

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 649 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“04长航债”的信用等级为AAA。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国长江航运集团南京油运股份有限公司

跟踪评级报告

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
04 长航债	10 亿元	2004/05/26-2014/05/25	AAA	AAA

跟踪评级时间：2014 年 5 月 23 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.67	11.21	6.39	5.45
资产总额(亿元)	191.70	197.20	137.74	134.53
所有者权益合计(亿元)	50.70	38.59	-20.03	-22.89
短期债务(亿元)	29.22	49.41	65.93	65.40
全部债务(亿元)	133.01	146.49	139.98	138.31
营业收入(亿元)	50.88	66.29	73.07	16.65
利润总额(亿元)	-8.06	-12.35	-58.46	-2.54
EBITDA(亿元)	2.47	0.16	-46.04	--
经营性净现金流(亿元)	-1.64	-1.85	8.44	1.82
营业利润率(%)	-4.75	-7.77	-5.73	-2.87
净资产收益率(%)	-14.78	-32.09	295.55	--
资产负债率(%)	73.55	80.43	114.54	117.02
全部债务资本化比率(%)	72.40	79.15	116.70	119.84
流动比率(%)	135.56	91.93	27.50	24.62
全部债务/EBITDA(倍)	7.18	895.88	-3.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.75	0.02	-7.32	--
经营现金流流动负债比(%)	-4.75	-3.21	10.54	--

注：1. 公司长期债务包括长期应付款；2. 公司提供的 2011 年~2013 年财务报表均经信永中和会计师事务所有限公司审计，其中 2012 年该会计师事务所出具了有保留有强调事项的审计意见，2013 年出具了非标准的审计意见；3. 2014 年一季度未经审计。

分析师

董璠洋 王 毓

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，国际油品运输市场运价震荡下跌、运力供给矛盾突出、市场景气度持续低迷，给行业内企业经营造成了很大困难。受此影响，中国长江航运集团南京油运股份有限公司（以下简称“长航油运”或“公司”）运输主业收入下滑、整体盈利能力很弱、2013 年开始已资不抵债。2010 年~2013 年，公司连续四年亏损，公司股票被上海证券交易所公告终止上市，直接融资渠道阻塞。2013 年信永中和会计师事务所（以下简称“信永中和”）因认为公司持续经营能力存在较大不确定性，对公司 2013 年财务报表出具了无法表示意见的审计结论。公司现有债务已出现违约，短期偿债能力很弱，长期偿债能力极弱，公司整体抗风险能力很差。

“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”）提供不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，建设银行主体信用等级为 AAA，具备很强的担保实力，此担保有效提升了本债券本息偿还的安全性。

根据最新公告，公司已向建设银行抵押借款用于偿还“04 长航债”，且该笔资金获得了公司母公司长江航运（集团）总公司（以下简称“长航集团”）担保，该事项有助于“04 长航债”本息的及时偿付。综合考虑，联合资信维持“04 长航债”AAA 的信用等级。

优势

1. 公司运力互补性强、增长潜力大，VLCC 船队已初具规模，MR 船队已具有较强的市场竞争力，特种品运输业务继续保持国内领先水平。
2. 公司主力船队绝大部分为双壳双底的新船，在未来单壳油轮被强制淘汰的大背景下，该类船型仍有一定的市场价值。

3. 中国建设银行股份有限公司担保有效提升本债券本息偿还的安全性。

关注

1. 跟踪期内，油运市场运力供需矛盾加重、运价呈现低位震荡给航运企业经营造成了较大的困难。
2. 公司 2010 年~2013 年持续四年亏损，跟踪期内公司股票被上海证券交易所决定终止上市，公司股票于 2014 年 4 月 21 日进入退市整理期交易，预计最后交易日期为 6 月 4 日，公司直接融资渠道阻塞。
3. 公司会计师事务所信永中和认为公司持续经营能力存在重大不确定性，对公司 2013 年度财务报告出具了无法表示意见的审计意见；对长期租赁合同计提预计损失发表了保留意见。
4. 公司 2013 年运输主业收入同比下滑，并于年内对长期租赁合同计提了较大规模预计损失、对公司部分油轮资产计提了较大资产减值准备，整体亏损扩大。
5. 2013 年公司亏损严重，公司净资产为负值，短期偿债压力大，现金类资产及 EBITDA 对即将到期的“04 长航债”的保护能力极弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国长江航运集团南京油运股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国长江航运集团南京油运股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国长江航运集团南京油运股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国长江航运集团南京油运股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“04长航债”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国长江航运集团南京油运股份有限公司“04长航债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国长江航运集团南京油运股份有限公司(以下简称“公司”)原名南京水运实业股份有限公司，是由南京长江油运公司联合长江沿线八家国有大中型石油化工企业共同发起。1997 年公司在上海证券交易所上市，股票简称“长航油运”，证券代码“600087”。2010 年~2013 年公司连续亏损，2014 年 4 月 12 日公司股票简称变更为“退市长油”，2013 年 5 月 14 日起公司股票暂停上市，2014 年 4 月 11 日上海证券交易所决定终止公司股票上市交易。自 2009 年 3 月起，公司实际控制人为中国外运长航集团有限公司。

