信用等级公告

联合[2018] 1972 号

联合资信评估有限公司通过对中国海运集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国海运集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“11 中海运 MTN2”和“12 中海运 MTN2”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

二零一八年七月二十六日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国海运集团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

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
11 中海运 MTN2	40 亿元	2018/8/8	AAA	AAA
12 中海运 MTN2	20 亿元	2019/3/26	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	226.13	270.25	358.63	305.16
资产总额(亿元)	2321.59	2620.02	2642.68	2607.56
所有者权益(亿元)	906.04	730.41	806.03	807.71
短期债务(亿元)	470.56	559.28	529.70	438.91
长期债务(亿元)	685.85	995.84	1023.13	1045.92
全部债务(亿元)	1156.40	1555.12	1552.83	1484.83
营业总收入(亿元)	799.41	550.38	350.93	78.78
利润总额(亿元)	15.51	87.98	83.77	11.00
EBITDA(亿元)	105.45	189.05	179.32	--
经营性净现金流(亿元)	54.20	114.59	131.18	-0.57
营业利润率(%)	5.81	11.35	18.00	16.81
净资产收益率(%)	0.32	7.90	8.86	--
资产负债率(%)	60.97	72.12	69.50	69.02
全部债务资本化比率(%)	56.07	68.04	65.83	64.77
流动比率(%)	74.65	74.74	82.62	85.85
经营现金流动负债比(%)	8.18	14.37	17.73	
全部债务/EBITDA(倍)	10.97	8.23	8.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.01	4.67	4.13	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.短期债务包括其他流动负债，长期债务中包括长期应付款中有息债务。

分析师

杨明奇　王 存　马 颖

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

跟踪期内，中国海运集团有限公司（以下简称“公司”）资产重组事项逐步完成，公司各板块业务资源得以整合，专业运营能力进一步增强，主业盈利能力大幅上升。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）的评级反映了公司航运综合金融服务、油气运输领域在经营规模、资产质量以及专业化程度等方面的优势。同时联合资信也关注到，公司债务负担较重、期间费用对利润侵蚀严重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着全球航运业缓慢复苏，中国远洋海运集团有限公司资产重组带来的资源整合协同效应将进一步显现。公司核心业务所涉及的能源运输，航运综合金融服务经营规模全球领先，公司整体盈利能力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“11中海运MTN2”和“12中海运MTN2”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司子公司中远海运能源运输股份有限公司拥有全球最大的海上石油运输船队，在原油和液化天然气运输领域具有领先地位。
2. 公司子公司中远海运发展股份有限公司是以船舶租赁、集装箱租赁和非航租赁等多元化租赁业务和投资业务为主的综合航运金融服务提供商，跟踪期内多元化租赁业务规模整体大幅增长。
3. 公司持有的渤海银行、招商银行、光大银行、中集集团以及跟踪期内新增的中国信达资产管理股份有限公司的股权投资质量好，能够为公司带来稳定的投资收益。

关注

1. 跟踪期内，受资产重组事项影响，公司收入规模大幅减小，期间费用对利润侵蚀严重，公司利润总额对营业外收入和投资收益依赖程度高。
2. 跟踪期内，公司债务规模虽小幅下降，但债务负担仍处于较重水平。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国海运集团有限公司（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。

中国海运集团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海运集团有限公司及其存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，中国海运集团有限公司（以下简称“公司”）根据《国务院办公厅关于印发中央企业公司制改制工作实施方案的通知》（国发办【2017】69号）的指示，由全民所有制企业变更为有限责任公司，公司名称由“中国海运（集团）总公司”变更为现名。公司股权结构和经营范围未发生变化，截至2018年3月底，公司注册资本97.36亿元，中国远洋海运集团有限公司（以下简称“中远海运集团”）为公司实际控制人，国务院国资委为公司最终控制人。

截至2017年底，公司资产总额2642.68亿元，所有者权益806.03亿元（其中少数股东权益278.35亿元）；2017年公司实现营业总收入350.93亿元，利润总额83.77亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额2607.56亿元，所有者权益807.71亿元（其中少数股东权益283.61亿元）；2018年1~3月公司实现营业总收入78.78亿元，利润总额11.00亿元。

