

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佈的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，且表明不會就本公佈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）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
聯席公司秘書
李世礎

北京，二零一八年六月二十七日

於公佈之日，本公司董事會成員包括王宏（董事長）、宋德星（副董事長）、李關鵬（執行董事）、宋嶸（執行董事）、王林（執行董事）、吳學明（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(2018)100405】

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
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 25 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2017 年 6 月 14 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 6 月 14 日
首次评级:	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	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	9.42	9.28	3.27
刚性债务	22.53	46.88	56.99
所有者权益	90.22	91.65	132.47
经营性现金净流入量	0.81	1.17	-4.19
合并口径数据及指标:			
总资产	353.09	578.39	623.26
总负债	165.90	343.54	364.91
刚性债务	58.09	118.16	154.30
所有者权益	187.19	234.84	258.35
营业收入	459.35	602.53	731.58
净利润	19.62	28.00	29.81
经营性现金净流入量	24.34	23.73	30.06
EBITDA	33.54	52.45	55.14
资产负债率[%]	46.99	59.40	58.55
权益资本与刚性债务比率[%]	322.26	198.75	167.44
流动比率[%]	121.03	111.77	120.74
现金比率[%]	50.80	48.63	52.80
利息保障倍数[倍]	9.23	7.99	7.95
净资产收益率[%]	11.12	13.27	12.09
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.27	12.05	12.22
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.27	3.40	1.59
EBITDA/利息支出[倍]	11.69	10.69	10.48
EBITDA/刚性债务[倍]	0.57	0.60	0.40

注: 根据中国外运经审计的 2015~2017 年财务数据整理、计算, 其中 2016 年数据为 2017 年审计报告中经追溯调整后的上年数据。

分析师

林贻婧 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>

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(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 2017 年以来中国外运在规模优势、盈利能力和投资收益等方面所取得的积极变化, 同时也反映了公司在行业竞争、主业结构集中及债务规模扩大等方面面临的压力。

主要优势:

- **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, 规模优势明显。
- **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。
- **收购招商物流后, 业务规模快速扩大。**跟踪期内, 中国外运收购招商物流, 且公司拟吸收合并下属 A 股上市公司外运发展, 大力整合物流资源, 业务规模快速扩大。
- **投资收益稳步增长。**跟踪期内, 中国外运的投资净收益稳步增长, 能对公司盈利提供较好补充。

主要风险:

- **行业竞争激烈。**跟踪期内, 我国物流业行业集中度仍较低, 全面开放后外资、民营企业纷纷涌入, 细分市场分化较明显, 中国外运仍面临较为激烈的竞争环境。
- **整合并购带来的管理难度的加大。**跟踪期内, 中国外运整合招商物流, 业务拓展及人员大幅

增加使得公司面临较大的管理压力。

- **商誉资产估值风险。**跟踪期内，中国外运收购招商物流后，形成较大金额的商誉，未来或存在商誉减值风险。

➤ 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（证券代码：0598.HK）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 2017 年度审计报告及相关经营数据，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。

截至 2018 年 3 月末，该公司已发行尚未到期债券余额为 35.00 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（%）	起息日	到期日
16 外运 01	20.00	3.20	2016-03-02	2021-03-02
16 外运 03	15.00	2.94	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

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和

层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依

托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，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因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

该公司是我国领先的综合物流服务供货商，主营业务包括货运代理、专业物流、仓储与码头服务等，隶属于物流行业。

近年来，随着我国国民经济增速逐渐企稳，我国物流业总体保持稳定发展，运行质量逐步提升。物流业对我国经济发展重要性不断提升，我国物流业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，物流行业面临竞争加剧。

