

信用等级公告

联合[2018] 1418 号

联合资信评估有限公司通过对中国远洋运输有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国远洋运输有限公司主体长期信用等级为 AAA，“05 中远债 2” 的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十七日



中国远洋运输有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券名称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
05 中远债 2	10.00 亿元	2025/10/09	AAA _{pi}	AAA	AAA

跟踪评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	860.64	826.33	736.07
资产总额(亿元)	4144.29	3371.58	3004.87
所有者权益(亿元)	1780.28	1521.49	1544.11
短期债务(亿元)	404.37	302.85	201.14
长期债务(亿元)	1145.78	786.33	564.19
全部债务(亿元)	1550.15	1089.18	765.33
营业收入(亿元)	1616.25	1673.73	1482.87
利润总额(亿元)	81.86	151.48	146.91
EBITDA(亿元)	193.61	249.47	230.58
经营性净现金流(亿元)	88.51	-18.13	117.73
营业利润率(%)	7.74	4.22	9.88
净资产收益率(%)	3.07	4.05	7.96
资产负债率(%)	57.04	54.87	48.61
全部债务资本化比率(%)	46.55	41.72	33.14
流动比率(%)	137.41	161.55	145.71
经营现金流流动负债比(%)	8.48	-1.99	15.80
全部债务/EBITDA(倍)	8.01	4.37	3.32
EBITDA 利息倍数(倍)	12.70	23.35	5.96

注：1.全部债务包含长期应付款中有息部分；2.2015 年数据为 2016 年追溯调整数。

分析师

杨明奇 许狄龙

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

中国远洋运输有限公司（以下简称“公司”）是中国远洋海运集团有限公司（以下简称“中远海运集团”）全资子公司，业务涉及集装箱航运、码头运营、船舶燃料供应、特种运输等。跟踪期内，全球经济复苏带动航运市场回暖，同时内部协同效应充分显现，公司经营效率大幅改善，行业地位得到进一步巩固。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，原油价格不断攀升导致公司经营压力增加、合并范围变化导致收入规模有所下降及非经常性损益对利润贡献较大等因素对其信用水平产生的不利影响。

“05 中远债 2”由中国农业银行股份有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信公开评级，中国农业银行股份有限公司主体长期信用等级为 AA_A_{pi}，担保实力强，有助于更好保障上述债券到期偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“05 中远债 2”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，全球经济复苏带动航运市场回暖，内部协同效应充分显现，公司经营效率大幅改善，行业地位得到进一步巩固。
2. 公司货币资金充裕，资产流动性较好，经营现金流大幅提升。
3. 跟踪期内，公司债务负担有所下降，且整体债务水平适中。

关注

1. 跟踪期内，受原油价格不断攀升及超大型船舶交付导致的运价承压影响，航运企业经营仍面临较大的困难。

2. 跟踪期内，公司利润总额主要来自非经常性损益，对利润结构稳定性造成一定影响。
3. 跟踪期内，公司合并范围发生变化，修造船工业、代理和物流板块整体划出，收入规模有所下降。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国远洋运输有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国远洋运输有限公司跟踪评级报告

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远洋运输有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司将名称由中国远洋运输(集团)总公司变更为现名称，股权结构未发生变化；截至2017年底，公司注册资本161.91亿元，已全部实收到位；唯一股东为中国远洋海运集团有限公司（以下简称“中远海运集团”），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”）。

公司经营范围：国际船舶运输；国际海运辅助业务；接受国内外货主订舱、程租、期租船舶业务；承办租赁、建造、买卖船舶、集装箱及其维修和备件制造业务；船舶代管业务；国内外与海运业务有关的船舶物资、备件、通讯服务；对经营船、货代理业务及海员外派业务企业的管理。

截至2017年底，公司资产总额3004.87亿元，所有者权益1544.11亿元（其中少数股东权益482.31亿元）；2017年，公司实现营业收入1482.87亿元，利润总额146.91亿元。

公司住所：北京市东城区东长安街六号；法定代表人：许立荣。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

“05中远债2”募集资金10.00亿元，全部用于远洋船舶建造。截至评级报告出具日，债券余额10.00亿元，跟踪期内公司已结清该债券上一计息年度利息，募集资金已全部按照规定使用。

表1 跟踪评级债券概况

债券名称	债券余额	起息日	到期兑付日
05中远债2	10.00亿元	2005.10.09	2025.10.09

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民

币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模持续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，