公司主要从事海上石油及制品、化学品及其他货物的运输业务。截至 2013 年底，公司纳入合并范围内的子公司共 6 家。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 137.74 亿元，所有者权益为-20.03 亿元(含少数股东权益 0.95 亿元)。2013 年，公司实现营业收入为 73.07 亿元，利润总额为-58.46 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 134.53 亿元，所有者权益为-22.89 亿元(含少数股东权益 0.95 亿元)。2013 年，公司实现营业收入为 16.65 亿元，利润总额为-2.54 亿元。

公司地址：南京经济技术开发区新港大道 82 号金融楼东 1 幢 2 楼；法定代表人：朱宁。

三、重大事项

1. 公司股票终止上市

公司 2010 年、2011 年及 2012 年连续亏损，公司股票自 2013 年 5 月 14 日起暂停上市；2013

年公司披露年报显示公司归属于上市公司股东的净利润为-59.22 亿元，2013 年底归属于上市公司股东的净资产为-20.97 亿元(信永中和会计师事务所对公司 2013 年度财务报表出具了无法表示意见的审计报告)。

2014 年 4 月 11 日，公司收到上海证券交易所自律监管决定书[2014]161 号《关于终止中国长江航运集团南京油运股份有限公司股票上市交易的决定》，根据《上海证券交易所股票上市规则》相关条款，经上海证券交易所上市委员会审核，上海证券交易所决定终止公司股票上市交易。

公司股票于 2014 年 4 月 21 日起进入退市整理期，退市整理期为三十个交易日，如不考虑全天停牌因素，预计最后交易日期为 2014 年 6 月 4 日。公司股票在退市整理期届满后的次日终止上市，由上海证券交易所予以摘牌。公司股票终止上市后，将转入全国中小企业股份转让系统进行股份转让。公司已经聘请中信证券股份有限公司为代办机构。公司大股东南京长江油运公司(截至 2013 年底持股比例：54.92%)承诺在公司股票整理交易期间不减持公司股票。

联合资信认为，公司连续四年亏损并于 2014 年被终止上市，直接融资渠道阻塞，资金获取能力明显削弱。上述事项将对公司的信用基本面造成重大影响，除直接融资方面还体现在：一方面间接融资渠道亦将受此影响而有所收紧，另一方面公司主营业务开展能力或有所抑制。

2. 公司 2013 年财务报告为“非标准审计报告”

会计师事务所信永中和认为公司持续经营能力存在重大不确定性，对公司 2013 年度财务报告出具了无法表示意见的审计意见；对长期租赁合同计提预计损失发表了保留意见。

信永中和认为，公司 2013 年度发生亏损 59.19 亿元，截至 2013 年底净资产为-20.03 亿

元，流动负债高于流动资产 58.03 亿元，上述情况表明存在可能导致公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。公司与持续经营评估相关的未来应对计划的可行性缺乏证据支持，因此信永中和无法获得充分、适当的实际证据，信用中和不对公司财务报表发表审计意见。

公司全资子公司长航油运（新加坡）有限公司（以下简称“新加坡公司”；截至 2013 年底资产 14.57 亿元，净资产-30.25 亿元，净利润-28.66 亿元）以前年度与境外船东公司签订了不可撤销的油轮长期期租合同。虽有部分财务指标不能满足长期期租协议相关款项的规定，但未发生实质性违约。本年新加坡公司对于长期期租合同确认了预计损失（计提预付账款坏账 21.04 亿元）。信用中和认为由于无法获取充分、适当的审计证据，其无法确定该事项对公司财务报表的影响是否恰当。

公司及新加坡公司连续亏损，部分财务指标进一步恶化，公司股票从上海证券交易所退市，境外船东公司要求提前终止期租协议的可能性增大。因此出于谨慎性原则，公司决定在 2013 年底，采取估计期租收益差额的模式，结合长期期租协议租金情况，预测未来现金流，最终根据合适的折现率折现后确定预计负债。

