

信用评级公告

联合〔2022〕7077号

联合资信评估股份有限公司通过对“中远海运租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“中远海运租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”项下“20 中远海运 ABN001 优先 A2”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十六日

中远海运租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

票据简称	金额（亿元）		占比（%）		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
20中远海运 ABN001优先A1	--	0.73	--	14.97	--	AAA _{sf}
20中远海运 ABN001优先A2	0.45	3.15	29.25	64.94	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20中远海运 ABN001次	0.56	0.56	36.17	11.55	NR	NR
票据合计	1.01	4.44	65.42	91.46	--	--
超额抵押	0.54	0.41	34.58	8.54	--	--
合计	1.55	4.85	100.00	100.00	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR-未予评级

跟踪评级相关信息

初始起算日：2020 年 2 月 1 日

信托设立日：2020 年 9 月 7 日

票据法定到期日：2027 年 1 月 20 日

跟踪期间：2021 年 5 月 20 日 - 2022 年 5 月 19 日

本次基础资产跟踪基准日：2022 年 4 月 30 日

票据跟踪基准日：2021 年 5 月 19 日

上次评级日期：2021 年 7 月 29 日

跟踪评级日期：2022 年 7 月 26 日

分析师

聂中一 张 玥

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“中远海运租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”（以下简称“票据”）进行了持续的跟踪，对基础资产的信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履约状况等多方因素进行了持续的关注，并结合上述要素对票据进行了组合资产信用风险测试、关键借款人违约压力测试和现金流分析及压力测试。

截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产未出现违约情况，剩余期限有所缩短（加权平均剩余期限由20.60个月缩短至15.76个月）。但由于部分入池资产结清导致资产池集中度有所上升，（未偿本金余额占比前五大的借款人合计未偿本金由上次跟踪评级的24.38%上升至32.80%）、基础资产信用水平略有降低（加权平均信用等级由BB_s⁺/BB_s下降为BB_s/BB_s⁻）。组合资产信用风险模型结果显示，资产池整体质量与上次跟踪评级相比略有下降。

交易结构方面，由于部分优先级票据的兑付和超额抵押的形成，剩余“20中远海运ABN001优先A2”所获得的信用支持大幅提升。从量化测试的结果看，在不考虑外部增信的前提下，优先级票据的测试结果可以维持AAA_{sf}，并且风险承受能力已经明显高于AAA_{sf}信用等级的最低要求。在此基础上，中远海运发展股份有限公司（以下简称“中远海发”，主体信用等级AAA）提供的流动性支持对剩余优先级票据提供了额外的信用支持。

综合考虑上述因素，联合资信确定维持“中远海运租赁有限公司2020年度第一期资产支持票据”项下的“20中远海运ABN001优先A2”的信用等级为AAA_{sf}。

优势

1. 跟踪期内资产表现良好。跟踪期间，资

流动性支持机构主要财务数据:

中远海运发展股份有限公司（合并口径）			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	106.64	136.79	190.93
资产总额(亿元)	1444.94	1460.39	1326.16
所有者权益(亿元)	242.08	243.70	326.89
短期债务(亿元)	495.68	587.88	460.34
长期债务(亿元)	631.25	538.15	453.45
全部债务(亿元)	1126.93	1126.04	913.80
营业总收入(亿元)	142.29	189.83	371.68
利润总额(亿元)	19.43	24.49	79.16
EBITDA(亿元)	85.75	80.27	117.55
经营性净现金流(亿元)	85.66	98.94	145.78
现金收入比(%)	121.89	106.94	113.81
营业利润率(%)	25.19	24.88	28.77
净资产收益率(%)	7.20	8.74	18.63
资产负债率(%)	83.25	83.31	75.35
全部债务资本化比率(%)	82.32	82.21	73.65
流动比率(%)	54.91	57.25	62.30
速动比率(%)	53.29	55.77	49.49
经营现金流动负债比(%)	15.79	15.26	27.06
现金短期债务比(倍)	0.22	0.23	0.41
EBITDA 利息倍数(倍)	2.50	3.72	7.06
全部债务/EBITDA(倍)	13.14	14.03	7.77

注：将 2020 年底其他流动负债中的超短期融资券调至短期债务
 资料来源：联合资信根据中远海发审计报告及提供资料整理

产池无逾期、违约及损失的情况。基础资产信用水平有所降低，基础资产剩余期限由 20.60 个月缩短至 15.76 个月。总体看，跟踪期内资产表现良好。

2. 优先级票据获得的信用支持大幅提升。

截至票据跟踪基准日，在考虑超额抵押的情况下，“20 中远海运 ABN001 优先 A2”可获得 70.75% 的信用支持，较上次跟踪评级时增加了 50.66 个百分点。

3. 流动性支持机构股东背景雄厚，行业地位突出。中远海发间接控股股东中远海运集团作为国务院国资委直属子公司，是全球最大的航运企业之一，在市场地位、经营规模以及股东背景等方面具有显著优势，跟踪期内中远海发在业务合作方面继续获得股东支持。中远海发在集装箱航运市场深耕多年，在国际、国内市场均具有突出的品牌优势；集装箱保有量居世界第三位，船舶租赁业务及集装箱制造规模居于世界前列。

4. 中远海发长期股权投资资产质量较好。中远海发持有渤海银行和光大银行等优质股权资产，跟踪内为中远海发带来相对稳定的投资收益。

关注

1. 本交易集中度较上次跟踪评级有所上升。

截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产未偿本金余额占比前五大的借款人合计未偿本金占比较上次跟踪评级上升 8.42 个百分点，集中度较上次跟踪评级有所上升。

2. 中远海发整体债务负担重，存在短期偿付压力。2021 年底，中远海发资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.35% 和 73.65%，现金短期债务比为 0.41 倍。

3. 可能存在模型风险。影响基础资产违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定的模型风险。

4. 外部经济环境不确定性风险。目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济

逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信的压力测试标准已经涵盖了上述系统性影响。

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

一、票据兑付情况

截至票据跟踪基准日，未触发加速清偿事件、权利完善事件、违约事件。

截至本次票据跟踪基准日（2022 年 5 月 19

日），累计进行了 4 次收益分配。截至票据跟踪基准日的票据收益分配情况、票据存续规模相关基本要素如下表所示：

表1 截至票据跟踪基准日票据收益分配情况（单位：万元）

分配时间	20 中远海运 ABN001 优先 A1		20 中远海运 ABN001 优先 A2		20 中远海运 ABN001 次	
	本金	利息	本金	利息	本金	利息
2021/08/17	7263.15	58.44	3121.65	284.19	0.00	0.00
2021/11/16	0.00	0.00	10662.75	261.78	0.00	0.00
2022/02/22	0.00	0.00	7399.35	175.99	0.00	0.00
2022/05/19	0.00	0.00	5786.55	89.94	0.00	0.00
合 计	7263.15	58.44	26970.30	811.90	0.00	0.00

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

表2 截至票据跟踪基准日票据存续规模相关基本要素（单位：万元、%）

票据简称	存续规模		占比		当前利率	预期到期日	兑付情况
	本次跟踪	上次跟踪	本次跟踪	上次跟踪			
20 中远海运 ABN001 优先 A1	--	7263.15	--	14.97	--	--	正常
20 中远海运 ABN001 优先 A2	4529.70	31500.00	29.25	64.94	3.70	2022/11/20	正常
20 中远海运 ABN001 次	5600.00	5600.00	36.17	11.55	--	2025/01/20	正常
票据合计	10129.70	44363.15	65.42	91.46	--	--	--
超额抵押	5354.14	4139.83	34.58	8.54	--	--	--
合 计	15483.84	48502.98	100.00	100.00	--	--	--

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

截至基础资产跟踪基准日（2022 年 4 月 30 日），资产池剩余未偿本金余额 15470.37 万元，信托账户余额 13.47 万元，对剩余票据本金形成 34.58% 的超额抵押。考虑超额抵押后，“20 中远海运 ABN001 优先 A2” 可获得的信用支持为

70.75%，较上次跟踪评级提升了 50.66 个百分点。

截至票据跟踪基准日，票据尚未发生违反合同约定的损害基础资产及其收益的情况，未触发加速清偿事件、违约事件、权利完善事件。

二、参与机构表现

跟踪期内，本交易主要参与机构未发生替换，履职情况稳定。

跟踪期内，本交易资产服务机构中远海运租赁有限公司更名为海发宝诚融资租赁有限公

司，更名事宜未对其履职能力产生影响，履职情况稳定。其余相关机构（受托人、资金保管机构）未发生变化，履职情况稳定。

三、流动性支持机构分析（具体分析详见附件 1）

本交易的流动性支持机构是中远海运发展股份有限公司（以下简称“中远海发”），跟踪期内仍保持极强的流动性支持能力。联合资信确定维持其主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

2021 年，中远海发完成发行股份购买资产并募集配套资金，注册资本由 116.08 亿元变更为 135.86 亿元（尚未完成工商变更登记），总股本由 116.08 亿股变更为 135.86 亿股。

截至 2021 年底，中远海发注册资本为 135.86 亿元（尚未完成工商变更登记），中国海运集团有限公司（以下简称“中国海运”）直接和间接合计持有中远海发 45.46% 的股份，为中远海发直接控股股东，中国远洋海运集团有限公司（以下简称“中远海运集团”）为中远海发间接控股股东，中远海发实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

中远海发主营业务为船舶租赁、集装箱租赁和集装箱制造。截至 2021 年底，中远海发本部内设证券和公共关系部、战略发展部、资金管理部、法务与风险管理部等职能部门；拥有合并范围内子公司 139 家。

