

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，且表明不會就本公告全部或任何部分內容所導致或因倚賴該等內容而產生的任何損失承擔任何責任。



# 中國外運股份有限公司 SINOTRANS LIMITED

(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號: 0598)

## 海外監管公告

本公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條作出。

茲載列中國外運股份有限公司（『本公司』）於上海證券交易所網站（[www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn)）刊登的《中國外運股份有限公司及其發行的16外運01與16外運03跟蹤評級報告》，僅供參閱。

承董事會命  
中國外運股份有限公司  
公司秘書  
李世礎

北京，二零二零年五月二十七日

於本公告日期，本公司董事會成員包括李關鵬（董事長）、宋德星（副董事長）、宋嶸（執行董事）、栗健（非執行董事）、熊賢良（非執行董事）、江艦（非執行董事）、許克威（非執行董事），以及四位獨立非執行董事王泰文、孟焰、宋海清及李倩。

中国外运股份有限公司及其发行的

16 外运 01 与 16 外运 03

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100097】

**评级对象:** 中国外运股份有限公司及其发行的 16 外运 01 与 16 外运 03

	16 外运 01	16 外运 03
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 26 日
<b>前次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 23 日
<b>首次评级:</b>	AAA/稳定/AAA/2016 年 8 月 19 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 8 月 19 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	3.27	22.33	40.73	26.89
刚性债务	56.99	61.90	46.63	45.97
所有者权益	132.47	138.86	207.75	208.04
经营性现金净流入量	-4.19	3.93	-0.19	-1.20
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	623.26	614.94	618.86	638.78
总负债	364.91	336.41	316.35	330.33
刚性债务	154.30	158.63	146.56	151.45
所有者权益	258.35	278.53	302.51	308.44
营业收入	731.58	773.12	776.50	163.82
净利润	29.81	31.99	29.27	2.22
经营性现金净流入量	30.06	20.13	33.20	-9.67
EBITDA	55.14	60.88	58.32	—
资产负债率[%]	58.55	54.71	51.12	51.71
权益资本与刚性债务 比率[%]	167.44	175.58	206.42	203.66
流动比率[%]	120.74	155.32	125.18	127.48
现金比率[%]	52.80	81.53	53.64	46.17
利息保障倍数[倍]	7.95	7.24	6.65	—
净资产收益率[%]	12.09	11.92	10.07	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	12.22	8.93	16.25	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	1.59	19.65	3.88	—
EBITDA/利息支出[倍]	10.48	9.45	9.96	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.40	0.39	0.38	—

注:根据中国外运经审计的 2017~2019 年以及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

楼雯仪 lwy@shxsj.com  
张佳 zhangjia@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对中国外运股份有限公司(简称中国外运、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 外运 01 与 16 外运 03 的跟踪评级反映了 2019 年以来中国外运在规模优势、股东支持、投资收益和融资渠道等方面的优势,同时也反映了公司在行业竞争、主业经营与并购整合等方面面临的压力。

#### 主要优势:

- **物流资源进一步整合,规模优势明显。**中国外运作为央企体系中从事综合物流业务的主要企业,在国内同业中保持领先地位,竞争实力较强。跟踪期内,公司吸收合并下属 A 股上市公司外运发展,大力整合其物流资源,规模优势进一步扩大。
- **股东支持力度大。**中国外运作为招商局集团下属核心企业,在资源、渠道等各个方面仍可获得股东的一定支持。
- **货币资金充裕。**跟踪期内,中国外运经营性现金流状况表现良好,且货币资金存量较为充裕,对债务偿付的保障程度较好。
- **投资收益可对盈利提供较好补充。**2019 年及 2020 年第一季度,中国外运对合营企业确认的投资收益分别为 13.10 亿元和 1.65 亿元,投资收益可对公司盈利提供较好补充。
- **资本市场融资畅通。**跟踪期内,中国外运通过换股方式完成 A 股上市,完成 A+H 统一资本市场运作平台的搭建,公司资本化发展渠道更为畅通。

#### 主要风险:

- **行业竞争激烈。**跟踪期内,我国物流行业集中度仍较低,同时在全球经济增速放缓背景下,物流行业加速向存量市场转变,中国外运仍面临较为激烈的竞争环境。

- 新冠肺炎疫情导致经营压力增加。新冠肺炎疫情爆发后，我国进出口贸易额出现下滑，中国外运出口相关业务量随之减少，同时疫情防控等因素导致公司经营成本上升。未来市场需求恢复情况依赖于疫情发展及控制形势，短期内公司经营压力有所增加。
- 海外并购整合带来的管理难度的加大。跟踪期内，中国外运完成对欧洲 KLG 集团下属 7 家物流公司多数股权的收购，海外业务拓展及并购整合使得公司面临较大的管理压力。

### ➤ 未来展望

通过对中国外运及其发行的 16 外运 01 与 16 外运 03 主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极高，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 中国外运股份有限公司及其发行的 16 外运 01 与 16 外运 03

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照中国外运股份有限公司 2016 年公司债券(第一期)(品种一) (简称“16 外运 01”)及 2016 年公司债券(第二期) (简称“16 外运 03”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据中国外运提供的经审计的 2019 年度审计报告、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据,对中国外运的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

2015 年 10 月 21 日,该公司取得了中国证监会于 2015 年 10 月 21 日签发的证监许可[2015]2328 号《关于核准中国外运股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》,公司获准向合格投资者公开发行总额不超过人民币 35 亿元的公司债券,采用分期发行。公司于 2016 年 3 月 2 日成功发行了“16 外运 01”,发行金额 20.00 亿元,发行期限 5 年,票面利率 3.20%,用于补充公司营运资金;于 2016 年 8 月 24 日发行了“16 外运 03”,发行金额 15.00 亿元,发行期限 5 年,票面利率 2.94%,用于补充公司营运资金。2019 年 8 月,“16 外运 03”回售金额为 1.50 亿元(不含利息),回售后该期债券待偿还余额为 13.50 亿元。同时,公司上调债券后续存续期限的票面利率 76 个基点,即在债券存续期后 2 年票面利率为 3.70%并固定不变。

截至 2020 年 3 月末,该公司已发行尚未到期债券余额为 33.50 亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额(亿元)	发行利率(%)	发行期限(年)	起息日	到期日
16 外运 01	20.00	3.20	5	2016-03-02	2021-03-02
16 外运 03	15.00	2.94	5 (3+2)	2016-08-24	2021-08-24

资料来源:中国外运

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来,在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下,境外金融市场剧烈震荡,全球经济衰退概率大幅上升,主要经济体货币和财政政策均已

进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中



外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

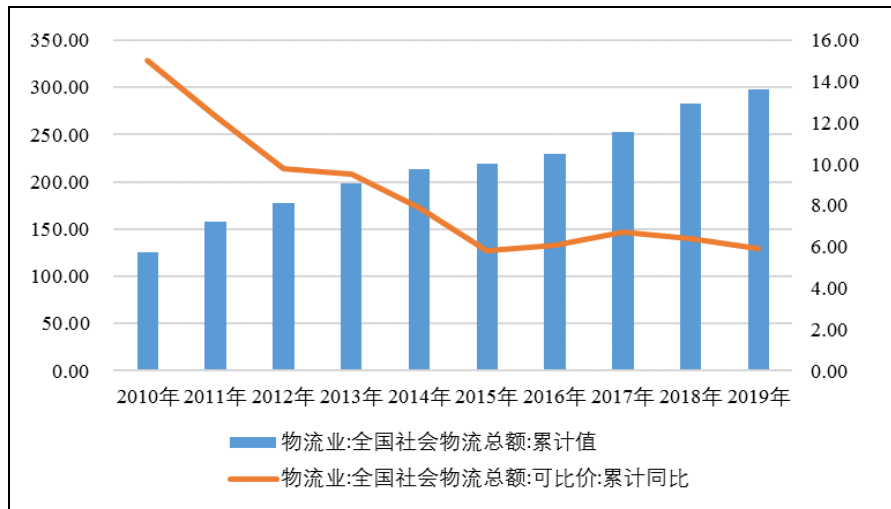
该公司是我国领先的综合物流服务提供商，主营业务包括货运代理、专业物流、电商业务等，归属于物流行业。

近年来我国国民经济增速趋缓，我国物流行业总体保持增长但增幅亦有所放缓，同时运行质量逐步提升。物流业对我国经济发展的重要性正不断提升，面临的政策环境正在不断得到改善；但在市场竞争的压力和经济结构调整的倒逼机制下，物流资源整合加速，社会物流资源集约化运行的趋势明显，物流行业面临的竞争有所加剧。2020年初新冠疫情爆发，短期内对物流需求、运力造成较大负面影响，不同细分业态所受冲击及恢复进程有所不同。随着国内疫情形势逐步改善，国内物流有望较快恢复常态；目前疫情在国外加速蔓延，国际物流恢复进程或将延长。

### a) 行业概况

物流行业是融合运输业、仓储业、货代业和信息业等的复合型服务产业，是国民经济的重要组成部分。物流行业作为支撑国民经济发展的基础性、战略性、先导性产业，近年来在经济平稳增长和人均消费水平不断提升等外部环境持续改善的推动下，我国物流行业总体保持增长但增幅有所放缓。2017~2019年，我国社会物流总额分别为252.8万亿元、283.1万亿元和298.0万亿元，分别同比增长6.7%、6.4%和5.9%。