联合资信认为，公司 2013 年财务报表为非标准审计报告，表明公司可持续经营能力存在重大不确定性，且财务报表质量或无法充分、公允的体现公司经营及财务现状。

3. 油轮资产减值

2014 年 2 月 20 日，公司召开了第七届董事会第十四次会议，会议审计通过了《关于对 VLCC 船舶计提资产减值准备的议案》，公司在 2013 年底对 9 艘 VLCC 船舶（其中 2 艘油轮尚处于在建）计提资产减值准备 25.17 亿元。在评估方法选择上，公司聘请的中通诚资产评估有限公司采取了市场比较法和收益法，即资产的可回收价值等于资产预计未来现金流量的现

值或公允价值减去处置费用的净值孰高者。在 2013 年财报中，公司在“固定资产”、“在建工程”、“资产减值损失”科目有所体现。

联合资信认为，公司此次将 9 艘自有船舶进行资产减值，使 2013 年公司亏损面扩大。

4. 高管变动

2014 年 4 月 28 日，公司董事会收到董事丁文锦先生提交的书面辞职报告。丁文锦先生因个人原因辞去公司董事和董事会战略委员会委员、薪酬与考核委员会委员及风险管理委员会委员等职务。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，

更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

五、行业及区域经济环境

2013年世界经济处于政策刺激下的弱势复苏阶段，总体形势稳定，但继续向下滑行。据国际货币基金组织2014年1月份估计，按照购买力平价法GDP汇总，2013年全球经济增长3.0%，比上年放缓0.1个百分点。在此背景下，全球航运行业走向复苏之路依旧步履蹒跚：干散货市场稍现暖意，集装箱市场回温势头不强，油运市场呈现震荡下跌。2014年以来，中国外向型经济发展将面临新的突破，贸易将整体维持平稳增长的情况下略好于去年，但由于2014年的新船订单的集中交付，航运市场还将面临运力过大的压力。

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。

2013年，国际油轮运输市场整体呈现震荡下跌趋势。受美国石油增产和运力持续增长的影响，海运需求表现乏力，2013年BDTI指数日均642点，同比下降12.04%，运价在前三季度持续低迷，在四季度受旺季影响油轮市场明显回暖，运价开始回升，2013年末BDTI指数上升到997点。2014年1月份开始，BDTI指数受2013年四季度影响继续攀升，但在1月下半月后开始大幅回落，一直持续到5月；截至2014年5月1日，BDTI降至644点。

图1 波罗的海交易所原油综合运价指数（BDTI）



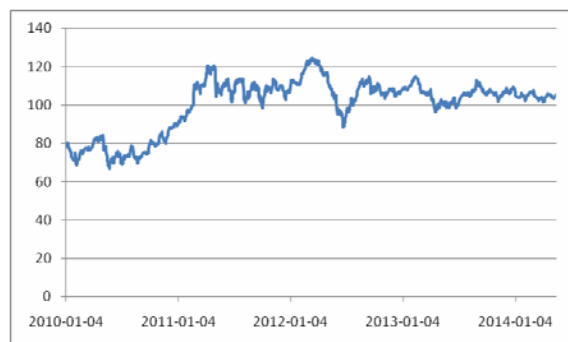
资料来源：Wind 咨询

燃油成本在航运公司营业成本中占比最大，因此燃油价格的波动对航运企业的盈利水平影响巨大。而燃油价格走势又与国际原油价格高度相关，因此国际原油价格的变动对航运公司的盈利能力有着重要影响。

2013年，世界石油市场供需宽松局势仍持续，发达国家货币宽松政策仍延续，地缘政治因素仍扰动国际市场，国际油价持续波动。上半年，世界银行和国际货币基金组织（IMF）相继下调全球经济增长预期，美国制造业、房地产等个别数据不稳定，加之来自美国官方和国际能源机构下调石油需求增长预期等调控，构成了打压油价的大环境，国际油价2月下旬开始降温，直至5月底。下半年，由于石油季节性需求增加、欧佩克的产量政策、伊朗大选结果、地缘政治冲突等因素之间的强弱对比，国际油价的走势再次回升在四季度趋于平稳。2013年12月31日，OPEC一揽子原油报价107.94美元/桶，较2013年初有所下降。从全年来看，2013

年OPEC一揽子原油价格平均值为105.87桶/美元。进入2014年，OPEC一揽子原油价格走势相对起伏较小，平均维持在105桶/美元左右，截至2014年5月1日，为103.77桶/美元。

