

信用等级公告

联合〔2019〕1590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存续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



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：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	826.33	726.42	648.42
资产总额(亿元)	3371.58	3001.05	3700.86
所有者权益(亿元)	1521.49	1540.48	1622.59
短期债务(亿元)	422.01	376.39	563.96
长期债务(亿元)	786.35	560.69	927.12
全部债务(亿元)	1208.36	937.08	1491.08
营业收入(亿元)	1673.73	1482.87	1814.08
利润总额(亿元)	151.48	146.91	106.45
EBITDA(亿元)	290.69	230.58	207.73
经营性净现金流(亿元)	-18.13	117.73	40.94
营业利润率(%)	4.19	9.72	8.08
净资产收益率(%)	4.05	7.98	5.19
资产负债率(%)	54.87	48.67	56.16
全部债务资本化比率(%)	44.26	37.82	47.89
流动比率(%)	161.55	144.39	108.99
经营现金流流动负债比(%)	-1.99	15.80	4.10
全部债务/EBITDA(倍)	4.16	4.06	7.18
EBITDA 利息倍数(倍)	5.44	5.96	4.84

注：1.短期债务包括吸收存款及同业存款，长期债务包括长期应付款中应付融资租赁款；2.2017 年财务数据使用 2018 年度期初数据

分析师：赵传第 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”）的全资子公司，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，子公司中远海运控股股份有限公司完成对东方海外（国际）有限公司的收购，集装箱船队规模跃升至世界第三位，行业地位得到进一步提升，公司的资产和营收规模大幅提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，航油成本持续提高、短期债务占比加重、债务规模大幅提升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全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，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，其担保有助于更好保障上述债券到期偿还的安全性。

随着全球经济稳步复苏，行业逐步回暖，及内部协同优势显现，未来公司资产及营收规模有望持续扩大，公司经营前景良好，联合资信对公司评级展望为稳定。

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，全球经济总体延续复苏态势，航运行业总体平稳恢复。
2. 跟踪期内，子公司中远海运控股股份有限公司完成对东方海外（国际）有限公司的收购，集装箱船队规模跃升至世界第三位，行业地位得到进一步提升。
3. 公司持有的招商银行等股权资产质量好且规模进一步扩大，能够为公司带来稳定

的投资收益。

4. “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，其担保有效的增强了“05中远债2”本息偿还的安全性。

关注

1. 跟踪期内，全球航运业缓慢复苏，但考虑到原油市场走势不明朗、运力供给仍有不同程度增加等因素，未来一定的时间内航运业复苏进程尚存在不确定性。
2. 公司主要运营成本中油价占比较大，油品贸易在公司业务收入中占较大比例，公司经营易受国际油价波动影响。
3. 跟踪期内，公司债务规模大幅提升，短期债务占比加大，债务负担有所加重。

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（以下简称“联合资信”）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，公司股权结构和经营范围未发生变化；截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为166.39亿元；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”）。

截至2018年底，公司合并资产总额3700.86亿元，所有者权益1622.59亿元（其中少数股东权益592.75亿元）；2018年，公司实现营业收入1814.08亿元，利润总额106.45亿元。

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

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券为“05中远债2”，债券余额10.00亿元，详情见表1。跟踪期内，“05中远债2”已按时足额支付当期利息。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
05中远债2	10.00	2005.10.09	20	4.85

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“05中远债2”募集资金用于远洋船舶建造，截至2019年3月底，募集资金已按照计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率

呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回

落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，

增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

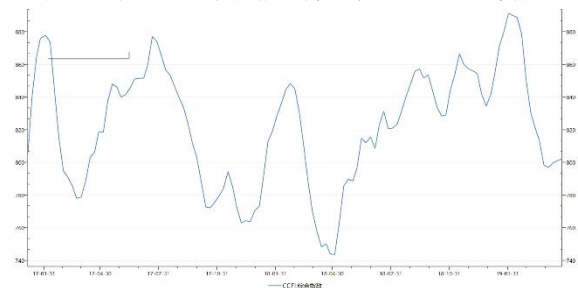
展望2019年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收

