

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1437 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持中国海运(集团)总公司跟踪评级报告主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,并维持“11中海运MTN1”、“11中海运MTN2”及“12中海运MTN2”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十四日



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(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国海运（集团）总公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定
 上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 中海运 MTN1	60 亿元	2011/5/19-2016/5/19	AAA	AAA
11 中海运 MTN2	40 亿元	2011/8/8-2018/8/8	AAA	AAA
12 中海运 MTN2	20 亿元	2012/3/26-2019/3/26	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	246.12	205.76	210.55	149.02
资产总额(亿元)	1758.14	1764.68	2105.85	2040.23
所有者权益(亿元)	826.91	763.63	865.32	886.61
短期债务(亿元)	149.88	274.62	334.81	331.96
全部债务(亿元)	711.40	777.75	997.68	946.40
营业收入(亿元)	660.97	682.61	829.24	179.18
利润总额(亿元)	7.25	4.13	30.60	10.60
EBITDA(亿元)	62.80	69.05	114.50	--
经营性净现金流(亿元)	19.93	-2.90	61.51	14.72
营业利润率(%)	4.32	1.83	6.82	9.54
净资产收益率(%)	1.44	-0.59	1.47	--
资产负债率(%)	52.97	56.73	58.91	56.54
全部债务资本化比率(%)	46.25	50.46	53.55	51.63
流动比率(%)	120.72	76.70	79.44	74.04
全部债务/EBITDA(倍)	11.33	11.26	8.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	2.64	3.44	--
经营现金流流动负债比(%)	6.20	-0.63	11.87	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；短期债务包括其他流动负债；长期债务包括应付融资租赁款。

分析师

董蓁洋 刘博
 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

中国海运（集团）总公司（以下简称“公司”）是中国第二大航运企业，在行业地位、经营规模、运载能力、船型结构等方面优势显著。跟踪期内，全球航运市场供需矛盾突出，燃油价格走低难以挽回航运市场的持续低迷，公司海运主业经营企稳，经营活动净现金流转正；资产质量较好，货币资金充足，可供出售金融资产规模较大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，全球航运行业仍处于低位运行态势，公司整体盈利能力依旧偏弱等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将重点优化运营组织、提高运营效率、加强合作与营销、控制成本，维持主营业务平稳有序发展。

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 中海运 MTN1”、“11 中海运 MTN2”及“12 中海运 MTN2” AAA 的信用等级。

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. 跟踪期内，公司海运主业经营企稳，经营活动净现金流转正。
4. 公司经营活动现金流入量大，货币资金充足，可供出售金融资产规模较大，对存续期债券保护能力强。

关注

1. 航运行业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。
2. 公司主营业务利润受航运行业景气度影响较大，总体盈利能力受非经营性收入影响较大。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；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海运（集团）总公司主体长期信用及存续期内相关债券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。公司总部设置董事会办公室、运输管理部、战略发展部、财务金融部、安全监管部等职能部门。

公司拥有三家直接控股上市公司，分别为中海集装箱运输股份有限公司（HK.2866，SH.601866，以下简称“中海集运”，公司直接持股45.89%、间接持股1.59%）、中海发展股份有限公司（HK.1138，SH.600026，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（SH.600896，以下简称“中海海盛”，公司直接持股27.49%、间接持股0.23%）。此外，经国务院国有资产监督管理委员会国资改革[2010]825号《关于中国海运（集团）总公司与上海船舶运输科学研究所重组的通知》批准，上海船舶运输科学研究所（以下简称“上海船研所”）于2010年整体并入公司，公司通过上海船研所拥有上市公司中海网络科

技股份有限公司（股票简称“中海科技”，股票代码002401）55.81%股权。

截至2014年底，公司（合并）资产总额2105.85亿元，所有者权益865.32亿元（其中少数股东权益310.01亿元）；2014年公司实现营业收入829.24亿元，利润总额30.60亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额2040.23亿元，所有者权益886.61亿元（其中少数股东权益298.26亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入179.18亿元，利润总额10.60亿元。

