

信用等级通知书

信评委函字[2011]002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拟发行的“中海发展股份有限公司可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证券评估有限公司信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为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

二零一一年三月二十五日

中海发展股份有限公司可转换公司债券信用评级报告

债券级别 AAA

主体级别 AAA

评级展望 稳定

发行主体 中海发展股份有限公司

申请规模 不超过人民币39.5亿元

债券期限 自本次可转换公司债券发行之日起6年

概况数据

中海发展	2008	2009	2010
所有者权益(亿元)	216.48	216.38	230.91
总资产(亿元)	300.29	339.30	407.10
总债务(亿元)	68.92	104.82	152.49
营业总收入(亿元)	175.62	89.19	114.09
营业毛利率(%)	36.71	18.59	21.68
EBITDA(亿元)	75.56	24.84	37.36
所有者权益收益率(%)	28.43	4.92	7.70
资产负债率(%)	27.91	36.23	43.28
总债务/EBITDA(X)	0.91	4.22	4.08
EBITDA利息倍数(X)	24.44	10.08	10.27

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

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

葛鹤军 hjge@ccxr.com.cn

魏巍 wwwei@ccxr.com.cn

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090 (010) 57602288

Fax: (021)51019030 (010) 57602299

2011年3月25日

http://www.ccxr.com.cn

基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信评估”)肯定了中海发展股份有限公司(以下简称“中海发展”或“公司”)具有的显著的规模优势,突出的市场地位,多元化的业务结构,良好的客户基础以及有力的外部支持等正面因素对公司信用水平的支撑作用。同时,中诚信评估还关注到国际航运市场景气度尚处较低水平,燃油价格不断攀升以及公司运力增加带来较大的资本支出等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

基于对公司外部环境和内部运营实力的综合分析,中诚信评估评定中海发展主体信用级别为AAA,评级展望稳定。中诚信评估评定中海发展股份有限公司可转换公司债券的信用级别为AAA,该级别反映了本次债券信用质量极高,信用风险极低。

正面

- 显著的规模优势。公司是远东地区最大的航运公司之一,拥有中国最大的油品运输船队,干散货运力规模处于中国航运上市公司前列。显著的规模优势突显了公司的竞争实力。随着运力规模的增加,公司的规模竞争优势将得到进一步增强。
- 多元化的业务结构。公司内贸、外贸兼营,2010年公司内贸及外贸收入分别占营业收入的64.31%和35.59%;同时,干散货及油品运输业务均衡发展,2010年公司干散货及油品运输业务收入占营业收入的比重分别为46.46%和53.45%。多元化的业务结构有助于公司分散风险。
- 良好的客户基础。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。
- 有力的外部支持。公司控股股东是一家以航运业为主体,跨地区、跨行业的大型国有企业,具有雄厚的资本实力和稳固的市场地位,能够为公司在资产扩充、业务开展、船员保障等方面提供有力的支持。

关 注

- 国际航运业景气度仍在低位波动，受新增运力等因素的影响，干散货及油品运输市场的整体复苏仍需时日。
- 2009 年以来，国际燃油价格不断走高，而中国的成品油价格与国际原油价格联动，这使得公司燃油成本管理面临挑战。
- 新船订造带来的资本支出提高了公司的财务杠杆，一定程度上弱化了偿债指标；2013 年之前，公司仍有较大规模的资本支出，这将增加公司的债务压力。

概 况

本次债券概况

表 1: 本次可转换公司债券概况

债券概况	
债券类型	可转换公司债券
发行规模	不超过人民币 39.5 亿元（含 39.5 亿元）
发行价格	按面值（每张 100 元人民币）发行
债券期限	自发行之日起 6 年
债券利率	本次债券票面利率区间为 0.5%~3.0%。具体利率提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定
发行对象	持有中国证券登记结算有限责任公司上海分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等（国家法律、法规禁止者除外）
债券付息	每年付息一次，计息起始日为本次债券发行首日
转股期限	自本次债券发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起本次可转债到期日止
转股价格	不低于募集说明书公布日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则进行相应调整）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会及其授权人士根据市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定
赎回条款	到期赎回条款：本次发行的 A 股可转债到期后五个交易日内，公司将以不超过 105 元（含最后一期利息）的价格赎回未转股的 A 股可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会及其授权人士根据发行时市场情况与保荐人及主承销商协商确定。 提前赎回条款：转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或者当本次债券未转股余额不足 3,000 万元，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的 A 股可转债
回售条款	在本次债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，本次债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司 若本次债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次债券持有人享有一次回售的权利，有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司

数据来源：公司提供

表 2: 募集资金用途

项目名称	总投资 (万元)	尚需投资 (万元)	募集资金投 入(万元)
3 艘 11 万载重吨阿 芙拉型油轮	106,802	106,802	101,395
8 艘 4.8 万载重吨 MR 型油轮	194,726	155,781	92,495
2 艘 30.8 万载重吨 VLCC 型油轮	180,133	36,027	36,027
6 艘 7.6 万载重吨巴 拿马型散货轮	215,325	165,083	165,083
合计	696,986	463,693	395,000

资料来源：公司提供

发债主体概况

中海发展股份有限公司原名为上海海兴轮船股份有限公司，由上海海运(集团)公司于 1994 年 5 月重组而成，是国务院证券委员会确定的第二批境外上市试点企业，于 1994 年 11 月 11 日在香港联交所上市。1997 年上海海运(集团)公司将其持有的中海发展全部股份转让给中国海运(集团)总公司（以下简称“中国海运”）。1997 年 12 月，公司更名为中海发展股份有限公司。

2005 年 12 月，公司股东会议审议通过《中海发展股份有限公司股权分置改革方案》，股改完成后，公司总股本为 33.26 亿股，其中中国海运持有 15.785 亿股，持股比例为 47.46%。2007 年 7 月 2 日，公司公开发行了 20 亿元可转换公司债券，并于 2007 年 7 月 12 日在上海证券交易所挂牌交易。截至 2008 年 3 月 26 日，公司可转换债券累计转股 19.88 亿元，其余可转换公司债券被公司全部赎回。转股完成后公司总股本变更为 34.05 亿股。截至 2010 年 12 月 31 日，中国海运持有公司 46.36% 的股份，为公司控股股东。

公司主要经营以原油、成品油为主的油品运输业务以及以煤炭、铁矿石为主的干散货运输业务。其中，油品运输包括中国沿海运输以及远洋运输，煤炭运输主要以沿海运输为主，为配合中国的铁矿石、煤炭等资源产品的进口需求，目前公司正积极开拓干散货远洋运输市场。

截至 2010 年底，公司资产总计为 407.10 亿元，所有者权益合计为 230.91 亿元，资产负债率及总资产资本化比率分别为 43.28% 和 39.77%。2010 年，公司实现营业总收入 114.09 亿元，净利润 17.22 亿元，

经营活动净现金流为 27.21 亿元。

行业分析

行业概况

在全球经济一体化进程加快，国际交往与国际贸易日益频繁的背景下，航运业以其运量大、运距长、成本低、能耗少等特点成为全球运输的重要方式。据统计，全球 90% 以上的贸易量是通过国际航运完成的，因此航运业在国际贸易中起着巨大作用，发挥着物质生产和物质消费的衔接功能，是国民经济正常运行和发展的重要基础。

经过数百年的发展，国际航运已细分为大宗干散货远洋运输、远洋集装箱运输、远洋油轮运输以及远洋杂货运输等专业化市场。同时，中国经济的持续发展以及中国富煤贫油少气的能源结构带动了沿海运输尤其是沿海能源运输的巨大需求，并推动了中国沿海运输市场的发展。

航运业是强周期行业，其景气周期受整个宏观经济周期的影响很大，但波动幅度较经济周期波动幅度更大。此外，船运各子行业的供给、需求变动趋势并不完全相同，这使得干散货运输、油品运输等各子行业的影响因素和周期波动并不完全一致。

干散货运输

2003 年以来，在“金砖四国”等新兴市场经济快速增长的带动下，全球经济步入了稳定发展的通道，煤炭、矿石以及粮食等大宗原材料和初级产品的海运贸易量迅速增长，推动干散货航运市场的景气度不断提高。2007 年全球海运货物总量达到创纪录的 80 亿吨，加上国际资本的炒作等因素的推动，2008 年全球干散货市场的景气度达到顶峰，BDI 指数曾一度超过了 11,000 点。金融危机的爆发使得干散货运输市场景气度急速恶化，BDI 指数半年内跌幅超过 94%，年内最低点为 663 点。

