



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪047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2012年公司债券（第二期）”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，维持贵公司本期债券信用等级**AAA**，维持本次发债主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年四月二十七日

中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	中海发展股份有限公司		
发行规模	人民币 50 亿元		
存续期限	第二期品种一：2012/10/29-2019/10/29 第二期品种二：2012/10/29-2022/10/29		
上次评级时间	2015/4/22		
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	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	222.12	226.48	265.23
总资产（亿元）	588.42	657.50	683.79
总债务（亿元）	328.77	398.76	376.86
营业总收入（亿元）	113.92	123.34	127.77
营业毛利率（%）	1.21	11.08	18.42
EBITDA（亿元）	3.40	33.94	36.20
所有者权益收益率（%）	-10.27	1.78	1.74
资产负债率（%）	62.25	65.55	61.21
总债务/EBITDA（X）	96.83	11.75	10.41
EBITDA 利息倍数（X）	0.28	2.38	2.69

中国海运	2013	2014	2015.Q3
所有者权益（亿元）	763.63	865.32	943.21
总资产（亿元）	1,764.68	2,105.85	2,223.10
总债务（亿元）	750.64	931.32	966.63
营业总收入（亿元）	684.22	830.65	582.23
营业毛利率（%）	2.20	7.11	8.40
EBITDA（亿元）	156.29	-	-
所有者权益收益率（%）	-0.59	1.47	4.02
资产负债率（%）	56.73	58.91	57.84
总债务/EBITDA（X）	4.80	-	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.37	-	-

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

当前全球经济上行压力较大，经济低速增长成为常态，国际航运市场需求不足、运力过剩局面在短期内未能得到实质性改善。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”）依托其较强的品牌竞争优势、丰富的客户资源、优质的管理能力及多元化的业务结构等实现了营业收入和盈利能力的提升。同时，中诚信证评也关注到目前干散货运输市场景气度低迷、短期内油运运力集中交付及国际市场原油价格波动对公司信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持中海发展主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）”信用等级为 AAA。该债项级别同时也考虑了中国海运（集团）总公司（以下简称“中国海运”或“集团”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券偿付的保障作用。

正面

- 油运运输业务表现良好。2015 年，油运市场在运价上行、燃油价格大幅下降等因素支撑下，公司当年油运业务实现营业收入 60.88 亿元，同比增长 10.6%，为业绩的稳步增长奠定了基础。
- 运力结构持续完善，市场竞争力得到增强。2015 年公司新增油轮订单 6 艘 146 万载重吨，新投产散货船 8 艘 51.6 万载重吨，报废老旧散货船 36 艘 132.9 万载重吨，当年末共拥有船舶 166 艘 1,684.7 万载重吨，平均船龄逐年降低，船队大型化、年轻化程度进一步提升。
- 盈利能力有所提升。得益于燃油价格的下降及船员薪酬制度的改革，2015 年公司主营业务成本明显下降，毛利率水平大幅提升，整体盈利能力增强，经营所得对债务本息偿还的保障力度得以提升。
- 财务结构较为稳健。公司负债水平适中，并

分析师

郭世瑾 twinkle92@ccxr.com.cn

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年4月27日

通过发行可转债等方式不断优化债务结构，财务杠杆比率维持在较为合理的水平，财务结构稳健性良好。

关注

- 目前全球经济上行压力持续加大，下游需求不足，加之我国煤炭、钢铁去库存、去产能力度进一步加大，2016年国际国内干散货运输业务景气度或仍将维持低位，公司干散货运输业务下行走势难以改善。
- 燃油成本在公司主营业务成本中占比最大，近年来，国际市场油价波动较大，需关注油价上涨对公司油运业务造成的负面影响。
- 2016年，公司预计新增油轮2艘13万载重吨、散货轮3艘2万载重吨、LNG轮3艘52.5万立方米，预计当年资本性支出24.8亿元，面临一定的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）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证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

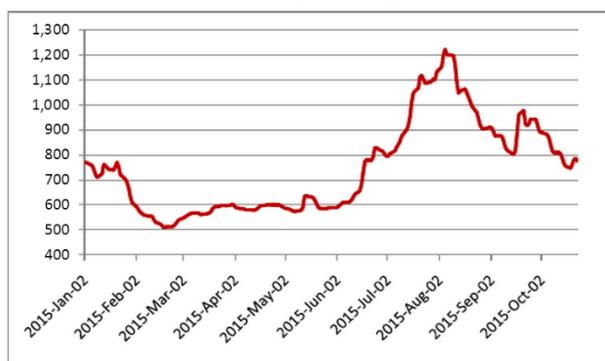
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

行业分析

金融危机以来，在运力过剩的矛盾没有根本解决的大背景下，干散货船海运市场始终未摆脱低位徘徊的走势。

2015年，BDI¹指数一路下滑，年中受中国补库存的影响，好望角型散货船的运费飙升带动BDI开始企稳回升，出现了一波比较有利的上升走势，在8月份超越了1200点位。然而，中国经济状况并未好转，同期钢铁、煤炭等产品价格仍在下跌，中国需求不足直接造成了BDI在8月初又掉头向下，快速下跌，至10月中旬，BDI已经跌破800点位，创下29年来的同期最低。综合宏观因素来看，在未来一年内，BDI指数向下压力仍较大。