2021 年底，中远海发资产总额 1326.16 亿元，所有者权益 326.89 亿元；2021 年，中远海

发实现营业收入 371.68 亿元，利润总额 79.16 亿元。

中远海发注册地址：中国（上海）自由贸易试验区国贸大厦 A-538 室；法定代表人：王英雄。

优势

1. 获得股东支持。中远海发间接控股股东中远海运集团作为国务院国资委直属子公司，是全球最大的航运企业之一，在市场地位、经营规模以及股东背景等方面具有显著优势，跟踪期内中远海发在业务合作方面继续获得股东支持。另外，2021 年中远海发通过向股东定向增发带动股本和资本公积增加，资本实力进一步增强。

2. 行业地位突出。中远海发在集装箱航运市场深耕多年，在国际、国内市场均具有突出的品牌优势；集装箱保有量居世界第三位，船舶租赁业务及集装箱制造规模居于世界前列。

3. 长期股权投资资产质量较好。中远海发持有渤海银行和光大银行等优质股权资产，跟踪内为中远海发带来相对稳定的投资收益。

关注

1. 整体债务负担重，存在短期偿付压力。2021 年底，中远海发资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.35% 和 73.65%，现金短期债务比为 0.41 倍。

四、基础资产分析

跟踪期内，资产池整体质量与上次跟踪评级略有下降。

1. 基础资产概况

截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产未偿本金余额 15470.37 万元。跟踪期内，资产池未出现逾期、早偿、违约及损失情况。相比于上

次跟踪评级，合同笔数减少 16 笔，单笔最大未偿本金余额下降至 1239.58 万元，基础资产加权平均合同剩余期限缩短至 15.76 个月，加权平均贷款利率小幅上升至 6.66%；基础资产加权平均影子级别由上次跟踪评级时的 BB_s^+/BB_s 下降为 BB_s/BB_s^- ，基础资产对比情况见下表：

表 3 基础资产概况

项目	本次跟踪	上次跟踪
基础资产合同未偿本金余额（万元）	15470.37	48493.11
借款人户数（户）	36	51
贷款笔数（笔）	38	54
单笔贷款最大未偿本金余额（万元）	1239.58	2812.50
加权平均贷款利率（%）	6.66	6.25
加权平均剩余期限（月）	15.76	20.60
单笔贷款最长剩余期限（月）	31.82	43.82
单笔贷款最短剩余期限（月）	0.2	2.93
基础资产加权平均影子级别	BB _s /BB _s ⁻	BB _s ⁺ /BB _s

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

2. 借款人地区分布

从地区分布来看，截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产主要分布在广东省，占比为

19.93%，集中度较低。联合资信对区域集中度进行量化分析时加以了考虑，评级结果已反映上述风险。

表 4 基础资产前五大地区分布（单位：笔、万元、%）

地区	本次跟踪			上次跟踪		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
广东	6	3083.15	19.93	8	9622.42	19.84
河南	4	2062.49	13.33	4	4197.88	8.66
云南	4	1478.49	9.56	5	3735.51	7.70
辽宁	3	1309.32	8.46	3	3915.70	8.07
山东	3	1267.67	8.19	9	8194.68	16.90
合计	20	9201.13	66.90	29	29666.20	61.18

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

3. 借款人行业分布

从借款人的行业分布来看，截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产主要集中在卫生业、印刷和记录媒介复制业和汽车制造业，未偿本金余

额 10863.47 万元，占比 70.22%，行业集中度很高。针对行业集中度高的情况，联合资信在对信用损失分布的整体形态进行分析研究时加以了考虑，评级结果已反映上述风险。

表 5 基础资产行业分布（单位：笔、万元、%）

行业分类	本次跟踪			上次跟踪		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
卫生	14	7695.75	49.75	15	13713.23	28.28
印刷和记录媒介复制业	6	1598.60	10.33	6	4433.22	9.14
汽车制造业	3	1569.12	10.14	3	3415.76	7.04
公共设施管理业	3	1280.75	8.28	6	6445.72	13.29
纺织业	7	1221.25	7.89	9	8269.25	17.05
计算机、通信和其他电子设备制造业	2	1157.39	7.48	2	3030.03	6.25
道路运输业	2	591.67	3.82	3	2258.33	4.66
造纸和纸制品业	1	355.84	2.30	4	3806.50	7.85
合计	38	15470.37	100.00	48	45372.04	93.56

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

4. 基础资产剩余期限分布

截至本次基础资产跟踪基准日,加权平均剩余期限为 15.76 个月,较上次跟踪评级时缩短 4.84 个月;从未偿本金余额来看,剩余期限主要

集中在 0(不含)~12(含)个月,未偿本金余额 8284.35 万元,占比 53.55%。基础资产剩余期限分布详见下表:

表 6 基础资产剩余期限分布(单位:月、笔、万元、%)

剩余期限	本次跟踪			上次跟踪		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
(0,12]	28	8284.35	53.55	12	7387.58	15.23
(12,24]	2	2014.91	13.02	32	30457.96	62.81
(24,36]	8	5171.11	33.43	2	3299.11	6.80
(36,48]	--	--	--	8	7348.45	15.15
(48,60]	--	--	--	--	--	--
合 计	38	15470.37	100.00	54	48493.11	100.00

注: [,]为左开右闭区间,例如 (0, 12]表示大于 0 但小于等于 12;下同
资料来源:贷款服务机构提供,联合资信整理

5. 基础资产的影子级别分布

截至本次基础资产跟踪基准日,基础资产加权平均影子级别由上次跟踪评级时的 BB_s^+/BB_s

下降为 BB_s/BB_s^- 。基础资产信用等级分布见下表:

表 7 基础资产债项信用等级分布(单位:笔、万元、%)

影子评级	本次跟踪			上次跟踪		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
AA_s^-	1	355.84	2.30	1	1720.09	3.55
A_s^+	1	936.77	6.06	2	3291.64	6.79
A_s	6	1753.89	11.34	10	10167.36	20.97
A_s^-	4	1580.31	10.22	10	5293.89	10.92
BBB_s^+	2	568.63	3.68	3	3158.07	6.51
BBB_s	8	4458.97	28.82	10	10529.50	21.71
BBB_s^-	5	1058.85	6.84	5	3207.16	6.61
BB_s^+	3	826.24	5.34	3	3047.98	6.29
BB_s	5	2258.16	14.60	7	5406.57	11.15
BB_s^-	1	657.52	4.25	1	1085.59	2.24
B_s^+	1	144.17	0.93	1	430.71	0.89
B_s	1	871.04	5.63	1	1154.56	2.38
合 计	38	15470.37	100.00	54	48493.11	100.00

资料来源:贷款服务机构提供,联合资信整理

6. 借款人集中度

截至本次基础资产跟踪基准日,借款人集中度较上次跟踪评级有所上升,未偿本金余额占比

前五大的借款人合计未偿本金为 5073.62 万元,占比 32.80%,较上次跟踪评级上升 8.42 个百分点。借款人特征分布情况如下表所示:

表 8 基础资产跟踪基准日未偿本金余额占比前五大借款人情况(单位:万元、%)

序号	未偿本金余额	未偿本金占比	所属行业	所在地区	影子评级
1	1239.58	8.01	汽车制造业	广东	BBB_s

2	1091.19	7.05	卫生	广西	BBB _s
3	936.77	6.06	计算机、通信和其他电子设备制造业	广东	A ⁺ _s
4	935.04	6.04	卫生	辽宁	BB _s
5	871.04	5.63	卫生	贵州	B _s
合计	5073.62	32.80	--	--	--

资料来源：联合资信整理

表 9 上次跟踪评级未偿本金余额占比前五大借款人情况（单位：万元、%）

序号	未偿本金余额	未偿本金占比	所属行业	所在地区	影子评级
1	2812.50	5.80	公共设施管理业	山东	A _s
2	2487.48	5.13	卫生	辽宁	BB _s
3	2383.53	4.92	计算机、通信和其他电子设备制造业	广东	A ⁺ _s
4	2114.58	4.36	汽车制造业	广东	BBB _s
5	2025.00	4.18	道路运输业	云南	A _s
合 计	11823.10	24.38	--	--	--

资料来源：联合资信整理

7. 基础资产贷款利率分布

截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产的加权平均贷款利率为 6.66%，较上次跟踪评级上升 0.41 个百分点。入池基础资产贷款利率分布情况如下表所示：

表 10 基础资产贷款利率分布（单位：笔、万元、%）

贷款利率	本次跟踪			上次跟踪		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
(3.00,4.00]	2	935.04	6.04	2	2487.48	5.13
(4.00,5.00]	10	1649.91	10.66	19	10633.21	21.93
(5.00,6.00]	5	2208.45	14.28	7	9317.18	19.21
(6.00,7.00]	8	4161.19	26.90	12	12632.35	26.05
(7.00,8.00]	7	3936.61	25.45	8	8441.70	17.41
(8.00,9.00]	4	1429.57	9.24	4	2368.44	4.88
(9.00,10.00]	2	1149.60	7.43	2	2612.75	5.39
合计	38	15470.37	100.00	54	48493.11	100.00

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

五、定量分析

1. 组合资产信用风险分析

联合资信采用蒙特卡洛模拟方法对剩余资产池组合的信用风险建模，以确定票据达到预设评级目标所需要的目标级别违约比率或目标级别损失比率（即必要的信用提升水平）。该方法以信用等级与违约率的对应关系为基础，充分考虑资产组合加权平均剩余期限、借款人集中度、借款人影子级别、借款人所处行业和地区等相关性因素对整个资产池的违约可能性及损失可能

性所能产生的各种影响，同时综合考虑了资产服务机构的服务能力等因素。

根据违约概率假设、回收率假设和资产相关性等假设，联合资信使用蒙特卡洛方法模拟资产池在存续期内的违约及损失表现。通过 100 万次的模拟，联合资信计算出不同信用等级水平下资产支持票据最少需要承受的资产池目标级别违约比率和目标级别损失比率。截至基础资产跟踪基准日，剩余资产的加权平均回收率为 19.89%。