A. 行业概况

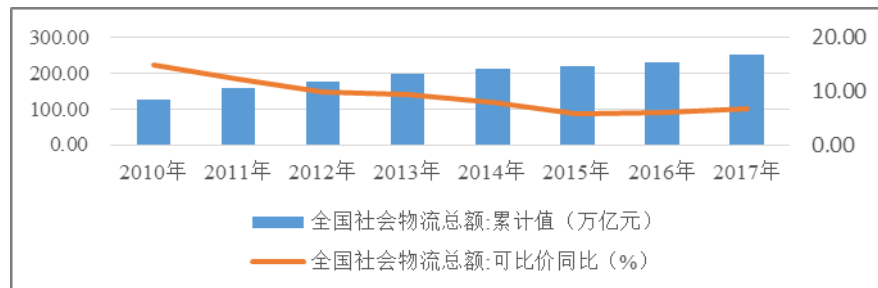
物流业是融合运输业、仓储业、货代业和信息业等的复合型服务产业，是国民经济的重要组成部分。随着世界经济分工布局的进一步细化及部分制造业向发展中国家的不断转移，国际间产业合作不断加强，全球产业资源呈集中整合态势。同时，随着我国改革开放的不断推进及与发达国家产业合作不断深入，基于不同区域的不同经济、社会及环境特点，我国区域经济分工布局也不断深化，各类物资、服务贸易不断发展。

物流业作为支撑国民经济发展的基础性、战略性产业，其行业规模与经济增长速度及人均消费水平直接相关，从 2000 年以来看，2000~2010 年是我国物流业高速发展的 10 年，期间物流总规模年复合增速达到 16%，同期全球物流规模年增速为 5% 左右。

近年来，在经济平稳较快增长和人均消费水平不断提升等发展环境持续改善的推动下，我国物流行业总体保持稳定发展。2015~2017 年，我国社会物流

总额分别为 219.20 万亿元、229.70 万亿元和 252.8 万亿元，按可比价格计算，同比分别增长 5.80%、6.10% 和 6.70%，2015 年以来增速持续上升，但与 2012~2013 年的 9.80% 和 9.50% 相比，仍存在较大差距，主要系随着我国国民经济增速逐渐企稳，我国社会物流由高速增长步入稳步发展阶段。

图表 2. 我国社会物流总额及增速情况



资料来源: Wind 资讯

与发达国家相比，我国当前物流设施相对落后，整体物流效率依旧偏低。2015~2017 年，我国社会物流总费用分别为 10.81 万亿元、11.06 万亿元和 12.10 万亿元，主要由运输费用和保管费用构成，分别同比增长 1.98%、2.34% 和 9.38%。同期，我国社会物流总费用占 GDP 的比重分别为 16.00%、14.90% 和 14.60%，呈逐年下降态势，但与世界平均水平 10% 左右仍存在一定差距，整体上看国内物流效率依旧偏低，物流费用较高。

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）》和《全国电子商务物流发展专项规划（2016~2020 年）》等政策措施基础上，2017 年以来相继出台了《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》等重要政策文件。在十三届全国人大一次会议中也再次提到要减轻企业税负，其中包括扩大物流企业仓储用地税收优惠范围等。总体来看，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，推进物流行业的转型升级和创新发展以及物流业的“降本增效”工作等，我国物流业面临的政策环境正在不断得到改善。

C. 竞争格局/态势

近年来，我国物流行业快速发展，但由于起步相对较晚，目前我国物流企业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，整合步伐或将加快，各种新的业态也开始涌现，物流行业面临的竞争或将加大。

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）资产

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，形成一定的规模效应；（2）运输货种：货种丰富，有助于企业分散经营风险，货种附加值高，有助于提升企业盈利水平；（3）运输距离：运输距离远，超期收益就高，也能节约一定的成本，从而提升企业收入水平和盈利能力；（4）运输费率：物流企业收费市场化，具体费率水平受到公司性质、竞争程度、管理水平而有所差异，从而影响企业的收入规模和盈利能力。

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 3. 2017 年度物流企业基本财务情况（单位：亿元，%）

企业名称	总资产	总负债	资产负债率	营业收入	净利润	经营性现金净流量
安通控股股份有限公司	86.80	56.81	65.45	67.61	5.52	8.52
德邦物流股份有限公司	65.21	34.50	52.90	203.50	5.47	20.01
申通快递股份有限公司	88.09	20.33	23.08	126.57	14.88	20.98
顺丰控股股份有限公司	576.60	249.28	43.23	710.94	47.52	61.08
圆通速递股份有限公司	141.43	47.80	33.80	199.82	14.47	15.56
韵达控股股份有限公司	94.00	41.46	44.11	99.86	15.87	29.68
张家港保税科技(集团)股份有限公司	33.49	12.71	37.95	10.49	-2.09	0.67
中储发展股份有限公司	187.20	79.44	42.43	256.20	13.43	50.46
中外运空运发展股份有限公司	100.70	18.83	18.70	62.07	13.53	3.83
中国外运股份有限公司	623.26	364.91	58.55	731.58	29.81	30.06