公司地址：上海市东大名路700号；法定代表人：许立荣。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）

502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年底，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同

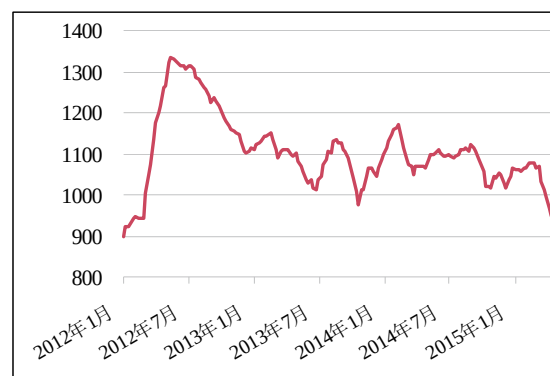
发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

跟踪期内，世界经济复苏艰难曲折，运力供求矛盾长期存在，全球航运行业复苏之路依旧步履蹒跚：集装箱市场回温势头不强，干散货市场运价下跌，油运市场明显改善。

2014年全球集装箱航运市场仍然维持缓慢复苏态势，行业内运力供需矛盾长期存在，平均运费较上年基本持平。新船交付使用加剧了行业内运力供需的矛盾：根据欧洲海运咨询机构Alphaliner统计，截至2015年1月1日，全球集装箱船总运力达到1837万TEU，增加110万TEU，其中新造集装箱船总运力达到147万TEU，增长 6.52%，旧船拆解和报废达到39.4万TEU，低于2013年46.3万TEU。从运价情况来看，2014年中国出口集装箱运价指数呈现出前高后低，旺季不旺，新兴市场增长趋缓的特征；在2月份达到最高值1170.59点，随后呈现波动走低态势，全年平均值为1086点，与上年的1082点基本持平。2015年以来，部分新船交货，运力过剩影响中国出口集装箱综合运价指数继续走低。

图1 2012年以来中国出口集装箱综合运价指数走势图



资料来源：Wind资讯

从干散货物运输市场看，跟踪期内全球大宗商品需求转冷、煤炭运量下降超预期，干散货物运输市场仍处于低迷状态。2014年全球干散货物运输市场运力供大于求的矛盾仍未缓解，2014年11月CLARKSON数据显示，当年干散货供求增长比例分别为5%、4%，需求有所下降导致供求矛盾未有缓解。运价方面，2014年波罗的海综合运价指数平均值为1105点，同比降低了8.3%，进入2015年后仍在低位徘徊，2015年2月18日更是达到509点的低位，为金融危机以来的最低值，船东业绩亏损面持续扩大。展望2015年，发达经济体启动“去煤炭化”、新兴经济体自身发展受限，特别是最大需求国中国金融经济结构改革调整期，需求减缓，运力供大于求矛盾仍无实质缓解，干散货市场可能维持低景气度的“新常态”。

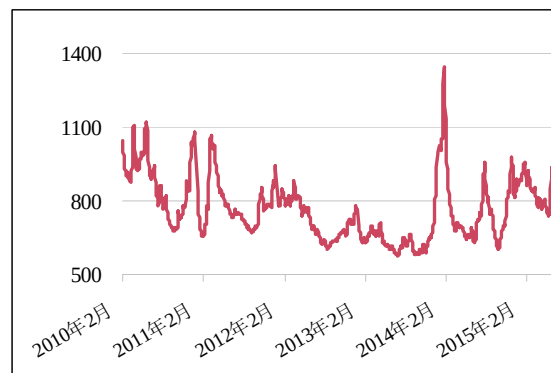
图2 2010年以来波罗的海综合运价指数趋势图



资料来源：Wind 资讯

2014年国际油运市场总体好于上年。2014年全球石油需求增长低于预期，根据国际能源署统计当年石油需求增量67万桶/天，为近五年来最低水平，导致运输需求大涨；此外，全球原油游船运力增速下降趋势自2011年延续至今，运力增速为1.4%。受益于油运市场运力供给增速低于需求增速，油运市场2014年运价均值高于上年，2014年波罗的海交易所原油综合运价指数平均值为776点，同比增长20.9%。2015年一季度，BDTI指数继续回升。跟踪期内，油运市场在三大航运市场中表现最好。