入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

集装箱航运方面，跟踪期内全球集装箱运输需求温和增长，但受限于集装箱船队运力的快速增长，集装箱运输市场供需关系无实质改变。截至2018年底，全球集装箱船舶运力规模约2230万标准箱，同比增长5.7%，增速持续回升；2018年，全球交付新集装箱船舶运力规模达121.4万标准箱，预计报废运力规模11万标准箱；2018年，全球闲置集装箱船舶运力规模约62.80万标准箱，同比增加21.2万标准箱，占全球集装箱船舶规模的2.8%，同比提升0.8个百分点，净供应增长无法与吨位需求相匹配。2018年，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）均值818点，同比变化不大。

图1 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，跟踪期内，世界干散货运输市场总体平稳恢复，但回升力度有所减弱。2018年，全球干散货海运预估量约52.1亿吨，同比增幅2.25%，增速较2017年大幅下降；其

中，铁矿石海运贸易量 14.7 亿吨，同比稍降 0.20%，煤炭海运贸易量 12.4 亿吨，同比增长 3.33%，粮食海运贸易量 4.86 亿吨，同比增长 1.67%，小宗散货海运贸易量 20 亿吨，同比增长 3.61%。运价方面，2018 年，波罗的海干散货运价指数（BDI）均值为 1353 点，同比上涨 18.08%，运费水平持续回暖。截至 2018 年 12 月，全球干散货船运力达 11337 艘、8.39 亿载重吨，运力增速达 2.82%。

码头业务方面，受全球经济增长放缓、贸易摩擦升级等因素综合影响，全球主要港口集装箱码头业务增速有所放缓，部分码头出现负增长。根据上海国际航运研究中心发布的《全球港口发展报告（2018）》，2018 年全球港口集装箱吞吐量 7.82 亿 TEU，同比增长 4.67%，增速较上年小幅下滑。前 20 大港口中，中国香港、迪拜港和汉堡港集装箱吞吐量均出现不同程度下降。

航油价格方面，燃油成本系在航运公司营业成本中占比最大的一项成本支出，因此燃油价格的波动将影响航运企业的盈利水平。石油价格方面，国际油价震荡上行后又深度下挫，但年均价大幅提升；2018 年，布伦特原油期货全年平均为 71.69 美元/桶，同比上涨 31%，年内一度突破 86 美元/桶的大关，达近四年高点，但年底又跌至 50.47 美元/桶的一年来低点。原油价格上涨带动船舶燃油价格上升，新加坡 IFO380 燃油全年均价 432.87 美元/吨，同比增长 31.5%；跟踪期内，国际油价整体维持高位，加剧了航运公司的经营压力。根据国际海事组织（IMO）相关规定，航运公司将于 2020 年起全面实施新的航油限硫规定，低硫油较普通航油成本更高，对航运公司成本控制提出了更高要求。

总体看，跟踪期内全球经济总体增速放缓，航运行业总体平稳恢复，但供需关系无实质改变，运力过剩问题有所加重；同时，航油成本的提升加剧了航运公司的经营压力。

六、基础素质分析

中远海运集团是国务院国资委直接监管的特大型央企，国内最大的国际航运、物流和造船产业集群，综合实力居世界前列。

公司作为中远海运集团主要子公司，下辖航运、贸易供应、码头经营等业务板块。集装箱航运方面，跟踪期内公司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”）完成对东方海外（国际）有限公司（H 股上市公司，股票代码：00316.HK，以下简称“东方海国际”）的要约收购，公司集装箱船队规模实现跨越式发展，上升至世界第三位，行业地位得到进一步巩固。码头业务方面，截至 2018 年底，公司经营集装箱和散杂货码头的装卸和堆存业务总吞吐量排名世界第一。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10110101021918004），截止 2019 年 5 月 10 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，信用记录良好。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（NO.G1012011606138610L），截止 2019 年 5 月 14 日，中远海运控股本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，信用状况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（NO.G1031011502618250G），截止 2019 年 1 月 25 日，公司子公司中远海运集装箱运输有限公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，信用状况良好。

七、重大事项

1. 中远海运控股完成收购东方海国际

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国际的全体股东发出购买其持有的已发行的东方海国际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。

本次要约收购要约期已于2018年7月27日截止，已就6.16亿股东方海外国际收到有效的要约接纳，占东方海外国际已发行股本约98.43%，其中Faulkner Global Holdings Limited持有88.53%，其余为上港BVI发展有限公司持有；截至2018年8月7日，上述东方海外国际股份已全部完成过户登记，本次要约收购已经完成交割。