图2 2010年以来OPEC一揽子原油价格
(单位: 桶/美元)



资料来源: Wind 咨询

总体来看，航运业是国家重要基础型支柱产业，跟踪期内，由于全球主要经济体需求不振，加上运力持续扩张，航运市场供需矛盾突出，国际航运市场持续低迷。油运市场，运力供给严重过剩，市场竞争不断加剧，市场运价低迷，行业企业运行困难加大。未来随着全球经济的逐步复苏，特别是以中国为代表的新型经济体市场需求持续稳定增长，航运业整体的运行压力有望缓解。然而考虑到货源需求和运力供给失衡状况在短期内难以显著改善，未来一定的时间内航运业复苏进程尚存在不确定性。2014年新船订单的集中交付，航运市场还将继续面临运力过大的压力。

六、基础素质分析

公司是中国外运长航集团(SINOTRANS&CSC)旗下专业从事油轮运输业务的控股子公司，经营全球航线的原油、成品油以及化工品、液化气、沥青等特种运输业务。

“十一五”以来，公司稳步实施“大油运”发展战略，致力建设以超大型油轮(30万载重吨级VLCC油轮)为主的原油运输船队、以灵便型油轮(5万载重吨级MR油轮)为主的成

品油运输船队、以高端化工品船为主的特种品运输船队等三支主力船队，运力互补性强、增长潜力大。目前公司VLCC船队已具规模，MR船队已经具有较强的市场竞争力，市场占有率稳步提高，特种品运输业务继续保持国内领先水平。公司现拥有和控制的总运力达到86艘、798万载重吨，是国内最大的油轮公司之一，位居国际行业前列。

七、管理分析

2014年3月，公司根据实际情况，对《章程》第一百一十条实施修订。公司将对外投资、收购出售资产、委托理财权限由公司最近一期经审计净资产的10%以下，变更为“公司最近一期经审计净资产低于20000万元(含20000万元)，上述权限为10000万元；高于20000万元，上述权限为不超过公司最近一期经审计净资产的50%。超过该数额的，需提交股东大会审议批准。”对于关联交易及资产抵押金额以净资产作为指标计算的，如涉及数据为负值，取绝对值计算。同时对公司《董事会议事规则》关于董事会权限控制部分做相应的修订。

公司高层管理人员变动方面，2013年4月，公司新聘曾善柱为公司副总经理：曾善柱2009年1月至2013年4月为公司董事会秘书，2013年4月起担任公司副总经理、董事会秘书；2013年4月，公司新聘王晓东为公司副总经理、总船厂、安全总监：2009年1月至2009年11月，王晓东担任公司安全总监、副总船长，2009年11月至2013年4月任公司总船厂、安全总监；2013年8月，公司聘任张传清先生为公司副总经理：张传清先生曾任公司安全质量部副总经理、船舶管理部副总经理、合资管船公司筹备组负责人兼长航油运(新加坡)有限公司副总经理(正部职)、南京华林船舶管理有限公司总经理，2013年8月起任公司副总经理、南京华林船舶管理有限公司总经理。跟踪期内，公司原副总经理彭永和由于到期离任，公司原副总

经理姜庭贵由于工作变动离任。

除以上变动外，公司管理体制、管理制度无重大变化。

总体看，跟踪期内公司经营业绩大幅亏损，公司原有管理体制已不能适应其经营活动正常开展的需要，变更的《公司章程》有助于公司经营决策的顺利实施。此外，公司新聘任的高层管理人员在公司均具有一定的管理经验，或将促进公司管理水平提升。

八、经营分析

2013 年，金融危机的负面影响仍在持续，全球经济继续处于缓慢的复苏过程中，增长乏力；中国国内生产总值增速为 14 年来最低值，稳定政策、改革调整将成为目前这一时期重要

的政策目标。从油品运输行业来看，全球经济不振带来的石油需求增速放缓以及持续的运力明显过剩继续给行业内企业经营带来了较大困难。2013 年，公司实施多元化经营战略，拓展贸易，实现营业收入 73.07 亿元，同比增长 10.22%；从主营业务构成看，公司油品运输业务、特种品运输业务（化工品、沥青、液化气、乙烯）及贸易业务（燃油、乙烯）分别占主营业务收入比重为 64.25%、8.43%、26.94%；公司 2013 年大力发展贸易业务，实现燃油贸易大幅增长，并新增了乙烯贸易业务。2013 年船用燃油价格普遍下降减轻公司成本的控制压力，公司当期实现毛利率-5.80%，同比提升了 1.50 个百分点，但仍体现为净亏损。

