

中海发展股份有限公司

2012 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2017）

债券名称	中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）		
发行主体	中远海运能源运输股份有限公司 原中海发展股份有限公司		
发行规模	人民币 25 亿元		
存续期限	第一期品种一：2012/8/3-2015/8/3 第一期品种二：2012/8/3-2022/8/3		
上次评级时间	2016/4/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
债券名称	中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）		
发行主体	中远海运能源运输股份有限公司 原中海发展股份有限公司		
发行规模	人民币 25 亿元		
存续期限	第二期品种一：2012/10/29-2019/10/29 第二期品种二：2012/10/29-2022/10/29		
上次评级时间	2016/4/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

概况数据

中远海能	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	226.48	325.70	274.23	279.56
总资产（亿元）	657.50	855.80	580.22	592.67
总债务（亿元）	398.76	475.07	254.91	262.48
营业总收入（亿元）	123.34	175.78	130.06	26.65
营业毛利率（%）	11.08	20.24	25.02	31.37
EBITDA（亿元）	33.94	52.07	54.19	-
所有者权益收益率（%）	1.78	3.78	7.13	8.51
资产负债率（%）	65.55	61.94	52.74	52.83
总债务/EBITDA（X）	11.75	9.12	4.70	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.38	3.25	4.36	-
中国海运	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	865.32	906.04	730.41	760.93
总资产（亿元）	2105.85	2321.59	2620.02	2626.26
总债务（亿元）	931.32	1027.17	1440.31	1475.69
营业总收入（亿元）	830.65	799.41	550.38	118.33
营业毛利率（%）	7.11	5.90	11.28	18.40

基本观点

2016 年，中远海运能源运输股份有限公司（原为中海发展股份有限公司，以下简称“中远海能”或“公司”）完成重大资产重组，确立了全球第一大油品航运企业的市场地位，显著增强了运力结构等方面的竞争优势，且受益于出让亏损资产和有效的成本控制，公司盈利水平显著提升，整体偿债能力增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到全球宏观经济低迷、油运和 LNG 运输未来运力过剩和公司资本性支出较大等因素可能对公司信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持中远海能主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第一期、第二期）”信用等级为 **AAA**。该债项级别同时也考虑了中国海运（集团）总公司（以下简称“中国海运”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券偿付的保障作用。

正 面

- 油运船队竞争力强。公司油轮船队规模排名全球第一，2016 年末自有油轮运力达到 1,467 万载重吨/100 艘，其中 VLCC 运力占比 68.2%，运力结构竞争力强；平均船龄为 7.5 年，整体船龄较低，系全球油轮船队中船型最齐全，船龄最年轻的航运公司。
- 盈利水平显著提升。得益于出让中海散运和成本控制措施的有效实施，公司 2016 年毛利率 25.02%，同比上升 4.78 个百分点，全年实现净利润 19.55 亿元，同比增长 58.90%，盈利能力增强。
- 财务结构较稳健，且偿债能力增强。公司完成资产重组后，2016 年末资产负债率为 52.74%，财务杠杆比率有所降低；当年经营活动产生的现金流量净额较上年大幅增长 58.16% 至 121.58 亿元，整体偿债能力增强。

EBITDA (亿元)	110.48	116.54	154.41	-
所有者权益收益率(%)	1.47	0.32	7.90	13.17
资产负债率(%)	58.91	60.97	72.12	71.03
总债务/EBITDA (X)	8.43	8.81	9.33	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.78	3.56	26.43	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。
3、中远海能 2015 年度财务数据采用追溯调整后数据

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

袁宇城 yhyuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月27日

➤ 中国海运具有很强的担保实力。2016 年中国海运经过重大资产重组后资产规模显著上升，运营能力有所增强，且当年盈利与获现情况大幅好转，由其提供的保证担保能对本次债券本息的到期偿付提供有力保障。

关注

- 公司经营压力增大。油运和 LNG 运输或面临运力过剩的局面，运价水平较难提升；加之公司新增运力逐步投放，在全球经济复苏乏力的背景下，航运业需求不振，公司整体产能利用率面临不确定性，或对油运和 LNG 运输业务未来的运营情况产生不利影响。
- 资本支出压力较大。截至 2016 年末公司在建船舶 26 艘，投资总额约 218.80 亿元，未来两年仍需投资 95.89 亿元，资本支出压力较大。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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，并按照相关法律、法规对外公布。

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

重大事项

公司于 2016 年上半年实施重大资产重组，向中国远洋运输（集团）总公司（以下简称“中远集团”）收购其持有的大连远洋运输有限公司（以下简称“大连远洋”）100%股权，向中远散货运输（集团）有限公司（以下简称“中散集团”）出售公司持有的中海散货运输有限公司（以下简称“中海散运”）100%股权。根据《中海发展股份有限公司与中国远洋运输（集团）总公司、中远散货运输（集团）有限公司之资产购买及出售协议》（以下简称“《资产购买及出售协议》”）约定，出售资产的交易价格为 533,238.58 万元，购买资产的交易价格为 662,940.88 万元，标的资产交易价款的差额部分 129,702.30 万元由公司向中远集团支付。

2016 年 7 月 15 日，公司向中远集团支付本次重组交易价款差额部分，重组完成交割。2016 年 7 月 25 日，大连远洋完成其股东由中远集团变更为公司的工商变更登记手续，本次交易拟购买资产已完成过户。2016 年 8 月 15 日，中海散运完成其股东由公司变更为中散集团的工商变更登记手续，本次交易拟出售资产已完成过户。

根据《资产购买及出售协议》约定，公司 2016 年经营成果及权益变动包括了中海散运 2016 年上半年的经营成果和因亏损或其他原因造成的权益减少。由于公司收购的大连远洋为受同一方最终控制的公司，公司对上期报表的相关项目进行了追溯调整。因此，本报告中公司 2016 年油品运输和液化天然气运输业务的经营范围和追溯调整后的 2015 年度经营范围相同，而干散货运输业务较 2015 年少经营半年。

表 1：大连远洋和中海散运 2015 年度主要财务数据

项目	单位：亿元	
	大连远洋	中海散运
总资产	172.39	341.18
总负债	111.29	287.47
所有者权益	61.10	53.71
营业总收入	48.20	66.36
营业利润	7.83	-9.33
利润总额	8.16	-15.05
净利润	8.08	-14.71

为符合公司未来发展战略定位，突出公司核心竞争力优势以及作为中国远洋海运集团有限公司（以下简称“中远海运集团”）成员的身份，公司决定将公司名称变更为“中远海运能源运输股份有限公司”，并于 2016 年 10 月 18 日完成了工商变更登记手续。同时，公司于 2012 年发行的公司债券（简称分别为“12 中海 02”、“12 中海 03”和“12 中海 04”）名称、简称及代码保持不变。