金融危机后，BDI 指数在 2009 年及 2010 年维持低位震荡态势，尽管受中国铁矿石、煤炭进口以及欧美钢厂复苏引起铁矿石运输增加等积极因素的带动，BDI 指数出现了阶段性的上涨，但国际干散货运力供给仍处于相对高位。预计在今后两年，运力供给大于需求的状况仍将持续，国际干散货运

输市场景气度仍将处于较低水平，BDI 指数也将低位震荡。

图 1：波罗的海干散货指数 (BDI)



资料来源：Wind 资讯

在 1998 年东南亚金融危机到 2008 年全球金融危机的十年中，伴随着全球经济的不断发展，海运业处于一个全面上升的行业周期中，尤其从 2003 年开始，海运市场的良好表现促使大量船东投资新运力。但运力供给的刚性也使得航运业随经济周期调整的能力较弱，随着市场环境的变化，新增运力在近年来的集中交付给航运业的复苏带来较大压力，已成为影响航运业回暖的主要障碍。根据 Clarkson 统计，截至 2010 年底，全球干散货船队总运力达到 5.40 亿载重吨，同比增长 16.92%。

表 3：截至 2010 年底全球干散货船运力情况

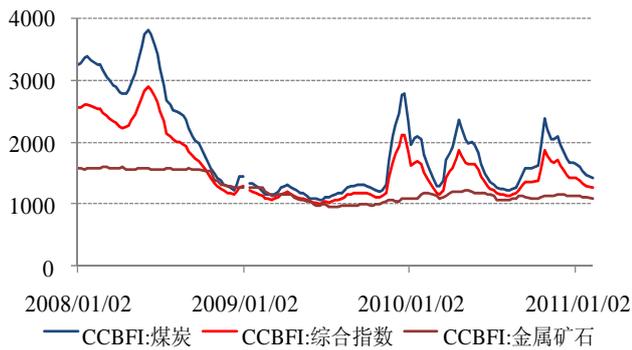
单位：艘、百万载重吨

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		2011 载重吨	2012 载重吨	2013 载重吨
Capesize	659	128.1	61	58.9	45	20.5
Panamax	960	77.8	57	33.2	32.5	11.7
Handymax	833	46.1	42	22.3	15.5	7.3
Handysize	826	26.8	33	15.5	8.5	2.3
合计	3,278	278.8	52	129.8	101.5	41.7

资料来源：Clarkson，中诚信评估整理

中国沿海运输市场除了受国际航运市场的影响外，还因其运程较短、船舶航海技术要求相对较低，供求主体的差异以及中国沿海运输政策等原因而呈现一定的相对独立性。具体看，由于中国经济受金融危机的影响相对较小，能源运输需求相对稳定以及外资进入壁垒等因素使得中国沿海航运市场的稳定性较国际航运市场更高。

图 2：2008~2011.1 CCBFI 指数走势



资料来源：Wind资讯

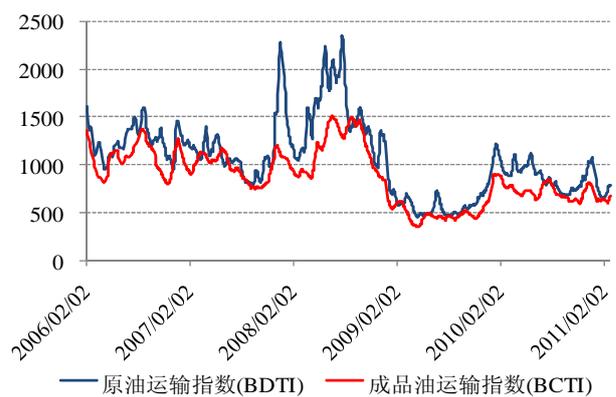
金融危机以来，中国沿海干散货运输指数与 BDI 指数一道下滑，加之国内煤电谈判的影响，CCBFI 指数从 2008 年 6 月的 2887 点下滑至 1,000 点左右，下降幅度约为 65%，但得益于煤炭消费的相对刚性，CCBFI 指数的下降幅度小于同期 BDI 指数。2009~2010 年，CCBFI 指数低位震荡，与 BDI 指数变动趋势较为一致。其中，金属矿石运价指数较为稳定，煤炭运价指数在 2010 年的变动幅度较大。截至 2010 年 12 月 31 日，CCBFI 指数较 2009 年初上涨了 12.69%。

整体看，受运力投放以及经济复苏进度的影响，国际干散货航运业的景气度在未来 1~2 年内仍将维持低位震荡态势。然而，中国沿海干散货运输市场受国际干散货市场影响的同时也具有相对的独立性，稳定性较国际市场高。

油品运输

世界油轮运价波动幅度较大，但小于国际干散货运价波动，金融危机以来油品运输指数一路下滑，目前仍在低位盘整。但从消费量上看，全球石油消费需求有所恢复，EIA 的统计数据显示，2010 年全球石油日均需求量为 8,657 万桶，同比增加 224 万桶。2011 年，在新兴经济体的带动下，国际经济继续复苏，石油需求有望增加。然而，我们也关注到，中东及北非地区动荡的政治局势可能会影响石油供给，这为全球油品运输需求带来了不确定性。

图 3：波罗的海原油、成品油运输指数 (BDTI, BCTI)



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

油轮运力供给方面，根据 Clarkson 统计数据，截至 2010 年底，全球油轮船队规模达到 4.53 亿载重吨，同比增加 4.55%，油轮运力的不断增加使得供给环境依然宽松。按照国际海事组织 (IMO) 的规定，单壳油轮的最终使用年限截至 2010 年，部分可适当放宽，但 2015 年之后所有单壳油轮不得在海上航行。截至 2010 年底，全球油轮船队中单壳船为 2,887 万载重吨，占比约为 6.3%。单壳油轮的报废将在一定程度上缓解前几年油轮运力释放的压力。

表 4：2010 年末订单在建油轮订单及交付情况

单位：艘、百万载重吨

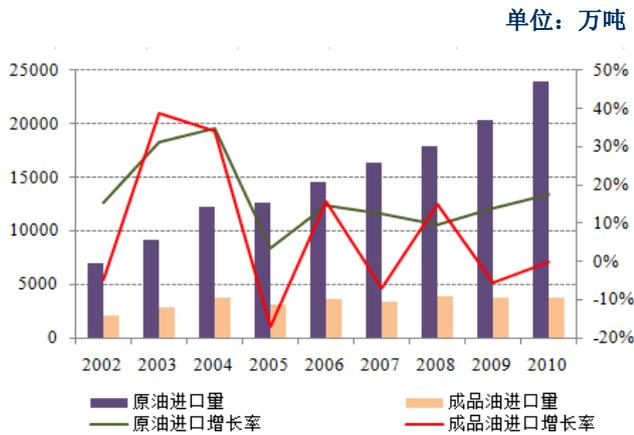
船型	订单总数		订单占现有船队比例 (%)	新船订单交付量		
	数量	载重吨		2011 载重吨	2012 载重吨	2013 载重吨
VLCC	191	59.9	36.1	24.5	19.4	11.1
Suezmax	158	24.6	38.9	9.3	9.6	4.4
Aframax	142	15.6	16.7	8.2	5.2	0.9
Panamax	82	6.0	21.1	3.7	1.0	1.3
Handy	547	18.5	18.2	12.0	5.1	1.0
合计	1,120	124.6	27.5	57.8	40.2	18.5

资料来源：Clarkson

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。中国的能源结构决定了其石油消费的对外依存度很高，只能通过扩大原油进口量来满足不断增长的能源需求。目前，中国已经成为仅次于美国的世界第二大石油进口国。中国海关总署的数据显示，2010 年中国共计进口原油 2.39 亿吨，同比增长 17.43%。中国传统的石油进口地区主要为中东地区，随着全球石油供应格局