组合模型输出的不同信用等级水平下目标级别违约比率和目标级别损失比率详见下表：

表11 目标级别违约比率和目标级别损失比率（单位：%）

信用等级	目标级别违约概率（TRDP）	目标级别违约比率（TRDR）	目标级别损失比率（TRLR）
AAA _{sf}	0.017	22.49	17.90
AA ⁺ _{sf}	0.066	19.11	15.18
AA _{sf}	0.089	18.30	14.54
AA ⁻ _{sf}	0.131	17.32	13.76
A ⁺ _{sf}	0.259	15.71	12.43
A _{sf}	0.341	15.05	11.93
A ⁻ _{sf}	0.519	14.02	11.10
BBB ⁺ _{sf}	0.866	12.85	10.17
BBB _{sf}	1.338	11.85	9.39
BBB ⁻ _{sf}	1.625	11.43	9.03
BB ⁺ _{sf}	2.143	10.80	8.54
BB _{sf}	3.250	9.87	7.80
BB ⁻ _{sf}	6.187	8.40	6.61

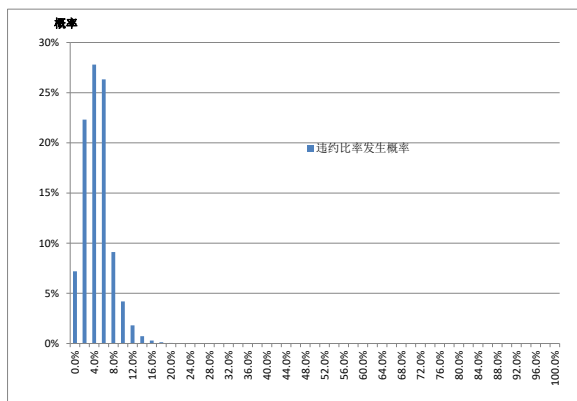
模型输出的模拟结果显示基础资产违约时间分布如下表所示。

表12 基础资产违约时间分布（单位：%）

时间	违约比例
第1年	62.80
第2年	32.31
第3年	4.89

基础资产违约比率发生概率分布情况如下图所示：

图1 基础资产违约比率发生概率分布



根据组合资产信用风险分析结果，并结合分层方案，“20 中远海运 ABN001 优先 A2”可获

得信用支持为 70.75%，大于 AAA_{sf} 级目标信用等级最低分层支持要求（17.90%）。因此，由组合资产信用风险分析模型决定的“20 中远海运 ABN001 优先 A2”的最高级别上限为 AAA_{sf}。

2. 关键债务人违约压力测试

虽然联合资信在组合资产信用风险分析模型中已经考虑了剩余基础资产的集中度对资产池整体表现的影响（即根据借款人集中度、行业集中度、地区集中度放大借款人违约率），但联合资信同时认为，如果资产池的基础资产数量较少或者基础资产金额分布极不均匀，那么很有可能少数几笔资产表现欠佳就会对整个资产池产生较大的负面影响。因此，联合资信通过关键债务人违约压力测试模型对剩余基础资产进行了压力测试，结果如下表所示：

表13 关键债务人违约压力测试结果（单位：%）

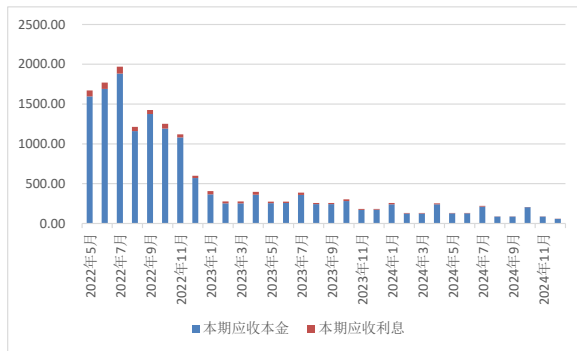
目标级别	最低分层支持要求
AAA _{sf}	22.18
AA ⁺ _{sf} /AA _{sf} /AA ⁻ _{sf}	17.79
A ⁺ _{sf} /A _{sf} /A ⁻ _{sf}	13.76
BBB ⁺ _{sf} /BBB _{sf} /BBB ⁻ _{sf}	9.56

根据关键债务人违约压力测试结果，并结合分层方案，“20 中远海运 ABN001 优先 A2”可获得信用支持为 70.75%，大于 AAA_{sf} 级目标信用等级最低分层支持要求（22.18%）。因此，由关键债务人违约压力测试决定的“20 中远海运 ABN001 优先 A2”的最高级别上限为 AAA_{sf}。

3. 现金流压力测试

根据剩余资产池的本息支付等现金流入特征以及票据的本息、税费支付等现金流出特征，联合资信构建了特定的现金流分析模型。模型中，现金流入来源包括本金回收款和利息回收款，现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、票据利息、票据本金等。该分析模型不仅考虑了本息支付金额的大小及其时点变化，还严格按本次交易的安排设定了相应的现金流支付顺序，以充分反映现金流变化对票据本息偿付所带来的影响。

图 2 正常情况下现金流模拟结果图（单位：万元）



联合资信将上述通过蒙特卡洛模拟测算出的违约率、违约回收率等参数作为压力测试的基准条件，在此基础上，设置了如下主要压力条件：违约贷款回收率下降、提前还款率提升、违约分布前置等。由于信托已成立，所以未对预期收益率进行加压。

表14 压力测试的基准条件

压力条件	基准条件
回收率	19.89%
回收周期	6个月
违约时间分布	详见表12
提前还款率	4.00%/年
利率	20 中远海运 ABN001 优先 A2: 3.70%
税率	3.26%

上述基准参数主要用于预测一般情况下，资产池未来现金流的表现。但要使票据的信用等级能达到投资级以上，票据就必须具备相应的风险承受能力。联合资信通过现金流压力测试，模拟了资产池面临极端恶化的情景下，票据及时、足额偿付的能力。

目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信的压力测试标准已经涵盖了上述系统性影响。

联合资信通过现金流分析及压力测试模型，测试了不同压力情境下“20 中远海运 ABN001 优先 A2”的临界违约率。临界违约率表示的是在目标信用水平的压力情景下，“20 中远海运 ABN001 优先 A2”能承受的最高违约比率，临界违约率越高，表示在保证“20 中远海运 ABN001 优先 A2”可兑付的情况下基础资产可承受损失的范围越大。临界违约率与目标信用水平下所需承受的违约比率（TRDR）之间的差额为保护距离，反映了基础资产抵抗超过预期可承受违约风险的能力。各级票据的压力测试结果如下：

表15 “20中远海运ABN001优先A2”压力测试结果

主要压力情景	20 中远海运 ABN001 优先 A2 临界违约率 (%)	AAA _{sf} 级 TRDR (%)	20 中远海运 ABN001 优先 A2 保护距离 (%)
基准条件	80.79	22.49	58.30
回收率为 1.12% ¹ ，其他为基准条件	72.18	22.49	49.69
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	80.79	22.49	58.30
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	80.79	22.49	58.30
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	79.46	22.49	56.97
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	77.98	22.49	55.49
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	80.79	22.49	58.30
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	80.79	22.49	58.30
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款增加 2 倍，违约时间分布前置 10%	79.46	22.49	56.97
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款增加 4 倍，违约时间分布前置 20%	77.98	22.49	55.49

¹ 抵押、质押等强保证措施为基础金融资产提供的回收率*0.7。

由目标级别下“20 中远海运 ABN001 优先 A2”的压力测试结果可以看出，当目标信用等级为 AAA_{sf} 级时，在最大的压力情景下，“20 中远海运 ABN001 优先 A2”能够获得较高的保护距离（49.69%）。因此，由现金流压力测试决定的“20 中远海运 ABN001 优先 A2”的信用等级上限为 AAA_{sf}。

综合组合资产信用风险分析模型、关键债务

人违约压力测试模型和现金流压力测试模型的测试结果，“20 中远海运 ABN001 优先 A2”的信用等级为 AAA_{sf}。考虑到流动性支持机构中远海发的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中远海发极高的信用等级为优先级资产支持票据的本息兑付提供了额外的外部流动性支持及信用支持。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考虑，确定维持“20 中远海运 ABN001 优先 A2”的信用等级为 AAA_{sf}，“20 中远海运 ABN001 次”未予评级。

上述“20 中远海运 ABN001 优先 A2”的评级结果反映了该资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 中远海运发展股份有限公司信用风险分析

一、企业基本情况

2021 年，中远海发完成发行股份购买资产并募集配套资金，注册资本由 116.08 亿元变更为 135.86 亿元（尚未完成工商变更登记），总股本由 116.08 亿股变更为 135.86 亿股。

截至 2021 年底，中远海发注册资本为 135.86 亿元（尚未完成工商变更登记），中国海运集团有限公司（以下简称“中国海运”）直接和间接合计持有中远海发 45.46% 的股份，为中远海发直接控股股东，中国远洋海运集团有限公司（以下简称“中远海运集团”）为中远海发间接控股股东，中远海发实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

中远海发主营业务为船舶租赁、集装箱租赁和集装箱制造。截至 2021 年底，中远海发本部内设证券和公共关系部、战略发展部、资金管理部、法务与风险管理部等职能部门；拥有合并范围内子公司 139 家。

2021 年底，中远海发资产总额 1326.16 亿元，所有者权益 326.89 亿元；2021 年，中远海发实现营业总收入 371.68 亿元，利润总额 79.16 亿元。

中远海发注册地址：中国（上海）自由贸易试验区国贸大厦 A-538 室；法定代表人：王高雄。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长²5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90% 和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08% 和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

表 2 2017 - 2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，

呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经

济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 年我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有

望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

三、行业分析

1. 船舶租赁行业

船舶租赁业具备收益和现金流相对稳定的特点，全球航运市场供求直接影响了船舶租赁行业的租金水平，2021 年前十月干散货市场运价一路上扬，随后在中国限产限电等因素影响下出现回落。