图表 2. 我国社会物流总额及增速情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

社会物流总费用系国民经济各方面用于社会物流活动的各项费用支出的总和，可划分为运输费用、保管费用、管理费用，其中运输费用与物流行业紧密相关。在物流企业的日常运营中，运输费用和人工成本是企业成本的主要构成。2017~2019年，我国社会物流总费用分别为12.10万亿元、13.30万亿元和14.60万亿元，其中运输费用分别为6.60万亿元、6.90万亿元和7.70万亿元，占比介于50~55%之间，是物流费用的最主要构成部分。2019年社会物流总费用同比增长7.3%，增速比上年回落2.5个百分点，其中，运输费用7.7万亿元，同比增长7.2%；保管费用5.0万亿元，同比增长7.4%；管理费用1.9万亿元，同比增长7.0%。随着供给侧结构性改革的深入推进，为进一步推进物流降本增效，国务院持续出台相关推进文件，我国物流行业成本增势有所放缓，行业运行效率有所改善。2017~2019年我国社会物流总费用占GDP的比重分别为14.6%、14.8%和14.7%，近年来，我国政府亦在不断出台政策措施降低企业的物流成本，根据国家发改委、交通运输部在2018年12月印发的《国家物流枢纽布局和建设规划》中提到，随着国家产业结构和空间布局的进一步优化，以及物流降本增效综合措施的持续发力，推动全社会物流总费用与GDP的比率下降至12%左右。

2020年初新冠疫情爆发，国内大部分企业延迟复工，制造业生产有所停滞，叠加政府交通管制，短期内对物流需求、运力造成较大负面影响，物流企业经营面临巨大挑战。国内物流方面，除医用、救灾物资配送和即时配送需求激增外，其余物流需求短期内大幅下滑，叠加物流成本上升影响，物流企业一季度盈利承压。随着国内抗疫形势的逐步好转，目前国内物流最为依赖的公路运输已基本恢复正常，各行业复工复产进程加快，加之相关政策支持以及线上消费习惯的培养，预计短期内疫情带来的负面影响将有所缓解，国内物流有望较快回升至常态水平。国际物流方面，目前疫情在全球范围加速蔓延，国外抗疫形势不容乐观，未来国际贸易不确定性大大增加，在全球运输需求下降、部分边境口岸关闭、禁飞禁航令实施和供应链中断等多方面冲击下，国际空运航运或



将在较长期间内持续低迷。

总体来看，我国物流行业目前尚处于发展中阶段，物流技术和管理理念已向全面的现代综合物流管理发展。随着产业、消费升级进程加快和降本增效提速的不断落实，我国物流行业在产业升级、行业整合等方面存在诸多机遇，行业发展空间广阔。

## b) 政策环境

随着物流业对我国经济发展的重要性不断提升，政府亦提高了对物流业发展的重视程度，在此前出台的《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》、《物流业降本增效专项行动方案（2016-2018年）》、《全国电子商务物流发展专项规划（2016-2020年）》、《商贸物流发展“十三五”规划》和《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》等政策措施基础上，2019年以来围绕减税降费、加速转型的行业政策密集出台，以规范、引导物流业健康发展。减税降费方面，2019年全国深化增值税改革，交通运输业税率由10%下降至9%；2019年9月，国家发改委、交通运输部联合印发《关于做好物流降本增效综合改革试点工作的通知》（发改经贸〔2019〕1537号），决定在山西、江苏、浙江、河南、重庆、四川等6省（市）组织开展物流降本增效综合改革试点，试点期为2019年9月至2021年8月。2019年12月召开的中央经济工作会议再次提出降低物流成本，加强冷链物流等建设。2020年3月，财政部、国家税务总局发布《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的公告》，对物流企业自有（包括自用和出租）或承租的大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的50%计征城镇土地使用税。此外，2019年国家发改委等部门先后出台《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》（发改经贸〔2019〕352号）、《国家物流枢纽网络建设实施方案（2019-2020年）》（发改经贸〔2019〕578号）和《关于做好2019年国家物流枢纽建设工作的通知》（发改经贸〔2019〕1475号），进一步在市场培育、物流基础设施网络体系建设方面为行业内企业提供政策支持。

新冠疫情爆发后，物流企业作为抗疫物资、生活物资等重要的承运方和经济运行的重要保障，疫情时期国家在税收、金融、降低成本等方面对物流企业亦给予了一定政策支持，着力保障企业正常经营。2020年2月7日，财政部、国家税务总局联合发布关于抗疫期间的税收优惠政策：对纳税人提供公共交通运输服务、生活服务以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，自1月1日起免征增值税。2月15日，经国务院同意，从2月17日0时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。3月3日，国务院常务会议要求推动交通运输、快递等物流业加快复工复产，实现稳定发展。

总体来看，作为支撑国民经济发展的基础性产业，国家对物流行业政策支持力度较大。在“一带一路”国家战略的背景下，国家有关部门陆续出台多项政策有助于规范物流行业的有序发展，推进物流行业智能化、信息化、标准化，我国物流业面临的政策环境正在不断得到改善。

**图表 3. 近年来物流行业主要政策文件**

发布时间	发布方	文件/会议	主要内容
2020-3-13	财政部、国家税务总局	《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的公告》	自 2020 年 1 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日止，对物流企业自有（包括自用和出租）或承租的大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税
2019-9-29	国家发展改革委、交通运输部	《关于做好物流降本增效综合改革试点工作的通知》	决定在山西、江苏、浙江、河南、重庆、四川等 6 省（市）组织开展物流降本增效综合改革试点，试点期为 2019 年 9 月至 2021 年 8 月
2019-9-11	国家发展改革委、交通运输部	《关于做好 2019 年国家物流枢纽建设工作的通知》	23 个物流枢纽入选 2019 年国家物流枢纽建设名单
2019-4-2	国家发展改革委、交通运输部	《国家物流枢纽网络建设方案（2019-2020 年）》	国家物流枢纽布局和建设全面启动
2019-2-26	国家发展改革委等	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	为巩固物流降本增效成果，增强物流企业活力，提升行业效率效益水平，畅通物流全链条运行，提出深刻认识物流高质量发展的重要意义、构建高质量物流基础设施网络体系、提升高质量物流服务实体经济能力等意见
2018-12-21	国家发展改革委、交通运输部	《国家物流枢纽布局和建设规划》	到 2020 年，通过优化整合、功能提升，布局建设 30 个左右辐射带动能力较强、现代化运作水平较高、互联互通紧密的国家物流枢纽；到 2025 年，布局建设 150 个左右国家物流枢纽，推动全社会物流总费用与 GDP 的比率下降至 12% 左右
2018-6-1	财政部	《关于物流企业承租用于大宗商品仓储设施的土地城镇土地使用税优惠政策的通知》	自 2018 年 5 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日止，对物流企业承租用于大宗商品仓储设施的土地，减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税
2018-1-23	国务院办公厅	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	进一步解决快递物流制约电子商务发展以及协同发展过程中产生相关问题
2017-8-17	国务院办公厅	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	提出加大降税清费力度，切实减轻企业负担，完善物流领域相关税收政策
2016-7-27	交通部	《综合运输服务“十三五”规划》	建设统一开放综合运输市场体系
2016-9-13	国家发展改革委	《物流业降本增效专项行动方案（2016-2018 年）》	优化物流资源配置，促进物流业跨界融合，建立标准化、信息化、网络化、集约化、智慧化的现代物流服务体系，降低物流成本，提高社会物流运行效率
2014-10-4	国务院办公厅	《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》	基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流服务体系
2013-6-6	交通运输部	《关于交通运输推进物流业健康发展的指导意见》	培育物流行业龙头骨干企业

资料来源：公开资料

### c) 竞争格局/态势

近年来，我国物流行业快速发展，但目前仍面临着规模普遍较小、市场集中度较低及专业化程度不高等问题。随着我国产业结构日益走向规模化和专业化的格局，伴随信息技术的大量应用、电子商务的迅速兴起以及对成本控制要

求的提升,网购市场规模快速扩大,加速了物流业从传统物流向现代物流转型,市场集中度将持续上升。

在经营方面,物流行业个体企业差异主要体现在以下几个方面:(1)规模:土地、仓储面积及运输设备等资产越丰富,网点覆盖面越广,货物运输量也越大,能够形成一定的规模效应;(2)效率:资产运营效率和货物周转速度,会直接影响企业收入水平和盈利能力;(3)技术:随着电子商务的出现和消费者数字素养的提高,物流作业场景拓展、智慧物流转型等依赖技术支撑。在财务方面,传统物流企业资产以固定资产和在建工程为主,其中对终端网络及运输车队等固定资产投资相对较大,对企业资金的需求比较高,但随着物流行业资源整合需求日益强劲,物流企业将逐步向轻资产经营方式转变;债务方面,物流行业整体负担不高,平均资产负债率在 50%左右,但个体差异较大;从现金流情况来看,物流业务的现金支付模式使得行业内企业表现出较强的经营收现能力,整体维持了较好的现金回笼能力。

**图表 4. 2019 年(末)主要物流企业基本财务情况(单位:亿元、%)**

企业名称	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润	经营性 现金净流量	毛利率
厦门象屿股份有限公司	657.32	217.96	66.84	2724.12	14.58	41.40	3.10
江苏澳洋顺昌股份有限公司	69.10	29.39	57.46	34.81	1.47	6.71	12.66
北京长久物流股份有限公司	61.67	28.22	54.24	47.85	1.17	5.55	10.61
张家港保税科技(集团)股份有限公司	28.26	22.42	20.67	18.77	1.72	2.19	17.16
中储发展股份有限公司	203.49	116.12	42.94	403.58	2.31	9.92	3.16
中国外运股份有限公司	618.86	302.51	51.12	776.50	29.27	33.20	5.44

资料来源: Wind 资讯

#### d) 风险关注

**宏观经济波动风险。**近年来,世界经济景气度持续下滑,我国经济增速也开始放缓,物流行业与经济增长速度及人均消费水平直接相关,总体来看,我国物流行业面临一定的宏观经济波动风险。

**安全风险。**物流企业运输的有毒货物的泄露、易燃易爆物品的爆炸等安全事故会对企业的正常经营造成严重的影响;应重点关注国家和各地将相继出台更为严格的危化品储运资格审查监管制度,并加强危化品物流安全体系和应急处理机制建设,以及企业在安全生产方面的改善措施及投资计划等。

**多元化业务拓展风险。**近年来,物流业企业沿着行业上下游不断拓展多元化业务,目前主要涉及供应链金融和贸易业务等,易受产业链业务风险影响,且受限现金类资产、应收账款、存货等或将快速增长,将对资产质量及流动性产生一定影响;此外,多元化业务拓展也将对企业的管理能力提出更高的要求。