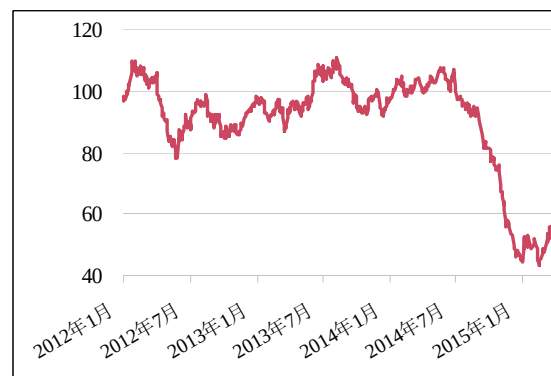
图3 波罗的海交易所原油综合运价指数（BDTI）



资料来源：Wind 资讯

燃油成本在航运公司营业成本中占比较大，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。2014年国际石油供大于求特性突出，从7月份以来WTI原油现货价格持续走低，至2015年3月跌至43.18美元/桶，仅为2013年9月最高值（110.49美元/桶）的39.08%。原油价格下降有利于航运企业的成本控制。

图4 2012年以来WTI原油现货价格
(单位：美元/桶)



资料来源：Wind 资讯

总体看，航运业是国家重要基础型支柱产业，跟踪期内，由于全球经济复苏缓慢以及中国经济进入“新常态”，加上运力持续扩张，航运市场供需矛盾突出，燃油价格走低难以挽回

航运市场的持续低迷。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。

五、基础素质分析

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、特种货物运输等五大专业船公司组成的主营船队。目前公司拥有各类船舶 530 余艘，3600 多万载重吨，集装箱载箱位 73 万标准箱；2014 年公司完成货物运输量 5.33 亿吨，1184 万标准箱，货运周转量 10554.22 亿吨海里。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。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、管理体制及管理制度无重大变动。

七、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、客运和特种货物运输五大运输构成的海运业务，此外，公司还拥有物流业务、港口业务、代理业务、修造业、商贸业务等陆上产业。从表 1 可以看出，公司主营业务较为突出，海运业务收入是主要来源。2014 年全球航运行业形势依旧低迷，公司一方面通过管理提升、市场营销、成本控制实现了海运业务的平稳发展，另一方面着力发展修造及商贸业务，带动公司以海运业务为主的主营业务收入同比增长 21.53%；2014 年公司实现主营业务收入 822.10 亿元，其中海运业务收入 481.55 亿元。2014 年公司货运量和货运周转量分别为 53300.67 万吨和 10554.22 亿吨海里，同比分别增长 8.83%和 13.15%。2014 年公司实现主营业务毛利率同比提升了 4.83 个百分点，至 6.82%，主要得益于海运业务毛利率提升明显（提升 8.79 个百分点）。

2015 年一季度，公司实现营业收入 179.18 亿元，同比增长 5.01%；实现货运量和货运周转量分别为 12959.91 万吨、2656.14 亿吨海里，分别同比增长 2.18%、8.41%。当期公司实现毛利率 9.76%，较上年同期有所提升。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率

项目	主营业务收入（亿元）			毛利率（%）		
	2013 年	2014 年	同比	2013 年	2014 年	同比
海运业务	442.66	481.55	8.79	-2.95	5.84	8.79
物流业务	30.99	40.23	29.82	7.99	6.41	-1.58
港口业务	3.61	2.33	-35.46	33.23	35.82	2.59
代理业务	54.85	64.49	17.58	30.69	25.77	-4.92
修造业	30.83	67.16	117.84	-5.63	3.25	8.88
商贸业务	93.93	148.90	58.52	4.35	2.27	-2.08
其他	19.58	17.44	-10.93	18.72	13.20	-5.52
合计	676.45	822.10	21.53	1.99	6.82	4.83