公司注册地址：上海市东大名路700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

公司于2011年发行“11中海运MTN2”，期限7年，募集资金40亿元，全部用于补充运营资金；于2012年发行“12中海运MTN2”，期限7年，募集资金20亿元，用于补充营运资金及归还银行贷款。

表1　公司存续债券概况

债项简称	债券余额	起息日	债券期限
11中海运MTN2	40.00亿元	2011-08-08	7年
12中海运MTN2	20.00亿元	2012-03-26	7年

资料来源：联合资信根据公司债券发行信息整理

跟踪期内，“11中海运MTN2”和“12中海运MTN2”募集资金已按用途使用完毕，并按期足额支付利息。

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，外汇储备规模继续增长。

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。

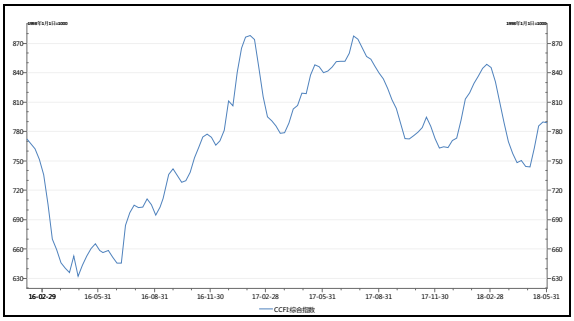
具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致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　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。

原油运输方面，2017 年，国际原油价格高企，Brent 和 WTI 原油期价平均为 54.74 美元和 50.87 美元，较 2016 年上涨 21.02%和 12.72%。2017 年，中国沿海原油运输市场的需求总量保持稳定，进口量仍然保持较快增速，全年原油海运进口量约 3.9 亿吨，同比增长 9.9%。运力方面，根据 CLARKSON 统计数据，全球原油轮运力需求同比增长约 5.0%，运力供给同比增长约 5.7%；尽管运力需求保持了稳步增长，但受新船订单年内集中交付、VLCC 浮舱运力同比减少等因素影响，市场有效运力供给增速高于运力需求增速，运力供过于求的局面加剧，导致市场运价下跌。

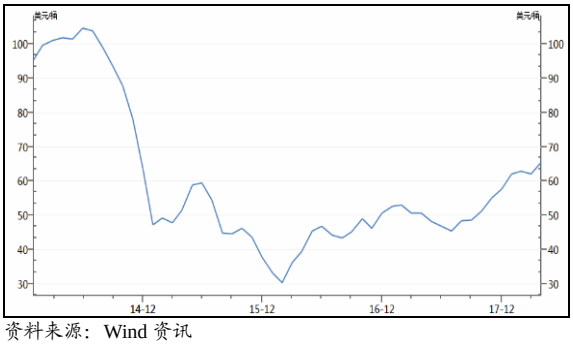
LNG 运输市场方面，据壳牌最新发布的《液化天然气（LNG）前景报告》，2017 年全球 LNG 需求增长 2900 万吨，总量达到 2.93 亿

吨，创历史新高，同比增长约 11%。2017 年，中国 LNG 进口量继续保持高速增长，2017 年中国 LNG 进口总量为 3813.41 万吨，同比增长 45.80%，首次超越韩国而成为全球第二大 LNG 进口国。

燃油成本方面，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；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，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，同比增长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

跟踪期内，公司继续按照中远海运集团合并重组计划进行了业务板块的剥离整合，公司业务板块进一步理顺。目前，公司核心业务主要来源于中远海运发展股份有限公司（以下简称“中远海发”2866.HK，601866.SH）和中远海运能源运输股份有限公司（以下简称“中远海能”1138.HK，600026.SH）。

中远海发是以船舶租赁、集装箱租赁和非航租赁等多元化租赁业务和投资业务为主的综合航运金融服务提供商；中远海能是专注于油品运输业务、LNG运输业务的油气运输上市平台。

根据公司过往公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1.　经营概况

跟踪期内，公司继续按照中国远洋海运集团合并重组计划实施有关业务的剥离工作，主要将船舶代理、物流贸易以及船舶修造业务剥离。公司业务链条进一步清晰。目前，公司核心业务是中远海发主导的多元租赁、集装箱制造、综合金融服务，和中远海能主导的油气运输业务。

