

中国长航南京长江油运公司跟踪评级分析报告

债项

04 长航债

10 亿元人民币, 2004/05/26~2014/05/25, AAA

跟踪评级时间: 2007 年 8 月 6 日

初次评级时间: 2003 年

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	915729.54	1078827.44	1140214.90
所有者权益(万元)	328006.06	353044.00	322886.92
主营业务收入(万元)	440593.71	531738.20	428424.06
利润总额(万元)	65083.36	68010.03	44534.94
资产负债率(%)	53.84	57.02	61.69
全部债务资本化比率(%)	40.64	39.46	49.52
净资产收益率(%)	9.92	8.49	5.31
流动比率(%)	144.70	106.24	113.61
EBITDA 利息倍数(倍)	12.68	12.94	8.69
债务保护倍数(倍)	0.26	0.25	0.14

分析员

王 佳

电话 010-85679696-8876

邮箱 wangjia@lianheratings.com.cn

谭 亮

电话 010-85679696-8856

邮箱 tanl@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email:lianhe@lianheratings.com.cn

Http://www.lianheratings.com.cn

一、企业基本情况

中国长航南京长江油运公司(以下简称“公司”)是国家级大型企业集团中国长江航运(集团)总公司(以下简称“长航集团”)旗下专业从事石油及其制品运输的航运企业。公司共拥有各类运输船舶370余艘,约240万载重吨,年运量4500多万吨,其中海上及远洋运输量2000多万吨,是国内第二大石油运输企业。

目前,公司业务领域已从单一为沿江石化企业提供配套原油运输发展为具备承运原油、成品油、化工品、液化气、沥青、植物油等六大类货种,航线辐射国内外各大港口的大型石油水运企业。公司已拥有海上及进江原油及成品油运输的油轮35艘、150万载重吨;化工品船14艘、8万载重吨;液化气船5艘,近1万立方米;外贸沥青船4艘、2.7万载重吨。

公司内设总经理办公室、发展部、航运部、船舶管理一部、船舶管理二部、船舶技术部、安全监督部、人力资源部、财务部等管理部门,拥有直属单位7家,全资及控股子公司17家(其中上市公司1家)、参股公司9家、集体企业1家。

截止2006年底,公司资产总额1140214.90万元,所有者权益322886.92万元;2006年实现主营业务收入428424.06万元,利润总额44534.94万元;2006年经营活动产生的现金流量净额99113.53万元,现金及现金等价物净增加额-65772.46万元。

公司地址:南京市下关区中山北路324号;
法定代表人:薛国良。

二、产业分析

公司主要从事石油及其制品的船舶运输,石油运输市场的状况与国内外经济形势、石油市场状况密切相关。

我国进口原油一程运输主要为我国由中东、西非、南美和东南亚进口原油的运输，主要进口商是中石化、中化集团和中石油（以上均为简称）三家。近年我国经济的高速增长带动石油需求的增长，2006年我国石油表观消费量(包括原油表观消费量及油品净进口量)为34655万吨，比2005年增加2888万吨，增幅9.3%。据中国海关统计，2006年我国原油净进口量为13884万吨，油品净进口量为2403万吨，合计16287万吨，比2005年增长19.6%。我国的石油进口量居美国、日本之后，成为世界第三大石油进口国。目前我国进口原油一程运输中由中资油轮企业承运的运量在20%左右，使得我国原油运输受制于人，对我国的石油运输安全极为不利。根据有关部门政策指导，预计到2010年我国进口原油50%左右的运量将由中资船东承担。

我国进口原油的二程转运是由于很多炼厂所在地无法停靠大型油轮，进口原油中25%左右需要从主要的转运港如宁波、青岛、大连等运到各地炼厂。中石化甬-沪-宁管线的开通及南京-长岭沿江管线系的开通，使2004年以来原油二程船运量有较大下降。

我国内贸成品油呈现北油南运的特点，海上运输是成品油内贸运输的主要方式之一，主要从东北成品油加工企业经大连、营口、秦皇岛、天津等港口出发运至南方消费领域。基于中国经济的高速增长，该市场是沿海油运市场中最有增长潜力的。但由于成品油运输主要是1万吨以下的小船，进入门槛较低，客户相对分散，市场竞争较为激烈。此外，我国每年根据国际、国内市场需求，分别出口和进口部分成品油，2006年我国进口成品油4028万吨，出口1222万吨。

根据世界著名航运业咨询机构CLAEKSONS跟踪的数据，2007和2008年油轮运输市场进入新的运力投放期，投放增速分别为7.6%和8.1%，较2006年有所增加。运力投放速度过快导致运价在2006年下半年开始下滑，

