中诚信证评 CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2012] 跟踪011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，贵公司本次跟踪评级的主体信用等级为**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

二零一二年四月二十五日

中海发展股份有限公司可转换公司债券 2012 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	2011/3/25	
上次评级结果	债项级别 **AAA**	
	主体级别 **AAA**	评级展望：稳定
跟踪评级结果	债项级别 **AAA**	
	主体级别 **AAA**	评级展望：稳定

概况数据

中海发展	2009	2010	2011
所有者权益（亿元）	216.38	230.91	243.42
总资产（亿元）	339.30	407.10	515.89
总债务（亿元）	104.82	152.49	247.43
营业总收入（亿元）	89.19	114.09	122.91
营业毛利率（%）	18.59	21.68	13.39
EBITDA（亿元）	24.84	37.36	33.86
所有者权益收益率（%）	4.92	7.70	4.55
资产负债率（%）	36.23	43.28	52.82
总债务/ EBITDA（X）	4.22	4.08	7.31
EBITDA 利息倍数（X）	10.08	10.27	4.48

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

2011 年，中海发展股份有限公司（以下简称“中海发展”或“公司”）凭借其显著的规模优势、突出的市场地位、多元的业务结构以及良好的客户基础，在外贸运输业务大幅扩张的带动下，实现了全年营业收入的增长。同时，随着超级矿砂船、超级油轮等大型船舶的陆续投入使用，公司船队规模扩大，船队结构优化，船队实力增强。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行业运力过剩、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

- 外贸业务迅速扩张，营业收入稳定增长。2011 年，公司实现营业总收入 122.91 亿元，同比增长 7.72%，其中外贸运输业务收入 47.66 亿元，同比增长 17.36%。外贸煤炭、外贸铁矿石、外贸原油运输收入同比增幅分别为 101.41%、130.11%、13.36%，三者成为公司业务收入的主要增长点。
- 船队实力增强，结构完善。2011 年，公司新增自有船舶 13 艘，新增运力 188 万吨，其中新增超级矿砂船 3 艘、超级油轮 1 艘，并陆续淘汰老旧船舶，船队平均船龄降低 1.5 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

分 析 师

李文龙 wlli@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel：(021)51019090

Fax：(021)51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 4 月 25 日

本报告表述了中诚信证评对本期债券信用的评级观点，并非建议投资者买卖或持有本债券。
报告中引用的资料主要由企业提供，中诚信证评不保证引用信息的准确性及完整性。

力。

- 财务政策稳健，备用流动性充足。公司目前负债规模处于行业上市公司的平均水平，财务杠杆较低，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，充足的备用流动性也保障了公司的整体偿债能力。

关　注

- 国际航运业景气度仍在低位波动，受运力持续投放等因素的影响，干散货及油品运输市场的整体复苏仍需时日。
- 2011 年，在中东、北非紧张局势的推动下，国际油价震荡上行，目前仍居高不下，而中国的成品油价格与国际油价联动，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。

募集资金使用情况

公司于 2011 年 8 月 1 日公开发行 39.5 亿元可转债，募集资金总额为 39.5 亿元，扣除保荐及承销费用及其他各项发行费用后，实际募集资金净额为 39.12 亿元，均已存入公司设立的募集资金专用账户。公司拟使用募集资金支付建造 3 艘 11 万载重吨阿芙拉型油轮、8 艘 4.8 万载重吨 MR 型油轮、2 艘 30.8 万载重吨 VLCC 型油轮以及 6 艘 7.6 万载重吨巴拿马型散货轮的相关款项，不足部分由公司自有资金以及银行贷款等方式解决。

2011 年度，公司共使用募集资金人民币 22.60 亿元，使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金 3.8 亿元，公司募集资金专户余额为 12.86 亿元（含利息 1033 万元）。

表 1：2011 年募集资金投入情况

单位：万元

承诺投资项目	本年度计划投入额	本年度实际投入额	截至期末投入进度
8 艘 4.8 万吨油轮	92495	43076	46.57%
3 艘 11 万吨油轮	78321	21360	27.27%
2 艘 30.8 万吨油轮	36027	30303	84.11%
6 艘 7.6 万吨散货轮	136373	131271	96.26%
合计	343216	226010	65.85%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从募集资金的投入情况来看，各项目的资金支付均未达到计划额度。其中，2 艘 30.8 万吨油轮已于 2011 年 2 月完工并交付使用，但因人民币升值形成节余款项 5724 万元；其余 3 个项目的延迟则主要是因为船厂生产计划的调整，此外，由于募集资金承诺投资金额按照美元计价，人民币升值也使得实际投入金额少于计划投入金额。

