

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2021年面向專業投資者公開發行公司債券（第一期）信用評級報告》，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

北京，二零二一年七月二十一日

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）、劉威武（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

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告



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.*

## 概述

编号:【新世纪债评(2021)010247】

**评级对象:** 中国外运股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA

**计划发行:** 不超过 40 亿元(含 40 亿元)

**本期发行:** 不超过 20 亿元(含 20 亿元)

**存续期限:** 5 年,附第 3 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

**增级安排:** 无

**评级时间:** 2021 年 7 月 13 日

**发行目的:** 偿还公司债券

**偿还方式:** 按年单利计息,每年付息一次

### 主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 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	22.33	40.73	46.57	26.00
刚性债务	61.90	46.63	41.17	42.74
所有者权益	138.86	207.75	218.68	218.68
经营性现金净流入量	3.93	-0.19	-0.54	-2.14
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	614.94	618.86	658.19	686.70
总负债	336.41	316.35	335.68	354.91
刚性债务	158.63	146.56	150.58	149.26
所有者权益	278.53	302.51	322.51	331.79
营业收入	773.12	776.50	845.37	289.02
净利润	31.99	29.27	28.73	8.64
经营性现金净流入量	20.13	33.20	39.56	-21.82
EBITDA	60.88	58.32	60.78	—
资产负债率[%]	54.71	51.12	51.00	51.68
权益资本与刚性债务比率[%]	175.58	206.42	214.17	222.29
流动比率[%]	155.32	125.18	116.34	117.09
现金比率[%]	81.53	53.64	50.44	36.80
利息保障倍数[倍]	7.24	6.65	8.27	—
净资产收益率[%]	11.92	10.07	9.19	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.93	16.25	17.60	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	19.65	3.88	8.02	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.45	9.96	12.59	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.38	0.41	—

注:根据中国外运经审计的 2018~2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

林慧娟 lyj@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>

### 评级观点

#### 优势:

- **规模优势明显。**中国外运为央企体系中从事综合物流业务的主要企业和我国最大的第三方物流服务商,行业地位较高,竞争实力较强。2019 年公司吸收合并下属 A 股上市公司外运发展,规模优势进一步扩大;2020 年对 KLG Holding 下属 7 家物流子公司的股权收购,有效充实了公司在欧洲地区的业务网络。
- **股东支持力度大。**中国外运为招商局集团下属核心企业,可在业务、资源、渠道等各个方面获得股东的一定支持。
- **投资收益可对盈利提供较好补充。**近年来中国外运对合联营企业确认的投资收益持续增长,投资收益可对公司盈利提供较好补充。
- **现金流状况良好。**中国外运主业获现能力较强,近三年经营性现金流状况表现良好,货币资金存量及剩余银行授信较为充足,公司财务弹性较好。
- **资本市场融资渠道畅通。**中国外运于 2019 年通过换股方式实现 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。

#### 风险:

- **行业竞争激烈。**现阶段我国物流行业集中度较低,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,中国外运面临较为激烈的竞争环境。
- **新冠肺炎疫情等不确定性因素增加。**中国外运开展的物流业务与宏观经济形势及国际贸易密切相关,现阶段中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等不确定性因素有所增加,公司面临一定经

营压力。

- 海外投资及整合带来的管理难度加大。2020 年中国外运完成对欧洲 KLG Holding 下属 7 家欧洲物流子公司 100% 股权收购，海外业务拓展及并购整合使得公司面临的管理难度有所加大。

## ➤ 未来展望

通过对中国外运及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 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

### 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

中国外运股份有限公司（简称“中国外运”、“该公司”或“公司”）成立于 2002 年 11 月，系由原中国对外贸易运输（集团）总公司（简称“中国外运集团”）经原国家经济贸易委员会国经贸企改[2002]863 号文件核准以发起方式设立的国有控股企业。2003 年 2 月，经国务院授权部门批准，公司在香港联交所发行了 178740.60 万股 H 股，并在香港联交所上市交易（股票代码：00598.HK，简称：中国外运）。2009 年 3 月，中国外运集团和原中国长江航运（集团）总公司（简称“长航集团”）经国务院批准合并组建为中国外运长航集团有限公司（简称“中外运长航集团”），公司成为中外运长航集团下属综合物流板块的核心子公司。2015 年 12 月，经国务院批准，中外运长航集团以无偿划转方式整体划入招商局集团有限公司（简称“招商局集团”），成为其全资子公司，公司实际控制人变更为招商局集团。

2017 年 11 月，该公司完成了向招商局集团收购其持有的招商局物流集团有限公司（已于 2019 年 3 月更名为中外运物流有限公司，简称“中外运物流”）全部股份的事项，总对价为人民币 54.50 亿元，以发行 144268.34 万股内资股的方式予以偿付，至此，公司发行的股本增至 60.49 亿股。2018 年 10 月 8 日，公司与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”）的换股吸收合并事项获得中国证监会无条件通过；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成为 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。公司实收资本由人民币 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。

截至本评级报告出具之日，该公司第一大股东中外运长航集团直接和间接合计持有公司 36.01% 的股份（其中直接持有公司 33.40% 的股份）；作为中外运长航集团的独资股东，招商局集团直接和间接合计持有公司 57.64% 的股份，

为公司的实际控制人。

该公司主营业务包括代理及相关业务、专业物流和电商业务三大板块。作为我国最大的货运代理公司，公司拥有完善的服务网络、丰富的物流资源、强大的专业物流能力和优质的客户资源，在行业内树立了良好的品牌知名度。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

## 2. 债项概况

### (1) 债券条款

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2021]1780号”文核准，该公司获准面向专业投资者公开发行不超过人民币40亿元（含40亿元）的公司债券，采用分期发行的方式。本期债券发行规模不超过20亿元（含20亿元），期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，拟用于偿还公司债务。

**图表 1. 拟发行的本期债券概况**

债券名称:	中国外运股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过40亿元（含40亿元）
本期发行规模:	不超过20亿元（含20亿元）
本期债券期限:	期限5年，附第3个计息年度末该公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率:	本期债券采用固定利率形式
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本
增信措施:	无

资料来源：中国外运

截至本评级报告出具之日，该公司存续债券待偿本金余额为33.50亿元，目前待偿债券还本付息情况正常。

**图表 2. 截至评级报告出具日，公司存续债券概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 外运 03	15.00	13.50	5	3.70	2016年8月	未到期，正常付息
21 中外运 MTN001	20.00	20.00	3	3.50	2021年6月	未到期，正常付息

资料来源：中国外运

### (2) 募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还该公司债务。

### (3) 信用增进安排

本期债券未安排信用增级。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (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、仓储与码头服务等，归属于物流行业。

近年来，我国物流行业以增速放缓的态势保持逐年增长，运行质量有所提升，面临的政策环境亦在不断改善；但在市场竞争的压力和经济结构调整的倒逼机制下，物流行业内的资源整合加速。2020 年初，新冠疫情的爆发，短期内对物流需求、运力造成了一定负面影响，随着我国宏观经济和物流运行逐步恢复常态，下半年以来物流需求保持回升态势，但仍需关注中短期内疫情反弹可能性、地缘政治博弈等因素，对我国经济发展带来的挑战及对物流行业需求造成的影响。

### A. 物流行业

#### 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。物流行业的发展与我国宏观经济形势密切相关，近年来，我国经济不断发展，国内生产总值（GDP）：不变价由 2010 年的 32.01 万亿元增长至 2020 年的 91.12 万亿元；国内人均收入和居民消费水平的提高

带动社会消费品零售总额增长，由 2010 年的 15.46 万亿元增长至 2020 年的 39.20 万亿元，为我国物流行业的发展提供了较好的外部条件。

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，总体保持增长趋势，2018-2020 年，我国社会物流总额分别为 283.1 万亿元、298.0 万亿元和 300.1 万亿元，增幅有所放缓，同比分别增长 6.4%、5.9%和 3.5%。从需求结构来看，2018-2020 年，我国工业品物流总额增速逐年放缓，同期分别增长 6.2%、5.7%和 2.8%，且占社会物流总额的比重逐年下降，同期占比分别为 90.71%、90.57%和 89.94%。我国物流行业需求结构正在发生变化，在电商物流的拉动下，居民消费相关的新动能需求增势较为强劲，同期我国单位与居民物品物流总额同比分别增长 22.8%、16.1%和 13.2%。

图表 3. 我国社会物流总额及增速情况



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。近年来，我国社会物流总费用逐年增长，2018-2020 年分别为 13.30 万亿元、14.60 万亿元和 14.90 万亿元，同比分别增长 9.92%、9.77%和 2.00%；从构成来看，社会物流总费用可划分为运输费用、保管费用、管理费用，其中，运输费用是最主要构成，同期分别为 6.9 万亿元、7.7 万亿元和 7.8 万亿元，占社会物流总费用的比重分别为 51.88%、52.74%和 52.35%。2018-2020 年，我国社会物流总费用占 GDP 的比重分别为 14.8%、14.7%和 14.7%，占 GDP 比重与世界平均水平 10%左右存在一定差距，我国物流效率和物流成本仍有待进一步改进，我国国家发改委、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。

图表 4. 我国社会物流总费用构成（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

2020 年初新冠疫情爆发，短期内对物流需求、运力造成一定负面影响。随着国内抗疫形势的逐步好转，加之相关政策支持以及线上消费习惯的培养，7 月以来开始恢复增长态势。分季度看，2020 年第一季度、上半年度和前三季度全国社会物流总额同比增速分别为-7.3%、-0.5%和 2.0%，全年物流规模持续恢复。但仍需关注中短期内，疫情反弹可能性、地缘政治博弈等因素，对我国经济发展带来的挑战及对物流行业需求造成的影响。