图 1：2015 年 BDI 走势图



资料来源：财经网

干散货贸易陷入低谷。我国经济下行压力较大，制造业和房地产板块难见起色，整体低迷的外贸现状严重影响了全球干散货海运贸易。矿石方面，国内外钢铁需求持续疲软导致钢铁企业产成品库存高企，国内钢铁行业的资金困境难减，减产压力巨大。动力煤和焦煤方面，2015年，全球煤炭海运贸易量近三十年来首次出现下降的情况，中国焦煤进口海运量的下降一方面与钢厂减产有关，另一方面人民币的贬值使得煤炭进口的价格优势减小；动力煤海运进口量的下降则与国内用电量增幅下降及国家提高环保要求有关。

散货船运力稳步增长。2015年全年，散货船船队预计增长2.8%，到2016年初散货船船队的规模将达到7.8亿载重吨的规模。根据船厂现有的手持

订单和船龄估算，2017年初，散货船船队将突破8亿载重吨大关，增长幅度高达3.8%以上。运力增长超过需求增长导致未来市场前景堪忧，同时，由于受市场行情偏弱影响，预计运力调整的步伐亦将加快，旧船拆解量将进一步增加。

干散货船航运市场弱势难改。从需求端来看，全球经济下行压力加大，无论是发达国家还是发展中国家增长前景受限，总体形势不乐观。中国经济的增速难再现高增长，房地产需求增速出现负增长，库存压力增大，企业投资意愿明显降低，房地产投资对钢材、水泥等的拉动大幅减弱，需求的反弹力度偏弱。煤炭方面，受国内制造业持续萎缩、房地产开发大幅下降的影响，煤炭需求仍将持续低迷。印度虽在煤炭货种上起到一定作用，但支撑作用有限，市场总体需求动力不足，需求来源单一。

从供给端来看，干散货船运力仍在增长，综合来看，干散货船航运市场在供需矛盾依然突出的背景下将持续呈现弱势波动的特点。

2016年油运细分市场有望继续延续上年良好的运营状况，但随着下半年新船的集中交付，油运运价持续上升的可能性减弱，同时需关注若油价上涨对油运市场造成的负面影响。

2015年，散运市场创造了BDI29年来最低点，而另一方面，油运市场受益于油价下跌，运价不断攀升，市场表现繁荣。进入2016年，由于原油高产出、低油价、耗油国家加大石油储备力度、以及运力增长相对较温和等原因，油运市场的走势被普遍看好。

根据高盛和穆迪对2016年的油价预测，2016年的油价均价低于2015年是大概率事件，考虑到油价对于油运的负相关关系，认为油运市场利润率在2016年会依然维持相对高位。在此情况下，油运企业的高收益仍将维持。

但上年油运市场的火热，使得很多新船订单签订，2016年下半年将迎来油船市场的新一轮交付，大量新增运力的涌入，将会对市场造成不利影响。2016年下半年油运市场新船交付量预计达到1710万载重吨运力，相比上半年的980万载重吨新船出现大幅提升。油运市场运力年均增长量为现有船队

¹ 波罗的海干散货指数（Baltic Dry Index，缩写BDI），是航运业的经济指标，包含了航运业的干散货运价水平的转变。

规模的 5%，但随着下半年新船交付量的大幅上升，市场运力增长 2700 万载重吨，预计增长量将达到现有船队规模的 7.7%。同时，尽管船东目前仍认为随着油运现货市场运价上升，期租市场运价也将持续增长，但如果石油价格上升，期租市场运价上升速度可能将出现减缓，对于原油船市场而言，仍然存在欧佩克国家为维持油价削减产量的风险。因此，2016 年油运市场能否延续强劲态势仍值得关注。

重大事项

2016 年 3 月 30 日，公司披露《中海发展重大资产出售及购买暨关联交易报告书（草案）》。本次交易的拟出售资产为本公司持有的中海散运 100% 股权。根据中通诚出具的资产评估报告，以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，中海散运股东权益账面价值（母公司口径，经审计）为 530,134.12 万元，采用收益法的评估值为 539,222.16 万元，增值率为 1.71%。拟出售资产的交易作价经交易各方协商确定为 539,222.16 万元。本次交易的拟购买资产为中远集团持有的大连远洋 100% 股权。根据中通诚出具的资产评估报告，以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，大连远洋股东权益账面价值（母公司口径，经审计）为 624,299.58 万元，采用收益法的评估值为 662,845.52 万元，增值率为 6.17%。拟购买资产的交易作价经由交易各方协商确定为 662,845.52 万元。本次交易完成后，公司的主营业务将更为专注，持续盈利能力或将得到提升。

