



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪035号

宁波海运股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“宁波海运股份有限公司2010年可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年四月二十二日

宁波海运股份有限公司 2010 年可转换公司债券跟踪评级报告 (2015)

发行主体	宁波海运股份有限公司		
发行规模	人民币 7.20 亿元		
存续期限	2011/1/7~2016/1/7		
担保方式	无担保		
上次评级时间	2014/4/21		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望: 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望: 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

宁波海运	2012	2013	2014
所有者权益 (亿元)	24.33	24.09	23.93
总资产 (亿元)	67.89	66.39	63.98
总债务 (亿元)	39.37	39.21	37.58
营业总收入 (亿元)	10.22	10.62	10.90
营业毛利率 (%)	16.71	25.77	24.13
EBITDA (亿元)	3.84	4.90	5.00
所有者权益收益率 (%)	-6.24	-0.93	-0.54
资产负债率 (%)	64.16	63.72	62.60
总债务/EBITDA (X)	10.25	8.00	7.52
EBITDA 利息倍数 (X)	1.40	1.88	2.02

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益。

基本观点

随着自有运力内贸运输投入比例的提高和租船经营带来的内贸运输规模的扩大以及车流量的不断上升, 2014 年宁波海运股份有限公司 (以下简称“宁波海运”或“公司”) 整体收入规模实现小幅增长; 而老旧船舶更新报废所获得政府补助的增长以及期间费用控制能力的进一步提升, 使得公司盈利能力亦有所改善。公司在浙江省内水运市场仍保持领先地位, 运力结构的持续改善及实际控制方支持力度的加大为其业务稳定发展奠定了基础; 同时公司大规模资本支出已基本完成, 短期内负债水平大幅上升的可能性较小。此外, 我们也将对航运业景气度较低、公司收费公路业务处于亏损状态以及整体盈利能力依然偏弱等因素给公司信用状况带来的影响保持关注。

综上, 中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 维持宁波海运主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定; 维持“宁波海运股份有限公司 2010 年可转换公司债券”信用等级为 AA。

正面

- 浙江省内水运市场领先地位。公司继续深化与战略大客户的合作, 2014 年其沿海散货 COA 运量占比为 75.01%; 同时, 公司在浙江省电煤运输市场继续保持领先地位, 市场占有率约为 20%, 在实际控制方浙江省能源集团有限公司 (以下简称“浙能集团”) 的支持下, 区域优势较为明显。
- 运力结构持续改善。近年来公司持续对运力结构进行调整, 目前公司共拥有各类船舶 17 艘, 总运力 80.80 万载重吨, 初步形成了一支以灵便型和巴拿马型船舶为主、船龄低、具有一定竞争力的散货船队。
- 高速公路业务规模增长较快。随着城市路网的不断完善, 高速路网不断延伸, 公司所经营的高速公路进出口车流量增长较为明显, 公路收费业务规模随之实现较快增长。

分析师

马延辉 yhma@ccxr.com.cn

高玉淼 ywga@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 4 月 22 日

- 收现能力有所增强。公司具备较强的主营业务收现能力，2014 年 EBITDA 为 5.00 亿元，经营活动现金净流入 4.92 亿元，均较上年度有所增长，良好的现金流状况为公司整体偿债能力的改善提供了一定保障。

关 注

- 行业景气度低。目前航运业供求矛盾依然突出，且下游需求增速放缓，短期内过剩运力难以消化，行业景气度依然较低。
- 高速公路业务处于亏损状态。尽管随着车流量的增长，公司高速公路收费业务收入规模上升较快，但免费通行政策带来的节假日车流量激增等因素使得公路管理成本和养护成本上升较快，目前公司高速公路业务仍处于亏损状态，在一定程度上影响了公司的整体经营业绩。
- 公司盈利能力依然偏弱。尽管 2014 年公司盈利能力有所改善，但主要在于政府补助的增长，可持续性较低。公司目前盈利能力依然偏弱，且在当前宏观经济趋弱、行业景气度较低的情况下，未来盈利能力的提升仍具有较大不确定性。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

募集资金情况和债券提前赎回情况

公司于 2011 年 1 月公开发行可转换公司债券，发行总额 72,000 万元；扣除承销、保荐费及其他发行费用后，实际募集资金净额为人民币 70,094.50 万元。

截至 2015 年 3 月 31 日，公司发行的可转换公司债券“海运转债”累计已有 10,703 万元转为公司公开发行的股票，累计转股股数为 23,784,055 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 2.73%。公司公开发行的可转换公司债券“海运转债”尚有 61,297 万元未转股，未转股额占“海运转债”发行总量的 85.13%。