2014 年一季度，公司实现营业收入 16.65 亿元，同比下降 12.87%；毛利率为-2.79%。

表 1 公司 2011~2013 年主营业务收入构成情况（万元、%）

业务构成	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
油品运输	440933.83	87.36	-6.10	500068.70	75.92	-11.54	468525.00	64.25%	-10.69
化工品运输	37440.75	7.42	8.89	37670.47	5.72	8.34	37568.03	5.15%	13.40
液化气运输	9064.41	1.80	-1.15	7970.38	1.21	-1.15	5365.5	0.74%	1.08
沥青运输	6688.00	1.33	-27.23	8849.06	1.34	3.91	10203.43	1.40%	-0.34
乙烯运输	7142.16	1.42	25.45	6445.77	0.98	19.84	8349.74	1.14%	18.72
燃油贸易	--	--	--	94152.00	14.29	0.11	191477.43	26.26%	0.16
乙烯贸易	--	--	--	--	--	--	5004.41	0.69%	0.10
其他	3445.45	0.68	18.01	3526.63	0.54	17.10	2772.73	0.38%	29.36
合计	504714.59	100	-4.56	658683.01	100	-7.30	729266.27	100%	-5.80

资料来源：公司年报

2013 年，在油品运输市场景气低迷之时，公司调整经营策略和运力布局，实现了经营指标的平稳发展。公司 2013 年完成货运量 6292 万吨，完成货运周转量 4503 亿吨千米，分别同比增长 0.74%、7.65%；然而受到航运运费低迷影响，公司实现运输业务收入 53.00 亿元，同比减少 5.52%；其中外贸航线实现收入 42.81 亿元，同比减少 3.44%、内贸航线实现收入 10.19 亿元，同比减少 13.40%。

销售方面，受益于中国“国油国运”的产业政策，与中石化、SHELL、EXXON 等国内外大型石化客户维持了稳固的合作关系。此外，

公司在原有 COA 客户的基础上继续开发新的客户，降低单一客户风险。2013 年公司与前五名客户销售收入合计 33.74 亿元，占全部收入的比重为 46.17%，同比降低了 1.36 个百分点。

成本控制方面，公司继续推进全球经营网络布局。公司综合分析权衡 TCE（程租总运费）及安全等因素，科学调配航线运力，提升船队整体效益。同时，公司调整经营模式，将 AFRA 船“白鹭洲”轮加入 Teekay 公司 POOL 经营，稳定船舶运行与经济效益。2013 年，公司自营的 VLCC 船队平均 TCE 约为 1.87 万美元/天，同期波罗的海 TD3 线（中东-日本）平均 TCE

约 1.21 万美元/天;MR 船队平均 TCE 约为 1.29 万美元/天, 同期 NAVIG 8 MR POOL 与 TC7 线(新加坡-澳大利亚)市场平均 TCE 分别为 1.25 万美元/天和 1.34 万美元/天。

截至 2013 年底,公司运力规模达到 86 艘、789 万载重吨,公司主力船队绝大部分为双壳双底的新船,船舶通过大石油公司检查通过率明显提升。国际海事组织 MARPOL73/78 公约 2003 修正案要求逐渐淘汰单壳油轮,在单壳油轮被强制淘汰的大背景下,公司新船可以较好的满足租家和行业规范的要求。

2013 年,公司在经营航运主业的同时,探索多元化的战略思路,稳步拓展油品贸易、船员劳务及船舶管理业务。2013 年,公司实现贸易业务收入 19.65 亿元,同比增长 108.69%,其中燃油贸易 19.15 亿元,同比增长 103.37%;但贸易业务盈利能力较弱,公司当期实现贸易业务毛利率 0.16%,同比增加了 0.05 个百分点。

2014 年,公司将根据市场资源调研情况及船舶运行组织安排、修理计划和运力增减情况,目标为完成货运量 6500 万吨,货运周转量 4990 亿吨千米,营业收入 75 亿元。为尽早扭亏为盈、达到重新上市条件,公司将通过减值、处置老旧船舶等方式调整资产结构;剥离亏损资产、债务重组、引入战略投资者等方式,调整资本结构;通过多种途径优化船队结构;立足主业进行多元化发展,优化业务结构。