经 2016 年 10 月 21 日召开的董事会会议审议批准，公司向关联方广州振华船务有限公司收购其持有的深圳市三鼎油运贸易有限公司（以下简称“三鼎油运”）43% 股权，三鼎油运主要从事油品运输业务，现拥有两艘巴拿马型油轮。公司原持有三鼎油运 8% 股权，本次从广州振华船务有限公司收购三鼎油运 43% 后，2016 年 11 月起持有三鼎油运 51% 股权，并将其纳入合并范围，收购交易价格为 25,198.15 万元。

在重组交易中，公司收购了盈利资产大连远洋 100% 股权，而出售了亏损的中海散运 100% 股权，重组交易完成后能够实现整体利润水平的显著上升。同时，公司通过重组形成了以油气运输业务为核心的专业化能源运输平台，油轮自有运力成为全球第一，规模化竞争优势增强，并有利于发挥成本控制方面的协同效应，整体竞争力得到提升。

行业分析

2016 年以来，随着油价触底回升，石油需求量增速放缓，加之新造油轮自 2015 年开始进入集中交付期，运力增幅较快，国际油运行业步入高点回落阶段。

自 2014 年四季度原油价格暴跌以来，油运市场需求上升，交易活跃，各油轮船型运价维持高位波动态势，市场景气度较好。但 2016 年起，随着油价的触底回升，全球石油需求量增速放缓，油运行业步入高点回落阶段。

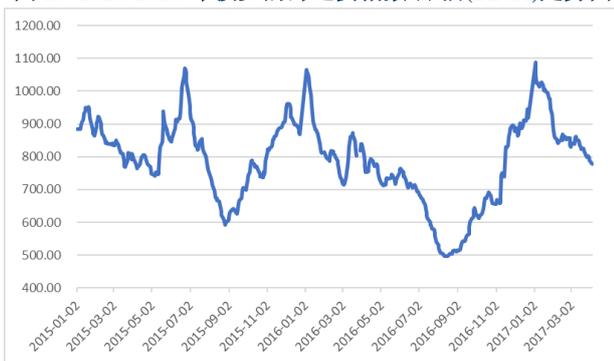
图 1：2014.Q3-2017.Q1 原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源: Wind

供给端方面，自 2015 年开始，前期订造的油轮集中出现交付，全球油轮船队总规模增长较快，油运市场供给过剩程度逐渐加大。据 Clarksons 统计，2016 年末全球现役油轮船队（万吨以上）共 6,360 艘、5.538 亿载重吨¹，较年初增长 5.7%，其中 VLCC²为 2.14 亿载重吨，同比增长 6.8%。2017 年预计将交付 4,370 万载重吨，占在役总运力的 8%，扣除拆解运力后，年末在役运力将较 2016 年末增长 5% 左右。需求端方面，2016 年全球原油海运量为 19.3 亿吨，同比增长 3.7%；成品油海运量 11.5 亿吨，同比增长 4.1%，总体石油海运量增长 3.9%。整体来看，全球油运需求增幅不及油轮船队运力增幅，供给端过剩情况略有加重。

图 2: 2015-2016 年波罗的海运费指数:原油(BDTI)走势图



资料来源: 同花顺 iFinD

运价方面，随着船队规模加快增长并超过需求增幅，原油轮即期运输市场行情难以保持 2015 年的高位，2016 年前三季度下调幅度显著增大。2016

年初，市场预计因制裁而用于存油的 20 多艘伊朗 VLCC 将逐步回归市场，油轮运价高位回落，波罗的海原油运费指数从最高 1,065 点振动下跌，6 月底之前基本维持在 700 点以上。进入三季度后，在运输需求有限的情况下，下半年巨大的运力交付压力使得原油轮运价持续下探，直至 8 月 12 日触及最低 496 点。9 月开始，随着尼日利亚石油出口的恢复和利比亚石油产量的回升，西非航线运价反弹并拉动综合运价回升，加之冬季货盘和港口拥堵支撑运价持续反弹，波罗的海原油运费指数于 12 月下旬上涨至 945 点，全年平均 726 点，同比下跌 11.4%。此外，2016 年 WS³基准费率较 2015 年水平大幅下调，其中西非至中国宁波航线基本费率下调 28%，在考虑 WS 基准价调整因素后，实际运价下跌幅度更大。

LPG 和 LNG 市场运力供给仍处于严重过剩局面，在海运需求量增长缓慢的情况下，LPG 和 LNG 运价水平仍将在低位徘徊，难以获得显著提升。

LPG⁴方面，目前全国从事外贸航线运输的 LPG 运输船约 21 艘，同比减少 4 艘，总舱容约 8.5 万立方，运力约 4.42 万载重吨，年运输能力约 180 万吨左右。而 2016 年实际完成外贸运量 124 万吨，外贸货源缺口达 56 万吨以上，运力富余 31%，较 2015 年的 41% 缩减 10%，外贸船舶的运力供需矛盾同比有所减缓，但运力供给仍处在严重过剩阶段。在此背景下，船东很难提升运价，LPG 运输船运价全年延续低位震荡。

由于前几年国际 LNG⁵海运需求持续上升，特别是远东地区 LNG 海运需求快速增长，带动国际 LNG 海运价格连续飙升，丰厚的盈利水平对船东具有足够的吸引力，新船订单不断涌入市场。但由于

¹载重吨：指船舶满载排水量减去空船排水量，表示船舶的载运能力。

² 巨型原油船 (VLCC)：造船业一般将油轮按照载重吨分为灵便型 (6 万载重吨以下)、巴拿马型 (Panamax, 6-8 万载重吨)、阿芙拉型 (Aframax, 8-12 万载重吨)、苏伊士型 (Suezmax, 12-20 万载重吨)、巨型原油船 (VLCC, 20-30 万载重吨) 和超巨型原油船 (ULCC, 30 万载重吨以上)。

³《世界油船费率表》(简称 World Scale 或 WS)：当前在国际油船市场上普遍使用的费率表，洽谈油船航次租船运价时，一般都以这一费率表所规定的费率为基础，以指数形式表示商定的增减百分比作为运价。

⁴ 液化石油气 (LPG)：丙烷和丁烷的混合物，通常伴有少量的丙烯和丁烯。一般是提炼原油时生产的副产品，常被用作炊事和汽车燃料。

⁵ 液化天然气 (LNG)：LNG 是在天然气田中自然开采出来的可燃气体，主要由甲烷构成，是一种清洁、高效的能源。

LNG 船建造难度非常大，建造周期一般需要 2~3 年，导致前几年新船下水较少。但从 2014 年下半年开始，新船下水速度明显加快，截至 2016 年底，全球 LNG 船舶数量为 468 艘、3,710 万载重吨。但 2016 年全球 LNG 海运贸易量仅小幅增长，大量新船下水导致国际 LNG 船舶运力供大于求的矛盾持续。由于国际 LNG 船舶租金价格已经处于船东盈亏平衡点附近，向下空间十分有限，2016 年 LNG 运价延续了 2015 年以来的低位震荡走势，总体运价水平与 2015 年下半年持平。