### 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。

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。2020 年 5 月，国家发展改革委、交通运输部发布《关于进一步降低物流成本的实施意见》，针对部分领域物流成本高、效率低等问题仍然突出，特别是受新冠肺炎疫情影响，社会物流成本出现阶段性上升，为进一步降低物流成本、提升物流效率，加快恢复生产生活秩序，提出了降低物流制度成本、降低物流要素成本等六方

面政策措施。

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 5. 2018 年以来物流行业主要政策文件**

发布时间	发布方	文件	主要内容
2020-5-20	国家发展改革委、交通运输部	《关于进一步降低物流成本的实施意见》	提出“深化关键环节改革，降低物流制度成本”、“加强土地和资金保障，降低物流要素成本”、“深入落实减税降费措施，降低物流税费成本”等六个方面政策措施
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

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）运营效率：资产运营效率提升，周转速度加快，可提升企业收入水平和盈利能力；（3）运输费率：物流企业收费市场化，具体费率水平因公司性质、竞争程度、管理水平的差异而有所不同，从而影响企业的收入规模和盈利能力；（4）技术：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 6. 2020 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	873.65	265.09	69.66	3602.15	16.27	12.80	1.95
北京长久物流股份有限公司	53.01	25.43	52.03	40.77	1.22	6.52	11.11
张家港保税科技(集团)股份有限公司	34.09	24.84	27.14	20.64	2.34	-1.42	19.95
中储发展股份有限公司	211.43	121.82	42.38	488.16	5.35	11.67	2.96
<b>中国外运股份有限公司</b>	<b>658.19</b>	<b>322.51</b>	<b>51.00</b>	<b>845.37</b>	<b>28.73</b>	<b>39.56</b>	<b>5.84</b>

资料来源：Wind 资讯

#### d) 风险关注

**宏观经济波动风险。**物流行业需求与宏观经济景气度和下游制造业需求密切相关，2020 年初，新冠肺炎疫情的爆发对我国经济造成了一定短期负面影响，随着国内疫情防控形势的向好，我国经济运行稳步复苏，但中短期内，疫情反弹可能性、地缘政治博弈等因素，均将对我国经济发展带来挑战，我国物流行业面临一定的宏观经济波动风险。

**市场竞争激烈。**物流行业准入门槛低，目前，仅提供仓储、运输等较为低端的物流服务的基础物流服务商众多，规模和发展水平参差不齐，产品和服务同质化较严重，市场竞争激烈。

**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。2019 年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。近年来公司整体发展态势良好，营收规模持续扩大；2020 年初，公司业务经营受到了新冠肺炎疫情的短期冲击，但随着疫情防控形势好转及公司积极推动跨境电商物流、国际班列等重点业务，加之收购的 KLG 标的公司对收入亦有所贡献，全年营业收入企稳回升；2021 年第一季度，受业务量增加及运价上涨影响，当期三大业务板块营业收入均同比上升。

随着中外运长航集团于 2017 年初完成与招商局集团的战略重组工作，该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，公司于当年完成对中外运物流全部股份的收购，专业物流业务规模得以大幅扩大；2019 年，公司完成对外运发展的换股吸收合并，综合物流服务能力进一步提升。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，公司持续推进物流提供商、物流整合商、物流平台商三位一体的商业模式转型，重新梳理了业务线条，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、仓储和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。其中，代理及相关业务收入占营业收入的比重约为 70%，为公司最主要的收入来源。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	服务网络覆盖范围	业务的核心驱动因素
代理及相关业务	国内网络覆盖全国，自有海外网络覆盖 34 个国家和地区，拥有 65 个全球经营网点	规模/资本/管理等
专业物流		规模/资本/技术/管理等
电商业务		规模/资本/技术/管理等

资料来源：中国外运

近年来，该公司依赖其已形成的规模优势，经营稳健，营业收入逐年增长，2018-2020 年分别实现收入 773.12 亿元、776.50 亿元和 845.37 亿元。其中，2020 年，公司在年初爆发新冠肺炎疫情冲击下，营收仍同比增长 8.87%，主要系疫情冲击下，空运市场需求旺盛、运价持续走高，公司发挥全网运营效能，提前布局空运通道和加强运力集采，积极推动跨境电商物流、空运代理、班列等重点业务增长，加之公司收购的欧洲 KLG Europe Holding B.V.（简称“KLG

Holding”) 下属 7 家物流业务子公司（简称“KLG 标的公司”）贡献收入约 15.8 亿元人民币所致。2021 年第一季度，公司实现营业收入 289.02 亿元，同比增长 76.43%（较 2019 年第一季度营业收入增长 60.56%），主要系受业务量增加及运价上涨影响，当期三大业务板块的营业收入均同比上升。

### （1）主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计		773.12	776.50	845.37	289.02	163.82
其中：核心业务营业收入	金额	773.12	776.50	845.37	288.32	162.94
	占比	100.00	100.00	100.00	99.76	99.46
其中：（1）代理及相关业务	金额	541.40	548.28	577.76	202.04	113.02
	占比	70.03	70.61	68.34	70.08	69.36
（2）专业物流业务	金额	208.06	198.39	195.85	55.08	43.41
	占比	26.91	25.55	23.17	19.10	26.64
（3）电商业务	金额	23.66	29.83	71.76	31.20	6.51
	占比	3.06	3.84	8.49	10.82	3.99

注：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主要包括海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理、仓码服务以及公路代理、船舶承运、汽车运输等为主的其他服务。公司代理收益包括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。2018-2020 年，代理及相关业务实现收入分别为 541.40 亿元、548.28 亿元和 577.76 亿元；同期毛利率分别为 5.60%、3.96% 和 4.58%，2019 年毛利率同比下降 1.64 个百分点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；受航空运价上涨及空运、铁路代理量增加影响，2020 年代理及相关业务毛利率有所回升，当期贡献毛利明显增加。2021 年第一季度，代理及相关业务收入为 202.04 亿元，同比增长 78.76%；毛利率为 4.02%，同比微幅提升 0.06 个百分点。

该公司海运代理业务主要为客户提供向船公司订舱、安排货物出运、提箱、装箱、仓储、集疏港、报关报检、分拨、派送等与水路运输相关的多环节物流服务；依据货物装运方式不同，海运代理业务可分为集装箱整箱和拼箱。目前，公司海运代理业务已覆盖全球 70 多个国家及地区，年处理海运集装箱量超 1000 万标箱。2019 年，公司抓住市场回暖的有利时机，加强大客户营销力度，海运代理业务量保持增长。2020 年上半年，受传统海运淡季叠加新冠肺炎疫情的影响，多数船公司采取较大规模运力停航措施，导致海运运力下降，集装箱海运市场呈低迷态势。6 月以来，随着对外贸易逐步恢复，中国出口集装箱运输需求上升，但舱位紧张和空箱不足导致海运运力供不应求。受此影响，2020

年公司海运集装箱代理量同比微幅下降 0.35%。

该公司空运代理业务主要为客户提供提派、报关报检、仓储、包装、订舱（包括包机和包舱服务）及操作、航空干线运输代理和卡车转运等专业化空运货运代理服务。公司的空运代理自有海外网点覆盖亚、欧、北美三大洲，代理网络覆盖近 50 个国家和地区，并已在北京、上海、广州、成都和郑州五大口岸运营 26 条全程可视化供应链产品。2019 年，公司空运代理量同比下降 5.30%，主要系受空运市场低迷以及公司主动调整空运代理货种结构，减少部分低毛利货种影响。2020 年，在空运市场需求旺盛、运价持续走高情况下，公司凭借完善的航空运力通道，当年空运代理货量同比增长 6.04%。

该公司铁路代理业务系为客户在全国和一带一路沿线国家提供散杂货和集装箱等多种方式的铁路运输和信息服务，包括国内铁路运输、国际铁路运输（含过境铁路运输）以及海铁联运在内的全程供应链服务。目前，公司跨境班列自营平台在长沙、东莞、深圳、沈阳、新乡、威海、西安等地累计开通线路 40 余条（其中周班常态运行 11 条），累计发运 4400 余列。2020 年公司铁路班列新增 7 条线路，全年开行跨境班列 1580 列，发运量 15.7 万 TEU，同比分别增长 25.6% 和 21.7%，其中欧线班列发运 1388 列、发运量 13.4 万 TEU。近年来，受益于中欧中亚等国际班列的开行和国内外班列线路的增加，加之疫情冲击下国际海运和空运不同程度受阻，公司铁路代理业务量保持快速增长。

该公司船舶代理业务系为船公司提供船舶进出港、单证、船舶供应及其他船舶在港口相关业务等服务，并向船公司订舱。公司在我国沿海、沿江 70 多个口岸设有分支机构，并在香港、日本、韩国、新加坡、英国、德国、泰国等地设立代表处。2019 年，公司加强与船务公司的业务合作，并加大了原油、矿砂等大宗商品的开发力度，船舶代理业务量同比微幅增长 0.75%；2020 年受疫情影响，班轮公司收缩运力、合并撤销航次，叠加各国疫情防控要求导致集装箱周转不畅，当年船舶代理业务量同比下降 13.35%。

