

信用等级公告

联合[2010] 164 号

联合资信评估有限公司通过对中国海运（集团）总公司及其拟发行的 2010 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

中国海运（集团）总公司
主体长期信用等级为

AAA

中国海运（集团）总公司
2010 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年四月一日



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

电话：[010] 85679696

传真：[010] 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

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）与中国海运（集团）总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国海运（集团）总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，未因中国海运（集团）总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海运（集团）总公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国海运（集团）总公司 2010 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年四月一日



中国海运（集团）总公司

2010 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：25 亿元

本期中期票据期限：3 年

评级时间：2010 年 4 月 1 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(亿元)	750.53	1092.86	1126.79	1140.47
所有者权益 (亿元)	386.86	617.26	681.15	652.57
长期债务(亿元)	150.80	186.79	206.54	239.69
全部债务(亿元)	215.39	281.18	274.64	281.90
营业收入(亿元)	618.16	763.32	748.62	377.01
利润总额 (亿元)	67.46	110.95	90.56	-17.76
EBITDA(亿元)	116.68	154.00	130.66	--
经营性净现金流(亿元)	77.44	130.31	107.28	-33.64
营业利润率(%)	15.08	18.44	16.02	-4.95
净资产收益率(%)	14.16	14.25	10.82	--
资产负债率(%)	48.46	43.52	39.55	42.78
全部债务资本化比率(%)	35.76	31.30	28.73	30.17
流动比率(%)	104.25	160.37	162.82	133.60
全部债务/EBITDA(倍)	1.85	1.83	2.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.50	11.08	10.20	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	4.67	6.16	5.23	--

注：全部债务资本化比率为调整后数据；公司自 2007 年起开始执行新会计准则，2006 年数据采用经调整的 2007 年期初数（或上年数），2009 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

孙恒志 吕明远

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.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国海运（集团）总公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中央直属企业和中国最大的航运企业之一，在行业地位、经营规模、运载能力、船型结构、业务多元等方面的优势，目前，公司货币资金充足、债务负担轻、财务弹性良好，有利于抵御行业周期性波动给公司带来的经营风险。联合资信同时也关注到，行业周期性波动造成的业绩下滑、原油价格波动、人民币升值、全球范围内海运贸易增长放缓等因素对公司经营发展带来的负面影响。

2008 年下半年以来，受行业整体走势低迷影响，公司经营压力加大，业绩下滑。但从 2009 年三季度开始，在铁矿石、煤炭、原油等大宗商品市场回暖情况下，国内干散货和油品运输市场率先出现回升，行业内供需压力有所缓解，公司盈利状况得以改善。未来伴随国内海运市场经营环境的逐步改善，公司盈利能力有望进一步恢复。

未来几年，公司计划资本支出规模较大，债务负担有上升的压力，但伴随新购建船舶的陆续投产，公司在船队规模和运载能力上将有进一步提升，整体竞争力有望持续提高。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用等级以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 公司是中国第二大航运企业，拥有国内最大的海上石油运输船队，在沿海煤炭运输市场上占据主导地位，集装箱运输在国内

市场占据领导地位，在国际市场中位居世界前列，规模优势明显。

2. 以集运、油运和货运业务为核心的水上运输与陆岸产业兼营的多元化业务格局使得公司具有较强的抗周期能力。
3. 公司债务负担轻，财务政策稳健，整体偿债能力强。
4. 公司现金类资产充足，经营现金流入规模较大，对本期中期票据的覆盖程度高。

关注

1. 航运行业周期性明显。2008年以来，全球经济危机引发下游需求减少，行业内供求失衡导致运价下滑，公司经营压力加大。
2. 公司部分干散货船船龄较长，未来三年将进入集中报废期，短期内公司干散货运输能力可能下降。
3. 原油价格波动、人民币升值预期、国际贸易摩擦等给公司经营带来不确定性。

一、主体概况

中国海运（集团）总公司（以下简称“公司”或“中国海运”）成立于1997年7月1日，总部设在上海，由交通部直属的中国沿海最大的三家航运企业上海海运（集团）公司、广州海运（集团）有限公司、大连海运（集团）公司以及中国海员对外技术服务公司、中交船业公司重组而成。公司为国有独资企业。2003年5月，国务院国有资产监督管理委员会成立后，由国资委依法代表国务院对公司履行出资人职责。

公司主营业务包括集装箱运输、油运、货运、客运、特种货物运输等，此外，公司还拥有船舶管理、综合物流、码头经营、金融投资、工程劳务、贸易、信息技术等陆岸多元产业。

公司总部设置总裁办公室、运输部、计财部、企管部、人事部、发展部、安管部、监审部、党组办公室、组织部、宣传部、纪委和工会等职能部门。截至2009年9月底，公司拥有三家控股上市公司，分别为中海集装箱运输股份有限公司（2866.HK，601866.SH，以下简称“中海集运”，公司持股47.03%）、中海发展股份有限公司（1138.HK，600026.SH，以下简称“中海发展”，公司持股46.36%）和中海（海南）海盛船务股份有限公司（600896.SH，以下简称“中海海盛”，公司持股27.72%）。

截至2008年底，公司（合并）资产总额1126.79亿元，所有者权益681.15亿元；2008年公司实现营业收入748.62亿元，利润总额90.56亿元。

截至2009年9月底，公司（合并）资产总额1140.47亿元，所有者权益652.57亿元；2009年1~9月，公司实现营业收入377.01亿元，利润总额-17.76亿元。

公司地址：上海市东大名路700号；法定代表人：李绍德。

二、本期中期票据概况

公司计划发行总额度为50亿元的中期票据，分两期发行，其中第一期25亿元3年期中期票据已于2008年6月发行；第二期25亿元中期票据（以下简称“本期中期票据”）发行期限3年，其中13亿元募集资金用于中海发展支付6艘5.73万吨散货船的进度款，剩余12亿元用于补充营运资金。

本期中期票据无担保。

三、行业分析

1. 世界海运业现状

海洋运输业是国民经济的重要组成部分，与其他运输方式相比具有运量大、运距长、成本低、能耗少等优点，是国际货运的最主要方式。据统计，世界贸易量的90%以上是通过远洋运输完成的。

世界航运市场的发展与世界经济形势及国际贸易发展息息相关。在全球船队的运力供给和贸易运输需求互相作用的影响下，航运业表现出较强的周期性规律。2008年以来，美国的次贷危机引发金融海啸，导致全球出现经济衰退现象，世界经济增速在2007年见顶回落，2008年和2009年持续回落，世界贸易量增长幅度也从2007年的7.2%持续回落到2008年的4.6%和2009年的-12.5%。

根据联合国贸易和发展会议2009年12月8日发布的海运回顾报告指出，全球经济增长减缓导致2008年世界海运贸易增长放缓，与此同时，全球商用货船的数量持续增长导致运费下跌，2008年全球海运货物总量为81.7亿吨，同比增长3.6%，低于2007年4.5%的增长幅度。

总体看，航运业作为一个周期性行业，经历了近年的高速发展后，在全球金融危机的影响下，行业整体景气程度出现明显下滑。未来随着全球经济的企稳，航运业整体的运行压力

有望逐步缓解，但受货源需求和运力供给增长不均衡的影响，油运、干散货运和集运等主要子行业走势可能会出现一定分化。

油品运输

根据世界权威交通研究机构克拉克森的统计数据，2007 年全球油轮净增加 2430 万载重吨，较 2006 年增长 6.70%。至 2009 年，在经济危机导致需求减少的背景下，石油运输新增运力却大幅上升。据克拉克森截至 2009 年 11 月 1 日的统计，全球现役油轮船队（万吨以上）共 5246 艘，合计 4.32 亿载重吨，同比增长 7.9%。综合预测，2009 年底全球油轮船队（万吨以上）运力将较 2008 年增长约 9.3%，总体运力增速比 2008 年的 5.4% 明显加快。

另一方面，受金融危机的影响，主要发达国家的石油需求有所降低。根据国际能源机构预计，2009 年全球石油需求量为每日 8463 万桶，同比减少 1.9%，增幅低于上两年水平。

从运价来看，波罗的海交易所原油综合运价指数（BDTI，全球运输市场最重要的定价依据之一）波动幅度较大。从图 1 可以看到，2008 年上半年国际油轮运输市场需求旺盛，BDTI 运价走势总体维持高位运行，尽管下半年受经济形势下滑的影响出现大幅下跌，全年 BDTI 仍高达日均 1510 点，同比上涨 34.4%。

2009 年以来，由于运力供需相差悬殊，国际原油海运市场低位振荡，呈现两头高中间低箱体振荡走势。2009 年初 BDTI 为 849 点，4 月中旬跌至 453 点后快速开始回升，并在 6 月下旬摸高 731 点，8 月初重新跌回 468 点。2009 年前 11 个月 BDTI 指数平均仅有 568 点，同比下跌 63%。

随着全球经济稍显复苏以及北半球逐步入冬，进入 2009 年第四季度后运价开始回升，于 2010 年 1 月中旬升至 1216 点。

图 1 波罗的海交易所原油综合运价指数（BDTI）



资料来源：凤凰网财经网。

据克拉克森统计，2009 年年底新船订单总计 1.33 亿载重吨，其中 2010 年预计共交付新船 622 艘，合计 5530 万载重吨，但单壳油轮运力淘汰也进入高峰期。根据国际海事组织海洋环境保护委员会的要求，单壳油轮将于 2010 年前淘汰。随着单壳油轮强制淘汰年限的到来，将抵消大部分新船交付量带来的运力增长，2010 年的全球油轮船队预计为 4.58 亿载重吨，同比增长 3%，增幅有所放缓。

干散货运输

据克拉克森统计，2009 年 10 月底，全球干散货船队的实际拥有量为 4.489 亿载重吨，与 2008 年底的船队规模 4.181 亿载重吨相比，船队运力增幅为 7.3%。同时，2009 年 1-10 月全球干散货船的拆解量高达 920 万载重吨，达到自 2006 年以来的历史高峰，较 2006~2008 年三年的拆解量还高出 140 万载重吨。大量老龄船的拆解对新造船进入营运市场的压力起到了相当程度的缓解效应。

表 1 散货船的主要类别

散货船类别	载重吨（万吨）
灵便型散货船（Handysize bulk carrier）	2~5
巴拿马型散货船（Panamax bulk carrier）	6~7.5
好望角型（海岬型）散货船（Capesize bulk carrier）	15 左右
大湖型散货船（Lake bulk carrier）	3 左右