公司募集资金用途符合《中海发展发行 A 股可转换公司债券募集说明书》的规定，募集资金实际投入项目与募集说明书承诺投入的项目基本符合。

行业分析

干散货运输市场受运力持续投放和全球经济增长放缓的影响，2011 年仍处于低景气状态。

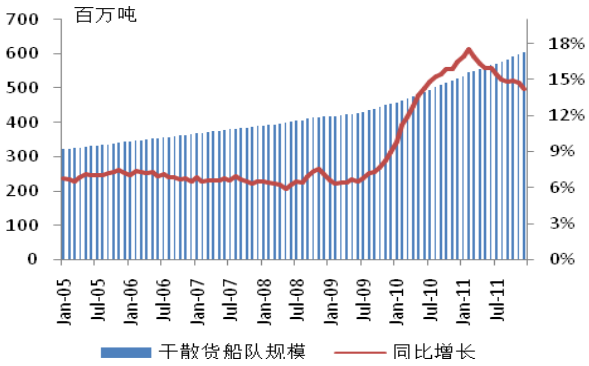
2011 年，受运力持续投放和全球经济增长放缓的影响，国际干散货运输市场仍处于低景气状态。BDI 指数维持低位震荡，2012 年 2 月，BDI 指数最低跌至 647 点，创下 1986 年 8 月以来的新低。

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

从运力情况看，2011 年，全球干散货船队规模继续扩大。根据 Clarkson 统计，截至 2011 年 12 月 31 日，全球干散货船队总运力达到 6.05 亿载重吨，同比增长 14.22%。新增运力加剧了行业供过于求的状况，很大程度上阻碍了行业的回暖。

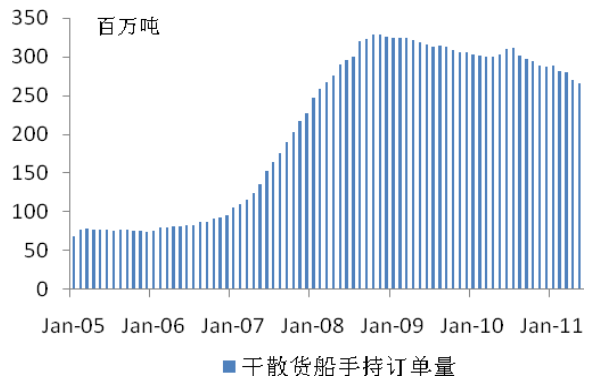
图 2：截至 2011 年 12 月 31 日全球干散货船运力情况



资料来源：Clarkson，中诚信证评整理

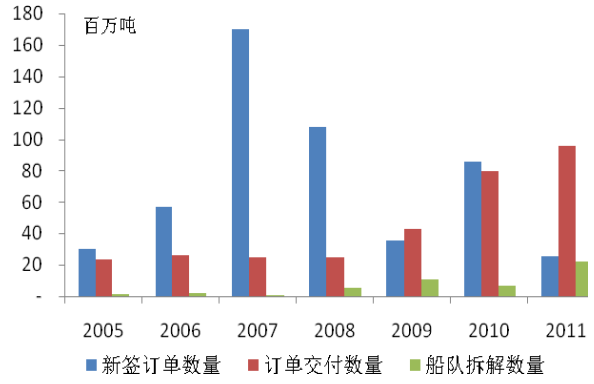
随着订单的大批交付和新签订单量的减少，2011 年全球干散货船手持订单量有所下降，但仍处于相对高位，未来运力投放所带来的供给压力仍较大。

图 3：全球干散货船手持订单量



资料来源：Clarkson，中诚信证评整理

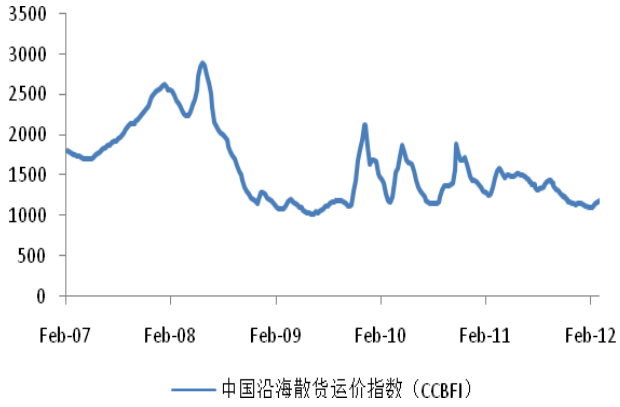
图 4：干散货船新签订单量、订单交付量、拆解量



资料来源：Clarkson，中诚信证评整理

受国际市场低迷、国内经济增长放缓及运力持续投放等因素影响，2011 年中国沿海干散货运输市场也处于低景气状态，CCBFI 指数持续走低。2012 年 2 月，CCBFI 最低跌至 1096.63 点，较 2011 年初下滑 20%以上。

图 5：中国沿海散货运价指数（CCBFI）走势



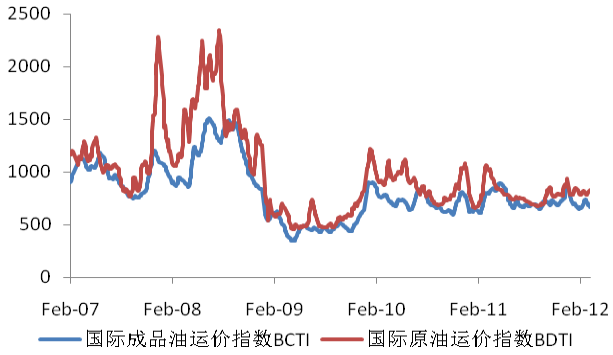
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从趋势上看， 2012 年国际干散货运输市场运力供过于求的状况仍将持续，景气度仍将维持较低水平。中国沿海干散货运输市场受国际干散货市场的影响，短期内也将处于低景气状态，但由于沿海市场具有相对独立性，其稳定性应较国际市场高。