表2　2016~2017年公司主营业务收入及毛利率情况

（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
海运业务	234.40	42.59	19.53	196.31	35.67	19.93
物流业务	28.66	5.21	0.35	--	--	--
港口业务	0.88	0.16	19.51	--	--	--
修造业务	68.69	12.48	2.30	55.34	10.05	8.36
商贸业务	68.73	12.49	-9.79	43.33	7.87	6.58
其他	137.26	24.94	13.50	47.09	8.56	27.07
合计	**538.62**	**97.86**	**11.03**	**342.06**	**62.15**	**17.35**

资料来源：公司审计报告

2017年，公司主营业务收入342.06亿元，同比下降36.49%。2017年，公司主营业务收入中海运业务196.31亿元，主要为中远海发航运租赁业务收入和中远海能油气运输收入，同比下降主要是由于部分海运业务剥离所致；修造业务55.34亿元，主要为中远海发集装箱制造以

及部分年内产生的（已剥离）船舶修造收入；其他业务收入47.09亿元，主要为公司子公司中石化中海船舶燃料供应有限公司产生的油料供应收入。

从毛利率看，2017年公司主营业务毛利率17.35%，较上年增幅较大。其中，海运业务毛利率19.93%，同比变化不大；修造业务毛利率8.36%，较上年有所提升，主要是由于毛利率水平较高的集装箱制造业务占比上升所致。

2. 业务经营分析

（1）多元租赁业务

航运租赁板块

截至 2017 年底，中远海发航运及相关产业租赁资产总额达人民币 940.93 亿元，同比增长 64.50%；2017 年中远海发实现航运租赁收入 103.84 亿元，占其主营业务收入的 61.61%。航运租赁板块主要可细分为船舶租赁业务和集装箱租赁业务。

跟踪期内，船舶租赁主要的经营主体是中远海发本部、及其子公司包括中远海发香港公司、亚洲公司、东方富利；下游交易对手为中远海运集团内关联企业中远海控，上游供应商主要为中远海运船员管理公司、中石化中海船舶燃料供应有限公司，其上下游经营及供需情况稳定。截至 2017 年底，中远海发集装箱船队规模达 93 艘，总运力达 66.2 万 TEU；6.4 万吨级散货船 4 艘；液化天然气船、重吊船等各类船舶合计 70 余艘。船舶租赁业务规模居于世界前列。

公司集装箱租赁业务由下属子公司东方国际、佛罗伦国际有限公司以及 FCI 组成，其拥有和管理 366 万 TEU（包括中远海发下属香港公司、亚洲公司自有箱）、成为位居世界第二位的集装箱租赁公司。2017 年，中远海发及时把握租箱市场复苏机会，加大新箱投资和客户开发，努力扩大市场份额；向包括中远海控、达飞轮船（CMA）、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。

非航租赁板块

中远海发主要通过子公司中远海运租赁开展非航租赁业务。2017年，中远海发非航融资租赁业务实现营业收入14.46亿元，同比大幅增长77.33%。跟踪期内，公司非航租赁业务在传统医疗、教育、能源三大领域签约融资额和投放融资额同比均略有下降，同时公司重点开拓新能源、智能制造等具有发展潜力的行业。2017年底，中远海发非航租赁存量资产223.62亿元，同比增长54.59%。其中，传统医疗、教育、能源行业存量资产合计152.54亿元，同比增长32.65%；创新领域71.07亿元，同比增长54.59%。

（2）能源运输业务

公司控股子公司中远海能是专注于油品和LNG的能源运输公司，油轮船队规模全球排名第一；经营模式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。

截至2017年底，中远海能拥有油轮船舶116艘，合计运力1715万载重吨，平均吨位14.78万载重吨，平均船龄7.7年，并持有订单24艘，合计运力460万载重吨；共经营液化天然气（LNG）船舶16艘，总载重261.31万立方米，持有订单22艘，总载重380.61万立方米，尚有22艘已签约参与投资的LNG船舶在建或待建，全部将于2020年底前上线运营。