## 2. 业务运营

该公司依托其长期以来积累的较大规模的物流资产及覆盖广泛的业务网络,行业地位稳固,规模优势突出。跟踪期内,公司重新梳理了业务线,新组

建电商业务，形成了目前的代理及相关业务、专业物流业务和电商业务三大板块的业务格局。受益于代理及相关业务与电商业务规模扩大，2019 年公司营收规模略有增长。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击，公司营业收入随出口相关业务量减少而下滑，加之疫情防控等因素导致业务运营成本增加，进一步挤压盈利空间，短期内公司经营压力有所增加。

随着该公司控股股东中国外运长航集团有限公司（简称“中外运长航集团”）于 2017 年初完成与招商局集团有限公司（简称“招商局集团”）的战略重组工作，公司作为招商局集团的上市子公司，受益于两大股东对旗下业务板块的整合，2017 年以来并购动作较多，公司于当年完成了招商局物流集团有限公司（简称“招商物流”）全部股份的收购工作，专业物流业务规模得以大幅扩大；于 2019 年完成了下属子公司中外运空运发展股份有限公司（简称“外运发展”，证券代码：600270）的换股吸收合并工作，实现了 A+H 统一资本市场运作平台的搭建，资本化发展渠道更为畅通，且本次换股吸收合并完成后，公司与外运发展将实现海运、陆运、空运等物流资源全面整合，进一步提升公司综合物流服务能力。总体来看，随着公司股东之间整合工作的深入，公司作为我国央企体系中从事综合物流业务的主要企业之一，核心地位稳固且有所提升，整体发展趋势向好。2019 年，公司实现营业收入 776.50 亿元，同比增幅增长 0.44%。2020 年第一季度，公司实现营业收入 163.82 亿元，同比下降 9.00%，主要原因系受新冠肺炎疫情冲击，公司出口订单减少叠加航线取消、运力下降，相关业务量随我国进出口贸易的下滑而有所下降。

2019 年之前，该公司主要经营货运代理业务、专业物流业务、仓储和码头服务业务以及其他服务业务（包括船舶承运、汽车运输和快递服务等），2019 年，公司为契合战略定位和行业发展趋势，全面推进数字化和平台化转型，重新梳理了业务线，新组建了电商业务，形成了目前的代理及相关业务、专业物流业务和电商业务三大板块的业务格局。其中，代理及相关业务包括原货运代理业务、仓储及码头服务业务以及其他服务业务中的传统业务；专业物流业务基本维持不变；电商业务包括原其他服务业务中与电商化和平台化相关的快件和集装箱租赁业务，以及新增的物流电商平台细分板块。2019 年，代理及相关业务实现收入占营业收入的比重为 70.61%，为公司最主要的收入来源。

**图表 5. 公司主业基本情况**

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
代理及相关业务	全国	规模/资本/管理等
专业物流	全国	规模/资本/技术/管理等
电商业务	全国	规模/资本/技术/管理等

资料来源：中国外运

## (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 6. 公司营业收入及变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
营业收入合计	773.12	776.50	163.82
其中：（1）代理及相关业务	541.40	548.28	/
在营业收入中所占比重（%）	70.03	70.61	/
（2）专业物流业务	208.06	198.39	/
在营业收入中所占比重（%）	26.91	25.55	/
（3）电商业务	23.66	29.83	/
在营业收入中所占比重（%）	3.06	3.84	/
综合毛利率（%）	7.17	5.44	4.83
其中：（1）代理及相关业务	5.60	3.96	/
（2）专业物流业务	9.92	9.62	/
（3）电商业务	19.02	4.98	/

资料来源：中国外运（/表示未获取）

注：为保证数据可比性，2018 年各业务收入系根据该公司 2019 年重新划分业务板块的追溯调整数。

### A. 代理及相关业务

该公司代理及相关业务包括原货运代理业务、仓码服务业务以及以公路代理、船舶承运、汽车运输等为主的其他服务业务。其中，货运代理业务主要是接受货主、贸易商和货代公司的货运代理委托，代其办理货物的国内和国际段的水路、公路、铁路和航空等运输，将货物从指定交货地运至指定目的地；仓码服务业务主要是为客户提供货物储存及装拆箱、货物装卸、发运、分拨配送等相关服务。2019 年，公司代理及相关业务实现收入 548.28 亿元，同比增长 1.27%；代理及相关业务毛利率同比下降 1.64 个百分点至 3.96%，主要系公司逐步拓展业务量占比较低的国内代理业务，但因尚处于业务培育期，该部分业务盈利能力偏弱所致。

该公司为我国最大的货运代理公司，依托较大规模的自有物流网络及覆盖全国、辐射全球的服务网络开展货代业务，公司货代业务主要包括海运代理、空运代理、铁路代理和船舶代理。2019 年，公司除空运代理外，海运、铁路和船舶代理业务量均有所增长，其中铁路代理量同比增长 57.75%，主要系受益于新增中欧中亚国际班列往返线路，班列业务量有所上升；船舶散杂货代理量同比增长 10.85%，主要原因系铁矿石等矿产品进口量有所增加。同期，公司空运代理量同比下降 5.30%，主要系公司主动调整空运代理货种结构，减少部分低毛利货种所致。

该公司依托丰富的仓库、集装箱场站资源及在广东省和广西省拥有的 8 个自营内河码头开展仓码服务业务，公司仓码服务业务主要包括库场站服务（集装箱和散杂货）和码头服务，受益于公司对集疏运、库场站服务进行一体化营



销，船货结合提供定制化及标准化服务，2019 年，公司库场站集装箱业务量同比增长 10.81%；码头服务业务量同比变化不大。

2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击，我国进出口贸易同比出现下滑，该公司出口业务量亦有所下降，当期除船舶散杂货代理量同比基本持平外，其余各子业务板块业务量均出现不同程度下滑，其中船舶集装箱代理量、库场站集装箱业务量和码头服务业务下滑幅度较为明显，同比分别下降 17.38%、14.18%和 18.54%。为应对新冠肺炎疫情对公司代理及相关业务的冲击，未来公司将继续拓展国内代理及相关业务，同时加强期间费用管控。持续关注公司代理业务的拓展、经营情况和代理及相关业务结构调整的成效。

**图表 7. 近年来公司代理及相关业务量情况**

业务类别	计量单位	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
<b>货运代理业务</b>						
海运代理	万 TEU	1168.20	1304.20	1313.40	228.70	252.00
空运代理	万吨	53.33	53.01	50.20	9.12	9.96
铁路代理	万 TEU	/	7.10	11.20	2.50	2.00
船舶代理（集装箱）	万 TEU	2436.50	2654.90	2674.90	461.20	558.00
船舶代理（散杂货）	亿吨	3.39	3.78	4.19	0.98	0.97
<b>仓码服务业务</b>						
库场站服务（集装箱）	万 TEU	881.50	850.20	942.10	156.10	181.90
库场站服务（散货）	万吨	1730.00	1580.00	1600.00	310.00	340.00
码头服务	万 TEU	401.90	388.30	380.60	57.10	70.10

资料来源：中国外运（/表示数据未获取）

该公司代理收益包括公司运送货物向客户收取的运费、向承运人收取的佣金和提供配套服务收取的费用。公司与客户的结算方式以电汇为主，分为现结和期结。

## B. 专业物流业务

该公司专业物流业务主要系以代理及相关业务为基石，为客户提供定制化、专业化的全程物流解决方案，从国际段的海运/空运、进出口清关到国内段的仓储和运输，为客户提供一站式的物流服务，在提高供应链整体效率的同时，帮助客户降低整体物流成本。公司专业物流业务主要包括合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流以及以保税物流、会展物流为主的其他服务。2019 年，公司专业物流业务完成业务量 4880.00 万吨，同比下降 13.48%，主要系合同物流业务量及项目物流业务量同比减少所致；同期专业物流业务实现收入 198.39 亿元，同比减少 4.64%；实现毛利率 9.62%，同比小幅下降 0.30 个百分点。

该公司合同物流基于长期的合作协议，为客户提供包括采购物流、生产物流、销售物流、逆向物流等在内的供应链物流管理服务，主要由下属子公司中外运物流有限公司负责运营，目前，公司合同物流业务主要行业和服务线包括消费品、零售、汽车、高科技、医疗健康和国际供应链采购等。2019 年，公



司合同物流业务量同比减少 7.77%，主要原因系国内宏观经济下行压力加大，同时制造业景气度有所下滑，导致合同物流业务量下降。

该公司项目物流主要覆盖一带一路沿线国家级地区，面向电力、石化、冶金矿业、基础设施、轨道车辆等行业的对外工程承包企业，提供工程设备及物资从我国到海外目的国的门到门、一站式物流解决方案设计及执行。2019 年，公司项目物流业务量同比下降 39.81%，主要系因原有在东南亚地区的石化、钢铁大项目结束而新项目仍处于初期筹备阶段。目前随着全球经济增速放缓，短期内公司项目物流业务量增长面临一定压力。

该公司化工物流主要服务于精细化工业客户，为客户提供供应链解决方案及物流服务，主要包括危险品及普通包装化工品的仓储、运输配送、国际货代和多式联运等，2019 年公司化工物流业务量为 330 万吨，与上年同期基本持平。

该公司冷链物流业务主要服务于食品饮料等加工制造及流通企业、进出口贸易客户以及连锁餐饮企业，为客户提供冷链相关的仓储、干线运输、配送服务和进出口货代等服务。2019 年，在消费升级和技术进步带动下，公司冷链物流业务量实现了较好的增长，同比增长 18.18%。

2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，各行业复工延迟，物流运输需求整体下降，叠加运力短缺因素，该公司专业物流业务量下滑明显，合同物流、项目物流、化工物流和冷链物流同比分别下降 32.98%、28.57%、14.29% 和 33.33%。