油品运输市场需求增速放缓，运力的持续投放导致行业仍在低位盘整。

与 BDI 指数走势相似，国际油轮运价指数在 2011 年震荡下行，目前仍在低位盘整。

图 6：波罗的海原油、成品油运价指数走势

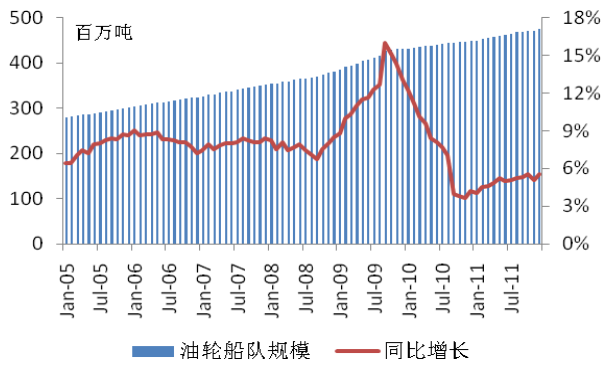


资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从需求角度看，受欧债危机与各国财政紧缩政策的影响，2011 年全球经济复苏缓慢，一定程度上抑制了石油消费的增长。据国际能源机构 IEA 的统计数据显示，2011 年全球石油日均需求量约为 8910 万桶，仅比 2010 年增长 80 万桶。2012 年的情况也并不乐观，年初国际货币基金组织 IMF 将 2012 年全球经济增长预估从 4%下修至 3.3%，IEA 也在 2 月份的石油市场报告中将 2012 年全球石油日需求增长预测调降至 80 万桶，从目前情况看，全球油品运输需求短期内难有较大改善。另外，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。

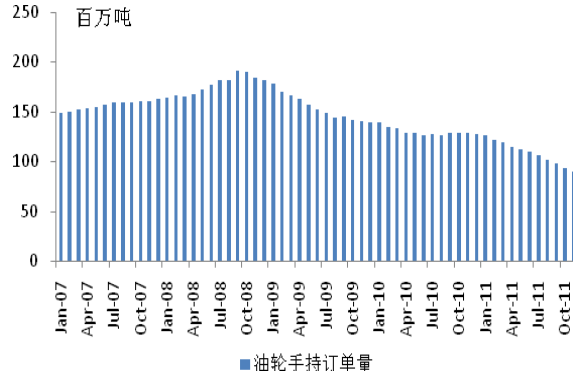
运力供给方面，根据 Clarkson 统计数据，截至 2011 年 12 月 31 日，全球油轮船队规模达到 4.75 亿载重吨，同比增加 5.59%，运力供给持续增加，供过于求的局面依然存在。从订单情况来看，2011 年 12 月 31 日全球油轮手持订单量为 86.85 百万吨，较年初下降 31.29%，全年新签订单量大幅减少，订单交付量也开始有所降低，未来运力过剩的情况或将有所缓解。