根据《宁波海运股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》关于有条件赎回条款的约定：在本可转债转股期内，如果公司股票任意连续 30 个交易日中至少有 20 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含），公司有权按照债券面值的 103%（含当期计息年度利息）的赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债。任一计息年度公司在赎回条件首次满足后可以进行赎回，首次不实施赎回的，该计息年度不应再行使赎回权。公司股票自 2015 年 3 月 3 日至 2015 年 4 月 14 日连续 30 个交易日中有 20 个交易日（2015 年 3 月 7 日至 2015 年 4 月 14 日）的收盘价不低于当前转股价格 4.50 元/股的 130%，首次触发“海运转债”的提前赎回条款。公司于 2015 年 4 月 14 日召开了第六届董事会第一次临时会议，审议通过了《关于公司提前赎回“海运转债”的议案》，董事会决定行使“海运转债”提前赎回权，对赎回登记日登记在册的“海运转债”全部赎回。

根据公司于 2015 年 4 月 17 日和 4 月 18 日发布的《宁波海运关于实施“海运转债”赎回事宜的第一次提示公告》和《宁波海运关于实施“海运转债”赎回事宜的第二次提示公告》，将对赎回登记日（2015 年 5 月 11 日）登记在册的“海运转债”全部赎回，赎回价格为 103 元/张（含当期计息年度利息，且当期利息含税）。自赎回登记日次日（2015 年 5 月 12 日）起，“海运转债”将停

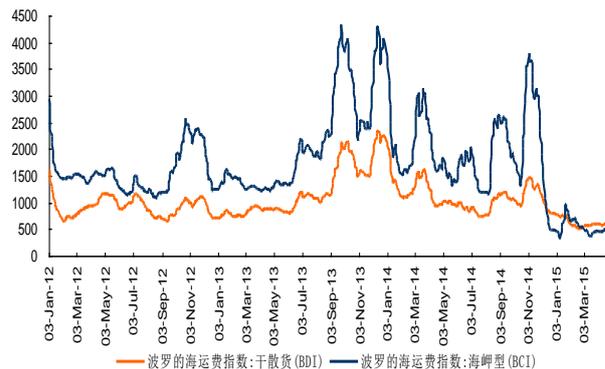
止交易和转股，赎回款发放日为 2015 年 5 月 15 日。本次提前赎回完成后，“海运转债”将在上海证券交易所摘牌。

行业分析

2014 年以来，下游需求不振使得 2013 年初步回暖的干散货航运市场复苏步伐被拖慢；供求失衡的加剧，导致国内沿海航运市场景气度大幅下滑

2014 年的世界航运市场（包括海工市场，下同）总体运行平稳，干散货航运市场 2013 年已有初步回暖的迹象，但 2014 年由于需求不振，复苏的步伐被拖慢。国内方面，基于供求失衡加剧，国内沿海航运市场景气度呈现较大幅度下滑，中国沿海干散货运输市场在经历小幅上涨后一路下跌，并持续刷新历史最低水平。

图 1：2012 年以来波罗的海运费指数走势



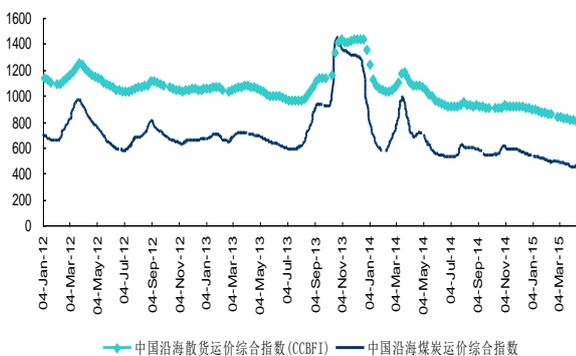
资料来源：同花顺 iFind，中诚信证评整理

国际干散货方面，2014 年国际干散货运输市场整体表现弱于上年，全年运价呈“高开低走”态势，波罗的海干散货运费指数（BDI）全年均值为 1,104.63 点，同比下降 8.39%，年内峰值为 2,113 点，出现于当年年初。供给方面，据克拉克松统计，2014 年散货船运力增幅较 2013 年的 5.70% 进一步下降至 5.20%，行业运力增速继续回落。需求方面，由于当年世界主要铁矿石供应商均开始或完成了产能扩张计划，铁矿石呈现供大于求的状态，铁矿石价格暴跌超过 50%；得益于中国钢厂季节性生产活动的带动，当年全球铁矿石海运量增速为 12.90%，大幅高于 2013 年的 7.10%。与此同时，中国经济增速放缓以及部分税率变动，使得中国 2014 年煤炭进口量下降 4.00%，全球煤炭海运量增速维持在

0.80%左右,较上年度的5.00%明显减少。综合来看,铁矿石运输市场的积极因素难以抵消煤炭需求的下降,2014年全年干散货海运量为45.11亿DWT,同比增长4.20%,较2013年下降1.50个百分点。综上,尽管运力增速有所下降,但下游需求的疲软使得国际干散货运输市场整体表现低于预期。