跟踪期内，在国际油运市场处于低谷的不利形势下，中远海能利用内外贸联动，业务规模进一步扩大。2017年，中远海能持续经营业务的运输量约1.20亿吨，较上年增长13.53%；运输周转量4068.27亿吨海里，同比增长16.25%。为进一步优化船型和船龄结构，打造全球领先的油运船队，中远海运拟通过非公开发行A股股票方式募集资金54亿元，用于购买14艘油轮和2艘巴拿马型油轮。

油品运输

在外贸油运方面，2017 年，中远海能完成

外贸油运周转量 3853.18 亿吨海里，同比增长 16.21%；运输收入 58.68 亿元，较上年下降 15.80%；毛利率 10.80%，较上年降低 17.40 个百分点，主要系国际油运市场运价低迷导致各船型日收益水平大幅降低所致。内贸油运方面，2017 年，中远海能所占份额约为 56%，完成内贸油运周转量 214.06 亿吨海里，同比增长 16.78%；运输收入 29.08 亿元，较上年增长 6.6%；毛利率 34.9%，较上年降低 7.0 个百分点，主要系燃油价格上涨所致。

液化天然气（LNG）运输

中远海能是中国LNG运输业务的引领者，旗下拥有中国目前仅有的两家大型LNG运输公司。2017年，中远海能借助全球和中国推进绿色能源革命的战略机遇，在发展LNG运输业务方面取得新的突破；与中石油、MOL长期建立的战略伙伴关系，发挥前期全面参与亚马尔项目船舶投资的优势，成功争取到向MOL收购YAMAL项目4艘17.4万方常规LNG船50%股权项目，进一步扩大了LNG运输业务的规模和收益。跟踪期内，LNG运输业务正在加快步入收获期。2017年，LNG板块税前利润2.36亿元，同比增长81.4%。

（3）集装箱制造业务

自2016年重组以来，中远海发利用市场低迷期，完成集装箱生产线水性油漆的工艺改造、管理提升和技术升级。2017年，航运市场复苏，集装箱订单大量释放，中远海发恢复双班生产，挖掘产能，截至2017年底，中远海发集装箱制造设计年产能为55万TEU，位居全国第四位。中远海发通过对市场的判断，提前在集装箱制造原材料价格上涨之前锁定相关成本，稳固盈利空间。截至2017年底，中远海发集装箱制造业务总资产达46.96亿元，2017年实现业务收入59.65亿元，占中远海发主营业务收入的40.95%。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年度财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

2017 年底，公司报表合并范围二级子公司 12 家；2017 年，因无偿划转、丧失控制权不再纳入合并范围的各层级子公司共 9 家，处置子公司 1 家；合并范围内新增子公司 7 家。总体看，跟踪期内公司合并范围变化对财务数据的可比性产生一定影响。

截至 2017 年底，公司资产总额 2642.68 亿元，所有者权益 806.03 亿元（其中少数股东权益 278.35 亿元）；2017 年公司实现营业总收入 350.93 亿元，利润总额 83.77 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 2607.56 亿元，所有者权益 807.71 亿元（其中少数股东权益 283.61 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业总收入 78.78 亿元，利润总额 11.00 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 2642.68 亿元，同比变化不大；流动资产和非流动资产分别占比 23.13%和 76.87%，公司资产结构仍以非流动资产为主；主要资产构成详见下表。

表 3　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科　目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	259.74	9.91	333.09	12.60	285.11	10.93
其他应收款	81.42	3.11	85.53	3.24	101.04	3.87
一年内到期的非流动资产	36.10	1.38	80.14	3.03	82.51	3.16

流动资产	**595.89**	**22.74**	**611.16**	**23.13**	**585.10**	**22.44**
可供出售金融资产	186.72	7.13	121.73	4.61	119.71	4.59
长期应收款	164.65	6.28	221.81	8.39	215.99	8.28
长期股权投资	468.30	17.87	605.87	22.93	614.29	23.56
固定资产	1042.30	39.78	983.79	37.23	978.05	37.51
非流动资产	**2024.13**	**77.26**	**2031.52**	**76.87**	**2022.45**	**77.56**
资产总额	**2620.02**	**100.00**	**2642.68**	**100.00**	**2607.56**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产 611.16 亿元，同比增长 2.56%。其中，货币资金 333.09 亿元，同比增长 28.24%，主要由银行存款（占 94.29%）构成，受限资金 19.02 亿元；其他应收款 85.53 亿元，同比增长 5.05%，主要是中远海运集团内部往来款，账龄主要在 1 年内；一年内到期的非流动资产 80.14 亿元，同比增长 121.96%，主要为一年内到期的长期应收款（73.60 亿元）。