图 7：截至 2011 年 12 月 31 日全球油轮运力情况



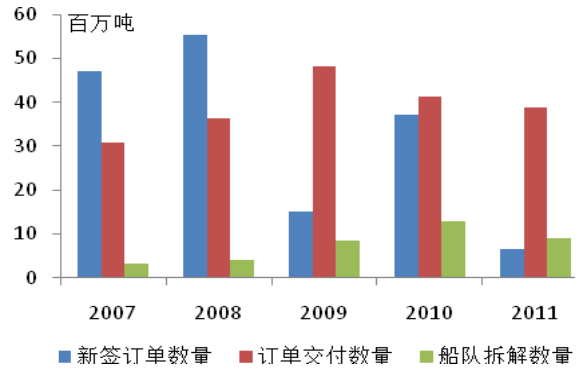
资料来源：Clarkson，中诚信证评整理

图 8：全球油轮手持订单量



资料来源：Clarkson，中诚信证评整理

图 9：油轮新签订单量、订单交付量、拆解量

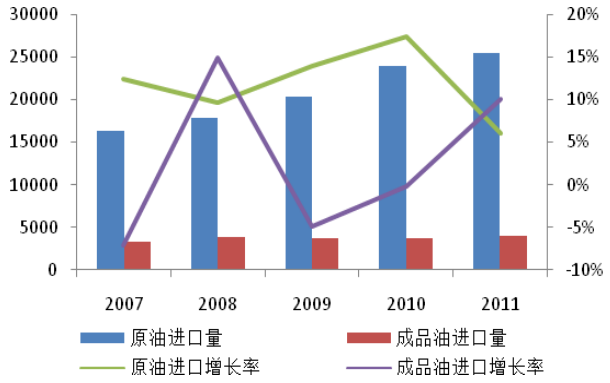


资料来源：Clarkson，中诚信证评整理

中国的油品运输外贸需求主要为原油进口运输需求，2011 年，中国共计进口原油 2.54 亿吨，同比增长 6%，增速较 2010 年有所放缓。

图 10：2007～2011 年中国原油、成品油进口量

单位：万吨



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

受原油进口增速趋缓和运力持续投放的影响，外贸油运市场供过于求的局面在短期内将难有改善，其景气度在一段时间内仍将处于相对低点。

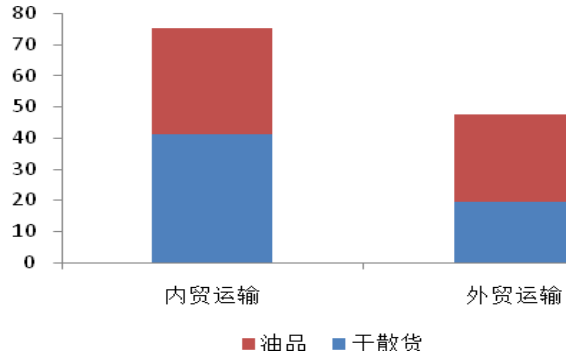
国内沿海运输方面，由于沿海原油、成品油运输只能由中国籍油轮船队运输，沿海油轮运输市场相对比较稳定，但在经济增长放缓的预期下，其景气度在短期内也难以显著提升。

业务运营

2011 年，公司实现营业总收入 122.91 亿元，同比增长 7.72%。其中内贸收入 75.08 亿元，外贸业务实现收入 47.66 亿元，分别占营业收入的 61.09%、38.78%。外贸业务收入占比较 2010 年上升 3.19 个百分点，符合公司提升外贸业务比重的发展规划。

图 11：2011 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 2011 年 12 月 31 日，公司自有及控制的船舶总量为 261 艘，总运力 1732 万载重吨，其中自有船舶 189 艘，合计运力 1325 万载重吨，其余为租入船舶或下属合营及联营公司船舶。

干散货运输收入稳定增长，外贸煤、铁矿石运输业务迅速扩张

2011 年，公司干散货运输业务实现营业收入 60.42 亿元，同比增加 13.98%。其中，内贸煤炭业务收入 35.60 亿元，占干散货业务收入的 58.92%，仍为该业务板块的主要收入来源。外贸煤炭、外贸铁矿石运输收入同比均增长一倍以上，成为公司干散货运输业务的主要增长点，原因主要有三，一是公司加大了外贸业务的拓展力度，通过与大客户建立战略联盟的方式拓展了进口铁矿石、煤炭市场；二是公司不断投入新运力，特别是近两年超级矿砂船的投入使用，大大增加了公司远洋干散货业务的承运能力；三是国内对铁矿石、煤炭的进口需求持续强劲，为公司业务的增长提供了支撑。

表 2：2011 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	35.60	58.92%	4.77%
	外贸	4.29	7.10%	101.41%
铁矿石	内贸	3.24	5.36%	4.85%
	外贸	10.70	17.71%	130.11%
其他干散货	内贸	2.27	3.76%	22.70%
	外贸	4.32	7.15%	-40.90%
合计		**60.42**	**100%**	**13.98%**

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

运力构成方面，截至 2011 年 12 月 31 日公司干散货运输业务自有和控制船舶 164 艘，总运力为 882.64 万载重吨，其中自有船舶 117 艘，较上年增加 10 艘，自有运力 639.67 万载重吨，较上年增加 141.77 万载重吨。随着 3 艘新增超级矿砂船（VLOC）的投入使用，公司 VLOC 数量达到 7 艘，运力合计达 160.51 万载重吨，运力结构更加合理。

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，2012~2014 年公司自有运输船队将新增 46 艘散货船，总计 499.20 万载重吨，到 2014 年底，公司散货船队自有运力将达到 1138.87 万载重吨。此外，合营公司运力将达到 466.28 万载重吨。

表 3：截至 2011 年 12 月 31 日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	29	59.50	9.30	25.4
灵便最大型	67	317.86	49.69	11.7
巴拿马型	14	101.80	15.92	10.5
VLOC	7	160.51	25.09	1.0
合计	**117**	**684.85**	**100**	**15.7**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从业务运行情况来看，2011 年，公司干散货运量和运输周转量分别为 9619 万吨和 1585.7 亿吨海里，同比分别增长 14.40%和 45.50%。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，2011 年公司外贸铁矿石运量和运输周转量分别为 1117.04 万吨和 493.24 亿吨海里，同比分别增长 148%和 183%。但受行业运力过剩的影响，公司干散货运输业务的单位收入下降明显，一定程度削弱了由业务量增加而带来的收入增长。

表 4：2009～2011 年公司干散货航运业务运行情况

业务		2009 运量（万吨）	2009 运输周转量（亿吨海里）	2010 运量（万吨）	2010 运输周转量（亿吨海里）	2011 运量（万吨）	2011 运输周转量（亿吨海里）
煤炭运输	内贸	5,408.9	488.2	5,697	504.5	5,782	521.4
	外贸	1,322.4	73.0	223	43.7	551	141.3
	合计	**6,731.3**	**561.2**	**5,920**	**548.2**	**6333**	**662.7**
其他干散货	内贸	329.2	68.6	1,385	85.5	1503	106.2
	外贸	809.6	324.6	1,103	456.1	1783	816.8
	合计	**1,138.8**	**393.2**	**2,488**	**541.6**	**3286**	**923.0**
合计		**7,870.1**	**954.4**	**8,408**	**1,089.8**	**9619**	**1585.7**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