业务运营

公司主要从事中国沿海地区和全球的成品油及原油运输、干散货运输（终止经营）和液化石油气及天然气运输等业务，2016 年油品、干散货和液化气运输收入占营业总收入比重分别为 73.40%、22.00% 和 0.78%。大宗资源商品的航运需求受宏观经济波动影响较大，近年来全球宏观经济复苏乏力，增速不断放缓，对公司业务运营产生一定的不利影响。2016 年公司共完成运输周转量 5,138.90 亿吨海里，同比减少 22.87%，实现营业收入 130.26 亿元，同比下降 26.01%。受到全球油运行业景气度下滑及散货运输业务出让的影响，公司 2016 年业务规模显著下降。

2016 年，公司完成持续经营的运输周转量 3,479.39 亿吨海里，同比减少 4.16%；实现营业收入 96.67 亿元，同比减少 9.81%；完成终止经营业务的运输周转量 1,659.51 亿吨海里，实现营业收入 28.62 亿元。2017 年第一季度，公司实现营业收入 26.65 亿元，同比减少 38.75%。公司经营模式主要为利用自有船舶为货主提供定期租船和航次租船服务，此外也有通过向银行、融资租赁方、其他船东光租和期租船舶后向货主提供定期租船和航次租船服务。

表 2：2016 年公司主营业务分产品情况

单位：万元、%、个百分点

产品	营业收入	收入增速	毛利率	毛利率增减
内贸原油	234,960.69	4.34	44.48	-0.09
内贸成品油	11,394.95	4.10	23.22	13.83
内贸油品船	11,348.72	29.73	28.15	17.13

船租赁				
外贸原油	423,278.46	-18.32	26.11	-2.82
外贸成品油	58,476.52	-49.46	9.00	-24.25
外贸油品船租赁	215,135.52	17.32	37.67	14.91
油品运输合计	954,594.86	-10.13	32.18	0.88
内贸煤炭	55,087.81	-57.97	-0.58	-3.84
内贸铁矿石运输	10,989.32	-26.65	9.11	69.56
内贸其他干散货运输	13,265.82	-49.75	-11.27	1.77
内贸散货船租赁	45,487.74	-51.55	10.86	10.35
外贸煤炭	17,873.94	-29.71	-9.26	-0.32
外贸铁矿石运输	96,575.43	-54.24	23.07	9.51
外贸其他干散货运输	25,738.80	-52.57	-20.74	-14.12
外贸散货船租赁	21,160.22	-62.43	-62.11	-66.26
干散货运输合计	286,179.09	-53.35	2.19	-0.63
内贸 LPG 运输	2,501.45	9.91	16.71	6.68
外贸 LPG 运输	4,062.90	-15.24	37.72	10.54
LPG 运输	6,564.35	-7.14	29.71	8.06
外贸 LNG 运输	3,631.41	--	53.92	--
其他	1,940.50	-25.09	25.72	270.3
主营业务收入合计	1,252,910.22	-25.65	25.37	4.90

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

经济增长放缓与新增油轮的集中交付使得 2016 年全球油运市场景气度下滑，公司当年油运业务收入规模小幅下降，在供给端过剩仍将持续背景下，油运价格水平难以回升，或对公司油运业务发展造成一定不利影响

2016 年，公司完成了重大资产重组，合并大连远洋后油轮船队规模全球排名第一。公司油轮船队覆盖了全球主流的油轮船型，是全球油轮船队中船型最齐全，船龄最年轻的航运公司。截至 2016 年末，公司共拥有油轮 100 艘，1,467 万载重吨，其中 VLCC 运力占比 68.2%，运力结构竞争力较强，平均船龄 7.5 年，整体船龄较低。

表 3：2016 年末公司油品运输船队运力情况

船型	数量 (艘)	载重吨 (万吨)	运力比例 (%)	平均船龄 (年)
灵便型	31	138	9.4	8.4
巴拿马型	23	171	11.7	6.9
阿芙拉型	10	110	7.5	7.2
苏伊士型	3	48	3.3	12.6
VLCC	33	1000	68.2	6.7
合计	100	1,467	100%	7.5

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年，全球油运市场受经济增长放缓和新增运力集中交付等多重不利因素影响，运价整体呈现高位回落走势。公司2016年完成油品周转量3,479.39亿吨海里，同比减少4.16%，实现营业收入95.46亿元，同比减少10.13%。

表4：2016年公司油品运输业务运量情况

单位：万吨、亿吨海里、%

产品	运输量	运输量 增减	运输周转量	运输周 转量增 减
内贸原油	4,826.93	3.16	157.20	0.05
内贸成品油	197.96	5.91	6.54	6.20
外贸原油	4,699.13	6.56	3,112.23	0.01
外贸成品油	657.22	-36.02	203.42	-42.72
油品运输	10,381.24	0.76	3,479.39	-4.16

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

内贸油运方面，公司针对2016年内贸市场明显好于外贸市场的情况，发挥内外贸市场联动优势，将所有内外贸兼营船舶全部投入内贸运输，努力提高经营效果。同时，公司与原有各大客户均续签COA合同⁶，并与山东大型地方炼油企业建立了冬、夏季差异化运价机制，稳定了来自地方炼油企业的货源，2016年公司内贸油运市场份额达到55%，较上年提升1个百分点。2016年公司完成内贸油运周转量163.74亿吨海里，同比增长0.3%，实现运输收入25.77亿元，同比增长5.2%。

外贸油运方面，受全球油运市场景气度下滑影响，2016年公司完成外贸油运周转量3,315.65亿吨海里，同比减少4.37%，实现运输收入69.69亿元，

⁶ 在海运业中，船舶的经营方式分成两种：定期（班轮运输）和不定期（租船）。租船主要分为四种：航次租船、光船租船、期租船和包运租船（COA）。航次租船按照货物重量或体积付租金，期租船按照天数付租金，包运租船则是船东按照合同承诺在指定时期内完成指定货物运输，对船型和航次不作约定。光船租船是将空船租予承租方，属于财产租赁而不是海上运输合同。