该公司仓码服务业务系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，主要包括库场站服务（集装箱和散杂货）和码头服务。公司依托丰富的仓库和集装箱场站资源，及在广东省及广西省拥有 10 个自营内河码头开展仓码服务业务。近年来，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，库场站服务业务量逐年增长。

2021 年第一季度，受益于国内疫情的有效控制，我国宏观经济稳定恢复，该公司代理相关业务增长态势良好，海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理、库场站服务业务量同比均实现增长。

**图表 9. 公司代理及相关业务量**

业务类别	单位	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
海运代理	万 TEU	1304.20	1313.40	1308.80	286.50	228.70
空运代理	万吨	53.01	50.20	53.23	19.20	9.80
铁路代理	万 TEU	7.10	11.20	19.10	4.00	2.50

业务类别	单位	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
船舶代理	万 TEU	2654.90	2674.90	2317.70	530.10	461.20
库场站服务	万吨	1580.00	1600.00	1910.00	358.00	311.00

资料来源：中国外运

## 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、冷链物流以及以零担快运、保税物流、会展物流为主的其他服务。2018-2020年及2021年第一季度，公司专业物流业务量分别为5640万吨、4880万吨、4250万吨和956万吨，2019年同比下降13.48%，主要系项目物流原有大项目结束，而新项目处于初期筹备阶段导致；2020年，受新冠肺炎疫情全球爆发的影响，公司专业物流各细分板块业务量均出现不同程度下滑，总业务量同比下降12.91%；2021年第一季度，专业物流业务量同比增长17.30%。受业务量逐年下降影响，2018-2020年公司专业物流业务收入分别为208.06亿元、198.39亿元和195.85亿元；同期专业物流业务毛利率分别为9.92%、9.62%和10.26%，其中2020年有所提升主要系新并表的KLG标的公司贡献部分利润，带动毛利水平提高所致。2021年第一季度，公司专业物流业务收入为55.08亿元，同比增长26.89%；毛利率为7.75%，同比提升0.95个百分点。

该公司合同物流业务主要由下属子公司中外运物流负责运营，主要系基于长期合作协议，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。目前，公司合同物流业务的主要行业和服务线条包括消费品、零售、汽车、高科技、医疗健康和国际供应链采购等。2018-2020年及2021年第一季度，公司合同物流业务量分别为4170万吨、3800万吨、3310万吨和739万吨，2019年同比下降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综合所致；2020年同比下降12.89%，主要系受疫情影响，各合同物流业务执行延迟所致。

该公司项目物流主要覆盖一带一路沿线国家及地区，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。2018-2020年及2021年第一季度，公司项目物流业务量分别为1030万吨、620万吨、520万吨和128万吨，2019年同比下降39.81%，主要系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，导致业务量缩减；2020年同比下降16.13%，主要系境外项目停工所致。随着全球经济增速放缓和国外疫情防控形势变化，短期内公司项目物流业务量增长面临一定不确定性。

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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司化工物流业务量分别为 330 万吨、330 万吨、320 万吨和 68 万吨。

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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司冷链物流业务量分别为 110 万吨、130 万吨、100 万吨和 21 万吨，2019 年同比增长 18.18%，主要系在消费升级和技术进步带动下，冷链物流业务量实现了较好的增长；2020 年冷链物流业务量同比下降 23.08%，主要系疫情影响下，餐饮门店配送需求下降所致；2021 年第一季度冷链物流业务量同比略有下降，主要系部分客户流失所致。

**图表 10. 近年来公司专业物流业务量情况（单位:万吨）**

业务类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
合同物流	4170	3800	3310	739	629
项目物流	1030	620	520	128	102
化工物流	330	330	320	68	62
冷链物流	110	130	100	21	22
<b>合计</b>	<b>5640</b>	<b>4880</b>	<b>4250</b>	<b>956</b>	<b>815</b>

资料来源：中国外运

注：表中合同物流业务量不包含 KLG 标的公司业务量。

### 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（简称“创新科技公司”）对互联网产品和创新投资项目进行统一管理；并成立运易通科技有限公司（简称“运易通”），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。

该公司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。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

<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。

因素，跨境电商行业近年来发展迅速。2018-2020年及2021年第一季度，该公司分别完成跨境电商物流11495.80万票、17979.50万票、26985.5万票和12390.5万票，业务规模快速扩张，带动了电商业务收入的增加，同期分别为23.66亿元、29.83亿元、71.76亿元和31.20亿元；2020年以来，受新冠肺炎疫情的影响，线上消费增加，电商渗透率提升，跨境电商进出口交易额大幅增长，得益于公司的空运通道建设和提前锁定运力，且在当年加大与重点客户合作，电商业务收入持续高速增长。2018-2020年及2021年第一季度，电商业务毛利率分别为19.02%、4.98%、3.99%和1.72%，2019年以来毛利率明显下降，主要系受主要客户业务价格下降的影响，加之公司持续加大电商平台技术研发投入，使得业务成本增加综合所致。

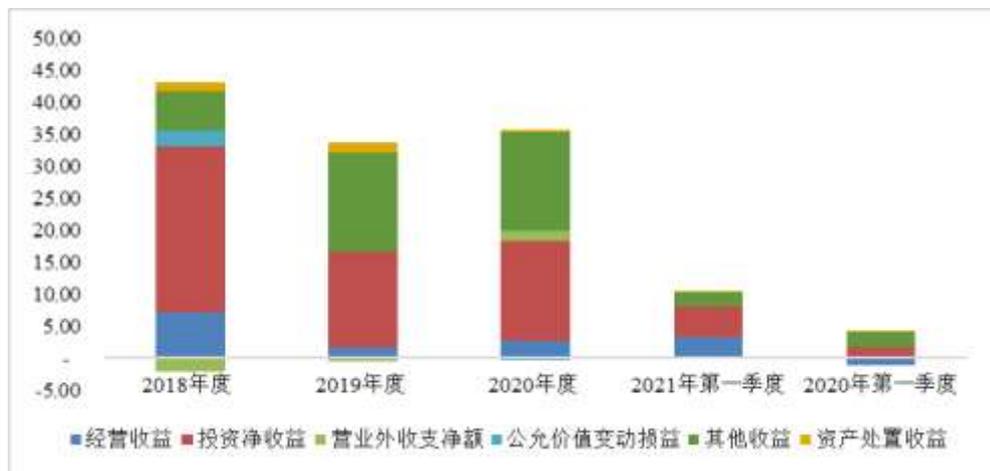
图表 11. 公司电商业务量情况

业务类别	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
跨境电商物流（万票）	11495.8	17979.5	26985.5	12390.5	3631.8
跨境电商物流（万吨）	/	0.8	2.7	/	/
物流装备共享平台（万标准箱/天）	8.4	8.2	8.0	7.9	8.1
物流电商平台（万标准箱）	/	4.7	46.1	17.5	3.5

资料来源：中国外运

## （2）盈利性

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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

近年来该公司经营情况良好，营业收入逐年提升。2018-2020年及2021年第一季度分别实现营业收入773.12亿元、776.50亿元、845.37亿元和289.02亿元；同期综合毛利率分别为7.17%、5.44%、5.84%和4.54%。2019年受人工、运输成本上涨等因素影响，毛利率有所下滑；2020年由于空运、铁路代理业务量增长，航空运价上涨以及KLG标的公司贡献收入带动综合毛利率同比提升0.40个百分点；2021年第一季度，由于毛利较低的电商业务收入占比提高，综合毛利率同比微幅下降0.29个百分点。公司毛利主要由代理及相关业务和

专业物流贡献，2018-2020 年代理及相关业务毛利分别为 30.30 亿元、21.70 亿元和 26.46 亿元；专业物流毛利分别为 20.64 亿元、19.09 亿元和 20.08 亿元；电商业务毛利分别为 4.50 亿元、1.49 亿元和 2.86 亿元，其中 2019 年受主要客户业务价格下降及研发投入增加的共同影响，电商业务毛利同比大幅下降 66.99%。

**图表 13. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	773.12	776.50	845.37	289.02	163.82
毛利率（%）	7.17	5.44	5.84	4.54	4.83
其中：代理及相关业务（%）	5.60	3.96	4.58	4.02	3.96
专业物流业务（%）	9.92	9.62	10.26	7.75	6.80
电商业务（%）	19.02	4.98	3.99	1.72	2.01
毛利（亿元）	55.45	42.28	49.41	13.13	7.91
其中：代理及相关业务（亿元）	30.30	21.70	26.46	8.12	4.47
专业物流业务（亿元）	20.64	19.09	20.08	4.27	2.95
电商业务（亿元）	4.50	1.49	2.86	0.54	0.13
期间费用率（%）	5.47	4.91	5.11	3.14	4.97
其中：财务费用率（%）	0.59	0.37	0.74	0.23	0.58
全年利息支出总额（亿元）	6.44	5.85	4.83	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.88	0.20	0.26	-	-

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司期间费用分别为 42.26 亿元、38.09 亿元、43.16 亿元和 9.07 亿元，期间费用率分别为 5.47%、4.91%、5.11% 和 3.14%，保持在较低水平。2019 年期间费用同比下降 9.86%，主要系公司于 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，叠加财务费用随公司债务规模缩减而明显减少所致；2020 年期间费用同比增长 13.31%，主要系下属公司受白俄卢布大幅贬值影响及人民币升值使下属公司持有的美元净资产产生汇兑损失，财务费用增幅明显，加之新收购的 KLG 标的公司纳入合并报表范围，导致管理费用亦有所增长。公司期间费用集中于管理费用，2018-2020 年及 2021 年第一季度，管理费用分别为 28.12 亿元、25.95 亿元、27.35 亿元和 6.07 亿元。