业务运营

公司主要从事中国沿海地区和全球的成品油、原油、铁矿石和煤炭运输等，2015 年公司完成运输周转量 4,709.3 亿吨海里，实现营业收入 127.77 亿元，同比增长 3.6%，其中主营业务收入 122.22 亿元，同比减少 0.5%。公司主要经营模式为利用自有船舶为货主提供期租船和航次租船服务，此外亦通过向银行、融资租赁方、其他船东光租和期租船舶后向货主提供定期租船和航次租船服务。

此外，公司目前正积极拓展中国进口液化天然气（LNG）运输业务并已取得重大突破。2015 年公

司稳步推进埃克森美孚项目和 APLNG 项目一期造船，加强与业务合作伙伴协调。截至 2015 年底，公司参与或主导的埃克森美孚 DES 项目、APLNG 项目及 YAMAL 项目合计拥有 LNG 船舶订单 13 艘。2015 年公司埃克森美孚 3 艘 LNG 船陆续投入营运，该 3 艘船舶共完成 13 个航次，完成运量 99 万吨、周转量 43 亿吨海里，实现净利润 713 万美元，按权益法计算，实现投资收益 1,333 万元。

表 1：2015 年公司主营业务分产品情况

单位：千元、%

产品	营业收入	收入增速	毛利率	毛利率增减
内贸原油	1,967,785	14.2	43.7	5.6
内贸成品油	109,461	-48.4	9.0	1.6
内贸油品船舶租赁	89,871	58.0	7.6	-0.9
外贸原油	2,178,083	7.8	41.6	40.8
外贸成品油	941,232	-22.4	34.4	33.2
外贸油品船舶租赁	801,711	187.9	3.0	-2.2
油品运输	6,088,143	10.6	35.0	21.9
内贸煤炭	1,310,763	-32.2	3.3	1.3
内贸铁矿石运输	149,829	-46.0	-60.4	-50.2
内贸其他干散货运输	264,021	2.2	-13.0	-2.5
内贸散货船舶租赁	938,918	521.6	0.5	0.8
外贸煤炭	254,305	-42.3	-8.9	2.1
外贸铁矿石运输	2,110,304	-19.0	13.6	-13.5
外贸其他干散货运输	542,632	161.7	-6.6	0.5
外贸散货船舶租赁	563,241	-37.5	4.1	6.8
干散货	6,134,014	-9.5	2.8	-6.0

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

在全球经济上行压力持续加大的情况下，需求的低迷使得公司当年干散货运输业务同比萎缩；当前我国煤炭、钢铁等去库存、去产能力度进一步加大，2016 年国际国内干散货运输业务景气度或将仍维持低位。

受全球经济增速放缓、中国需求负增长等因素影响，2015 年国内外干散货市场表现低迷，全年 BDI 平均值同比下跌 34.9%。同时，新船的集中交付使得当年全球运力供给增长 2.6%，海运市场运力

过剩状况进一步加剧。受此影响，2015年，公司共完成干散货运输周转量 3,032 亿吨海里，实现营业收入 61.34 亿元，同比下降 9.5%。

在国内产业结构调整 and 去产能去库存化、煤炭、铁矿石结构性萎缩的情况下，2015 年公司加大对国内客户的营销力度，当年初及早布置 COA 合同谈判工作，并全力提高合同兑现率，签订内贸 COA 合同 5,095 万吨。公司通过尽早处置和封存沿海运力，全年减亏人民币 1.68 亿元。

外贸方面，2015 年公司积极调整市场结构，从传统沿海运输市场向远洋市场转型，加强了与宝钢、武钢的合作，积极推进与巴西淡水河谷合作，当年外贸运力投入占比 77%，外贸周转量占比 82%，外贸运输收入占总收入的 75%。同时，公司货源结构逐步由传统的电煤运输向粮食、化肥等高附加值的非煤运输业务转型，当年非煤运输投入运力比例达到 75%，非煤货运量占比达到 58%。此外，公司调整远洋运力布局，加大第三国运输力度，全年投入第三国运输运力同比增长 7.9%，第三国运输周转量同比增长 11.6%；此外，公司大力拓展远洋租船业务，全年实现远洋租船收入 1.86 亿元。

运力方面，2015 年公司新投产散货船 8 艘 51.60 万载重吨，报废老旧散货船 35 艘 131.6 万载重吨。截至 2015 年 12 月 31 日，公司共有散货船 100 艘，自有运力 939.80 万载重吨。船舶结构的调整使得公司自有船队结构进一步优化，平均船龄逐年相应降低。

表 2：2014-2015 公司干散货自有运力变动情况

年份	数量 (艘)	载重吨 (万吨)	平均船龄 (年)
2014 年	127	1,020.01	9.3
2015 年	100	939.80	5.1

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

2016 年，预计全球干散货运力将持续增长，但需求增长远低于供给增长，加之我国去产能、去库存仍需时日，铁矿石、煤炭需求量进一步萎缩，因此，2016 年国际国内干散货市场或将维持低迷。受此影响，公司自有运力扩张速度放缓，2016 年计划新增干散货船 3 艘，运力 2 万载重吨，干散货运输业务资本性支出约为 3000 万元。