生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础

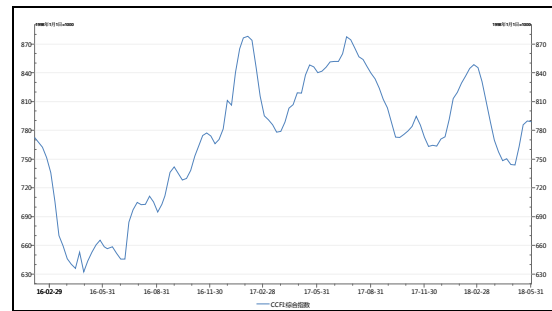
设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析

2017年，世界经济进入相对强势复苏轨道，在世界经济回暖的带动下，全球贸易形势有所改善，货运需求上升幅度明显，为航运企业的业绩提升形成了有力支撑。

集装箱航运方面，2017年，全球经济开始复苏带动航运需求恢复，市场运价触底反弹，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）稳步回升，2017年均值为820.08点，同比增长15.39%。截至2017年底，全球集装箱船舶共5177艘，运力规模约2110万TEU，同比增长3.7%，增速有所回升；2017年，全球交付新集装箱船舶运力规模达149万TEU，预计报废运力规模35万TEU；同期，新集装箱新船订单数量比前一年增长了140%，达到67.16万TEU，系班轮公司利用亚洲造船厂的优惠政策所致。2017年，全球共有117艘集装箱船舶处于短暂和长期的闲置状态，运力规模约为41.6万TEU，占全球集装箱船舶规模的2%，为自2015年初以来的最低水平，低于2016年10月底159万闲置TEU的峰值。

图1 2016年以来
中国出口集装箱运价指数（CCFI）趋势图



资料来源：Wind 资讯

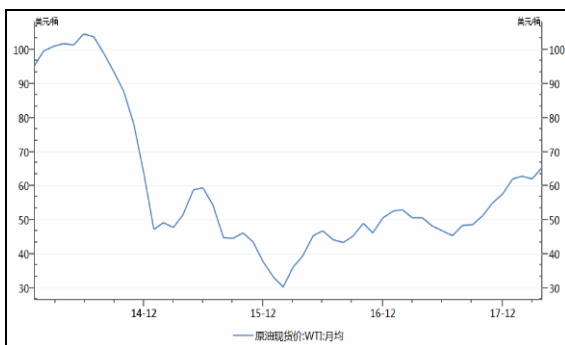
干散货航运方面，2017年，世界干散货运输需求增长快于供给，市场整体向好，船队规模低速扩张，中国需求仍是重要动力。在基础设施建设需求提升、压减地条钢产能带动钢价上升等因素影响下，我国铁矿石海运进口量约11亿吨，同比增长5%；煤炭进口需求总体旺盛，但下半年进口量大幅减少，全年煤炭进口海运量超过2亿吨，同比减少1.4%。据第三方机构估计，2018年全球干散货运输市场需求预计增长2.5%，船队规模约增长2.0%，运费水平有望回暖。运价方面，2017年，波罗的海干散货运价指数(BDI)均值为1145点，同比上涨70.1%。四季度最高点达1743点，为近四年来最高水平。

码头业务方面，2017年，受益于全球经济增速企稳、全球贸易环境有所改善、国际集装箱市场环境回暖升温，全球主要港口集装箱码头业务呈现增长趋势，主要区域吞吐量增速普遍加快。根据德鲁里报告，预计2017年全球主要港口累计完成集装箱吞吐量7.43亿标准箱，同比增长6.0%，其中，在七大区域市场中，北美洲地区预计增速最快，达到7.8%；其次是中东和南亚地区，预计为6.9%；欧洲地区表现也不错，预计增速为5.0%。2017年拉丁美洲和非洲地区集装箱吞吐量增速分别达到6.9%和3.6%，改变了负增长的局面，区域码头行业形势明显改善。

燃油成本在航运公司营业成本中占据一定比重，因此燃油价格的波动将影响航运企业的

盈利水平。根据欧佩克市场报告，2017年全球石油需求量增长153万桶/日，达到9694万桶/日；供应量为9670万桶/日，需求略大于供应。从价格走势看，2017年全年油价呈现出“先抑后扬”的态势。2017年初，欧佩克减产执行情况远超市场预期，对油价构成较强支撑，Brent和WTI价格在50美元/桶至55美元/桶区间徘徊。下半年，欧佩克减产协议期限延长、中东局势不稳定等因素令油价逐步走高，Brent原油价格在10月底突破60美元/桶的大关。2017年，WTI原油全年涨幅为11.53%，Brent原油涨幅为16.87%。在原油价格上涨的驱动下，航运燃油价格也一路飙升，根据航运巨头马士基的公开数据，2017年其平均燃油价格为320美元/吨，较上年增长43.50%。总体看，原油价格不断攀升对航运企业的成本控制提出了更高要求。

