.4

资料来源：公司提供,中诚信证评整理

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。根据计划，2013~2014 年公司自有散货运输船队将新增 35 艘散货船，总计 317.5 万载重吨，到 2014 年底，公司散货船队自有运力将达到 1130.94 万载重吨。

从业务运行情况来看，公司干散货运输业务逐年增长。2012 年，公司干散货运量和运输周转量分别为 10,650.2 万吨和 1,911.2 亿吨海里，同比分别增长 10.72%和 20.53%。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，2012 年公司外贸铁矿石运量和运输周转量分别为 2,064.3 万吨和 864.8 亿吨海里，同比分别增长 84.79%和 75.34%。但受行业运力过剩的影响，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 5：2010~2012 年公司干散货航运业务运行情况

业务	2010		2011		2012	
	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	5,697.0	504.5	5,782.0	521.4	5331.6
	外贸	223.0	43.7	551.0	141.3	823.3
	合计	5,920.0	548.2	6,333.0	662.7	6154.9
其他干散货	内贸	1,385.0	85.5	1,503.0	106.2	1673.5
	外贸	1,103.0	456.1	1,783.0	816.8	2821.8
	合计	2,488.0	541.6	3,286.0	923.0	4495.3
合计	8,408.0	1,089.8	9,619.0	1,585.7	10650.2	1911.2

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

COA 合同方面，2012 年，公司完成内贸散货 COA 合同运量约 4,300 万吨，占沿海干散货运量的 61.38%；平均基准运价较 2011 年下降 6.7%，但仍高于市场运价水平，高比例的 COA 合同运量在一定程度上提高了公司业务收入的稳定性。

合资公司方面，2012 年 9 月底，公司将持有的上海银桦航运有限公司、上海嘉禾航运有限公司、广州京海航运有限公司、天津华润中海运有限公

司、上海友好航运有限公司以及广州发展航运有限公司的股权转让给公司之全资子公司中海散运运输有限公司。受航运业不景气影响，2012 年合资公司整体经营业绩有所下滑，除上海嘉禾、香港海宝和神华中海三家公司外，其他干散货合资公司净利润均出现下降。尽管如此，在市场低迷的情况下，散货合资企业仍然为公司巩固沿海市场和提高市场份额发挥了重要作用。

表 6：近年公司干散货业务合资公司经营情况

合资公司	合资方	持股比例 (%)	主营货种	2012 年净利润 (万元)	2011 年净利润 (万元)
上海银桦航运有限公司	江苏新龙源投资有限公司	51	电煤	186	351
香港海宝航运有限公司	宝钢资源有限公司	51	铁矿石	15200	4,266
广州京海航运有限公司	中国首钢国际贸易工程公司、北京首钢钢贸投资管理有限公司	51	铁矿石	1	224
上海嘉禾航运有限公司	申能股份有限公司	51	电煤	840	717
天津中海华润航运有限公司	华润电力物流 (天津) 有限公司	51	电煤	159	1,889
上海时代航运有限公司	华能国际电力股份有限公司	50	电煤	4481	15,207
上海友好航运有限公司	上海电力燃料有限公司	50	电煤	-2091	1,499
神华中海航运有限公司	中国神华能源股份有限公司	49	电煤	50782	49,814
广州发展航运有限公司	广州发展煤炭投资有限公司	50	电煤	144	3,047

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司 2012 年干散货外贸运输业务扩张明显，内贸运输业务略有下滑。虽然较高比例的 COA 合同能在一定程度上增强公司抵御行业周期波动的能力，但中诚信证评也关注到受全球经济增长放缓和行业运力过剩的影响，干散货运输市场仍在低位运行，未来公司能否维持业务的稳定性仍具有一定的不确定性。

油品运输业务收入有所萎缩，外贸油品业务增长明显

2012 年，公司实现油品运输收入 55.96 亿元，

同比减少 10.18%。公司下游客户仍集中于国内的主要石化企业和各地大型炼厂，目前公司主要客户为中国石化、中国石油、中海油、山东地炼等企业，客户集中度高。公司境外客户主要为壳牌、BP 石油及全球主要油品贸易商。