资料来源：公司审计报告

在船队建设方面，跟踪期内公司大型船舶逐步替代老旧船舶，总运力规模较 2014 年一季度稳定增长。截至 2015 年 3 月底，公司经营运力 544 艘、共 3822.47 万载重吨、88.04 万 TEU，较 2014 年 3 月底净新增 10 艘新船、增加 379.69 万载重吨、26.32 万载重吨。

集装箱运输

公司的集装箱业务主要由控股子公司中海集装箱运输股份有限公司（以下简称“中海集运”，截至 2014 年底公司直接持股 45.89%、间接持股 1.59%）运营。截至 2014 年底，根据法国海运咨询机构（Alphaliner）统计，中海集运总运力在全球排行第九位，在中国公司总运力仅次于中远集运，居中国第二位，在中国港口集装箱航运业占据主导地位。

2014 年全球集装箱运输市场景气度持续低迷，运力供求矛盾加剧，平均运价仍处低位。中海集运顺应航运市场大型化的发展趋势，坚持发展大型化船队、控制运营成本，2014 年实现外贸航线平均运费同比提升 1.1%，达到 5228 元/TEU；内贸航线通过积极优化航线设置、提升服务质量，达到平均运费 1824 元/TEU，同比增长 3.3%。运量方面，由于中海集运调整运力投放，完成重量箱 809 万 TEU，同比减少 1.2%（2013 年同比增速为 2%）。其中亚太航线增速较快，欧洲/地中海航线平稳发展，而中国国内航线由于中海集运优化网络布局与航线合作有所下降。成本方面，在运价低迷、市场疲软的大环境下，中海集运始终强抓成本控制。2014 年，中海集运燃油、装卸、中转以及箱管等各成本项目都控制在预算范围内；全年完成营业成本 348.80 亿元，同比下降 3.7%。其中，燃油成本 68.50 亿元，同比下降 20 亿元，降幅 22.7%；完成集装箱运输成本 132.60 亿元，同比略增 1.9%。

跟踪期内，中海集运与其他船公司缔结联盟，航线运营效率得以提升；出售下属子公司股权，资金使用效率及盈利能力有所增强。中海集运 2014 年实现营业收入 362.33 亿元，同比增长 5.51%；实现投资收益 10.78 亿元（同比增

长 207.25%，主要是处置子公司确认的处置收益）、政府补助 5.77 亿元；实现利润总额 16.42 亿元，同比大幅增长 228.97%。2015 年一季度，集装箱航运运价较上年明显下滑，中海集运加强成本控制，实现营业收入 77.59 亿元，同比减少 9.42%；利润总额 2.59 亿元，同比增长 247.97%。

干散货运输

公司的干散货运输业务主要由中海发展股份有限公司（以下简称“中海发展”）负责运营。2014 年，中海发展在坚持发展国内沿海电煤和油品运输业务的基础上，着力于发展外贸铁矿石运输。2014 年面对干散货市场低迷形势，中海发展共完成干散货运输周转量 2395.8 亿吨海里，实现干散货运输收入 67.76 亿元，分别同比增长了 18.7%、13.7%。

在远洋运输方面，2014 年国际干散货运输指数持续走低，波罗的海干散货运价指数同比下降 8.2%。面对不利形势，中海发展进一步优化远洋货源结构，远洋经营取得显著改善。VLOC 船队经营方面，中海发展提前落实货源确保 14 艘 VLOC 顺利运营，2014 年完成铁矿石运输 2617 万吨，同比上涨 8.7%；中小型船队方面，中海发展充分认识到沿海煤炭运输增长放缓趋势，重点开发粮食、矿石市场及钢材市场，加大进口煤炭、化肥的承揽，大力开拓太平洋、大西洋、美洲、西亚和印度市场，完成内外贸非煤货运量占货运总量的 40.5%，同比增长 7.2%。2014 年中海发展完成外贸干散货周转量 1672 亿吨海里，实现营业收入 41.55 亿元，分别同比增长 23.7%、33.4%。