图2 2014年以来
WTI 原油现货价格（单位：美元/桶）



资料来源：Wind 资讯

跟踪期内，受全球经济回暖等周期性因素影响，海运行业开始复苏，运力过剩得到一定缓解，为航运企业的业绩提升形成了有力支撑。

六、基础素质分析

中远海运集团作为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群，综合实力居世界前列。

公司作为中远海运集团主要的子公司，下辖集装箱航运、船舶燃油供应、码头经营等业务板块，已成为全球第四大集装箱航运公司，

码头总吞吐量市场份额世界第一。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10110101021918004），截至2018年5月31日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、重大事项

1. 中远海运控股股份有限公司等通过重大资产重组收购东方海外（国际）有限公司

公司主要子公司中远海运控股股份有限公司（以下简称“中远海运控股”）拟通过重大资产重组形式收购香港交易所上市公司东方海外（国际）有限公司（以下简称“东方海外”，股票代码：HK：00316）。东方海外为全球七大航运公司之一，运力规模约为105艘集装箱船舶，65.8万标准箱。

2017年7月，中远海运控股召开第五届董事会第三次会议及第五届监事会第二次会议，会议审议通过：中远海运控股拟通过境外全资子公司Faulkner Global Holdings Limited与联合要约人上港集团BVI发展有限公司联合向东方海外的全体股东发出购买其持有的已发行的东方海外股份的附条件的自愿性全面现金收购要约（以下简称“本次重大资产重组”或“本次要约收购”）。本次要约收购的对价均将以现金支付，要约价格为每股78.67港元，支付的要约对价预计不超过492.31亿港元。

截至目前，本次重大资产重组进展顺利，已通过股东大会审议，已在国资委和国家发改委处准予备案，并通过美国和欧盟的反垄断审查。本次重大资产重组尚需通过中国商务部反垄断审查等以满足本次重大资产重组的先决条件；此外，本次重大资产重组还需要得到美国外国投资委员会的批准。鉴于目前中美贸易摩擦进一步升级，并购活动面临一定不确定性。

总体看，通过收购东方海外，公司不断加强全球资源整合和配置能力，提升公司在国际市场上的竞争力。

2. 中远造船工业有限公司等子公司不再纳入合并范围

2017年1月，中远海运集团向子公司中远海运重工有限公司（以下简称“中远海运重工”）出具《委托管理书》，约定根据确定的《工业板块重组整合方案》，委托中远海运重工全权负责中远船务工程集团有限公司，（以下简称“中远船务”）、中远造船工业有限公司（以下简称“中远造船”）、中海工业有限公司的经营管理，代行股东对上述三家公司的管理职能。根据上述文件，公司将全资子公司中远造船和控股子公司中远船务委托给中远海运重工，但股权尚未划转，故2017年度中远造船不再纳入公司合并范围。

2017年5月，中远海运重工与公司控股子公司中远海运国际（新加坡）有限公司（以下简称“中远海运（新加坡）”）签署协议，由中远海运重工收购中远海运（新加坡）持有的中远船务的51%的股权，不再纳入公司合并范围。

2017年，根据公司与中远海运物流有限公司（以下简称：“中远海运物流”）签订的《股权无偿划转协议》，公司将中国汽车运输国际货运代理有限公司（以下简称“汽运货代公司”）和中国外轮理货有限公司（以下简称“中外理公司”）无偿划转至中远海运物流，不再纳入公司合并范围。

中远船务和中远造船系公司修造船工业板块的经营主体，汽运货代公司和中外理公司系公司物流和代理板块的经营主体，上述公司不再纳入公司合并范围对公司营业收入和营业利润产生一定影响。

八、管理分析

跟踪期内，公司的管理制度无重大变化。

根据中远海运集团《关于中国远洋运输（集团）总公司进行公司改制的批复》（中远海资【2017】640号）文件批准，公司由全民所有制企业改制为一人有限公司，改制后不再设立董

事会和监事会，任命许立荣先生为执行董事、叶红军为监事。

许立荣先生，1957年7月出生，硕士研究生学历，中共党员。曾就职于原上海中远国际货运有限公司，上海航运交易所，原中远集装箱运输有限公司，原中国远洋控股股份有限公司，原中国远洋运输（集团）总公司；现任中远海运集团董事长、党组书记，公司执行董事和法定代表人。

九、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司实现营业收入1482.87亿元，同比下降11.40%，主要系合并范围变化所致；从收入结构看，公司营业收入来源主要为航运业务和燃油贸易，修造船工业、代理和物流板块整体划出，收入规模有所下降；2017年，公司综合毛利率11.32%，同比上升6.84个百分点，主要系全球经济环境回温和改革重组后发挥规模效益所致。