**图表 14. 影响公司盈利的其他关键因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资净收益（亿元）	25.94	15.10	15.73	4.77	1.65
其中：权益法核算确认的投资收益（亿元）	11.71	13.10	15.68	4.77	1.65
交易性金融资产（亿元）	2.03	0.08	0.003	-	-
营业外收入（亿元）	0.91	1.53	1.96	0.14	0.15
其中：政府补助（亿元）	0.40	0.33	0.59	0.07	0.10

影响公司盈利的其他因素	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
其他收益（亿元）	6.32	15.40	15.39	2.20	2.43
公允价值变动损益（亿元）	2.36	0.00	-0.31	0.00	-

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

该公司投资净收益及其他收益可对盈利提供较好补充。2018-2020年，公司分别实现投资净收益 25.94 亿元、15.10 亿元和 15.73 亿元，主要系对合营企业中外运-敦豪国际航空快件有限公司确认的投资收益，同期分别为 10.51 亿元、9.73 亿元和 12.16 亿元；2018 年公司投资收益金额较大，主要系公司转让招商路凯 55% 股权获得股权处置收益 5.44 亿元，丧失对招商路凯控制权后，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，使得当年投资收益金额较大，2019-2020 年公司对联营企业招商路凯确认的投资收益分别为 1.15 亿元和 1.32 亿元。2018-2020 年，其他收益分别为 6.32 亿元、15.40 亿元和 15.39 亿元，2019 年以来明显增加，主要系自当年起公司收到国际货运班列等政府补助所致；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，预计短期内可持续获得一定规模的该类补贴。2021 年第一季度，投资收益和其他收益分别为 4.77 亿元和 1.65 亿元，其中投资收益同比大幅增长 189.03%，主要系上年同期受新冠肺炎疫情影响，合联营企业利润基数较小，本期经营业绩同比增长明显所致。

2018-2020 年，该公司营业外收支净额分别为 -2.10 亿元、-0.46 亿元和 1.56 亿元，2018 年营业外支出主要为诉讼及赔偿损失；2020 年由于子公司中外运物流收到前海运作楼搬迁损失补偿款 0.94 亿元，当期营业外收入增幅明显。2018 年及 2020 年，公允价值变动损益分别为 2.36 亿元和 -0.31 亿元，其中 2018 年主要来自于公司持有的 Americold 公司优先股股权，该股权已于 2018 年转换为普通股票并于限售期满后全部出售；2020 年主要来自于对中联理货有限公司及中白产业投资基金等的投资。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司分别实现净利润 31.99 亿元、29.27 亿元、28.73 亿元和 8.64 亿元，2019 年同比下降 8.50%，主要系直接成本增加、非经常性收益减少及所得税变动影响综合所致；2020 年同比小幅下降 1.86%，主要系公司 2019 年冲销了 2018 年计提的处置 Americold 股票收益所得税费用，而 2020 年无此事项；2021 年第一季度同比大幅增长 289.79%，一系上年同期受疫情冲击，公司经营业绩整体处于相对较低水平，二系公司当期业务量同比有所增长且运价维持在相对较高水平，以及来自合联营企业投资收益大幅增长所致。

### (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、胶州智慧物流仓库和陕西公司分发中心等。截至 2020 年末，公司在建工程账面余额最大的前 10 项计划投资总额为 38.73 亿元，已投入资金 22.97 亿元。

图表 15. 截至 2020 年末公司在建工程账面余额最大的前 10 项（单位：亿元）

项目名称	总投资	已完成投资	工程投入占预算比例 (%)	工程进度 (%)	资金来源
江门高新区公共码头建设项目	11.89	8.84	74.00	85.00	银行借款
陕西公司分发中心	4.60	3.48	75.73	90.00	银行借款
梅山集运采购物流中心项目	4.35	3.31	98.00	98.00	银行借款
胶州智慧物流仓库	5.70	2.39	50.00	50.00	自有资金
青岛物流中心项目	1.74	1.67	90.00	95.00	自有资金
云南公司分发中心	2.20	0.72	32.63	40.78	银行借款
中外运天津空港综合物流基地项目	1.02	0.71	69.69	69.69	自有资金
中外运成都青白江冷链物流园项目	2.61	0.68	23.85	60.00	银行借款
连云港上合物流园项目	3.84	0.64	33.96	33.96	自有资金
综合保税区仓储项目	0.78	0.53	67.29	97.00	自有资金
<b>合计</b>	<b>38.73</b>	<b>22.97</b>	-	-	-

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

海外业务拓展方面，为践行海外战略、构建海外通道，延伸该公司在欧盟地区的落地操作能力，2019 年 9 月 26 日，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 KLG Holding 实际控制的 7 家物流业务子公司，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。根据公司与 KLG Holding 签订的股权收购协议，2019 年 12 月，公司完成 KLG 标的公司 80% 股权收购；2020 年上半年，公司完成剩余 20% 股权收购，至此，KLG 标的公司成为公司全资子公司。

该公司参考世邦魏理仕评估师事务所对 KLG 标的公司出具的估值报告（C1902-0088-BV）确定合并成本为 3.74 亿欧元（折合人民币 29.21 亿元），合并成本超过购买日 KLG 标的公司可辨认资产、负债公允价值的差额为 2.69 亿欧元，按购买日汇率折算为人民币 21.03 亿元，确认为与 KLG 标的公司相关的商誉。

根据交易安排，2019 年该公司将 KLG 标的公司作为合营企业核算。2020 年 1 月 1 日起，公司将 KLG 标的公司纳入合并报表范围，主要通过董事派驻对其进行管控。KLG 标的公司主营业务主要为公路运输、货代及仓储服务，相互间具有较强的协同效应；目前其与公司在合同物流、跨境电商物流、班列等多个业务板块实现了业务的成功对接。2021 年，公司将继续推动与 KLG 标的公司的全面对接与融合，将 KLG 打造成为公司欧洲网络的核心主体。2020 年，KLG 标的公司克服欧洲疫情带来的严重不利影响，累计实现收入约 15.8 亿元人民币，实现经营产生的利润约 1.8 亿元人民币，与 2019 年持平。

总体来看，KLG 标的公司是该公司海外网络的契合补充，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，境外业务的拓展可能面临宏观环境、汇率波动、经营管理等不确定因素的影响，持续关注公司对 KLG 标的公司管控情况及业务协同效益实现情况。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司为国有上市公司，股权结构清晰，内部管理制度完善，能够满足公司日常经营管理需要；近年来公司持续推进网络格局组建，2019 年完成区域及专业公司整合，基本形成国内五大区域一体化经营格局，重组设立了五大专业公司，为促进区域协作、以解决方案带动全局的布局提供了组织保障。

#### (1) 产权关系

截至本评级报告出具之日，中外运长航集团直接和间接合计持有该公司股权比例为 36.01%，为公司第一大股东；招商局集团直接和间接合计持有公司 57.64% 股份，为公司的实际控制人。

招商局集团是国务院国资委直接管理的国家驻港大型企业，国务院国资委为其唯一股东和实际控制人。招商局集团现已发展为多元化综合性企业，主营业务为综合交通、特色金融和城市与园区综合开发运营。截至 2020 年末，招商局集团资产总额为 22233.35 亿元，所有者权益为 9025.97 亿元；2020 年，招商局集团实现营业总收入 4159.38 亿元，净利润 663.98 亿元，经营性现金流量为 272.63 亿元。

#### (2) 主要关联方及关联交易

为规范关联交易行为，该公司制定了《关联交易管理制度》。公司或子、分公司拟与公司关联人进行关联交易的，须按照该制度的规定履行决策程序后进行。公司或子、分公司进行关联交易应当签署书面协议，明确关联交易的定价政策。协议的签订应当遵循平等、自愿、等价、有偿的原则。

该公司主要关联方为中国外运长航所属企业及部分合营、联营企业。在日常经营过程中，公司存在向关联方采购航运，集装箱运输及特种装备运输等相关运输服务及码头服务、采购货运代理等物流服务的需求；同时关联方亦存在向公司采购船舶代理服务、货运代理服务、仓储服务、租赁物流设备等需求。公司与招商局集团及其所属企业关联交易的定价参考独立第三方在日常业务过程中，按照一般商务条款于同一地区提供同等或类似服务收取的市场价格。

近年来该公司关联交易主要集中于接受和提供运输及相关服务，关联租赁规模相对较小。2020 年公司购买商品、接受劳务的关联交易合计 27.24 亿元，向关联方提供劳务等合计 18.27 亿元。2020 年末，公司在招商局集团财务有限公司（简称“招商局财务公司”）的存款余额为 47.83 亿元人民币，在招商银行股份有限公司的存款余额为 4.51 亿元。资金拆借方面，2020 年末，公司拆入关联方资金金额合计 6.30 亿元，主要为招商局财务公司和招商银行提供的借款；向关联方拆出金额余额为 0.73 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委托贷款。

### (3) 公司治理

根据《公司法》和其他有关法律法规的规定，该公司建立了由股东大会、董事会、监事会、总经理及经营管理机构组成的公司治理结构。其中，股东大会是公司最高权力机构，董事会是公司的常设决策机构，对股东大会负责，由 11 名董事组成，设董事长 1 名，副董事长 1 名。监事会是公司的监督机构，由 5 名监事组成，其中包括 2 名独立监事和 2 名职工监事。