的逐步转换，西非、南美等地区也成为中国进口石油的供应地。

图 4：2002~2010 年中国原油、成品油进口量



资料来源：Wind 资讯

随着中国石油对外依存度的不断攀升，加上国际油价波动剧烈，石油储备被提升到国家战略安全的层面。2008 年底，中国首批库容 1,640 万立方米的四个国家战略石油储备基地——镇海、舟山、大连、黄岛全部建成并投入使用。2009 年 9 月，新疆独山子国家石油储备项目开工，标志着中国第二期石油储备基地建设的全面展开，二期石油储备规划库容为 2,680 万立方米。此外，中国计划在 2020 年前完成三期石油储备基地的建设，形成相当于 100 天石油净进口量的储备规模，同时也将提高我国原油运输的需求量。伴随着国油国运政策的不断实施，中国航运企业在本国石油需求不断增加的同时将获得更大的市场份额。

总之，受供求关系的影响，国际油品运输市场的景气度在一段时间内仍将处于相对低点，但其复苏前景好于干散货市场。国内沿海运输方面，随着下游炼厂的扩产，中国沿海石油二程运输需求将有所增加，相比国际油运市场，由于中国沿海原油、成品油运输只能由国内油轮船队运输，沿海油轮运输市场相对比较稳定。

行业关注

国际油价波动

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。

2003 年以来，国际原油价格一路攀升，2008 年 7 月以来，国际油价在创下 147 美元/桶的历史记录后掉头向下，迅速下跌至年末每桶约 30 美元的最低点。自 2009 年开始，国际油价震荡上扬，到 2011 年初重新回到了 100 美元/桶的高位。目前，北非、中东紧张的政治局势进一步推动了国际原油价格上行，截至 2011 年 2 月 25 日，布伦特国际原油价格已超过 110 美元/桶。

图 5：国际原油价格变动趋势



资料来源：Wind 资讯

国内油价方面，2009 年 5 月 8 日，发改委公布了《石油价格管理办法（试行）》，明确“当国际原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内成品油价格”的规则。这一规则的出台增加了中国国内油价与国际原油价格变动的关联性，增大了中国国内成品油价格的波动风险，从而对中国航运公司燃油成本管理提出了更高的要求。

人民币汇率波动

国际航运企业是外向程度很高的行业，受汇率波动影响大。航运公司在海外订购新船，日常收支等方面均有相当部分需要以外币结算。而且，公司外币形成的收入和支出规模并不对称，这使得人民币汇率波动将对航运公司的收入和成本带来影响。

在人民币汇率持续波动的背景下，远洋航运公司不可避免地受到影响。在中国对外贸易联系不断紧密以及中国航运公司不断拓展远洋市场的背景下，人民币汇率的波动对中国航运公司的影响将逐渐增大，尤其对国际化程度较高的航运公司影响更大。

兼并重组与战略合作

航运业作为资本密集型行业，具有投资规模大，回收周期长的特点，行业的供给弹性远小于需求弹性。因此，相比于其他行业的公司，航运公司在行业周期调整过程中所面临的压力和挑战往往更大。

尽管本轮金融危机并未对航运业的整体竞争格局产生巨大的冲击，但航运业务量的萎缩使得航运公司普遍意识到规模竞争优势的重要性。同时受国资委关于减少央企数量，提高集中度安排的影响，一些航运公司通过兼并重组或与大客户结成战略联盟的方式提高市场影响力，降低运营成本，增强自身的竞争力。

2009年1月，中外运集团与长航集团重组成立中国外运长航集团有限公司，成立后的新公司实现了沿海、内江运输业务以及航运、物流业务资源的整合。同时，新公司的成立也使得中国航运央企从5家变为4家，提高了集中度。此外，2009年8月，中远集运收购上海远洋运输有限公司100%的股权。2010年4月8日，黑龙江省国资委与中国外运长航集团签署了重组黑龙江航运集团意向书。在兼并重组的同时，一些航运公司通过成立合资公司的形式，实现向下游业务领域的拓展。2009年8月，南京长江油运公司与湖南金和石油实业有限公司、长沙金和物业管理有限公司共同投资成立南京长江金和油运有限公司，各投资方通过设立新公司的形式实现资源互补和实力的提升。

除兼并重组外，航运公司还纷纷通过与大客户形成战略联盟的形式提高自身的市场竞争力。近年来，中国主要的航运公司纷纷与中石化、中石油等石化企业，大唐、华润等能源企业，以及中铝、沙钢、中储粮等散货货主签署战略合作协议，保障货源供应的稳定。

竞争实力

运输能力优势

公司油品运力规模位列中国第一，占有中国沿海原油运输市场的最大份额，同时，公司正积极打造世界级的远洋油品运输船队；公司干散货运力仅次于中国远洋，排名中国第二。截至2010年底，

公司自有及控制总运力为1,383.93万载重吨，其中自有运力1,136.64万载重吨，为远东地区最大的油运、干散货航运公司之一。同时，公司通过不断订造新船，增加运力规模，预计到2013年底公司整体运力将达到2,291.97万载重吨，其中自有运力为1,925.75万载重吨，占总运力的84.02%。运力的提升保证了公司在中国航运业的规模优势及竞争地位。

从运力结构看，截至2010年底，公司干散货运输业务总运力为737.07万载重吨，自有运力为497.90万载重吨，拥有灵便型、大灵便型、巴拿马型和VLCC等型号的散货船，船型结构合理，可以内外贸兼营。近年来，公司结合自身发展情况，淘汰、处置了一批老旧船舶。2009及2010年公司分别处置老旧船舶运力34.40万载重吨和48.54万载重吨，使得公司整体船龄有所降低。截至2010年底，公司油品运输业务总运力为646.86万载重吨，其中自有运力638.74万载重吨。油轮船队中VLCC约占1/2，灵便型、巴拿马型约各占1/5，其余运力为阿芙拉型。公司的运力结构均衡，能够为客户提供更为全面、灵活的运输服务。

业务结构优势

中海发展的主营业务可以分为干散货运输和油品运输两大类，这两类业务均可分为沿海运输业务（或内贸业务）和远洋运输业务（或外贸业务）。

公司干散货运输及油品运输平衡发展，内外贸易兼营，这使得公司的抗周期能力强，业务稳定性高。从相关财务指标看，公司的业务稳定性在A股同行业上市公司中处于很高的水平。

表 5：中国主要航运上市公司业绩对比

单位：%

	2008		2009		2010Q3	
	ROA	EBIT 率	ROA	EBIT 率	ROA	EBIT 率
海峡股份	30.04	36.37	12.29	36.90	11.80	42.49
中海集运	0.31	1.34	-13.68	-31.07	9.54	12.45
中国远洋	10.35	13.90	-5.28	-11.33	6.01	12.77
中海发展	20.08	38.39	3.33	15.83	5.40	22.04
招商轮船	9.36	50.24	2.44	29.65	4.87	28.80
中远航运	24.12	25.39	1.68	3.27	3.66	8.80
中海海盛	7.12	17.17	1.30	11.25	1.76	10.11
长航油运	5.38	24.12	0.04	1.65	1.02	5.19
宁波海运	3.84	36.40	-0.43	0.35	0.51	5.39
长航凤凰	1.51	10.26	-6.74	-22.73	-1.00	-2.66

注：1、ROA=2*本期净利润/(上期总资产+本期总资产)；
 2、在计算 ROA (2010Q3) 时，净利润进行了年化处理；
 3、EBIT 率=(利润总额+财务性利息支出)/营业总收入；
 4、一些上市公司并未公布财务性利息支出的数据，尤其是各上市公司 2010 年三季度数据均无法获得，可能会影响分析比较。

资料来源：各上市公司年报

从航线区域分布看，中海发展的内贸运输主要是将煤炭、石油从各港口运往华东、华南等中国能源主要消费地区。得益于中国能源消费的旺盛需求以及沿海运输市场只能由内资船运公司运输的政策，加之公司从事内贸业务历史悠久、客户基础稳定，使得公司具备了明显的竞争优势。远洋运输业务是公司未来重点发展的方向，为配合中国原油及铁矿石进口运输，公司计划组建大型远洋油轮及干散货运输船队，在立足沿海运输的基础上进一步拓展远洋运输业务领域。

市场竞争优势

中海发展凭借多年的运营经验，形成了十分有利的竞争地位，拥有良好的客户基础，为公司整体竞争实力的提升奠定了基础。

表 6：2008~2010 年公司主要业务市场份额

单位：%

年份	内贸原油	内贸煤炭
2008	66.30	26.78
2009	63.63	19.22
2010	64.67	22.92

资料来源：公司提供

公司在中国沿海原油、煤炭运输市场竞争优势明显，占有很高的市场份额。中国沿海原油运输市场的竞争相对集中，公司在该市场 60% 以上的市场份额，拥有绝对的竞争优势。2010 年，公司在沿海