2. 经营业务分析

航运业务

公司航运业务包括集装箱航运业务和特种船运输业务。其中，集装箱航运业务由中远海运控股之子公司中远海运集装箱运输有限公司（以下简称“中远海运集运”）负责经营；特种船运输业务由中远海运特种运输股份有限公司（以下简称“中远海运特运”）负责经营。

（1）集装箱航运业务

中远海运集运通过自营集装箱船队开展国际、国内集装箱运输及相关业务。自2016年3月1日起，中远海运集运租入并经营中远海运发展股份有限公司及其控股子公司拥有或经营的集装箱船舶，自营船队规模及航运运力大幅增长。截至2017年底，中远海运集运自营集装箱船队包括船舶360艘，船舶运力达181.91万标准箱，运力同比增长10.33%，运力规模排名全球第4。2017年中远海运集运新交付使用的集装箱

船舶6艘（合计6.55万标准箱），年内无新增集装箱船舶订单。截至2017年底，中远海运集运自有28艘集装箱船舶订单，合计49.78万标准箱，相当于现有运力27.36%，船舶订单预计将于2018年到2019年上半年交付。

收入方面，2017年，中远海运集运实现集装箱航运及相关业务收入867.51亿元，增幅30.32%；其中航线收入778.53亿元，同比增长212.14亿元，增幅37.45%。从货运量看，中远海运集运完成集装箱货运量2091.37万标准箱，同比增长23.73%，亚太地区贡献主要增量；从货运价格看，中远海运集运平均单箱收入3722.56元/标准箱，同比增长11.09%，其中，国际航线平均单箱收入4641.34元/标准箱，同比增长12.08%；内贸干线平均单箱收入1632.13元/标准箱，同比增长3.22%。

成本方面，2017年，中远海运集运集装箱航运及相关业务成本同比增长17.51%至803.60亿元。在2017年油价大幅上涨的背景下，中远海运集运单箱成本为同比下降0.94%，主要系大型船舶的成本竞争优势、航线布局的规模化优势、整合后的内部协同优势等因素的共同影响所致。由于中远海运集运集装箱货运量增加、单箱收入增长及单箱成本保持相对稳定，使得2017年集装箱航运及相关业务毛利率由负转正，且较2016年末提高10.09个百分点至7.37%。

表2 2017年集装箱航运业务收入分区域构成情况
(单位: 亿元、%)

区域	营业收入	同比增长	占比
中国地区	185.78	4.90	21.42
美洲地区	224.59	28.50	25.89
欧洲地区	195.97	30.09	22.59
亚太地区	166.36	48.72	19.18
其他国际地区	94.81	84.50	10.93
合计	867.51	30.30	100.00

资料来源：中远海运控股年报

2018年，受原油价格不断攀升及超大船舶交付导致的运价承压影响，中远海运集运经营难度将有所增大。

总体看，跟踪期内，中远海运集运作为集运龙头企业，集装箱航运及相关业务实现量价齐升；受航线布局的规模化优势、整合后的内部协同优势等因素的共同影响，中远海运集运该板块业务扭亏为盈，经营效率大幅改善。

(2) 特种船运输业务

中远海运特运主营特种船运输业务，从事包括钻井平台、舰艇、机车及火车车厢、风电设备、桥吊、成套设备等远洋运输市场中超长、超重、超大件、不适箱以及有特殊运载和装卸要求的货载运输。中远海运特运经营管理半潜船、多用途重吊船、汽车船、木材船和沥青船等各类型船舶100多艘近300万载重吨，货物承运能力从1吨至10万吨全覆盖，船舶航行于160多个国家和地区的1600多个港口之间，形成了以中国本土为依托，辐射全球业务的经营服务网络。跟踪期内，中远海运特运新增9艘船舶计24.89万载重吨，退役两艘老旧船舶；2017年底，中远海运特运自有船舶101艘合计258.67万载重吨，平均船龄9.2年。其中，多用途船40艘，合计110.88万载重吨；重吊船24艘，合计63.93万载重吨；半潜船7艘，合计32.18万载重吨；汽车船6艘，合计7.97万载重吨；木材船11艘，合计33.81万载重吨；沥青船13艘，合计9.89万载重吨。

2017年，中远海运特运实现特种船运输收入601.63亿元，同比增长12.86%；业务毛利率15.12%，同比增加7.31个百分点。

燃油贸易

公司燃油贸易业务主要由中国船舶燃料有限责任公司（以下简称“中船燃料”）承担，主要经营保税油、内贸燃油和润滑油业务。

2017年，公司全球燃油销量2202.90万吨，其中境内销售1169.88万吨，境外销售1033.02万吨，分别占比53.11%和46.89%，销售量和销售区域均变化不大。