总体看，完成收购东方海外国际后，据Alphaliner统计中远海运控股集装箱运力跃居行业第三位；本次收购有效整合了公司所属中远海运集装箱运输有限公司和东方海外国际下属全资子公司东方海外货柜航运有限公司的全球化网络优势，有利于充分发挥双方的协同效应；公司集装箱航运业务实力提升明显，行业

地位得到进一步巩固。

八、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度无重大变化。

九、经营分析

1. 经营概况

公司作为中远海运集团的主要子公司，下辖航运、贸易供应、码头经营等业务板块，2018年以上业务收入合计占比大于95%。2018年，公司实现营业收入1814.08亿元，其中主营业务收入1806.10亿元，同比增长23.10%，主要来自收购东方海外国际后航运收入快速增长及贸易供应业务规模的快速提升；同期，公司综合毛利率8.31%，其中主营业务毛利率8.08%，较上年下降1.27个百分点，主要系航运成本提升致使经营承压。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2017年			2018年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
航运业务	921.25	62.79	8.60	1194.46	66.13	7.18
码头业务	42.72	2.91	31.11	66.23	3.67	35.88
修造船业务	75.23	5.13	20.89	0.99	0.05	30.18
贸易供应业务	389.48	26.55	4.79	483.34	26.76	4.03
其他业务	38.55	2.63	26.69	61.08	3.38	27.24
合计	1467.23	100.01	9.35	1806.10	99.99	8.08

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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”）和东方海外国际下属全资子公司东方海外货柜航运有限公司（以下简称“东方海外货柜”）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

截至2018年底，中远海运控股经营的集装箱船队规模达477艘/275.88万标准箱，其中中远海运集运经营船队376艘/205.74万标准箱，东方海外货柜经营船队101艘/70.15万标准箱。2018年，中远海运集运新交付使用的集装箱船舶18艘/31.91万标准箱，并持有集装箱船舶订单10艘/17.87万标准箱；2018年下半年，东方海外货柜未新交付集装箱船舶，亦未新增集装箱船舶订单。

表3 中远海运控股集装箱船舶情况
(单位:艘、万标准箱)

项目	船舶公司名称	2017年	2018年
船舶数量	中远海运集运	360	376
	东方海外货柜	--	101
小计		360	477
船舶运力	中远海运集运	181.91	205.74
	东方海外货柜	--	70.15
小计		181.91	275.88

资料来源:中远海运控股年度报告
注:数据尾差系四舍五入所致。

2018年,中远海运控股完成集装箱货运量2179.19万标准箱,同比增长28.98%;不考虑收购东方海外国际的影响,中远海运控股完成集装箱货运量1836.61万标准箱,同比增长8.70%,主要来自运力的提升。同期,中远海运控股实现航线收入1060.80亿元,同比增长36.26%;不考虑收购东方海外国际的影响,航线收入同比增长8.81%至847.15亿元。分区域看,收购东方海外国际为中远海运控股在中国大陆外的其他航线带来的增益明显,跨太平洋航线、亚欧航线(包括地中海)、亚洲区内航线(包括澳洲)和其他国际航线(包括大西洋)货运量同比分别增长36.84%、28.66%、47.91%和60.27%;跟踪期内,中远海运控股亚洲区内航线(包括澳洲)货运量首次超过中国大陆航线货运量,占中远海运控股总货运量比为28.82%,贡献排名第一。

货运价格方面,2018年中远海运集运国际航线平均单箱收入871.64美元/标准箱,同比增长0.18%,与中国出口集装箱运价综合指数(CCFI)均值变动趋势基本一致;内贸航线平均单项收入2060.25元/标准箱,同比增长2.34%。

2018年,中远海运控股集装箱航运及相关业务成本1069.90亿元,同比增长33.14%;不考虑收购东方海外国际影响,中远海运控股集装箱航运及相关业务成本同比增长7.60%至864.67亿元。同期,中远海运控股单箱航运成本同比增长2.33%,主要来自航油成本的提升;剔除燃油费后的单项航运成本同比下降2.3%。