2008 年上半年，受干散货运力供给小于需求的影响，代表干散货走势的波罗的海综合运费指数（BDI）大幅上涨。但随着全球大宗原材料的海运需求下降，9 月份以来干散货市场

下跌速度明显加快,12月底BDI指数跌至774点。2009年以来,随着中国铁矿石等贸易量有所升温,部分船型运价有所上涨,至6月3日,BDI指数反弹至4291点。下半年11月份是干散货的传统旺季,煤炭运输进一步拉高运价,带动了BDI指数新一波反弹,最高达到4661点。

图2 波罗的海干散货运价指数(BDI)走势



资料来源: wind 资讯

可以看出,中国以铁矿石为主的初级原材料进口需求猛增,是推动2009年国际干散货市场率先突围的主要力量。除此之外,大量老龄船拆解迎来历史高峰期对缓解船队营运压力的作用也是重要因素。

根据联合国预测,2010年世界经济的增速将会从2009年的-2.2%转为2.4%,实现温和增长。在经济增幅向正增长的推动下,未来铁矿石、煤炭等干散货海运需求将有所改善,从而推动2010年全球干散货海运出现较明显的改观。

集装箱运输

在全球经济和贸易形势恶化的形势下,全球的集装箱运输也面临十分严峻的环境。由于集装箱主要用于汽车、电子产品、纺织品等下游制成品的运输,因而受金融危机的冲击最为直接。同时,随着近年来集装箱运力大幅增加,集装箱运输行业竞争压力逐步加大,业内企业盈利能力普遍下降。

据克拉克森统计,截至2009年11月1日,全世界集装箱船舶运力达4798艘,1279.13万TEU,同比增长6.81%。加上贸易量下滑所造

成的运量萎缩,2009年全球集装箱运输市场运力供给过剩的局面较2008年进一步扩大。

2009年上半年,集装箱运输需求大幅收缩,亚欧西行航线货量出现自2003年以来的首次半年度负增长,货量较去年同期下降接近20%;泛太平洋东行航线货量也较去年同期大幅下降约18%;大多数干线货量也出现不同程度的降幅,班轮运价与船舶租金水平双双下跌。下半年,集装箱运输进入传统旺季,同时全球经济逐渐走向复苏,需求有所上升。总体来看,虽然2009年下半年运价有了恢复性上涨,但集装箱运输市场的低迷仍未有实质性改善,波罗的海集装箱船舶租金价格指数2009年12月23日报收于334点,较年初大幅下跌31.5%。

总体看,集装箱市场运力供过于求的矛盾在短期内不可能得到彻底解决,2010年全球集装箱运输市场供大于求的形势依然非常严峻。截至2010年1月4日,全球闲置集装箱船折算运力为151万标箱,占总运力的11.6%。

2. 中国海运业现状

建国以后,中国海洋运输业得到了长足发展,尤其是改革开放以来,随着外向型经济的逐步建立,国际贸易在国民经济中的比例日益增大,海运业作为服务贸易的重要组成部分也得到了迅猛发展。尽管目前中国占世界海运进出口的比例较低,却因增长迅速而对世界航运业影响重大。

沿海油轮运输价格平稳

由于国内原油开采量不能满足经济发展的需求,中国自1993年成为石油净进口国以来,对进口原油的需求呈逐年增长之势。目前,中国已超过日本成为世界上仅次于美国的第二大石油进口大国。

出于能源安全考虑,降低对外依赖,中国政府在争取能源多元化的同时推行能源运输安全战略,2006年起国务院开始推进“国油国运”进程,并提出到2010年中国大型油轮船

队的规模至少要保证能承运 50%以上进口石油，至 2015 年增加到 80%左右。该政策的实施有利于国内沿海油轮运输市场保持相对稳定。

从运价来看，2008 年下半年以来世界油轮运价波动幅度较大，相比之下，在能源需求有所下降的趋势下，国内沿海油运价格仍然保持平稳。

沿海干散货运输低迷，四季度煤炭需求支撑市场回暖

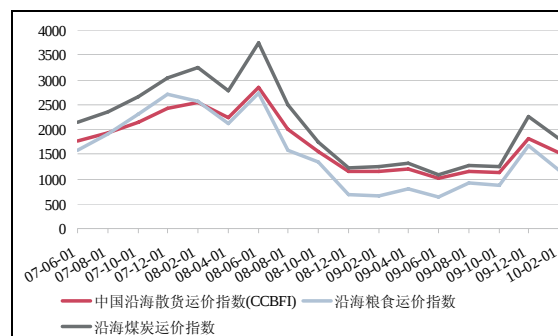
煤炭、金属矿石、钢铁、矿建材料、粮食是沿海干散货运输的主要货种，特别是煤炭作为国民经济最主要的能源，占到整个沿海内贸出港量的近四成，煤炭运输的兴衰决定了沿海运输市场的冷暖。

近年来，受益于中国经济的高速发展，国内对煤炭等工业原料需求旺盛，沿海散货运输市场自 2003 年起长盛不衰，沿海散货运价指数（CCBFI）从 2003 年下半年 1000 点附近发力，至 2008 年 6 月初达到历史峰值 2886 点，指数上涨了 1.8 倍。在此背景下国内船公司扩张运力愿望强烈，据统计，从 2008 年至 2009 年的两年间，沿海散货运力新增约千万吨，增长规模比前 10 年的总和还要多。

2008 年下半年，国际金融危机导致中国干散货市场需求发生根本性逆转，CCBFI 持续回落，从 2008 年 6 月的 2886 点下降到 2009 年同期的 1009 点，下跌幅度超过 60%（见图 3）。进入 2009 年四季度后，受益于经济回暖、提前入冬用电量猛增，加上受恶劣天气影响，运力吃紧，沿海运价指数强劲反弹，在 12 月 23 日达到最高峰 2115 点，并最终在 12 月 30 日收于 1853 点。

2010 年以来，南方沿海经济回升势头加快，煤炭需求稳步上升，支撑沿海散货运输市场回暖。虽然中国沿海散货运价走势仍有一定不确定性，但政府刺激经济发展的政策陆续实施和经济基本面的持续好转对港口内贸和散杂货运输需求将起到推动作用。

图 3 中国沿海干散货运价指数走势



资料来源: wind 资讯

集装箱运输内贸优于外贸

1987 年至 2007 年以来，中国集装箱吞吐量一直保持高于 20% 的增长速度，其中 2007 年全国港口集装箱吞吐量达到 1.127 亿 TEU，同比增长 20.4%。随着中国集装箱吞吐量快速增长，中国集装箱吞吐量在全球集装箱吞吐量中的比重不断加大。2003 年至今，中国港口集装箱吞吐量连续 7 年居世界第一。

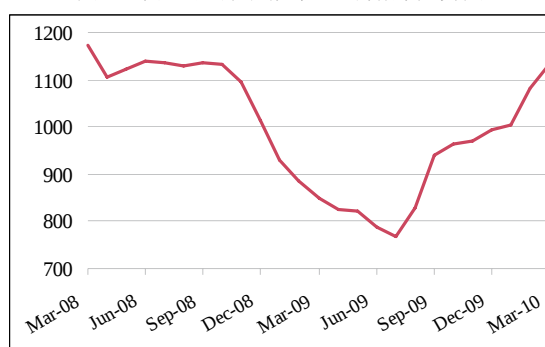
2008 年中国港口集装箱吞吐量增长速度呈前高后低态势，上半年仍有较快的增长，9 月份以后，金融风暴波及中国实体经济，使港口集装箱吞吐量增长迅速下滑，经历了 4 年繁荣期的中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）掉头向下。2008 年 12 月，港口集装箱吞吐量首现负增长，而且降幅持续扩大，2009 年 2 月达到最大历史降幅-14.9%。2009 年下半年，集装箱运输进入传统旺季，同时伴随着欧美日经济逐渐走向复苏，国内港口集装箱吞吐量逐月上扬。班轮公司采取多项措施，如调整运力、撤并航线，处置老旧船、延缓新船下水、降低航速等，以达到缓解运力过剩、稳定运价的目的。

根据《2011 中国港口码头市场趋势观察研究预测报告》数据显示，2009 年全国规模以上港口完成集装箱吞吐量 12100 万标准箱（TEU），同比下降 6%，首次出现负增长。

从中国出口集装箱综合运价指数（见图 4）来看，2007 年中国集装箱运输市场有所复苏，导致下半年运价指数持续上升。2008 年一季度

度,受航运业淡季的影响,中国出口集装箱综合运价指数又出现了较大幅度的下降(见图5)。随着全球经济下滑,国际贸易需求萎缩,2008年下半年运价指数呈大幅下跌趋势,跌势一直持续到2009年6月。2009年6月26日,CCFI下降到历史最低点763点,较2008年高点下降了36%。进入下半年,中国集装箱出口运价指数逐月上扬,年底已上升到996点,亚欧线开始小幅盈利,运价达到1500美元/箱,其他航线运价也不同程度回暖。

图4 中国出口集装箱综合运价指数走势图



资料来源:上海国际海事信息与文献网 www.simic.net.cn

据交通运输部1月份快报显示,2010年1月,港口集装箱吞吐量出现大幅增长,已恢复到2008年8月金融危机前水平,港口集装箱吞吐量完成1135万TEU,同比增长25.5%。除需求上升因素拉动外,2009年同期基数低也是主要因素之一。

总的来看,2009年以来,在全球金融危机的大背景下,中国集装箱运输行业也受到明显冲击,但呈现出内贸集运形势好于外贸的特点。2009年三季度以来,在国内经济整体回暖的情况下,国内集运市场出现较为明显的回升趋势。

3. 行业关注

油价波动剧烈

燃油费用是航运业的主要成本之一,一般可占到总成本的20%~30%,部分船型甚至可达50%,因此,燃油价格的波动对航运企业的盈利水平影响巨大。

自2007年初开始,国际原油价格不断攀升,至2008年上半年飙升至140美元左右。2008年上半年WTI原油期货价格平均为每桶111.1美元,较2007年同期上涨80.20%。受美国次贷危机引发全球经济放缓的影响,2008年10月以来,国际原油价格又迅速回落至每桶约30美元的低点。2009年初,油价继续在低位徘徊,至4月开始大幅上涨,经过震荡调整于10月又出现大幅上涨,在10月21日达到每桶79.69美元的高点,至2009年年底收于约80美元。2010年以来,油价延续了盘整上涨的态势,油价的大幅波动对航运公司的成本影响较大,对其成本管理造成一定难度。