同比下降14.73%。公司积极调整增加期租船比例，以锁定收益和减弱市场下滑的影响，2016年末VLCC船型对外期租比例达30%，当年期租收入21.51亿元，同比增加17.32%。同时，公司2016年共完成五家国内主要石油公司进口货源运输4,413万吨，占我国当年油品进口总运量的10.79%，继续发挥“国油国运”的中坚力量，基础货源得到巩固和提升，规避了一定的市场波动。

随着子公司及合营公司的LNG船投入营运，公司LNG业务规模及收益稳步提升，成为新的业绩增长点；但LNG航运市场运力过剩局面短期内难以改善，运价仍将保持低位，公司LNG业务将面临一定经营压力。

2016年，全球LNG价格仍处于低位徘徊，LNG进口成本下降一定程度上利好进口市场。同时，国内天然气需求量提升，LNG进口量呈恢复性增长，2016年我国LNG进口量同比增长32.97%至2,615.40万吨。

公司LNG板块业务目前仍以合营或联营方式为主。由于LNG运输船建造价格高，单家企业运营会带来一定的现金流压力，加之国内对LNG运输船管理尚缺乏经验，国内航运企业大多通过合营或联营方式开展LNG运输业务。2016年，公司合营方中国液化天然气运输(控股)有限公司共有6艘船舶在营运，实现运输周转量187亿吨海里，实现收入10.41亿元，净利润2.16亿元，公司对其确认投资收益1.08亿元；另外，子公司中国东方液化天然气运输投资有限公司和中国北方液化天然气运输投资有限公司分别确认了其各自投资的合营联营公司投资收益约1,159万元和1,982万元。

公司自营LNG运输业务主体为上海中远海运液化天然气投资有限公司，其于2016年10月新投入运营1艘自有17万立方米LNG船，2016年实现收入3,631万元。

LPG运输业务方面，截至2016年末公司拥有LPG轮4艘，1万载重吨，平均船龄达10.9年，公司近年来LPG运输业务整体运营稳定，2016年实现营业收入0.66亿元，同比小幅下降7.14%。

投资计划方面，2017年公司预计新增油轮13

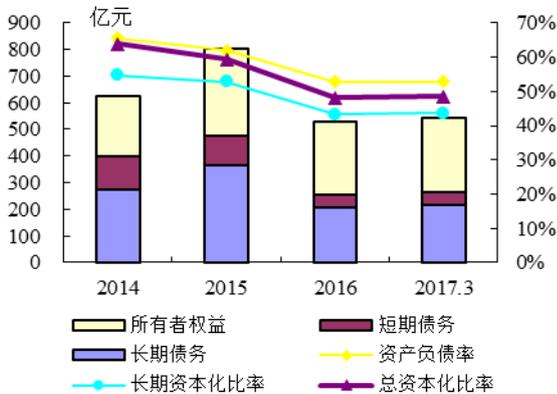
艘，236 万载重吨，油轮船队大型化、年轻化及远程化程度有望进一步提升，另有将于 2018 年起陆续交付的在建油轮 8 艘，共 154.5 万载重吨。截至 2016 年末公司在建船舶 26 艘，预计投资总额 218.80 亿元，未来两年内仍需投资 95.89 亿元，面临一定的资本支出压力。同时，在油运和 LNG 运输未来运力均将持续过剩的背景下，公司新增运力的产能利用面临一定的不确定性，中诚信证评对公司未来业务运营情况予以关注。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年财务报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表。根据《资产购买及出售协议》约定，公司 2014 年度财务数据未进行追溯调整，而 2015 年度和 2016 年度的财务数据已进行追溯调整，下列分析基于以上调整后的财务数据。

资本结构

图 5：2014-2017.Q1 年公司资本结构分析



资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

2016 年公司出让子公司中海散运并偿还了部分借款，使得公司资产规模降低，截至 2016 年末，公司资产总额 580.22 亿元，同比减少 32.20%。本期收购子公司大连远洋属于同一控制企业合并，交易对价冲减股本溢价后，公司资本公积减少 66.31 亿元，同比下降 46.61%，期末余额降至 75.95 亿元。截至 2016 年末，公司所有者权益合计 274.23 亿元，同比减少 15.80%。截至 2017 年 3 月末，公司资产总额和所有者权益分别为 592.67 亿元和 279.56 亿

元，较上年末分别增长 2.15% 和 1.94%。

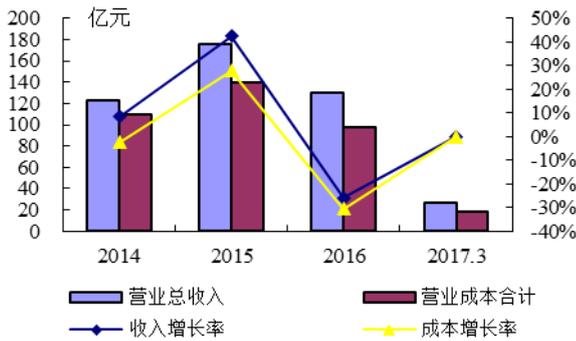
资产方面，公司资产主要为非流动资产，2016 年末非流动资产合计 490.47 亿元，同比减少 34.84%，占总资产比重为 84.53%。其中主要包括固定资产 329.29 亿元、在建工程 89.19 亿元和长期股权投资 41.64 亿元。由于中海散运的出让，公司固定资产和长期股权投资规模均大幅下降，较上年分别减少 40.66% 和 49.39%，其中年末长期股权投资对象主要包括中国液化天然气运输（控股）有限公司（17.57 亿元）和上海北海船务股份有限公司（17.70 亿元），当年获得投资收益 3.77 亿元，较上年减少 14.15%；而新船舶的不断投资建造带动在建工程同比增长 17.23%。公司流动资产主要包括货币资金、应收账款和存货。其中货币资金 63.89 亿元，较上年增长 30.14%；应收账款 11.32 亿元，同比下降 51.21%；存货 4.51 亿元，同比减少 36.87%。公司出让中海散运使得当年应收账款和存货规模下降；而得益于回收与中海散运的往来款，公司货币资金显著增长。

负债方面，2016 年公司出让子公司中海散运时共剥离短期借款、长期借款和一年内到期非流动负债合计 119.87 亿元，剥离中海散运预收款项 2.19 亿元、应付利息 1.19 亿元和应付融资租赁款 3.54 亿元，当年末负债总额相应同比大幅减少 42.28%。公司当年资产负债率下降 9.21 个百分点至 52.74%，截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率继续下降至 52.83%，负债水平适中。

债务结构方面，2014~2016 年末以及 2017 年 3 月末公司总债务分别为 398.76 亿元、475.07 亿元、254.91 亿元和 262.48 亿元，同期长短期债务比分别为 0.46 倍、0.31 倍、0.22 倍和 0.21 倍，公司在资产重组中收回了与中海散运的往来款，现金较为充裕，提前偿还了部分成本较高的短期借款，债务期限结构得以优化。