2017年，公司实现燃油贸易收入399.91亿元，同比增长19.63%，主要系国际油价有所回升所致；受此影响，公司燃油贸易业务毛利率

由负转正，2017年为5.24%。

表3 2016~2017年公司燃油贸易业务数据
(单位:万吨、%)

项 目	2016 年	2017 年
保税油	513.64	583.84
内贸油	633.03	574.34
润滑油	11.54	11.70
境内销售量小计	1158.21	1169.88
境外销售量小计	1036.26	1033.02
全球销售量合计	2194.47	2202.90

资料来源:公司提供

码头经营

公司码头业务主要由中远海港进口有限公司(以下简称“中远海港”)负责运营,以参、控股或独资的形式成立码头公司,为客户提供码头货物装卸、堆存等相关业务服务,以获取相应的经营收益。

码头业务的收费项目以装卸费用为主、以其他费用为辅。其中装卸费一般以单位特定货物的装卸单价为计费基础,按照装卸货物数量计收;对于其他码头收费,一般包括船舶靠泊费、系解缆费、开关舱费、货物堆存费、冷藏箱插电费等,计费基础一般按使用收费。码头收费的费率一般均以市场化为原则,由码头和客户协商确定。

2017年,中远海港实现码头及相关业务收入43.58亿元,同比增长15.82%,其中中国地区实现27.91亿元,占全年的64.04%;同期,中远海港码头及相关业务毛利14.79亿元,较同比增加1.01亿元,主要系不断加强码头资产的控制力、不断提高码头运营效率所致。

总体看,跟踪期内,受全球宏观经济回暖和内部协同效应优势显现影响,公司主要板块收入稳步增长;同期,受运价回升、航运燃油价格上涨等因素影响,公司各板块毛利率全面提升。同时,联合资信关注到修造船工业、物流和代理等板块的整体划出,对公司营业收入规模造成一定影响。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年度合并财务报表,瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)对该报表进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2017年底,纳入合并范围子公司15家;跟踪期内,公司合并范围变动较大,财务数据可比性一般。

截至2017年底,公司资产总额3004.87亿元,所有者权益1544.11亿元(其中少数股东权益482.31亿元);2017年,公司实现营业收入1482.87亿元,利润总额146.91亿元。

2. 资产质量

2017年底,公司资产总额3004.87亿元,同比下降10.88%,主要系流动资产减少所致,资产结构以非流动资产为主。

表4 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科 目	2016 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	1469.78	43.59	1085.45	36.12
货币资金	809.24	24.00	716.69	23.85
应收账款	319.94	9.49	96.59	3.21
其他应收款	153.44	4.55	149.48	4.97
非流动资产	1901.80	56.41	1919.42	63.88
可供出售金融资产	144.84	4.30	187.10	6.23
长期股权投资	619.24	18.37	667.10	22.20
固定资产	825.34	24.48	736.17	24.50
资产总额	3371.57	100.00	3004.87	100.00

资料来源:公司审计报告

2017年底,公司流动资产1085.45亿元,同比下降26.15%。其中,货币资金716.69亿元,同比下降11.44%,主要系购买船舶等固定资产和合并范围变化所致。

2017年底,公司应收账款96.59亿元,同比下降69.81%,主要系收回业务款所致,计提坏账准备5.83亿元,计提比例5.69%。2017年底,公司应收账款前五名占比5.06%,账龄组合(77.99亿元)中账龄集中在1年以内(占

95.12%)。总体看,公司应收账款客户分布较为分散,回收情况好。

2017年底,公司其他应收款149.48亿元,同比变化不大,计提坏账准备3.46亿元,计提比例2.26%。2017年底,公司其他应收款主要为应收关联方往来,其中与中远海运集团和中远海运重工往来款分别占比70.70%和9.27%。总体看,公司其他应收款集中度较高,对公司资金形成一定占用。

2017年底,公司非流动资产1919.42亿元,同比变化不大。其中,可供出售金融资产187.10亿元,同比增长29.17%,以按公允价值计量的可供出售权益工具为主,本年计提公允价值变动收益2.33亿元;长期股权投资667.10亿元,同比增长7.73%,主要系追加对青岛港国际股份有限公司投资所致;固定资产736.17亿元,同比下降10.80%,主要系合并范围变化所致。

2017年底,公司所有权和使用权受限制资产总计392.44亿元,受限比例13.06%,主要为用于法定存款准备金和押金保证金的受限货币资金34.60亿元和用于抵押和担保借款的受限固定资产、无形资产和在建工程分别为346.73亿元、3.19亿元和6.71亿元。