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

跟踪期内，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；加之招商物流的并表，公司物流资源得以整合，近年来业务规模进一步扩张，2017 年公司各板块业务发展稳健，收入规模和盈利能力保持增长趋势。

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 年以来公司的并购动作亦较多，公司于当年 8 月与招商局集团签订收购其持有的招商局物流集团有限公司（简称“招商物流”）全部股份的协议，并于当年 11 月完成了该收购工作；之后，公司于 2018 年初发布了拟与其持股约 60.95% 的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”，证券代码：600270）进行重大资产重组事项的公告，目前该事项仍在进行中。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，业务规模亦得以快速扩张，整体发展趋势向好。

该公司的业务经营地区主要包括广东、福建、上海、浙江、江苏、北京、香港等中国发展迅速的沿海地区和战略型地区，并且拥有广泛而全面的国内服务网络和海外网络。近年来，公司以货运代理和专业物流两大业务为核心，拓展了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），与此同时，随着 2017 年公司完成了对招商物流的收购工作，公司专业物流业务规模得以大幅扩大，且于当年起新增了物流设备租赁业务。2015~2017 年，公司分别实现营业收入 459.35 亿元、602.53 亿元¹和 731.58 亿元，其中货运代理和专业物流两大业务合计分别实现收入 420.79 亿元、540.31 亿元和 654.25 亿元，占营业收入的比重合计分别为 92.42%、90.40% 和 90.16%，核心地位稳固。

图表 4. 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
货运代理	全国	规模/资本/管理等
专业物流	全国	规模/资本/管理等

资料来源：中国外运

在仓储和码头服务业务方面，跟踪期内，该公司继续加大大宗商品市场的开拓力度，并加强与船公司、枢纽港等核心客户的合作，公司仓库及场站散货业务量和集装箱业务量分别同比增长 24.46% 至 17.30 百万吨和 10.92% 至 881.50 万标箱；码头集装箱吞吐量同比增长 6.27% 至 401.90 万标箱，从而带动了公司当年仓储码头业务收入同比增长 14.17% 至 25.95 亿元。

¹ 2016 年数据系该公司 2017 年收购招商物流后的追溯调整数，已包含招商物流的数据。

物流设备租赁业务是该公司合并招商物流后的新增业务，主要为托盘和集装箱的租赁，主要由招商物流的子公司招商路凯国际控股有限公司（简称“招商路凯”）运营。招商路凯总部设于香港，为物流包装设备循环租赁商，运营区域为大中华、澳新、东南亚等地区。招商路凯以快速消费品为主要目标行业，主要客户群涉及零售、制造和物流等多个领域。2017年，招商路凯在中国地区物流设备租赁业务市场占有率为65%。跟踪期内，随着公司物流设备总量的增加，公司物流设备租赁业务的业务量亦同步上升，2017年，公司托盘租赁业务量同比增长13.54%至2293.20万个/天；集装箱租赁业务量同比增长22.39%至8.20万标箱/天，从而带动了公司物流设备租赁业务收入同比增长13.00%至14.56亿元。

跟踪期内，受核心主业良性发展的带动，该公司船舶承运、汽车运输和快递服务等其他服务业务规模亦有所扩大，2017年合计实现收入49.98亿元，同比增长33.86%。其中，公司船舶承运处理的集装箱量为246.60万标准箱，与上年基本持平；公司货运代理业务增长拉动了整车运输处理的集装箱量同比增长10.45%至88.80万标准箱；公司与电商客户的业务合作大幅增长，使得当年快递服务处理的文件和包裹数目同比增长693.69%至6134.40万件。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计	459.35	602.53	731.58
其中：核心业务收入（亿元）	420.79	540.31	654.25
在营业收入中所占比重（%）	92.42	90.40	90.16
其中：（1）货运代理	350.12	381.49	466.58
在核心业务收入中所占比重（%）	83.20	70.61	71.32
（2）专业物流	70.67	158.82	187.67
在核心业务收入中所占比重（%）	16.80	29.39	28.68
综合毛利率（%）	7.15	8.23	7.59