**图表 8. 近年来公司专业物流业务量情况（单位:万吨）**

业务类别	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
合同物流	3660.00	4170.00	3800.00	630.00	940.00
项目物流	820.00	1030.00	620.00	100.00	140.00
化工物流	270.00	330.00	330.00	60.00	70.00
冷链物流	110.00	110.00	130.00	20.00	30.00
合计	4860.00	5640.00	4880.00	810.00	1180.00

资料来源：中国外运

### C. 电商业务

电商业务板块为该公司 2019 年新组建的业务板块，将原其他服务板块下与电商化和平台化相关的快件和集装箱租赁业务纳入，并新增物流电商平台细分板块。为推动电商业务发展，公司加快了实体化的步伐，成立了中外运创新科技有限公司对互联网产品和创新投资项目进行统一管理；并成立运通通科技有限公司，作为公司主营业务线上化的统一平台，负责物流电商的实体化经营。

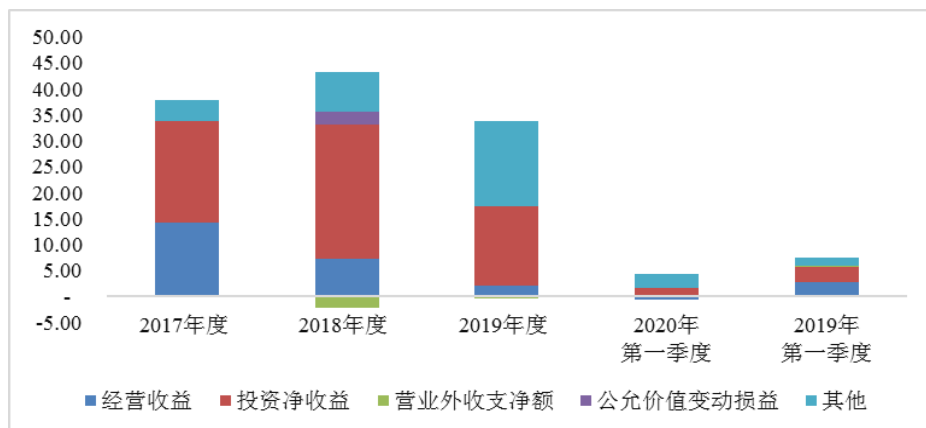
目前，该公司的电商业务包括跨境电商物流、物流电商平台和物流装备共享平台。其中，跨境电商物流业务主要指跨境电商贸易模式下，为跨境电商客户提供的全链路及部分链路端到端的物流供应链服务，产品和服务涉及欧美、中东、日韩、东南亚等地区，服务范围涵盖上门揽收、国内（保税）仓库管理、

进出口清关、国际段运输、海外仓管理、末端配送等。物流电商平台指公司通过统一在线物流电商平台—运易通向平台客户提供各种公众服务，如可视、可追踪等信息服务、操作服务、代结算服务、运费保理服务、技术服务等，产品已涵盖 E 拼<sup>1</sup>、网络货运（汽运）、关务、空运、铁路及多式联运业务等物流服务领域。物流装备共享平台指公司提供集装箱和移动冷库等物流设备租赁及追踪、监控服务。

随着“互联网+”时代到来，受益于国家政策扶持、消费需求升级等有利因素，跨境电商行业近年来发展迅速。2019 年，该公司完成跨境电商物流 17979.50 万票，同比增长 56.40%；同期电商业务收入为 29.83 亿元，同比增长 26.08%；电商业务毛利率为 4.98%，同比大幅下降 14.04 个百分点，系受主要客户业务价格下降的影响，加之当年公司加大电商平台技术研发投入，使得业务成本有所增加。2020 年第一季度，公司完成跨境电商物流 3631.80 万票，同比增长 18.20%。

## (2) 盈利能力

图表 9. 公司盈利来源结构



资料来源：根据中国外运所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2019 年，该公司经营情况良好，全年实现营业收入 776.50 亿元，同比增长 0.44%。但受运输成本增加影响，同期营业毛利同比下降 23.75%至 42.28 亿元，营业毛利率相应同比下降 1.73 个百分点至 5.44%。公司毛利主要由代理及相关业务和专业物流贡献，2019 年代理及相关业务毛利为 21.70 亿元，受运输成本增加影响同比下降 28.38%；专业物流毛利为 19.09 亿元，受业务量缩减影响同比下降 7.52%；电商业务毛利为 1.49 亿元，受主要客户业务价格下降及研发投入增加的共同影响，同比大幅下降 66.99%。2020 年第一季度，受出口业务量下滑影响，公司营业收入同比下降 9.00%至 163.82 亿元。同时因国内新冠肺炎疫情导致人力、运输成本增加，同期毛利同比下降 33.86%至 7.91 亿元，

<sup>1</sup> 外运 E 拼为该公司推出的全国第一个统一的标准化拼箱产品，能够为拼箱货代公司及各相关方提供一站式、端到端、线上线下一体化的拼箱物流服务和解决方案。

营业毛利率同比下降 1.82 个百分点至 4.83%。

**图表 10. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	731.58	773.12	776.50	163.82	180.01
毛利 (亿元)	55.49	55.45	42.28	7.91	11.96
期间费用率 (%)	5.15	5.47	4.91	4.97	4.84
其中: 财务费用率 (%)	0.59	0.59	0.37	0.58	0.84
<b>全年利息支出总额 (亿元)</b>	<b>5.26</b>	<b>6.44</b>	<b>5.85</b>	-	-
<b>其中: 资本化利息数额 (亿元)</b>	<b>1.11</b>	<b>0.88</b>	<b>0.20</b>	-	-

资料来源: 根据中国外运所提供数据整理。

2019 年, 该公司期间费用为 38.09 亿元, 同比下降 9.86%; 期间费用率为 4.91%, 同比下降 0.56 个百分点, 主要是因公司于 2018 年 10 月转让招商路凯国际控股有限公司 (简称“招商路凯”) 55% 股权并丧失控制权, 2019 年起合并范围内无招商路凯, 使得管理费用及销售费用有所下降。公司期间费用仍以管理费用为主。2019 年管理费用为 25.95 亿元, 同比下降 7.71%, 占期间费用的比例为 68.14%。同期销售费用为 8.52 亿元, 同比下降 8.52%。同期财务费用为 2.89 亿元, 同比下降 37.08%, 随公司债务规模缩减明显减少。同期研发费用同比增加 0.50 亿元至 0.73 亿元, 主要系公司当年加大信息系统研发投入所致。2020 年第一季度, 期间费用同比下降 6.56% 至 8.14 亿元, 主要系当期美元升值产生汇兑净收益, 而上年同期为汇兑净损失, 使得财务费用同比下降 36.94% 至 0.95 亿元。但受营业收入下滑影响, 同期期间费用率同比提升 0.13 个百分点至 4.97%。

**图表 11. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	19.47	25.94	15.10	1.65	2.97
其中: 权益法核算确认的投资收益 (亿元)	9.74	11.71	13.10	1.65	2.70
减: 减持股票 (亿元)	5.79	-	-	-	-
交易性金融资产 (亿元)	-	2.03	0.08	-	-
营业外收入 (亿元)	1.11	0.91	1.53	0.15	0.16
其中: 政府补助 (亿元)	0.37	0.40	0.33	0.11	-
其他收益 (亿元)	2.35	6.32	15.40	2.43	1.20
公允价值变动损益 (亿元)	-0.15	2.36	0.00	-	-

资料来源: 根据中国外运所提供数据整理。

跟踪期内, 该公司投资净收益及其他收益亦对盈利提供了较好补充。2019 年, 公司实现投资净收益 15.10 亿元, 同比下降 41.81%, 主要系 2018 年公司转让招商路凯 55% 股权获得股权处置收益 5.44 亿元以及丧失招商路凯控制权后, 其剩余股权按公允价值计量产生的利得 6.61 亿元均计入投资收益, 而 2019

年无此因素影响。2019 年公司投资收益主要来源于权益法核算确认的投资收益 13.10 亿元，其中对合营企业中外运敦豪国际航空快件有限公司确认的投资收益为 9.73 亿元，对联营企业招商路凯确认的投资收益为 1.15 亿元。2019 年，其他收益为 15.40 亿元，同比大幅增长 143.78%，主要系当年国际货运班列补助增加 7.14 亿元所致。目前公司在“一带一路”沿线累计开通中欧班列线路 30 余条，2019 年开列数达 1000 余列。公司应收国际货运班列补贴等政府补助均符合所在地区优惠政策，按照优惠标准按月或按季申报和取得，预计短期内公司可持续获得一定规模的该类补贴。同期，营业外收入为 1.53 亿元，同比增加 0.62 亿元，主要系子公司中国外运华东有限公司（简称“华东外运”）当年收购上海华星国际集装箱货运有限公司（简称“上海华星”）40% 股权，将购买日上海华星可辨认净资产公允价值高于交易对价的差额 0.43 亿元计入营业外收入所致；同期，营业外支出为 1.99 亿元，同比减少 1.02 亿元，主要系当年诉讼及赔偿损失减少所致。2019 年，公允价值变动收益同比减少 2.36 亿元，主要系 2018 年公司持有的 Americold 公司股权公允价值变动收益为 2.36 亿元，该股票已于 2018 年处置，2019 年无此因素影响。2020 年第一季度，公司实现投资净收益 1.65 亿元，同比下降 44.34%，主要系新冠肺炎疫情冲击下合联营企业经营业绩同比下滑，公司对其确认投资收益相应减少所致。

2019 年，该公司实现净利润 29.27 亿元人民币，同比下降 8.50%，主要系直接成本增加以及非经常性收益减少所致。2020 年第一季度，受疫情影响，公司收入下滑但成本和费用相对固定，且来自合联营公司的投资收益同比有所下降，导致公司净利润大幅下降 63.14% 至 2.22 亿元。

### (3) 运营规划/经营战略

目前，该公司在建工程主要包括江门高新区公共码头建设项目、中外运（上合）智慧物流产业园和陕西供应链项目等。截至 2019 年末，公司在建工程计划投资总额为 41.05 亿元，已投入资金 17.18 亿元，后续尚需投资 23.87 亿元，2020 年计划投资 10.76 亿元。