国际油价的走低使得 2015 年全球油运市场运行良好，公司当年油运业务收入规模及盈利能力同比均有所增长，但油轮新订单的集中交付或对公司 2016 年油运市场发展造成一定的不利影响。

2015 年，全球油运市场总体保持良好的运行状态，受国际原油价格低位影响，全球石油贸易的活跃使得油运市场对油轮运力的需求增长了 4.3%。同时，在公司各项改革创新举措的逐步显现等因素的共同作用下，公司油品运输业务运营情况良好。当年公司完成油品周转量 1,677 亿吨海里，实现营业收入 60.88 亿元，同比增长 10.6%。

内贸油运方面，针对内贸原油市场全面开放的情况，公司强化战略布局，战略性推出成品油市场，创新综合物流服务模式，以入股北海船务为契机与中海油建立起紧密的合作伙伴关系。2015 年公司完成内贸油运周转量 155.4 亿吨海里，同比增长 5.1%，运输收入 21.7 亿元，同比增长 8.8%。当年，公司内贸油运市场份额保持在 54% 左右，在海洋油运价同比下跌 2.9% 的情况下，公司内贸原油运输持续保持在较高的盈利水平，毛利率为 43.7%。

外贸油运方面，2015 年公司完成外贸油运周转量 1,522 亿吨海里，同比减少 13.4%（主要因为部分自营船舶转为出租），运输收入 39 亿元，同比增长 11.7%。

运力方面，2015 年新增油轮订单 6 艘，146 万载重吨，报废 1 艘油轮 1.3 万载重吨。截至 2015 年 12 月 31 日，公司共拥有油轮 66 艘，744.9 万载重吨，平均船龄 7.0 年，同比提高 0.8 年，整体船龄较低。2016 年公司预计新增油轮 2 艘，13 万载重吨，油轮船队大型化、年轻化及远程化程度有望进一步提升。但值得注意的是，2016 年油运市场运力将迎来一轮交付小高峰，在原油需求增长有限的情况下，中诚信证评对公司未来油运业务运营情况予以关注。

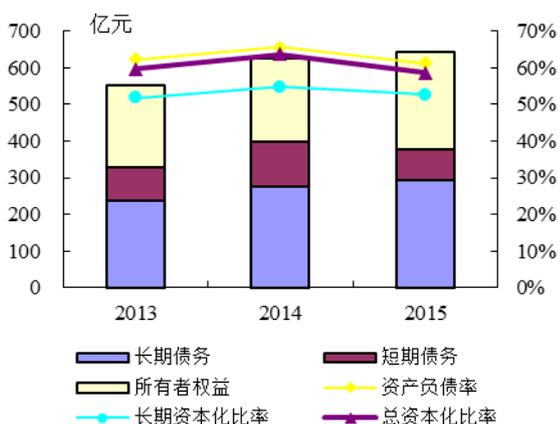
财务分析

下列财务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 2013~2015 年财务报告。

资本结构

2015 年全球航运市场景气度欠佳，公司当年运力扩张增速放缓，长期投资规模相对有限。截至 2015 年末，公司资产总额 683.79 亿元，同比增长 4.00%，增速下滑 7.74 个百分点。受以前年度发行的可转换债券本期转股所致，2015 年末公司股本余额上升至 40.32 亿元，同比增长 15.82%，资本公积余额增至 79.22 亿元，当年净资产规模同比大幅增长。截至 2015 年末，公司所有者权益合计 265.23 亿元，同比增长 17.11%。负债方面，2015 年公司发行的可转换债券“中海转债”（110017）已于 2015 年 2 月在上交所摘牌，当年末负债总额相应减少。自有资本实力的增强及负债规模下降使得公司当年资产负债率下滑至 61.21%，负债水平较为适中。债务结构方面，2013~2015 年公司总债务分别为 328.77 亿元、398.76 亿元和 376.86 亿元，同期长短期债务比分别为 0.33、0.46 和 0.28，债务期限结构较为合理。但值得注意的是，2016 年公司计划新增油轮 2 艘 13 万载重吨、散货轮 3 艘 2 万载重吨、LNG 轮 3 艘 52.5 万立方米，预计 2016 年资本性支出规模为 24.8 亿元，仍面临一定的资本性支出。

图 2：2013~2015 年公司资本结构



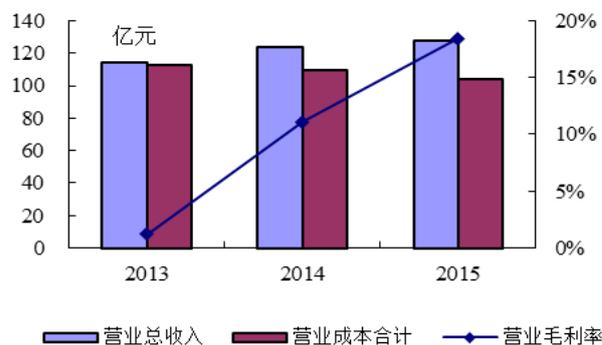
资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