国内市场方面,与BDI指数变动趋势一致,2014年沿海干散货运输市场亦呈现“高开低走”态势。上海航运交易所发布的中国沿海散货运价综合指数(CBFI)全年均值为991.60,较2013年度进一步下跌9.88%;而衡量沿海运价强弱的核心指数——沿海煤炭运输成分指数,全年均值为629点,较上年度下降25%,系该指数2011年末上线以来的最低值(年度均值)。国内市场走势低迷的原因主要来自三个方面:一是目前国内存量的运输能力过大,而需求增速较低,供需矛盾依然突出;二是北方煤港扩张效应显现,泊位增多装卸率提升,船舶周转速度加快,运力开始溢出;三是燃油价格持续下滑不断向运价传导。

图2: 2012年以来中国沿海散货和煤炭运价指数走势



资料来源: 同花顺 iFind, 中诚信证评整理

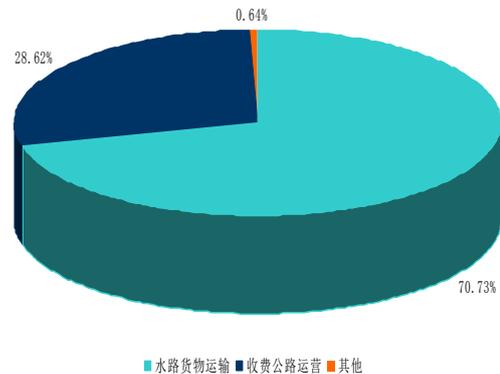
整体来看,目前国际干散货运输市场运力过剩超过两成,同时未来两年市场仍将大量运力交付,运力过剩的矛盾将长期存在,行业景气度仍将维持在低位。

业务运营

作为浙江省骨干海运企业,公司主要从事海上干散货运输业务,其运力覆盖全国沿海、长江各大港口。自控股宁波海运明州高速公路有限公司(以下简称“明州高速”)后,公司开始介入高速公路收费业务,逐步形成了以沿海干散货专业运输为

主,高速公路经营管理并行的业务格局。2014年公司实现营业收入10.90亿元,同比增长2.63%,其中水路货物运输业务收入和收费公路运营收入分别为7.71亿元和3.12亿元,分别占营业收入的70.73%和28.62%。

图3: 2014年公司收入构成情况



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

尽管外部需求趋弱导致外贸业务收入下降,但得益于自有运力内贸运输投入比例的提高以及租船经营带来的内贸运输规模的扩大,公司整体水运业务收入规模与上年度基本持平

在宏观经济复苏弱于预期、发展中国家进出口需求减弱、航运市场震荡下滑的背景下,公司一方面继续深化与战略客户的合作,增加COA运量和提高COA兑现率;另一方面重点跟踪抵港船舶靠离泊计划安排,加强船舶载货督导,有效地提高了船舶积载率和周转率。2014年公司分别实现货运量和货运周转量1,746.44万吨、278.43亿吨公里,分别较上年同比增长8.44%和2.97%,全年水运业务营运率达到97.80%;水路货物运输业务实现收入7.71亿元,与上年度基本持平。

表1: 2012~2014年公司水运业务主要指标

	2012	2013	2014
货运量(万吨)	1,529.08	1,610.55	1,746.44
货运周转量(亿吨公里)	234.78	270.41	278.43
营运率(%)	97.49	98.55	97.80
水路货物运输业务收入(亿元)	7.60	7.76	7.71

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

业务结构方面,公司水路货物运输业务仍以沿

海内贸为主，远洋外贸为辅。在国际航运市场震荡下行的情况下，2014 年公司转变运力投向，提高自有运力内贸运输投入比例，并通过租赁船舶扩大内贸运输规模，全年实现沿海内贸收入 7.01 亿元，远洋外贸收入 0.70 亿元，沿海内贸收入占比提升较大。

航线方面，公司积极开拓国内外散货市场，2014 年新开辟了秦皇岛-头门港航线，并计划于 2015 年开辟秦皇岛-台州第二发电有限责任公司（台二电）等航线。

船队结构方面，2014 年公司积极利用国家出台的海运业优惠政策，抓住国内沿海电厂建设发展规划实施对电煤的需求，发展与之相适应、相配套的船舶，以进一步调整运力结构，提升核心竞争力。截至 2014 年 12 月 31 日，公司共拥有散货轮 17 艘（其中小型灵便型船舶 4 艘、大型灵便型（含超大）船舶 9 艘、巴拿马型船舶 4 艘），总运力规模 80.80 万载重吨。此外，公司于 2015 年 1 月 30 日与中国长江航运集团南京金陵船厂签订了 3 艘 4.95 万载重吨散货船的建造合同，未来公司运力有望获得进一步提升。公司现有船舶中约 24.58 万载重吨运力可进行内外贸兼营，业务运营弹性较好。船龄方面，目前公司船队平均船龄约为 13.53 年。综上，目前公司已形成一支以灵便型和巴拿马型船舶为主、船龄低、国际国内并举、具有一定竞争力的散货船队。

表 2：截至 2014 年 12 月 31 日公司运力构成情况

船舶种类	船舶数 (艘)	载重吨 (万吨)	运力占 比 (%)	平均船 龄 (年)
小型灵便 (0.4~3.5 万吨)	4	9.70	12.00	12.25
大型灵便 (含超大) (3.5~6 万吨)	9	43.20	53.47	10.22
巴拿马型 (6~7.9 万吨)	4	27.90	34.53	22.25
合计	17	80.80	100.00	13.53