竞争程度加剧

航运业发展具有较强的周期性,各大船公司近两年交付使用的运力增长较快,使得行业内部的竞争越来越激烈,其中集装箱运输领域表现尤为明显。

为了在竞争中保持优势,各大航运公司不断开展并购、扩张以实现规模经济效益,以战略联盟的方式寻求外部发展,通过建立国际综合物流系统来增加服务价值和降低物流总成本,通过细化业务、开辟航运支线等等措施来进一步提高竞争力。

人民币升值

国际航线的航运收入和成本均以外币计价,部分船舶的建造也以外币计价,对于中国航运企业,人民币的升值也意味着利润空间的压缩;贸易摩擦、港口使费上升以及经济发展中的其他不确定性因素也将会给航运企业经营带来一定不利影响。

4. 未来发展

总体看,航运业作为一个周期性行业,经历了近年的高速发展后,在全球金融危机的危机下,行业整体景气程度出现明显下滑。未来随着全球经济的企稳,国际航运业整体的运行压力有望逐步缓解,但受货源需求和运力供给增长不均衡的影响,油运、干散货运和集运等

主要子行业走势可能会出现一定分化，在铁矿石、煤炭等大宗商品的带动下，干散货市场的回升步伐相对更快，而集运市场运力过剩可能会在一定程度上限制运价的上行空间。

2009 年以来，在全球金融危机的大背景下，中国的海运市场也受到一定冲击，其中以外贸为主的集运业务受到的影响更为明显，而油运和干散货运市场受到的影响则相对较小，2009 年三季度以来，在国内宏观经济企稳回升的背景下，国内海运市场的整体的运行压力有所缓解。未来在国内经济持续增长的背景下，国内海运市场的景气度有望进一步改善。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司是中国第二大航运企业，是中国沿海最大的承运人，是国家重点支持发展的国有大型企业，在国际上具有较高的知名度和较强的竞争力。

公司拥有以集装箱运输、油运、货运、客运、特种货运输等五大专业船公司组成的主营船队。截至 2009 年底，公司拥有经营船舶 440 艘，拥有运力 2018 万载重吨，集装箱载箱位 50 万 TEU；2009 年公司完成货物运输量 3.5 亿吨。此外，公司还拥有船舶管理、综合物流、码头经营、金融投资、工程劳务、贸易、信息技术等陆岸多元产业。

中海集运是世界排名前列的集装箱航运公司。截至 2009 年底，中海集运已形成 131 艘船、近 50 万 TEU 的集装箱船队规模，其中运载能力逾 4000TEU 的大型船舶逾 77 艘，平均船龄只有 4.70 年，占总运力的 87.0%。中海集运的集装箱船队船舶新、船型大、航速高、船价低、效率高、营运成本低，竞争优势明显。

公司拥有国内最大的海上石油运输船队，含各类油轮 85 艘，628 万载重吨，形成以 VLCC、阿芙拉型、巴拿马型为主的船队，是国家石油运输骨干船队之一，2009 年完成石油

运量 7394 余万吨。公司主要承运国内沿海原油、成品油和过驳油以及中东及第三国的油品运输。

公司货运船队经营航线遍及国内沿海、长江中下游和世界各主要港口，是中国沿海最大的散杂货运输船队，目前拥有各类沿海和远洋散、杂、自卸货轮 182 艘、740 万载重吨，散货运输船舶年运量超过 1.3 亿吨，其中煤炭运量超过 1 亿吨，在中国沿海煤炭市场长期保持主导地位。

2. 人员素质

截至 2009 年底，公司职工总数为 4.54 万人，其中在岗职工 4.16 万人。按学历构成划分，研究生学历占 0.87%，本科学历占 19.53%，专科学历占 27.97%，中专及以下学历占 51.62%。

公司现有高层管理人员 8 人，包括总裁 1 人、副总裁 5 人、纪检和工会领导各 1 人，其中博士研究生 2 名，硕士研究生 2 名，大学本科 3 名，大专 1 名，均具有长期的专业管理经验，领导层的整体素质较高。

公司总裁、党组书记李绍德先生，1950 年生，硕士研究生学历，曾任上海海运局副局长，上海海运（集团）公司副总经理、总经理，中国海运（集团）总公司副总裁、党组书记，具有多年的行业管理经验。

3. 外部环境

在国际海运市场，为适应多变的国际政治、经济形势，保证国家战略物资运输、储备安全，国家急需一支庞大的船队承担起国家战略物资的运输任务；国家推进、鼓励企业“走出去”的战略政策也必将促进国际海上运输。随着国家战略石油储备计划的启动实施，中石油、中石化、中海油等公司海外项目的建成、投产，以及“国油国运”计划的逐步落实，公司将获得有利的发展机遇。

在国内海运市场，国家将继续维持沿海运输保护政策，同时，交通结构的不断调整和相

关法规、政策的不断推出也将使国内海运市场更加规范。

公司作为中国第二大航运企业，在国家运输发展战略中占有重要地位，在公司的体制改革、船队规模的扩大和调整等方面，国家有关部门都给予了大力支持，赋予了较大的经营自主权。1999 年底，中国海运被核准为首批 39 家国有大型骨干企业之一。同时，公司与国内外的大型石油公司及货主保持了长期良好的合作关系，在国家石油战略储备计划中发挥着重要作用。

总体看，国家政策的大力支持对公司的稳定发展较为有利。

五、管理分析

1. 治理结构

公司是国有独资企业，国资委作为出资人以其出资额为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任。公司目前尚未设立董事会，监事会由国资委派出，依照《公司法》和《企业国有资产管理暂行条例》等法律法规，对公司国有资产进行监督管理。

公司实行总裁负责制，总裁为公司法定代表人，由中央批准，国务院任免。公司另设副总裁若干人，根据公司章程规定和总裁委托履行相应职责，协助总裁工作并对其负责。总裁办公会是公司最高决策层，负责公司的年度经营计划、市场策略、技术开发、业务规章、内部管理体制、组织结构调整及内部机构设置等重要决策。总裁办公会议定期召开，由总裁主持，副总裁和有关负责人参加。

2. 管理制度

在“统一领导，分级管理”的管理体制下，公司总部对所属公司有较强的控制力。

在重大决策方面，公司强调决策的民主性和规范性，制订了《中国海运（集团）总公司决策责任制》，明确重大事项决策过程中集团

领导和参与重大决策过程人员的决策权力和责任，突出了集团党组、集团监事会、职代会的监督作用。

在财务管理方面，公司建立了健全的内部财务及审计监督制度，着重加强预算、资金和成本管理。根据战略规划，公司下属公司和部门编制各自的年度预算计划，各业务管理部门根据年度预算计划编制收入预算和成本费用预算，同时生成各部门财务类关键绩效指标，财务部门在汇总基础上，形成公司资金预算和利润预算；集团各级管理层定期对预算执行情况进行分析、监控及决策。

在资金管理方面，公司实行“集中管理、统一调度、主业优先、控制风险”的原则，公司总部宏观掌握和控制集团资金筹措、运用及综合平衡。信贷资金筹措按照“统一授信、统一信贷、适度筹措、综合平衡”的原则，建立并保持与各大银行的战略合作关系，以争取最优的利率和条款。资金运用按照“统一开户、统一结算、集中存储、规范运作”的原则进行运作。

由于公司主营业务收入约一半为外币，公司面临人民币升值的汇率风险，公司通过努力调整债务结构，适当增加外币借款，达到收支币种的匹配，以最大程度的规避汇率风险。

对外担保方面，公司制定了《中国海运集团担保管理细则》，详细规定了对外担保的条件、程序和风险管理等内容。所有对外担保均由公司本部统一审批管理，并原则上要求对方提供反担保，未经公司本部审批，所属公司不得对外提供担保。

安全生产方面，公司制定了超过二十个的管理文件，在安全管理机构设置、安全教育、安全检查、安全监督、应急事件、事故报告、事故处理、责任追究等众多方面均做出了明确的规定，公司本部并与所属公司主要负责人签订《安全生产工作责任书》，提出履职要求，明确管理责任，并作为签订单位的考核范围。

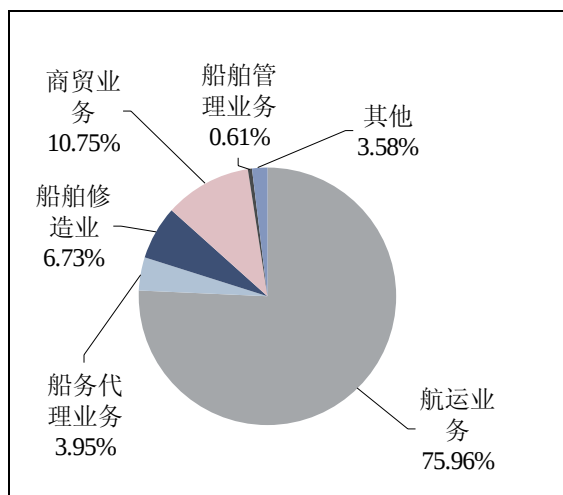
总体看，公司建立了较为科学完善的决策

制度和管理体系，管理水平较高，内部控制机制较为完善，管理风险较低。

六、经营分析

公司经营的核心业务是集装箱运输、石油运输、干散货运输、客运和特种货运输五大运输构成的航运业务，此外，公司还拥有船舶管理、综合物流、码头经营、金融投资、工程劳务、贸易、信息技术等陆上产业。从图 5 可以看出，公司主营业务较为突出，航运业务收入是主要来源。2008 年航运业务收入占主营业务收入的 75.96%，占比较 2007 年提高了 1.74 个百分点。

图 5 2008 年公司主营业务收入构成



资料来源：根据公司年报整理，其他包括物流业务、港口码头业务、信息服务业、设施设备出租业务等合计收入。

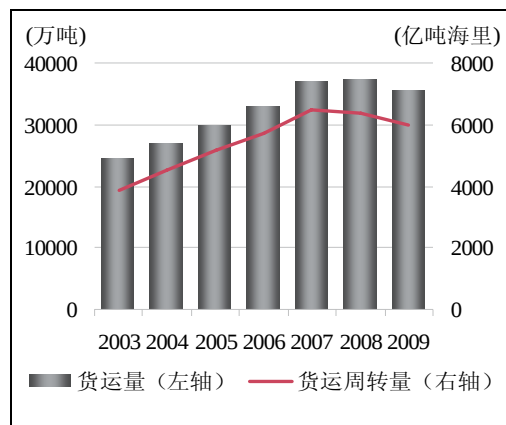
1. 航运业务

航运业是公司的传统和主营业务，经过十余年的发展，公司已跻身世界较大的船公司之列，在中国海运市场有着举足轻重的地位和影响。

从图 6 可以看出，2003 年~2008 年，公司货运量逐年增加，年均复合增长 8.73%；货运周转量年均复合增长 10.39%。2008 年，受全球经济下滑、国际贸易萎缩等因素的影响，航运业景气度呈现周期性下降。公司完成货运量 37349.32 万吨，同比增长 0.87%，增速明显