此外，该公司董事会下按照功能分别设立了战略委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬委员会四个专门委员会，并制定了相关规章制度，规范各专业委员会的工作流程，进一步完善了公司的治理结构。

该公司董事长为李关鹏先生，其于 1989 年加入中国外运（集团）总公司，历任中国外运广东有限公司总经理，公司总经理、执行董事、党委书记等职务。2019 年 2 月，李关鹏先生获委任为公司董事长。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

该公司根据业务发展需要，设立了总经理办公室、人力资源部、财务部、监察部、战略发展部、资本运营部等部门。公司各职能部门权责分工明确，在业务开展中能够相互独立并保持顺畅协作。公司组织架构详见附录二。

此外，2019 年，该公司还完成了区域整合，基本形成华东、华南、华中、华北、东北五大区域公司，各区域的业务协同进一步加强；重组设立了中外运物流（合同物流业务统一平台）、中国外运海外发展有限公司（海外物流业务统一平台）、中外运跨境电商物流有限公司（跨境电商物流业务统一平台）、创新科技公司（产业互联及创新项目投资统一平台）、中外运物流投资控股有限公司（物流地产统一平台）五大专业公司，资源集约化管理与共享程度持续增强。

### (2) 经营决策机制与风险控制

该公司实行母子公司和职能部门管理体制。公司主要通过加强子公司法人治理结构建设、由总部统一聘任下属子公司管理层、建立资金集中的资金池管理体系等措施对下属子公司进行日常监管。

关联担保方面，该公司对关联人提供的涉及金额在 3000 万以上，且占公司最近一期经审计的净资产绝对值 5% 以上的担保，需经公司董事会批准后提交股东大会审议批准；公司为关联人及持股 5% 以下的股东提供担保的，不论数额大小，均应当在董事会审议通过后及时披露，并提交股东大会审议。

内部审计管理方面，该公司规定所属机构较多且资产规模较大的二级公

司，以及管理难度大、业务风险较高的公司，须配备独立的内部审计人员。内部审计机构每年需编制审计工作计划并报上级单位。内部审计机构有权对公司及下属公司，或经被审单位董事会等权力机构授权或委托对合资、合营企业开展审计工作，审计内容包括财务收支、经营预算、资产质量、经营绩效以及其他有关的经济活动等。

### (3) 投融资及日常资金管理

在预算管理方面，该公司已建立了全面预算管理体系，并制定了《全面预算管理办法》，规定董事会、总裁办公会和预算工作组作为预算组织机构，预算管理的环节包括预算制定、过程控制、调整、总结和考核等。公司全面预算管理是集中长期发展规划、年度预算目标、年度工作计划、关键业绩指标考核四位一体的有机结合。

对外投资管理方面，依照法律、法规、上市规则及《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》等规定，该公司股东大会、董事会或其授权机构或人员在各自权限范围内对公司对外投资行使审批决策权。未经授权，其他任何部门和个人无权做出对外投资的决定。公司总经理为对外投资实施的主要责任人，财务部负责对外投资的资金和财务管理，监事会、董事会审计委员会应依据其职责对投资项目进行监督，对违规行为及时提出纠正意见，对重大问题提出专项报告，提请项目投资审批机构讨论处理。

### (4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 7 月 2 日，公司无债务违约记录。根据公开信息，截至 2021 年 7 月 3 日，公司及核心子公司无重大不良行为记录

图表 16. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

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	2021-07-02	未获取	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2021-07-03	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

近年来该公司财务杠杆水平波动下降，负债经营程度适中。随着长期借款和公司债券逐步进入还款期，2019 年以来公司短期刚性债务规模明显扩张，即期偿付压力加大。公司营业收入现金率及经营性现金流状况保持较好水平，且货币资金存量较为充裕，均可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）对该公司 2018-2020 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。

该公司自 2018 年 1 月 1 日起执行新收入准则和新金融工具准则；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；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。2020 年，根据财政部发布的《新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定》（财会[2020]10 号），对于由新冠肺炎疫情直接引发的、公司作为租赁合同一方与出租人或承租人就现有租赁合同达成的租金减免、延期支付等租金减让，全部选择采用简化方法，不评估是否发生租赁变更，也不重新评估租赁分类。上述新准则的执行或会计政策变更未对公司财务报表产生重大影响。

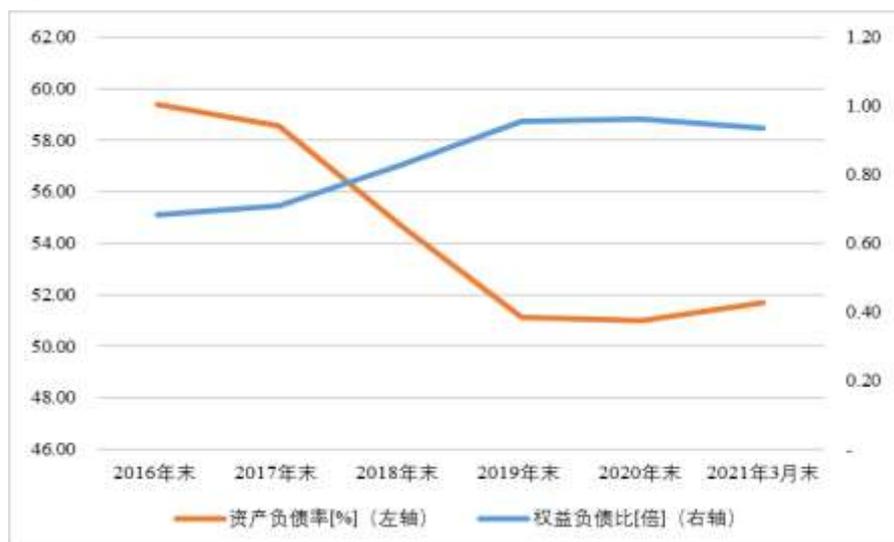
2020 年末，该公司合并范围内合计 25 家二级子公司，合并范围较上年末增加 3 户，分别为 KLG 标的公司、嘉兴市港运物流有限公司和湖南外运报关有限公司。2020 年公司完成了对嘉兴市港运物流有限公司 65% 股权和湖南外运报关有限公司 100% 股权的收购，属于同一控制下的企业合并，并对往年的财务数据进行追溯<sup>2</sup>。

2021 年第一季度，该公司合并范围较上年末增加 1 户三级子公司，系新设的中外运（沈阳）国际班列有限公司，注册资本 1.00 亿元。

## 2. 资本结构

### （1）财务杠杆

图表 17. 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。

<sup>2</sup> 追溯调整对往年报表项目影响不大，故本评级报告中 2018 年（末）及 2019 年（末）相关数据并未采用追溯调整数。

受资本支出规模下降影响及持续经营积累，近三年该公司财务杠杆水平持续下降。2018-2020年末，公司负债总额分别为336.41亿元、316.35亿元和335.68亿元，资产负债率分别为54.71%、51.12%和51.00%。2021年3月末，受业务规模扩大及运价上涨影响，公司流动资金需求有所增加，负债总额较上年末增长5.73%至354.91亿元，增幅部分主要来自短期借款；同期末资产负债率较上年末微幅上升0.68个百分点至51.68%。整体来看，公司负债经营程度适中。

受益于盈利积累及权益融资，该公司所有者权益逐年增长，2018-2020年末及2021年3月末分别为278.53亿元、302.51亿元、322.51亿元和331.79亿元，其中资本公积分别为41.24亿元、60.73亿元、60.72亿元和60.72亿元；2019年末较上年末增长47.24%，主要系当年1月公司完成13.52亿股A股发行，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所致。2018-2020年末及2021年3月末，实收资本、资本公积和盈余公积三项合计占所有者权益的比重分别为39.44%、47.51%、45.18%和43.92%，公司所有者权益结构稳定性尚可。同期末权益负债比分别为0.83倍、0.96倍、0.96倍和0.93倍，权益对负债的保障程度较好。

## (2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
刚性债务 (亿元)	118.16	154.30	158.63	146.56	150.58	149.26
应付账款 (亿元)	80.38	97.25	90.56	91.47	106.92	130.17
预收款项 (亿元)	24.90	23.89	-	-	-	-
合同负债 (亿元)	-	-	25.76	26.08	27.88	30.36
其他应付款 (亿元) <sup>3</sup>	86.84	57.58	28.05	22.48	16.02	15.97

<sup>3</sup> 不包括应付利息和应付股利。

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务占比 (%)	34.39	42.28	47.16	46.33	44.86	42.06
应付账款占比 (%)	23.40	26.65	26.92	28.91	31.85	36.68
预收款项占比 (%)	7.25	6.55	-	-	-	-
合同负债占比 (%)	-	-	7.66	8.25	8.31	8.55
其他应付款占比 (%)	25.28	15.78	8.34	7.11	4.77	4.50

资料来源：根据中国外运所提供数据绘制。

随着长期借款及存续债券陆续进入还款期，近年来该公司长短期债务比持续下降，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末分别为 66.57%、53.12%、38.21% 和 35.04%。