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

货物类别方面，作为浙江省能源运输的重要主体，公司目前主要运输电煤，并辅以矿砂、水渣等其他干散货。2014 年电煤运输量为 1,370.81 万吨，占公司货运总量的 78.49%，较上年度下降 3.16 个百分点。2014 年公司在浙江省电煤运输市场的份额约为 20%，在区域市场中继续保持优势地位。

表 3：2012~2014 年公司电煤运输情况

	单位：万吨		
	2012	2013	2014
电煤运输量	1,034.04	1,315.00	1,370.81
货运量合计	1,529.08	1,610.55	1,746.44
占比 (%)	67.62	81.65	78.49

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

客户方面，公司在加大市场开拓力度的同时继续深化与战略客户的合作，2014 年公司前五大客户销售收入占水路货物运输业务营运收入的 62.76%。目前公司与大客户均签订 COA 以保证业务规模 and 市场份额，2014 年公司 COA 签订运量 1,310 万吨，占总货运量的 75.01%，较上年下降 6.95 个百分点。

浙能集团系公司传统的重要客户，公司每年承接其电煤运输总量的 20%~30%。2012 年浙能集团成为公司实际控制方后，承诺未来将以公司作为其所属国内沿海货物运输业务的相关资产的最终整合的唯一平台，利用其稳定的货源、充足的资金和集团多元化业务的优势支持公司的持续发展，从而进一步提升公司在货源、资金、管理等方面的优势。2014 年，公司与浙能集团下属的浙江浙能富兴燃料有限公司签订的电煤运输合同运量达到 1,160 万吨，占当年公司货运总量的 66.44%。

总体来看，受全球贸易发展速度趋缓、大宗商品价格走低影响，全球海运贸易量增速下滑，公司远洋外贸收入下降较快；但得益于自有运力内贸运输投入比例的提高以及租船经营带来的内贸运输规模的扩大，公司内贸运输收入实现了一定增长，从而使得当年公司整体水运业务收入规模与上年度基本持平。此外，公司运力结构持续改善，船队实力得到提升，而实际控制方浙能集团未来将继续加大对公司海运主业的支持力度，公司竞争力有望得到增强。不过，未来航运市场供需矛盾依然存在，公司水运业务仍将面临较大挑战。

随着高速路网的不断延伸，车流量的上升使得公司通行费收入规模同比有所扩大，亏损幅度进一步收窄

公司收费公路主要由子公司宁波海运明州高速公路有限公司负责经营，路产为宁波绕城高速公路西段（以下简称“绕城高速西段”）。绕城高速西

段全长 42.14 公里，其中前洋至朝阳段为双向八车道（该路段长约 22 公里），其余为双向六车道，整个路段收费期限为 25 年，于 2011 年 1 月全面竣工验收。

尽管受“国家节假日免费通行政策”、“绿色通道”等政策的影响，但随着城市路网的不断完善，高速路网不断延伸，进出口车流量的自然增长较为明显。2014 年绕城高速西段实现日均断面车流量为 52,758 辆（换算为一类车），较上年度上升了 9.89%；全年实现通行费收入 31,226.69 万元，同比上升 12.12%。

由于实行免费通行后节假日车流量急剧上升，公司需投入更多的人力、物力和财力维持公路运营，管理成本和养护成本均有所上升；公路经营权摊销按照工作量法摊销，2014 年摊销额同比增长 8.52%，但增速较上年度有所下降。在收入实现较快增长的情况下，公司高速公路业务毛利率为 52.55%，较上年度上升 0.82 个百分点。受此影响，公司收费公路业务全年净亏损 4,136.27 万元，较上年同期减亏 1,663.61 万元。

整体来看，公司所辖宁波绕城高速西段的车流量保持稳定增长态势，通行费收入持续上升，亏损面进一步收窄，发展态势向好。

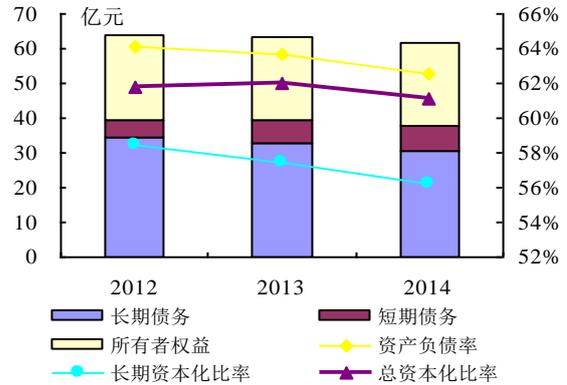
财务分析

以下财务分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年度财务报告。

公司执行财政部于 2014 年颁布的企业会计准则的主要影响：1、根据《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》（修订）的规定，公司于 2011 年 1 月发行的可转换债券的权益工具成分由资本公积科目重分类至其他权益工具科目；2、根据《企业会计准则第 30 号-财务报表列报（2014 年修订）》的规定，公司将其他非流动负债中的递延收益重分类至递延收益科目；将外币报表折算差额重分类至其他综合收益。此次会计政策变更，仅对上述财务报表项目列示产生影响，对公司 2013 年末和 2012 年末资产总额、负债总额和净资产以及 2013 年度和 2012 年度净利润未产生影响。