下滑。2009 年，航运市场总体仍处于低谷，公司货运量和货运周转量同比均出现下降。

图 6 公司货运量与货运周转量增长趋势图



资料来源：根据公司提供数据整理。

2008 年，公司实现海运业务收入 564.04 亿元，同比增长 0.14%，较 2007 年的 23.47% 明显下降，主要系集装箱外贸运输业务收入跌幅较大所致。另一方面，受益于上半年国内沿海散货运价提升及国内沿海油运价格全年保持平稳，干散货运输和石油运输收入仍保持了一定的增长速度。

2009 年前三季度，散货运输需求萎缩，尤其是中国沿海煤炭运输需求大幅减少；加上中国外贸出口市场低迷，以外贸为主的集装箱作业量呈继续收缩趋势，导致 2009 年前三季度公司主营业务收入仅占 2008 年全年的 50.31%，为 373.55 亿元。2009 年下半年，集装箱运输进入传统旺季，同时伴随着经济回暖带来煤炭等散货需求的上升，集装箱和沿海散货运价均有所上扬，公司主营业务收入出现逐月递增，其中 9-11 月分别为 43.77 亿元、46.17 亿元和 62.94 亿元。

公司控股子公司中海集运统一经营公司的集装箱船队，截至 2009 年 9 月底，公司对其持股比例为 47.03%。中海集运于 2004 年 6 月在香港上市，发行 H 股 24.2 亿股，募集资金折合人民币 71.343 亿元；2007 年 12 月在上海证券交易所发行 A 股 23.37 亿股，募资资金净额 152.22 亿元。2008 年和 2009 年 1~9 月，

中海集运分别实现营业收入 351.10 亿元和 141.08 亿元。

中海发展专营油品运输和干散货运输，其前身为上海海运全资子公司上海海兴轮船有限公司（以下简称“海兴轮船”），1994 年 11 月在香港上市。1997 年 12 月，海兴轮船正式更名为中海发展股份有限公司，2002 年 5 月增发了 3.5 亿股 A 股。截至 2009 年 9 月底，公司对其持股比例为 46.36%。2008 年和 2009 年 1~9 月，中海发展分别实现营业收入 175.62 亿元和 65.72 亿元。

中海海盛主营特种货物和干散货运输，其前身是海南海盛实业股份有限公司，1996 年在上海证券交易所上市。截至 2009 年 9 月底，公司对其持股比例为 27.72%。2008 年和 2009 年 1~9 月，中海海盛分别实现营业收入 11.72 亿元和 5.99 亿元。

（1）集装箱运输

中海集运成立之初，全球集装箱货运市场运力过剩的状况日渐突出，市场竞争的加剧使得集装箱运费水平逐步下行，集装箱市场持续低迷。公司抓住这一时机，在 1998 年以低价租进一大批集装箱船，一年后，全球租船价格迅速上涨一倍以上；随后，公司运用“反周期运作”果断投资，及时订造大批大型集装箱船，这些船几乎都是在周期性低谷期建造，在航运市场高峰期交付使用，其造价与现时相比，单船可节省 1-3.5 亿元人民币不等，新造船只投入运营后，公司在市场竞争中优势日趋明显。

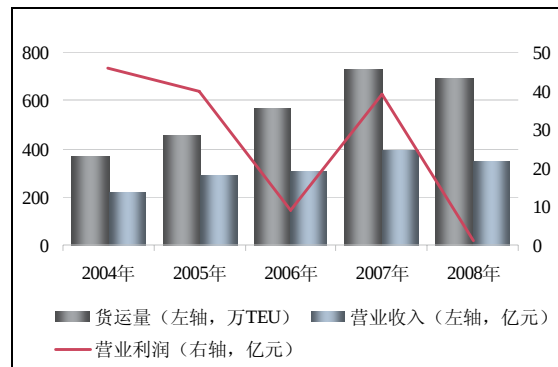
中海集运先后开辟中国各港至日本、韩国、东南亚、澳大利亚、欧洲(地中海)、美洲、西非、波斯湾等数十条国际集装箱班轮航线和国内沿海内贸线及外贸支线。以集装箱吞吐量计算，中海集运部分内贸航线于国内多个主要港口的市场占有率逾 50%，部分港口的占有率更高达 80%至 90%。

中海集运 2004~2007 年货物运载量和营业收入增长较快（见图 7），年均增长率分别为 25.93%和 21.79%；营运利润呈下降趋势，特

别是 2006 年受重要航线运价下跌和燃油价格上升双重影响，营业利润处于低水平。

2008 年，由于运价的大幅下跌及欧美两大经济体的需求萎缩，中海集运营业收入与货物运输量分别为 351.10 亿元和 694.21 万 TEU，均有不同程度的下滑。

图 7 中海集运近年来收入与盈利情况变化趋势图



资料来源：根据中海集运招股说明书和 2007-2008 年年报整理。

受国际金融危机影响，2008 年中海集运包括太平洋、欧洲及地中海航线在内的国际航线货量同比均大幅下降，其中太平洋航线货运量降幅达 19.91%（见表 2）；与此同时，由于中国内贸航线及亚太区域间的集装箱运输仍保持增长趋势，中海集运国内航线运量降幅较低，仅为 1.42%，而亚太航线运量反而较 2007 年增长了 11.18%。

表 2 近年来中海集运各航线运量

航线	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
太平洋航线	112.48	143.26	162.81	130.39
欧洲及地中海	121.94	135.17	145.79	137.62
亚太航线	77.63	102.19	123.30	137.09
中国国内航线	140.23	171.27	274.91	271.00
其他	7.46	13.91	23.07	18.11
合计	459.74	565.80	729.88	694.21

资料来源：根据中海集运招股说明书和 2007-2008 年年报整理。

为减少闲置船舶，提高在运船舶的舱位利用率。2008 年中海集运适当控制了船队规模的扩大，适时租出部分运力，并拆除老旧船舶以优化船队结构，2008 年运力达到 49.3 万 TEU，其中 4000TEU 以上的大船占到总运力的 81.1%。同时，中海集运通过升级精品航线建设、提高“三率”（准班率、载箱率、满意率）、

加强箱管工作、适度扩大舱位租售以及细化成本控制等各项措施，实现了除燃油成本外，各项经营成本包括箱管成本、中转成本和港口使费均有不同程度的下降。

总的来看，中海集运依托良好的市场形势以及相关方合作，市场规模不断得到扩张，但与国际顶级班轮公司相比，在船舶艘数、总箱位、国际干线运力投入、国际运输市场占有率等方面还存在着差距；同时受全球经济增长放缓及出口贸易下降的影响，全球集装箱市场的发展前景具有一定的不确定性。

（2）石油运输

公司油运船队归属中海发展管理。截至2009年，公司经营各类油轮85艘，628万载重吨，形成以VLCC、阿芙拉型、巴拿马型为主的船队，是国家石油运输骨干船队之一。2005~2008年，公司油运年货运量稳定在6500余万吨左右，2009年完成石油运量7394余万吨（见图8）。

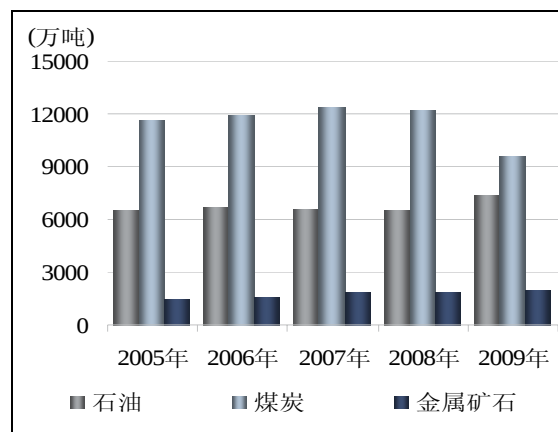
公司在油运市场上始终保持较强的盈利能力，与国内外的石油公司及货主保持长期良好的合作关系，在国家石油战略储备计划中发挥着重要作用，具有较高的安全管理水平和服务质量，及良好的市场信誉和较强的市场竞争力。

2008年，中海发展加强与大客户的合作，扩大长期稳定货源比例，提高船舶效率，全年共完成油品运量1040.1亿吨海里，实现油品运输营业收入60.78亿元，同比分别增长7.00%和21.49%。内贸油品运输方面，2008年中海发展全年完成内贸油运量180.9亿吨海里，同比增长9.77%，其中完成原油和成品油运量分别为153.4亿吨海里和27.5亿吨海里，内贸原油市场占有率继续巩固在60%以上。外贸油品运输方面，全年共完成外贸油品运量859.2亿吨海里，同比增长6.43%，其中完成外贸原油运量484.1亿吨海里，完成外贸成品油运量375.1亿吨海里。

2009年以来，受原油运输需求低迷和全球

油轮运力持续增长等因素影响，原油和成品油轮运价持续低位。但随着2010年单壳油轮退出市场，运力扩张速度将有所放缓；此外，中国、印度等发展中国家对原油需求的巨大动力也将为未来运价反弹带来机会。

图8 公司近年来油运和干散货运载量情况



资料来源：公司提供。

（3）干散货运输

公司在中国沿海干散货运输市场中一直处于领先地位，其中半数以上干散货船队归属中海发展管理。在沿海煤炭运输市场中，公司一直保持了最高的占有率，2008年公司煤炭运量为1.22亿吨。公司与华东地区主要电力公司、钢铁企业建立了长期合作关系，是华东地区电力和钢铁企业最大的煤炭运输供应商。目前公司的煤炭运输业务已拓展到华南地区，但公司的干散货船队平均船龄偏大，其中中海发展自有船舶的平均船龄为20.4年，需要补充新船以改善船队结构。同时，受运力发展滞后的制约，公司在煤炭运输市场的份额已呈现逐年下降的趋势。其中，2008年和2009年公司分别占国内煤炭运输市场的27.91%和20.41%。

在2008年下半年国内沿海煤炭、铁矿石运输需求放缓的形势下，中海发展适时调整运力，全年完成干散货运量1253.3亿吨海里，实现营业收入95.90亿元，同比分别增长5.17%和25.54%。在煤炭运输方面，得益于上半年运输价格大幅上涨，尽管运量有所下降，煤炭运输收入反而实现较大增长。2008年中海发展全