2019年1~3月,中远海运控股集装箱航运及相关业务成本302.37亿元,增幅56.18%。

(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。

截至2018年底,中远海运特运自有船舶104艘合计261.1万载重吨,平均船龄9.5年。其中,多用途船39艘,合计110.25万载重吨;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15艘,合计33.81万载重吨;沥青船13艘,合计11.44万载重吨。

2018年,中远海运特运实现营业收入75.76亿元,同比增长16.40%,其中航运业务收入70.69亿元,同比增长17.50%,主要来自运力规模的增加;同时,中远海运特运中标的全球最大的油田开发项目哈萨克斯坦里海TCO项目2018年进入承运期带动半潜船业务收入的增加。

贸易供应

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。

保税油方面,中船燃料是国内保税油供应种类最齐全的公司,在为客户提供380cst、180cst、MGO和500cst燃油供应的同时,响应船东需求,是国内唯一供应ULSFO(超低硫)品种的保税油供应商。公司综合自身和国际贸易客户需求进行采购。交易对象多为知名的全球能源公司、炼厂、贸易商。由于船加油是竞争非常激烈的微利市场,为保证竞争能力和供应链需求,目前公司燃油供应板块主要窗口交易和询比价交易,包含订单采购(长约采购)、单一来源采购和询价采购,基本上不使用招标采购方式。价格方面,亚洲燃料油市场基本采用普氏计价加升贴水,有相对透明交易所窗口价格。销售方面,中船燃料从业46年,客户管理

体系完善，目前是中国境内唯一拥有自有驳船加装MFM并用于交接的供应服务商，同时通过购买出口信用保险规避信用风险。

内贸燃油业务方面，主要为国内航行船舶提供燃油供应，产品以0#柴油、180#燃料油和120#燃料油为主。采购方面，目前内贸燃油供应商主要由系统内各地二级公司推荐，总部对其经营资质、资产规模、企业法人关系等方面审核合格，批准入库后才能正常采购，结算主要以先货后款为主；资源采购费用由承担主体根据提货方式决定。燃油的购销策略按照“以销定进”的主体思路，根据船东客户的需求来决定采购。销售方面，新增客户以信用保险机构是否承保为主要筛选机制，并决定其信用规模与账期。

润滑油业务方面，中船燃料主要经销品牌有昆仑、长城、美孚、壳牌。其中昆仑、长城以内贸产品为主，美孚、壳牌以保税产品为主。供应商为各油公司，总部润滑油部牵头与油公司签订年度经销协议，并享有账期，系统各公司在各地进行客户开发和销售。目前系统润滑油客户均非集团内部客户，主要是燃油客户、各类船东、港航企业等。

2018年，公司实现燃油贸易收入483.34亿元，同比增长24.10%，主要系国际油价有所回升导致；受此影响，燃油贸易业务毛利率4.03%，同比下降0.76个百分点，系行业竞争压力加大导致利润降低。

码头经营

公司码头业务主要由中远海运控股下属子公司中远海运港口有限公司（H股上市公司，股票代码01199.HK，以下简称“中远海运港口”）负责，以参、控股或独资的形式成立码头公司，组织开展相关业务的建设、营销、生产和管理工作，以获取相应的经营收益。

跟踪期内，中远海运港口持续完善全球码头布局，新增新加坡、阿联酋阿布扎比和秘鲁钱凯等地泊位；中远海运港口的码头组合遍布中国大陆的五大港口群、香港、台湾、欧洲及

地中海等主要海外枢纽港。截至2018年底，中远海运港口在全球控股或参股的36个港口投资48个集装箱码头，经营283个泊位，其中192个为集装箱泊位；集装箱年处理能力达1.06亿标准箱。

受惠于海洋联盟及公司增加对控股集装箱码头的靠泊，加上新收购码头的箱量贡献，中远海运港口2018年完成总吞吐量同比增长17.1%至1.17亿标准箱；扣除青岛港国际股份有限公司后，中远海运港口完成总吞吐量0.98亿标准箱，同比增长11.50%；其中，控股码头公司完成总吞吐量0.23亿标准箱，同比增长29.7%，占中远海运港口总吞吐量的19.2%；参股码头公司总吞吐量同比增长14.5%至0.95亿标准箱。分区域看，中远海运控股环渤海地区、东南沿海地区及其他、海外地区总吞吐量增幅明显，同比分别增长44.2%、24.9%和35.7%；总吞吐量仍主要由环渤海地区、珠江三角洲地区、海外地区和长江三角洲地区贡献，分别占比33.60%、22.60%、21.09%和16.34%。吞吐量的增长带动营收的增加，2018年中远海运控股实现码头及相关业务收入77.12亿元，同比增长76.97%。