资本结构

图 4：2012~2014 年公司资本结构情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在航运业持续低位运行和公司船舶大规模投资建设已完成的背景下，2014 年末公司资产规模和负债规模均出现小幅下降。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产和总负债规模分别为 63.98 亿元和 40.06 亿元，较上年末分别下降 3.62% 和 5.30%。同期公司资产负债率和总资本化比率分别为 62.60% 和 61.10%，相比于其他航运类上市公司处于中等水平。鉴于 2013 年公司已结清船舶建造尾款、高速公路建设尾款等，且短期内除 3 艘 4.95 万吨散货船建造计划外，公司将维持现有业务规模，无其他新增运力计划，整体资金需求有限，因此我们认为公司负债水平短期内出现大幅上升的可能性较小。

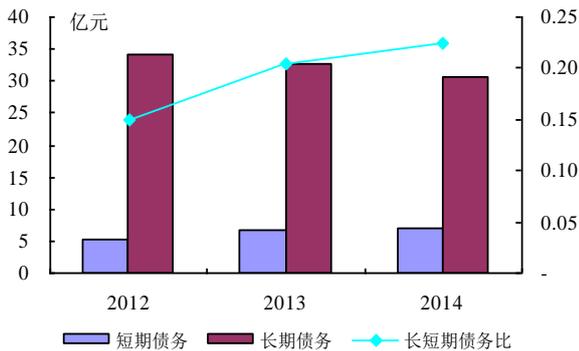
表 4：2014 年末航运类主要上市公司资本结构

公司	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)
中国远洋	1,488.20	1,058.62	71.13
中海发展	657.50	431.03	65.56
中海集运	535.41	286.64	53.54
招商轮船	281.38	146.18	51.95
中远航运	178.91	112.85	63.08
中海海盛	64.68	40.10	62.00
宁波海运	63.98	40.06	62.60

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

债务结构方面，2014 年公司长短期债务比为 0.23，较上年度有所上升，但公司总债务仍以长期债务为主，目前的债务期限结构与其资产结构较为匹配，符合航运企业经营特点。

图 5: 公司 2012~2014 年债务结构



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 随着船舶建造和高速公路资金投入的基本完成, 公司资金需求有所下降; 加之航运业景气度仍然较低, 短期内公司将维持现有业务规模, 除正常船舶淘汰、更新外, 无其他新增运力计划, 公司未来资本支出压力较为有限。

盈利能力

尽管外部需求下降, 但得益于浙能集团的大力支持以及提高自有运力内贸运输投入比例并通过租船扩大内贸运输规模, 2014 年公司水路货物运输业务实现营业收入 7.71 亿元, 与上年度基本持平; 而随着车流量的扩大, 当年绕城高速通行费收入有所提高, 达到 3.12 亿元, 同比增长 12.12%。得益于通行费收入的较快增长, 当年公司整体收入水平较上年度增长 2.63%, 达到 10.90 亿元。

表 5: 公司主要业务板块收入及毛利率情况

	2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水运业	7.60	15.88	7.71	12.15
公路业	2.79	51.72	3.12	52.55
公司合计	10.62	25.77	10.90	24.13

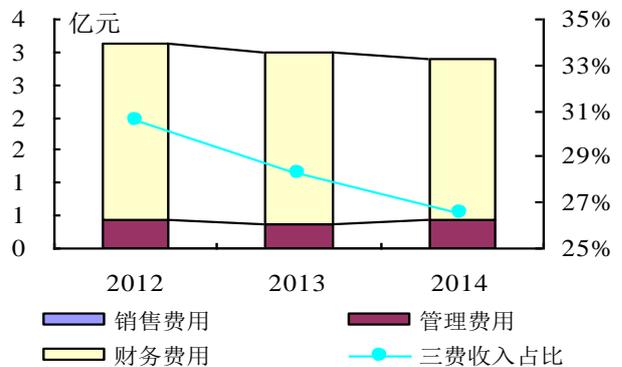
数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

毛利率方面, 2014 年公司毛利率较上年下降了 1.64 个百分点至 24.13%, 其中公路业务毛利率与上年度基本持平, 而水运业务毛利率则较上年度下降了 3.73 个百分点, 主要系公司扩大租船运输业务, 导致货物运输业务平均毛利率有所下降。

期间费用方面, 公司 2014 年三费收入占比为 26.52%, 较上年度下降了 1.80 个百分点。其中管理费用同比增长 9.64%, 主要系养老保险等社会统筹等费用增长较快所致; 财务费用同比下降 5.88%,