九、募集资金使用及偿付安排情况

公司于 2004 年发行的 10 亿元“04 长航债”,目前募集资金已全部用于船舶购置。

2014 年 5 月 21 日,公司发布《第七届董事会第十七次会议决议公告》,为筹集“04 长航债”到期兑付资金,公司向建设银行借款 9.5 亿元,期限一年,借款利率为同期贷款基准利率。该笔贷款公司将 10 艘船舶及“亚洲雄狮”轮抵押给建设银行,并由公司母公司长航集团提供担保。

上述事项有助于提升公司存续期债券本息到期偿付。

十、财务分析

公司提供的 2011 年~2013 年财务报表均经信永中和会计师事务所有限公司(以下简称“信永中和”)审计。2011 出具了标准无保留意见的审计意见;2012 年出具了有保留、有强调事项的审计意见(详见附件 3-1);由于公司 2013 年度发生亏损 591863.98 万元,截至 2013 年 12 月 31 日,净资产为-200258.77 万元,流动负债高于流动资产 580341.15 万元,这些情况表明存在可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性,信永中和对 2013 年财务报表出具了无法表示意见的非标准审计结论(详见附件 3-2)。联合资信无法依据现有的财务报表进行具体分析。

截至 2013 年底,公司对外担保余额合计 4.00 亿元,占公司净资产的比例-19.97%。公司对外担保对象为南京长江油运公司(以下简称“南京长油”),该公司为公司控股股东,对公司的持股比例为 54.92%。公司因生产经营需要,将永兴洲、长航探索两轮通过售后回租方式向招银金融租赁有限公司申请融资 40000 万人民币,该笔融资由南京长油提供担保,公司向南京长油提供反担保。

截至 2014 年 4 月 28 日,公司逾期的贷款本息和融资租赁租金合计约 12.35 亿元。

截至 2014 年 5 月 21 日,公司已获得建设银行授信额度 9.5 亿元,全部用于偿还“04 长航债”,除上述贷款外公司在各银行无授信。2014 年 4 月上海证券交易所决定终止公司股票上市交易。公司间接融资渠道不畅,直接融资渠道阻塞。

总体看,由于航运行业周期性较强,近年来运力供需失衡矛盾仍然严重、运价持续低迷,给航运企业运营造成了较大困难,公司经营情况受行业景气度下滑影响极大。公司连续四年

亏损，目前已资不抵债，直接融资渠道阻塞，间接融资渠道不畅，现有债务逐渐出现违约，公司自身偿付能力极弱，公司整体抗风险能力很差。

十一、担保情况

“04长航债”由中国建设银行股份有限公司授权江苏省分行提供不可撤销连带责任保证担保。公司自身偿付“04长航债”的能力极弱，建设银行发生代偿的可能性极高。

中国建设银行股份有限公司是由其前身中国建设银行通过分立程序，于2004年9月成立的股份有限公司，是中国国有控股商业银行之一。2005年10月和2007年9月，建设银行先后在香港联合交易所和上海证券交易所上市。2010年，建设银行按照每10股配售0.7股的比例，向A股和H股股东配股发行163.22亿股股份。截至2013年末，建设银行股本总额为2500.11亿股，前五大股东合计持股95.52%，股权集中度高。其中控股股东中央汇金投资有限公司是国家出资设立的国有独资公司。

截至2013年末，建设银行在内地设有分支机构14650家，在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京、大阪、首尔、纽约、胡志明市、悉尼、墨尔本、卢森堡及台北设有海外分行，拥有建行亚洲、建银国际、建行伦敦、建行俄罗斯、建行迪拜、建行欧洲、建信基金、建信租赁、建信信托、建信人寿等多家子公司，旗下已开业村镇银行27家，员工人数近37万。

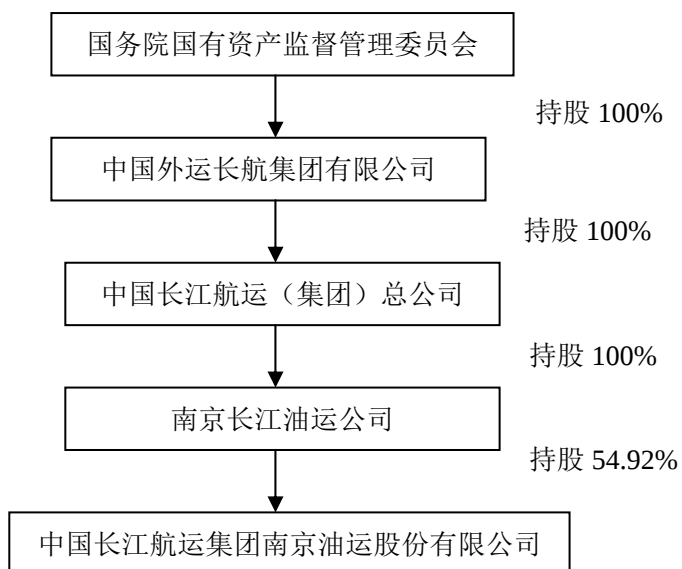
截至2013年末，建设银行资产总额153632.10亿元，其中贷款和垫款净额83613.61亿元；负债总额142888.81亿元，其中客户存款余额122230.37亿元；股东权益10743.29亿元；按照新的《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率为13.34%，一级资本充足率及核心一级资本充足率均为10.75%；不良贷款率0.99%，拨备覆盖率268.22%。2013年，建设银行实现营业收入5086.08亿元，净利润2151.22亿元。