盈利能力

近年来全球干散货运输业务景气度低迷，2015 年公司干散货运输业务实现营业收入 61.34 亿元，同比下降 9.5%；得益于油运市场运价上升、燃油价格大幅下降等因素影响，当年公司油运业务实现营业收入 60.88 亿元，同比增长 10.6%。当年公司共实现营业收入 127.77 亿元，同比增长 3.6%，其中

主营业务收入 122.22 亿元，同比减少 0.5%。

图 3：2013~2015 年公司收入成本分析

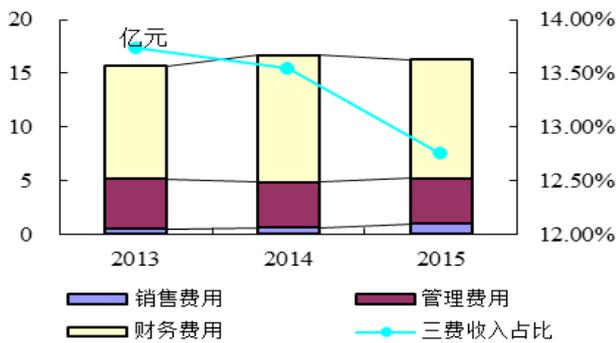


资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

成本方面，公司主营业务成本主要包括燃油费、港口费、折旧费和船员费等，其中燃油费占比最大，2013~2015 年，燃油费占公司主营业务成本的比例分别为 42.9%、41.6% 和 27.6%。2015 年公司在运输周转量同比增长 9.5% 情况下，消耗燃油 112.43 万吨，同比下降 4.0%；平均燃油单耗由上年的 2.72 公斤/千吨海里下降至 2.39 公斤/千吨海里，同比下降 12.1%，燃油使用率得到大幅提升，当年公司发生燃油成本 27.36 亿元，同比下降 40.0%。此外，当年公司积极推行船员管理体制变革，减少船员成本支出 1.95 亿元，当年毛利率为 18.42%，同比提高 7.34 个百分点。当前国际市场油价波动较大，对公司燃油采购成本产生较大影响，中诚信证评关注未来燃油价格波动对公司主营业务成本和盈利水平产生的影响。

期间费用方面，2015 年公司三费合计 16.29 亿元，同比下降 2.49%。其中销售费用 0.96 亿元主要为职工薪酬、租赁费和差旅费等，同比增加 67.85%，主要系下属子公司中海散运、武汉散运公司开展商贸业务产生的费用计入销售费用所致；管理费用 4.27 亿元包括职工薪酬、租赁费和折旧、摊销费用等；财务费用 11.06 亿元主要为利息支出。当年公司三费收入占比为 12.75%，同比下降 0.79 个百分点。

图 4：2013~2015 年公司期间费用情况



资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

利润总额方面，燃油价格的走低使得公司 2015 年主营业务成本得以有效控制，当年毛利率水平大幅提升，取得经营性业务利润 7.01 亿元，实现扭亏为盈。2015 年公司重组评估散运资产中友好航运、广发航运而发生资产减值损失 1.94 亿元；营业外支出 13.7 亿元主要系船舶处置损失。但公司当年毛利率大幅提升，加之收到拆旧造新财政补贴 9.24 亿元，公司取得利润总额 5.65 亿元，同比增长 74.53%，最终实现净利润 4.62 亿元。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成。公司当年利润总额同比大幅上升，EBITDA 为 36.20 亿元，EBITDA 利息倍数 2.69 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度逐年提升。

现金流方面，2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 51.66 亿元，报告期内油运市场回暖，市场需求量的增加导致公司经营性现金流入规模增长，加之收到政府补助 9.25 亿元，当年公司经营性现金流量金额同比增长 57.19%；投资活动产生的现金流量净额为-21.25 亿元，同比大幅好转，原因系本期船舶在建工程基本完工，资本性支出相应减少；筹资活动产生的现金流量净额为-35.09 亿元，2015 年公司借款减少，加之偿还债务的增加，使得现金流大规模流出。2015 年，公司经营活动净现金流/总债务和经营净现金流利息倍数分别为 0.14 和 3.84，分别较上年提高 0.06 和 1.54，公司现金流对债务及利息的保障能力逐年提升。

财务弹性方面，截至 2015 年末，公司获得商

业银行授信约 380 亿元，已使用 276 亿元，尚未使用额度 104 亿元。此外，除发行公司债之外，公司系 A 股上市公司，融资渠道较为多元化，备用流动性较为充足。

对外担保方面，截至 2015 年末，公司对外担保余额（不包括对子公司的担保）合计 33.06 亿元，担保对象主要为宝瓶座 LNG（Aquarius LNG Shipping Limited）和双子座 LNG（Aquarius LNG Shipping Limited）等联营企业，担保比率为 12.46%，公司存在一定的或有负债风险。