年共完成煤炭运量 749.9 亿吨海里，实现营业收入 70.83 亿元，同比分别下滑 7.73% 和增长 29.42%。

在其他干散货运输方面，2008 年中海发展共完成运量 503.4 亿吨海里，营业收入 25.07 亿元，同比分别增长 32.82% 和 15.74%。

未来三年中海发展沿海散货船将进入集中报废期，运力缺口有扩大趋势。截至 2008 年底，中海发展在建船舶共 69 艘（含油轮），项目总投资额为 346 亿元，其中包括 8 艘 30 万吨矿砂船，8 艘 23 万吨级矿砂船，8 艘 7.6 万吨级散货轮和 22 艘 5.73 万吨级散货船。今后三年将是中海发展大型船舶的集中交付期，预计以上在建船舶将全部于 2012 年底前交付使用，公司散货运力规模将明显增长。

2009 年前三季度，国内散货运输需求萎缩，尤其是沿海煤炭运输需求大幅下降，公司散货运输业务经营压力加大，2009 年全年完成煤炭运量 9588 万吨。但随着国内经济回升势头的加快，预计未来煤炭需求将稳步上升，这将在一定程度上缓解公司散货运量的下滑趋势。

（4）客运和特种运输

公司客（车）运输市场主要在渤海湾地区，在当地占有约 40~50% 的市场份额，2008 年运输量为 272.56 万人次。公司在客（车）运输方面具有安全管理水平高、服务质量好的特色，但发展受区域经济限制。公司在渤海湾地区客车运输的主要竞争对手是大连航运公司和山东渤海轮渡公司等地方公司，其快速新增的客滚船对公司客（车）运输形成较大的挑战。加上国内经济增速放缓以及流感等因素的影响，公司客运量有较大幅度下降，2009 年约为 220 万人次。

公司现有的化学品船队与国际专业大公司相比，在船队规模、船型、市场份额等方面尚存在较大差距，还不具备大举进入国际散化市场的规模和实力，运力发展相对滞后于全球化学品海运量的需求。近几年国内多个大型石

化项目上马，将带动沿海化学品运输的进一步增长。公司具有化学品船队的经营管理经验，保有一批适合化学品船营运的船员，具有发展海上化学品运输的潜力。今后几年内，公司将积极发展 4000~10000 吨级船型的运力，努力扩大万吨以下的化学品运输市场份额，稳步提高运输效益。

此外，公司已组建了汽车专用运输船队，正在筹建 LNG（液化天然气）船队。

2. 陆上产业

近年来，公司加大了陆上产业的开发力度，建立发展了造船工业、综合物流、码头经营、船务代理、工程劳务、工贸业务及信息技术等与主业密切相关的多元化产业，这些多元化产业成为对公司主业的有益补充，其发展也能有效抵御航运主业市场风险。

（1）修船工业

中海工业有限公司（以下简称“中海工业”）成立于 1998 年，是公司的一级子公司。中海工业是公司的陆岸支柱企业，也是中国船舶工业的重要成员之一。

中海工业主要从事船舶修理、改装和特种船艇的制造，下属船厂和专业公司大多位于上海和广州。下属船厂除了在常规船舶修理上经验丰富之外，在液化气船、沥青船、化学品船、滚装船、挖泥船、海洋多用途船等特种船舶的修理和改装方面也具有良好的技术水平。下属专业公司配合常规船舶修理，能提供柴油机部件翻新及自动化、锅炉、增压器、螺旋桨等特种修理，并能提供船舶舱室特涂、船体测厚、批量钢结构工程、气体工程、钢结构工程等多种专业服务。

中海工业每年承修各类船舶 400 多艘以上，在中国修船行业中处于举足轻重的地位。2008 年和 2009 年 1~11 月，中海工业分别完成主营业务收入 39.00 亿元和 48.05 亿元，增长较快。

（2）港口码头

公司积极参与国内沿海和国际主枢纽港和干线港的投资经营，码头类型包括集装箱、油品、液体化工品和汽车滚装等。公司“十五”期间投资了大连港、湛江港、连云港、上海港、天津港、锦州港和美国洛杉矶港，2008 年中海集运顺利完成对中海码头发展有限公司的收购，当年实现码头营业收入 2.88 亿元，同比增长 47.37%。2008 年和 2009 年 1~11 月，公司分别完成吞吐箱量 1326.5 万标准箱和 1233.72 万标准箱。

（3）综合物流

现代物流在综合运输与多式联运的基础上，作为一种崭新的社会化大生产方式迅速地向运输服务贸易领域发展。为了增强在国际航运市场的竞争能力，国际上许多著名航运公司都成立了物流公司，现代物流服务已经成为国际型的集装箱运输企业拓揽货源的重要手段之一。中海集团物流有限公司（以下简称“中海物流”）是公司直属的专业从事综合物流业务的大型企业，是以沿海和内陆城市为枢纽，为客户提供全球性物流服务的专业化公司。中海物流以四十余条遍及全球的海上集装箱运输班轮航线为依托，以沿海各口岸仓储、堆场、集卡、驳船等业务项目为基础，以良好的服务和完善的信息网络作支撑，形成完整的物流供应链，为客户提供全方位的综合物流服务。

2008 年和 2009 年 1~11 月，中海物流分别完成主营业务收入 4.26 亿元和 2.74 亿元。

（4）集装箱制造

公司先后在连云港、锦州、广州等地投资集装箱制造项目，连云港箱厂已于 2005 年建成投产。根据公司三年（2009-2011 年）滚动发展规划，集装箱制造业要坚持以需定产的经营方针，加大营销力度，降低生产和运输成本，形成年产 45 万 TEU 以上的产能。

此外，公司还有下属子公司从事船务代理、工程劳务等相关产业，相对主业而言规模较小。

3. 经营效率

2006~2008 年公司销售债权周转次数总体保持稳定并处于较高水平，平均值为 12.60 次，2008 年为 13.79 次；同期内，受存货规模增加影响，公司存货周转次数有所下降，但仍保持在较高水平，2008 年为 19.04 次。2006~2007 年，公司总资产周转次数相对稳定，2008 年受在建工程大幅增加和收入规模小幅下滑的影响，总资产周转次数下降为 0.67 次。2009 年以来，由于收入规模的大幅下滑公司整体的经营效率受到一定影响。

总体看，公司整体经营效率较高，但 2009 年以来出现一定程度下滑。

4. 未来发展

公司“十一五”规划总体目标是：2010 年底总资产超过 1000 亿元；资产负债率低于 55%；船舶总运力规模达到 2500 万载重吨；货运量与周转量分别达 5.6 亿吨和 12500 亿吨海里；集装箱运力规模超过 65 万标准箱；总收入超过 1100 亿元。

在发展航运主业的同时，公司还将积极发展造船、码头、物流等与主业相关的其他产业，加快海外产业的发展步伐，进一步增强和完善网络服务功能，拓展相关业务。具体来看，公司对调整航运主业与陆岸产业的发展比重，集运、油运、货运三大主力船队的发展比重等作出了总体性的安排，主要包括：

（1）调整船队结构。公司对三大船公司的船舶投资规模进行动态控制和调整，使集运、油运、货运三大主力船队更好地形成协调发展的格局，实现三大主力船公司的平稳、协调、良性发展的目标。

（2）调整船、岸发展比重，提高陆岸盈利水平。按水上运输业和陆岸产业两大板块划分，两大板块的盈利比重达到良好适当比例。

（3）加快发展船舶修造业。公司将积极贯彻以修为主、修造并举的方针，保证船舶修造业与航运主业实现同步发展。造船业以建造

巴拿马型船舶为主、兼顾 10 万吨级船舶和海洋平台为市场产品定位。为此，公司将加快对江苏造船基地的改建、扩建，完成一期建设后达到 50 万载重吨的年造船能力，二期建设完成后年造船能力达到 300 万载重吨。

(4) 健康发展其他陆岸产业，包括码头业务、集装箱和半挂车制造、船务代理、综合物流等。

总体来看，公司近年保持了较快的发展速度，未来的发展中，各业务板块均有明确的工作重点，并有大规模的扩张计划，在国内经济继续保持增长的环境下，公司的整体实力有望进一步提高。但联合资信也注意到，航运业与宏观经济密切相关，受全球经济放缓及进出口贸易量下降的影响，2009 年公司经营压力加大：集装箱运输经营效益大幅下滑；在现有老旧散货船淘汰的过程中，短期内出现的运力下降将可能影响公司的收入和利润规模；2009 年以来原油价格的大幅波动、人民币升值预期和国际贸易摩擦增加等因素也将给公司经营带来一定的不确定性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006 年财务报告由上海众华沪银会计师事务所审计，2007、2008 年的财务报告由天职国际会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

2006~2008 年公司财务报表合并范围均有变化，主要是部分下属企业清算、注销或新设引起，相关企业的资产和收入在公司中所占比重不大，对合并财务数据影响较小。公司从 2007 年开始执行财政部 2006 年发布的《企业会计准则》及相关规定，并对期初数进行了追溯调整。为保证财务数据的可比性，以下分析中采用经调整过的 2007 年期初数（或上年数）作为比较基数。公司 2009 年 1~9 月财务数据未经审计。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 1126.79 亿元，所有者权益 681.15 亿元，其中少数股东权益 313.37 亿元；2008 年公司实现营业收入 748.62 亿元，利润总额 90.56 亿元。

截至 2008 年底，母公司资产总额合计 450.48 亿元，所有者权益 241.64 亿元；2008 年母公司未产生营业收入，主要通过投资收益实现利润总额 13.18 亿元。

截至 2009 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1140.47 亿元，所有者权益 652.57 亿元，其中少数股东权益 283.15 亿元；2009 年 1~9 月公司实现营业收入 377.01 亿元，利润总额 -17.76 亿元。