在内贸散货运输方面，受中国经济结构转型影响，国内火电需求下降，沿海干散货综合运价指数 CCBFI 平均值同比大幅下跌 12.1%。中海发展加大对中国大客户影响力度，并全力提供合同兑现率。2014 年中海发展根据客户亿元采取固定运价、与指数联动等多种定价模式，确保 COA 合同基本按进度兑现。2014 年中海发展完成内贸干散货周转量 723.7 亿吨海里，实现营业收入 26.21 亿元，分别同比增长 8.6%、

-7.8%。

2015年1~3月，中海发展完成干散货运输周转量1174亿吨海里，实现干散货运输收入12.53亿元，分别为去年同期的117.22%、75.29%。

油品运输

公司控股子公司中海发展是公司油品运输业务的运营主体，公司油运船队归属中海发展管理。2014年国际油运市场总体好于上年，中海发展共完成油运运输量1905亿吨海里，实现营业收入55.03亿元，分别同比增长2.4%、2.1%。

2014年，中海发展坚持“大客户、大合作”战略的同时，积极创新经营理念与经营形式，运输效率得以提高，降本增效取得成效。在外贸油运方面，中海发展货主结构、市场结构、航线结构优化，优化经济效益航速，加大了西非航线和第三国运输投入，经营效益明显优于市场水平。内贸油运方面，中海发展收购了北海船务40%股权，保持了在内贸原油运输市场的龙头地位（52%市场份额），同时面对内贸成品油市场下滑趋势，中海发展调整内外贸市场运力配置，在内贸减收的情况下，毛利增加了6000万元。

2014年，中海发展完成油运运输周转量1905亿吨海里，同比增长2.4%；其中外贸运输完成1757.10亿吨海里，同比增长2.73%、外贸运输完成147.80亿吨海里，同比降低1.40%。

2015年1~3月，中海发展完成油品运输周转量549亿吨海里，实现油运运输收入15.41亿元，分别同比增长111.72%、102.86%。

2014年中海发展实现营业收入123.34亿元，同比增长8.27%，实现营业利润-0.64亿元，利润总额3.23亿元（主要得益于投资收益及营业外收入贡献），同比扭亏；2015年1~3月实现营业收入29.21亿元，同比降低8.54%，实现营业利润1.28亿元、利润总额0.79亿元，分别同比增长75.34%、21.54%。

跟踪期内，全球航运行业市场持续低迷，

集装箱市场回温势头不强，干散货市场运价下跌，油运市场明显改善。公司面对不利形势，优化船队结构、合理调配运力投放、经济航线效益、加强客户维护、成本控制，实现了海运业务的平稳发展，经营业绩较上年明显提升。全球航运行业周期性波动特性明显，未来公司业绩仍将很大程度上依赖行业景气度波动。

八、募集资金用途

2011年发行的“11中海运MTN1”及“11中海运MTN2”募集资金合计100亿元，全部用于补充公司生产经营相关资金需求；目前募集资金已经全部投入。

2012年发行的“12中海运MTN2”募集资金20亿元，全部用于补充营运资金及归还银行贷款，目前募集资金已经全部投入。

九、财务分析

公司提供的2012~2013年度财务报告均已天职国际会计师事务所有限公司审计，2014年度财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2015年1~3月财务数据未经审计。

截至2014年底，公司合并范围子公司524家，本年不再纳入合并范围原子公司10家，新纳入合并范围子公司41家，新纳入合并范围子公司所有者权益及净利润在公司合并报表占比很小，公司合并范围变动对财务可比性影响不大。