资料来源：中国外运

注：2016年数据系公司2017年收购招商物流后的追溯调整数

目前，该公司正在推进全网运营，在水运通道方面，公司深化干线、完善支线、打造精品航线；陆运通道方面，公司实现了五大区域、三大通道的全覆盖，八条班列线路实现了常态化运营，完善了陆运业务海外布局，加强了海外揽货能力；空运通道方面，公司加强干线能力建设，推进集约化、网络化的运营体系，调整了美线包机运营模式，打造了全链条的跨境电商通道；汽车通道方面，打造了汽车精品线路产品，推进无车承运平台；海外通道方面，公司完善了海外网络布局，推动了海外网点的多元化发展。

A. 货运代理业务

该公司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。公司依托规模较大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。公司货运代理业务仍主要包括海运代理、空运代理和船务代理等。近年来，公司货运代理业务收入随着各块代理业务量的上升有所增长，2015-2017年分别实现收入350.12亿元、381.49亿元和466.58亿元，其中2017年，公司货运代理业务收入同比增长22.30%。

从业务量来看，2017年，该公司海运代理量同比增长13.90%至1168.20万标箱，主要原因系公司抓住海运市场回暖有利时机，加大对客户的营销力度；空运代理量同比增长8.30%至53.33万吨，主要原因系公司加强了与航空公司业务合作并加大进口业务的开拓力度；船务集装箱代理量和船务散货代理量同比分别增长3.70%和18.70%至2436.50万标箱和338.70百万吨，主要原因系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。

图表 6. 2015~2017 年公司货代业务结构情况

业务类别	计量单位	2015 年	2016 年	2017 年
海运代理	万 TEU	952.00	1025.80	1168.20
空运代理	万吨	52.26	49.25	53.33
船务代理（集装箱）	万 TEU	1652.00	2349.20	2436.50
船务代理（散杂货）	百万吨	208.60	285.40	338.70

资料来源：中国外运

该公司货运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。

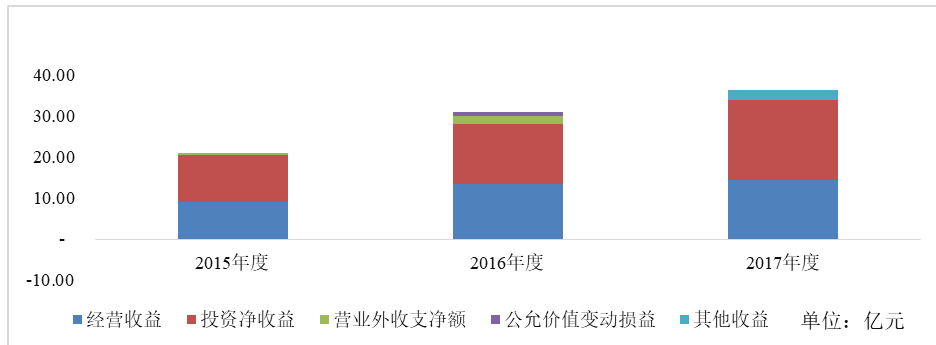
B. 专业物流业务

该公司专业物流业务主要为客户提供定制化、专业化的全程物流服务，公司基于海、陆、空货运代理、仓储、运输等业务，为客户提供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，帮助客户降低了整体物流成本。

该公司专业物流业务主要包括合同物流、工程物流等业务，2017年公司完成了对招商局集团持有的招商物流全部股份的收购工作，公司原有客户主要面向轮胎、汽车、电子及医药等客户，招商物流客户主要面向快消品和类快消品的客户，整合不同行业种类的物流客户资源后，公司专业物流业务规模得以快速扩大；与此同时，公司持续积极开发新客户，并加大国际市场的开拓力度，“一带一路”相关业务量快速增长。2015~2017年，公司专业物流业务分别完成业务量1560万吨、4320万吨和4850万吨，分别实现收入70.67亿元、158.82亿元和187.67亿元，其中，2016年由于招商物流业务的并入，当年专业物流业务量和业务收入分别较上年176.92%和124.73%；2017年，公司进一步整合物流资源，业务量和收入同比分别增长12.27%和18.16%。