总体看,受合并范围变化影响,跟踪期内公司资产总额同比下降,但资产构成与资本来源匹配性较好,货币资金充裕,资产整体流动性较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底,公司所有者权益1544.11亿元,同比变化不大,但结构变化较大。其中,实收资本166.39亿元,同比增长2.76%,主要系将财政返还资金计入实收资本所致;资本公积243.44亿元,同比下降31.66%,主要系将8家子公司股权无偿转出所致;未分配利润240.54亿元,同比增长42.03%,当年向中远海运集团支付利润7亿元;少数股东权益482.31亿元,同比增长12.65%。

总体看,公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比较大,稳定性一般。

负债

2017年底,公司负债总额1460.76亿元,同比下降21.04%,流动负债和非流动负债均有所下降;负债结构变化不大,流动负债和非流动负债占比均衡。

2017年底,公司流动负债744.93亿元,同比下降18.12%。其中,短期借款101.41亿元,同比增长55.29%,主要系通过信用形式借入流动资金贷款所致;吸收存款及同业存放175.26亿元,同比增长47.09%,主要系中远财务有限责任公司吸收存款增加所致;应付账款212.16亿元,同比下降28.83%,主要系结算部分工程款所致;其他应收款65.22亿元,同比下降26.11%,主要系合并范围变化所致;一年内到期的非流动负债97.79亿元,同比下降57.93%。

2017年底,公司非流动负债715.83亿元,同比下降23.87%,主要为长期借款(占58.03%)及应付债券(占20.10%),随着债务的到期偿还以及向存续期不足一年转入流动负债,非流动负债有所下降。

表5 公司债务情况(单位:亿元、%)

项目	2016年	2017年
短期债务	302.85	201.14
长期债务	786.33	564.19
全部债务	1089.18	765.33
资产负债率	54.87	48.61
全部债务资本化比率	41.72	33.14
长期债务资本化比率	34.07	26.76

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

将长期应付款中有息部分调整至全部债务后,2017年底,公司全部债务765.33亿元,以长期债务为主;债务负担进一步降低,资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比分别下降6.26个、8.58个和7.31个百分点。

总体看,受合并范围变化影响,跟踪期内公司负债规模有所下降,整体债务水平较低。

4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入1482.87亿元，同比下降11.40%，主要系合并范围变化所致；同期，营业成本1332.04亿元，同比下降16.65%；2017年，公司营业利润率9.88%，同比增长5.66个百分点，主要系全球经济回暖和改革重组后发挥规模效益所致。

2017年，公司期间费用126.46亿元，期间费用率8.53%，同比进一步下降1.43个百分点。其中，销售费用16.24亿元，同比下降18.66%，主要系随营业规模减少而减少所致；管理费用80.54亿元，同比下降23.78%，主要系合并范围减少导致职工薪酬减少所致；财务费用29.68亿元，同比下降27.81%，主要系有息债务规模减少导致费用化利息减少所致。

公司投资收益主要系权益法核算的长期股权投资收益及处置长期股权投资和出售金融资产等产生的投资收益，对营业利润影响较大，2017年为119.33亿元，同比下降64.47%，主要系受改革重组影响，2016年度一次性确认投资收益金额较大所致。考虑到公司股权投资质量较高，投资收益具有一定持续性。

2017年，公司营业外收入14.34亿元，主要系取得的与收益相关的政府补助；利润总额146.91亿元，同比下降3.01%，投资收益对公司利润总额有很大影响。

表6 公司盈利能力情况(单位: 亿元、%)

项目	2016年	2017年
营业收入	1673.73	1482.87
期间费用	166.74	126.46
投资收益	335.81	119.33
营业外收入	32.63	14.46
利润总额	151.48	146.91
营业利润率	4.22	9.88
总资本收益率	2.76	6.82
净资产收益率	4.05	7.96

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，跟踪期内，受全球经济回暖和改革重组后发挥规模效益，公司盈利能力

有所上升；2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为6.82%和7.96%。

总体看，受合并范围变化影响，跟踪期内公司营业收入规模有所下降，但盈利能力有所增强；利润仍主要依靠投资收益，对利润结构稳定性造成一定影响。

5. 现金流

从经营活动来看，受合并范围变化影响，公司经营活动规模有所下降。2017年，公司经营活动现金流入中销售商品、提供劳务收到的现金1534.09亿元；同期，公司经营活动现金流出中购买商品、接受劳务支付的现金1311.90亿元；2017年，公司经营活动现金净流量117.73亿元；现金收入比103.45%，收现质量好。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入量138.94亿元；同期，公司投资活动现金流出量297.52亿元，主要为购买固定资产支付的现金。2017年，投资活动现金净流量-158.58亿元，对外投资规模较大。