盈利能力

图 6：2014-2017.Q1 年公司收入成本分析



资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

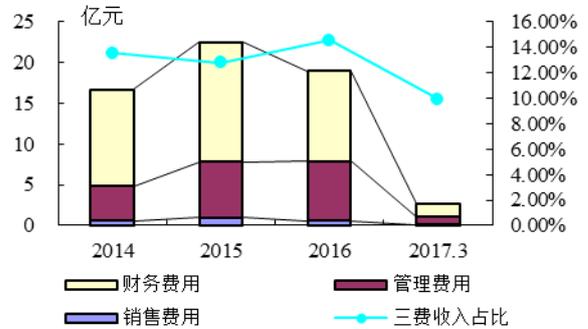
2016 年油运市场景气度下滑，当年公司油品运输业务规模小幅下降，实现营业收入 95.46 亿元，同比下降 10.13%；公司于 2016 年 6 月 30 日完成整项出售干散货运输业务的交易，全年散货运输业务实现营业收入 28.62 亿元，同比减少 53.35%。当年公司共实现营业收入 130.06 亿元，同比减少 26.01%。2017 年一季度，公司实现营业收入 26.65 亿元，较上年同期下降 38.75%。

成本方面，公司持续经营业务的成本主要包括燃油费、折旧费、船舶租赁费、港口费和船员费等，其中折旧费和燃油费是公司主要的成本支出项。随着新增运力的不断投入，2016 年公司持续经营业务产生的折旧费 16.15 亿元，较上年增加 2.43 亿元，占持续经营业务成本的 24.66%。受益于近三年国际油价下滑，加之公司采取经济航速、集中采购、锁定燃油成本以及各项节能措施，2014~2016 年，燃油费占公司业务成本的比例分别为 41.6%、26.63% 和 21.30%，呈逐年下降趋势。2016 年公司持续经营业务的燃油消耗量为 79.34 万吨，同比减少 0.50%，平均燃油单耗由上年的 2.39 公斤/千吨海里降至 2.28 公斤/千吨海里，持续经营业务的燃油成本为 13.96 亿元，同比下降 29.57%。此外，2016 年公司发生船舶租费 9.95 亿元，较上年减少 3.00 亿元，公司 2015 年处置 40 艘船舶后，运力缺口部分通过租入船舶的形式补充，2015 年至 2016 年公司陆续完成了船舶建造，运力增加，且散货业务出让，租赁船舶的需求降低，使得船舶租赁费用显著减少。

出让毛利率较低的干散货运输业务后，公司整体毛利率水平上升，2016 年和 2017 年一季度毛利率分别为 25.02% 和 31.37%。但国际油运市场景气

度步入下行区间，未来运力过剩的局面或将持续，运价或保持低位运行，从而影响公司毛利率水平。中诚信证评对于未来较低的运价水平对公司初始获利造成的不利影响予以关注。

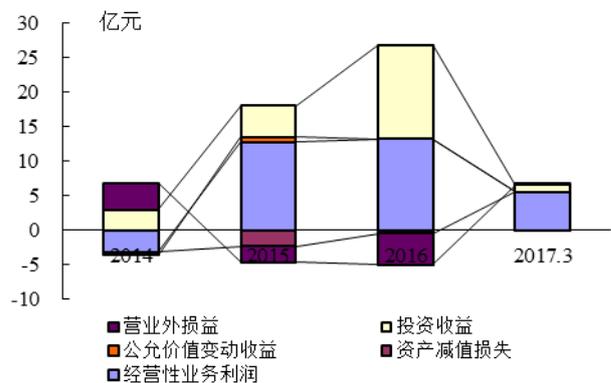
图 7: 2014-2017.Q1 年公司期间费用分析



资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

期间费用方面，出让散运业务后公司相关期间费用减少，2016 年三费合计 18.94 亿元，同比下降 15.71%。其中销售费用和管理费用分别为 0.57 亿元和 7.32 亿元，主要包括职工薪酬、租赁费、聘请中介机构费用和折旧、摊销费用等；公司当年出让中海散运剥离有息债务共 119.87 亿元，加之偿还了部分借款，有息债务规模减少，财务费用同比下降 24.79% 至 11.04 亿元。当年公司三费收入占比为 14.56%，同比上升 1.78 个百分点。2017 年一季度公司三费合计 2.64 亿元，占营收比重为 9.91%，期间费用支出规模较大，控制能力有待加强。

图 8: 2014-2017.Q1 年公司利润总额分析



资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

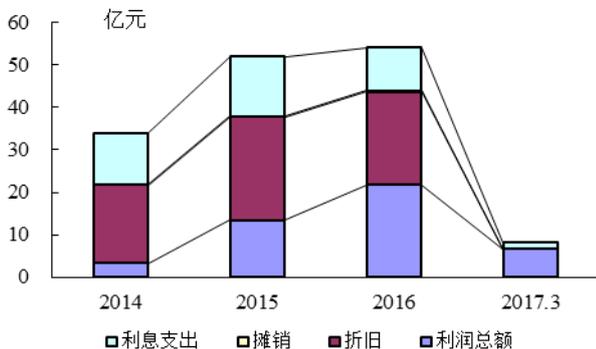
利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。油运市场的回落使得公司 2016 年油运业务收入减少，但受益于成本控制措施有效实施，加之出让中海散运减少了经营亏损，公司当年取得经营性业务利润 13.19

亿元，同比增长 3.07%。2016 年公司发生营业外净损失 4.61 亿元，主要由于船舶处置损失(3.18 亿元)。此外，公司当年获得投资收益 13.57 亿元，较上年增加 9.00 亿元，主要包括长期股权投资取得的投资收益 3.77 亿元和处置中海散运产生的投资收益 9.67 亿元，当年投资收益的增加来源于资产处置，不具备可持续性。综上，2016 年公司取得利润总额 21.76 亿元，最终实现净利润 19.55 亿元，同比增长 58.90%，盈利能力较强。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成。2016 年，公司利润总额同比大幅上升，而利息支出则显著减少，全年 EBITDA 为 54.19 亿元，同比增长 4.06%；EBITDA 利息倍数和总债务/EBITDA 分别为 4.36 倍和 4.70 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度逐年提升。

图 9：2014~2017.Q1 年公司 EBITDA 分析



资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016 年公司油运业务初始获利水平保持稳定，加之与干散货资产结清往来款收到大量现金，经营活动产生的现金流量净额较上年大幅增长 58.16%至 121.58 亿元；2016 年，公司经营净现金流/总债务和经营净现金利息倍数分别为 0.48 倍和 9.79 倍，公司经营现金流对债务及利息的保障能力显著提升。