船舶租赁是指出租人将自有船舶出租给承租人使用，由承租人分期支付船舶租金的一种经营模式。

目前，国内外市场上从事船舶租赁业务的租赁公司可以分为两种。第一类是船东型租赁公司，此类公司持有船舶资产并以获取租金收入和资产升值收益为主要盈利手段，该类公司对航运市场的参与度强，大部分有自己的船舶管理公司，通常以期租的方式展开租赁，租期约为 3~12 年左右。租赁公司自己承担船舶资产的风险，包括资产贬值风险和各种船东责任等。第二类是财务型租赁公司，此类公司虽然也做船东但一般都没有自己的船舶管理公司，在决策一个船舶租赁项目的时候更专注于从财务方面出发进行考虑，重在计算自有资金的投资回报率。而对船舶本身的具体经营管理，该公司倾向于光租形式把船舶租给承租人，从而将经营管理的直接风险完全转移给承租人。

不同类别的船舶租赁公司具备的优势、资金来源渠道、市场定位和服务的客户群体的租赁需求都不尽相同，主要的业务模式也会有很大的差异。船东型租赁公司通常具有航运业、船舶运营和维护等行业背景，拥有一定的专业能力和稳定的客户群，可以通过提供造船、融资、租船等全产业链服务提高综合收益。财务

型租赁公司的资金来源渠道较多，资金成本低，资金成本和租金之间的利差成为其主要利润来源。

船舶租赁按经营模式可以分为经营性租赁和融资性租赁两大类。船舶经营性租赁是航运业通行的经营模式，是由船东和租船人之间由普通出租和租用关系形成的租赁业务。经营性租赁模式下，出租人自始至终拥有船舶所有权，出租人仅赚取租金收入、承租人仅使用而不拥有船舶。与经营性租赁不同的是，船舶的融资性租赁是指实质上转移与船舶资产所有权有关的全部或绝大部分风险和报酬的租赁。具体来说，船舶融资租赁是指出租人根据承租人对船舶的特定要求和对船厂的选择，出资向造船厂购买船舶并租给承租人使用，由承租人分期支付租金的一种租赁模式。

船舶租赁按照合约类型可以分为程租租约、期租租约及光船租约等多项租约类型。程租租约，运费主要取决于货物体积、运载的商品类型、港口税及运河费及付运与转运地区。在此类租约中，船东负责航程开支及货船经营成本。期租租约，航运或运输公司一般每次按固定价格按月或年出租货船。根据期租合约，费率主要按租约期长短及船龄、速度及燃料消耗等货船的具体特点而厘定。船东负责船员及维修成本，而租船方则负责船用燃料及港口或运河费等不定额费用。光船租约，是指船舶出租人向承租人提供不配备船员的船舶，在约定的期间内由承租人占有、使用和营运，并向出租人支付租金的合同。承租人提供船员，并负责营运、维修及保养。经营管理的直接风险完全转移给承租人。

航运业是典型的资金密集型行业，对于具有融资功能的船舶租赁业来说，其资金的需求量规模大。船舶租赁业具备收益和现金流稳定的特点，但是由于航运业是典型的周期性行业，运价、船价均存在较大幅度的波动，在航运市场萧条的情况下，船舶资产价格的下跌、租船人盈利能力的下降均会为租赁公司带来额外风

险。新冠疫情对全球贸易及航运影响巨大，2020年航运业经历大幅波动，干散货市场运价深度低迷后企稳反弹，2021年1—10月干散货市场运价一路上扬，2021年10月7日，波罗的海整体干散货运价指数达到高点5650点，较2021年1月4日的1374点大幅上升4276点；随后在中国限产限电等因素影响下回落，2022年4月8日下降至2055点。

图1 波罗的海整体干散货运价指数（BDI）趋势图



资料来源：Wind 资讯

2. 集装箱租赁行业

集装箱租赁行业为解决航运业运输能力扩张与资金短缺的矛盾而产生和存在，集装箱租金易受市场供需及经营周期性波动影响。集装箱租赁行业集中度较高，近年来行业竞争激烈，行业内并购重组活跃。

自二十世纪六十年代以来，集装箱化已成为促进全球经济发展不可或缺的一部分。集装箱是大型标准化的钢制箱，与传统运输方式比较，集装箱装载货物后，通过卡车、铁路和轮船运送至最终目的地，中间不需进行装卸，可明显降低损失、盗窃等安全风险，可以显著降低集装箱使用者的运输时间和成本。并且由于集装箱的标准化制造，可在全世界范围内利用标准化装卸设备迅速而安全地装卸和运输标准尺寸的集装箱，大大提高了运输效率，具有较为明显的优势。

集装箱租赁是指集装箱租赁公司与承租人（一般为海运班轮公司，铁路、公路运输公司等）签订协议，用长期或短期的方式把集装箱租赁给承租人的一种租赁方式。在协议执行期

间，箱体由承租人管理使用，承租人负责对箱体进行维修保养，确保避免灭失。协议期满后，承租人将集装箱还至租箱公司指定堆场。堆场对损坏的箱体按协议中规定的技术标准修复，承租人按照协议向租箱公司承付提还箱费及租金。

国际集装箱租赁业务几乎与集装箱的海上运输业务同时产生。在集装箱租赁业务起步初期，租箱业务的规模很小，船运公司多使用自备集装箱。到了二十世纪六十年代，随着集装箱运输业务的扩大、集装箱制造业的迅猛发展以及集装箱国际标准化制定，集装箱的需求逐步上升。各集装箱制造商为适应市场需求，不断开发出技术先进、功能不同的新型集装箱（如冷藏集装箱、罐式集装箱、各类特种集装箱）。传统的自备集装箱方式已无法满足运输公司更新和迅速扩张箱队的需求。此时，集装箱租赁行业应运而生，其产生为船运公司提供了解决运输能力扩张与资金短缺矛盾的有效途径，对集装箱运输格局产生了重大影响。

集装箱租赁市场的参加者主要包括以下四类：集装箱制造厂商，为集装箱租赁市场提供各类集装箱；集装箱航运公司，是集装箱运输的承运人，是租赁集装箱的需求者，也是集装箱租赁市场上的主要参加者；集装箱出租公司，在集装箱租赁活动中，主要以出租人的身份出现；金融机构，提供租赁集装箱所需的资金或担保。

集装箱租赁行业市场集中度相对较高，世界上主要的集装箱租赁公司大约有十多家，主要分布在美国、欧洲和中国。近年来，集装箱租赁行业竞争较为激烈，集装箱租赁行业并购与重组活跃，Triton 与 TAL 合并使之成为全球最大的集装箱租赁公司；2016 年佛罗伦国际有限公司（以下简称“佛罗伦”）与东方国际投资有限公司合并，成为当时全球第二大集装箱租赁公司。全球主要租箱公司包括 Triton、佛罗伦、TextainerGroup 等。

3. 集装箱制造业

中国集装箱制造业行业集中度较高；2019—2021 年，我国集装箱出口金额及单价逐年上升。

集装箱制造业是典型的劳动密集型行业，其产业转移路径主要受贸易量和劳动成本两大因素影响。随着我国出口占世界贸易量的持续增长，且人力成本相对较低，1993 年后我国集装箱产量便开始一直稳居世界第一，近年来我国集装箱产量占全球集装箱产量比重一直在 95% 以上，中国在全球集装箱制造行业具有绝对的垄断地位。

中国集装箱销售客户主要为以航运企业、集装箱租赁公司、铁路公司及集装箱运输企业，且主要面向海外市场。根据 Wind 资讯公开资料，2019—2021 年，我国集装箱出口数量波动上升，分别为 242.00 万个、198.00 万个和 484.00 万个；集装箱出口金额逐年上升，分别为 66.85 亿美元、73.67 亿美元和 234.27 亿美元；集装箱出口均价持续上升，分别为 2762.41 美元/个、3720.75 美元/个和 4840.38 美元/个。

中国集装箱市场行业集中度较高，中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司（以下简称“中集集团”）、胜狮货柜企业有限公司（以下简称“胜狮货柜”）、新华昌集团有限公司、上海寰宇物流装备有限公司（以下简称“上海寰宇”）四大集团长期占据市场份额的 90% 左右，其中中集集团占据全球约一半的市场份额，为全球集装箱行业龙头。

四、基础素质分析

中远海发作为中远海运集团旗下航运金融产业平台的重要主体，在集装箱航运市场深耕多年，在国际、国内市场均具有突出的品牌优势，船舶租赁和集装箱租赁规模居市场前列，同时拥有全球化的销售网络，可以为客户提供多元化服务。

中远海发作为中远海运集团旗下航运金融

产业平台的重要主体，主营业务包括船舶租赁、集装箱租赁、集装箱制造等。在船舶租赁领域，截至 2021 年底，中远海发自有 74 条集装箱船舶，总运力 58.16 万 TEU；散货船 41 艘，总载重吨 470.24 万吨；液化天然气船、重吊船、油化船、纸浆船等各类船舶合计约 83 艘。在集装箱租赁领域，截至 2021 年底，中远海发自有和管理的集装箱箱队规模为 383 万 TEU，其中自有箱 283 万 TEU、管理箱 100 万 TEU，居世界第三位。在集装箱制造领域，中远海发 2021 年完成发行股份购买相关集装箱制造资产，成为全球第二大集装箱制造商。目前中远海发已经成为集船舶租赁与集装箱制造、销售和租赁为一体的综合性航运金融服务平台。

根据中远海发提供的《企业信用报告》（授信机构版）（统一社会信用代码：91310000759579978L），截至 2022 年 2 月 15 日，中远海发本部近十年无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息记录。

根据中远海发提供的《企业信用报告》（授信机构版）（统一社会信用代码：91310115672657347B），截至 2022 年 2 月 15 日，公司子公司上海寰宇无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息记录。

根据中远海发过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现中远海发存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 4 月 20 日，联合资信未发现中远海发曾被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

跟踪期内，中远海发独立非执行董事 Graeme Jack 先生和奚治月女士到期退任，邵瑞庆先生被选举为中远海发独立非执行董事。上述事项属于正常人事变动，对中远海发日常管理影响较小。