从债务构成来看，该公司债务主要包括刚性债务、应付账款、预收款项、合同负债和其他应付款。其中刚性债务为公司债务的最主要构成，2018-2020 年末占比分别为 47.16%、46.33% 和 44.86%。同期末应付账款分别为 90.56 亿元、91.47 亿元和 106.92 亿元，账龄集中于 1 年以内。同期末其他应付款分别为 28.05 亿元、22.48 亿元和 16.02 亿元，近年来持续下降主要系往来款减少所致；2020 年末其他应付款主要包括收取的押金、保证金，关联方往来款，非关联方往来款，工程、设备及土地款等，账龄在 1 年以内（含 1 年）的比例为 70.37%。因执行新收入准则，2018 年起公司新增“合同负债”<sup>4</sup>科目，2018-2020 年末分别为 25.76 亿元、26.08 亿元和 27.88 亿元，主要为代理及相关业务预收款。2021 年 3 月末，应付账款随着业务规模扩大较上年末增长 21.75% 至 130.17 亿元。同期末其他主要债务较上年末未发生重大变化。

### （3）刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>20.65</b>	<b>43.73</b>	<b>35.32</b>	<b>44.97</b>	<b>68.05</b>	<b>68.44</b>
其中：短期借款	3.39	14.99	22.32	12.02	5.02	26.06
一年内到期的长期借款	3.04	19.79	11.66	27.73	22.30	22.88
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	2.12	2.07	-	-	0.26	0.31
应付利息	1.44	1.66	1.34	0.26	0.30	0.30
其他短期刚性债务	10.66	5.23	-	4.96	40.17	19.18
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>97.51</b>	<b>110.57</b>	<b>123.31</b>	<b>101.58</b>	<b>82.53</b>	<b>80.82</b>
其中：长期借款	47.68	66.09	84.73	50.26	62.56	61.59
应付债券	34.95	34.96	34.97	34.19	-	-
其他中长期刚性债务	14.88	9.52	3.61	17.13	19.97	19.24

资料来源：根据中国外运所提供数据整理

<sup>4</sup> 合同负债指公司已收或应收客户对价而应向客户转让商品或服务的义务。

该公司刚性债务期限结构偏向于长期，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，短期刚性债务占比分别为 22.27%、30.69%、45.19% 和 45.85%，2020 年末大幅上升主要系应付债券和较大规模的长期借款将于一年内到期所致。近年来公司短期刚性债务规模持续扩大，即期偿付压力加大。

该公司刚性债务主要来源于银行借款及债券市场融资。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司银行借款余额分别为 118.71 亿元、90.02 亿元、89.89 亿元和 110.53 亿元。2020 年末短期借款均为信用借款，长期借款主要包括保证借款 44.46 亿元（年末利率区间为 2.10-4.90%）、抵押借款 18.01 亿元（年末利率区间为 3.34-4.99%）和信用借款 19.09 亿元（年末利率区间为 1.10-4.04%）。2018 年末及 2019 年末，应付债券余额分别为 34.97 亿元和 34.19 亿元，为公司发行的“16 外运 01”和“16 外运 03”，发行规模分别为 20 亿元和 15 亿元，发行时票面利率分别为 3.20% 和 2.94%，期限均为 5 年。2019 年末应付债券余额较上年末下降 2.22%，主要系“16 外运 03”于 2019 年 8 月回售 1.50 亿元（不含利息），回售后该期债券待偿本金为 13.50 亿元。同时，公司上调“16 外运 03”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。

该公司其他中长期刚性债务包括向中外运长航集团、广东外运等公司借入的关联方借款及租赁负债。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，关联方借款余额分别为 3.61 亿元、1.93 亿元、1.97 亿元和 1.94 亿元。2020 年末，公司从中外运长航集团借入的部分款项年利率为 5.65%，其余关联方借款利率参照银行同期贷款利率执行。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期（天）	51.50	51.25	50.98	49.23	46.10	-
营业收入现金率（%）	103.02	101.21	100.70	101.12	99.62	95.47
业务现金收支净额（亿元）	32.80	35.55	30.65	33.37	33.34	-22.86
其他因素现金收支净额（亿元）	-9.07	-5.50	-10.51	-0.17	6.22	1.04
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	23.73	30.06	20.13	33.20	39.56	-21.82
EBITDA（亿元）	52.45	55.14	60.88	58.32	60.78	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.60	0.40	0.39	0.38	0.41	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	10.69	10.48	9.45	9.96	12.59	-

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

得益于物流业务较好的收现能力，该公司营业收入现金率保持较高水平，

2018-2020 年分别为 100.70%、101.12% 和 99.62%。同期业务现金收支净额分别为 30.65 亿元、33.37 亿元和 33.34 亿元，2018 年同比下降 13.80%，主要系当年职工薪酬、税费支出及对供应商预付款项均有所增加导致。其他因素现金收支净额主要随押金、保证金、代垫款项等收支情况和收到的政府补助金额呈现较大波动，2018-2020 年分别为-10.51 亿元、-0.17 亿元和 6.22 亿元。综上影响，同期经营活动产生的现金净流量分别为 20.13 亿元、33.20 亿元和 39.56 亿元。2021 年第一季度，公司营业收入现金率为 95.47%，同比小幅上升 2.56 个百分点；业务现金收支净额为-22.86 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧构成。2018-2020 年，EBITDA 分别为 60.88 亿元、58.32 亿元和 60.78 亿元。2020 年公司利润总额同比增长 6.32% 至 35.36 亿元，固定资产折旧同比增长 5.62% 至 17.63 亿元，当年 EBITDA 同比小幅增长 4.21%。2018-2020 年，EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数分别为 9.45 倍、9.93 倍和 12.59 倍，EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数分别为 0.39 倍、0.38 倍和 0.41 倍，EBITDA 对利息偿付保障能力较强。

## (2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	16.82	10.44	50.97	-10.02	5.45	-0.37
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	-28.22	-28.68	-21.59	-16.03	-16.79	-2.37
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-4.41	-8.04	1.61	5.50	-2.08	0.01
投资环节产生的现金流量净额	-15.07	-24.42	48.76	-20.55	-13.42	-2.73

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

近年来该公司持续对港口码头设施、堆场及物流中心等投资进行建设，购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产的净流出额均保持一定规模，2018-2020 年及 2021 年第一季度分别为 21.59 亿元、16.03 亿元、16.79 亿元和 2.37 亿元。同期回收投资与投资支付净流入额分别为 50.97 亿元、-10.02 亿元、5.45 亿元和-0.37 亿元，2018 年净流入额较大主要系当年理财产品、定期存款到期及出售招商路凯和 Americold 普通股收回投资所致；2019 年呈净流出状态主要系收购 KLG 标的公司 80% 股权支付 22.02 亿元所致。2018-2020 年及 2021 年第一季度，其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为 1.61 亿元、5.50 亿元、-2.08 亿元和 0.01 亿元，2018-2019 年呈净流入主要系逐步收回对合、联营企业借款所致；2020 年呈净流出主要系购买北京银行结构性存款 3.00 亿元所致。2018-2020 年及 2021 年第一季度，投资环节现金流量净额分别为 48.76 亿元、-20.55 亿元、-13.42 亿元和-2.73 亿元。

### (3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
吸收投资收到的现金	4.94	2.03	0.57	2.73	0.70	0.61
取得借款收到的现金	45.88	93.80	96.89	15.31	57.04	22.73
发行债券收到的现金	49.91	-	-	-	-	-
偿还债务支付的现金	82.45	84.00	63.23	49.04	53.21	21.32
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	16.78	-1.16	-30.06	-15.24	-5.99	-1.48
筹资环节产生的现金流量净额	22.59	-1.53	-12.95	-63.35	-15.49	-0.41

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款满足资金需求，吸收投资收到的现金主要为子公司吸收少数股东投资。2018-2020 年及 2021 年第一季度，筹资环节现金净流出额分别为 12.95 亿元、63.35 亿元、15.49 亿元和 0.41 亿元，2019 年净流出额同比增加 50.40 亿元主要系公司融资规模下降，主要以自有资金偿还到期债务所致。

### 4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	271.53	300.72	313.69	258.63	282.57	307.75
	46.95%	48.25%	51.01%	41.79%	42.93%	44.82%
其中：货币资金（亿元）	108.99	121.52	155.28	104.75	113.69	88.40
应收账款（亿元）	94.60	105.52	104.18	101.15	110.21	148.27
预付款项	18.72	18.64	20.91	22.47	27.08	38.67
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	306.85	322.54	301.25	360.23	375.62	378.95
	53.05%	51.75%	48.99%	58.21%	57.07%	55.18%
其中：固定资产（亿元）	129.21	137.42	119.42	124.73	124.42	123.34
长期股权投资（亿元）	41.24	45.84	69.74	93.68	77.52	82.17
无形资产（亿元）	44.13	54.11	52.28	56.89	61.34	60.50
商誉	24.75	25.09	1.70	1.73	22.79	22.04
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>30.05</b>	<b>34.97</b>	<b>38.84</b>	<b>37.07</b>	<b>33.35</b>	<b>31.37</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>5.20</b>	<b>5.61</b>	<b>6.32</b>	<b>5.99</b>	<b>5.07</b>	<b>4.57</b>

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

近年来该公司资产规模逐年扩张。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，资产总额分别为 614.94 亿元、618.86 亿元、658.19 亿元和 686.70 亿元。目前资产偏向于非流动资产，同期末非流动资产占比分别为 48.99%、58.21%、57.07% 和 55.18%。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。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，固定资产分别为 119.42 亿元、124.73 亿元、