财务弹性方面，截至 2016 年末，公司融资渠道较为畅通，获得商业银行授信约 240 亿元，已使用约 215 亿元，尚未使用额度约 25 亿元，备用流动性额度较少。受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限资产账面价值共计 177.43 亿元，占期末净资产的 64.70%，其中包括固定资产 111.51 亿元和

在建工程 65.68 亿元，主要用于向金融机构抵押借款，受限资产规模及占比较大。但公司作为 A+H 股上市公司，融资渠道多元化程度高，仍具备较好的财务弹性。

对外担保方面，截至 2016 年末，公司对外担保余额（不包括对子公司的担保）合计 5.05 亿美元（约合 35.02 亿元），担保比率为 12.77%，公司存在一定的或有负债风险。

整体来看，受全球油运市场回落和出让中海散运的影响，2016 年公司收入规模有所减少，但在完成重组后，公司财务杠杆比率有所降低，债务结构有所优化，并成为全球油轮船队规模最大的航运企业，经营效率及盈利能力等方面得到提升，整体偿债能力极强。

担保实力

中国海运（集团）总公司为本债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国海运成立于 1997 年 7 月 1 日，系中央直接领导和管理的国有骨干企业之一，是以航运为主业的跨国经营、跨行业、跨地区、跨所有制的特大型综合性企业集团。

2016 年，中国海运实施了重大资产重组。根据国务院国资委《关于中国远洋运输（集团）总公司与中国海运（集团）总公司重组的通知》（国资发改革[2015]165 号）批复，2016 年 5 月 3 日国务院国资委以无偿划转方式将中远集团和中国海运整体划入中远海运集团。中国海运方面涉及的重组交易包括子公司中海集装箱运输股份有限公司（以下简称“中海集运”）通过将集装箱船舶和集装箱出租予中远集团，同时出售中海集运配套业务和中海港口发展有限公司股权，收购中远集团和中国海运租赁类、金融类资产及股权，成为以租赁业务为核心的综合航运金融服务平台；子公司中海发展股份有限公司通过收购大连远洋，出售中海散运及其他散货资产，成为专注于油品运输业务、LNG 运输业务的油气运输上市平台。重大资产重组完成后，中海集运更名为中远海运发展股份有限公司（以下简称“中远海发”），中海发展股份有限公司更名为中远海能。中国海运和中远集团各板块业务资源得以整

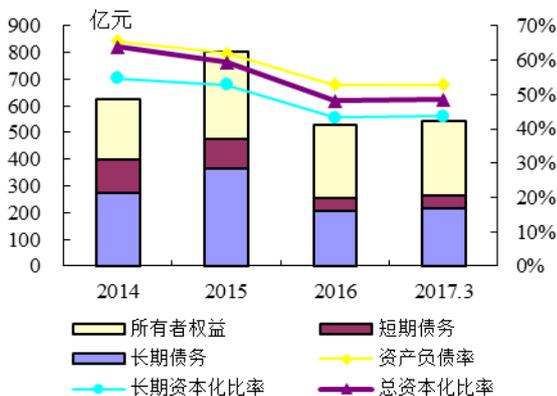
合，专业运营能力有所增强。

上述重组完成后，中国海运成为中远海运集团的全资子公司，管理职能由中远海运集团统一行使，日常业务运营全部由中远海运集团开展。

中国海运口径内业务主要包括中远海发的金融租赁类业务、公司的能源运输业务和其他子公司开展的船舶修造、贸易代理等业务。2016年中国海运出让集装箱运输和干散货运输业务使得收入规模显著下降，全年实现营业收入550.38亿元，同比下降31.15%；主要包括航运业务收入234.40亿元，船舶修造业务收入68.69亿元，贸易供应业务收入68.73亿元，物流业务收入28.66亿元和其他业务收入137.26亿元。中国海运集装箱运输和干散货运输业务2015年分别亏损29.49亿元和14.71亿元，而重组置入的各项金融租赁类资产均处于盈利，能源运输资产2015年亦盈利8.08亿元。随着重组交易完成，中国海运盈利情况大幅好转，2016年实现净利润57.73亿元，较上年增加54.83亿元。

资产结构方面，随着资产重组的完成，2016年末中国海运资产合计2,620.02亿元，同比增长12.85%；由于负债率较高的金融和租赁类资产置入中海集运，中国海运债务规模大幅增长，2016年末总债务1,440.31亿元，同比上升40.22%；长短期债务比下降至0.47倍，债务结构有所优化。财务杠杆比率方面，截至2016年末，中国海运资产负债率72.12%，较上年增加11.15个百分点；总资本化比率为66.35%，同比上升13.22个百分点，财务杠杆水平较高。

图 10: 2014~2017.Q1 中国海运资本结构分析



资料来源：中国海运年度报告，中诚信证评整理

盈利方面，下半年完成业务出售后，中国海运

初始获利水平大幅上升，2016年综合毛利率为11.28%，较上年增加5.38个百分点。2017年一季度，中国海运综合毛利率继续上升至18.40%，初始获利水平持续增强。2016年及2017年一季度，中国海运三费支出分别为79.70亿元和19.54亿元，占收入的比例分别为14.48%和16.51%，期间费用控制能力弱，吞噬了大部分的经营所得。2016年，中国海运实现利润总额87.98亿元，最终取得净利润57.73亿元，分别较上年增长467.28%和1,889.54%，盈利能力大幅增强。

偿债能力方面，2016年中国海运经营活动净现金流和EBITDA分别为114.59亿元和154.41亿元，同比分别增长111.40%和32.50%；当期EBITDA利息倍数较上年提升22.87倍至26.43倍。整体看，中国海运获现能力改善，2016年经营活动净现金流及EBITDA对债务本息的保障能力有所增强。

表 5: 2014~2017.Q1 中国海运主要偿债能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务 (亿元)	931.32	1,027.17	1,440.31	1,475.69
EBITDA (亿元)	110.48	116.54	154.41	-
资产负债率 (%)	58.91	60.97	72.12	71.03
总资本化比率 (%)	51.84	53.13	66.35	65.98
经营活动净现金流 (亿元)	61.51	54.20	114.59	0.22
EBITDA 利息倍数 (X)	3.78	3.56	26.43	-
总债务/EBITDA (X)	8.43	8.81	9.33	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.07	0.05	0.08	-
经营净现金流利息倍数 (X)	2.10	1.65	19.61	-