COA 合同方面，2011 年，公司完成内贸散货 COA 合同运量 6103 万吨，占沿海干散货运量的 83.77%，高比例的 COA 合同运量提高了公司业务收入的稳定性。

合资公司方面，2011 年，合资公司整体经营情况良好，除上海银桦外，其余 8 家净利润均明显增长，货源优势给合资公司的盈利能力提供了强有力的保障。

表 5：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	2011 年净利润（万元）	2010 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	351	883
香港海宝航运有限公司	宝钢资源有限公司	51	铁矿石	4266	1027
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	224	123
上海嘉禾航运有限公司	申能股份有限公司	51	电煤	717	103
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	1889	-1021
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	15207	11103
上海友好航运有限公司	上海电力燃料有限公司	50	电煤	1499	1095
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	49814	29451
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	3047	1329

资料来源：公司提供，中诚信证评

总体看，2011 年，公司干散货外贸运输业务扩张明显，内贸运输业务稳定增长，充足的 COA 合同也增强了公司抵御行业周期波动的能力。但我们也关注到，受全球经济增长放缓和行业运力过剩的影响，干散货运输市场短期内仍将维持低景气状态，未来公司能否维持业务的稳定增长仍具有一定的不确定性。

油品运输业务收入保持稳定，外贸原油业务增长明显

2011 年，公司实现油品运输收入 62.30 亿元，同比增加 2.16%。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，如中国石化、中国石油、中海油、山东地炼等，境外客户主要为壳牌、BP 石油及全球主要油品贸易商。

表 6：2011 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	27.71	44.48%	-1.95%
	外贸	17.73	28.46%	13.36%
成品油	内贸	6.25	10.03%	0.81%
	外贸	10.61	17.03%	-2.48%
合计		**62.30**	**100.00%**	**2.16%**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入构成来看，内贸原油业务较为稳定，仍为公司油品运输收入的主要来源，2011 年，公司实现内贸原油运输收入 27.71 亿元，占油品运输收入的 44.48%。由于市场拓展和运力增加，公司外贸原油业务收入显著提升，2011 年该项业务收入为 17.73 亿元，较上年增长 13.36%。

运力方面，截至 2011 年 12 月 31 日，公司油品运输业务自有和控制船舶 74 艘，总运力为 692.97 万载重吨，其中自有船舶 72 艘，较上年增加 3 艘，自有运力 684.85 万载重吨，较上年增加 46.11 万载重吨。公司油轮船队平均船龄为 8.5 年，较上年略有上升，但仍处较低水平。

表 7：截至 2011 年 12 月 31 日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	20.42	10.0
巴拿马型	20	144.27	21.07	8.7
阿芙拉型	4	40.79	5.96	11.3
VLCC	12	359.96	52.55	3.7
总计	**72**	**684.85**	**100**	**8.5**

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，公司将继续扩大油轮船队的运力规模。截至 2011 年 12 月 31 日，公司计划三年内交付油轮 16 艘，共计 154.60 万载重吨。预计到 2014 年末，公司自有油轮运力规模将达到 88 艘，839.45 万载重吨。

2011 年，公司油品业务运输量为 8764.8 万吨，同比增长 7.27%，完成货物运输周转量 1,873.2 亿吨海里，同比增长 16.54%。其中，原油运输量和运输周转量分别为 6521.3 万吨和 1,546.9 亿吨海里，同比分别增长 8.45%和 22.76%。原油运输量的增长，尤其是外贸原油运输量的增长带动了公司油品运输业务收入的增长。

表 8：2009～2011 年公司油品航运业务运行情况

业务		2009 运量（万吨）	2009 运输周转量（亿吨海里）	2010 运量（万吨）	2010 运输周转量（亿吨海里）	2011 运量（万吨）	2011 运输周转量（亿吨海里）
原油	内贸	3,303.9	153.1	4127.0	207.4	4171.3	181.1
	外贸	1,395.2	699.5	1,886.1	1,052.7	2350.0	1365.8
	合计	**4,699.1**	**852.6**	**6,013.1**	**1,260.1**	**6521.3**	**1546.9**
成品油	内贸	547.5	41.9	842.7	61.6	971.2	74.2
	外贸	1,873.7	368.1	1,314.8	286.2	1272.3	252.1
	合计	**2,421.2**	**410**	**2,157.5**	**347.3**	**2243.5**	**326.3**
合计	-	**7,120.3**	**1,262.6**	**8,170.6**	**1,607.4**	**8764.8**	**1873.2**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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，业务运营稳定，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 项目取得较大进展