表 7：2012 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	17.98	32.11%	-35.11%
	外贸	20.23	36.15%	14.10%
成品油	内贸	4.01	7.17%	-35.84%
	外贸	13.75	24.57%	29.59%
合计		55.96	100.00%	-10.18%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入构成来看，得益于市场拓展和运力增加，2012 年公司外贸油品业务收入显著提升，成为油品运输收入的主要来源。公司全年实现外贸油品业务收入 33.98 亿元，较上年增长 19.90%，其中外贸成品油收入为 13.75 亿元，较上年增长 29.59%。

运力方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司油品运输业务自有及控制船舶 79 艘，总运力合计为 729.55 万载重吨；其中自有船舶 77 艘，自有运力 721.43 万载重吨。公司油轮船队平均船龄为 8.7 年，较上年略有上升，但仍处于较低水平。

表 8：截至 2012 年 12 月 31 日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	40	161.72	22.42%	8.93
巴拿马型	20	144.98	20.10%	8.50
阿芙拉型	5	54.77	7.59%	9.81
VLCC	12	359.96	49.90%	4.60
总计	77	721.43	100.00	8.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

由于远洋油品运输业务扩张的需要，公司将继

表 9：2010~2012 年公司油品航运业务运行情况

		2010		2011		2012	
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	4,127.0	207.4	4,171.3	181.1	3,074.7	126.0
	外贸	1,886.1	1,052.7	2,350.0	1,365.8	2,483.2	1,488.2
	合计	6,013.1	1,260.1	6,521.3	1,546.9	5,557.9	1,614.2
成品油	内贸	842.7	61.6	971.2	74.2	710.5	52.4
	外贸	1,314.8	286.2	1,272.3	252.1	1,766.9	316.2
	合计	2,157.5	347.3	2,243.5	326.3	2,477.4	368.6
合计	-	8,170.6	1,607.4	8,764.8	1,873.2	8,035.3	1,982.8

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经天职国际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，其中 2010、2011 年财务数据分别为 2011、2012 年财务报告的期初数。所有

续加大油轮船队的运力规模。根据计划，2013-2014 年，公司自有运输船队将新增 8 艘油轮，总计 107.2 万载重吨，到 2014 年底，公司油轮船队自有运力将达到 85 艘，总运力 828.63 万载重吨。

2012 年，公司油品业务运输量为 8,035.3 万吨，同比下降 8.32%，完成货物运输周转量 1,982.8 亿吨海里，同比增长 5.85%。其中，原油运输量为 5,555.7 万吨，同比下降 14.77%；原油运输周转量为 1,614.2 亿吨海里，同比上升 4.35%。原油运输量的下降和运价走低导致公司油品运输业务收入有所萎缩。

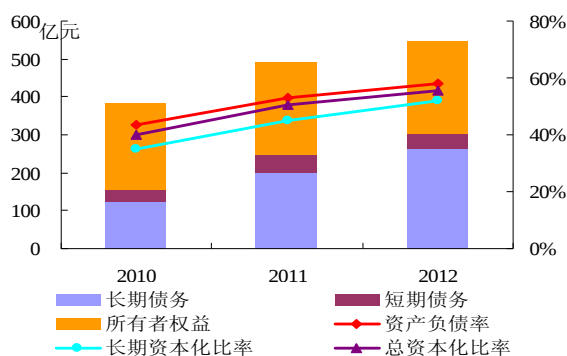
整体而言，公司作为中国沿海原油运输的中坚力量，近年来逐步扩大远洋油品运输业务，为公司油品业务收入的稳定奠定了良好的基础。但中诚信证评也关注到油品运输市场景气度仍在低位徘徊，对公司油品业务将带来一定的不利影响。