从筹资活动来看，受合并范围减少影响，公司筹资活动规模有所减少，筹资活动流入和流出主要为与取得和偿还借款有关的现金，2017年分别为517.34亿元和554.07亿元；同期，公司筹资活动现金净流量-36.73亿元。

表7 公司现金流情况(单位: 亿元、%)

项目	2016年	2017年
经营活动现金流入量	2212.00	2043.23
经营活动现金流出量	2230.13	1925.49
经营活动现金净流量	-18.13	117.73
投资活动现金净流量	-12.94	-158.58
筹资活动现金净流量	-28.25	-36.73
现金收入比	104.75	103.45

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2017年，公司因汇率变动减少的现金及现金等价物28.24亿元。

跟踪期内，公司主营业务能为公司提供充足的现金流；投资活动支出较大，融资活动变化不大。总体看，公司货币资金持有量有所下

降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为145.71%和138.42%，分别较2016年底下降了15.84和14.39个百分点；2017年，公司经营现金流动负债比15.80%，经营性现金流对流动负债覆盖能力较弱；考虑到公司经营获现能力强且现金类资产充足，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为230.58亿元；全部债务/EBITDA为3.32倍。考虑到公司的市场地位，以及重组后规模效益的逐渐显现，未来盈利能力将有所增强，总体看，公司整体偿债能力强。

截至2017年底，公司对集团外公司担保余额12.48亿元，担保比率0.81%，主要是对中燃远邦（香港）控股有限公司、希腊海关和希腊政府财政部的担保。总体看，公司对外担保规模小，或有负债风险可控。

截至2017年底，银行仅对中远海运集团进行授信，不再单独对公司授信，中远海运集团银行授信额度9527亿元，尚未使用6280亿元；同时，公司下辖5家上市公司，具备单独直接融资渠道。总体看，公司在直接融资和间接融资方面均具有畅通的渠道。

十一、存续债券偿还能力分析

公司目前存续期内的债券为“05中远债2”，债券余额10.00亿元；2017年，公司EBITDA和经营活动现金净流量分别为230.58亿元和117.73亿元，分别为债券余额的23.06倍和11.77倍，公司EBITDA、经营活动现金流对存续期债券的保障能力强。

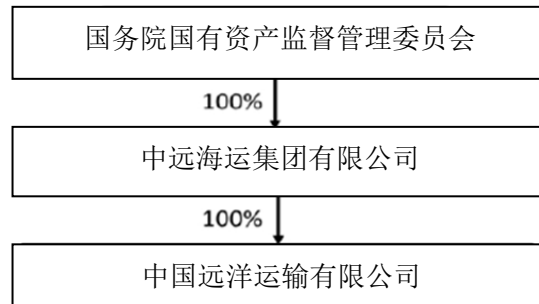
“05中远债2”由中国农业银行股份有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评级，中国农业银行股份有限公司的主体长期信用等级为AAApi，评级展望为

稳定。中国农业银行股份有限公司担保实力强，有效增强了“05中远债2”本息偿还的安全性。

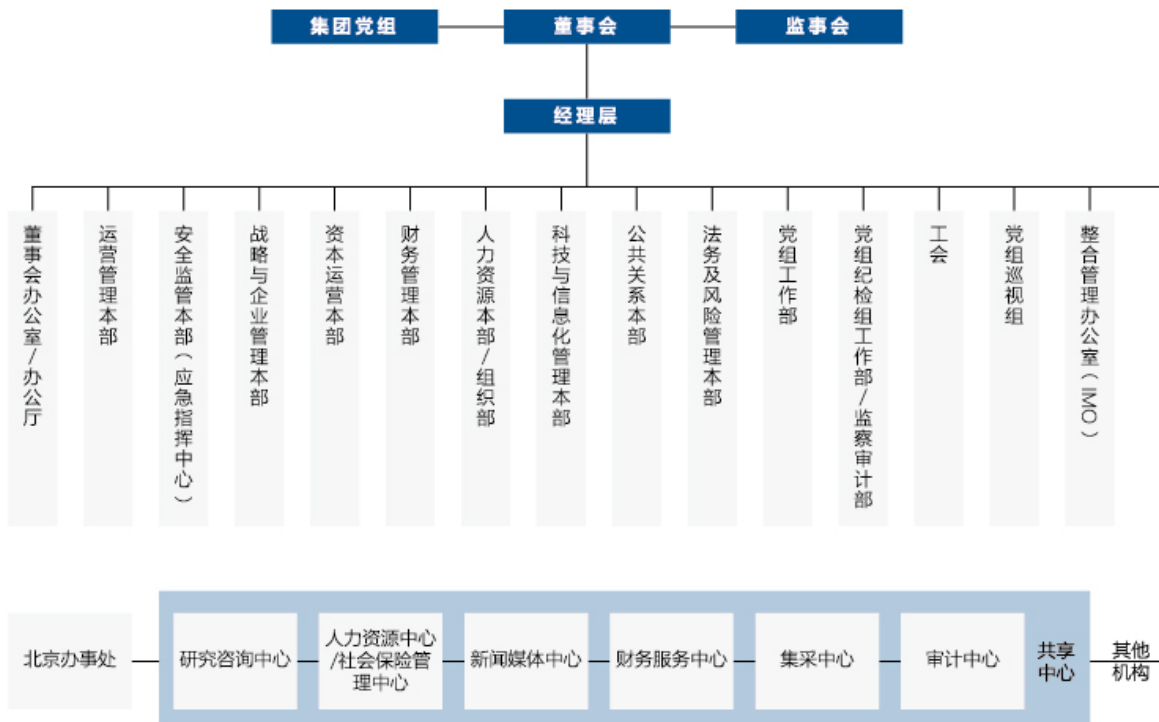
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“05中远债2”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司组织机构图