图表 12. 截至 2019 年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	投资总额	已完成投资	投资计划		
			2020 年	2021 年	2022 年
江门高新区公共码头建设项目	11.89	7.69	2.56	1.64	-
中外运（上合）智慧物流产业园	5.57	1.16	2.50	1.30	0.61
陕西供应链项目	4.99	2.97	0.90	0.74	0.38
梅山国际采购集运中心	4.35	1.84	1.20	1.03	0.28
连云港上合物流中心	3.75	1.00	1.00	1.17	0.58
成都青白江冷链物流园	2.98	0.35	1.20	1.08	0.35
合肥供销物流中心	2.96	0.07	0.50	1.50	0.89
连云港港口化工物流项目	2.43	0.58	0.50	1.35	-
青岛分发中心项目	2.13	1.52	0.40	0.18	0.03

项目名称	投资总额	已完成投资	投资计划		
			2020年	2021年	2022年
合计	41.05	17.18	10.76	9.99	3.12

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

截至 2019 年末，该公司拟建项目预计总投资为 45.68 亿元，主要为物流产业园及物流中心项目，短期内公司仍面临一定资本性支出压力。

**图表 13. 截至 2019 年末，公司主要拟建工程情况（单位：亿元）**

项目名称	投资总额	开工时间	投资计划		
			2020年	2021年	2022年
马来西亚自建仓库	6.60	2021年	0.03	3.00	3.00
物流地产北京项目	6.00	2021年	0.10	2.00	2.00
中白商贸物流园二期工程	5.62	2021年	1.65	3.36	0.61
太仓港保税区综合物流园	4.36	2020年	0.10	2.30	1.96
新乡多式联运物流场站项目（二期）	4.00	2021年	-	1.00	1.00
福建福州南通物流中心	3.23	2020年	0.80	0.80	0.80
湖南长沙金霞物流中心	3.17	2020年	1.50	1.20	0.47
南京中外运国际物流有限公司物流中心拆迁重置项目	2.50	2021年	0.08	0.90	0.70
昆明分发中心二期	2.20	2020年	0.70	0.75	0.75
青岛瑞昌路迁建项目	2.00	2022年	-	-	0.60
埃及中非泰达苏伊士经济区物流园	2.00	2020年	0.02	0.40	0.25
成都青白江冷链物流园二期项目	2.00	2021年	0.04	1.00	0.76
物流地产西安项目	2.00	2021年	0.10	1.00	0.90
合计	45.68	-	5.12	17.71	13.80

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

股权投资方面，2019 年 9 月 26 日，该公司召开董事会会议审议通过了《关于收购欧洲 KLG 公司股权项目的议案》，同意收购欧洲 KLG Europe Holding B.V.（简称“KLG Holding”）实际控制的 7 家物流业务公司（合称“标的公司”），包括 3 家荷兰标的公司、3 家罗马尼亚标的公司和 1 家英国标的公司。标的公司拥有高密度且稳定的欧洲陆上运输网络，根据世邦魏理仕评估师事务所出具的估值报告（C1902-0088-BV），以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日，采用收益法作为评估结论，标的公司 100% 股权评估值为 3.874 亿欧元。公司将分两步向 KLG Holding 及其实际控制的下属公司收购标的公司 100% 股权，收购价格预计不高于 3.86 亿欧元（约合 30.06 亿元人民币），资金来源为自有资金及银行借款。公司已于 2019 年 12 月 12 日向境外监管账户支付标的公司 80% 股权的收购价款 22.02 亿元人民币。根据交易安排，2019 年原股东仍对标的公司经营政策、利润分配、高级管理人员任命等事项拥有否决权，因此 2019 年公司将标的公司作为合营企业核算。2020 年 1 月 1 日起，公司将标的公司纳入合并报表范围，主要通过董事派驻对标的公司进行管控，目前标的公司董事会



共有 7 名董事，公司已派驻 4 名董事。作为践行海外战略、构建海外通道的重要一步，标的公司是公司海外网络的契合补充，可延伸公司在欧盟地区的落地操作能力，有助于公司提供全程端到端国际物流服务。与此同时，公司并购整合压力有所加大，持续关注收购后续进展、收购完成后标的公司管控模式及业务协同效益实现情况。

## 管理

**跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人未发生变化，仍能为公司未来发展提供较好支持；公司实现了 A+H 股两地上市，资本化发展渠道更为畅通。**

截至 2019 年末，该公司控股股东中外运长航集团直接持有公司 33.26% 股份，仍为公司的控股股东；招商局集团作为中外运长航集团的独资股东，直接和间接合计持有公司 56.34% 股份，仍为公司的实际控制人。公司股权结构图详见附录一。

跟踪期内，该公司完成换股吸收合并控股上市子公司中外运空运发展股份有限公司（简称“外运发展”）事项。截至 2019 年 1 月 10 日，公司已完成 13.52 亿股人民币普通股（A 股）股票发行，同时公司原有 39.04 亿股非流通内资股转换为 A 股股份，上述合计 52.56 亿股 A 股股份均已于 2019 年 1 月 18 日在上交所上市，股票简称为“中国外运”，股票代码为 601598。公司注册资本由人民币 60.49 亿元增加至人民币 74.01 亿元。目前，公司正在推进外运发展法人资格注销并将其全部资产、负债等转由公司承继的相关法律手续。公司完成 A+H 统一资本市场运作平台的搭建，资本化发展渠道更为畅通。本次换股吸收合并完成后，公司与外运发展将实现海运、陆运、空运等物流资源全面整合，进一步提升公司综合物流服务能力。

跟踪期内，该公司根据证监会和上市地上市规则等相关规定，并结合公司实际情况，修订了《公司章程》、《董事会执行委员会议事规则》及《总经理工作细则》的相关条款，制定了《董事会审计委员会年报工作规程》、《独立董事年报工作制度》、《董事、监事及高管人员所持本公司股份管理规则》、《关联方资金往来管理制度》、《年报信息披露重大差错责任追究制度》、《信息披露暂缓与豁免业务管理制度》等制度。

2019 年 2 月 26 日，该公司董事长、执行董事王宏先生因工作调整辞去董事职务，执行董事李关鹏先生获委任为公司董事长。2019 年 4 月 22 日，执行董事王林先生和吴学明先生因工作调整辞去董事职务，李关鹏先生因工作调整辞去总经理职务，辞职后李关鹏先生仍为公司董事长。同日，董事会聘任宋嵘先生担任公司总经理，同时免去其所担任的公司副总经理职务。2019 年 6 月 5 日，栗健先生、熊贤良先生、江舰先生获委任为本公司非执行董事。2019 年，毛征女士、刘英杰先生先后分别被选举为公司职工监事和监事会主席。此外，公司其余高管未发生变动。



跟踪期内，该公司管理架构、组织结构等均未发生重大变化。公司组织架构图详见附录二。

跟踪期内，该公司关联交易主要为向招商局集团、中外运长航集团及合营公司发生的运输等相关服务。2019年，公司接受关联方劳务合计 29.70 亿元、向关联方提供劳务合计 21.59 亿元，关联交易内容主要为运输及相关服务。截至 2019 年末，公司于招商局集团财务有限公司（简称“招商局财务公司”）的存款为 38.40 亿元，于招商银行股份有限公司的存款为 4.08 亿元。资金拆借方面，2019 年末，公司拆入关联方资金金额合计 7.93 亿元，主要为招商局集团财务有限公司提供的借款；拆出金额余额为 0.85 亿元，为对中国外运苏州物流中心有限公司和上海普安仓储有限公司的长期应收款和一年内到期的非流动资产。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 22 日，公司无欠息违约记录。

**图表 14. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020-4-22	未获取	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020-4-17	无	无

资料来源：根据中国外运所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

## 财务

跟踪期内，该公司负债规模及财务杠杆水平有所下降，债务仍以流动负债为主。公司刚性债务以中长期为主，短期刚性债务偿付压力不大。总体来看，公司营业收入现金率及经营性现金流状况仍保持较好水平，且货币资金存量仍较为充裕，均能为到期债务的偿付提供较好的保障。

### 1. 数据与调整

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新租赁准则，根据新租赁准则新增“使用权资产”“租赁负债”两个科目，与原租赁准则相比，执行新租赁准则对当期财务报表相关项目并无重大影响。此外，公司自 2019 年 6 月 10 日和 2019 年 6 月 17 日起分别执行新修定的非货币性资产交换准则和新修订的债务重组准则，上述两项新准则的执行未对公司财务报表产生重大影响。公司按照财政部于 2019 年 9 月 19 日颁布的《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会〔2019〕16 号）以及于 2019 年 4 月 30 日颁布的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）编制 2019 年度财务报表。