124.42 亿元和 123.34 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备等。同期末，长期股权投资分别为 69.74 亿元、93.68 亿元、77.52 亿元和 82.17 亿元，2019 年末较上年末增长 34.34%，主要系收购 KLG 标的公司股权所致；随着其于 2020 年并表，当年末长期股权投资账面价值相应下降，商誉增至 22.79 亿元，目前 KLG 标的公司经营状况稳健，公司商誉减值风险可控。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，无形资产分别为 52.28 亿元、56.89 亿元、61.34 亿元和 60.50 亿元，主要为土地使用权。此外，2019-2020 年末及 2021 年 3 月末，使用权资产分别为 19.91 亿元、22.89 亿元和 21.62 亿元，主要为公司租赁的房屋建筑物。

该公司流动资产主要由货币资金和应收账款构成。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，货币资金分别为 155.28 亿元、104.75 亿元、113.69 亿元和 88.40 亿元，2019 年末因偿付各类借款而较上年末下降 32.54%。2021 年 3 月末受限货币资金为 0.84 亿元，主要为保函保证金、履约保证金。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。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，应收账款分别为 104.18 亿元、101.15 亿元、110.21 亿元和 148.27 亿元，账龄集中在 180 天以内，2021 年 3 月末较上年末增长 34.54%，主要系业务量增加及运价水平上涨所致。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，预付款项分别为 20.91 亿元、22.47 亿元、27.08 亿元和 38.67 亿元，2020 年以来增幅较为明显，主要系由于业务量增加及运费上涨，当期铁路代理及空运代理业务的运输预付款增加所致。

2021 年 3 月末，该公司受限资产合计为 31.37 亿元，占资产总额的比重为 4.57%。

**图表 24. 2021 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）**

所有权或使用权受到限制的资产	2021 年 3 月末账面金额
<b>一、用于担保的资产</b>	<b>30.62</b>
其中：货币资金	0.10
投资性房地产	19.65
固定资产	0.50
无形资产	10.38
<b>二、其他原因</b>	<b>0.75</b>
其中：货币资金	0.24
应收利息	0.51
<b>合计</b>	<b>31.37</b>

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 25. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	111.77	120.74	155.32	125.18	116.34	117.09
速动比率（%）	103.33	111.99	143.65	113.70	104.86	102.10

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
现金比率 (%)	48.63	52.80	81.53	53.64	50.44	36.80

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

2018-2020 年末，该公司流动比率分别为 155.32%、125.18%和 116.34%，现金比率分别为 81.53%、53.64%和 50.44%，2019 年以来流动性指标有所下滑主要系将于一年内到期的有息债务规模扩大，加之公司主要以自有资金偿付所致。

## 6. 表外事项

截至 2021 年 3 月末，该公司涉及的重大未决诉讼及仲裁共 7 起，涉案金额合计 5.19 亿元。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，该公司对外担保余额为 1.09 亿元，担保对象为深圳海星港口发展有限公司和中外运沙伦氏物流有限公司。总体来看，公司或有损失风险相对可控。

## 7. 母公司/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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，集团本部实现营业收入分别为 21.45 亿元、22.45 亿元、26.76 亿元和 6.06 亿元，为部分代理及相关业务收入和专业物流收入。集团本部各下属子公司运作情况较好，本部能获得一定规模投资收益，同期分别为 13.51 亿元、9.46 亿元、21.80 亿元和 0.26 亿元，2019 年同比下降 29.96%，主要系下属子公司分红金额同比减少 3.98 亿元所致；2020 年由于下属子公司分红金额增加，投资收益大幅提升。2018-2020 年及 2021 年第一季度，本部净利润分别为 11.23 亿元、8.72 亿元、19.84 亿元和 0.003 亿元，受投资收益影响较大。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，集团本部资产总额分别为 255.32 亿元、366.53 亿元、371.57 亿元和 354.45 亿元，其中 2019 年末较上年末增长 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。本部资产主要由货币资金、其他应收款、长期应收款和长期股权投资构成。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，本部货币资金分别为 22.33 亿元、40.73 亿元、46.57 亿元和 26.00 亿元，其中 2019 年末较上年末增长 82.45%，主要系收到资产支持票据款项所致。集团本部其他应收款及长期应收款主要为对子公司及其他关联方的借款，长期股权投资主要为对子公司的投资。总体来看，集团本部资产流动性一般。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，集团本部负债总额分别为 116.46 亿、158.78 亿元、152.89 亿元和 135.77 亿元，资产负债率分别为 45.61%、43.32%、41.15%和 38.30%。2018 年以来，集团本部负债规模有所扩大，主要系本部加强对合并范围内子公司资金归集管理所致。本部负债集中于流动负债。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末,集团本部刚性债务分别为 61.90 亿元、46.63 亿元、41.17 亿元和 42.74 亿元,主要系银行借款、应付债券和租赁负债。随着债券即将于一年内到期及短期借款的增加,2021 年 3 月末集团本部短期刚性债务大幅上升至 35.99 亿元。

总体来看,随着长期借款及发行债券的逐步到期偿还,集团本部刚性债务有所下降,同时整体财务杠杆处于较低水平。目前集团本部即期刚性债务负担有所加大,但仍有相对充裕的货币资金,且融资渠道较为畅通,可为到期债务偿付提供一定的保障。

## 外部支持因素

### 1. 政府及股东支持

近年来政府持续出台相关政策文件推动物流行业高质量发展,该公司所处行业政策优势凸显。公司因开展国际货运班列业务等可获得一定规模政府补贴,2018-2020 年及 2021 年第一季度,其他收益分别为 6.32 亿元、15.40 亿元、15.39 亿元和 2.20 亿元。

该公司为招商局集团体系内综合物流业务的主要运营实体,可与其旗下金融、贸易、园区开发、航运及遍布全球的港口业务板块实施产融结合与产产协同,公司有望在业务开展等方面获得较大支持。

### 2. 国有大型金融机构支持

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 2020 年末,公司共获得授信额度 222.67 亿元,已使用授信额度 100.77 亿元,尚可使用额度为 121.90 亿元,可为资金周转提供支持。

## 债项信用分析

### 1. 本期债券特定条款

本期债券期限为 5 年期,附第 3 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

**该公司调整票面利率选择权:**公司有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末调整后 2 年的票面利率;公司将于第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日,在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上发布关于是否调整票面利率、调整方式以及调整幅度的公告;若公司未行使票面利率调整选择权,则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

**投资者回售选择权:** 该公司发出关于是否调整本期债券票面利率、调整

方式及调整幅度的公告后，投资者有权选择在第 3 个计息年度付息日前将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司。

## 2. 增信措施及效果

本期债券无增信措施。

## 3. 其他偿付保障措施

### (1) 主业现金回笼能力强

该公司开展的物流业务收现能力较强，公司主业现金回笼情况较好。2018-2020 年及 2021 年第一季度，营业收入现金率分别为 100.70%、101.12%、99.62% 和 95.47%，经营性现金净流量分别为 20.13 亿元、33.20 亿元、39.56 亿元和 -21.82 亿元。总体来看，公司较强的现金回笼能力可为债务的偿付提供一定保障。

### (2) 核心业务盈利保障

该公司为我国最大的第三方物流服务商，市场地位较稳固，竞争力较强，近年来业务规模持续扩大。2018-2020 年及 2021 年第一季度，营业收入分别为 773.12 亿元、776.50 亿元、845.37 亿元和 289.02 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 27.04 亿元、28.03 亿元、27.54 亿元和 8.35 亿元。2018-2020 年，EBITDA/全部利息支出分别为 9.45 倍、9.96 倍和 12.59 倍，EBITDA 对全部利息支出的保障程度较强。

## 评级结论

该公司为中外运长航集团控股子公司，实际控制人为招商局集团。公司建立了较为完善的法人治理结构和内部管理制度体系，能够满足日常经营活动需要。

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。2019 年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。近年来公司整体发展态势良好，营收规模持续扩大；2020 年初，公司业务经营受到了新冠肺炎疫情的短期冲击，但随着疫情防控形势好转及公司积极推动跨境电商物流、国际班列等重点业务，加之收购的 KLG 标的公司对收入亦有所贡献，全年营业收入企稳回升；2021 年第一季度，受业务量增加及运价水平上涨影响，当期三大业务板块营业收入均同比上升。

近年来该公司财务杠杆水平波动下降，负债经营程度适中。随着长期借款和公司债券逐步进入还款期，2019 年以来短期刚性债务规模明显扩张，公

司即期偿付压力加大。公司营业收入现金率及经营性现金流状况保持较好水平，且货币资金存量较为充裕，均可为到期债务的偿付提供较好的保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

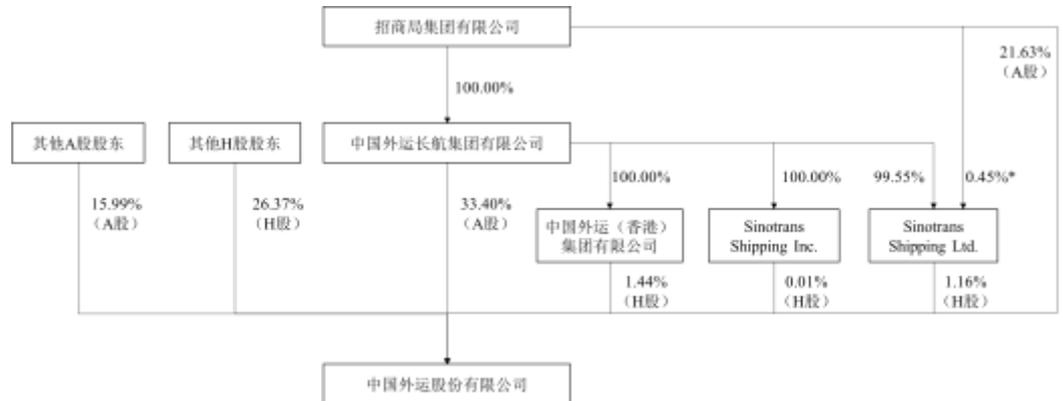
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