综上所述，在全球航运行业景气度欠佳的情况下，公司运力扩张速度有所放缓，未来投资需求相对较小，负债水平及债务结构或仍将维持当前较为合理的水平。此外，公司经营性业务稳定性良好，加之得益于燃油价格的下行及经营策略的调整，公司盈利能力得以改善，整体偿债能力极强，违约风险极低。

担保实力

中国海运（集团）总公司（以下简称“中国海运”或“集团”）为本债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国海运成立于 1997 年 7 月 1 日，系中央直接领导和管理的国有骨干企业之一，是以航运为主业的跨国经营、跨行业、跨地区、跨所有制的特大型综合性企业集团。中国海运主营集装箱、油运、货运、LNG、客运、汽车船运输、特种运输等海上运输，并形成了航运业与航运进入、物流、码头、船舶修造和科技信息等多元化业务协同发展的格局。截至 2014 年末，中国海运拥有各类船舶 537 艘，3613 万载重吨，集装箱载箱位 72.5 万标准箱，年货物运输完成量近 5.33 亿吨、1184 万标准箱，系国内第二大航运集团。

2014 年，中国海运实现主营业务收入 822.10 亿元，其中航运业、工业制造业、物流码头金融业和航运相关产业占比分别为 58.58%、8.17%、13.02% 和 20.23%。2015 年 1~9 月，中国海运实现营业收入 582.23 亿元，同比下滑 1.67%。

截至 2014 年末，集团资产合计 2105.85 亿元，负债总额 1240.53 亿元，资产负债率为 58.91%；当

年实现营业收入 830.65 亿元，取得净利润 12.71 亿元。

截至 2015 年 9 月末，集团资产合计 2237.10 亿元，负债合计 1293.89 亿元，资产负债率为 57.84%；1~9 月，实现营业收入 582.23 亿元，取得净利润 37.89 亿元。

盈利方面，2015 年 1~9 月，集团营业收入有所下滑，但当期毛利率为 8.40%，同比提高 0.51 个百分点。同期，集团三费支出 56.36 亿元，占收入的比例为 9.68%，在收入规模小幅下滑的情况下，集团期间费用控制能力有所减弱，吞噬一定的经营所得。2015 年 1~9 月，集团实现营业利润 44.24 亿元，经营性业务获利能力较强。

偿债能力方面，2015 年 1~9 月，集团经营活动产生现金流量净额为 68.87 亿元，当期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.09 和 2.94，同比分别增长 0.02 和 0.86，集团偿债能力逐年提升。

截至 2014 年末，集团获得中国银行、中国工商银行、国家进出口银行、国家开发银行、招商银行等金融机构的授信额度共 4088 亿元，其中已使用额度 1258 亿元，剩余额度 2830 亿元，备用流动性良好。