成本方面，受码头业务量增长影响，中远海运控股2018年码头及相关业务成本同比增长85.32%至53.35亿元。受益于不断加强码头资产的控制力、不断提高码头运营效率，中远海运控股2018年码头及相关业务毛利为23.77亿元，较2017年同期增加8.98亿元。

总体看，跟踪期内中远海运控股完成收购东方海国际后，集装箱航运业务实力大幅提升，公司航运收入规模增幅明显。同时，联合资信关注到航运行业运营成本中燃油成本占比较高，2018年以来航油成本的提升为公司经营带来的压力；此外，公司将于2020年起全面实施新的航油限硫规定，低硫油较普通航油成本更高，对公司成本控制提出了更高要求。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度合并财务报表，天职国际会计师事务所（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。

2018年起，公司执行2017年财政部修订的与收入和金融资产相关的企业会计准则。从合并范围看，截至2018年底公司拥有纳入合并范围二级子公司11家，较上年底减少4家，上述4家子公司在处置日权益总额30.11亿元，其中中远海运集团下属子公司中海集团财务有限责任公司（后更名为“中远海运集团财务有限责任公司”）将中远财务有限责任公司吸收合并后将其注销，中远财务有限责任公司处置日权益总额28.73亿元，影响“货币资金”、“吸收存款及同业存款”等多个会计科目。2018年，中远海运控股通过非同一控制下企业合并方式东方海外国际，年末权益总额324.82亿元，影响“固定资产”、“营业收入”等多个会计科目。本次评级报告2017年度财务数据使用2018年度财务报表的期初数据，以使财务数据更具可比性。

截至2018年底，公司合并资产总额3700.86亿元，所有者权益1622.59亿元（其中少数股东权益592.75亿元）；2018年，公司实现营业收入1814.08亿元，利润总额106.45亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额3700.86亿元，同比增长23.32%，主要来自非流动资产的增加，年末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	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	1076.20	35.86	1088.12	29.40
货币资金	716.69	23.88	615.06	16.62
应收账款	95.57	3.18	137.44	3.71
其他应收款	149.48	4.98	133.57	3.61
非流动资产	1924.85	64.14	2612.74	70.60

可供出售金融资产	152.54	5.08	109.07	2.95
长期股权投资	662.79	22.09	712.31	19.25
固定资产	736.17	24.53	1362.20	36.81
资产总额	3001.05	100.00	3700.86	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年底，公司流动资产1088.12亿元，同比变化较小。其中，货币资金615.06亿元，同比下降14.18%，主要系收购东方海外国际消耗部分现金储备。

2018年底，公司应收账款137.44亿元，同比增长43.81%，主要系东方海外国际纳入公司合并范围后带来的增加，累计计提坏账准备6.94亿元，计提比例4.81%；年末公司应收账款前五名占比9.91%，账龄组合（106.11亿元）中账龄集中在1年以内（占96.09%）。总体看，公司应收账款客户分布较为分散，账龄短，回收情况好。

2018年底，公司其他应收款133.57亿元，同比下降10.64%，系收回应收中远海运重工有限公司股权交易款；年末，公司其他应收款累计计提坏账准备3.61亿元，计提比例2.70%；从集中度看，公司其他应收款主要为应收中远海运集团往来款，占比70.10%。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。

2018年底，公司非流动资产2612.74亿元，同比增长35.74%。其中，可供出售金融资产109.07亿元，同比下降28.50%，系根据新金融工具相关企业会计准则将其分别调整至“债权投资”、“其他权益工具”和“其他非流动金融资产”，年末可供出售金融资产以按公允价值计量的可供出售权益工具为主；长期股权投资712.31亿元，同比增长7.47%，主要系按权益法确认投资收益；年底公司长期股权投资中重要的合营及联营企业包括青岛港国际股份有限公司、招商银行股份有限公司、齐鲁高速公路股份有限公司和河北石高速公路开发有限公司等；固定资产账面原值1905.74亿元，同比增加888.22亿元，主要系东方海外国际纳入公司合