除此以外，中远海发在法人治理结构和管理体制等方面无其他重大变化。

六、经营分析

1. 经营概况

中远海发是以船舶租赁与集装箱制造、销售及租赁为主营业务的综合性航运金融服务平台。跟踪期内，受益于集装箱制造收入规模迅速扩大，中远海发收入规模大幅增长，毛利率水平有所提高。

受益于集装箱制造收入规模迅速扩大，2021 年中远海发营业总收入同比大幅增长 95.80%。各业务看，2021 年，中远海发航运租赁收入同比下降 15.38%，主要受船舶租赁收入下降影响。2021 年境外港口严重拥堵，导致船舶运行效率及集装箱空箱周转率大幅下降，同时新冠疫情导致商品需求激增，我国外贸形势较好，加之 2021 年中远海发并购箱厂带动集装箱产能产量上升，在上述因素的影响下，2021 年中远海发集装箱制造收入同比大幅增长 311.68%。2021 年，中远海发其他产业租赁收入同比下降 48.23%，主要受海发宝诚融资租赁有限公司（原名中远海运租赁有限公司，以下简称“海发宝诚”）于 2021 年 6 月 30 日划出合并范围影响。

表3 中远海发营业总收入构成与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
航运租赁	95.05	50.07	27.88	80.43	21.64	34.54
集装箱制造	65.24	34.37	8.04	268.60	72.27	25.63
其他产业租赁	27.38	14.42	53.32	14.17	3.81	49.67
其他	2.15	1.13	66.62	8.48	2.28	57.40

合计	189.83	100.00	25.17	371.68	100.00	29.20
----	--------	--------	-------	--------	--------	-------

注：其他业务包括金融投资及金融服务等；尾差系四舍五入所致
资料来源：中远海发提供

从毛利率水平来看，2021 年，中远海发综合毛利率同比提高 4.03 个百分点。其中，航运租赁毛利率同比提高 6.66 个百分点，主要系自有的 74 艘集装箱船舶根据会计准则规定分类为融资租赁，收入确认方式发生变化所致。集装箱制造毛利率同比提高 17.59 个百分点，主要系 2021 年集装箱销售价格涨幅超过原材料涨幅，加之销售了毛利水平较高的冷箱所致。

2. 业务经营分析

(1) 航运租赁

中远海发航运租赁板块业务可分为船舶租赁业务和集装箱租赁业务。其中，船舶租赁业务主要为集装箱船舶、干散货船舶等多种船型的经营租赁或融资租赁；集装箱租赁业务主要为各类型的集装箱租赁、管理及贸易等。

① 船舶租赁业务

跟踪期内，中远海发船队规模不断扩充，船舶租赁收入受经营模式及租赁方式调整等因素影响明显下降，主要承租方仍为关联企业。

跟踪期内，中远海发新设立子公司上海新远海集融资租赁有限公司（以下简称“新远海集”）以承接中远海发本部 48 艘集装箱船舶的租赁业务，船舶租赁业务的主要经营主体调整为中远海发（天津）租赁有限公司³、中远海运发展（香港）有限公司、中远海运发展（亚洲）有限公司、东方富利国际有限公司（以下简称“东方富利”）和新远海集。

从租赁方式来看，2020 年前中远海发船舶租赁以期租为主，即每次按固定价格按月或年出租货船。费率主要依据期租合约，参照租约期长短及船龄、速度及燃料消耗等货船的具体特点而厘定。中远海发负责船员及维修成本，而承租人则负责船用燃料及港口或运河费等不

定额费用。

自 2021 年 1 月 1 日起，中远海发将 74 艘自有集装箱船舶以光租形式出租予中远海运集装箱运输有限公司及其下属子公司，租赁期限至每一船舶船龄满 25 周年止，交易金额总计 46.18 亿美元，并根据具体船舶租赁合同约定分 20 年支付。考虑到租赁期占船舶资产剩余使用寿命的 100%，根据租赁准则相关规定，中远海发将该租赁分类为融资租赁。经营租赁模式下，中远海发将经营租赁资产计入“固定资产”科目，按照折旧年限在租赁期内计提固定资产折旧，当年的折旧费用在“营业成本”列支。融资租赁模式下，中远海发将最低租赁收款额作为长期应收款的入账价值，每年根据实际利率法确认租金收入，营业成本主要为融资租赁业务承担的利息支出。

截至 2021 年底，中远海发共有 74 条集装箱船舶（均为自有），较 2020 年底减少 3 条，主要系跟踪期内 3 条租入的集装箱船舶到期所致；总运力 58.16 万 TEU，较 2020 年底下降 0.59 万 TEU。跟踪期内，中远海发拥有的散货船较 2020 年底增加至 41 艘，总载重吨为 470.24 万吨。另外，中远海发还拥有液化天然气船、重吊船、油化船、纸浆船等各类船舶合计约 83 艘⁴。随着纸浆船的陆续交付，中远海发船队规模将进一步扩大。

船舶租赁收入方面，2021 年，中远海发船舶租赁收入同比下降 59.81%，主要受经营模式调整以及 74 艘自有集装箱船舶租赁方式由期租调整为光租导致单船租赁收入下降等因素综合影响。受此影响，2021 年中远海发船舶租赁收入构成以船舶融资租赁收入为主。

³ 2022 年 4 月，根据公司第六届董事会第五十二次会议决议公告，董事会同意新远海集收购中远海发(天津)租赁有限公司 100%股权。收购完成后，新远海集将成为公司内资融资租赁业务的运营主体

⁴ 公司已购入 10 艘多用途纸浆船，并以期租及经营性租赁方式出租给中远海运特种运输股份有限公司经营，船舶租期均为 15 年，截至 2021 年底，上述船舶已交付 3 艘

表 4 中远海发船舶租赁收入情况 (单位: 亿元)

分类	2020 年	2021 年
船舶租赁收入	51.43	20.67
其中: 船舶经营租赁收入	45.65	5.42
船舶融资租赁收入	5.78	15.25

资料来源: 中远海发提供

从上下游关系来看, 中远海发上游供应商主要为中远海运船员管理有限公司、中石化中海船舶燃料供应有限公司等关联方; 船舶租赁业务下游客户主要为关联企业中远海运控股股份有限公司 (简称“中远海控”) 等。2021 年, 中远海控等关联方贡献的船舶租赁收入约占中远海发船舶租赁总收入的 74.01%, 中远海发上下游供需情况较为稳定。

② 集装箱租赁、管理和销售业务

跟踪期内, 中远海发集装箱保有量规模大, 出租率高, 收入实现快速增长。

中远海发集装箱租赁业务经营主体主要为佛罗伦。

从经营模式上看, 中远海发集装箱租赁业务主要是以自有资金或贷款融资采购的自有集装箱, 与承租人签订新箱租约, 期间收取租金, 到期退租后, 中远海发安排验箱维修作二次出租, 资产使用 10~15 年后通过资产处置实现残值回收。集装箱管理主要是受集装箱投资者 (一般为银行或保险机构) 委托, 对其投资的集装箱进行管理运营, 主要管理内容包括备箱、租赁、调运、保管、交接、发放、检验修理及代售等工作。集装箱管理受托人按照委托协议约定条款向委托人收取集装箱管理费。

截至 2021 年底, 中远海发自有和管理的集装箱箱队规模为 383 万 TEU, 其中自有箱 283 万 TEU、管理箱 100 万 TEU, 居世界第三位。

从收入来看, 2021 年, 中远海发集装箱租赁、管理及销售收入为 59.77 亿元, 同比增长 37.00%, 主要系受益于集装箱市场景气度较高, 中远海发发挥租造协同优势, 拓展租箱业务带动租箱收入上升所致。

2020—2021 年, 中远海发集装箱租赁业务平均出租率高, 分别为 98.80% 和 99.00%。

从上下游关系来看, 中远海发通过邀标等

方式确定集装箱供应商, 主要供应商包括中集集团、胜狮货柜以及公司子公司上海寰宇等业内知名集装箱制造商, 集装箱采购价格参照市场价格水平确定; 中远海发向包括关联方中远海控、法国达飞海运集团公司、Triton International Limited 等在内的全球知名集装箱运输企业提供集装箱租赁服务, 客户集中度较高。2021 年, 中远海控等关联方贡献的集装箱租赁收入约占中远海发集装箱租赁总收入的 21.18%, 同比小幅下降。

(2) 集装箱制造

2021 年受益于并购箱厂, 中远海发集装箱制造产能迅速扩大; 加之集装箱市场景气度较高, 中远海发集装箱产销实现大幅增长。

中远海发集装箱制造业务的经营主体包括上海寰宇、寰宇东方国际集装箱 (启东) 有限公司 (以下简称“寰宇启东”)、寰宇东方国际集装箱 (青岛) 有限公司 (以下简称“寰宇青岛”) 和寰宇东方国际集装箱 (宁波) 有限公司 (以下简称“寰宇宁波”) 等。

中远海发集装箱制造的原材料主要包括钢材、木地板及油漆等。中远海发通常根据下游市场销售订单情况和各个钢厂每月更新价格情况按月采购钢材, 木地板及油漆等其他材料主要是根据下游市场销售订单情况按需采购, 主要供应商为日照钢铁轧钢有限公司等。中远海发集装箱的销售对象主要为国际知名箱东公司和佛罗伦。

受益于寰宇启东等箱厂资产并购, 2021 年中远海发集装箱制造单班设计产能扩大到 72.00 万 TEU (包括干箱 60.00 万 TEU 和冷箱 12.00 万 TEU)。2021 年, 中远海发集装箱产量、销量均实现同比大幅增长, 主要受全球物流供应链运行效率下降以及我国外贸形势较好等因素综合影响。

表 5 中远海发集装箱制造产销情况

(单位: 万 TEU、亿元)

