

中国海运（集团）总公司跟踪评级分析报告

主体

长期信用: AAA

评级展望: 稳定

初次评级时间: 2007年1月24日

债项

.04 中海债

20 亿元人民币, 04/12/2~14/12/2, AAA

07 中海运 CP01

20 亿元人民币, 07/3/1~08/2/29, A-1

07 中海运 CP02

30 亿元人民币, 07/5/25~08/5/24, A-1

跟踪评级时间: 2007年8月13日

分析员

夏 阳

电话 010-85679696-8802

邮箱 xiayang@lianheratings.com.cn

刘雪城

电话 010-85679696-8853

邮箱 lxc@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、重大事项说明

2007年8月8日, 中国海运（集团）总公司（以下简称“公司”或“中国海运”）的控股子公司中海集装箱运输股份有限公司（香港上市公司, 股票代码02866, 以下简称“中海集运”）召开了第二届董事会第二次会议, 会议审议并通过了中海集运2007年度上半年总经理工作报告、中期财务报告、中期业绩公告及报告、建造8艘13300TEU集装箱船舶、首次公开发行A股并上市、滚存利润分配修改章程、增选董事、召开股东大会等一系列议案。中海集运于2007年8月8日对外发布辅导公告; 于8月9日对外发布收购船舶公告和中期业绩公告; 于8月10日对外发布公告及通告——（1）建议A股发行（2）建议红股发行（3）建议委任独立非执行董事、调动监事委员会委员及薪酬委员会主席之变动。

二、事项分析

中海集运是中国海运所属主要从事集装箱运输及相关业务的多元化经营企业, 经营范围涉及集装箱运输、船舶租赁、揽货订舱、运输报关、仓储、集装箱堆场、集装箱制造、修理、销售、买卖等领域。截至2007年8月9日, 中国海运对中海集运持股比例为59.87%。2004~2006年, 中海集运主营业务收入占中国海运主营业务收入的比重分别为56.20%、51.07%和49.46%, 利润总额所占比重分别为60.96%、46.83%和10.21%（见表1），其中, 2006年, 由于集装箱航运市场整体低迷, 中海集运盈利能力下降较快, 使得中国海运的利润总额也有大幅度下降。由此可见, 中海集运是中国海运的重要收入来源, 其盈利水平的高低对中国海运的整体盈利能力有着显著的影响。

表1 2004~2006年中海集运与中国海运主营业务收入、利润总额和资产总额对比

单位：万元	2004 年			2005 年			2006 年		
	中国海运	中海集运	占比	中国海运	中海集运	占比	中国海运	中海集运	占比
主营业务收入	3584333.85	2014489.33	56.20%	5322305.47	2718119.87	51.07%	6178711.49	3056124.78	49.46%
利润总额	751523.77	458141.63	60.96%	909528.14	425933.42	46.83%	640042.83	65332.16	10.21%
资产总额	5641363.23	2760551.82	48.93%	6423026.11	3155820.62	49.13%	7358042.91	3661470.18	49.76%

数据来源：2004~2006年中海集运与中国海运根据国内会计准则编制的审计报告

1、中海集运经营情况分析

2007年上半年，中国进出口总额达9809亿美元，同比增长23.3%。我国对外贸易的增长继续稳中有升，贸易顺差持续扩大。全球制造业分布格局没有发生重大变化，为集装箱运输提供了良好的经营环境。

2007年，全球集装箱航运市场表现依然较为活跃。据交通部统计，2007年上半年，我国规模以上（集装箱年吞吐量为100万TEU以上）港口完成集装箱吞吐量5253万TEU，同比增长约24.1%，其中沿海港口和内河港口分别增长23.7%和30.4%。

2007年，全球集装箱运力的增幅仍在15%左右，但有诸多因素抵消了实际有效运力的增长，如：（1）东西贸易的不平衡；（2）经济航速的普遍应用以及长航线的增多，放缓了运力的周转；（3）港口及内陆的堵塞；（4）新兴市场的兴起，吸收了大量的新增运力等。因此，运力的增长与运输市场需求的增长大致平衡。

2007年，集装箱运价呈波动趋势，从上海航运交易所发布的中国出口集装箱综合运价指数（简称CCFI，见图1）来看，3月底 CCFI最低时曾低于1000点，此后随着运输旺季的到来缓慢回升，8月10日报收于1082.65点。各条航线中，亚洲 / 欧洲航线和国内航线运价上涨较快。下半年通常为航运业的传统旺季，各航线将相继进入繁忙期，预计运价将小幅上升。

在良好的经营环境下，中海集运通过调配运力资源、新辟航线以及优化已有航线等措施，提升航线利润。根据“营销网络化，服务一体化”的要求，中海集运成立了直接客户服务组以提供标准化和一体化的服务。此外，中海集