截至 2009 年 9 月底，母公司资产总额 459.49 亿元，所有者权益 250.38 亿元；2009 年 1~9 月公司实现利润总额 8.74 亿元。

2. 资产质量

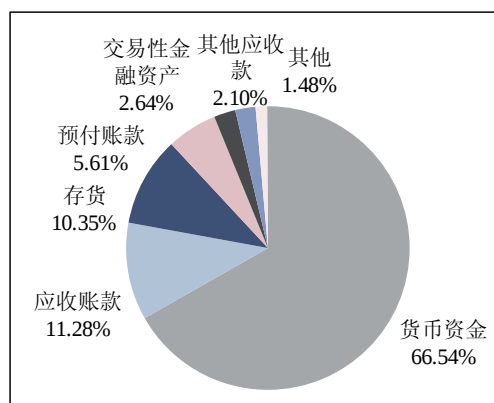
流动资产

2006~2008 年，公司资产总额年均增长 22.53%，其中 2007 年增速为 45.61%，主要是受益于下属子公司中海集运 A 股发行上市。截至 2008 年底，公司资产总额合计 1126.79 亿元，其中流动资产占 31.33%，非流动资产占 68.67%。

2006~2008 年，公司流动资产年均增长 33.10%，流动资产构成也有所变化，其中 2007 年中海集运 A 股发行后货币资金占比大幅提升。截至 2008 年底，公司流动资产合计 353.07 亿元，主要以货币资金、应收账款、预付账款和存货为主（见图 9）。

2006~2008 年，货币资金在公司流动资产中所占比重始终保持在 50% 以上，其中 2007 年占比最高为 67.86%，主要是受下属子公司 A 股成功发行的影响。截至 2008 年底，公司货币资金余额为 234.94 亿元，在流动资产中的占比为 66.54%。

图 9 截至 2008 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2006~2007 年，随着公司经营规模的不断扩大，公司应收账款增长较快。从 2008 年下半年开始，受行业市场低迷、收入规模萎缩的影响，公司应收账款规模显著回落，截至 2008 年底公司应收账款净额为 39.84 亿元，同比下降 35.50%。从应收账款帐龄看，一年以内的占比超过 97%，账龄结构良好。公司按账龄结构法和个别认定法对应收账款计提坏账准备，截至 2008 年共计提坏账准备 1.57 亿元，综合计提比例为 3.79%。总体看，公司应收账款资产质量良好。

2006~2008 年，公司预付账款波动中保持增长，截至 2008 年底为 19.79 亿元，其中一年以内的占 92.36%，预付款主要为预付船舶租赁款、船舶建造设备款项等。

2006~2008 年，公司其他应收款规模有所波动。截至 2008 年底，其他应收款余额合计 12.35 亿元，其中账龄在 1 年之内的占 41.32%，1~2 年的占 4.49%，按个别认定法确认的占 51.71%；公司对其他应收款计提坏帐准备 4.94 亿元，综合计提比例为 40.02%，其他应收款净额为 7.41 亿元。

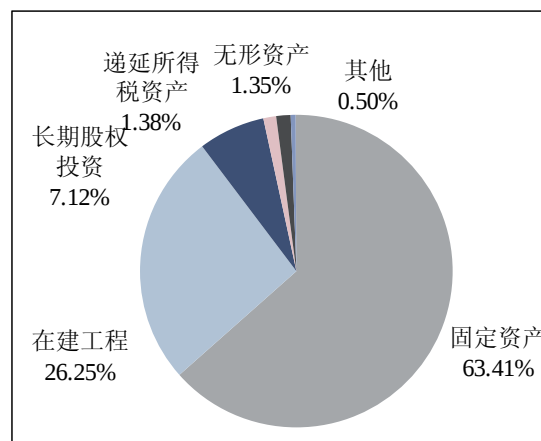
2006~2008 年，公司存货规模持续增长，2008 年存货余额为 38.88 亿元，其中燃油等原材料占 62.54%、集装箱制造等在产品 and 库存商品占 36.94%，公司对存货计提跌价准备余额 2.33 亿元，其中由于 2008 年第四季度国际原油价格大幅下跌，公司对原材料计提存货跌价

准备 2.07 亿元。

非流动资产

2006~2008 年，随着经营规模和对外投资的扩大，公司非流动资产规模持续增长，截至 2008 年底合计 773.72 亿元；同期内，非流动资产构成基本保持稳定，固定资产和在建工程占比始终保持在较高水平（见图 10）。

图 10 截至 2008 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2006~2008 年，公司长期股权投资规模小幅波动，截至 2008 年底为 55.07 亿元。公司长期股权投资对象较为分散，主要涉及航运、船务、港口等相关企业，另外还包括部分的上市公司股份。

2006~2008 年，因购建船舶、集装箱等生产物资，公司固定资产年均增长 8.48%，截至 2008 年底合计 490.61 亿元，其中船舶占 70.78%，平均成新率为 65.77%；集装箱占 13.92%，平均成新率为 73.08%。

近几年，为了扩充船队规模，调整船队的船龄结构，公司在船队建设方面大力投资，在建工程持续高速增长，年均增速为 78.35%，截至 2008 年底合计 203.11 亿元，其中购造船工程占 77.32%，突堤及泊位改造工程占 7.50%，房屋建筑物工程占 8.15%。

公司无形资产主要为土地使用权，2008 年底公司无形资产为 10.42 亿元，其中土地使用权占 78.66%，海域使用权占 11.25%。

2009 年 1~9 月，公司资产规模小幅增长，

截至 2009 年 9 月底合计 1140.47 亿元，其中流动资产占 26.87%，非流动资产占 73.13%，非流动资产占比较上年末有所提高。截至 2009 年 9 月底，公司流动资产合计 306.47 亿元，同比减少 13.20%，其中，受业绩下滑影响，货币资金规模同比减少了 31.09%；应收账款和其他应收款则有所增长。截至 2009 年 9 月底，公司非流动资产合计 834.00 亿元，同比增长 7.79%，主要来自长期股权投资、固定资产和工程物资的增加；受完工项目转入固定资产影响，在建工程小幅下滑，其他科目保持相对稳定。

总体上看，公司资产构成符合行业经营特征，整体资产质量良好，流动资产中货币资金占比高，流动性良好。

3. 负债及权益结构

2006~2008 年公司所有者权益规模显著提升，一方面来自未分配的经营利润，另一方面是受益于中海集运 A 股的发行上市和权益法下被投资单位其他所有者权益变动引起的资本公积增加。截至 2008 年底，公司所有者权益合计 681.15 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 367.78 亿元；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 17.80%、资本公积占 33.87%、盈余公积占 12.82%、未分配利润占 38.47%、外币报表折算差额占 -2.71%，所有者权益稳定性一般。

截至 2009 年 9 月底，公司所有者权益合计 652.57 亿元，同比减少 4.20%，主要是受少数股东权益减少的影响。截至 2009 年 9 月底，公司归属母公司所有者权益为 369.42 亿元，较上年末微增 0.45%，构成基本保持稳定。

近年来，船舶队伍的扩充和经营规模扩大，使公司资本支出和流动资金需求增长，公司整体的负债规模呈波动增长趋势，2006~2008 年年均复合增速为 10.70%。截至 2008 年底，公司负债总额 445.64 亿元，其中流动负债占 48.66%，非流动负债占 51.34%，负债结构

基本合理。

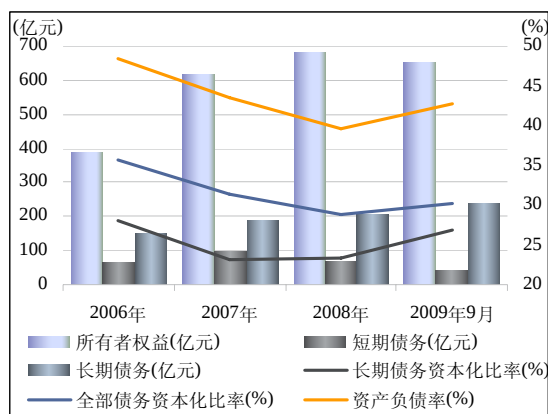
2006~2008 年公司流动负债波动增长，截至 2008 年底合计 216.85 亿元，其中有息负债占比相对较低，短期借款和一年内到期的非流动负债合计占 31.40%；其他科目中应付账款合计 67.46 亿元，占 31.11%，主要为应付港使费、运费和定舱费、材料款等；预收款合计 15.91 亿元，占 7.34%，主要为下属经营单位预收货款；应付职工薪酬 34.20 亿元，占 15.77%；其他应付款余额 17.61 亿元，占 8.12%，主要为非合并下属公司的暂存款、应付运费、押金和保证金等。

2006~2008 年公司非流动负债持续增长，年均增速为 15.16%，2008 年底为 228.79 亿元，其中有息负债占比高，长期借款占 53.62%，应付债券占 27.63%，主要为公司及下属企业发行的企业债和中期票据等；长期应付款占 12.00%，主要为应付融资租赁款。公司应付融资租赁款在长期应付款科目反映，但需要公司偿还本息，具有长期借款性质，所以本报告将应付融资租赁款看作长期债务。

2006~2008 年，公司债务规模整体呈上升趋势，年均增长 12.92%，债务结构保持相对稳定，以长期债务为主（见图 11）。截至 2008 年底，公司债务合计 274.64 亿元（不含应付票据），其中短期债务占 24.80%，长期债务占 75.20%。2006~2008 年，受益于经营利润和资本公积的增加，公司所有者权益的增速高于债务规模增速，整体的负债水平和债务负担呈下降趋势，公司的资产负债率和全部债务资本化比率分别由 2006 年的 48.46%和 35.76%，下降为 2008 年 39.55%和 28.73%，公司债务负担较轻。

截至 2009 年 9 月底，公司负债合计 487.90 亿元，较 2008 年底增长 9.48%，其中流动负债小幅下滑，占 47.01%。截至 2009 年 9 月底，由于应付账款和应付债券规模的增加，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年末有所升高，分别为 42.78%和 30.17%。

图 11 公司负债水平和债务负担情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司负债结构合理，债务负担轻，财务弹性良好。

4. 盈利能力

2006~2007 年，船队规模的扩张使公司营业收入实现较快增长，2007 年同比增幅为 23.48%；从 2008 年下半年开始，受全球金融危机影响，国际航运市场景气程度持续走低，下游需求减少，运价下滑，在中海集运集装箱外贸运输业务受冲击较大的影响下，2008 年公司实现营业收入 748.62 亿元，较上年减少 1.93%，但干散货、油品运输及集装箱内贸航线业务收入仍实现一定增长。2007 年是近年航运行业景气度的高点，受益于运能利用充分、运价水平较高等因素，公司的营业利润率也达到近年最高水平为 18.44%。2008 年，在前三季度国际市场燃料油价格涨幅较大，下半年运价水平走低等因素作用下，公司营业利润率下滑至 16.02%，全年共实现营业利润 84.30 亿元。