财务数据均为合并报表口径。此外，由于公司 2012 年对投资性房地产的后续计量由成本计量模式变更为公允价值计量模式，构成了会计政策变更，2012 年度财务报告对由此产生的差异进行了追溯调整。

资本结构

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。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总计为 578.61 亿元，同比增加 11.82%。与资产规模增加相对应，公司的负债规模亦有所上升，使得公司资产负债率从 2011 年的 52.73% 上升到 2012 年的 57.85%。付息债务的上升导致公司总资本化比率上升至 55.59%，随着公司资本支出的持续，预计公司的资产负债率和总资本化比率仍将会有所上升。

图 9：2010~2012 年公司资本结构



资料来源：公司定期报告,中诚信证评整理

相比于同行业其他上市公司，公司的财务政策较为稳健。虽然随着资本支出的不断增加，公司杠杆倍数有所增加，资产负债率有所上升，但仍低于同行业上市公司的平均水平。

表 10：截至 2012.Q3 中国主要航运上市公司资本结构比较

	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中国远洋	1597.08	1149.16	38.15
中海集运	576.46	309.43	52.23
中海发展	643.65	391.57	53.68
长航油运	202.51	161.34	60.67
招商轮船	200.44	76.47	60.84
中远航运	139.17	72.69	64.55
长航凤凰	87.19	91.26	71.95
宁波海运	69.74	45.02	79.67
中海海盛	56.42	34.23	104.67
中位数	200.44	91.26	60.84
平均值	396.96	259.02	65.16

资料来源：上市公司定期报告,中诚信证评整理

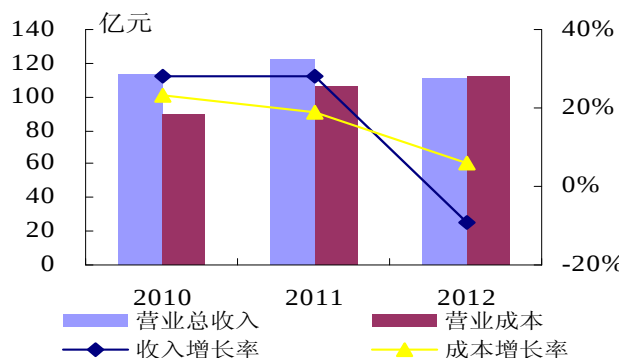
总体看，公司财务政策较为稳健，目前的财务杠杆较低，资本结构良好。尽管随着公司战略的实

施，整体运力规模扩张将带来一定的资本支出，但公司对其资本扩张进行了较为合理的安排，可以预计资本支出引起的债务压力仍将处于可控水平。

盈利能力

由于航运市场低迷，航运需求和运价持续下降，2012 年公司收入水平有所下降，全年实现营业总收入 111.57 亿元，同比减少 9.23%；同期各项成本出现不同幅度的上涨，进一步削弱了公司的盈利能力。

图 10：2010~2012 年公司收入成本分析



资料来源：公司提供,中诚信证评整理

成本方面，公司燃油成本占比最大，2012 年共发生燃油费支出 53.04 亿元，占公司营业成本的 47.10%。国际原油价格持续高位震荡加大了公司成本控制的难度，在运价下跌和成本高企的双重压力下，公司当年营业毛利率从 2011 年的 13.39% 下跌了 14.32 个百分点至 -0.93%，盈利能力有所降低。

表 11：公司与 A 股航运上市公司营业毛利率比较

	单位：%		
	2011	2011	2012.Q3
中国远洋	17.76	-4.33	-0.54
中海集运	14.65	-7.16	-0.62
中海发展	21.68	13.39	-2.72
长航油运	10.36	-3.76	-9.22
招商轮船	25.77	7.39	2.84
中远航运	13.92	5.68	8.20
长航凤凰	10.32	-7.25	-23.89
宁波海运	28.28	25.53	16.18
中海海盛	9.51	6.31	-4.19
中位数	20.15	8.26	-0.62
平均值	17.17	-1.98	-1.55