2011 年 7 月，公司与日本商船三井株式会社就合资设立四家单船公司、建造四艘 LNG 船舶参与 LNG 运输达成共识并签署协议，该四艘船舶将于 2015-2016 年交付使用。由于 LNG 项目的建设周期较长，预计在“十二五”期间对公司盈利贡献不大。但从长期看，LNG 业务将为公司发展提供新的增长点，公司业务结构也将进一步多元化。

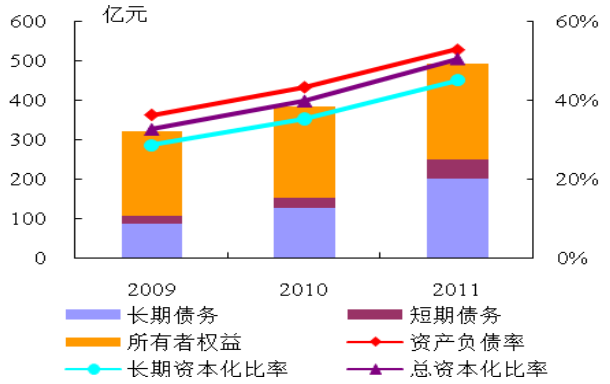
财务分析

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 2009~2011 年财务报告，其中 2009、2010 年财务数据分别为 2010、2011 年财务报告的期初数，2011 年数据为 2011 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 2011 年 12 月 31 日，公司资产总计为 515.89 亿元，同比增加 26.72%。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 2010 年的 39.77%上升到 2011 年的 52.82%。付息债务的上升导致公司总资本化比率上升至 50.41%。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 12：2009～2011 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。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 9：截至 2011.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（%）
中海集运	483.38	202.37	41.87
中国远洋	1566.64	1009.52	64.44
中海发展	520.04	278.20	53.50
招商轮船	167.67	72.09	43.00
中远航运	133.32	66.48	49.87
中海海盛	50.14	24.86	49.57
长航油运	192.41	139.24	72.37
宁波海运	72.65	46.29	63.72
长航凤凰	89.85	83.12	92.51
中位数	167.67	83.12	53.50
算术平均	344.38	200.53	58.43

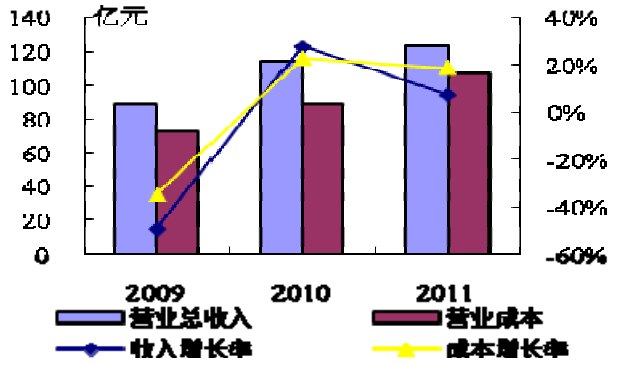
资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

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

由于外贸业务的快速拓展，公司 2011 年收入水平有所提升，实现营业总收入 122.91 亿元，同比增长 7.72%。但受运力过剩的影响，行业仍处于低景气阶段，公司收入增长趋缓，营业成本的上升一定程度上削弱了公司的盈利能力。

图 13：2009～2011 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，约占公司运输成本的 40%，国际原油价格的不断上行增加了公司的营业成本，公司营业毛利率从 2010 年的 21.68%下跌至 2011 年的 13.39%。尽管如此，但公司独特的业务结构以及良好的客户基础仍使其盈利水平在同行业上市公司中处于相对较高水平。

表 10：公司与 A 股航运上市公司营业毛利率比较

单位：%

	2009	2010	2011.Q3
中国远洋	-3.63	17.71	0.04
中海集运	-27.49	14.65	-4.75
中海发展	18.59	21.68	13.63
长航油运	8.55	11.19	-1.81
招商轮船	25.35	25.77	11.6
中远航运	9.9	14.74	7.5
长航凤凰	-7.07	10.32	-5.69
宁波海运	29.81	28.28	28
中海海盛	7.66	9.51	9.13
海峡股份	47.06	47.69	50.12
中位数	9.23	16.23	8.32
算术平均	10.87	20.15	10.78

资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

表 11：2009～2011 年公司分板块毛利率分析

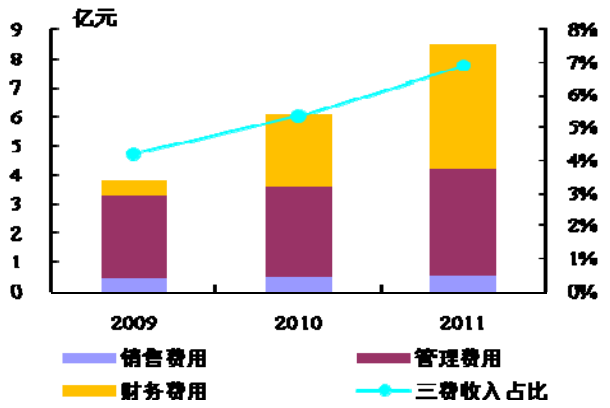
单位：%

	2009	2010	2011
干散货运输	**15.89**	**24.86**	**19.41**
其中：煤炭运输	20.58	25.95	25.29
其他干散货运输	0.64	22.53	7.99
油品运输	**21.32**	**18.87**	**7.45**
其他	**0.77**	**48.32**	**55.14**
合计	**18.59**	**21.68**	**13.34**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，近三年公司三费收入比例逐年提高。2011 年，公司三费收入比为 6.87%，比上年提高了 1.54 个百分点。其中，销售费用和管理费用分别比上年上升 20.63%和 16.98%，财务费用上升明显，比上年增加 69.80%。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。