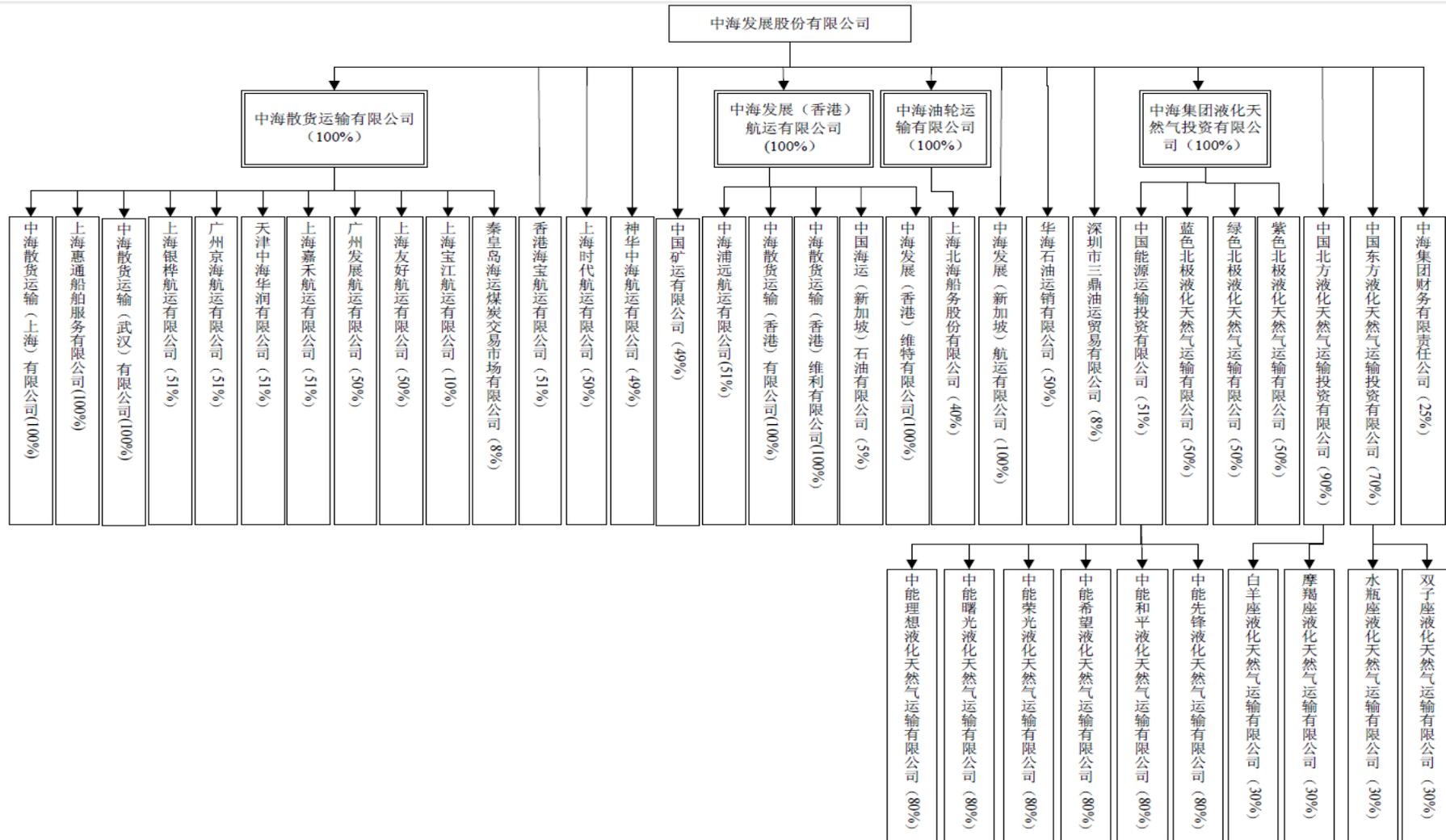
总体来看，作为国内第二大航运企业，集团在行业地位、经营规模、运载能力、船型结构方面的优势显著，同时，以集运、油运和货运业务为核心的多元化运营结构使得集团抗周期能力较强，2015 年集团海运主业经营企稳，经营性现金流表现良好，资产质量较好，信用风险极低。

综合来看，我们认为中国海运（集团）总公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供强有力的保障。

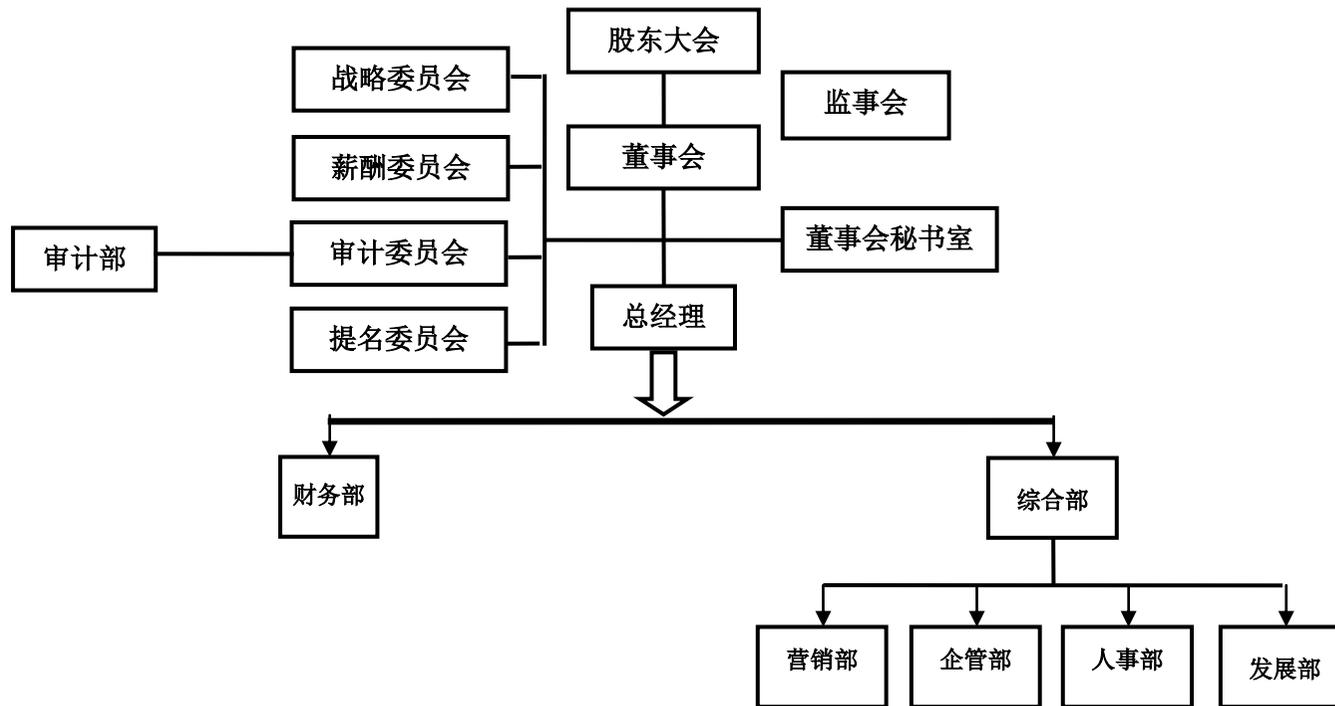
结 论

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“中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