截至2014年底，公司（合并）资产总额2105.85亿元，所有者权益865.32亿元（其中少数股东权益310.01亿元）；2014年公司实现营业收入829.24亿元，利润总额30.60亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额2040.23亿元，所有者权益886.61亿元（其中少数股东权益298.26亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入179.18亿元，利润总额10.60

亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司海运业务平稳发展，同时着力开展修造业及贸易业务，带动公司以海运业务为主的营业收入同比增长21.48%，达到829.24亿元。公司完成营业成本770.29亿元，同比增长15.39%，增速低于营业收入同比增速。受益于海运业务企稳，公司营业利润率同比提升了4.99个百分点，至6.82%（其中海运业务毛利率提升8.79个百分点，至5.84%）。

同期，公司以管理费用为主的期间费用为74.11亿元，同比增长11.98%，期间费用收入占比为8.94%，同比下降了0.76个百分点；公司当期销售费用增速快。资产减值损失3.17亿元，主要是坏账损失（2.83亿元）。

2014年公司实现投资收益30.45亿元，是当期利润总额的99.51%，主要是权益法核算的长期股权投资收益16.71亿元、持有可供出售金融资产期间取得投资收益（6.16亿元）及处置可供出售金融资产（主要是股票等）取得的收益（6.26亿元）。公司实现营业外收入26.26亿元，主要是政府补助（14.38亿元）；营业外支出7.61亿元，主要是亏损合同及离退休人员费用。

2014年公司实现营业利润11.95亿元，利润总额30.60亿元，净利润12.71亿元，较上年扭亏为盈。公司总资产收益率及净资产收益率分别为2.47%、1.47%，分别同比上升了1.06、2.06个百分点。

2015年1~3月，公司实现营业收入179.18亿元，同比增长5.59%；营业利润率为9.54%，较上年全年提升了1.83个百分点。公司实现投资收益10.33亿元（主要是公司权益法核算对外投资取得的收益），营业利润9.64亿元，利润总额10.60亿元，净利润8.89亿元。

总体看，跟踪期内，在航运行业景气程度依旧低迷的背景下，公司实现了以海运业务为主的营业收入平稳发展。受益于燃料油价格下降，公司主业盈利能力得以提升。此外，股权

投资收益、政府补助也对公司当期利润形成了较大贡献。公司整体盈利能力依旧偏弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014年公司以销售商品提供劳务收到的现金为主的经营活动现金流入同比增长16.86%；而公司部分修造项目需提前支付预付款锁定原材料价格，而相应成本结转受实际建造进度影响略有滞后，以购买商品接受劳务支付的现金为主的经营活动现金流出同比增长9.06%，低于营业成本同期增速（15.39%），支付的各项税费有所增加；公司2014年经营活动产生的现金流量净额为61.51亿元，较上年同期由净流出转变为净流入。当年由于市场环境的影响，公司应收账款期限有所增长，现金收入比为111.29%，与2013年数据（116.92%）相比有所降低。

从投资活动来看，2014年公司加大购建运输船舶、集装箱的现金支出力度，同时维持投资股票、长期股权的投资规模，投资活动现金流出合计284.96亿元，同比增长32.75%。投资活动现金流入规模相对较小，主要为收回投资收到的现金及处置老旧船舶得到的现金。2014年，公司投资活动现金流量净额为-206.39亿元。

从筹资活动来看，2014年公司筹资活动现金流入量以取得借款收到的现金为主，另有少量下属子公司吸收投资收到的现金；同期偿还部分债务、支付利息支付现金流出；公司筹资活动现金流量净额为137.06亿元。

2015年1~3月，受公司内部往来未充分抵消因素影响，销售商品提供劳务收到的现金、购买商品接受劳务支付的现金、收到其他与经营活动有关的现金及支付其他与经营活动有关的现金规模均高于实际情况；当期公司经营活动现金净流量为14.72亿元。公司购建部分船舶、支付股票投资，投资活动净现金流为-16.94亿元；偿还部分借款，筹资活动净现金流为-52.25亿元。