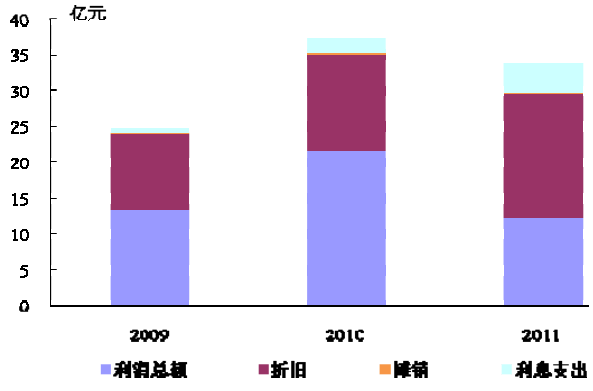
图 14：2009～2011 年公司三费分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

获现能力方面，2011 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 33.86 亿元，同比下降 9.36%。

图 15：2009～2011 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，行业的持续不景气给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

2011 年，随着自有运力的扩充，公司债务规模进一步扩大，总债务达 247.43 亿元，较上年增加 94.94 亿元，增幅为 62.26%。

从债务结构来看， 2011 年公司长期债务 198.65 亿元，短期债务 48.78 亿元，短期债务/长期债务指标为 0.25，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 12：2009～2011 公司主要偿债能力指标

	2009	2010	2011
短期债务（亿元）	18.24	26.97	48.78
长期债务（亿元）	86.57	125.52	198.65
长短期债务比（X）	0.21	0.21	0.25
总债务（亿元）	104.82	152.49	247.43
EBITDA（亿元）	24.84	37.36	33.86
总债务/EBITDA（X）	4.22	4.08	7.31
EBITDA 利息保障倍数（X）	10.08	10.27	4.48
经营活动净现金流（亿元）	19.02	27.21	14.71
经营活动净现金流/总债务（X）	0.18	0.18	0.06
经营活动净现金流/利息支出（X）	7.72	7.48	1.95

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，2011 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 7.31 和 4.48，但仍处于合理水平。

现金流方面， 2011 年，公司实现经营活动净现金流 14.71 亿元，较上年减少 12.50 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 0.06 和 1.95，分别较上年降低 0.12 和 5.53。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 2011 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 269.60 亿元，其中尚未使用额度 167.70 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 2011 年 12 月 31 日，公司在集团财务公司的贷款余额为 12.42 亿元。整体看，公司备用流动性充足，保障了其整体偿债能力。