资料来源：中诚信资讯,中诚信证评整理

表 12：2010~2012 年公司分板块毛利率分析

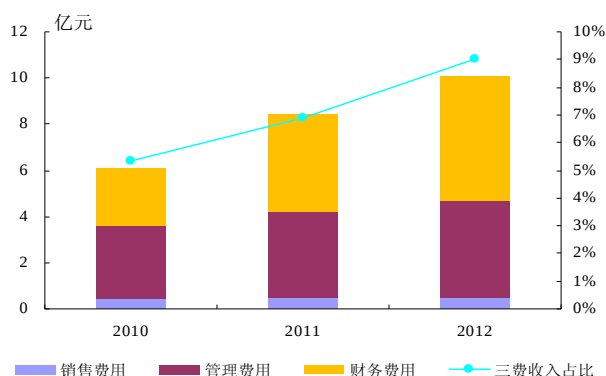
单位：%

	2010	2011	2012
干散货运输	24.86	19.41	1.48
其中：煤炭运输	25.95	25.29	-3.67
其他干散货	22.53	7.99	6.59
油品运输	18.87	7.45	-3.87
合计	21.68	13.39	-0.93

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2012 年公司三费收入比继续提高。全年三费收入比为 9.01%，比 2011 年提高了 2.14 个百分点。其中，销售费用较上年下降 2.86%，管理费用同比上升 13.78%，财务费用则涨幅明显，比 2011 年增长了 26.42%。财务费用的增加主要是因为债务规模增大导致利息支出增加所致。

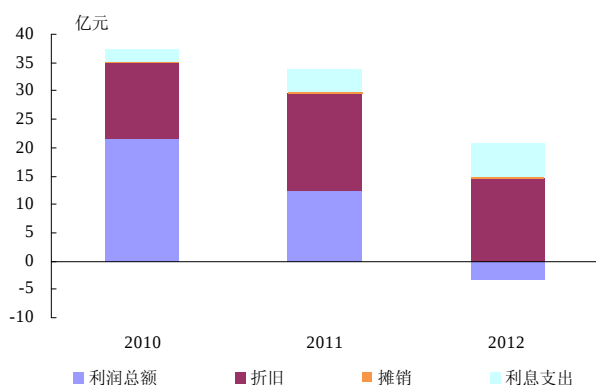
图 11：2010~2012 年公司三费分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

获现能力方面，2012 年受毛利下降和期间费用上升的影响，公司获现能力有所下滑，EBITDA 降至 17.48 亿元，同比下降 48.66%。

图 12：2010~2012 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，行业的持续不景气以及燃油、人力等各项成本价格的上涨使公司盈利能力出现下滑，但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，需求增加以及公司加强与大客户的紧密合作，公司的盈利能力将有

所改善。

偿债能力

随着自有运力的扩张，公司债务规模进一步扩大，截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务规模升至 305.21 亿元，较年初增加 57.78 亿元。

从债务结构来看，2012 年公司长期债务 263.27 亿元，短期债务 41.95 亿元，长短期债务比为 0.16，公司债务以长期债务为主，这与其资本支出期限结构相匹配，债务结构较为合理，增加了财务的稳定性。

表 13：2010~2012 年公司主要偿债能力指标

	2010	2011	2012
短期债务（亿元）	26.97	48.78	41.95
长期债务（亿元）	125.52	198.65	263.27
长短期债务比（X）	0.21	0.25	0.16
总债务（亿元）	152.49	247.43	305.21
EBITDA（亿元）	37.36	33.86	17.48
总债务/EBITDA（X）	4.08	7.31	17.46
EBITDA 利息保障倍数（X）	10.27	4.48	1.69
经营活动净现金流（亿元）	27.21	14.71	9.78
经营活动净现金流/总债务（X）	0.18	0.06	0.03
经营活动净现金流/利息支出（X）	7.48	1.95	0.95

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受债务水平上升和盈利能力下降影响，2012 年公司偿债指标有所弱化，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 17.46 和 1.69，EBITDA 对债务及利息支出的保障能力有所下降。