2017 年底，公司非流动资产 2031.52 亿元，较上年底变化不大。其中，可供出售金融资产 121.73 亿元，同比下降 34.81%，主要为可供出售的权益工具；长期应收款 221.81 亿元，同比增长 34.71%，主要为融资租赁款；长期股权投资 605.87 亿元，同比增长 29.38%，主要是对中海工业有限公司、中国信达资产管理股份有限公司投资所致；固定资产 983.79 亿元，同比下降 5.61%，主要是房屋、建筑物、港务及库场设施以及其他设备减少所致，同时随着海运市场复苏，固定资产减值准备大幅减少。

2018 年 3 月底，公司资产总额 2607.56 亿元，较上年底下降 1.33%，资产结构变化不大。其中，流动资产 585.10 亿元，较上年底下降 4.26%，主要系货币资金和其他流动资产减少所致；非流动资产 2022.45 亿元，较上年底变化不大。

跟踪期内，公司资产规模和资产结构整体变化不大，公司资产中货币资金充裕，但在集团内部资金往来拆借产生的其他应收款规模较大，对公司资金形成占用；长期股权投资规模继续增加，并形成较大规模的投资收益，同时受益于海运市场复苏，固定资产减值准备大幅减少。总体看，公司整体资产质量良好。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 806.03 亿元，同比增长 10.35%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。2017 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占 12.08%）、未分配利润（占 48.52%）和少数股东权益（占 34.53%）构成。2018 年 3 月底，公司所有者权益 807.71 亿元，较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，稳定性较弱。

负债

2017 年底，公司负债总额 1836.65 亿元，同比下降 2.80%；其中流动负债和非流动负债分别占比 40.28%和 59.72%。其中，流动负债 739.73 亿元，同比下降 7.22%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和吸收存款及同业存款构成；非流动负债 1096.92 亿元，同比增长 2.80%，主要由长期借款和应付债券构成。

2018 年 3 月底，公司负债总额 1799.85 亿元，较上年底下降 2.00%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。流动负债和非流动负债分别占比 37.87%和 62.13%，公司负债结构较上年底有所优化。

从有息债务看，2017 年底公司全部债务 1552.83 亿元，较上年底变化不大；其中短期债务 529.70 亿元，长期债务 1023.13 亿元，分别占比 34.11%和 65.89%。2018 年 3 月底，公司全部债务 1484.83 亿元，较上年底下降 4.38%，其中短期债务和长期债务分别占比 29.56%和 70.44%。

从债务指标看，2017 年底，公司资产负债

率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.50%、65.83%和 55.93%，较上年底均有所下降；2018 年 3 月底上述指标分别为 69.02%、64.77%和 56.43%，较 2017 年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司债务规模小幅下降，债务负担维持较重水平。

4. 盈利能力

2017年，公司营业总收入350.93亿元，同比下降36.24%，主要是由于因重组而剥离了物流、码头、船舶制造以及部分航运、贸易业务所致。公司存续业务整体盈利能力优于所剥离业务，同时随着海运行业整体复苏，2017年公司营业利润率为18.00%，较上年上升6.65个百分点。

2017年，公司期间费用构成仍以管理费用和财务费用为主，受营业总收入下降的影响，期间费用率同比增加5.31个百分点至19.79%。公司期间费用对利润侵蚀较严重。

2017年，公司确认投资收益74.97亿元，主要来自于光大银行、招商银行以及信达资产的权益增值。2017年，公司确认营业外收入17.19亿元，主要包括处置固定资产利得3.98亿元、政府补助5.04亿元，投资信达资产产生的其他营业外收入8.12亿元。

2017年，公司利润总额83.77亿元，同比下降4.78%；实现净利润71.42亿元，同比增长23.70%。2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.80%和8.86%，均同比小幅上升。