表 3 2006-2008 年公司业务盈利对比分析

项目 (亿元)	2006 年	2007 年	2008 年
1、营业收入	618.16	763.32	748.62
2、营业成本	519.23	615.6	619.46
3、营业利润率(%)	15.08	18.44	16.02
4、期间费用	36.38	45.61	40.82
5、营业利润	65.60	103.00	84.30
6、投资收益	6.74	13.16	14.28
7、利润总额	67.46	110.95	90.56

资料来源：公司审计报告

2006~2008 年，公司投资收益和营业外收支等非经常性损益增长较快，2008 年投资收益和营业外净收入分别为 14.28 亿元和 6.26 亿元，其中投资收益主要来源于通过成本法和权益法核算的对联营和合营单位的投资收益，营业外收入主要来自资产处置收入和少部分政府补贴。2006~2008 年，公司利润总额和净利润规模受行业整体走势影响出现一定波动，2008 年公司利润总额和净利润分别实现 90.56 亿元和 73.73 亿元，净资产收益率和总资产收益率分别为 10.82%和 8.59%，均略低于近三年均值（分别为 12.52%和 10.02%）。

2009 年上半年，国内外航运市场低迷状况未能得到明显改观，需求不足，运力过剩和运价水平低位徘徊等因素使行业内多数企业的经营业绩受到较大影响，公司主营的海运业务也受到较为明显的冲击，2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 377.01 亿元，为上年全年的 50.36%；整体盈利状况大幅回落，利润总额为 -17.76 亿元。但从 2009 年三季度开始，在铁矿石、煤炭、原油等大宗商品市场回暖情况下，国内干散货和油品运输市场首先出现回升，随后国内集装市场的运价水平也逐步走高，行业整体运行环境的改善，有效带动了公司经营业绩的提升，2009 年 1~11 月，公司实现营业收入 487.54 亿元，利润总额转为正值（1.06 亿元）；2009 年 1~11 月净利润为 -2.02 亿元，其中归属母公司所有者净利润 22.40 亿元。

总体上看，公司盈利状况一定程度上易受油价、运价等因素变化的影响，但作为行业内的龙头企业，公司在运载能力、船型结构、货源保障、产业链延伸等方面处于领先地位，整体的盈利能力较强，未来随着行业景气度的进一步上升，公司经营业绩有望逐步恢复。

5. 现金流分析

2006~2008 年，公司销售商品和提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别增长 19.39%和 19.89%，均高于营业收入增幅，2008

年公司销售商品和提供劳务收到的现金为870.57亿元。近三年，公司现金收入比逐年提升，2008年为116.29%，收入的现金实现质量良好。2006~2008年，公司经营活动净现金流变动趋势与公司盈利状况波动基本一致，2008年公司经营活动产生的现金净流入为107.28亿元，受燃油价格上涨、港口使用费等成本增加的影响较2007年减少了17.67%。2009年1~9月，受业绩下滑影响，公司经营现金流状况有所恶化，经营活动产生的现金流入和净流入规模分别为678.41亿元和-33.64亿元。总体看，公司经营活动现金流入规模大，经营活动获现能力较强，但稳定性一般。

2006~2008年，公司投资活动现金流入规模大幅波动，2007年因下属公司进行证券投资交易引起的现金收回增加，以及集中处置一批船舶等原因，投资活动产生的现金流入增加明显，为69.03亿元；2008年降为26.67亿元，主要来自处置固定资产。近几年，由于公司不断增加轮船购建订单，同时也在加大对港口码头的投资建设，公司投资活动现金流出规模较大，2006~2008年投资活动产生的现金净额均表现为净流出，累计净流出量为393.22亿元，其中2008年为150.88亿元。2009年1~9月，公司投资活动产生的现金净流出规模有所回落，但仍保持在较高水平为40.94亿元。

2006~2008年公司筹资活动的现金流入规模有所波动，2007年为429.54亿元，主要是中海集运A股发行上市使权益性融资大幅增长。近几年，公司大量的固定资产投资和经营规模扩大的流动资金需求主要依靠外部融资解决，2006~2007筹资活动产生的现金净额均为净流入，累计流入量为227.55亿元。2008年，公司资金需求仍较大，但由于上年中海集运A股发行后账面结余大量现金，因此全年公司筹资活动净现金流表现为净流出，净流出量为8.54亿元。2009年1~9月，公司的现金来源仍主要以账面结余货币资金为主，筹资活动产生的现金流净额为0.82亿元。

目前公司营业收入有部分涉及外币结算，在汇率变动较大的环境下，其对公司现金流也产生一定影响。2006~2008年，汇率变动对公司现金产生的累计净损益为-6.74亿元，2008年为-3.26亿元。

总体上看，公司经营活动现金流入规模大，获取现金净额的能力相对较强，但稳定性一般；未来几年公司在建投资项目资金需求仍保持在较高水平，存在一定对外融资压力。

6. 偿债能力

2006~2008年，公司流动比率和速动比率指标整体呈上升趋势，2007年中海集运A股的发行使公司货币资金大幅增长，短期偿债能力指标显著改善，2008年债务结构的变化使公司流动比率和速动比率进一步小幅提升，分别为162.82%和145.96%。截至2009年9月底，受流动资产规模下降影响，公司流动比率和速动比率有所下降，分别为133.60%和118.67%。2006~2008年公司经营现金流动负债比均保持在较高水平，近三年均值为47.49%，其中2008年为49.47%，但2009年，前三季度，受业绩下滑影响，公司经营获现能力有所下降，对流动负债保证能力有所降低。截至2009年9月底，公司现金类资产总额为171.72亿元，为短期债务的4.07倍。总体看，公司资产流动性良好，现金类资产充足，经营现金流入规模大，短期偿债能力强。

2006~2008年，受利润规模变化影响，公司长期偿债能力指标出现小幅波动，但整体仍保持在较高水平，近三年EBITDA利息倍数（考虑了资本化因素）和全部债务/EBITDA均值分别为10.12倍和1.97倍，其中2008年分别为10.20倍和2.10倍，EBITDA对利息和全部债务保障能力强。2009年1~9月，行业整体走势低迷，公司经营压力加大，盈利状况有所下滑，对利息和全部债务保障能力有所波动，但作为行业内的龙头企业，公司整体的竞争实力突出，抗风险能力强，未来随着盈利状

况的逐步恢复，仍将保持较强的偿债能力。

总体看，公司长期偿债能力强。

7. 担保及银行授信情况

截至 2009 年底，公司获得的各家银行累计授信总额 1903.50 亿元，尚未使用额度 1799.88 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司旗下拥有中海集运、中海发展、中海海盛等多家在内地和香港上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2009 年底，公司对外担保总额 0.11 亿元，占公司所有者权益的 0.02%，担保比率很小，或有负债风险很低。

八、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行中期票据额度为 25 亿元，占 2009 年 9 月底公司全部债务的 8.87%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2009 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别 42.78%和 30.17%。以 2009 年 9 月底财务数据为基础，在不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别小幅升至 44.01%和 31.99%。

本期中期票据的发行对公司债务水平影响相对有限，发行后公司债务负担仍保持较低水平。

2. 本期中期票据偿债能力分析

以 2008 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额对本期计划发行 25 亿元中期票据的保护倍数分别为 5.23 倍，35.40 倍和 4.29 倍。2009 年 1~9 月，受行业景气度低迷影响，公司盈利状况和经营性现金流净额出现波动，对本期中期票据保障能力有所降低。未来，在国内航运市场逐步回暖的背景下，公司盈利状况和经营活动获现能力有望逐步恢复，对本期中

期票据的保障能力仍将保持在适当水平。总体看，公司经营活动现金流入规模大，对本期中期票据覆盖程度高。

2009 年 9 月底，公司现金类资产总额为 171.72 亿元，为本期中期票据额度的 6.87 倍，现金类资产对本期中期票据的保障能力强。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期中期票据具有很强的偿还能力。

九、综合评价

受全球金融危机影响，国际贸易萎缩，导致下游需求减少，运价下滑，国际航运市场景气程度持续走低，行业周期性变化和市场竞争加剧等因素对公司的业务发展造成一定影响。但公司作为中国第二大航运企业，拥有大规模的船舶队伍，在集装箱远洋运输、沿海干散货运输以及油品运输方面均具有较强的竞争能力，未来随着行业整体运行环境的改善，公司的盈利状况将逐步恢复。公司管理制度较为健全，管理风险较低，近年来业务保持较快发展。同时，公司资产结构合理，资产质量良好，债务负担较轻，偿债能力强，盈利能力有所波动但整体保持较高水平。总体看，公司主体信用风险极低。

目前公司现金类资产充足，经营现金流入规模大，对本期中期票据覆盖程度高。本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 9 月
流动资产					
货币资金	1027988.25	2903385.73	2349436.98	51.18	1619107.61
交易性金融资产	37767.20	29443.22	93216.96	57.11	76464.66
应收票据	22605.40	29239.30	40506.06	33.86	21660.44
应收账款	582405.55	617669.52	398426.69	-17.29	613948.40
预付账款	64525.51	219244.73	197927.07	75.14	209291.68
应收利息	381.58	677.89	10987.35	436.60	301.97
应收股利		1.18	590.14		260.11
其他应收款	59950.14	193381.42	74086.47	11.17	180485.19
存货	196752.62	285032.81	365507.64	36.30	342575.97
一年内到期的非流动资产		94.28			
其他流动资产	501.43	583.77	1.17	-95.18	586.99
流动资产合计	1992877.68	4278753.87	3530686.52	33.10	3064683.03
非流动资产：					
可供出售金融资产	53713.68	76801.23	6924.23	-64.10	3306.70
持有至到期投资	365.06	42.33	10169.28	427.79	10181.90
长期应收款					
长期股权投资	448870.80	582671.65	550675.20	10.76	708453.79
投资性房地产	14287.78	9579.10	9264.50	-19.48	10734.49
固定资产	4169442.57	4727841.80	4906148.25	8.48	5486077.85
在建工程	638579.42	1066192.98	2031133.87	78.35	1839397.17
工程物资	1558.38	4015.70		-100.00	50494.02
固定资产清理	-172.86	38.31	73.19		-558.00
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	76191.57	84517.95	104202.73	16.95	101733.86
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	24270.31	7687.85	6852.06	-46.87	12602.54
递延所得税资产	83528.57	88619.56	106501.96	12.92	116900.48
其他非流动资产	1818.01	1877.00	5288.39	70.55	668.77
非流动资产合计	5512453.30	6649885.48	7737233.66	18.47	8339993.58
资产总计	7505330.98	10928639.3	11267920.18	22.53	11404676.61