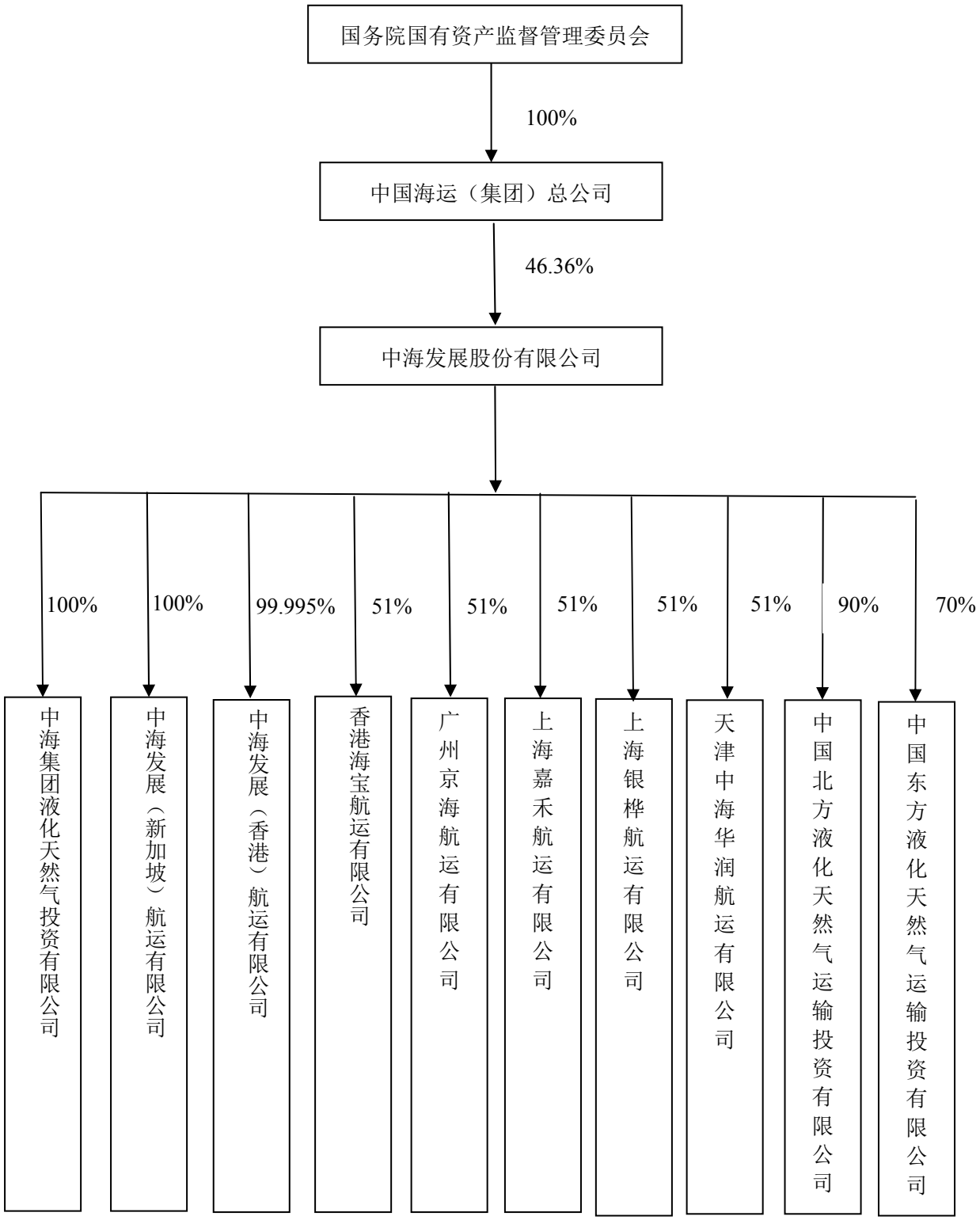
或有事项方面，截至 2011 年 12 月底，公司对外担保合计约为 3.03 亿元，占归属于母公司所有者权益的 1.28%，其中 2.5 亿元为公司对合营公司广州发展航运有限公司的担保。此外，公司对其非全资子公司中国东方液化天然气运输投资有限公司的联营单船公司宝瓶座 LNG 和双子座 LNG 以及非全资子公司中国北方液化天然气运输投资有限公司的联营单船公司白羊座 LNG 和摩羯座 LNG 进行租约担保，担保金额不超过 820 万美元，约合人民币 5300 万元。截至 2011 年 12 月 31 日，公司并无未决诉讼及其他重大或有事项引起的预计负债。

综上所述，尽管公司仍将有较大规模的资本支出，但其拥有相对稳健的资本结构、良好的盈利能力、充足的备用流动性，并且能够得到股东方的有力支持，因而具有极强的偿债能力，违约风险极低。

结　论

综上，中诚信证评维持本期可转换公司债的信用等级为 AAA，维持发行主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。

附一：中海发展股份有限公司股权结构图（2011 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）	2009	2010	2011
货币资金	222,214.71	106,173.47	337,669.20
应收账款净额	61,797.41	78,110.06	93,832.58
存货净额	34,973.56	44,928.46	82,396.06
流动资产	360,513.58	274,740.94	586,118.26
长期投资	162,040.66	257,851.75	356,681.87
固定资产合计	2,858,941.97	3,528,109.11	4,200,235.70
总资产	3,392,954.82	4,071,017.62	5,158,881.41
短期债务	182,445.97	269,670.02	487,765.43
长期债务	865,719.21	1,255,215.34	1,986,511.30
总债务（短期债务+长期债务）	1,048,165.18	1,524,885.36	2,474,276.73
总负债	1,229,169.37	1,761,871.46	2,724,720.62
所有者权益（含少数股东权益）	2,163,785.45	2,309,146.17	2,434,160.79
营业总收入	891,920.48	1,140,941.97	1,229,058.32
三费前利润	147,297.01	235,586.90	152,908.46
投资收益	8,884.79	21,793.95	37,182.49
净利润	106,464.14	172,196.30	107,876.44
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	248,370.45	373,565.92	338,587.25
经营活动产生现金净流量	190,151.53	272,096.73	147,144.82
投资活动产生现金净流量	-356,273.74	-841,128.03	-885,814.77
筹资活动产生现金净流量	195,023.94	455,297.58	973,916.29
现金及现金等价物净增加额	27,917.73	-116,041.24	231,495.73
财务指标	**2009**	**2010**	**2011**
营业毛利率（%）	18.59	21.68	13.39
所有者权益收益率（%）	4.92	7.70	4.55
EBITDA/营业总收入（%）	27.85	32.74	0.00
速动比率（X）	1.01	0.50	0.78
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.18	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	1.04	1.01	0.30
经营活动净现金/利息支出（X）	7.72	7.48	1.95
EBITDA 利息倍数（X）	10.08	10.27	4.48
总债务/EBITDA（X）	4.22	4.08	7.31
资产负债率（%）	36.23	43.28	52.82
总资本化比率（%）	32.63	39.77	50.41
长期资本化比率（%）	28.58	35.22	44.94

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+长期应付款[1]
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[2]+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）

[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