总体看,跟踪期内,公司海运主业平稳发展带动公司经营活动净现金流转正,投资规模较大,对外筹资依赖程度大。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底,公司资产总额 2105.85 亿元,同比增长 19.33%;公司资产仍以非流动资产为主,非流动资产占 80.46%。非流动资产中,公司当期股票有较大增值,可供出售金融资产同比增长 86.72 亿元,为 202.38 亿元;长期股权投资同比增长 51.93 亿元,为 209.00 亿元,主要是年内新增对中国光大银行股份有限公司(37.01 亿元)、上海明东集装箱码头有限公司(14.47 亿元)、上海北海船务股份有限公司(8.72 亿元)等公司的长期股权投资;公司固定资产账面余额 1144.76 亿元,占当期非流动资产的 67.56%,同比增加了原值 195.22 亿元,主要是运输船舶、集装箱及房屋建筑物的增加,累计计提折旧 361.91 亿元,减值准备 3.12 亿元;在建工程同比减少 15.72 亿元(转入固定资产减少 110.59 亿元),主要源于当期新造船项目逐渐完工转出至固定资产。公司流动资产中,货币资金占比大,为 192.21 亿元,其中受限资金 25.59 亿元;市场环境影 响,应收款催讨难度加大,应收账款同比增长 38.78%;修造、物流业务扩张,提前支付相关成本,引起预付账款同比增长 38.04%。

截至 2014 年底,公司负债合计 1240.53 亿元,同比增长了 23.92%,主要源于非流动负债的增加。公司非流动负债占比同比提升,由 2013 年底的 53.87%提升至 58.24%。公司非流动负债 722.48 亿元,同比增长 33.98%;主要源于长期借款的增长,同时公司当期偿还部分债券,应付债券有所下降。流动负债方面,公司当期归还部分短期借款;由于贸易业务开展,应付账款有所增长;此外一年内到期的非流动负债及其他流动负债(公司 2014 年发行的三期超短期融资券合计 60 亿元)有所增加。

截至 2014 年底,公司所有者权益 865.32

亿元,同比增长 13.32%。2014 年国务院国有资产监督管理委员会为公司增加资本金 10 亿元,截至 2014 年底公司实收资本 87.36 亿元。根据新修订的《企业会计准则第 30 号-财务报表列报》的规定,对原在资本公积-其他资本公积列报的项目作为其他综合收益进行列报,资本公积,较上年底减少 52.11 亿元,为 128.79 亿元;其他综合收益 81.14 亿元,为可供出售金融资产公允价值变动损益(81.14 亿元)及外币财务报表折算差额(-17.85 亿元)。

截至 2014 年底,公司全部债务同比平稳增长,至 997.68 亿元;长期债务占比由上年的 64.69%上升至 66.44%。公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率同比均有所提升,分别为 58.91%、53.55%、43.38%。公司债务负担一般。

截至 2015 年 3 月底,公司资产总额 2040.23 亿元,较上年底下降 3.12%,主要是源于货币资金及长期股权投资的减少,同期公司预付款项、在建工程同比有所增长。公司负债总额 1151.12 亿元,较上年底下降 7.21%,公司偿还一年内到期的非流动负债及长期借款规模较大,同时新增短期借款及债券;所有者权益中资本公积由于债转股产生的资本溢价有所减少,其他综合收益由于可供出售金融资产公允价值变动有所增加。截至 2015 年 3 月底,公司全部债务为 946.40 亿元;资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 56.54%、51.63%、40.93%,债务负担较上年底变动不大。

总体看,公司资产以船舶等固定资产为主,资产质量较好。跟踪期内,债务负担略有增长,财务弹性一般。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看,截至 2014 年底,公司流动比率、速动比率均较上年底有所提升,分别为 79.44%和 66.43%;截至 2015 年 3 月底分别为 74.04%和 60.20%。2014 年公司经营现