2018年1~3月，公司实现营业总收入78.78亿元，营业利润率为16.81%。公司实现投资收益18.47亿元，利润总额11.00亿元。

跟踪期内，公司资产重组对公司收入规模仍产生较大影响，受益于海运市场复苏，公司存量业务盈利能力有所提升。但期间费用对公司利润侵蚀较严重，公司利润总额对投资收益和营业外收入依赖程度高，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2017 年公司经营活动现金流入及流出量同比均有所下降；公司收到及支付其他与经营活动有关的现金主要为中远海运集团内关联方往来款。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额 131.18 亿元，同比增长 14.48%。2017 年，公司现金收入比为 103.31%，较上年有所下降。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金（333.79 亿元）。同期，公司投资活动现金流出合计 454.39 亿元，主要来自购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金。2017 年，公司投资活动现金流量净额-83.81 亿元，净流出规模同比有所下降。

从筹资活动来看，2017 年公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主；同期，偿还债务、支付利息现金流出规模较大；公司筹资活动现金流量净额为 27.86 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净流出 5657.17 万元；投资活动产生的现金流净额-8.24 亿元；筹资活动现金流量净额为-33.13 亿元。2018 年 1~3 月，公司现金收入比为 100.34%，较 2017 年全年水平有所下降。

跟踪期内，公司经营活动保持现金净流入，收入实现质量维持良好水平；投资活动净流出规模有所下降，对外筹资需求有所下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底，公司流动比率、速动比率均较上年底有所提升，分别为 82.62%和 78.90%；2018 年 3 月底分别为 85.85%和 81.09%。2017 年公司经营现金流动负债比为 17.73%。考虑到公司经营活动现金流入规模大且保持稳定，货币资金较为充裕，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 179.32 亿元，同比下降 5.15%；公司全部债务是 EBITDA 的 8.66 倍，EBITDA 利

息倍数为 4.13 倍。公司整体偿债能力较强。

受中远海运集团重组影响，部分银行对中远海运集团进行授信，不再对公司单独授信，中远海运集团银行授信额度合计约 9500 亿元；同时，公司拥有 3 家下属上市公司。综合考虑，公司在直接融资和间接融资方面均具有畅通的渠道。

十、存续期内债券偿还能力分析

“11中海运MTN2”和“12中海运MTN2”待偿还本金合计60亿元。2017年公司经营活动现金流入量718.94亿元，经营活动现金流净额131.18亿元，EBITDA为179.32亿元；分别为“11中海运MTN2”和“12中海运MTN2”待偿还本金合计的11.98倍、2.19倍和2.99倍。

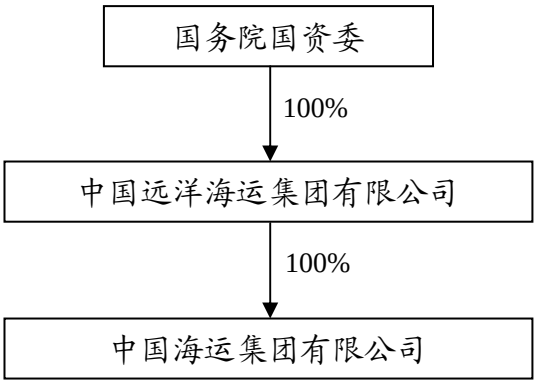
考虑到“11中海运MTN2”和“12中海运MTN2”均将在一年内到期，2018年3月底公司现金类资产305.16亿元，是上述债券待偿还本金的5.09倍。