主要系当年公司融资规模减少所致。整体来看, 由于公司加强了预算执行力度, 强化成本费用控制工作, 当年期间费用总额减少 0.12 亿元, 公司期间费用控制能力进一步提升。

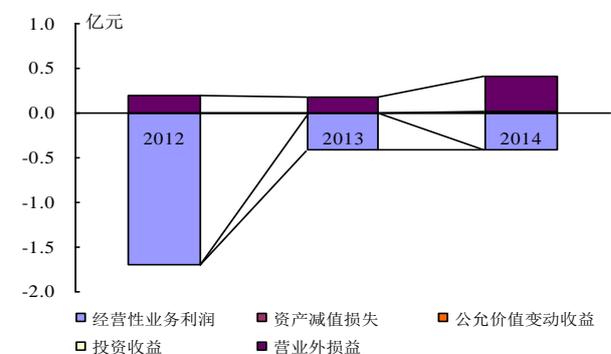
图 6: 公司 2012~2014 年三项费用构成情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 尽管总体毛利率水平有所下降, 但期间费用有所减少, 同时 2014 年公司取得较大规模的营业外收入 (主要系老旧船舶更新报废所获得的政府补助 3,560 万元), 公司经营业绩较上年度进一步改善, 全年利润总额为 -0.01 亿元, 同比减亏 0.21 亿元。

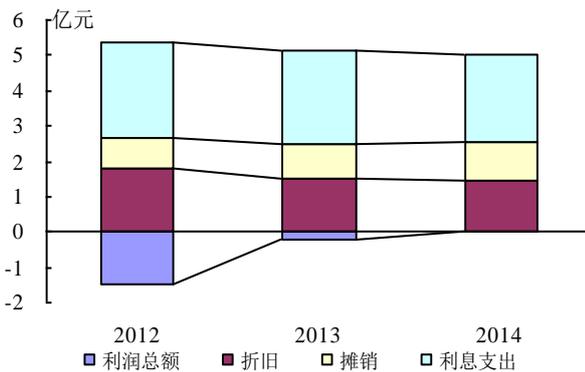
图 7: 公司 2012~2014 年利润总额构成情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

现金获取能力方面, 得益于亏损幅度的减少, 2014 年公司 EBITDA 为 5.00 亿元, 较上年度微幅增长 1.96%。公司当年经营活动净现金流为 4.92 亿元, 收现能力亦较上年度有所增强。

图 8: 2012~2014 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 尽管整体业务规模有所扩大, 期间费用控制能力进一步提升, 但公司租船业务规模扩大, 使得主业初始获利空间收窄, 而当年盈利能力的改善主要得益于老旧船舶更新报废所获得政府补助的增长, 可持续性较弱。在目前航运业景气度仍然较低的情况下, 公司未来盈利能力的回升仍具有较大不确定性。

偿债能力

随着新建船舶的完成和绕城高速西段的投入运营, 公司资本支出规模不断下降, 2014 年公司总债务为 37.58 亿元, 同比下降 4.15%。其中短期债务为 6.90 亿元, 同比上升 3.89%; 长期债务为 30.68 亿元, 同比下降 5.79%。

在偿债能力指标方面, 由于盈利能力的改善, 公司 2014 年 EBITDA 对利息的覆盖能力上升至 2.02 倍; 现金流对利息的保障能力亦有所增强, 2014 年公司经营活动净现金流 4.92 亿元, 对利息的保障程度为 1.99 倍。整体来看, 得益于公司盈利能力的提升和债务规模的下降, 公司整体偿债压力有所缓解。

表 6: 2012~2014 年公司主要偿债能力指标

	2012	2013	2014
短期债务 (亿元)	5.12	6.65	6.90
长期债务 (亿元)	34.25	32.56	30.68
EBITDA (亿元)	3.84	4.90	5.00
EBITDA 利息倍数 (X)	1.40	1.88	2.02
总债务/EBITDA (X)	10.25	8.00	7.52
经营活动净现金流量 (亿元)	3.08	4.86	4.92
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.08	0.12	0.13
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	1.12	1.86	1.99

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司与各大银行保持着良好的合作关系, 具有较强的财务弹性。截至 2014 年 12 月 31 日, 公司共获得银行授信总额 15.27 亿元, 其中已使用授信额度 3.27 亿元, 未使用授信额度 12.00 亿元。此外, 公司还曾通过股份增发、发行短期融资券、融资租赁等多种形式、多种渠道筹集资金, 整体来看, 公司融资能力较强。

资产抵押方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司以人民币 3,700 万元银行定期存单为质押, 为子公司宁波海运 (新加坡) 有限公司取得中国银行股份有限公司开曼分行 1,300 万美元短期借款, 借款期限为 12 个月。