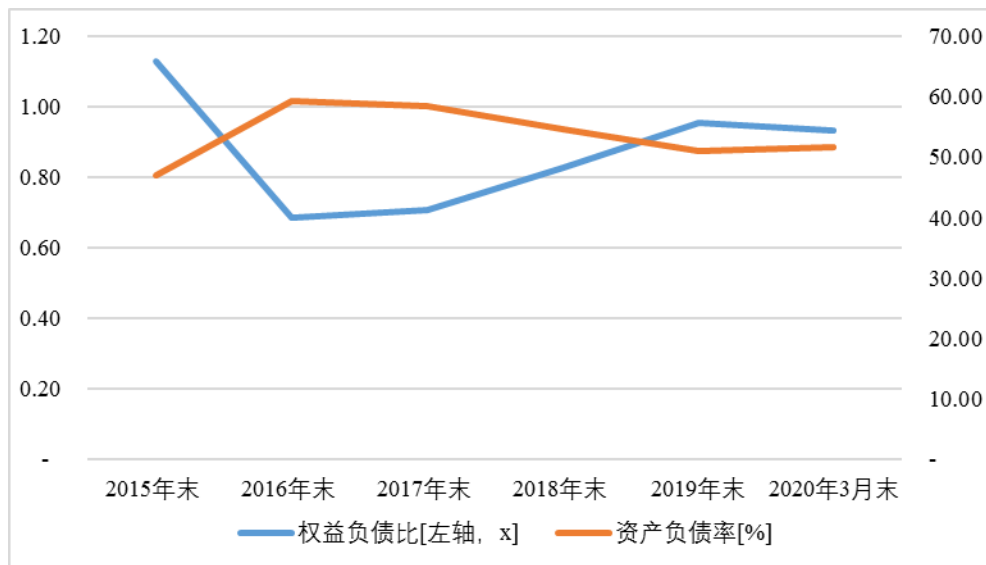
截至 2019 年末，该公司合并范围内合计 25 家子公司，其中，公司新设 2 家全资子公司，分别为中外运创新科技有限公司和中外运冷链物流有限公司，注册资本分别为 1.00 亿元和 3.00 亿元；通过现金收购方式新增 2 家全资子公司和 1 家控股子公司，全资子公司为吉宝物流（佛山）有限公司<sup>2</sup>（简称“吉宝佛山”）和上海华星，控股子公司为吉宝物流（香港）有限公司（简称“吉宝香港”）；通过转让方式减少 1 家全资子公司，即深圳华南液化气船务有限公司。

2019 年 9 月，该公司下属中国外运华南有限公司（简称“华南外运”）及其子公司广运船务有限公司（简称“广运船务”）分别与广东外运有限公司（简称“广东外运”）、新加坡吉宝电讯与通运有限公司（简称“吉宝讯通”）签订股权转让协议，由广运船务收购吉宝讯通所持吉宝佛山 70% 股权及吉宝香港 70% 股权，华南外运收购广东外运所持吉宝佛山 30% 股权。吉宝佛山 100% 股权收购交易对价为 2.10 亿元，已全部支付完毕；吉宝香港 70% 股权收购交易对价为 0.26 亿元，目前公司已经完成了上述收购股权的交割事宜，并通过华南外运持有吉宝佛山的 100% 股权以及吉宝香港的 70% 股权。

## 2. 资本结构

### （1）财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据中国外运所提供数据绘制。

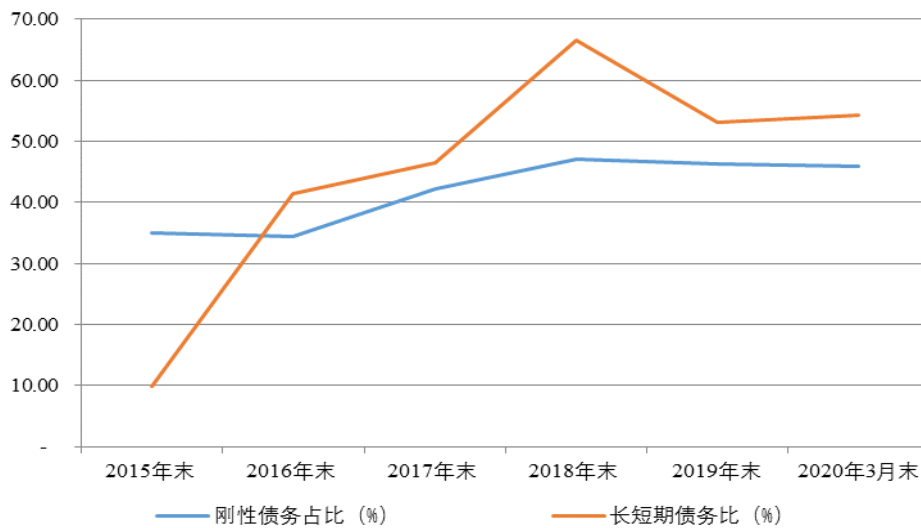
跟踪期内，受资本支出规模同比下降影响及持续经营积累，该公司负债规模和财务杠杆水平有所下降。2019 年末，公司负债总额较上年末下降 5.96%

<sup>2</sup> 吉宝佛山主要资产为澜石港及其持有的佛山市三水港吉宝物流有限公司（简称“三水港公司”）60% 股权。澜石港近年来因政府规划调整，纳入征拆范围。公司进行本次交易目的主要在于间接收购三水港公司，三水港地理位置优越，三水港公司拥有 160 米岸线使用权并建有 3 个自有泊位，是珠江-西江水上物流通道的关键节点，收购完成后有利于完善公司在华南地区的物流网络。

至 316.35 亿元，资产负债率较上年末下降 3.59 个百分点至 51.12%。2020 年 3 月末，负债总额较上年末增长 4.42% 至 330.33 亿元，资产负债率较上年末提升 0.60 个百分点至 51.71%。整体来看，公司负债经营程度适中。2019 年 1 月公司完成 13.52 亿股 A 股发行实现 A 股上市，2019 年末实收资本增至 74.01 亿元。公司将发行股票的公允价值与购买外运发展少数股东股权账面价值的差额 20.39 亿元计入资本公积，受此影响 2019 年末资本公积较上年末增长 47.24% 至 60.73 亿元。受益于资本扩充及经营积累，2019 年末所有者权益较上年末增长 8.61% 至 302.51 亿元。2020 年 3 月末，少数股东权益较上年末增长 27.93% 至 23.19 亿元，增幅部分主要系收购的标的公司 20% 的少数股东权益。主要受此影响，同期末所有者权益较上年末增长 1.96% 至 308.44 亿元。

## (2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	58.09	118.16	154.30	158.63	146.56	151.45
应付账款 (亿元)	59.27	80.38	97.25	90.56	91.47	101.20
预收款项 (亿元)	19.49	24.90	23.89	-	-	-
合同负债 (亿元)	-	-	-	25.76	26.08	31.24
其他应付款 (亿元) <sup>3</sup>	8.84	86.84	57.58	30.46	23.22	20.83
刚性债务占比 (%)	35.01	34.39	42.28	47.16	46.33	45.85
应付账款占比 (%)	35.73	23.40	26.65	26.92	28.91	30.64
预收款项占比 (%)	11.75	7.25	6.55	-	-	-
合同负债占比 (%)	-	-	-	7.66	8.25	9.46
其他应付款占比 (%)	5.33	25.28	15.78	8.99	7.34	6.30

资料来源：根据中国外运所提供数据绘制。

<sup>3</sup> 2018 年末及之后的其他应付款科目中包含了应付利息，与刚性债务存在重复计算问题，但对整体分析影响不大。

目前该公司债务仍以流动负债为主，2019年末长短期债务比为53.12%，较上年末下降13.46个百分点，主要系一年内到期的长期借款增加所致。2020年3月末，长短期债务比较上年末提升1.25个百分点至54.36%。

从债务构成来看，跟踪期内，该公司债务仍以刚性债务、应付账款、合同负债和其他应付款为主。2019年末，公司刚性债务余额为146.56亿元，较上年末下降7.61%，占负债总额的比重为46.33%。同期末，应付账款为91.47亿元，较上年末增长1.00%，账龄仍集中于1年以内，1年内（含1年）到期的应付账款占比为93.92%。同期末，合同负债为26.08亿元，较上年末增长1.25%，主要为代理及相关业务预收款。同期末，其他应付款为23.22亿元，其中应付利息0.26亿元已归入短期刚性债务，其他应付款22.48亿元主要包括非关联方资金往来，应付代垫代收和收取的押金、保证金等，较上年末下降19.86%，主要系资金往来和代垫代收结算完毕所致，其他应付款中1年以内（含1年）到期的比例为82.70%。2020年3月末，受疫情影响，业务结算周期延长，应付账款较上年末增长10.64%至101.20亿元，合同负债较上年末增长19.77%至31.24亿元。同期末其余负债较上年末未发生较大变化。

### （3）刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>46.60</b>	<b>20.65</b>	<b>43.73</b>	<b>35.32</b>	<b>44.97</b>	<b>46.05</b>
其中：短期借款	5.25	3.39	14.99	22.32	12.02	11.70
一年内到期的长期借款	-	3.04	19.79	11.66	27.73	29.19
应付短期债券	20.42	-	-	-	-	-
应付票据	0.74	2.12	2.07	-	-	-
应付利息	0.20	1.44	1.66	1.34	0.26	0.27
其他短期刚性债务	20.00	10.66	5.23	-	4.96	4.89
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>11.48</b>	<b>97.51</b>	<b>110.57</b>	<b>123.31</b>	<b>101.58</b>	<b>105.40</b>
其中：长期借款	0.40	47.68	66.09	84.73	50.26	51.36
应付债券	9.96	34.95	34.96	34.97	34.19	33.84
其他中长期刚性债务	1.12	14.88	9.52	3.61	17.13	20.20

资料来源：根据中国外运所提供数据整理

跟踪期内，该公司刚性债务仍以中长期刚性债务为主。2019年末及2020年3月末，中长期刚性债务余额分别为101.58亿元和105.40亿元，占期末刚性债务的比重分别为69.31%和69.59%，公司即期刚性债务偿付压力尚可。

从刚性债务构成来看，该公司刚性债务以长短期银行借款和应付债券为主。2019年末，公司长短期银行借款（含一年内到期的长期借款）余额为90.01亿元，较上年末下降24.18%，其中短期借款因到期偿还较上年末下降46.12%至12.02亿元。2019年末长期借款主要为保证借款（年末利率区间为

2.95-3.48%)及抵押借款(年末利率区间为3.34-5.18%)。2019年末,应付债券余额为34.19亿元,较上年末下降2.22%,主要系“16外运03”于2019年8月回售1.50亿元,公司同时上调该债券后续期限的票面利率76个基点至3.70%。