现金流方面，2012 年公司实现经营性活动净现金流 9.78 亿元，较上年减少 4.93 亿元，经营活动净现金流/总债务和经营净现金流利息倍数分别为 0.03 和 0.95，分别较上年降低 0.03 和 1.00。随着债务规模的上升和利息支出的增加，公司现金流对债务及利息的保障能力有所减弱。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司在中国银行、工商银行、交通银行、建设银行等银行共取得授信额度折合人民币 584 亿元，其中尚未使用额度 393 亿元。中海集团财务有限责任公司（简称“集团财务公司”或“财务公司”）也为公司提供融资服务，截至 2012 年 12 月 31 日，公司在集团财务公司的贷款余额为 5.63 亿元。

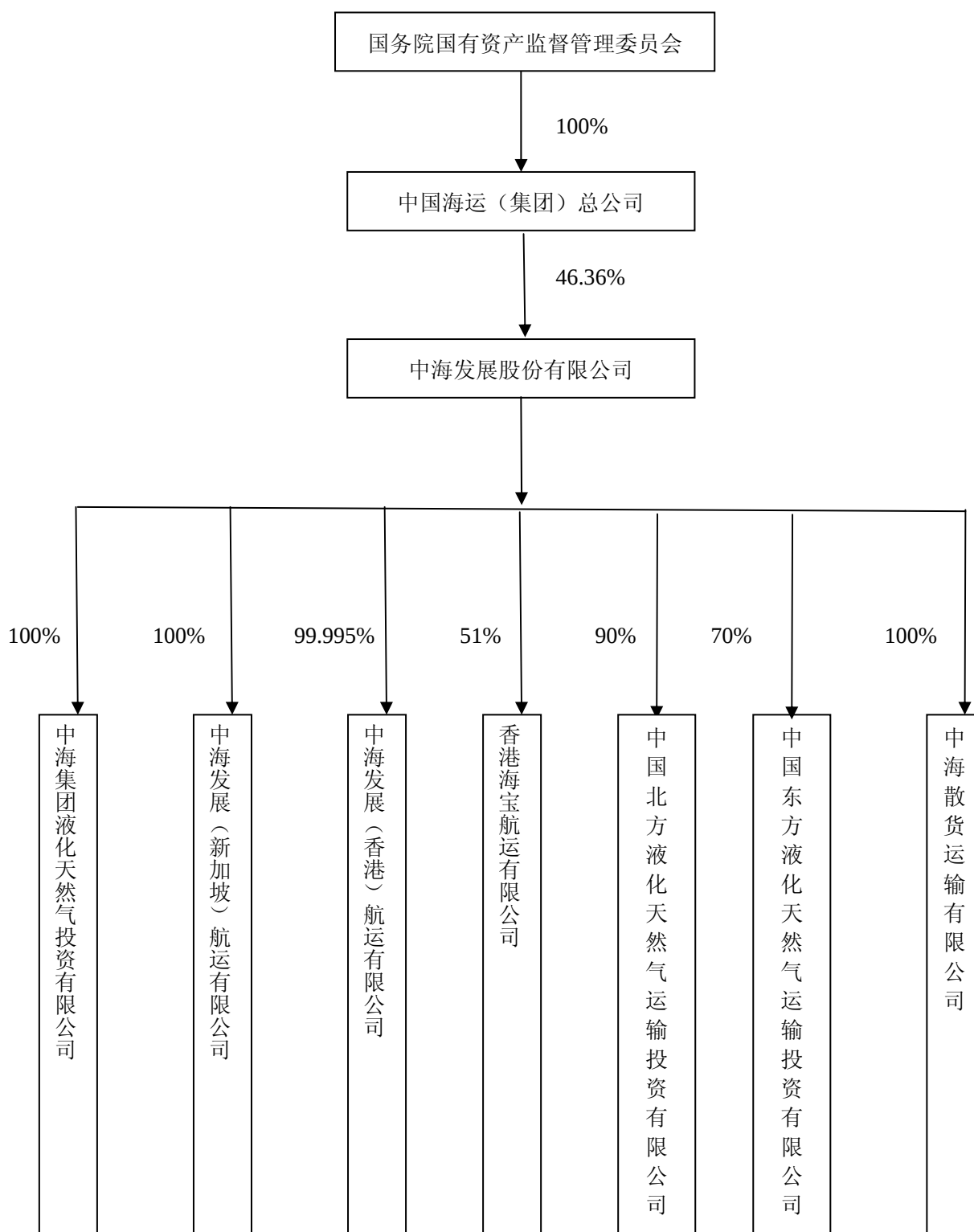
或有事项方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司对外担保余额合计约为 0.53 亿元，占归属于母公司所有者权益的 0.23%，系公司对其非全资子公司中国东方液化天然气运输投资有限公司的联营单船公司宝瓶座 LNG 和双子座 LNG 以及非全资子公司中国北方液化天然气运输投资有限公司的联营单船公司白羊座 LNG 和摩羯座 LNG 进行租约担保，担保金额不超过 820 万美元，约合人民币 5,300 万元。截至 2012 年 12 月 31 日，公司并无由未决诉讼及其他重大或有事项引起的预计负债。