公司与实际控制人关系图

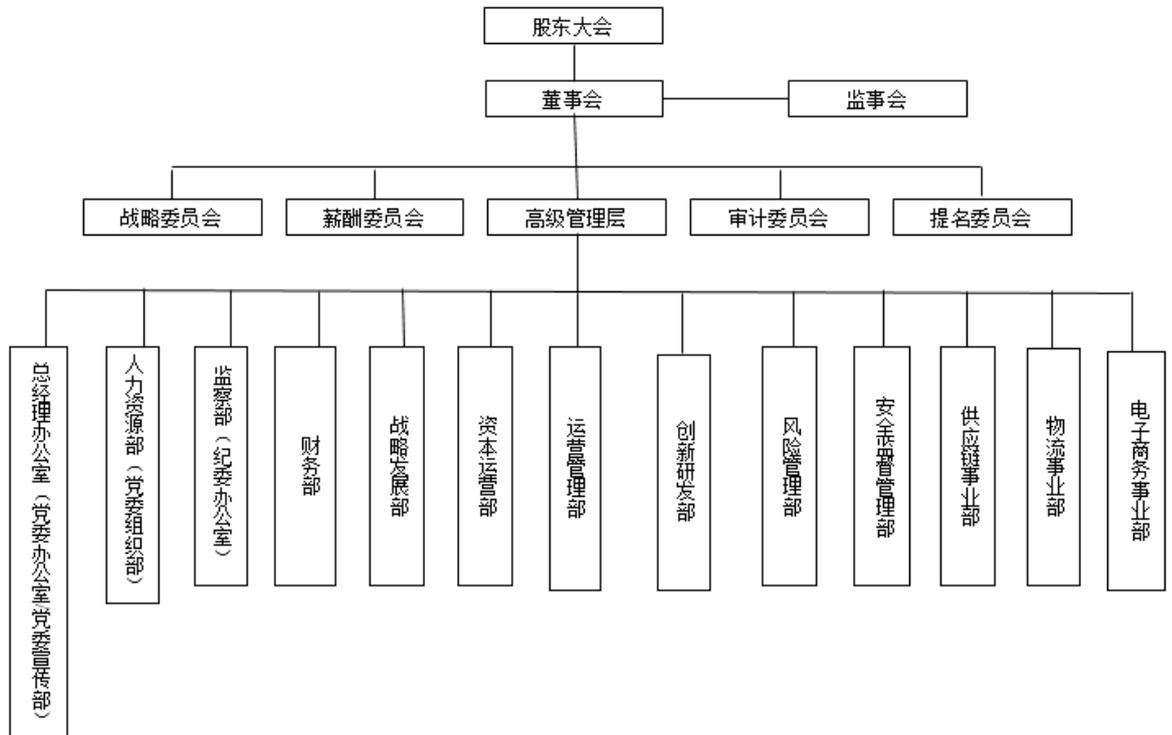


\*招商局集团有限公司通过招商局轮船有限公司控制持有 Sinotrans Shipping Ltd.的 0.45% 股权

注：根据中国外运提供的资料绘制（截至本评级报告出具日）。

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 2020 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	2020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	/	/	/	/	/	
中国外运长航集团有限公司	中外运长航集团	第一大股东	—	物流	710.34	392.84	905.89	55.90	41.81	尚未审定
<b>中国外运股份有限公司</b>	中国外运	本级	—	物流、货代	371.57	218.68	26.76	19.84	-0.54	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	专业物流	207.30	71.76	129.40	2.21	11.17	
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	125.43	102.75	127.88	14.95	6.21	
中外运化工国际物流有限公司	外运化工物流	核心子公司	59.20	综合物流	10.57	5.86	16.73	0.59	1.64	
中国外运大件物流有限公司	外运大件物流	核心子公司	100	起重及运输	5.93	1.70	3.76	0.17	0.00	
中国外运华东有限公司	外运华东	核心子公司	100	货运代理、专业物流及仓储码头服务	65.93	26.31	185.05	3.24	1.29	
中国外运华南有限公司	外运华南	核心子公司	100	货运代理、专业物流及仓储码头服务	86.66	37.29	93.96	2.90	8.11	
中国外运华中有限公司	外运华中	核心子公司	100	货运代理、专业物流及仓储码头服务	49.57	18.45	100.31	2.76	4.41	
中国外运长江有限公司	外运长江	核心子公司	100	货运代理及快递服务	27.84	10.15	57.22	1.31	1.47	
中外运湖北有限责任公司	外运湖北	核心子公司	100	货运代理及专业物流	4.13	2.00	6.21	0.00	0.10	
中国外运(日本)有限公司	外运日本	核心子公司	100	货运代理	1.09	0.22	5.53	0.10	0.19	
中外运创新科技有限公司	外运科技	核心子公司	100	综合物流	2.92	0.80	6.00	-0.13	-0.37	

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020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	
中外运冷链物流有限公司	外运冷链物流	核心子公司	100	专业物流	5.93	1.44	4.89	-0.36	0.47	
招商局中白投资咨询(深圳)有限公司	招商中白	核心子公司	100	专业物流	8.10	3.38	4.95	-0.95	-0.77	
中外运物流投资控股有限公司	物流投资控股	核心子公司	100	专业物流	13.73	4.67	1.55	0.01	0.76	

注：根据中国外运 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	614.94	618.86	658.19	686.70
货币资金 [亿元]	155.28	104.75	113.69	88.40
刚性债务[亿元]	158.63	146.56	150.58	149.26
所有者权益 [亿元]	278.53	302.51	322.51	331.79
营业收入[亿元]	773.12	776.50	845.37	289.02
净利润 [亿元]	31.99	29.27	28.73	8.64
EBITDA[亿元]	60.88	58.32	60.78	—
经营性现金净流入量[亿元]	20.13	33.20	39.56	-21.82
投资性现金净流入量[亿元]	48.76	-20.55	-13.42	-2.73
资产负债率[%]	54.71	51.12	51.00	51.68
权益资本与刚性债务比率[%]	175.58	206.42	214.17	222.29
流动比率[%]	155.32	125.18	116.34	117.09
现金比率[%]	81.53	53.64	50.44	36.80
利息保障倍数[倍]	7.24	6.65	8.27	-
担保比率[%]	0.19	0.43	0.36	0.33
营业周期[天]	50.98	49.23	46.10	-
毛利率[%]	7.17	5.44	5.84	4.54
营业利润率[%]	5.59	4.34	4.00	3.59
总资产报酬率[%]	7.53	6.31	6.25	—
净资产收益率[%]	11.92	10.07	9.19	—
净资产收益率*[%]	12.11	10.85	9.36	—
营业收入现金率[%]	100.70	101.12	99.62	95.47
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.93	16.25	17.60	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	19.65	3.88	8.02	-
EBITDA/利息支出[倍]	9.45	9.96	12.59	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.38	0.41	-

注：表中数据依据中国外运经审计的 2018~2020 年及未经审计的 2021 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%
速动比率(%)=(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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）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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在债券存续期内有效。本期债券存续期内，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。



# 营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U  
证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

类型 有限责任公司(国内合资)

住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

法定代表人 朱恭恩

注册资本 人民币3000.0000万元整

成立日期 1992年7月30日

营业期限 1992年7月30日至不约定期限

经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供  
投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。  
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年08月18日



仅限评级项目使用



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

仅限评级项目使用



公司名称:上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
业务许可种类:证券市场资信评级  
法定代表人:朱荣恩  
注册地址:上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22  
编号: ZPJ003

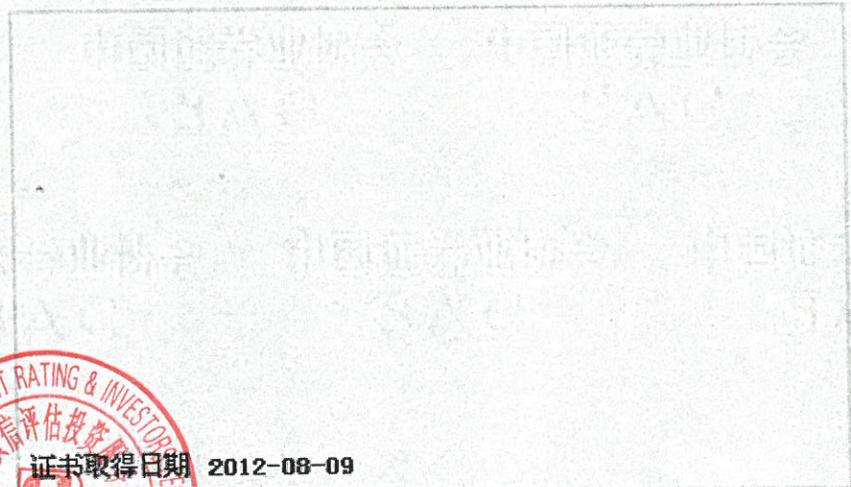


中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月2日

# 中国证券业执业证书

## 执业注册记录



证书取得日期 2012-08-09

姓名: 林贇婧

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070212080001



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

# 中国证券业执业证书

## 执业注册记录



姓名: 张佳

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070216080003



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。