并范围带来的船舶、码头等资产；年末固定资产账面净值1362.20亿元，累计计提折旧527.29亿元，累计计提减值准备16.25亿元。

2018年底，公司所有权和使用权受限制资产总计868.34亿元，受限比例23.46%，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13.06亿元，用于抵押和担保借款的受限固定资产、无形资产分别为848.55亿元和3.20亿元。

跟踪期内，东方海外国际纳入公司合并范围，公司资产规模大幅提升，资产结构仍以非流动资产为主，符合航运行业企业特征；总体看，公司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

2018年底，公司所有者权益1622.59亿元，同比增长5.33%，主要来自东方海外国际纳入公司合并范围带来的少数股东权益及经营获利留存；其中，实收资本166.39亿元，同比未发生变化；资本公积185.31亿元，同比下降23.88%，主要系因无偿划转4家子公司导致资本公积减少58.48亿元；少数股东权益592.75亿元，同比增长22.83%。

受无偿转出4家子公司影响，跟踪期内公司资本公积同比有所下降，未分配利润和少数股东权益占比较大且持续提升，所有者权益稳定性一般。

负债

2018年底，公司负债总额2078.27亿元，同比增长42.29%，流动负债和非流动负债均有所增加；负债结构变化不大，流动负债和非流动负债占比均衡。

2018年底，公司流动负债998.35亿元，同比增长33.94%。其中短期借款448.12亿元，同比增加346.71亿元，系为收购东方海外国际借入大量流动资金借款；应付账款241.20亿元，同比增长13.69%，主要为应付未结款工程款；其他应付款72.53亿元，同比增长11.20%，主要

系合并范围变化；一年内到期的非流动负债115.18亿元，同比增长17.77%。

2018年底，公司非流动负债1079.92亿元，同比增长50.99%。其中，长期借款和应付债券分别为584.90亿元和188.29亿元，同比分别增长40.81%和30.89%，系东方海外国际纳入合并范围及子公司中远海运控股发行中期票据；长期应付款154.62亿元，系东方海外国际纳入合并范围带来的融资租赁款，调整至长期债务核算。

表5 公司有息债务情况(单位:亿元、%)

项目	2017年	2018年
短期债务	376.39	563.96
长期债务	560.69	927.12
全部债务	937.08	1491.08
长期债务资本化比率	26.68	36.36
全部债务资本化比率	37.82	47.89
资产负债率	48.67	56.16

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年底，公司全部债务1491.08亿元，以长期债务为主，占比62.18%；受收购东方海外国际借入大量有息债务及东方海外国际纳入公司合并范围等因素综合影响，公司债务负担快速提升，2018年底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为56.16%、47.89%和36.36%，同比分别提升7.49个、10.07个和9.68个百分点。

受收购东方海外国际借入大量有息债务及东方海外国际纳入公司合并范围等因素综合影响，跟踪期内公司债务规模大幅上升，债务负担有所加重；公司债务结构以长期债务为主，债务指标总体处于适宜水平。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入1814.08亿元，同比增长22.34%；同期，公司营业成本同比增长24.64%，增幅大于营业收入；受此影响，公司营业利润率同比下降1.64个百分点至8.08%，主要系航油成本提升致使经营承压。

2018年，公司期间费用133.57亿元，同比

增长5.62%。其中，财务费用88.91亿元，同比增长15.64%，系有息债务中流动资金贷款占比提升导致费用化利息支出增加；同期，公司期间费用率7.36%，同比下降1.17个百分点，期间费用对利润影响有限。

公司投资收益主要系权益法核算的长期股权投资收益，对营业利润影响较大，2018年为81.79亿元，同比下降31.46%，主要系2017年处置金融资产导致一次性确认投资收益金额较大。考虑到公司股权投资质量较高，投资收益具有一定持续性。

2018年，公司收到政府财政补贴16.93亿元，分别计入“营业外收入”和“其他收益”；同期，公司实现利润总额106.45亿元，同比下降27.54%，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	2017年	2018年
营业收入	1482.87	1814.08
期间费用	126.46	133.57
投资收益	119.33	81.79
其他收益	3.84	7.76
营业外收入	12.79	10.21
利润总额	146.91	106.45
营业利润率	9.72	8.08
总资本收益率	6.36	4.01
净资产收益率	7.98	5.19