分类	2019 年	2020 年	2021 年
集装箱制造设计产能	55.00	55.00	72.00
集装箱产量	37.87	36.80	178.68

集装箱销量	40.29	37.80	164.50
集装箱销售收入	31.13	65.24	268.60

注：1. 上表中 2019-2020 年的产能数据为双班工作下的统计口径，2021 年的产能数据为单班工作下的统计口径；2. 2021 年集装箱产量及销量为合并抵消前的数据，其余产量、销量数据为合并抵消后的数据；销售收入均为合并抵消后的金额
资料来源：中远海发提供

（3）其他产业租赁

2021 年，中远海发处置海发宝诚部分股权叠加海发宝诚引进战略投资者增资，中远海发对海发宝诚的持股比例下降，不再将其纳入报表合并范围。

中远海发其他产业租赁业务主体主要为原子公司海发宝诚。2021 年，中远海发处置海发宝诚 35.22% 股权，同时海发宝诚引进战略投资者进行增资（详见重大事项部分），2021 年 6 月 30 日起，中远海发丧失对海发宝诚的控制权，不再将其纳入报表合并范围。

3. 关联交易

中远海发关联交易规模大，但定价公允，对其独立性影响较小。

受中远海发重大资产重组后战略转型需要，中远海发航运租赁业务与关联方存在较多的关联交易。2021 年，中远海发向关联方销售、提供劳务的价值为 58.75 亿元，同比下降 17.92%，占营业收入比重为 15.83%。2021 年，中远海发向关联方采购、接受劳务的价值为 13.98 亿元，同比下降 82.97%（主要系 2020 年中远海发向中远海运投资控股有限公司（以下简称为“中远海运投资”）的管理服务、物资采购、集装箱采购大幅增加所致），占营业成本的比重为 5.31%。中远海发关联交易的定价均以市场公允价为基础，采用协议方式予以确认。

在采购商品与接受劳务的关联交易中，主要有对中远海控关于代理服务、期租船舶等的采购（2021 年采购金额为 3.58 亿元）；对中远海散关于船舶管理费、外包劳务费等的采购（2021 年采购金额为 1.62 亿元）。

在出售商品及提供劳务的关联交易中，主要是中远海发对中远海控关于集装箱销售、集装箱租赁、船舶租赁等的销售。2021 年，上述销售收入为 51.90 亿元。

4. 未来发展

中远海发的发展目标为以航运金融为依托，发挥航运物流产业优势，整合产业链资源；打造以航运及相关产业租赁、集装箱制造、投资及服务业务为核心的产业集群；以市场化机制、差异化优势、国际化视野，建立产融结合、融融结合、多种业务协同发展的“一站式”航运金融服务平台。

七、重大事项

1. 全资子公司股权转让及引入战略投资者

为聚焦主业，中远海发转让原全资子公司海发宝诚部分股权，同时海发宝诚引入战略投资者增资，中远海发自 2021 年 6 月 30 日起丧失对海发宝诚的控制权，不再将其纳入报表合并范围，资产规模有所下降。

根据中远海发 2020 年 12 月 16 日发布的《中远海运发展股份有限公司关于全资子公司中远海运租赁有限公司股权转让及引入战略投资者增资的公告》，中远海发拟通过协议转让方式以 18 亿元向中国国有企业混合所有制改革基金有限公司（以下简称“混改基金”）转让海发宝诚 35.22% 的股权，同时，海发宝诚拟实施增资扩股。

根据中远海发 2021 年 4 月 21 日发布的《中远海运发展股份有限公司关于中远海运租赁有限公司引入战略投资者增资的进展公告》，中保投资有限责任公司（以下简称“中保投资”）将出资 30 亿元认购海发宝诚新增注册资本 2054977136.03 元。增资扩股完成后，中远海发、混改基金及中保投资对海发宝诚的持股比例将分别为 40.81%、22.20% 和 36.99%。

根据《中远海运发展股份有限公司 2021 年半年度报告》，海发宝诚已完成章程修订、董事会重组，重组后的董事会成员共 7 名，其中中远海发委派 3 名；根据《增资协议》未来收到中保投资认缴的剩余增资款后，中远海发对海发宝诚在股东会的表决权比例预计被稀释至

40.81%，因此，中远海发管理层认为自 2021 年 6 月 30 日起，中远海发已丧失对海发宝诚的控制权。2020 年底，海发宝诚总资产相当于同期中远海发总资产的 25.15%；2020 年，海发宝诚营业收入和净利润分别相当于同期中远海发营业收入和净利润的 14.46%和 17.19%。

2. 发行股份购买集装箱标的公司股权

中远海发通过发行股份购买集装箱标的公司股权，改善集装箱制造产业布局短板，发挥规模优势及协同效应并解决同业竞争。

根据中远海发 2021 年 1 月 28 日公告，中远海发拟向中远海运投资（系公司直接控股股东中国海运的全资子公司）发行股份购买其持有的寰宇启东 100%股权、寰宇青岛 100%股权、寰宇宁波 100%股权和上海寰宇物流科技有限公司（以下简称“寰宇科技”）100%股权（以下简称“4 家标的公司”，上述 4 家标的公司股权系 2019 年 8 月中远海运投资自胜狮货柜旗下收购取得）。

寰宇启东、寰宇青岛和寰宇宁波主要负责集装箱的生产及制造等，均具备干货集装箱的生产能力，寰宇启东和寰宇青岛另设冷箱、特种箱生产线；寰宇科技负责提供集装箱制造相关的信息技术支持、研发专利申请及持有、综合管理服务。根据上述 4 家标的公司的审计报告，2020 年底 4 家标的公司资产总计相当于同期中远海发资产总额的 5.52%，2020 年收入总计相当于中远海发同期营业总收入的 43.20%。4 家标的公司已于 2021 年 11 月 30 日纳入中远海发合并范围。

八、财务分析

1. 财务概况

中远海发提供了 2021 年度合并财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2021 年底，中远海发拥有合并范围内子公司共计 139 家。2021 年，中远海发新设立 24 家子公司，非同一控制下企业合并 1 家子公司，同一控制下企业合并寰宇启东等 4 家集装箱标的公司，处置海发宝诚及其子公司。总体看，同一控制下企业合并 4 家集装箱标的公司，对中远海发存货及营业收入等科目影响较大；海发宝诚划出合并范围，对中远海发长期应收款（含一年内）及长期借款（含一年内）等科目有一定影响。

2. 资产质量

跟踪期内，受海发宝诚划出合并范围影响，中远海发资产规模有所下降，构成仍以运输船舶和集装箱、应收融资租赁款及股权投资为主，受限资产规模较大，整体资产质量较好。

2021 年底，中远海发资产总额较 2020 年底下降 9.19%，主要系海发宝诚出表导致长期应收款（含一年内）等快速下降所致。同期，中远海发非流动资产占比略有上升，中远海发资产构成仍以非流动资产为主，符合所处行业特点。

表6 中远海发主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年底		2021 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	371.34	25.43	335.68	25.31
货币资金	126.37	8.65	180.20	13.59
存货	9.62	0.66	69.02	5.20
一年内到期的非流动资产	193.81	13.27	46.97	3.54
非流动资产	1089.04	74.57	990.49	74.69
其他非流动金融资产	39.33	2.69	40.12	3.03
长期应收款	276.98	18.97	311.27	23.47
长期股权投资	210.23	14.40	244.71	18.45
固定资产	551.80	37.78	380.81	28.72
资产总额	1460.39	100.00	1326.16	100.00

资料来源：联合资信根据中远海发审计报告整理

流动资产

2021 年底，中远海发流动资产较 2020 年底下降 9.61%。

受益于经营业务收款增多，2021 年底，中

远海发货币资金较 2020 年底增长 42.59%。期末中远海发货币资金主要为银行存款，受限部分 1.48 亿元，主要用于质押借款、保证金存款、资产证券化托管账户存款等；存放在境外的款项 36.90 亿元。

中远海发应收账款主要为应收集装箱销售款等，因加强款项回收，2021 年底，中远海发应收账款 13.63 亿元，较 2020 年底下降 33.54%。期末中远海发应收账款账龄短，主要集中在 1 年以内；累计计提坏账准备 0.80 亿元，其中单项计提坏账准备的应收账款 0.36 亿元，因客户资信较差而全额计提坏账准备。

随着寰宇启东等 4 家集装箱标的公司并表，2021 年底，中远海发存货较 2020 年底增加 59.39 亿元。期末中远海发存货主要由原材料（35.68 亿元）和库存商品（33.07 亿元）构成，累计计提存货跌价准备及合同履约成本减值准备 350.48 万元。

2021 年底，中远海发一年内到期的非流动资产较 2020 年底下降 75.77%，均为一年内到期的长期应收款。

非流动资产

2021 年底，中远海发非流动资产较 2020 年底下降 9.05%，主要受固定资产下降影响。

中远海发其他非流动金融资产主要为持有的股票、股权投资等，采用公允价值进行计量。2021 年底，中远海发其他非流动金融资产较 2020 年底增长 2.02%。

中远海发长期应收款均为融资租赁款，2021 年底较 2020 年底增长 12.38%，主要受 74 艘自有集装箱船舶按照会计准则规定分类为融资租赁以及海发宝诚出表影响。期末中远海发长期应收款累计计提坏账准备 9.01 亿元。

2021 年底，中远海发长期股权投资较 2020 年底增长 16.40%，主要受将海发宝诚确认为联营企业、其他联营企业投资收益增加以及处置中集集团部分股权等因素综合影响。

表 7 2021 年底中远海发长期股权投资主要被投资单位情况
(单位: 亿元)

被投资单位名称/简称	期末账面价值	2021 年权益法下确认的投资收益	2021 年宣告发放现金股利或利润
昆仑银行股份有限公司	14.20	0.95	0.41
上海人寿保险股份有限公司	1.42	-8.78	0.00
渤海银行股份有限公司	96.00	8.54	1.68
中国光大银行股份有限公司	49.55	5.18	1.52
中集集团	17.02	3.19	0.46
中远海运集团财务有限责任公司	21.30	0.76	0.68
海发宝诚	36.79	1.30	0.00
其他企业	8.43	0.64	0.03
合计	244.71	11.78	4.78