原油运输市场的市场份额为 64.47%。与沿海原油运输市场不同，中国沿海煤炭运输市场运营主体较多，竞争相对充分。2010 年，公司在该业务领域的市场份额为 22.92%，在行业内处于较高的水平。

国外油运公司在中国进口原油（外贸原油）运输市场的占有率超过了 50%，因此国内航运公司在该市场的份额普遍不高。为配合“国油国运”政策，公司将在今后几年大力发展外贸原油运输业务，加强与主要客户的合作以提高在该细分市场的竞争实力。

客户关系方面，公司在油品运输的客户主要为中石油、中石化和中海油三大客户，干散货运输的主要客户包括东部地区的大型电力公司以及宝钢、武钢、首钢等大型钢铁公司，公司的客户集中度较高。得益于良好的客户关系，公司在减小运价波动，控制成本以及保证新增运力业务量等方面得到了主要客户的有力支持。

公司与主要客户的大部分业务均采用 COA 合同，运价的波动性相对较小，这是公司油品运输业务稳定性强的重要因素之一。2010 年，公司干散货运输及油品运输业务中，COA 合同运量分别占总货运量和总油运量的 75.80% 和 82.01%。不仅如此，公司与中石化签署了燃油价格联动合同，双方约定根据油价波动情况调整运价，这有助于公司控制运输成本的波动幅度。同时，公司每增加一条 VLCC，中石化将配给公司 2/3 的运量。此外，公司与主要客户通过成立合资公司、签署合作协议等方式保证了新增运力的业务量。公司与首钢、宝钢、武钢等大客户均签署了铁矿石运输合同。公司客户基础良好，航运需求量很大，保证了公司 VLCC 和 VLCC 船队的新增运力市场前景良好，同时也将助推公司远洋运输实力的提升。

集团及外部支持优势

中海发展的控股股东中国海运（集团）总公司是一家以航运业为主体，跨地区、跨行业的大型国有企业。中国海运下属四家上市公司，分别为中海发展股份有限公司、中海集装箱运输股份有限公司、中海（海南）海盛船务股份有限公司以及上海交技发展股份有限公司，这四家上市公司分别定位

于能源运输业务、集装箱运输业务、海南至国内的干散货运输业务以及智能交通系统集成项目解决方案供应业务。此外，中国海运旗下还有上海海运(集团)公司、广州海运(集团)有限公司、大连海运(集团)公司等其他非上市公司。

中国海运总运力位列中国第二，仅次于中远集团，其沿海运输量位列中国第一。截至 2010 年 12 月 31 日，中国海运控制的企业拥有各类船舶 323 艘，共计 1,692.8 万载重吨。截至 2010 年 9 月 30 日，中国海运总资产为 1,416.57 亿元，所有者权益合计为 816.21 亿元。2010 年 1~9 月，中国海运实现营业总收入 539.33 亿元，实现净利润 49.73 亿元，经营活动净现金流为 46.23 亿元。

表 7：截至 2009 年底中国主要航运集团运力比较

单位：艘、万载重吨

公司名称	艘数	总运力
中国远洋运输(集团)总公司	770	5,307
中国海运(集团)总公司	442	2,018
中国外运长航集团有限公司	1,874	1,127
河北远洋运输股份有限公司	75	1,003
福建国航远洋运输(集团)股份有限公司	30	152

注：表中的总运力除包括各航运企业自有运力外，还包括各航运企业租入的运力。

资料来源：《2009 中国航运发展报告》

中国海运雄厚的资本实力以及稳固的行业地位能够为中海发展提供有力的支持。2006 年，中国海运向公司注入 42 艘散货船资产，扩大了公司散货船业务规模。之后，中国海运将旗下的 LNG 运输业务转让给中海发展，作为公司未来重点发展的业务品种之一，丰富了公司的业务结构。不仅如此，中国海运还为公司介绍、引荐重大业务合作，协助公司维护重要客户。在船员保障方面，集团公司利用其建立的人才库，保障中海发展的人员需求，特别是高级船员的需求。

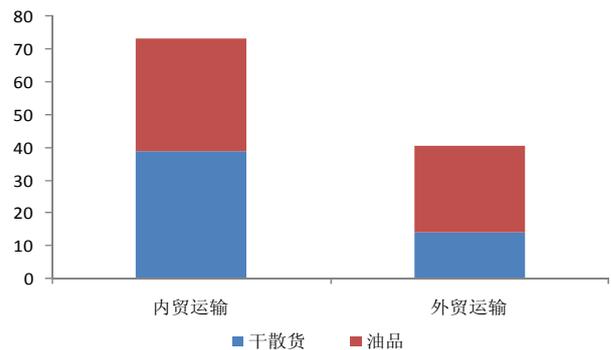
总体来看，中海发展作为中国沿海船运市场的龙头公司，竞争优势十分明显，市场地位不断巩固。公司规模优势突出，业务结构合理，内贸、外贸互补，油运货运协调发展。同时，公司稳健的经营理念使其整体业务的稳定性以及应对行业周期波动的能力较高。

业务运营

2010 年，公司实现营业总收入 114.09 亿元，同比增长 27.92%。其中内贸收入 73.38 亿元，外贸业务实现收入 40.61 亿元，分别占营业收入的 64.31%、35.59%。根据公司“十二五”发展规划，公司将以内贸业务为基础，逐步拓展外贸业务，将外贸业务的比重在“十二五”末提高至 50%左右。

图 6：2010 公司内外贸业务收入情况

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信评估整理

截至 2010 年底，公司自有及控制的船舶为 225 艘，总运力 1,383.93 万载重吨，其中自有船舶 176 艘，总运力 1,136.64 万载重吨，其余为合营公司运力。

干散货运输业务

公司干散货运输业务由中海发展货轮公司（以下简称“货轮公司”）负责具体经营管理。公司的干散货运输主要以煤炭运输业务为主，此外还包括铁矿石、钢铁、水泥、粮食、糖等其它散杂货。内贸煤运航线主要为华东、华南两大航线。其中华东航线系从我国北方秦皇岛、曹妃甸、黄骅港等主要煤港至华东地区；华南航线主要从广州黄埔至珠海、阳江等区域。外贸煤运航线主要是从印度、越南等东南亚国家至国内。外贸铁矿石进口航线主要为澳洲、巴西、南非至中国主要港口。

得益于中国电煤等能源类干散货运输需求逐步回暖，公司 2010 年干散货运输业务实现营业收入 53.01 亿元，同比增加 42.17%。煤炭运输业务实现收入 36.12 亿元，其中内贸沿海煤炭运输收入占全部煤炭运输收入的 94.10%，其他收入来自铁矿石等其他干散货运输业务。近年来，随着中国铁矿石进口量持续维持高位，公司加大了大型矿砂船队的

建设。截至 2010 年底，公司新建的 4 条 VLOC 相继投入使用，总运力为 91.60 万载重吨。2012 年之前，公司还将有 10 艘 VLOC 和 6 艘 CAPE 型散货船投入使用，届时公司铁矿石等干散货的远洋运输收入占比将逐步提高。

表 8：2010 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	33.98	64.11%	30.64%
	外贸	2.13	4.02%	-15.14%
其他干散货	内贸	4.94	9.32%	66.89%
	外贸	11.95	22.55%	106.03%
合计		53.01	100%	42.17%

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，中诚信评估整理

运力构成方面，截至 2010 年底公司干散货运输业务自有和控制船舶 154 艘，总运力为 737.07 万载重吨，其中自有船舶 107 艘，自有运力 497.90 万载重吨。公司自有船舶主要船型为灵便型、最大灵便型、巴拿马型和超级矿砂船（VLOC），运力结构分布合理。公司的运力结构适合公司散货运输需要，有利于为客户提供良好的运输服务。

表 10：2008~2010 年公司干散货航运业务运行情况

业务		2008		2009		2010	
		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	7,492.2	712.7	5,408.9	488.2	5,697	504.5
	外贸	112.9	37.2	329.2	73.0	223	43.7
	合计	7,605.1	749.9	5,738.1	561.2	5,920	548.2
其他干散货	内贸	1,165.1	76.7	1,322.4	68.6	1,385	85.5
	外贸	789.4	426.7	809.6	324.6	1,103	456.1
	合计	1,954.5	503.4	2,132.0	393.2	2,488	541.6
合计	-	9,559.6	1,253.3	7,870.1	954.4	8,408	1,089.8