运还深度开发长江航运市场，扩大海铁联运范围，加大对越南等新兴市场的投入，增加了盈利点。

2007年上半年，中海集运完成货物运输量达332.85万TEU，较2006年同期增长25.8%。从表2可以看到，中海集运各条航线完成的箱量和收入均有所增长，其中，亚太航线和国内航线增长较快；亚洲 / 欧洲航线和国内航线的收入增幅大大高于完成箱量的增幅，表明这2条航线的运价上涨对提升中海集运收入的作用明显；太平洋航线收入增幅低于完成箱量的增幅，表明该航线的运价有所下跌。

图1 中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）趋势图



数据来源：中华航运网

截至2007年6月30日，中海集运运力达427107TEU，较2006年底净增加28133TEU，增幅为7.05%，主要是由于2007年上半年有3艘9600TEU的新船交付。目前，中海集运4000TEU以上的大型集装箱船舶已占中海集运总运力80%以上。这些现代化大型集装箱船舶的加入，使中海集运船队结构得到进一步优化，有效地降低了中海集运的单箱营运成本。

2007年初，受全球气候持续温暖、取暖油需求大幅度降低等因素影响，国际油价连续数日暴跌。2007年1月22日，WTI期货价格跌至51.99美元/桶，为2005年5月份以来最低。2月份以后，受欧佩克减产和海湾局势紧张等多种因素影响，国际油价有所反弹，8月10日，WTI

期货价格收于71.59美元/桶。预计2007年下半年油价仍将有较大幅度波动。由于中海集运深度推进精细化管理，增加直航、应用经济航速等各项控制成本措施的逐一落实，中海集运经营成本得到有效的控制，单箱成本较2006年同期减少7.0%至人民币4652.5元。

表2 中海集运分航线完成箱量和收入分析

主要市场	完成箱量 (TEU)			收入 (人民币千元)		
	2007年上半年	2006年上半年	同比增加	2007年上半年	2006年上半年	同比增加
太平洋航线	771330	670558	15.00%	6807831	6395445	6.40%
亚洲 / 欧洲航线	716308	680530	5.30%	5394245	4134834	30.50%
亚太航线	627868	432623	45.10%	2387675	1624981	46.90%
中国国内航线	1109773	811649	36.70%	1885425	982129	92.00%
其它	103180	50008	106.30%	904142	835813	8.20%
总计	3328459	2645368	25.80%	17379318	13973202	24.40%

数据来源：中海集运公告

2007年上半年，中海集运完成营业收入为人民币1737931.80万元，较2006年同期增长24.4%；税后利润为115982.60万元，较2006年同期增长1300.27%。截至2007年6月底，中海集运总资产为人民币3228967.10万元，较2006年底增长5.03%；总权益为人民币1734137.50万元，较2006年底增长4.62%（上述数据均来自于中海集运在香港联交所公布的公告，根据香港会计准则编制，未经审计）。

综合来看，随着经营环境的改善和中海集运成本控制力度的加大，中海集运的经营规模保持稳步增长，盈利能力得到大幅提高。

2007年8月8日，中海集运与韩国三星重工（Samsung Heavy Industries Co., Ltd.）签订了8艘13300TEU超大型集装箱船舶建造合同。合同总额135984万美元，中海集运将以五期同等金额3399.6万美元分期支付。该8艘船舶将分别于2010年底至2012年5月期间交付。本次订造的8艘船舶运力总计106400TEU，占2007年6月底中海集运总运力的24.91%。我们认为，购买该批大容量船舶，将显著地优化中海集运船队结构，

改善中海集运的规模经济效率，有利于加强中海集运的竞争力。

2、中海集运发行A股和红股事项分析

2007年8月10日，中海集运发布公告称，拟发行不超过15.075亿股A股，现已接受瑞银证券和中国国际金融有限公司的辅导。所募集资金将用于订造集装箱船舶、收购与集装箱运输业的相关资产、补充营运资金及偿还银行贷款。

此外，中海集运拟向每持有10股现有股份的股东，配发5.5股红股，以此向股东分派截至今年6月底的部分可分配利润33.165亿元人民币。A股发行项下将获发行A股之新股东将无权享有中海集运截至今年6月底之可分配利润。

中海集运本次拟发行的A股数量将不超过下列两者中的较高者：15.075亿股A股，或在A股发行及红股发行后的经扩大股本的20%。本次A股发行须待中海集运股东于临时股东大会及独立类别股东大会上批准；红股发行须待A股发行在临时股东大会及独立类别股东大会上获股东批准后方可作实，但A股发行则毋须待