截至2007年6月25日，波罗的海原油运价指数和成品油运价指数平均值分别为1167和1052，比上年同期分别下降8.3%和6.8%；超大型油轮（VLCC）远东到日本航线的WS指数平均点数为78.35，同比下降21.65%，但考虑到2007年WS基准价格平均上涨了17.6%，运价水平实际同比下降8%。

“十一五”期间，国家将投资150亿元开发建设长江黄金水道，重点推进航运整治、港口建设、船型标准化、三峡过坝运输扩张、水运保障及干支联动等六项重点工程。长江黄金水道的开发利用为公司对长江航运市场的再度开发提供有利条件。

三、重大事项

2007年3月6日，公司所属控股子公司南京水运实业股份有限公司（以下简称“南京水运”，股票代码600087）召开的第五届董事会第七次会议决定，通过向特定对象非公开发行股票不超过40000万股（含40000万股）。公司以其全部海上运输资产（营运船舶34艘、80万载重吨，在建船舶16艘、77万载重吨）的评估净值扣除南京水运拟出售给公司的长江运输资产及长期股权投资评估净值后的余额作价，认购不少于本次发行股份总数的60%，其他特定投资者以现金认购本次非公开发行股份总数的剩余部分。预计本次非公开发行完成后，南京水运拥有和控制的海上石油运力将从目前的38.6万吨扩大到149万吨，至2010年运力将增至516万吨，其核心竞争力得以大幅提升。

2007年5月30日，南京水运发布拟修正五届董事会第七次会议通过的《公司向特定对象非公开发行股票方案》：南京水运将向公司转让其全部长期股权投资；与公司签订《关于以资产置换差额认购非公开发行股份协议》；承接10亿元2004年发行的中国长航油运企业债券；变更注册资本等。

四、经营管理分析

1、经营状况

2006年,公司全年完成货运量3633万吨(不含上海长江轮船公司数据),其中原油、成品油运量占比分别为66.03%和27.50%。公司远洋航线完成货运量1358万吨,同比上升44.78%;长江航线完成货运量1188万吨,同比下降46.34%。公司远洋航线完成货运周转量645.1亿吨千米,同比增加296.3亿吨千米,增幅达84.8%,比重为26.3%;实现运输收入16.22亿元,增加5.06亿,比重达到51.76%。远洋航线已经取代长江航线成为公司收入最大的板块。

截至2006年底,公司在建船舶26艘,合同总价款以美元计价的为9.81亿美元,以人民币计价的为3.94亿元,预计2007~2010年间陆续交付使用。公司与中船重工渤海造船厂签订了4艘VLCC、15艘MR型油轮合同;与大连造船厂签订1艘11万吨级油轮合同。2006年,公司与中石化签订了VLCC运价保障协议,一定程度上控制了VLCC的市场风险;与法国兴业、法国东方汇理、皇家苏格兰等国外银行签订了长期期租融资协议,期租融资金额累计3.6亿美元。

2005年6月,国家发展与改革委员会核准批复了中石化仪征-长岭原油管道工程建设项目,仪征-长岭原油管道设计原油运输量为2100万吨/年,最大运输量2400万吨/年,该项目已于2006年5月建成投产。关于建设沿江管道使长江原油运量减少问题,中石化已与长航集团签订了有关协议,除给予长航集团一定数量的经济补偿外,还将委托长航集团运输一部分成品油和化工原料。随着沿江管道的建成输油,公司的长江石油运输业务下降70%,但沿江管道并不能完全替代现有的水上运输方式,公司每年仍将保留500~600万吨的运量,但大量人员的安置、长江运油船、驳船以及相关资产的处置将产生大量费用开支。沿江管道建设对公司长江航线运输的影响尚未完全释放,预计2007年长江三程原油运量同比减少500万吨左右,比上年

减少运输收入3亿元左右。面临沿江管道冲击、油价高企和国际运价波动等多重不利因素,公司通过开拓海上运输业务,一定程度上弥补了沿江管道给公司带来的冲击,在业务转型过程中保持了经营业绩的相对稳定。

2、未来发展

根据公司发展规划,到2010年公司将拥有和控制三大主力船队:一是远洋进口原油运输船队,拥有和控制超过10艘VLCC,参与中国进口原油运输;二是MR型国际清洁油轮运输船队,拥有MR型清洁运输油轮30艘以上,自有运力在远东市场占据领先地位;三是特殊品种运输船队,保持公司在国内化工品、液化气和沥青运输中的领先地位。公司运力规模将达到500万载重吨,年运输收入50亿元,资产规模达到200亿元,成为以海上石油及其制品运输为主的大型化、国际化航运公司。