注：上海人寿保险股份有限公司尚未公布其 2021 年年度信息披露报告，中远海发基于谨慎性考虑确认了一定规模的投资损失
资料来源：联合资信根据中远海发审计报告整理

2021 年底，中远海发固定资产较 2020 年底下降 30.99%，主要受 74 艘自有集装箱船舶分类为融资租赁以及购置船舶和集装箱等因素综合影响。期末中远海发固定资产主要为运输船舶（64.44 亿元）和集装箱（291.99 亿元）；累计折旧 111.58 亿元，累计计提减值准备 3.44 亿元。中远海发固定资产中通过融资租赁租入的集装箱账面价值 9.10 亿元；固定资产中的运输船舶和集装箱均已通过经营租赁方式对外出租。

截至 2021 年底，中远海发受限资产合计 313.19 亿元，占资产总额的 23.62%。其中，受限货币资金 1.48 亿元，长期应收款（含一年内到期）和固定资产中受限资产分别为 124.98 亿元、186.73 亿元，均因抵质押借款而受限。

3. 所有者权益及负债

受益于向股东定向增发及利润累积，2021 年中远海发所有者权益快速增长。随着海发宝诚出表，中远海发债务规模快速下降。中远海发整体债务负担重，2022 年存在集中偿付压力。

所有者权益

2021 年底，中远海发所有者权益 326.89 亿元，较 2020 年底增长 34.14%，主要系向股东

定向增发带动股本及资本公积增加与利润累积所致。期末中远海发所有者权益主要包括股本（占 41.56%）、资本公积（占 8.67%）、其他权益工具（占 15.30%）和未分配利润（占 36.72%）（合计数超过 100%系主要其他综合收益为负）。

随着永续债陆续赎回，2021 年底，中远海发其他权益工具较 2020 年底下降 16.67%。期末中远海发其他权益工具 50.00 亿元，均为 2019 年发行的永续债，票面利率在 4.47%~4.68% 之间。

负债

2021 年底，中远海发负债总额较 2020 年底下降 17.87%，主要受海发宝诚出表影响。同期，中远海发流动负债占比略有上升，期末负债结构相对均衡。

表 8 中远海发主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年底		2021 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	648.59	53.31	538.81	53.92
短期借款	172.53	14.18	264.14	26.43
应付账款	30.75	2.53	38.47	3.85
一年内到期的非流动负债	371.35	30.52	194.66	19.48
非流动负债	568.10	46.69	460.47	46.08
长期借款	455.28	37.42	403.45	40.37
应付债券	82.88	6.81	50.00	5.00
负债总额	1216.69	100.00	999.27	100.00

资料来源：联合资信根据中远海发审计报告整理

2021 年底，中远海发流动负债较 2020 年底下降 16.93%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债下降所致。

2021 年底，中远海发短期借款较 2020 年

底增长 53.10%，主要系并入 4 家集装箱标的公司加之集装箱制造业务原材料采购资金需要所致。期末中远海发短期借款主要为信用借款（占 99.92%）。

2021 年底，中远海发应付账款较 2020 年底增长 25.10%，主要系随着集装箱销售规模的扩大，未到结算期的集装箱采购款增加以及并入 4 家集装箱标的公司所致。中远海发应付账款主要为应付的材料款、集装箱购置款及集装箱费用、运杂费等。

2021 年底，中远海发一年内到期的非流动负债较 2020 年底下降 47.58%，主要受海发宝诚出表影响。期末中远海发一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占 79.58%）和一年内到期的应付债券（占 17.98%）构成。

随着 2020 年发行的超短期融资券到期偿还，2021 年底，中远海发其他流动负债下降为零。

2021 年底，中远海发非流动负债较 2020 年底下降 18.95%，主要系海发宝诚出表导致长期借款、应付债券及长期应付款下降所致。

2021 年底，中远海发长期借款较 2020 年底下降 11.38%，主要由信用借款（占 56.51%，利率区间为 0.82%~4.50%）和抵押借款（占 40.90%，利率区间为 1.37%~3.50%）构成。

2021 年底，中远海发应付债券较 2020 年底下降 39.67%，主要系重分类所致。以 2022 年 4 月 8 日债券余额看，中远海发 2022 年债券到期规模较大，为 80.00 亿元（含 30.00 亿元超短期融资券），面临一定集中兑付压力。

表 9 截至 2022 年 4 月 8 日中远海发存续债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日	到期日	行权日	债券余额	票面利率（%）
22 中远海发 SCP003	2022/03/30	2022/09/27	--	10.00	2.20
22 远发 01	2022/03/03	2027/03/07	--	15.00	3.50
22 中远海发 SCP002	2022/01/11	2022/07/11	--	10.00	2.31
22 中远海发 SCP001	2022/01/04	2022/07/04	--	10.00	2.46
21 远发 03	2021/10/12	2031/10/14	--	7.00	4.30
21 远发 02	2021/07/06	2026/07/08	--	20.00	3.76
21 远发 01	2021/03/23	2026/03/25	--	13.00	3.99

20 远发 01	2020/11/03	2030/11/05	--	10.00	4.46
19 中远海发 MTN002	2019/08/15	2022/08/19	--	15.00	3.56
19 远发 Y8	2019/06/13	2022/06/17	2022/06/17	8.00	4.48
19 远发 Y6	2019/05/22	2022/05/24	2022/05/24	17.00	4.51
19 远发 Y3	2019/04/23	2022/04/25	2022/04/25	10.00	4.68
合计				145.00	--

注：“19 远发 Y8”“19 远发 Y6”及“19 远发 Y3”为永续期公司债，上表中到期日为行权到期日

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯公开资料整理

2021 年底，中远海发长期应付款 5.50 亿元，较 2020 年底下降 78.90%，主要系海发宝诚出表，租赁保证金随之下降所致。中远海发长期应付款主要为租赁保证金。

2021 年底，中远海发全部债务较 2020 年底下降 18.85%，主要受海发宝诚出表影响。同期，中远海发短期债务占比小幅下降，2021 年底为 50.38%。

表 10 中远海发债务构成及债务负担情况

(单位：亿元、%)

项目	2020 年底	2021 年底
短期债务	587.88	460.34
长期债务	538.15	453.45
全部债务	1126.04	913.80
资产负债率	83.31	75.35
全部债务资本化比率	82.21	73.65
长期债务资本化比率	68.83	58.11

资料来源：联合资信根据中远海发审计报告及提供资料整理

从债务指标看，2021 年底，中远海发资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2020 年底有所下降。若将所有者权益中的其他权益工具计入有息债务，中远海发实际债务负担将高于上述指标值。总体看，中远海发整体债务负担重。

从 2021 年底中远海发有息债务期限分布看，2022—2024 年，中远海发分别需偿还本息债务 503.10 亿元、165.39 亿元和 118.49 亿元（按 1 美元=6.3664 元人民币折算）（已考虑可续期公司债券的提前赎回），2022 年存在集中偿付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，中远海发营业总收入迅速上升，期间费用控制能力有所增强，整体盈利能力强。

受益于集装箱制造收入规模扩大，2021 年，中远海发营业总收入同比增长 95.80%。同期，中远海发营业成本同比增长 85.25%，营业利润率小幅上升。

表 11 中远海发盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年
营业总收入	189.83	371.68
营业成本	142.05	263.15
费用总额	32.95	36.50
公允价值变动损益	-2.06	3.22
投资收益	24.37	14.21
利润总额	24.49	79.16
营业利润率	24.88	28.77
总资产收益率	3.13	6.25
净资产收益率	8.74	18.63

资料来源：联合资信根据中远海发审计报告整理

从期间费用看，2021 年，中远海发费用总额同比增长 10.76%，主要系新并入 4 家集装箱标的中远海发导致职工薪酬增加所致。中远海发费用总额主要由管理费用（占 39.91%）和财务费用（占 56.18%）构成。其中，管理费用 14.57 亿元，同比增长 41.23%，主要系职工薪酬增加所致。受融资成本下降及海发宝诚划出影响，2021 年，中远海发财务费用同比下降 8.85%。2021 年，中远海发期间费用率同比下降 7.54 个百分点至 9.82%。

2021 年，中远海发投资收益同比下降 41.69%，主要受上海人寿保险股份有限公司权益法核算的投资收益为负影响；主要包括权益法核算的长期股权投资收益（11.78 亿元）、处置交易性金融资产取得的投资收益（1.08 亿元）和交易性金融资产在持有期间的投资收益（0.71 亿元）。

2021 年，中远海发信用减值损失为 8.74 亿元⁵，主要为长期应收款计提的坏账准备。

2021 年，中远海发其他收益 1.12 亿元，同比下降 12.19%，主要为税收返还、财政拨款及其他补贴。

从盈利指标看，2021 年，中远海发总资本收益率和净资产收益率均有所上升，整体盈利能力较强。

5. 现金流

跟踪期内，受益于经营业务收款增多影响，中远海发经营活动现金净流入规模快速增长，收入实现质量高；受集装箱及船舶购置支出增加等因素影响，中远海发投资活动现金净流出规模迅速扩大。2021 年中远海发经营活动净现金流无法满足投资活动资金缺口，加之后续的债务偿还资金需求，中远海发对外部融资依赖较大。

从经营活动看，2021 年，中远海发经营活动现金流入量同比增长 114.79%，主要为经营业务收款。中远海发收到或支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款等。2021 年，中远海发经营活动现金流量净额同比增长 47.33%。

从收入实现质量来看，2021 年，中远海发现金收入比同比提高 6.87 个百分点，总体保持高水平。

表 12 中远海发现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入量	213.36	458.26
经营活动现金流出量	114.41	312.48
经营活动现金流量净额	98.94	145.78
投资活动现金流入量	307.52	204.69
投资活动现金流出量	357.81	356.77
投资活动现金流量净额	-50.29	-152.08
筹资活动现金流入量	720.28	759.30
筹资活动现金流出量	740.00	700.29
筹资活动现金流量净额	-19.71	59.02
现金收入比	106.94	113.81