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

公司干散货业务的客户主要集中于东部地区的大型电力企业以及宝钢、首钢等大型钢铁企业，这有利于公司与其建立长期、稳定的合作关系。公司通过与大客户签订 COA 合同的方式锁定运量或运价。2010 年，公司沿海干散货 COA 合同运量为 6,373 万吨，占沿海干散货运量的 75.80%，实现 COA 合同收入 37.62 亿元，占干散货运输收入的 70.97%。COA 运价方面，尽管近年来燃油价格涨幅较大，但

表 9：截至 2010 年底公司干散货船队自有运力情况

船型	数量 (艘)	载重吨 (万吨)	运力比例 (%)	平均船龄 (年)
灵便型	36	75.26	15.16	25.8
最大灵便型	56	253.07	50.83	14.2
巴拿马型	11	77.96	15.66	15.2
VLOC	4	91.60	18.40	0.5
合计	107	497.90	100	17.7

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

鉴于公司干散货运输船舶的船龄较大，近年来公司陆续淘汰老旧散货船，同时订造新船，以扩充公司干散货运力。根据计划，2011~2013 年公司自有运输船队将新增 60 艘散货船，总计 641.9 万载重吨，到 2013 年底，公司散货船队自有运力将达到 1,098.01 万载重吨。此外，合营公司运力将达到 358.10 万载重吨。

本轮行业周期调整使得公司的干散货运输量受到了一定程度的影响，2009 年公司干散货内贸、外贸货运周转量分别同比减少 29.5% 和 14.3%。2010 年，沿海干散货运输市场有所好转，公司内贸干散货货运量及运输周转量分别为 8,408 万吨和 1,090 亿吨海里，同比分别增加 6.83% 和 14.19%。

公司 COA 合同采用了燃油联动模式，即基准运价加燃油附加费，该模式使燃油价格的波动有效地在公司与货主方之间进行分担，能较好地抵御干散货运输价格高波动的风险。

表 11: 2008~2010 年公司干散货运输 COA 合同情况

	2008	2009	2010
COA 合同运量 (万吨)	7,629	4,748	6,373
干散货总运量 (万吨)	9,560	7,870	8,408
COA 运量/总货运量 (%)	79.80	60.33	75.80
COA 合同收入 (百万元)	6,659	2,269	3,762
干散货总收入 (百万元)	9,590	3,729	5,301
COA 收入/总货运收入 (%)	69.44	60.85	70.97

资料来源: 公司提供

除 COA 合作方式外, 为保证稳定的业务来源, 实现资源共享, 互惠共赢, 近年来公司与上海电力、神华集团以及华能公司等大货主以合资方式成立了多家合资公司。双方约定在同等条件下货主方将货源优先安排给合资公司, 而公司亦承诺运力将优先安排给合资公司。

表 12: 近年公司干散货业务合资公司设立情况

合资公司	合资方	持股比例 (%)	主营货种	成立日期	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	2007.9	882.58
香港海宝航运有限公司	宝钢资源有限公司	51	铁矿石	2008.4	1,026.84
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	2009.9	122.76
上海嘉禾航运有限公司	申能股份有限公司	51	电煤	2010.2	103.13
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	2009.5	-1,020.60
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	2001	11,102.94
上海友好航运有限公司	上海电力燃料有限公司	50	电煤	2001.11	1,095.11
神华中海航运有限公司	中国神华能源股份有限公司	50	电煤	2001.9	29,451.44
广发展航运有限公司	广州发展煤炭投资有限公司	50	电煤	2008.4	1,329.34

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

总体看, 公司的干散货运输业务以内贸为主, 具有市场主导地位, 竞争优势明显。饱满的 COA 合同使得公司抵御行业周期波动的能力较高。但我们也关注到, 近年来干散货市场运力的持续投放使得干散货运输市场景气度仍将在今后 1~2 年维持低位。此外, 远洋运输业务的开拓使得公司将面临国际散货市场的整体波动, 对公司的运营及管理水平提出了一定的挑战。

油品运输业务

公司油品货业务的开展由中海发展油轮公司 (以下简称“油轮公司”) 负责, 主要包括原油运输和成品油运输。中国原油消费的对外依存度较高以及富煤贫油少气的能源格局使得中国石油运输市场的波动性相对较小, 这也增加了公司业务稳定性。2010 年, 公司实现油品运输收入 60.98 亿元, 同比增加 22.20%。公司下游客户主要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 13: 2010 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	28.26	46.34%	33.62%
	外贸	15.64	25.65%	54.09%
成品油	内贸	6.20	10.17%	44.19%
	外贸	10.88	17.84%	-23.92%
合计		60.98	100.00%	22.20%

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

公司的内贸原油运输业务较为稳定, 以进口原油二程中转为, 主要航线为从渤海湾等一程库至国内沿海沿江等石化企业及各地炼厂。公司在沿海原油市场占有绝对优势的市场份额, 2010 年, 随着石化炼厂产能扩张, 原油运输需求有所回升, 公司实现内贸原油运输收入 28.26 亿元, 占油品运输收入的 46.34%。公司外贸原油进口运输主要从中东地区进口至国内, 目前公司正积极拓展西非、南美的原油运输市场。2010 年, 公司实现外贸原油运输业务收入 15.64 亿元, 占油品收入的 25.65%。从收入结构上看, 公司外贸油品运输收入占比较小, 今后几年公司将加大远洋油品运力的投放, 逐步建成一支世界级的油品运输船队, 提高远洋油品运输业务的比重。

运力方面,截至 2010 年底,公司油品运输业务自有和控制船舶 71 艘,总运力为 646.86 万载重吨,其中自有船舶 69 艘,自有运力 638.74 万载重吨。公司自有油轮主要船型为灵便型、巴拿马型、阿芙拉型及 VLCC,运力规模分别为 139.83、129.07、40.79 和 329.05 万载重吨。公司油轮船队的运力分布比较均衡,包括了除苏伊士船型的主要油轮船型,便于公司油品运输的内外兼营,能够提供更为全面的油品运输服务。截至 2010 年底,公司油轮船队平均船龄为 8 年,整体船龄不高,需要淘汰油轮主要为单壳油轮。按计划,公司将在在 2010~2015 年期间淘汰现有的 18 艘单壳油轮,运力总计 96 万载重吨。

由于石化炼厂产能扩充以及公司远洋油品运输的需要,公司将继续增加油轮船队的运力规模。截至 2010 年底,公司计划三年内交付油轮 17 艘,

共计 189 万载重吨,预计到 2013 年末,公司自有油轮运力规模将达到 86 艘,827.74 万载重吨。

表 14: 截至 2010 年底公司油轮船队自有运力情况

船型	数量 (艘)	载重吨 (万吨)	载重吨 比例	平均船龄 (年)
灵便型	36	139.83	21.89%	9.0
巴拿马型	18	129.07	20.21%	8.7
阿芙拉型	4	40.79	6.39%	10.3
VLCC	11	329.05	51.52%	2.8
总计	69	638.74	100%	8.0

资料来源:公司提供,中诚信评估整理

2010 年,公司油品业务运输量为 8,170.6 万吨,同比增长 14.75%,完成货物运输周转量 1,607.4 亿吨海里,同比增长 27.31%。其中,原油运输量和运输周转量分别为 6,013.1 万吨和 1,260.1 亿吨海里,同比分别增长 27.96%和 47.79%。原油运输量的增长带动了公司油品运输业务收入增长。

表 15: 2008~2010 年公司油品航运业务运行情况

业务		2008		2009		2010	
		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	3,198	153.4	3,303.9	153.1	4,127.0	207.4
	外贸	1,046	484.1	1,395.2	699.5	1,886.1	1,052.7
	合计	4,244	637.5	4,699.1	852.6	6,013.1	1,260.1
成品油	内贸	299	27.5	547.5	41.9	842.7	61.6
	外贸	1,591	375.1	1,873.7	368.1	1,314.8	286.2
	合计	1,890	402.6	2,421.2	410	2,157.5	347.3
合计	-	6,134	1,040.1	7,120.3	1,262.6	8,170.6	1,607.4