五、财务分析

公司的2006年合并财务报表由岳华会计师事务所审计并出具标准无保留审计意见(审计报告出具于2007年4月28日,编号为“岳总审字(2007)第A576号”)。

由于长航集团与工商银行共同组建债转股公司,对公司全资子公司上海长江轮船公司部分资产进行剥离,造成公司2006年主营业务收入、利润总额和净利润均较2005年出现下降。公司2006年与2005年财务数据可比性一般。

1、资产质量

截至2006年底,公司合并资产总额1140214.90万元,较2005年底增加5.69%,主要是固定资产和流动资产增加所致。公司流动资产和固定资产占总资产分别为62.42%和35.32%,资产构成与2005年相比变化不大。

2、负债及所有者权益结构

截至2006年底,公司负债总额703415.05万

元，较2005年底增加14.34%，主要是长期负债增加所致。截至2006年底，公司所有者权益322886.92万元，较2005年底减少8.54%，主要是未分配利润减少所致。

截至2006年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为61.69%和49.52%，较2005年底有所上升。总体来看，公司债务负担重。

3、盈利能力

2006年，主要受上海公司部分资产被剥离影响，公司实现主营业务收入428424.06万元，同比下降19.43%；实现利润总额44534.94万元，同比下降34.52%；主营业务利润率由2005年的23.59%降至22.11%；净资产收益率由2005年的8.49%降至5.31%。

剔除上海公司影响，2006年公司运输收入313495万元，同比上升4.73%；实现利润总额45855万元，同比上升14.25%；净利润18027万元，同比上升33.96%。

总体看，若剔除上海公司影响，公司盈利能力有所增强，主要因为公司海上运输能力的加强和业务量的增加一定程度上抵消了沿江管道的冲击；凤凰洲轮对外光租收入8468万元，使其他业务利润同比大幅增加。

4、现金流

从经营活动看，2006年公司销售商品、提供劳务收到的现金511426.49万元，同比下降6.27%；经营活动现金流入572016.34万元，同比下降17.63%；经营活动产生的现金流量净额99113.53万元，同比下降7.25%。从收入实现质量指标看，2006年公司现金收入比为119%，收入实现质量较2005年有所改善。

从投资活动看，2006年公司投资活动现金流出为336952.81万元，同比增加72.68%，主要是轮船购建定单的增多所致。近三年公司投资规模逐年扩大，2006年公司投资活动产生的现金流量净额-268803.36万元，绝对值同比增加112.42%，公司投资规模增长迅速。2006年公司

筹资活动前现金流量净额-169689.84万元，对外筹资压力大。

从筹资活动来看，2006年公司筹资活动现金流入为230529.17万元，全部是银行借款所收到的现金；公司筹资活动现金流出主要是偿还银行借款、支付银行利息和分配股利支付的现金。2006年，公司筹资活动现金流量净额102551.20万元，同比增加1178.73%。公司现金及现金等价物净增加额近两年均为负值，2006年为-65772.46万元。

总体来看，受合并范围变化影响，2006年公司经营活动获取现金能力有所减弱，对外投资和筹资规模迅速扩张。考虑到整体行业状况以及公司战略转型急需扩大海上运输能力，公司现金流状况正常。

5、偿债能力分析

从短期偿债能力指标来看，截至2006年底，公司流动比率和速动比率分别为113.61%和100.12%，短期偿债能力正常。从长期偿债能力指标来看，截至2006年底，公司EBITDA利息倍数8.69倍，EBITDA对利息支付保障能力较强；债务保护倍数0.14倍，债务保护能力偏弱。

公司与多家商业银行建立长期稳固的合作关系。截至2006年底，公司累计获得各家银行贷款授信额度总计151.60亿元，已使用额度27.50亿元，未使用授信额度均为综合授信。公司控股子公司南京水运为境内A股上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

截至2006年底，公司及所属公司对外担保总额192397.90万元，其中，对公司实际控制人中国长江航运（集团）总公司和关联企业中国长江航运集团金陵船厂担保金额分别为64807万元和77480万元。被担保企业经营正常，无逾期担保。

六、中长期债券偿债能力

“04长航债”于2004年5月26日发行，期限

为10年，采取浮动利率形式，票面年利率为基准利率与基本利差之和。基准利率为发行首日和其他各计息年度起息日适用的中国人民银行公布的一年期整存整取定期储蓄存款利率；基本利差为2%，在债券存续期内固定不变。本期债券采用浮动利率方式计息，每年付息一次。