综上所述，尽管公司盈利能力有所下降，未来仍将有较大规模的资本支出，但公司具备相对稳健的资本结构，充足的备用流动性及股东的有力支持使其具有极强的偿债能力，违约风险极低。

结 论

综上，中诚信证评维持中海发展股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持本次发行的可转换公司债信用等级为 **AAA**。

附一：中海发展股份有限公司股权结构图（2012 年 12 月 31 日）



附二：中海发展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
货币资金	106,173.47	337,669.20	328,574.49
应收账款净额	78,110.06	93,832.58	128,504.86
存货净额	44,928.46	82,396.06	93,415.93
流动资产	274,740.94	586,118.26	646,141.02
长期投资	257,851.75	356,681.87	402,624.14
固定资产合计	3,528,109.11	4,200,235.70	4,692,715.30
总资产	4,071,017.62	5,174,728.83	5,786,052.28
短期债务	269,670.02	487,765.43	419,488.90
长期债务	1,255,215.34	1,986,511.30	2,632,653.36
总债务（短期债务+长期债务）	1,524,885.36	2,474,276.73	3,052,142.26
总负债	1,761,871.46	2,728,619.22	3,347,495.95
所有者权益（含少数股东权益）	2,309,146.17	2,446,109.61	2,438,556.32
营业总收入	1,140,941.97	1,229,058.32	1,115,664.95
三费前利润	235,586.90	152,908.46	-17,030.84
投资收益	21,793.95	37,182.49	29,877.38
净利润	172,196.30	109,366.38	13,776.91
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	373,565.92	340,489.45	174,825.54
经营活动产生现金净流量	272,096.73	147,144.82	97,811.16
投资活动产生现金净流量	-841,128.03	-885,814.77	-605,492.96
筹资活动产生现金净流量	455,297.58	973,916.29	498,393.47
现金及现金等价物净增加额	-116,041.24	231,495.73	-9,094.71
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	21.68	13.39	-0.93
所有者权益收益率（%）	7.70	4.47	0.56
EBITDA/营业总收入（%）	32.74	27.70	15.67
速动比率（X）	0.50	0.78	0.87
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.06	0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	1.01	0.30	0.23
经营活动净现金/利息支出（X）	7.48	1.95	0.95
EBITDA 利息倍数（X）	10.27	4.51	1.69
总债务/EBITDA（X）	4.08	7.27	17.46
资产负债率（%）	43.28	52.73	57.85
总资本化比率（%）	39.77	50.29	55.59
长期资本化比率（%）	35.22	44.82	51.91

附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-手续费及佣金支出-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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润*2/（上期所有者权益合计+本期所有者权益合计）

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=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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