资料来源:公司提供,中诚信评估整理

公司与主要客户的合作关系良好,COA 合同占油运业务的占比不断增高。2010 年公司油品 COA 合同运量为 6,701 万吨,占公司总油运量的 82.01%;实现 COA 合同收入 48.68 亿元,占公司总油运收入的 79.83%。公司与中石化签订了为期 10 年的长期协议,中石化将根据公司运力情况为公司提供货源,公司每增加一条 VLCC,中石化将提供 2/3 左右的货源保障。此外,公司与中石化还就运价波动调节机制达成协议,双方将根据油价变动情况调整运价,保证了公司油品运输业务盈利的稳定性。

表 16: 2008~2010 年公司油品运输 COA 合同情况

	2008	2009	2010
COA 合同运量 (万吨)	4,281	5,353	6,701
总油运量 (万吨)	6,134	7,120	8,171
COA 运量/总油运量 (%)	69.79	75.18	82.01
COA 合同收入 (百万元)	3,452	3,565	4,868
总油运收入 (百万元)	6,078	4,989	6,098
COA 收入/总油运收入 (%)	56.79	71.46	79.83

资料来源:公司提供

此外,公司与中石油销售公司合资成立了华海石油运销有限公司,主要从事原油运输,公司持有该合资公司 50%的股权。

总体看,公司作为中国沿海原油运输的中坚力量,运力结构合理,客户关系稳固,具备很高的竞争实力和抵御行业波动的能力。但同时我们也关注到,随着公司逐步加大远洋油品运输业务,公司油

品运输的收入结构将有所变动，受国际航运市场的影响将有所增大。

LNG 运输业务

为拓展 LNG 运输业务，公司于 2009 年收购了控股股东的 LNG 业务。此外，公司与中石油、中石化成立了两家合资公司经营 LNG 运输业务，公司对两家合资公司的出资分别为 90% 和 70%。

表 17：近年公司 LNG 运输业务合资公司设立情况

名称	合资方	持股比例	主营货种
中国北方液化天然气运输投资有限公司	中国石油国际事业有限公司	90%	LNG
中国东方液化天然气运输投资有限公司	中石化冠德控股有限公司	70%	LNG

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

LNG 项目建设周期长，预计在“十二五”期间对公司盈利贡献不大。但长期看，随着 LNG 业务的开展，公司的主营业务将在干散货运输、油品运输的基础上得到进一步拓展，业务结构将进一步多元化。

公司战略

2010 年，中海发展在总结经验的基础上制定了公司发展的“十二五规划”，将公司发展的总体目标设定为：立足中国沿海能源运输业务，在保持沿海运输市场重要骨干地位的同时积极拓展远洋运输市场，发展大型化、远程化、规模化、专业化的远洋运输船队，融入国际海运的市场环境中。公司将突出能源及大宗资源商品运输的主业，以煤炭、油品、矿石以及 LNG 等资源产品的运输为核心，拓展运力规模，加快业务结构、资产配置和客户资源的转型，确保公司在中国能源、资源运输市场的主导地位。

干散货运输业务方面，公司将以“改革发展沿海、拓展发展远洋、稳定发展联营”为指导方针，实现“沿海、远洋、联营”三大业务板块的协调发展。进一步巩固新老客户的合作关系以提高市场竞争力和控制力，将煤炭沿海运输的市场份额提升至 35% 以上，进一步巩固公司在该领域的优势地位。远洋运输方面，公司将通过与大客户建立战略联盟关系进一步拓展进口铁矿石、煤炭运输市场。随着

新增矿砂轮的陆续投入运营，至 2013 年公司将拥有 24 条 VLOC 船，合计运力达到 504.40 万载重吨，届时公司的铁矿石远洋运输实力将进一步增强。

油品运输业务方面，公司以建立世界级油轮船队为战略目标，借助“国油国运”的机遇，建立与大货主的深度合作，进一步强化公司的竞争优势。未来几年，公司将继续巩固沿海原油运输 60% 的市场份额，确保中国石油进口海上运输市场份额在 20% 以上，积极拓展第三国运输业务。公司将结合国际油品运输的新格局，开展西非、南美航线的业务。根据战略规划，到“十二五”末公司将建成世界级的油品运输船队。此外，公司将采用新建与租船相结合的形式进一步增加 VLCC 船队的规模。

为落实既定战略，实现转型，公司近几年进行了比较密集的资本投资。预计在 2012 年底新船陆续交付后，公司的资本支出有望回到较低的水平。

表 18：2011~2013 年公司资本支出情况

单位：亿元			
年度	2011	2012	2013
资本支出规模	122.23	73.60	10.24

资料来源：公司提供

此外，公司收购了控股股东的 LNG 业务，公司通过与中石油、中石化成立合资公司的形式开展 LNG 运输业务。但 LNG 项目建设期较长，预计该业务板块在十二五期间对公司的贡献有限。

公司治理

治理结构

作为在香港和上海两地上市的公司，公司根据《中华人民共和国公司法》、《香港联合交易所证券上市规则》等境内外上市地的法律、法规及规范性文件进行管理，建立了以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系。公司董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会以及薪酬与考核委员会，并针对各委员会的工作内容和权责划分制定了相关工作细则，保证公司决策、管理、监督工作的有序进行。

总体看，公司形成了相互制衡，协调运转的公司治理架构，治理结构健全，内部控制及管理体制完善。

内部管理

内部控制方面，公司建立了涵盖经营活动所有环节的内部控制制度，包括经营战略管理、质量管理、财务管理、基础管理等方面。在日常经营管理过程中，公司注重对各级授权的监督管理，责权利挂钩，定期对制度的执行情况以及制度的有效性进行评估，不断根据公司的发展情况对制度进行修订和完善，确保公司内部管理制度的始终有效。

公司在投融资安排、现金管理方面实行集中管理，同时对船舶建造计划的融资安排（包括抵押贷款、发行债券等）以及下属合资公司的出资等方面具有决策权。

运营风险管理方面，公司不断完善安全管理体系，加强船舶安全管理。公司的外贸船舶均具备“船舶安全管理证书”，下属的油轮公司和货轮公司均已取得 ISO9000 系列证书。公司严格按照相关规定进行货运质量管理，科学、全面、切实地做好货运质量工作，提高公司货运服务水平。

投资者关系与信息披露方面，公司设立了投资者关系管理部门，负责投资者关系方面的工作，同时制订了《投资者关系管理办法》以规范公司与投资者关系方面的工作。2010 年，公司制定了《内幕信息知情人登记制度》、《外部信息使用人管理制度》以及《年报信息披露重大差错责任追究制度》，明确了信息披露的责任关系，进一步增强了公司信息披露的规范性。

综上，公司治理结构合理，运营规范，能够控制运营、管理方面的主要风险。

财务分析

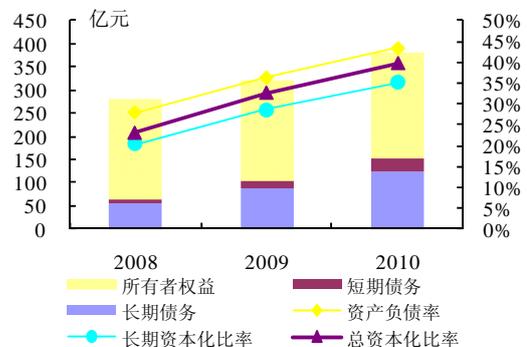
以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2008~2010 年财务报告，其中 2008、2009 年财务数据分别为 2009、2010 年财务报告的期初数，2010 年数据为 2010 年财务报告的期末数。所有财务数据均为合并报表口径。

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 2010 年底，公司资产总计为 407.10 亿元，同比增加 19.98%，2008~2010 年复合增长率为 16.44%。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 2008 年的 27.91% 上升到 2010 年的 43.28%（公司 2007 年 7 月发行的 20 亿元可转换公司债券有 19.88 亿元于 2008 年转换为公司 A 股股票，增加了公司净资产规模，降低了公司负债率水平）。付息债务的上升导致公司总资本化比率上升至 39.77%，比 2008 年增加了 15.62 个百分点。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 7：2008~2010 年公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

相比于同行业其他上市公司，公司的财务政策非常稳健。随着资本支出的不断增加，公司杠杆倍数将有所增加。然而，公司计划在 2015 年完成主要资本支出后，资产负债率将控制在 55% 以内，即目前同行业上市公司负债率的平均水平。