“04长航债”共募集资金10亿元，截至目前，资金使用方向未发生变化。考虑到“04长航债”承债主体可能发生变化，联合资信将密切关注南京水运定向增发事项及未来发展。

“04长航债”由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）授权江苏省分行提供不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评级，建设银行2007年主体信用等级为AAApi。“04长航债”的担保实力没有变化。

七、综合评价

公司主要从事石油及其制品水上运输，石油水运业属交通运输业，与石化行业密切相关，交通运输业和石化行业同属国家重点发展的行业，受到国家产业政策的大力支持。目前，我国石油需求和进口保持增长态势，对石油及产品运输需求旺盛，但燃油价格的大幅上升对行业整体盈利能力造成较大影响。公司远洋航线已取代长江航线成为收入占比最大的板块，随着南京水运定向增发完成，公司竞争实力将得到较大提升。

积极因素

1、公司是国内第二大石油运输企业，依托长航集团的资源和品牌优势，在航运市场上具备较强的竞争力和规模优势。

2、公司与中石化等大客户建立了稳定的战略合作关系。

3、南京水运定向增发将有力提升其竞争实力。

关注

1、航运业的周期性波动对公司经营影响较

大。

2、受燃油价格持续增长影响，航运企业燃油成本压力有所增加。

3、受中石化沿江管道运输建设的影响，公司长江运输业务受到较大冲击。

4、公司在建运力所需投资规模较大，对未来融资将带来较大压力。

附件 1 主要财务数据

项 目 (万 元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
货币资金	184365.67	173501.74	105063.83	-24.51
应收款项净额	116537.23	141781.57	240765.38	43.74
存货净额	38783.00	41358.72	47828.97	11.05
流动资产合计	352865.22	377631.05	402728.92	6.83
资产总计	915729.54	1078827.44	1140214.90	11.59
短期借款	28375.00	16860.10	21152.04	-13.66
应付票据	5148.46	6285.38	5136.20	-0.12
应付帐款	32257.31	36079.93	40773.89	12.43
预收帐款	28210.35	31673.27	14633.23	-27.98
其他应付款	89136.00	173438.03	177950.21	41.29
一年内到期的长期负债	6769.51	29863.11	63326.98	205.86
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	-
流动负债合计	243854.46	355462.05	354489.29	20.57
长期借款	139316.22	139427.42	238869.62	30.94
应付债券	109764.10	109747.23	100000.00	-4.55
负债合计	492992.54	615184.28	703415.05	19.45
少数股东权益	94730.94	110599.16	113912.93	9.66
所有者权益合计	328006.06	353044.00	322886.92	-0.78
主营业务收入	440593.71	531738.20	428424.06	-1.39
主营业务利润	122199.52	125453.43	94745.36	-11.95
利润总额	65083.36	68010.03	44534.94	-17.28
净利润	32535.37	29975.93	17138.52	-27.42
EBITDA	118011.23	124331.79	100264.70	-7.83
销售商品、提供劳务收到的现金	436354.20	545666.94	511426.49	8.26
经营活动产生的现金流量净额	90017.32	106861.75	99113.53	4.93
投资活动产生的现金流量净额	-66875.40	-126540.82	-268803.36	100.49
筹资活动前现金流量净额	23141.92	-19679.07	-169689.84	-
筹资活动产生的现金流量净额	84445.83	8019.78	102551.20	10.20
现金及现金等价物净增加额	104890.49	-10873.93	-65772.46	-
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
销售债权周转次数(次)	13.34	16.50	12.93	14.09
存货周转次数(次)	7.85	9.78	7.30	8.15
总资产周转次数(次)	0.48	0.53	0.39	0.45
主营业务利润率(%)	27.74	23.59	22.11	23.68
现金收入比(%)	99.04	102.62	119.37	110.28
总资本收益率(%)	7.42	6.89	4.68	5.89
净资产收益率(%)	9.92	8.49	5.31	7.18
长期债务资本化比率(%)	37.08	34.96	43.69	39.75
全部债务资本化比率(%)	40.64	39.46	49.52	44.72
资产负债率(%)	53.84	57.02	61.69	58.72
流动比率(%)	144.70	106.24	113.61	117.62
速动比率(%)	128.80	94.60	100.12	104.20
EBITDA 利息倍数(倍)	12.68	12.94	8.69	10.76
债务保护倍数(倍)	0.26	0.25	0.14	0.20
筹资活动前现金流量净额债务利息偿还能力(倍)	2.49	-2.05	-14.71	-7.47
筹资活动前现金流量净额债务偿还能力(倍)	0.08	-0.07	-0.40	-0.20

附件 2 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

附件3 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）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。

AAA级：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级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B级：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级：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级：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级：不能偿还债务。