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面,受航油成本上升影响,公司盈利能力有所下降;2018年,公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.01%和5.19%。

总体看,受航油成本上升影响,跟踪期内公司营收规模快速提升,但航油价格提升致使公司经营承压,盈利能力有所下降,利润实现仍主要依靠投资收益。

5. 现金流

从经营活动来看,2018年,公司经营活动现金流入量1987.91亿元,其中销售商品、提供劳务收到的现金1833.63亿元;同期,公司经营活动现金流出量1946.98亿元,其中购买商品、

接受劳务收到的现金1753.21亿元;2018年,公司经营活动现金净流量40.94亿元;现金收入比101.08%,收现质量好。

从投资活动来看,2018年,公司投资活动现金流入量100.31亿元;同期,公司投资活动现金流出量513.27亿元,主要为购买固定资产支付的现金和取得东方海外国际收到的现金。2018年,投资活动现金净流量-412.95亿元,对外投资规模较大。

从筹资活动来看,受收购东方海外国际及其纳入合并范围影响,公司筹资活动规模大幅提升,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,2018年分别为1480.14亿元和1205.77亿元;同期,公司筹资活动现金净流量274.36亿元。

表7 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2017年	2018年
经营活动现金流入量	8.41	4.45
经营活动现金流出量	1,925.49	1,946.98
经营活动现金净流量	117.73	40.94
投资活动现金净流量	-158.58	-412.95
筹资活动现金净流量	-36.73	274.36
现金收入比	103.45	101.08

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2018年,公司因汇率变动增加的现金及现金等价物17.57亿元。

跟踪期内,公司主营业务能为公司带来充足的现金流;投资活动支出较大,融资活动净额变化不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2018年底,公司流动比率和速动比率分别为108.99%和101.83%,同比分别下降35.40个和35.27个百分点,系短期债务大幅增长所致;2018年,公司经营现金流对流动负债覆盖能力较弱;2018年底,公司现金类资产648.42亿元,为短期债务的1.15倍。总体看,公司现金储备充足,公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为207.73亿元；全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为7.18倍和4.84倍。

截至2018年底，公司对集团外担保余额10.02亿元，担保比率0.62%，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2018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；同时，公司下辖5家上市公司，具备单独直接融资渠道。

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，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，公司母公司资产总额1126.99亿元，主要为对外股权投资，其中可供出售金融资产108.75亿元，长期股权投资797.95亿元；所有者权益951.86亿元，其中实收资本166.39亿元，其余主要为留存收益。

2018年，公司母公司实现利润总额87.13亿元，利润实现依赖投资收益。

总体看，母公司对外股权投资质量较好，可为其带来丰厚的投资收益。

十一、存续债券偿还能力分析

截至本次跟踪评级日，公司存续债券“05中远债2”债券余额10.00亿元，2018年公司EBITDA和经营活动现金净流量分别为207.73亿元和40.94亿元，分别为存续债券余额的20.77倍和4.09倍，公司EBITDA及经营活动现金流对存续期债券的保障能力强。

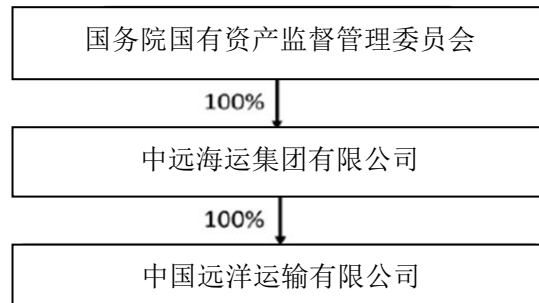
“05中远债2”由中国农业银行股份有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信通过公开评级确定中国农业银行股份有限公司的主体长期信用等级为AAApi，评级展望为稳定。中国农业银行股份有限公司的担保有效的增强了“05中远债2”本息偿还的安全