总体看，公司经营活动现金流和EBITDA以及现金类资产对“11中海运MTN2”和“12中海运MTN2”的保障能力强。

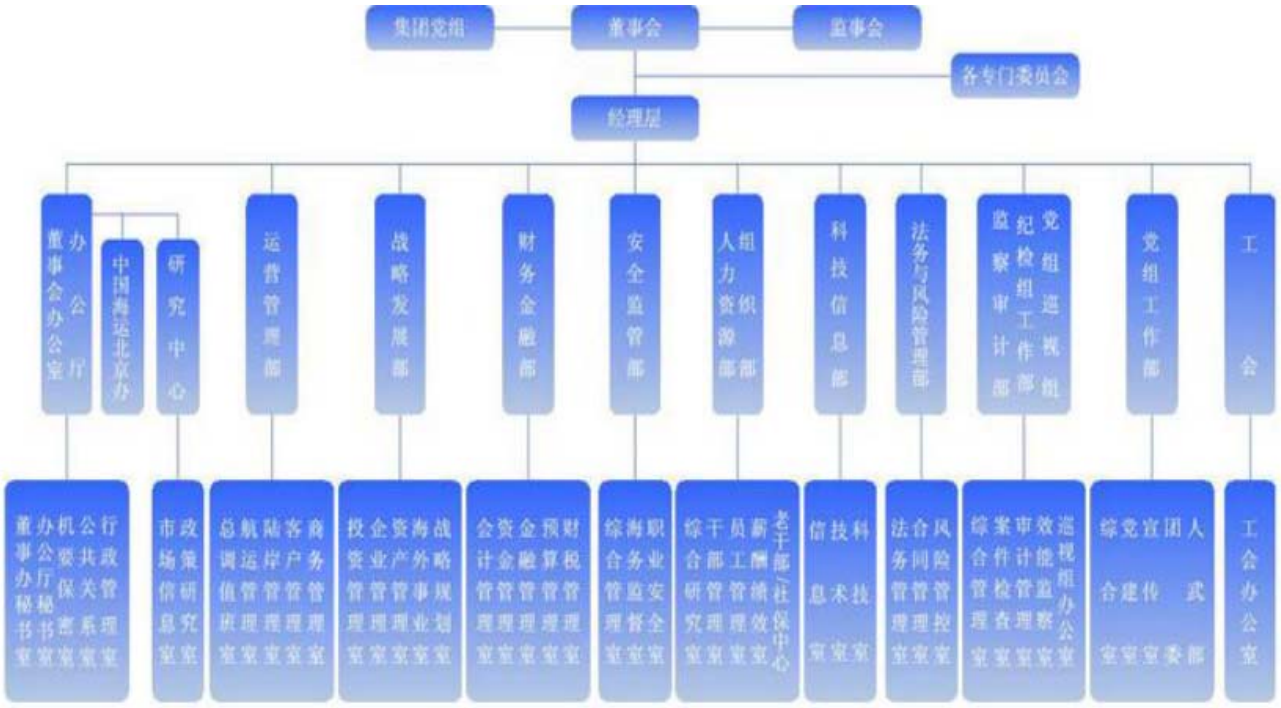
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“11中海运MTN2”和“12中海运MTN2”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	226.13	270.25	358.63	305.16
资产总额(亿元)	2321.59	2620.02	2642.68	2607.56
所有者权益(亿元)	906.04	730.41	806.03	807.71
短期债务(亿元)	470.56	559.28	529.70	438.91
长期债务(亿元)	685.85	995.84	1023.13	1045.92
全部债务(亿元)	1156.40	1555.12	1552.83	1484.83
营业总收入(亿元)	799.41	550.38	350.93	78.78
利润总额(亿元)	15.51	87.98	83.77	11.00
EBITDA(亿元)	105.45	189.05	179.32	--
经营性净现金流(亿元)	54.20	114.59	131.18	-0.57
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.28	7.55	7.60	--
存货周转次数(次)	10.85	6.49	5.39	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.22	0.13	--
现金收入比(%)	113.72	116.24	103.31	100.34
营业利润率(%)	5.81	11.35	18.00	16.81
总资本收益率(%)	1.73	4.16	4.80	--
净资产收益率(%)	0.32	7.90	8.86	--
长期债务资本化比率(%)	43.08	57.69	55.93	56.43
全部债务资本化比率(%)	56.07	68.04	65.83	64.77
资产负债率(%)	60.97	72.12	69.50	69.02
流动比率(%)	74.65	74.74	82.62	85.85
速动比率(%)	63.92	64.87	78.90	81.09
经营现金流动负债比(%)	8.18	14.37	17.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.01	4.67	4.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.97	8.23	8.66	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.短期债务包括其他流动负债，长期债务中包括长期应付款中有息债务。

附件 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×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。