金流动负债比为 11.87%。考虑到公司经营活动现金流入规模大且稳定增长，跟踪期内，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，公司长期偿债能力指标较上年变动不大，公司 2014 年全部债务/EBITDA 为 8.71 倍，EBITDA 倍数为 3.44 倍。公司长期偿债能力尚可。

公司目前处于存续期的债券合计金额 120 亿元（包括 60 亿元“11 中海运 MTN1”、40 亿元“11 中海运 MTN2”、20 亿元“12 中海运 MTN2”），一年内到期债券 60 亿元（“11 中海运 MTN1”）。公司 2014 年 EBITDA 为存续期债券发行总额的 0.95 倍，截至 2015 年 3 月底现金类资产为存续期债券发行总额的 1.24 倍，可供出售金融资产为存续期债券发行总额的 1.77 倍。公司货币资金、可供出售金融资产规模较大，对存续的中长期债券安全保护程度高。同时考虑到公司一年后到期的债券偿还期分布较为分散，公司集中偿付压力不大。

截至 2015 年 3 月底，公司获得的各家银行累计授信总额 4276 亿元，尚未使用额度 3300 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、中海海盛等多家内地和香港上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保总额为 2.26 亿元，担保比率 0.11%，担保比率很小，或有负债风险很低。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用报告，截至 2015 年 6 月 2 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

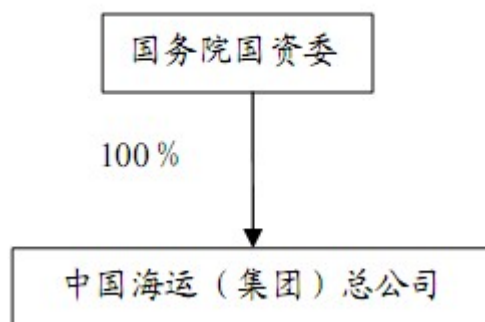
航运行业周期性较强，跟踪期内，运力供需矛盾加剧、运价低迷，给行业内企业经营造成了较大困难。公司是中国第二大航运企业，在国内及国际行业地位领先、运力规模突出，

公司整体抗风险能力很强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 中海运 MTN1”、“11 中海运 MTN2”及“12 中海运 MTN2” AAA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	246.12	205.76	210.55	149.02
资产总额(亿元)	1758.14	1764.68	2105.85	2040.23
所有者权益(亿元)	826.91	763.63	865.32	886.61
短期债务(亿元)	149.88	274.62	334.81	331.96
长期债务(亿元)	561.52	503.12	662.87	614.44
全部债务(亿元)	711.40	777.75	997.68	946.40
营业收入(亿元)	660.97	682.61	829.24	179.18
利润总额(亿元)	7.25	4.13	30.60	10.60
EBITDA(亿元)	62.80	69.05	114.50	--
经营性净现金流(亿元)	19.93	-2.90	61.51	14.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	23.33	11.31	10.89	--
存货周转次数(次)	24.66	12.45	12.46	--
总资产周转次数(次)	0.75	0.39	0.43	--
现金收入比(%)	116.39	116.92	111.29	133.14
营业利润率(%)	4.32	1.83	6.82	9.54
总资本收益率(%)	2.29	1.40	2.47	--
净资产收益率(%)	1.44	-0.59	1.47	--
长期债务资本化比率(%)	40.44	39.72	43.38	40.93
全部债务资本化比率(%)	46.25	50.46	53.55	51.63
资产负债率(%)	52.97	56.73	58.91	56.54
流动比率(%)	120.72	76.70	79.44	74.04
速动比率(%)	104.87	64.50	66.43	60.20
经营现金流动负债比(%)	6.20	-0.63	11.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	2.64	3.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.33	11.26	8.71	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；短期债务包括其他流动负债；长期债务包括应付融资租赁款。

附件 3 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/营业收入×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 4 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评级设置及其含义同主体长期信用等级。