表 19：截至 2010.Q3 中国主要航运上市公司资本结构比较

	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化率 (%)
中国远洋	1,516.27	59.65	50.47
中海集运	493.25	40.86	32.25
中海发展	382.75	40.25	36.24
长航油运	162.35	72.26	69.47
招商轮船	161.19	38.18	37.11
中远航运	96.59	53.68	45.82
长航凤凰	74.14	85.49	82.62
宁波海运	69.53	64.40	54.36
中海海盛	48.35	41.27	34.99
亚通股份	11.65	53.55	47.64
中位数	128.89	53.62	46.73
算术平均	301.61	54.96	49.02

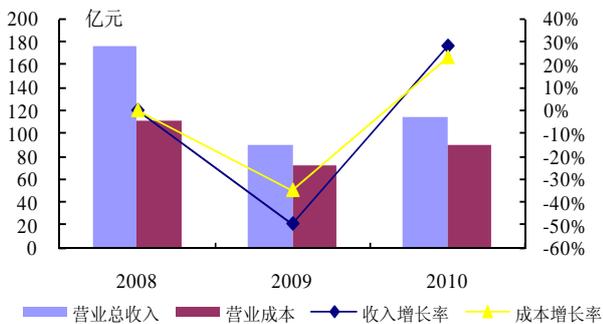
注：在计算总资本化比率时，由于中海发展的长期应付款为付息债务，因此计入总债务，其余公司的长期应付款并未计入总债务。
资料来源：上市公司定期报告，中诚信评估整理

总体看，公司财务政策十分稳健，目前的财务杠杆很低，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了较大的资本支出，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

与同行业公司一样，公司的盈利能力也在一定程度上受到了金融危机的冲击。2009年，公司实现营业收入 89.19 亿元，同比下降 49.21%。2010年，全球经济步入缓慢复苏阶段，尽管仍有波动，但航运需求有一定幅度的回升，公司收入水平也有所提高，全年实现营业收入 114.09 亿元，同比增加 27.92%。

图 8：2008~2010 年公司收入成本分析



资料来源：公司提供，中诚信评估整理

成本方面，公司燃油成本占比最大，约占公司运输成本的 40% 左右。2009 年，国内燃油受国际原油价格上升及年初国家开征燃油税等因素的影响，价格不断上涨，造成公司营业成本有所上升。此外，船舶行业属于资本密集型行业，固定成本高，这使得公司的毛利率随着营业收入的减少而降低。2009 年，公司营业毛利率为 18.59%，同比下降 18.13 个百分点；随着收入的上升，2010 年营业毛利率也上升为 21.68%。

尽管受金融危机的影响，公司盈利水平有所降低，但公司独特的业务结构以及良好的客户基础使其盈利水平在同行业上市公司中处于很好的水平。

表 20：公司与 A 股航运上市公司营业毛利率比较

	单位：%		
	2008	2009	2010.Q3
中国远洋	24.72	-3.63	18.99
中海集运	4.36	-27.49	14.74
中海发展	36.71	18.59	23.28
长航油运	22.85	8.55	13.39
招商轮船	53.12	25.35	28.82
中远航运	30.54	9.90	14.72
长航凤凰	18.38	-7.07	6.90
宁波海运	40.83	29.81	30.15
中海海盛	29.74	7.66	12.25
亚通股份	16.09	14.60	-23.35
海峡股份	42.08	47.06	51.37
SST 天海	-5.01	-78.86	-24.78
中位数	27.23	9.23	14.73
算术平均	26.20	3.71	13.87

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

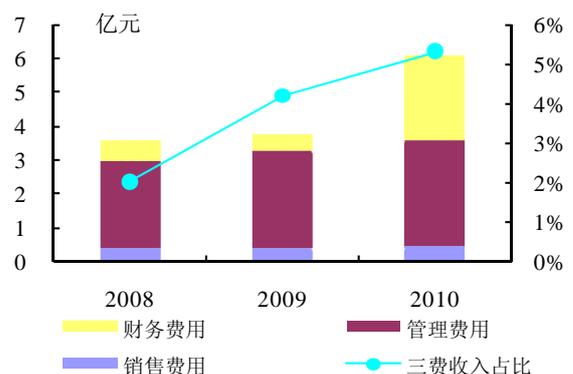
表 21：2008~2010 年公司分板块毛利率分析

	单位：%		
	2008	2009	2010
干散货运输	48.36	15.89	24.86
其中：煤炭运输	51.50	20.58	25.95
其他干散货运输	39.50	0.64	22.53
油品运输	30.92	21.32	18.87
其他	-3.69	0.77	48.32
合计	36.71	18.59	21.68

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

期间费用方面，近三年公司三费收入比例逐年提高。2010 年，公司三费收入比为 5.32%，比 2008 年提高了 3.29 个百分点。其中，销售费用相对稳定，比 2008 年上升了 13.14%，管理费用和财务费用涨幅明显，分别比 2008 年上涨了 22.55% 和 300.52%。公司管理费用增长主要是因为职工企业年金缴费的发生，职工薪酬增加以及 LNG 运输业务前期开发费用支出。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。在公司三费规模增加的同时，三费收入比也进一步提高。

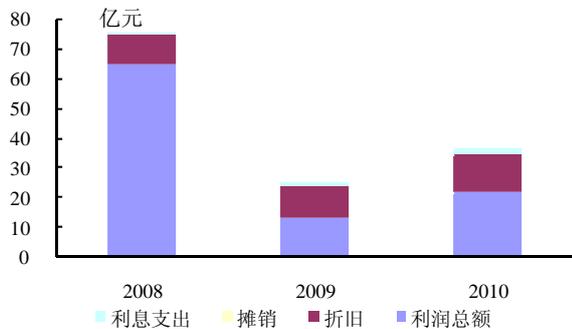
图 9：2008~2010 年公司三费分析



资料来源：公司提供，中诚信评估整理

获现能力方面，2008~2009 年公司分别实现 EBITDA75.56 亿元和 24.84 亿元，2009 年大幅下滑主要是利润总额大幅下降。随着盈利水平的恢复，公司 2010 年实现 EBITDA37.36 亿元，同比上升 50.41%。

图 10: 2008~2010 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

总体看, 尽管金融危机对公司的盈利水平带来了一定的影响。但公司凭借内外兼营的业务模式、良好的客户基础以及与燃油价格联动的成本转嫁机制, 在同行业中维持了良好的盈利稳定性, 预计随着中国沿海运输市场的需求增加以及公司加强与大客户的紧密合作, 公司盈利能力或将进一步增强。

偿债能力

近几年, 受航运业景气度下滑影响, 造船市场一度较为低迷, 公司借此机遇加快了自有运力的扩充步伐, 对资金需求日益增加, 债务规模显著增大。近三年, 公司总债务水平分别为 68.92 亿元、104.82 亿元和 152.49 亿元。

从债务结构来看, 2008~2010 年公司长期债务分别为 59.71、86.57 和 125.52 亿元, 短期债务/长期债务指标分别为 0.15、0.21 和 0.21, 公司债务以长期债务为主, 这与其资本支出的静态回收期相匹配, 债务结构较为合理, 增加了财务的稳定性。本次可转换债券的发行将使得公司长短期债务比进一步降低, 同时也将使公司资金来源多元化, 降低公司的融资成本。

表 22: 2008~2010 公司主要偿债能力指标

	2008	2009	2010
短期债务(亿元)	9.21	18.24	26.97
长期债务(亿元)	59.71	86.57	125.52
长短期债务比(X)	0.15	0.21	0.21
总债务(亿元)	68.92	104.82	152.49
EBITDA(亿元)	75.56	24.84	37.36
总债务/EBITDA(X)	0.91	4.22	4.08
EBITDA 利息保障倍数(X)	24.44	10.08	10.27
经营活动净现金流(亿元)	60.46	19.02	27.21
经营活动净现金流/总债务(X)	0.88	0.18	0.18
经营活动净现金流/利息支出(X)	19.55	7.72	7.48

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

公司偿债指标与航运业波动关联度较大, 相关指标的变动基本与经济环境的变动趋势一致。2008~2010 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.91、4.22、4.08 和 24.44、10.08、10.27。