附一：中海发展股份有限公司股权结构图（2015年12月31日）



附二：中海发展股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：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）	2013	2014	2015
货币资金	191,920.41	306,114.03	208,588.86
应收账款净额	159,863.08	150,763.32	181,696.86
存货净额	88,828.73	83,530.36	58,242.72
流动资产	504,394.94	645,537.29	646,590.14
长期投资	470,956.62	653,762.35	647,853.92
固定资产合计	4,850,076.24	5,153,661.80	5,281,007.84
总资产	5,884,247.90	6,575,040.16	6,837,865.33
短期债务	907,211.80	1,247,516.60	825,363.17
长期债务	2,380,447.96	2,740,046.68	2,943,186.89
总债务（短期债务+长期债务）	3,287,659.76	3,987,563.28	3,768,550.06
总负债	3,663,060.22	4,310,267.17	4,185,545.09
所有者权益（含少数股东权益）	2,221,187.68	2,264,772.99	2,652,320.24
营业总收入	1,139,203.69	1,233,382.04	1,277,652.90
三费前利润	12,970.41	135,791.16	232,937.34
投资收益	11,706.00	29,754.33	28,920.42
净利润	-228,174.16	40,337.98	46,244.92
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	33,952.03	339,375.54	362,019.11
经营活动产生现金净流量	155,484.09	328,665.00	516,634.28
投资活动产生现金净流量	-414,027.38	-921,427.97	-212,457.56
筹资活动产生现金净流量	123,725.05	644,420.73	-350,940.41
现金及现金等价物净增加额	-136,654.07	53,003.61	-36,335.17
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	1.21	11.08	18.42
所有者权益收益率（%）	-10.27	1.78	1.74
EBITDA/营业总收入（%）	2.98	27.52	28.33
速动比率（X）	0.37	0.41	0.59
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.08	0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	0.17	0.26	0.63
经营活动净现金/利息支出（X）	1.26	2.30	3.84
EBITDA 利息倍数（X）	0.28	2.38	2.69
总债务/EBITDA（X）	96.83	11.75	10.41
资产负债率（%）	62.25	65.55	61.21
总资本化比率（%）	59.68	63.78	58.69
长期资本化比率（%）	51.73	54.75	52.60

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。

附四：中国海运（集团）总公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015.Q3
货币资金	1,906,783.13	1,922,143.91	1,716,976.32
应收账款净额	575,426.54	798,554.95	754,756.26
存货净额	563,258.69	673,518.12	762,944.92
流动资产	3,541,813.62	4,115,140.50	4,165,717.41
长期投资	2,727,261.92	4,113,796.57	4,392,946.88
固定资产合计	10,855,449.69	12,274,475.45	12,717,828.40
总资产	17,646,846.62	21,058,504.54	22,370,995.22
短期债务	2,746,240.76	2,748,037.60	2,204,204.63
长期债务	4,960,114.73	6,565,135.15	7,462,082.54
总债务（短期债务+长期债务）	7,506,355.48	9,313,172.76	9,666,287.17
总负债	10,010,523.26	12,405,268.00	12,938,853.94
所有者权益（含少数股东权益）	7,636,323.35	8,653,236.54	9,432,141.28
营业总收入	6,842,236.64	8,306,535.69	5,822,328.12
三费前利润	141,169.43	579,748.67	484,823.82
投资收益	612,065.84	304,453.51	512,519.14
净利润	-45,262.06	127,050.87	378,711.78
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,562,877.71	-	-
经营活动产生现金净流量	-29,000.55	615,077.18	688,712.27
投资活动产生现金净流量	-858,239.95	-2,063,851.79	-599,350.67
筹资活动产生现金净流量	503,033.98	1,370,573.84	-134,818.15
现金及现金等价物净增加额	-413,972.08	-76,898.24	-2,792.84
财务指标	2013	2014	2015.Q3
营业毛利率（%）	2.20	7.11	8.40
所有者权益收益率（%）	-0.59	1.47	4.02
EBITDA/营业总收入（%）	22.84	-	-
速动比率（X）	0.64	0.66	0.72
经营活动净现金/总债务（X）	0.00	0.07	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.01	0.22	0.42
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.03	2.10	2.94
EBITDA 利息倍数（X）	1.37	-	-
总债务/EBITDA（X）	4.80	-	-
资产负债率（%）	56.73	58.91	57.84
总资本化比率（%）	49.57	51.84	50.61
长期资本化比率（%）	39.38	43.14	44.17

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。

附五：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/所有者权益

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）

附六：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

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

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。