附件 1-3 截至 2017 年底公司合并范围子公司情况

子公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	业务性质
中远海运控股股份有限公司	44.61	1021627.43	远洋运输
中远财务有限责任公司	72.38	160000.00	非银行金融企业
中远海运特种运输股份有限公司	50.46	214665.08	远洋运输
中国船舶燃料有限责任公司	50.00	100000.00	石油及制品批发
中远海运博鳌有限公司	100.00	40000.00	旅游、饮食、房地产开发
中远海运 (厦门) 有限公司	100.00	61833.58	远洋运输
青岛远洋船员职业学院	100.00	7434.35	职业教育
北京中远对外劳务合作有限公司	100.00	1500.00	服务业
上海远洋实业有限公司	100.00	1500.00	运输及相关服务
大连昌盛国际货运有限公司	100.00	50565.33	交通运输辅助业
广州远洋投资有限公司	100.00	50.00	交通运输辅助业
中远信息科技有限公司	100.00	1000.00	IT 服务
中远海运 (香港) 有限公司	100.00	36446.53	运输及相关服务
中远海运国际 (新加坡) 有限公司	53.35	137151.92	运输及相关服务
中远 (开曼) 福庆控股有限公司	100.00	80.70	运输及相关服务

注：公司在中远海运控股股份有限公司董事会享有表决权比例为 64.29%，将其纳入合并范围。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	860.64	826.33	736.07
资产总额(亿元)	4144.29	3371.58	3004.87
所有者权益(亿元)	1780.28	1521.49	1544.11
短期债务(亿元)	404.37	302.85	201.14
长期债务(亿元)	1145.78	786.33	564.19
全部债务(亿元)	1550.15	1089.18	765.33
营业收入(亿元)	1616.25	1673.73	1482.87
利润总额(亿元)	81.86	151.48	146.91
EBITDA(亿元)	193.61	249.47	230.58
经营性净现金流(亿元)	88.51	-18.13	117.73
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.75	4.78	6.92
存货周转次数(次)	14.26	18.15	20.00
总资产周转次数(次)	0.42	0.45	0.46
现金收入比(%)	110.79	104.75	103.45
营业利润率(%)	7.74	4.22	9.88
总资产收益率(%)	2.04	2.76	6.82
净资产收益率(%)	3.07	4.05	7.96
长期债务资本化比率(%)	39.31	34.07	26.76
全部债务资本化比率(%)	46.55	41.72	33.14
资产负债率(%)	57.04	54.87	48.61
流动比率(%)	137.41	161.55	145.71
速动比率(%)	128.15	152.81	138.42
经营现金流动负债比(%)	8.48	-1.99	15.80
全部债务/EBITDA(倍)	8.01	4.37	3.32
EBITDA 利息倍数(倍)	12.70	23.35	5.96

注：1.将长期应付款中有息部分调整至全部债务；将一年内到期非流动负债中无息部分从全部债务调出；2.2015 年数据为 2016 年追溯调整数。

附件 3 主要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

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 4-1 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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 公开评级信用等级设置及其含义

评级符号后标有“pi”表示该信用等级是联合资信使用已公开的财务资料或其它公开信息作为分析的依据，而主动给定的信用等级符号。这类评级所依据的资料不及委托评级全面，评级结果的客观性可能会受到影响。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。详见下表：

级别设置	含义
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务