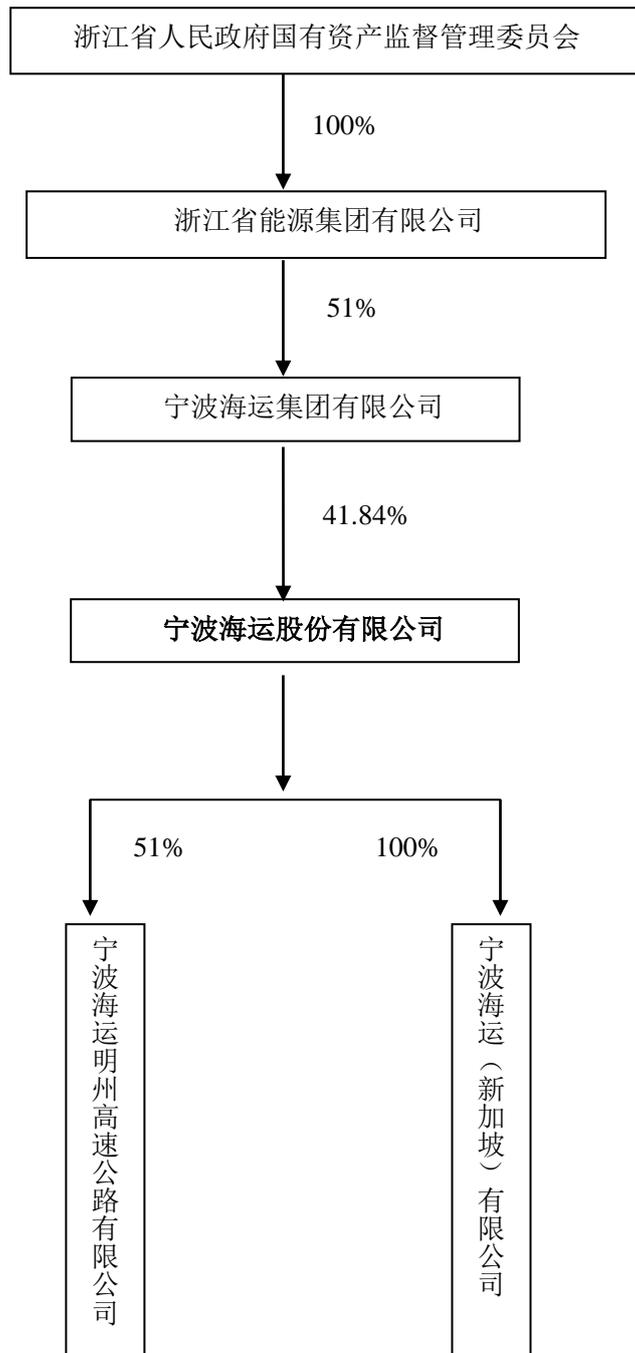
或有负债方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司对外担保总额为 1.60 亿元, 担保余额占当年公司净资产的 8.25%, 其中 8,000 万元系为公司股东方宁波海运集团有限公司银行借款提供的担保, 剩余 1,300 万美元系为子公司宁波海运 (新加坡) 有限公司银行借款提供的担保。整体来看, 公司或有风险可控。

综上, 公司 2014 年经营业绩较上年度有所改善, 收入规模实现小幅增长, 盈利能力有所提升, 但当年盈利能力的提升主要来自于政府补助规模的扩大, 且公司收费公路业务仍处于亏损状态, 整体盈利能力仍然较弱。考虑到公司短期内将维持现有业务规模, 除正常淘汰、更新外无新增造船计划, 未来资本支出规模及负债水平大幅上升的可能性较小; 加之, 公司备用流动性充足、融资渠道顺畅, 实际控制方浙能集团支持力度较大, 因此我们认为公司整体偿债能力依然很强。