资料来源：中国海运年度报告，中诚信证评整理

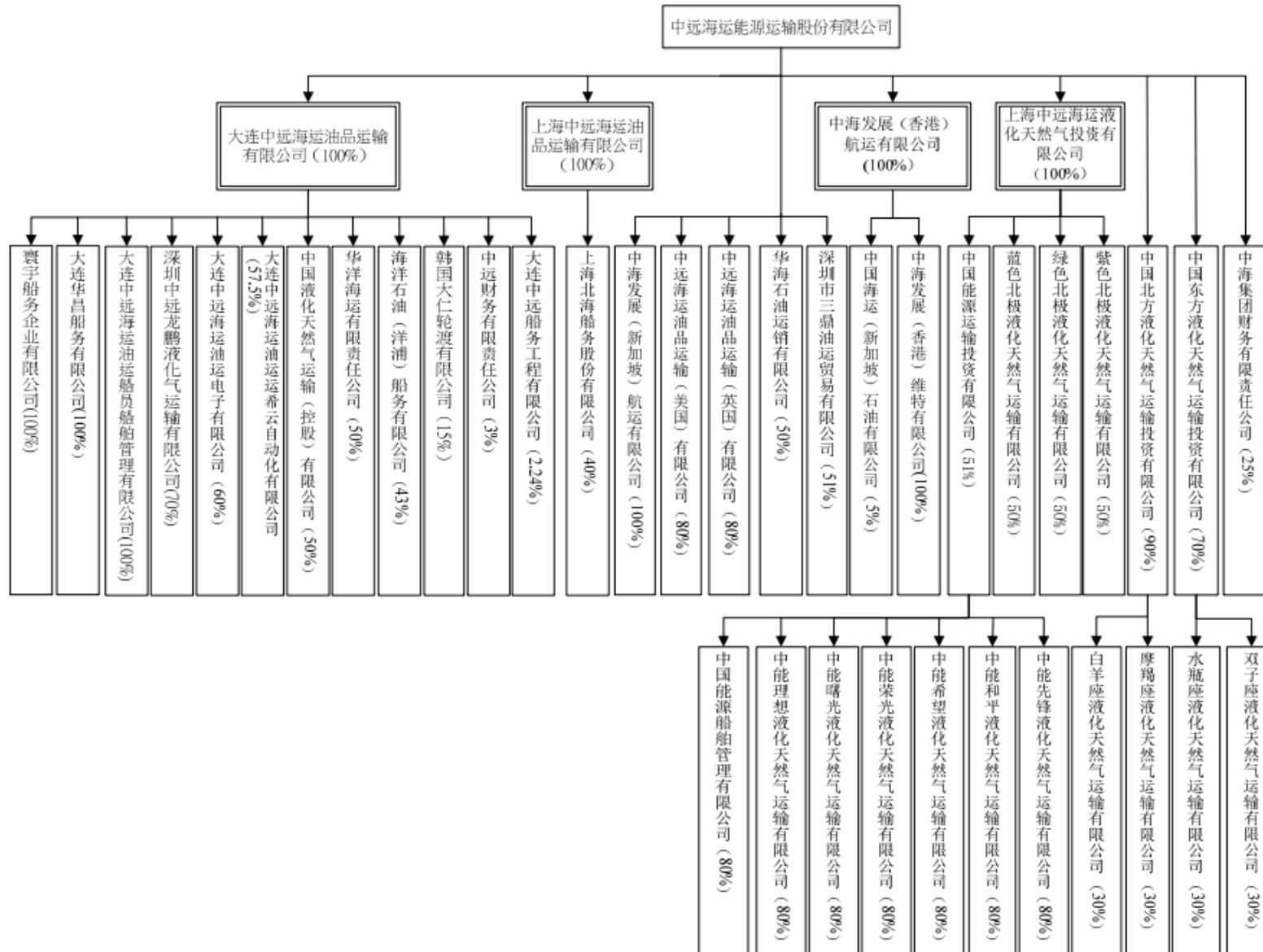
或有负债方面，截至2016年末，中国海运对外担保（不包括对子公司的担保）余额23.82亿元，主要为LNG项目联营企业提供造船和租船合同履约担保，担保比率为3.26%，或有负债风险较小。

总体来看，重组后中国海运依托全球第一大航运企业中远海运集团，在相关业务领域具有显著优势，经营获利水平持续增强，经营性现金流表现大幅改善，资产质量较好，信用风险极低。中诚信证评认为中国海运提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供强有力的保障。