性。

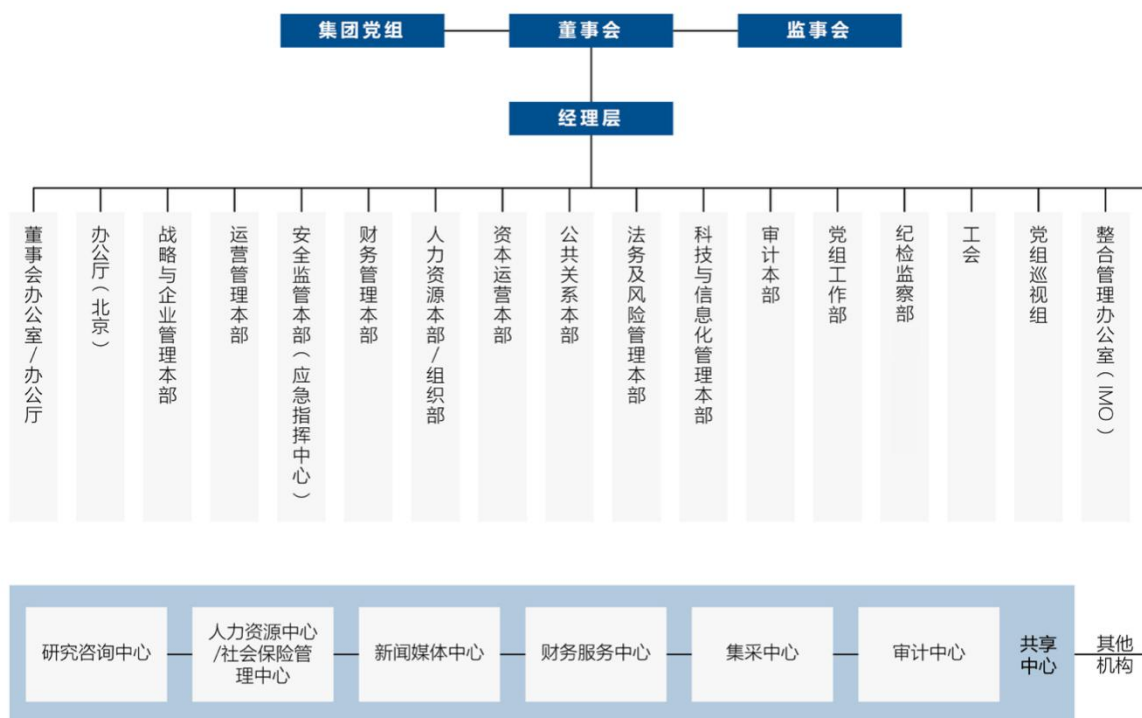
十二、结论

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 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织机构图



附件 1-3 截至 2018 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	45.47	1021627.44	远洋运输
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	279373.13	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
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
中远海运 (香港) 有限公司	100.00	364446.53	运输及相关服务
中远海运国际 (新加坡) 有限公司	53.35	137151.68	运输及相关服务

资料来源: 公司审计报告

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	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	826.33	726.42	648.42
资产总额(亿元)	3371.58	3,001.05	3700.86
所有者权益(亿元)	1521.49	1,540.48	1622.59
短期债务(亿元)	422.01	376.39	563.96
长期债务(亿元)	786.35	560.69	927.12
全部债务(亿元)	1208.36	937.08	1491.08
营业收入(亿元)	1673.73	1482.87	1814.08
利润总额(亿元)	151.48	146.91	106.45
EBITDA(亿元)	290.69	230.58	207.73
经营性净现金流(亿元)	-18.13	117.73	40.94
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.04	6.94	14.70
存货周转次数(次)	18.15	19.94	26.45
总资产周转次数(次)	0.45	0.47	0.54
现金收入比(%)	104.75	103.45	101.08
营业利润率(%)	4.19	9.72	8.08
总资本收益率(%)	4.13	6.36	4.01
净资产收益率(%)	4.05	7.98	5.19
长期债务资本化比率(%)	34.07	26.68	36.36
全部债务资本化比率(%)	44.26	37.82	47.89
资产负债率(%)	54.87	48.67	56.16
流动比率(%)	161.55	144.39	108.99
速动比率(%)	152.81	137.10	101.83
经营现金流动负债比(%)	-1.99	15.80	4.10
全部债务/EBITDA(倍)	4.16	4.06	7.18
EBITDA 利息倍数(倍)	5.44	5.96	4.84

注：1.短期债务包括吸收存款及同业存款，长期债务包括长期应付款中应付融资租赁款；2.2017 年财务数据使用 2018 年度期初数据

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 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

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 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