红股发行在临时股东大会及独立类别股东大会上获股东批准。

A股发行及 / 或红股发行对中海集运股权架构之影响见表3。可以看到，A股发行完成后

(无论红股是否发行)，中海集运目前的控股股东中国海运持股比例为47.89%，A股流通股占比为20%，H股流通股占比为32.11%。

表3 A股发行及 / 或红股发行对中海集运股权架构之影响

	截至2007年8月9日	紧随红股完成后	紧随A股发行(假设红股发行未获批准) 完成后	紧随红股发行及A股发行完成后
(1) 内资股				
—中国海运(集团)总公司	3,610,000,000股(59.87%)	5,595,500,000股(59.87%)	3,610,000,000股(47.89%)	5,595,500,000股(47.89%)
—A股	0股(0%)	0股(0%)	1,507,500,000股(20%)	2,336,625,000股(20%)
(2) H股	2,420,000,000股(40.13%)	3,751,000,000股(40.13%)	2,420,000,000股(32.11%)	3,751,000,000股(32.11%)
(3) 股份总数	6,030,000,000股(100%)	9,346,500,000股(100%)	7,537,500,000股(100%)	11,683,125,000股(100%)

数据来源：中海集运公告

此前，中海集运的主要竞争对手之一中国远洋控股股份有限公司(1919.HK)已经于2007年6月完成A股发行(股票代码：601919，以下简称“中国远洋”)。中国远洋本次发行主承销商为中国国际金融有限公司，共发行178386.74万股，发行价格为8.48元/股，发行市盈率为98.67倍，募集资金总额151.27亿元。完成发行后，其控股股东中国远洋运输(集团)总公司(以下简称“中远总公司”)持股比例由63.83%下降至51.07%(见表3)。中国远洋7月25日因非公开发行A股重大事项停牌至今，停牌前收盘价21.70元。

表3 中国远洋A股发行对其股权架构之影响

股东名称	发行前		发行后	
	股票数量(股)	持股比例	股票数量(股)	持股比例
中远总公司	4,554,869,787	63.83%	4,554,869,787	51.07%
公众投资者	2,580,600,000	36.17%	4,364,467,446	48.93%
其中：A股	—	—	1,783,867,446	20.00%
H股	2,580,600,000	36.17%	2,580,600,000	28.93%
合计	7,135,469,787	100.00%	8,919,337,233	100.00%

数据来源：中国远洋招股说明书

中海集运与中国远洋在主营业务结构、控股股东背景、股权架构、主承销商、A股发行方案等多方面均存在相同或相似之处，我们认

为中国远洋的A股发行过程对中海集运本次的A股发行具有较大的参考意义。总的来看，我们认为中海集运本次A股发行将改进其资本结构，为公司建立新的融资平台并筹集业务持续发展所需资金，可提升公司品牌知名度和整体竞争力。我们将继续观察中海集运本次A股发行情况及其给公司带来的影响。

3、中国海运整体经营情况

表4 中国海运2007年上半年主要财务指标

单位：万元	2007年1~6月	上年同期	同比增长
销售(营业)收入净额	3679673	3002496	22.55%
销售利润	507336	381741	32.90%
利润总额	397154	304160	30.57%
净利润	177932	176637	0.73%
资产总额	8830118	7064976	24.98%
负债总额	4583287	3463013	32.35%
少数股东权益	1796310	1475682	21.73%
所有者权益总额	2450521	2126281	15.25%

数据来源：中国海运财务快报

中国海运的财务快报显示，2007年上半年，中国海运完成销售(营业)收入净额 3679673万元，比上年同期增长 22.55%；完成利润总额 397154 万元，比上年同期增长 30.57%。截至

2007年6月底，中国海运资产总额8830118万元，比2006年底增长20.01%；负债总额4583287万元，比2006年底增长31.97%；资产负债率51.91%，比2006年底的47.20%略有增长，但仍处于正常水平。总体来看，中国海运经营规模稳步增长，盈利能力有所增强。

三、跟踪评级观点

2007年上半年，随着全球海运市场的复苏，中国海运的经营环境有了较大改善，经营规模保持稳步增长。由于运价提高和加大成本控制力度等因素，中海集运的盈利能力得到大幅提高，受此影响，中国海运的盈利能力也有所提高。

中海集运本次订造的8艘大容量船舶将显著地优化中海集运船队结构，改善中海集运的规模经济效率，有利于加强中海集运和中国海运的竞争力。

中海集运本次A股发行将改进其资本结构，为中国海运建立新的融资平台并筹集业务持续发展所需资金，可提升中国海运品牌知名度和整体竞争力。联合资信评估有限公司将继续观察中海集运本次A股发行情况及其给中国海运带来的影响。

附件 信用等级的定义

企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成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。

中长期债信用等级的定义同企业主体。

短期融资券信用等级的定义

短期债信用等级的设置采用6级制，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

A-1级：还本付息能力最强，安全性最高；

A-2级：还本付息能力较强，安全性较高；

A-3级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响；

B级：还本付息能力较低，有一定的违约风险；

C级：还本付息能力很低，违约风险较高；

D级：不能按期还本付息。

长、短期债信用等级的对应关系