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 9 月
流动资产					
短期借款	403753.52	740326.03	308807.31	-12.54	214288.80
交易性金融负债		685.78			
应付票据	30103.79	30496.69	10056.08	-42.20	106973.85
应付账款	495618.26	714501.91	674589.20	16.67	975219.49
预收款项	61866.65	154712.73	159091.38	60.36	149748.70
应付职工薪酬	309582.27	340044.46	341975.85	5.10	313142.24
应交税费	88319.55	220155.27	89037.79	0.41	21067.55
应付利息	13520.81	12464.44	18016.85	15.44	11917.00
应付股利	69.56	280.26	18462.45	1529.13	19325.02
其他应付款	266490.03	250404.82	176114.52	-18.71	269431.99
一年内到期的非流动负债	242097.02	203516.63	372164.41	23.99	207845.27
其他流动负债	218.63	467.90	159.43	-14.60	4902.86
流动负债合计	1911640.09	2668056.92	2168475.28	6.51	2293862.77
非流动负债：					
长期借款	1002824.21	1025930.44	1226812.39	10.61	1241644.97
应付债券	200866.67	565559.26	632203.68	77.41	936783.30
长期应付款	364933.02	341780.15	274556.87	-13.26	273812.09
专项应付款	123.94	842.27	2604.04	358.37	2635.96
递延收益		599.37			
预计负债	48717.15	88636.53	100748.13	43.81	87350.80
递延所得税负债	101517.57	64153.51	45261.25	-33.23	38715.03
其他非流动负债	6102.12	516.53	5749.23	-2.93	4206.57
非流动负债合计	1725084.67	2088018.07	2287935.59	15.16	2585148.72
负债合计	3636724.77	4756074.99	4456410.87	10.70	4879011.48
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	654661.43	654661.43	654661.43		654661.43
资本公积	595474.23	1195643.09	1245542.32	44.63	1246887.94
减：库存股					
盈余公积	456483.24	457035.46	471509.09	1.63	471509.09
未分配利润	625893.76	1039132.93	1403996.15	49.77	1421323.91
外币报表折算差额	-38266.26	-106305.75	-97899.62	59.95	-100199.43
归属于母公司所有者权益合计	2294246.39	3240167.16	3677809.36	26.61	3694182.94
少数股东权益	1574359.82	2932397.20	3133699.95	41.08	2831482.18
所有者权益（或股东权益）合计	3868606.21	6172564.36	6811509.31	32.69	6525665.12
负债和所有者权益（或股东权益）总计	7505330.98	10928639.3	11267920.18	22.53	11404676.61

附件 2 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 1-9 月
一、营业收入	6181595.83	7633212.22	7486153.49	10.05	3770095.04
减: 营业成本	5192265.65	6156029.68	6194634.58	9.23	3913825.53
营业税金及附加	57251.30	69564.88	92440.27	27.07	42974.20
销售费用	43049.37	34839.53	27790.19	-19.65	11744.55
管理费用	208503.48	282334.03	288961.52	17.72	179789.22
财务费用	112245.48	138923.12	91454.41	-9.74	22358.63
资产减值损失	-11160.04	59740.72	32198.08		-6619.81
加: 公允价值变动收益 (损失以 “-” 号填列)	9131.33	6670.87	-58451.29		29949.72
投资收益 (损失以 “-” 号填列)	67425.00	131558.21	142773.87	45.52	171654.15
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	24405.79	31793.54	77658.52	78.38	97955.03
汇兑收益 (损益以 “-” 号添列)					
二、营业利润 (亏损以 “-” 号填列)	655996.92	1030009.34	842997.02	13.36	-192373.42
加: 营业外收入	43570.17	98848.58	84283.95	39.08	31159.60
减: 营业外支出	24929.54	19391.92	21678.99	-6.75	16425.14
其中: 非流动资产处置损失	2190.73	867.49		-100.00	
三、利润总额 (亏损总额以 “-” 号填列)	674637.55	1109466.00	905601.98	15.86	-177638.97
减: 所得税费用	126702.06	230146.15	168275.01	15.24	25605.45
四、净利润 (净亏损以 “-” 号填列)	547935.49	879319.85	737326.97	16.00	-203244.42
其中: 归属于母公司所有者的净利润	357069.08	420047.39	409446.90	7.08	17327.77
少数股东损益	190866.40	459272.46	327880.07	31.07	-220572.18

附件 3-1 公司合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	6107262.29	7836635.10	8705743.02	19.39	4476051.90
收到的税费返还	16937.55	33723.69	43040.43	59.41	12185.00
收到其他与经营活动有关的现金	31954.37	132273.73	100104.69	77.00	2295830.88
经营活动现金流入小计	6156154.21	8002632.52	8848888.15	19.89	6784067.78
购买商品、接受劳务支付的现金	4617280.03	5857222.43	6548598.47	19.09	4214903.89
支付给职工以及为职工支付的现金	397508.09	415652.40	560115.45	18.70	369346.93
支付的各项税费	171136.71	196548.38	389123.52	50.79	159886.36
支付其他与经营活动有关的现金	195804.05	230070.82	278218.78	19.20	2376291.66
经营活动现金流出小计	5381728.89	6699494.04	7776056.22	20.20	7120428.85
经营活动产生的现金流量净额	774425.32	1303138.48	1072831.93	17.70	-336361.07
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	23140.03	279527.18	37768.98	27.76	328500.96
取得投资收益收到的现金	47027.50	113871.38	84020.34	33.66	241464.42
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	58175.30	291950.83	144196.61	57.44	32586.50
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		3233.16	598.97		2610.56
收到其他与投资活动有关的现金		1708.75			21097.31
投资活动现金流入小计	128342.82	690291.30	266584.89	44.12	626259.75
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	999528.35	1692671.53	1729491.38	31.54	497587.92
投资支付的现金	170823.09	375252.44	42009.83	-50.41	383020.65
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		128.20			154727.41
支付其他与投资活动有关的现金		3652.56	3878.05		336.59
投资活动现金流出小计	1170351.44	2071704.74	1775379.27	23.17	1035672.58
投资活动产生的现金流量净额	-1042008.6	-1381413.44	-1508794.37	20.33	-409412.83
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	27804.72	1557446.78	33369.10	9.55	156224.92
取得借款收到的现金	1960637.76	2737946.86	1795359.05	-4.31	1683504.86
收到其他与筹资活动有关的现金	2122.93		295575.24	1079.96	131239.19
筹资活动现金流入小计	1990565.41	4295393.63	2124303.38	3.30	1970968.97
偿还债务支付的现金	1514437.98	2041045.20	1871548.02	11.17	1674445.63
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	173739.70	276525.96	265272.33	23.57	204305.88
支付其他与筹资活动有关的现金	1221.00	3500.00	72846.22	672.41	84035.08
筹资活动现金流出小计	1689398.69	2321071.16	2209666.57	14.37	1962786.59
筹资活动产生的现金流量净额	301166.72	1974322.48	-85363.19		8182.38
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-14110.26	-20650.04	-32623.12	52.05	7262.15
五、现金及现金等价物净增加额	19473.16	1875397.48	-553948.76		-730329.37
加: 期初现金及现金等价物余额	1008515.09	1027988.25	2903385.73	69.67	2349436.98
六、期末现金及现金等价物余额	1027988.25	2903385.73	2349436.98	51.18	1619107.61

附件 3-2 公司现金流量表补充资料表

(单位: 人民币万元)

	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	547935.49	879319.85	737326.97	16.00
加: 资产减值准备	-11160.04	59740.72	32198.08	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	305117.98	286331.93	328900.42	3.82
无形资产摊销	49572.70	16729.43	2877.50	-75.91
长期待摊费用摊销	23425.40	9830.18	2656.60	-66.32
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“—”号填列)	-17776.59	-33165.32	-54093.27	74.44
固定资产报废损失 (收益以“—”号填列)	275.95	-23362.85	-1246.27	
公允价值变动损失 (收益以“—”号填列)	-9131.33	-19106.05	58451.29	
财务费用 (收益以“—”号填列)	116851.28	173236.35	99213.05	-7.86
投资损失 (收益以“—”号填列)	-67425.00	-119123.04	-142773.87	45.52
递延所得税资产减少 (增加以“—”号填列)	-83510.04	-5090.99	-17882.39	-53.73
递延所得税负债增加 (减少以“—”号填列)	100789.46	-36380.79	-20265.35	
存货的减少 (增加以“—”号填列)	-21418.19	-88280.20	-103380.91	119.70
经营性应收项目的减少 (增加以“—”号填列)	-111575.93	-275876.08	374281.91	
经营性应付项目的增加 (减少以“—”号填列)	-47545.83	478335.33	-223431.82	116.78
其他				
经营活动产生的现金流量净额	774425.32	1303138.48	1072831.93	17.70
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	1027988.25	2903385.73	2349436.98	51.18
减: 现金的期初余额	1008515.09	1027988.25	2903385.73	69.67
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	19473.16	1875397.48	-553948.76	

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	10.22	12.19	13.79	--
存货周转次数(次)	26.39	25.56	19.04	--
总资产周转次数(次)	0.82	0.83	0.67	--
现金收入比(%)	98.80	102.66	116.29	118.73
盈利能力				
营业利润率(%)	15.08	18.44	16.02	-4.95
总资本收益率(%)	11.52	11.41	8.59	--
净资产收益率(%)	14.16	14.25	10.82	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	28.05	23.23	23.27	26.86
全部债务资本化比率(%)	35.76	31.30	28.73	30.17
资产负债率(%)	48.46	43.52	39.55	42.78
偿债能力				
流动比率(%)	104.25	160.37	162.82	133.60
速动比率(%)	93.96	149.69	145.96	118.67
经营现金流动负债比(%)	40.51	48.84	49.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.50	11.08	10.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.85	1.83	2.10	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.12	-0.03	-0.16	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.35	-0.67	-6.55	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	4.67	6.16	5.23	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	24.62	32.01	35.40	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.10	5.21	4.29	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.07	-0.31	-1.74	--

注：全部债务资本化比率为调整后数据；公司自 2007 年起开始执行新会计准则，2006 年数据采用经调整的 2007 年期初数（或上年数），2009 年 1~9 月财务数据未经审计。

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+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
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
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%
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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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
 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
 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 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 中国海运（集团）总公司 2010 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国海运（集团）总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国海运（集团）总公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中国海运（集团）总公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国海运（集团）总公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国海运（集团）总公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中国海运（集团）总公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国海运（集团）总公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国海运（集团）总公司、主管部门、交易机构等。