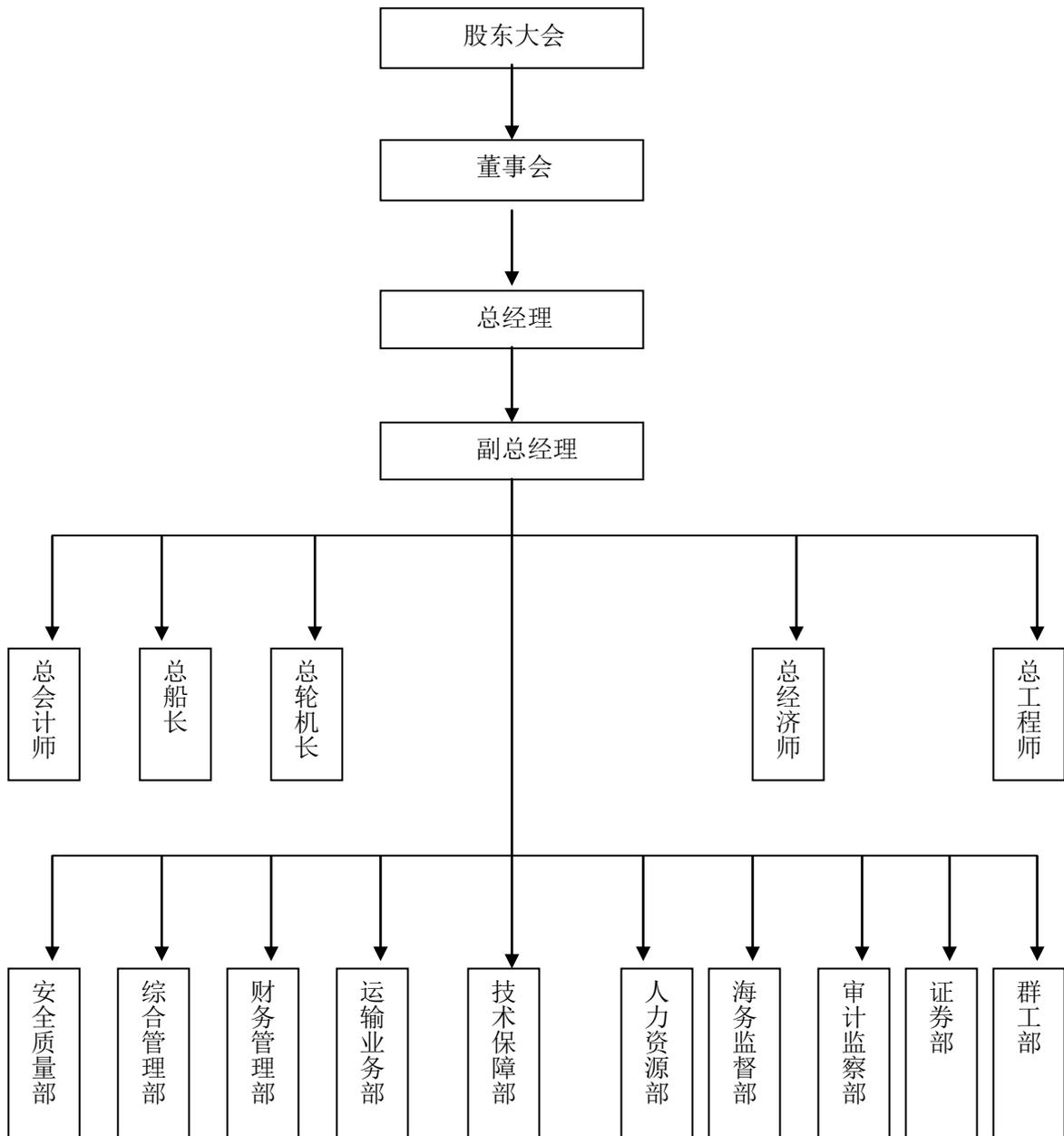
结论

中诚信证评维持宁波海运主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定; 维持“宁波海运股份有限公司 2010 年可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：宁波海运股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：宁波海运股份有限公司组织机构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：宁波海运股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	9,820.23	26,284.27	27,018.11
应收账款净额	7,853.88	6,777.39	7,540.14
存货净额	4,351.29	3,484.56	3,325.24
其他应收款	527.93	391.85	391.51
长期投资	2,538.80	2,605.30	2,805.19
固定资产(合计)	255,895.38	236,380.92	221,942.17
总资产	678,863.67	663,850.50	639,839.71
其他应付款	6,189.38	5,543.14	5,017.09
短期债务	51,170.73	66,469.90	69,053.47
长期债务	342,497.51	325,630.99	306,772.47
总债务	393,668.24	392,100.89	375,825.93
净债务	383,848.01	365,816.63	348,807.82
总负债	435,589.43	422,984.65	400,564.52
所有者权益(含少数股东权益)	243,274.25	240,865.85	239,275.19
主营业务收入(营业总收入)	102,234.59	106,167.02	108,958.39
主营业务利润(三费前利润)	14,303.58	26,022.47	24,748.93
投资收益	60.05	66.50	207.77
EBIT	11,812.64	23,855.31	24,670.11
EBITDA	38,400.39	48,995.59	49,958.35
经营活动产生现金净流量	30,775.79	48,580.96	49,237.72
投资活动产生现金净流量	-13,478.34	1,111.50	-1,181.92
筹资活动产生现金净流量	-40,095.18	-41,603.57	-42,615.85
现金及现金等价物净增加额	-22,815.40	8,064.04	5,433.85
财务指标	2012	2013	2014
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	16.71	25.77	24.13
三费收入比(%)	30.61	28.32	26.52
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	37.56	46.15	45.85
总资产收益率(%)	1.70	3.55	3.78
流动比率(X)	0.31	0.44	0.44
速动比率(X)	0.25	0.40	0.40
存货周转率(X)	16.93	20.12	24.28
应收账款周转率(X)	15.29	14.51	15.22
资产负债率(%)	64.16	63.72	62.60
总资本化比率(%)	61.81	61.95	61.10
短期债务/总债务(%)	13.00	16.95	18.37
经营活动净现金/总债务(X)	0.08	0.12	0.13
经营活动净现金/短期债务(X)	0.60	0.73	0.71
经营活动净现金/利息支出(X)	1.12	1.86	1.99
总债务/EBITDA(X)	10.25	8.00	7.52
EBITDA/短期债务(X)	0.75	0.74	0.72
EBITDA 利息倍数(X)	1.40	1.88	2.02

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。