资料来源：联合资信根据中远海发审计报告整理

从投资活动看，中远海发投资活动现金流入量主要为融资租赁业务的项目投放款收回、处置股权投资款等，2021 年同比下降 33.44%。中远海发投资活动现金流出主要为融资租赁业务的项目投放款、集装箱及船舶购置款等，2021 年同比下降 0.29%。2021 年受集装箱及船舶购置支出增加等因素影响，中远海发投资活动现金净流出规模迅速扩大。

从筹资活动看，中远海发主要通过银行借款、发行债券、发行股份等方式筹集资金，2021 年筹资活动现金流入量同比增长 5.42%。2021 年，中远海发吸收投资收到的现金 24.61 亿元，其中 10.00 亿元为海发宝诚收到的中保投资的增资款，其余为发行股份募集的资金。2021 年，中远海发筹资活动现金流出量同比下降 5.37%。受益于增发股份等，2021 年中远海发筹资活动净现金流由负转正。

6. 偿债能力

中远海发偿债指标表现一般，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

从短期偿债能力指标看，2021 年底，中远海发流动比率有所上升，速动比率有所下降，流动资产对流动负债的保护程度较低。同期，中远海发现金短期债务比有所改善。

从长期偿债能力指标看，2021 年，中远海发 EBITDA 同比增长 46.45%；EBITDA 利息倍数同比上升，EBITDA 对利息支出的保障能力强；全部债务/EBITDA 有所下降，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。

表 13 中远海发偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	57.25	62.30
	速动比率（%）	55.77	49.49
	现金短期债务比（倍）	0.23	0.41
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	80.27	117.55
	全部债务/EBITDA（倍）	14.03	7.77
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.72	7.06

资料来源：联合资信根据中远海发审计报告及提供资料整理

⁵ 自 2021 年 10 月 1 日起，公司参考中远海运集团内航运公司近十年实际拆船废钢价的平均价格，对 74 艘以光租形式出租的集装箱船舶的预计净残

值进行调整，并据此计提 1.01 亿美金（折算人民币 6.50 亿元）信用减值损失

截至 2021 年底，中远海发获得银行授信额度合计 1542.80 亿元，尚未使用额度 449.83 亿元，中远海发间接融资渠道畅通。同时，中远海发为香港联交所和上交所主板上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2021 年底，中远海发对外担保余额 32.49 亿元，担保比率为 9.94%，均为对海发宝诚提供的担保。总体看，中远海发或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

母公司资产以非流动资产为主，债务负担处于合理水平，所有者权益结构较为稳定；营业收入规模相对较小，利润主要来自投资收益。

2021 年底，母公司资产总额为 725.44 亿元，较 2020 年底增长 8.02%，主要系长期股权投资和其他非流动资产增加所致。其中，流动资产 134.46 亿元，较 2020 年底增长 76.10%，主要来自交易性金融资产、其他应收款、一年内到期的非流动资产和其他流动资产的增加。非流动资产 590.98 亿元，较 2020 年底下降 0.72%。其中，母公司自有的 48 艘集装箱船舶根据会计准则规定分类为融资租赁，导致固定资产大幅下降同时长期应收款增加⁶；长期股权投资较 2020 年底增长 16.06%，主要受寰宇启东等 4 家集装箱标的公司并表以及对子公司增资影响。其他非流动资产较 2020 年底增长 62.51%，主要系对下属子公司委托贷款增加所致。

2021 年底，母公司所有者权益为 458.75 亿元，较 2020 年底增长 27.45%，主要系增发股份带动股本及资本公积增加与利润累积所致。其中，股本和资本公积合计占 77.29%。母公司所有者权益较为稳定。

2021 年底，母公司负债总额为 266.69 亿元，较 2020 年底下降 14.43%，主要系短期借款和其他应付款下降所致。其中，流动负债较 2020

年底下降 32.84%至 157.80 亿元。非流动负债较 2020 年底增长 42.00%至 108.89 亿元，主要来自长期借款和应付债券的增加。2021 年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 36.76%和 32.17%，现金短期债务比为 0.27 倍。

2021 年，母公司实现营业收入 7.17 亿元（主要为利息收入和存货销售收入等），同比下降 65.16%，主要系将 48 艘船舶资产注入下属子公司，母公司船舶租赁收入大幅下降所致；营业成本 2.96 亿元，同比下降 85.41%。2021 年，公司实现投资收益 71.58 亿元，主要为成本法核算的长期股权投资收益（65.00 亿元）和处置长期股权投资产生的投资收益（5.30 亿元）。2021 年，母公司确认资产减值损失 24.79 亿元，系寰宇启东等 4 家集装箱标的公司向母公司完成分利后，母公司对其的股权因投资成本大于其账面净资产出现减值而计提的减值准备。

九、外部支持

中远海发间接控股股东中远海运集团在全球海运市场的综合竞争实力位居前列，中远海发作为中远海运集团旗下航运金融产业平台的重要主体，近年来在业务合作方面获得股东的有力支持。另外，2021 年中远海发通过向股东定向增发带动股本和资本公积增加，资本实力进一步增强。

中远海运集团是国务院国资委直接监管的特大型央企，是国内最大的国际航运、物流和修造船产业集团，在全球航运业综合实力位居前列，其在品牌影响力及经营规模等方面具有显著优势。

中远海发作为中远海运集团旗下航运金融产业平台的重要主体，跟踪期内在船舶租赁、集装箱租赁及集装箱销售等方面获得股东的有力支持。2021 年，中远海发向关联方销售、提供劳务的价值为 58.75 亿元，占营业收入比重

⁶ 母公司将上述 48 艘船舶资产注入下属子公司新远海集，导致长期应收款下降，其他应收款、其他非流动资产等科目增加

为 15.83%；关联方主要为同一间接控股股东下的中远海控、中远海散、中远海特等。

2021 年，中远海发通过向中远海运投资发行股份购买其持有的寰宇启东 100%股权、寰宇青岛 100%股权、寰宇宁波 100%股权、寰宇科技 100%股权，集装箱制造产能得以扩大，集装箱产业布局不断完善；同时，中远海发还向包括直接控股股东中国海运在内的符合条件的特定投资者以非公开发行股份的方式募集配套资金。上述股份增发带动中远海发股本和资本公积增加。

十、结论

基于对中远海发经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持中远海发主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 流动性支持机构主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	106.64	136.79	190.93
资产总额（亿元）	1444.94	1460.39	1326.16
所有者权益（亿元）	242.08	243.70	326.89
短期债务（亿元）	495.68	587.88	460.34
长期债务（亿元）	631.25	538.15	453.45
全部债务（亿元）	1126.93	1126.04	913.80
营业总收入（亿元）	142.29	189.83	371.68
利润总额（亿元）	19.43	24.49	79.16
EBITDA（亿元）	85.75	80.27	117.55
经营性净现金流（亿元）	85.66	98.94	145.78
财务指标			
销售债权周转次数（次）	13.36	10.72	19.55
存货周转次数（次）	11.14	15.41	6.69
总资产周转次数（次）	0.10	0.13	0.27
现金收入比（%）	121.89	106.94	113.81
营业利润率（%）	25.19	24.88	28.77
总资本收益率（%）	3.78	3.13	6.25
净资产收益率（%）	7.20	8.74	18.63
长期债务资本化比率（%）	72.28	68.83	58.11
全部债务资本化比率（%）	82.32	82.21	73.65
资产负债率（%）	83.25	83.31	75.35
流动比率（%）	54.91	57.25	62.30
速动比率（%）	53.29	55.77	49.49
经营现金流动负债比（%）	15.79	15.26	27.06
现金短期债务比（倍）	0.22	0.23	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	2.50	3.72	7.06
全部债务/EBITDA（倍）	13.14	14.03	7.77

注：将 2020 年底其他流动负债中的超短期融资券调至短期债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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+一年内到期的非流动负债+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

附件 1-4 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表：

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 1-5 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种：

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 2 入池资产承租人影子评级方法与企业主体长期信用评级 方法差异说明

根据联合资信结构化产品的评级方法，在对结构化产品进行信用评级过程中，联合资信对入池资产承租人及保证人（如有）进行信用评级，该评级称为影子评级。为表示该评级与企业主体长期信用评级的区别，联合资信采用在主体长期信用评级等级符号后加下标 s 来表示影子评级。

联合资信影子评级所采用的基本原理和方法与联合信信的主体长期信用评级基本相同，即是对受评主体如期还本付息的能力和意愿的综合评价。考虑到结构化产品评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及结构化产品评级工作实际需要，入池资产承租人及保证人（如有）影子评级过程相对于联合资信的企业主体长期信用评级过程会有较大幅度的简化。联合资信主要根据发起机构提供的入池资产的信贷资料，对入池资产承租人及保证人（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、地区、规模和竞争力、经营管理风险、财务状况、历史回款记录、股东情况等，通过相关打分模型、历史数据预测以及公司信用评级委员会讨论确定承租人及保证人（如有）的影子评级结果。对于联合资信发布的承租人及保证人（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子评级结果主要用于结构化产品的评级，是衡量入池资产承租人及保证人（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池资产质量的一个参考指标，同时影子评级还是联合资信结构化产品评级模型内的一个重要输入参数。影子评级不是联合资信对承租人及保证人（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。联合资信入池资产承租人及保证人（如有）影子评级信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_s、AA_s、A_s、BBB_s、BB_s、B_s、CCC_s、CC_s、C_s。除 AAA_s 级、CCC_s 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。各等级含义与企业主体长期信用等级的含义一致，如下表所示：

信用等级	含义
AAA _s	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _s	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _s	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _s	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _s	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _s	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _s	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _s	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 _s	不能偿还债务

附件 3 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券（含资产支持票据）信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示：

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务