此外,该公司其他中长期刚性债务包括关联方借款及租赁负债,其中关联方借款主要为中外运长航集团、广东外运等公司借款,2019年末关联方借款余额因部分到期偿还较上年末下降46.60%至1.93亿元。2020年3月末,租赁负债较上年末增长19.98%至18.24亿元,其余刚性债务较上年末未发生较大变化。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业周期(天)	59.13	51.50	51.25	50.98	49.23	-
营业收入现金率(%)	103.96	103.02	101.21	100.70	101.12	92.91
业务现金收支净额(亿元)	26.80	32.80	35.55	30.65	33.37	-10.32
其他因素现金收支净额(亿元)	-2.46	-9.07	-5.50	-10.51	-0.17	0.66
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	24.34	23.73	30.06	20.13	33.20	-9.67
EBITDA(亿元)	33.54	52.45	55.14	60.88	58.32	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.57	0.60	0.40	0.39	0.38	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	11.69	10.69	10.48	9.45	9.96	-

资料来源:根据中国外运所提供数据整理。

注:业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额;其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2019年,受益于业务规模的扩大,该公司销售商品、提供劳务收到的现金保持增长,当年实现785.17亿元,同比增长0.85%;当年业务现金收支净额同比增长8.87%至33.37亿元。公司业务收现情况较好,2019年营业收入现金率为101.12%,同比略提升0.42个百分点。同期,公司收到其他与经营活动有关的现金同比大幅增加10.71亿元至22.28亿元,主要系收到的与经营活动相关的政府补助增加6.52亿元人民币以及收到的业务代垫款等增加5.57亿元所致;受此影响,其他因素现金收支净流出额同比大幅减少10.34亿元至0.17亿元。2019年经营活动产生的现金流量净额为33.20亿元,同比大幅提升。2020年第一季度,受营业收入下降影响,当期销售商品、提供劳务收到的现金同比下降12.70%至152.20亿元,营业收入现金率同比下降3.94个百分点至92.91%,经营活动产生的现金流量净流出额为9.67亿元,净流出规模同比减少10.15%。

该公司 EBITDA 主要来自于利润总额和固定资产折旧。2019 年 EBITDA 为 58.32 亿元，受主业盈利能力下滑拖累同比小幅下降 4.20%，其中利润总额同比下降 19.06% 至 33.26 亿元，固定资产折旧同比增长 37.29% 至 16.69 亿元。2019 年 EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数为 9.96 倍，EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.38 倍，EBITDA 对利息偿付保障能力仍较强。

## (2) 投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	1.54	16.82	10.44	50.97	-10.02	0.04
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-11.42	-28.22	-28.68	-21.59	-16.03	-2.40
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.82	-4.41	-8.04	1.61	5.50	1.66
投资环节产生的现金流量净额	-9.06	-15.07	-24.42	48.76	-20.55	-0.70

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

跟踪期内，该公司固定资产投资支出规模有所缩减。2019 年公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金为 19.21 亿元，同比下降 25.72%。同期投资支付的现金为 24.62 亿元，同比大幅增加 22.84 亿元，系投资合营、联营企业及购买金融资产所致，其中对合营企业 KLG 公司 80% 股权投资支付额为 22.02 亿元。同期收回投资收到的现金为 5.25 亿元，同比大幅下降 41.49 亿元，主要系公司当年收回的金融资产大幅减少所致。同期收到其他与投资活动有关的现金为 6.50 亿元，同比增加 4.14 亿元，主要系收到合、联营企业偿还借款 4.83 亿元所致。综上影响，2019 年公司投资活动现金净流出 20.55 亿元。2020 年第一季度，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金为 2.57 亿元，同比下降 36.33%；公司收到其他与投资活动有关的现金 1.71 亿元，主要系并表标的公司收到的现金净额；投资活动现金净流出 0.70 亿元，净流出额同比大幅下降 83.79%，主要系当期建设投资放缓以及上年同期购买理财产品导致现金流出较大。

## (3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
吸收投资收到的现金	0.42	4.94	2.03	0.57	2.73	-
取得借款收到的现金	9.09	45.88	93.80	96.89	15.31	0.18
发行债券收到的现金	39.96	49.91	-	-	-	-
偿还债务支付的现金	52.37	82.45	84.00	63.23	49.04	0.39
筹资环节产生的现金流量净额	-7.41	22.59	-1.53	-12.95	-63.35	-2.29

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。



跟踪期内，该公司主要通过银行借款满足资金需求。2019年，公司取得借款收到的现金分别为15.31亿元，同比大幅下降84.20%。此外，2019年公司吸收少数股东增资2.73亿元。同期偿还债务支付的现金为49.04亿元，同比下降22.44%；支付其他与筹资活动有关的现金为15.24亿元，主要为退还保理公司的往来款和支付的租赁负债。受债务融资额大幅下降影响，2019年筹资活动现金大额净流出63.35亿元。2020年第一季度，公司债务到期规模较小，融资需求相对较低，当期筹资活动现金净流出2.29亿元。

#### 4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	182.73	271.53	300.72	313.69	258.63	272.80
	51.75%	46.95%	48.25%	51.01%	41.79%	42.71%
其中：货币资金（亿元）	75.61	112.30	123.85	155.28	104.75	92.86
应收账款（亿元）	71.89	94.60	105.52	104.18	101.15	92.92
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	170.36	306.85	322.54	301.25	360.23	365.98
	48.25%	53.05%	51.75%	48.99%	58.21%	57.29%
其中：固定资产（亿元）	68.82	129.21	137.42	119.42	124.73	124.16
长期股权投资（亿元）	39.75	41.24	45.84	69.74	93.68	71.83
无形资产（亿元）	28.19	44.13	54.11	52.28	56.89	60.84
期末全部受限资产账面金额（亿元）	4.94	30.05	34.97	38.84	37.07	-
受限资产账面余额/总资产（%）	1.40	5.20	5.61	6.32	5.99	-

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资产规模持续增长。2019年末，资产总额为618.86亿元，较上年末微幅增长0.64%，其中非流动资产占比为58.21%，较上年末提升9.22个百分点，主要系受执行新租赁准则影响新增使用权资产科目及收购KLG公司股权所致。非流动资产主要由固定资产、长期股权投资和无形资产构成，其中，固定资产较上年末小幅增长4.44%至124.73亿元，主要为房屋建筑物和机器设备等；长期股权投资较上年末增长34.34%至93.68亿元，主要系收购KLG股权所致；无形资产较上年末增长8.80%至56.89亿元，仍主要为土地使用权。此外，2019年末公司新增使用权资产19.91亿元，主要为公司租赁的房屋建筑物。2020年3月末，公司长期股权投资较上年末下降23.33%至71.83亿元，主要系原作为合营企业核算的标的公司并表所致，相应导致期末商誉较上年末大幅增加18.95亿元；其他非流动资产较上年末增长50.63%至3.39亿元，增幅部分主要为吉宝佛山原股东享有权益的澜石港的资产，公司将其作为受托资产管理。除上述外，公司其余非流动资产较上年末未发生重大变化。

该公司流动资产主要由货币资金和应收账款构成，2019年末，货币资金为104.75亿元，因偿付各类借款较上年末下降32.54%，其中受限货币资金

为 0.88 亿元，主要为保函保证金及诉讼冻结款，公司货币资金较为充裕，能为即期债务的偿付提供一定保障；应收账款为 101.15 亿元，较上年末小幅下降 2.90%，期限 1 年以内的占比为 96.06%；此外，同期末其他应收款（不含应收利息及应收股利）为 15.83 亿元，较上年末增长 17.56%，主要为应收押金、保证金及应收政府补助。2020 年 3 月末，流动资产较上年末增长 5.48% 至 272.80 亿元，其中，受结算时点的影响，公司应收账款和预付款项分别较上年末增长 17.94% 和 32.65%，除上述外，公司其余流动资产较上年末未发生重大变化。

2019 年末，该公司受限资产合计为 37.07 亿元，占资产总额的比重为 5.99%，除受限货币资金以外，还包括用作抵押的投资性房地产 21.39 亿元、固定资产 3.05 亿元以及无形资产 11.75 亿元。

## 5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	121.03	111.77	120.74	155.32	125.18	127.48
速动比率 (%)	113.89	103.33	111.99	143.65	113.70	113.00
现金比率 (%)	50.80	48.63	52.80	81.53	53.64	46.17

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

受该公司以货币资金偿付到期借款影响，跟踪期内公司流动性指标明显下滑。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司流动比率分别为 125.18% 和 127.48%，速动比率分别为 113.70% 和 113.00%，现金比率分别为 53.64% 和 46.17%。

## 6. 表外事项

根据该公司审计报告，截至 2019 年末，公司涉及三起未决诉讼，涉案金额合计 1.20 亿元，目前均在一审中。因涉案金额较小，公司或有损失风险较小。

## 7. 集团本部财务质量

该公司集团本部主要通过下属核心子公司开展各类业务。2019 年，集团本部实现营业收入 22.45 亿元，同比增长 4.67%，为航运及相关业务收入。目前，集团各下属子公司运作情况较好，集团本部能获得一定规模投资收益，2019 年集团本部获得投资收益 9.46 亿元，同比下降 29.96%，主要系下属子公司分红金额同比减少 3.98 亿元所致；受此影响，集团本部净利润同比下降 22.33% 至 8.72 亿元。2019 年末，集团本部资产总额为 366.53 亿元，较上年末增长 43.56%，主要系吸收合并空运发展导致对子公司的长期股权投资大幅增加所致。2019 年末，集团本部货币资金为 40.73 亿元，同比增长 82.45%，主要系收到资产支持票据款项所致；同期末股东权益为 207.75 亿元，较上年

末增长 49.61%，主要系投资者投入增加。集团本部资产呈现非流动资产占比较高的特点，其资产主要集中于对下属子公司的长期股权投资和其他应收款，期末集团本部长股权投资为 182.36 亿元，同比增长 64.13%。2019 年末，集团本部负债总额为 158.78 亿元，资产负债率为 43.32%，负债结构仍以流动负债为主。2019 年末集团本部流动负债较上年末增长 80.18% 至 117.57 亿元，主要系合并范围内子公司资金归集增加所致。2019 年，集团本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流量净额分别为 -0.19 亿元、-8.09 亿元和 26.54 亿元。总体来看，跟踪期内，随着银行借款的逐步到期偿还，集团本部刚性债务规模明显下降，同时整体财务杠杆仍处于较低水平，集团本部偿债能力较强。