经联合资信评定，建设银行主体信用等级为AAA，具备稳定的信用水平与很强的担保实力，其担保有效提升“04长航债”本息偿还的安全性。

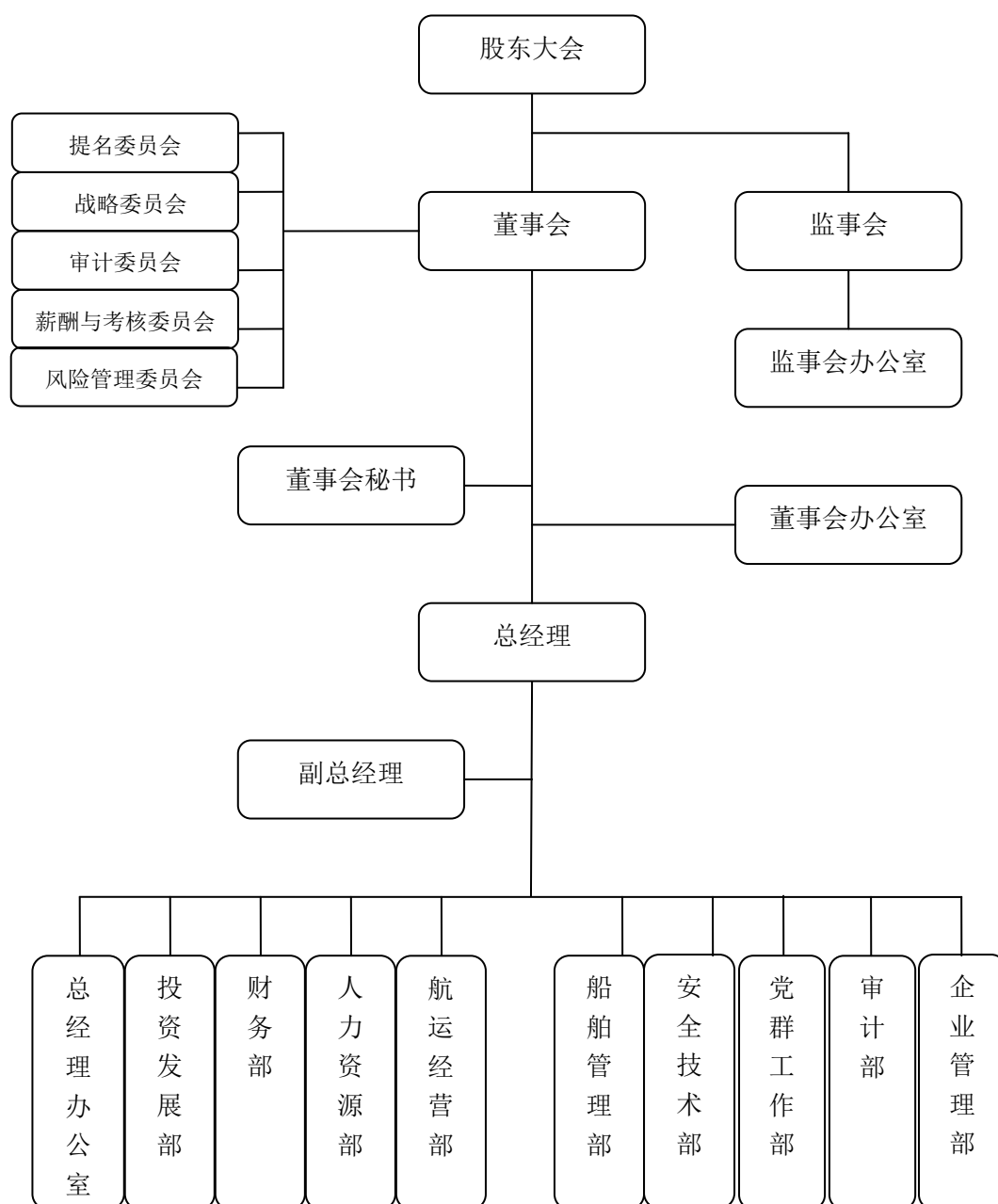
十二、结论

综合考虑，联合资信维持“04长航债”AAA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



附件 3-1 2012 年审计意见

一、导致保留意见的事项

长航油运之子公司长航油运（新加坡）有限公司（以下简称“新加坡公司”）预付账款余额 295592 万元，占长航油运资产总额的 15%。受新加坡公司提供资料所限，信永中和会计师事务所未能完成对新加坡公司预付境外船东公司租金的函证程序，无法获取充分、适当的审计证据。

二、保留意见

除“导致保留意见的事项”可能产生的影响外，长航油运财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允反映了长航油运 2012 年 12 月 31 日的财务状况以及 2012 年度的经营成果和现金流量。

三、强调事项

截至 2012 年 12 月 31 日，公司 2012 年度发生净亏损 123834.79 万元，流动负债高于流动资产 46520.94 万元，未分配利润已为-125793.96 万元，未来一年内需要偿还的短期债务为 558035.70 万元，其中需要偿还的短期借款为 292379.88 万元，需要偿还的长期借款为 188708.66 万元，需要偿还的长期应付款为 12975.84 万元，需要支付的长期期租租金为 63971.33 万元。虽然公司将采取改善经营管理的相关措施及诸多筹资预案来弥补资金缺口，但持续经营能力仍存在重大不确定性。这些情况表明存在可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。

附件 3-2 2013 年审计意见

一、导致无法表示意见的事项

公司 2013 年度发生亏损 591863.98 万元,截至 2013 年 12 月 31 日,净资产为-200258.77 万元,流动负债高于流动资产 580341.15 万元。这些情况表明存在可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。公司已对持续经营能力作出了评估,但其中与持续经营评估相关的未来应对计划的可行性缺乏证据支持。因此,信永中和会计师事务所无法获取公司运用持续经营假设编制财务报表的充分、适当的审计证据。

二、导致保留意见的事项

公司之子公司长航油运(新加坡)有限公司(以下简称“新加坡公司”)以前年度与境外船东公司签订了不可撤销的油轮长期期租合同,2013 年新加坡公司对于长期期租合同确认了预计损失。由于无法获取充分、适当的审计证据,信永中和无法确定该事项对长航油运公司财务报表的影响是否恰当。

三、无法表示意见

由于“导致无法表示意见的事项”的重要性,信永中和无法获取充分、适当的审计证据以为发表审计意见提供基础,因此,信永中和不对公司财务报表发表审计意见。