现金流方面, 2008~2010 年, 公司分别实现经营活动净现金流 60.46 亿元、19.02 亿元和 27.21 亿元。受航运业周期波动影响, 现金流对债务的覆盖能力亦随之波动, 近三年公司经营活动净现金流/总债务为 0.88、0.18 和 0.18, 经营净现金流利息倍数分别为 19.55、7.72 和 7.48 倍。尽管债务规模和利息支出均有所上升, 但公司的现金流对债务及利息的覆盖水平仍然较高。

截至 2010 年 12 月 31 日, 公司在中国银行、工商银行、交通银行、挪威银行等银行共取得授信额度折合人民币 279 亿元, 其中尚未使用额度 221 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 2010 年底, 公司在集团财务公司的贷款余额为 14.4 元; 此外, 2011 年 3 月, 公司公告将向中国海运申请不超过 30 亿元的委托借款。整体看, 公司备用流动性充足, 保障了其整体偿债能力。

或有事项方面, 截至 2010 年 12 月底, 公司对外担保合计为 2.5 亿元, 占归属于母公司所有者权益的 1.11%, 担保金额全部为公司对合营公司广州发展航运有限公司的担保。此外, 截至 2010 年底, 公司由未决诉讼及其他或有事项引起的预计负债总计 0.86 亿元, 占公司负债合计及所有者权益合计的比重分别为 0.49% 和 0.37%, 对公司的整体影响

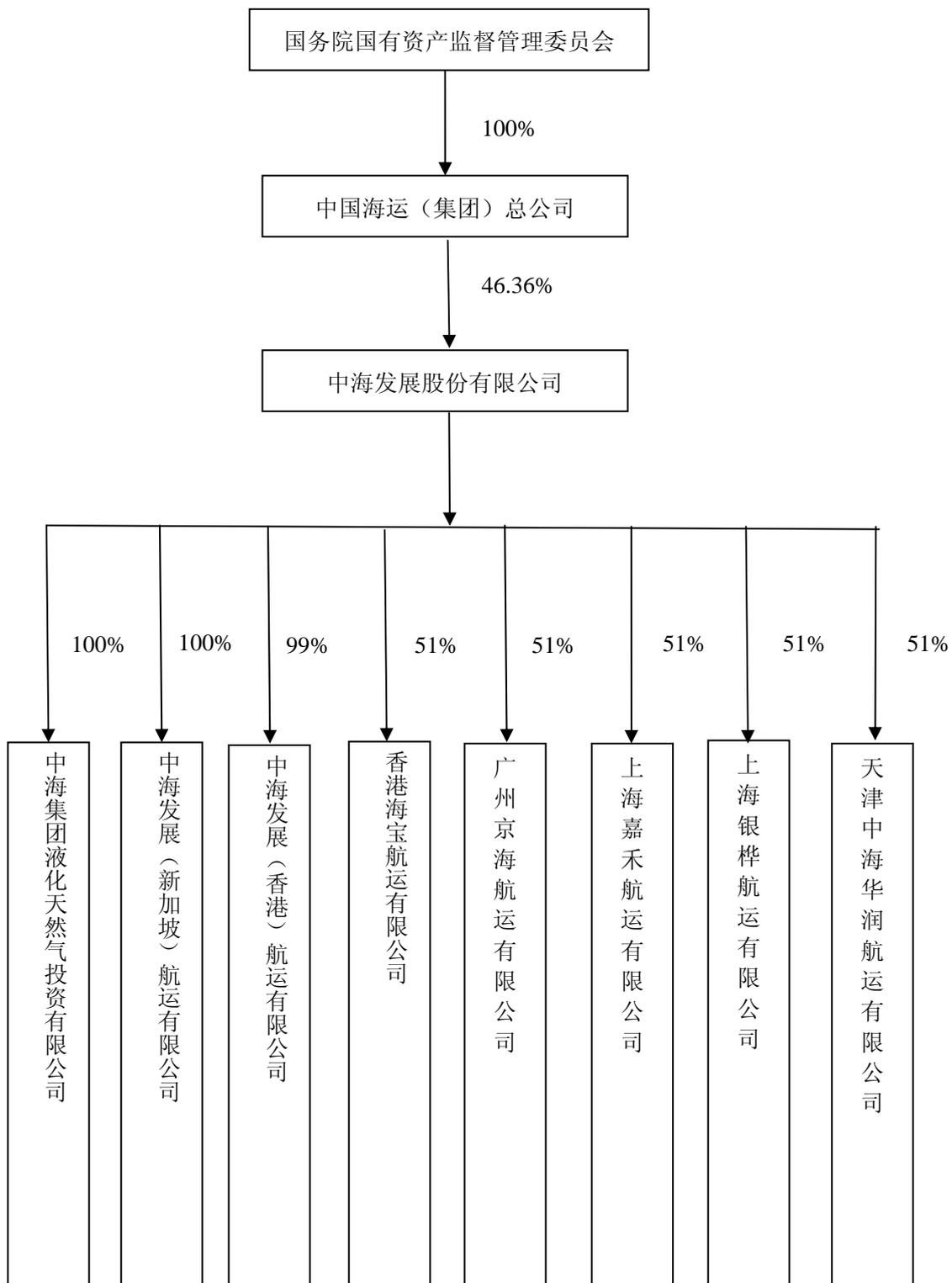
有限。

综上所述，尽管公司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，盈利能力在行业内位列前茅，加之良好的获现能力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

中诚信评估评定中海发展股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；评定本次拟发行的可转换公司债券信用等级为 **AAA**。

附一：中海发展股份有限公司股权结构图（2010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)	2008	2009	2010
货币资金	194,296.99	222,214.71	106,173.47
应收账款净额	69,656.63	61,797.41	78,110.06
存货净额	27,224.52	34,973.56	44,928.46
流动资产	324,087.29	360,513.58	274,740.94
长期投资	168,725.45	162,040.66	257,851.75
固定资产合计	2,505,939.07	2,858,941.97	3,528,109.11
总资产	3,002,859.47	3,392,954.82	4,071,017.62
短期债务	92,094.78	182,445.97	269,670.02
长期债务	597,087.83	865,719.21	1,255,215.34
总债务（短期债务+长期债务）	689,182.61	1,048,165.18	1,524,885.36
总负债	838,012.35	1,229,169.37	1,761,871.46
所有者权益（含少数股东权益）	2,164,847.11	2,163,785.45	2,309,146.17
营业总收入	1,756,203.72	891,920.48	1,140,941.97
三费前利润	611,544.08	147,297.01	235,586.90
投资收益	54,784.92	8,884.79	21,793.95
净利润	537,599.50	106,464.14	172,196.30
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	755,563.68	248,370.45	373,565.92
经营活动产生现金净流量	604,613.32	190,151.53	272,096.73
投资活动产生现金净流量	-613,276.92	-356,273.74	-841,128.03
筹资活动产生现金净流量	89,399.73	195,023.94	455,297.58
现金及现金等价物净增加额	77,609.70	27,917.73	-116,041.24
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	36.71	18.59	21.68
所有者权益收益率（%）	28.43	4.92	7.70
EBITDA/营业总收入（%）	43.02	27.85	32.74
速动比率（X）	1.62	1.01	0.50
经营活动净现金/总债务（X）	0.88	0.18	0.18
经营活动净现金/短期债务（X）	6.57	1.04	1.01
经营活动净现金/利息支出（X）	19.55	7.72	7.48
EBITDA 利息倍数（X）	24.44	10.08	10.27
总债务/EBITDA（X）	0.91	4.22	4.08
资产负债率（%）	27.91	36.23	43.28
总资本化比率（%）	24.15	32.63	39.77
长期资本化比率（%）	21.62	28.58	35.22

附三：基本财务指标的计算公式

$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$

$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$

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

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

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}^1$$

$$\text{长短期债务比} = \text{短期债务} / \text{长期债务}$$

$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$

$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$

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

$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$

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

$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$

$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出}^2 + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$

$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$

$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$

$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} * 2 / (\text{上期所有者权益合计} + \text{本期所有者权益合计})$$

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$

$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$

$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$

$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$

$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

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

¹ 考虑到公司长期应付款为合并报表在公司的付息债务，本报告将长期应付款计入长期债务及总债务中；

² 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目（不含资本化利息），而是“营业总成本”下的“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，中诚信评估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

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信评估”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信评估与发行主体构成委托关系外，中诚信评估和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信评估评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信评估依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信评估从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信评估对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

关于中海发展股份有限公司 可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用等级有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后一个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。