## 外部支持因素

该公司与多家商业银行存在长期合作关系，近年来整体信用状况良好。截至 2019 年末，公司共获得授信额度 216.70 亿元（折合人民币），已使用授信额度 43.23 亿元，尚可使用额度为 173.47 亿元，可为资金周转提供支持。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 16 外运 03：调整票面利率和回售

16 外运 03 发行金额为人民币 15.00 亿元，为 5 年期固定利率品种，附第三年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。2019 年 8 月该期债券回售金额为 1.50 亿元，同时公司已上调债券后续存续期限的票面利率 76 个基点，即在债券存续期后 2 年票面利率为 3.70% 并固定不变。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司将其原有内资股转换成 A 股股份，并在上海证券交易所上市，作为 A+H 股两地上市企业，公司资本化发展渠道更为畅通。公司控股股东和实际控制人未发生变化，实力均较强，能为公司未来发展提供较好支持。

该公司依托其长期以来积累的较大规模的物流资产及覆盖广泛的业务网络，行业地位稳固，规模优势突出。跟踪期内，公司重新梳理了业务线，新组建电商业务，形成了目前的代理及相关业务、专业物流业务和电商业务三大板块的业务格局。受益于代理及相关业务与电商业务规模扩大，2019 年公司营收规模略有增长。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击，公司营业收入随出口相关业务量减少而下滑，加之疫情防控等因素导致业务运营成本增

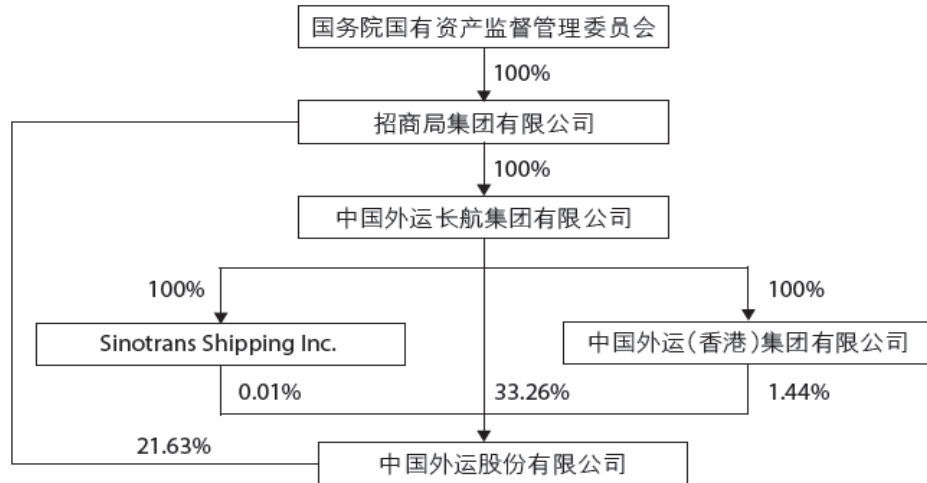
加，进一步挤压盈利空间，短期内公司经营压力有所增加。

跟踪期内，该公司负债规模及财务杠杆水平有所下降，债务仍以流动负债为主。公司刚性债务以中长期为主，短期刚性债务偿付压力不大。总体来看，公司营业收入现金率及经营性现金流状况仍保持较好水平，且货币资金存量仍较为充裕，均能为到期债务的偿付提供较好的保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）国内外经济变化及新冠肺炎疫情对该公司经营情况的影响；（2）国内物流行业集中度低，公司面临的竞争环境变化；（3）公司两大股东后续的物流资源及业务整合情况；（4）公司境外并购实施进展及管理整合、业务协同情况。

附录一：

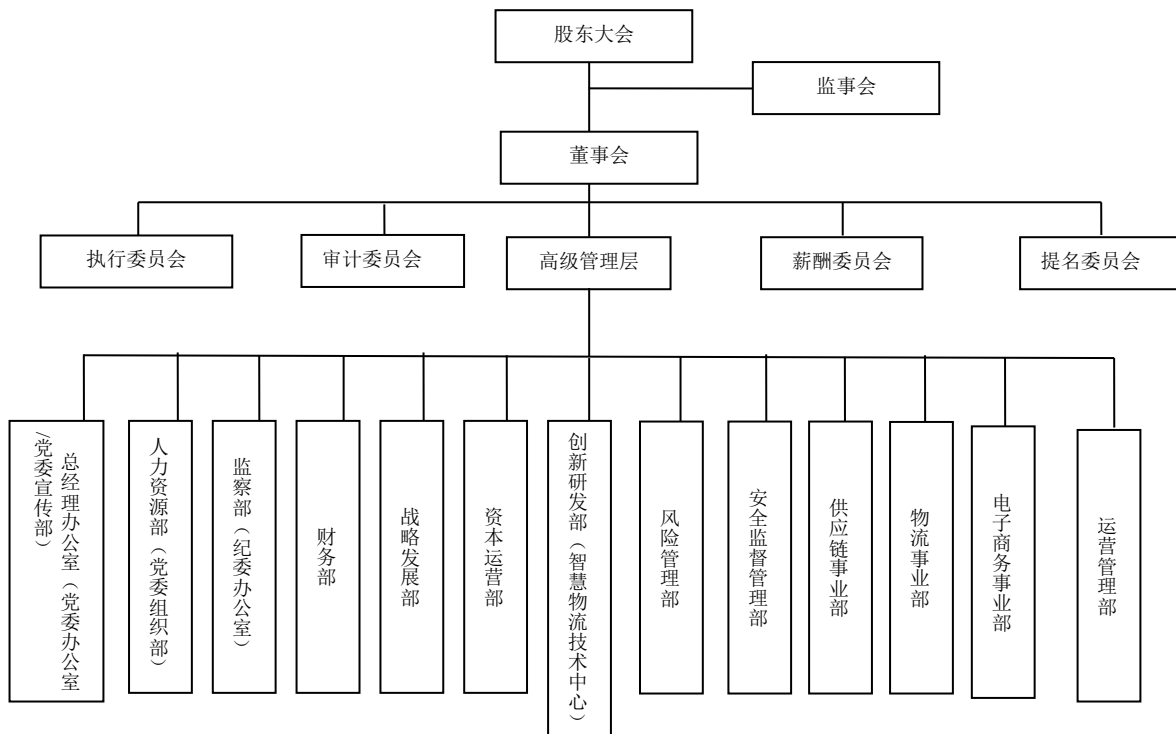
公司与实际控制人关系图



注：根据中国外运提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据中国外运提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
招商局集团有限公司	招商局集团	实际控制人	—	综合	19358.95	8116.81	3102.51	590.97	239.53	
中国外运长航集团有限公司	中外运长航集团	公司之控股股东	—	物流	793.91	424.22	842.23	20.88	44.26	
<b>中国外运股份有限公司</b>	<b>中国外运</b>	<b>本级</b>	<b>—</b>	<b>物流、货代</b>	<b>366.53</b>	<b>207.75</b>	<b>22.45</b>	<b>8.72</b>	<b>-0.19</b>	母公司口径
中外运物流有限公司	中外运物流	核心子公司	100	物流	51.44	24.80	14.65	0.07	-19.03	
中国船务代理有限公司	中国船务代理	核心子公司	100	船务代理	0.62	0.47	0.00	0.07	-0.14	
中国外运物流发展有限公司	外运物流发展	核心子公司	100	物流	17.44	1.81	21.19	0.36	2.96	
中外运空运发展股份有限公司	外运发展	核心子公司	100	航空货代及快递	105.08	98.72	40.48	11.12	1.16	
中国外运华东有限公司	外运华东	核心子公司	100	货代、船代及快递	30.13	16.72	39.48	2.25	-0.23	
中国外运长江有限公司	外运长江	核心子公司	100	货代、船代及快递	23.58	9.90	43.07	1.52	0.60	
中外运湖北有限责任公司	外运湖北	核心子公司	100	货代	4.57	1.90	7.73	0.10	0.70	
中国外运(香港)物流有限公司	外运香港	核心子公司	100	货代及物流	59.09	1.10	0.07	0.05	-0.15	
国际集装箱租赁有限公司	国际集装箱租赁	核心子公司	100	集装箱租赁	1.47	0.19	0.20	0.02	0.37	

注：根据中国外运 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。



附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	623.26	614.94	618.86	638.78
货币资金 [亿元]	121.52	155.28	104.75	92.86
刚性债务[亿元]	154.30	158.63	146.56	151.45
所有者权益 [亿元]	258.35	278.53	302.51	308.44
营业收入[亿元]	731.58	773.12	776.50	163.82
净利润 [亿元]	29.81	31.99	29.27	2.22
EBITDA[亿元]	55.14	60.88	58.32	—
经营性现金净流入量[亿元]	30.06	20.13	33.20	-9.67
投资性现金净流入量[亿元]	-24.42	48.76	-20.55	-0.70
资产负债率[%]	58.55	54.71	51.12	51.71
权益资本与刚性债务比率[%]	167.44	175.58	206.42	203.66
流动比率[%]	120.74	155.32	125.18	127.48
现金比率[%]	52.80	81.53	53.64	46.17
利息保障倍数[倍]	7.95	7.24	6.65	—
营业周期[天]	51.25	50.98	49.23	—
毛利率[%]	7.59	7.17	5.44	4.83
营业利润率[%]	5.15	5.59	4.34	1.90
总资产报酬率[%]	6.96	7.53	6.31	—
净资产收益率[%]	12.09	11.92	10.07	—
净资产收益率*[%]	11.25	12.11	10.85	—
营业收入现金率[%]	101.21	100.70	101.12	92.91
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.22	8.93	16.25	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.59	19.65	3.88	—
EBITDA/利息支出[倍]	10.48	9.45	9.96	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.40	0.39	0.38	—

注：表中数据依据中国外运经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）及以下等级外，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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。