附件 4 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.67	11.21	6.39	5.45
资产总额(亿元)	191.70	197.20	137.74	134.53
所有者权益(亿元)	50.70	38.59	-20.03	-22.89
短期债务(亿元)	29.22	49.41	65.93	65.40
长期债务(亿元)	103.79	97.08	74.05	72.91
全部债务(亿元)	133.01	146.49	139.98	138.31
营业收入(亿元)	50.88	66.29	73.07	16.65
利润总额(亿元)	-8.06	-12.35	-58.46	-2.54
EBITDA(亿元)	2.47	0.16	-46.04	--
经营性净现金流(亿元)	-1.64	-1.85	8.44	1.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.18	11.22	10.56	--
存货周转次数(次)	15.39	17.55	19.85	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.34	0.44	--
现金收入比(%)	98.21	95.51	101.46	108.15
营业利润率(%)	-4.75	-7.77	-5.73	-2.87
总资本收益率(%)	-1.82	-3.28	-44.28	--
净资产收益率(%)	-14.78	-32.09	295.55	--
长期债务资本化比率(%)	67.18	71.56	137.07	145.78
全部债务资本化比率(%)	72.40	79.15	116.70	119.84
资产负债率(%)	73.55	80.43	114.54	117.02
流动比率(%)	135.56	91.93	27.50	24.62
速动比率(%)	123.81	84.90	22.85	20.40
经营现金流动负债比(%)	-4.75	-3.21	10.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.75	0.02	-7.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.18	895.88	-3.04	--

注：1. 公司长期债务包括长期应付款；2. 公司提供的 2011 年~2013 年财务报表均经信永中和会计师事务所有限公司审计，其中 2012 年该会计师事务所出具了有保留有强调事项的审计意见，2013 年出具了非标准的审计意见；3. 2014 年一季度未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	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+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。