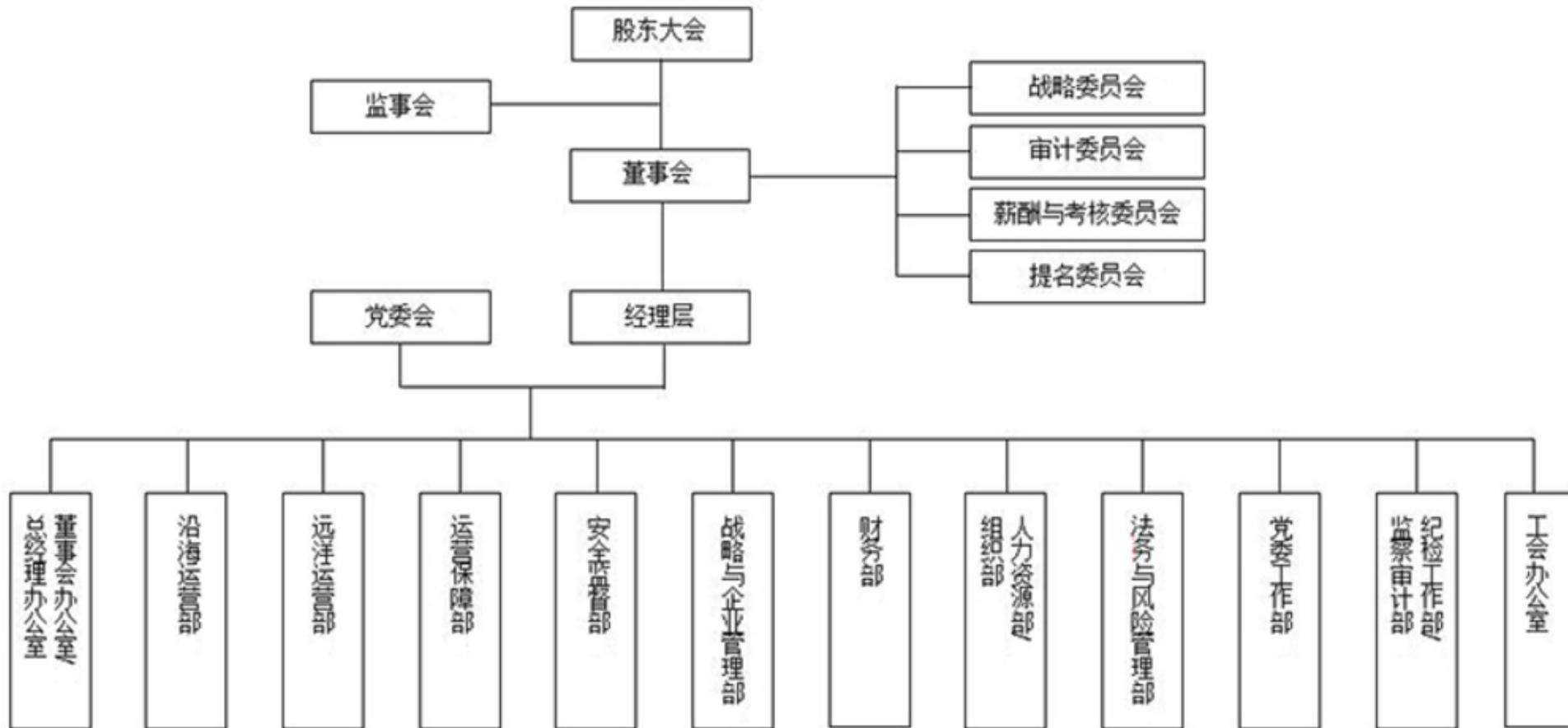
结 论

综上，中诚信证评维持中远海运能源运输股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

附一：中远海运能源运输股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：中远海运能源运输股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：中远海运能源运输股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	306,114.03	490,897.79	638,871.76	639,836.19
应收账款净额	150,763.32	232,100.67	113,238.21	127,143.74
存货净额	83,530.36	71,508.57	45,140.18	53,962.30
流动资产	645,537.29	1,030,245.54	897,446.11	932,236.43
长期投资	653,762.35	835,412.54	444,411.12	468,882.23
固定资产	4,536,496.58	5,549,436.60	3,292,854.12	3,432,512.49
在建工程	513,941.30	760,708.65	891,782.51	796,710.25
无形资产	1,615.89	10,881.00	8,661.01	8,448.18
总资产	6,575,040.16	8,557,979.77	5,802,182.32	5,926,654.01
短期债务	1,247,516.60	1,111,683.73	462,688.47	451,524.38
长期债务	2,740,046.68	3,639,041.04	2,086,385.45	2,173,233.57
总债务	3,987,563.28	4,750,724.77	2,549,073.92	2,624,757.95
总负债	4,310,267.17	5,300,970.84	3,059,874.10	3,131,078.33
所有者权益合计	2,264,772.99	3,257,008.93	2,742,308.22	2,795,575.67
营业总收入	1,233,382.04	1,757,753.50	1,300,556.63	266,473.23
三费前利润	135,791.16	352,667.81	321,290.04	82,287.94
投资收益	29,754.33	45,716.50	135,733.17	9,593.48
净利润	40,337.98	123,042.66	195,512.37	59,491.39
EBITDA	339,375.54	520,737.39	541,856.40	81,514.03
经营活动产生现金净流量	328,665.00	768,706.43	1,215,767.24	77,924.29
投资活动产生现金净流量	-921,427.97	-379,417.14	513,299.01	-95,899.73
筹资活动产生现金净流量	644,420.73	-367,515.60	-1,588,287.41	20,421.84
现金及现金等价物净增加额	53,003.61	41,615.50	150,133.66	964.43
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	11.08	20.24	25.02	31.37
所有者权益收益率（%）	1.78	3.78	7.13	8.51*
EBITDA/营业总收入（%）	27.52	29.63	41.66	-
速动比率（X）	0.41	0.69	1.17	1.25
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	0.16	0.48	0.48*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.26	0.69	2.63	2.76*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.30	4.79	9.79	4.97
EBITDA 利息倍数（X）	2.38	3.25	4.36	-
总债务/EBITDA（X）	11.75	9.12	4.70	-
资产负债率（%）	65.55	61.94	52.74	52.83
总资本化比率（%）	63.78	59.33	48.17	48.42
长期资本化比率（%）	54.75	52.77	43.21	43.74

注：1、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；

2、2017年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：中国海运（集团）总公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	1,922,143.91	2,082,956.64	2,597,379.51	2,377,697.32
应收账款净额	798,554.95	731,021.97	599,196.38	580,183.59
存货净额	673,518.12	710,197.52	786,732.81	769,489.26
流动资产	4,115,140.50	4,944,154.76	5,958,878.94	5,566,809.88
长期投资	4,113,796.57	4,491,510.88	6,550,182.74	7,223,600.86
固定资产	11,447,598.89	11,576,226.07	10,423,021.15	10,159,670.33
在建工程	758,811.70	1,050,057.02	1,179,395.77	1,032,968.46
无形资产	120,043.60	144,406.43	160,049.20	155,677.89
总资产	21,058,504.54	23,215,879.66	26,200,218.24	26,262,603.01
短期债务	2,748,037.60	3,504,214.86	4,591,535.05	3,820,139.95
长期债务	6,565,135.15	6,767,506.06	9,811,588.11	10,936,779.36
总债务	9,313,172.76	10,271,720.92	14,403,123.16	14,756,919.31
总负债	12,405,268.00	14,155,524.51	18,896,069.95	18,653,329.36
所有者权益（含少数股东权益）	8,653,236.54	9,060,355.15	7,304,148.29	7,609,273.65
营业总收入	8,306,535.69	7,994,055.81	5,503,839.49	1,183,260.01
三费前利润	579,748.67	463,953.10	623,175.64	218,609.26
投资收益	304,453.51	617,111.84	1,609,921.77	149,763.25
净利润	127,050.87	29,018.15	577,326.95	250,475.29
EBITDA	1,104,765.98	1,165,364.53	1,544,146.05	-
经营活动产生现金净流量	615,077.18	542,036.43	1,145,850.50	2,181.99
投资活动产生现金净流量	-2,063,851.79	-1,253,911.41	-1,254,354.13	-418,820.85
筹资活动产生现金净流量	1,370,573.84	943,058.61	156,705.55	303,104.02
现金及现金等价物净增加额	-76,898.24	291,921.95	129,386.05	-119,447.03
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	7.11	5.90	11.28	18.40
所有者权益收益率（%）	1.47	0.32	7.90	13.17*
EBITDA/营业总收入（%）	13.30	14.58	28.06	-
速动比率（X）	0.66	0.64	0.65	0.73
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	0.05	0.08	0.00*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.22	0.15	0.25	0.01*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.10	1.65	19.61	0.02
EBITDA 利息倍数（X）	3.78	3.56	26.43	-
总债务/EBITDA（X）	8.43	8.81	9.33	-
资产负债率（%）	58.91	60.97	72.12	71.03
总资本化比率（%）	51.84	53.13	66.35	65.98
长期资本化比率（%）	43.14	42.76	57.32	58.97

注：1、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；

2、2017年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：基本财务指标的计算公式

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

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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。