(2) 盈利能力

图表 7. 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

2015-2017 年，随着招商物流的并表以及业务规模的拓展，该公司营业收入逐年增长，分别为 459.35 亿元、602.53 亿元和 731.58 亿元，2016 年受益于招商物流带来专业物流收入的大幅增长，公司营业收入同比增长 31.17%。跟踪期内，公司主营业务发展稳健，2017 年公司实现营业收入 731.58 亿元，同比增长 21.42%；同期营业毛利率为 7.59%，同比小幅下降 0.64 个百分点。

该公司盈利主要来自于营业毛利，2015-2017 年，公司分别实现营业毛利 32.87 亿元、49.56 亿元和 55.49 亿元，呈逐年增长趋势。从构成来看，公司毛利主要来自于货代业务和物流业务。其中，2016 年营业毛利同比增长 50.81%，主要系合并招商物流后，专业物流带来的毛利增长较多所致；2017 年营业毛利同比增长 11.96%。主要系公司业务规模进一步扩张，收入比较大的货运代理业务毛利增长较多所致。

图表 8. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计 (亿元)	459.35	602.53	731.58
毛利 (亿元)	32.87	49.56	55.49
期间费用率 (%)	4.84	5.32	5.15
其中：财务费用率 (%)	0.14	0.23	0.59
全年利息支出总额 (亿元)	2.87	4.91	5.26
其中：资本化利息数额 (亿元)	-	0.33	1.11

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

2015-2017 年，该公司期间费用分别为 22.22 亿元、32.04 亿元和 37.69 亿元，其中 2016 年期间费用同比增长 44.16%，主要系合并招商物流后带来的人员增多，使得管理费用同比增长 41.46%；且招商物流的借款利息支出较大，使得当年财务费用同比增长 122.61% 至 1.38 亿元。2017 年，公司期间费用同比增长 17.65%；期间费用率为 5.15%，同比下降 0.17 个百分点。跟踪期内，公司期间费用仍以管理费用为主，2017 年占期间费用的比重为 66.28%；2017 年公司管理费用为 24.98 亿元，同比增长 9.19%，主要系人工费用的进一步增

长；同期，公司销售费用同比增长 9.15%至 8.37 亿元；财务费用同比大幅增长 214.12%至 4.34 亿元，主要系 2017 年公司发生外币借款的汇兑差额损失 2.02 亿元。

图表 9. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益（亿元）	11.34	14.41	19.47
其中：合营企业（亿元）	9.62	8.83	9.74
减持股票（亿元）	0.80	3.50	5.79
营业外收入（亿元）	2.47	3.18	1.11
其中：政府补助（亿元）	2.27	2.38	0.37
其他收益（亿元）	-	-	2.35
公允价值变动损益（亿元）	-	1.03	-0.15

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

此外，近年来，该公司投资净收益稳步增长，能对盈利提供较好的补充。2015-2017 年，公司分别实现投资净收益 11.34 亿元、14.41 亿元和 19.47 亿元，其中 2016 年同比增长 27.09%，主要系当年公司出售所持有的东方航空的股票获得收益 3.50 亿元；2017 年公司投资净收益同比增长 35.11%，增加部分主要系公司处置可供出售金融资产获得收益 5.78 亿元，为公司出售所持有的 5 亿元国航股票。2017 年，公司实现营业外收入 1.11 亿元，同比下降 64.99%，主要系由于会计政策调整，部分政府补助计入其他收益所致，同期公司其他收益为 2.35 亿元。受益于公司主业经营情况的稳步发展以及投资收益的良好补充，2017 年公司净利润同比增长 6.50%至 29.81 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、陕西供应链项目和重庆西部物流中心项目等。截至 2017 年末，公司在建工程计划投资总额为 30.20 亿元，已投入资金 12.93 亿元，后续尚需投资 17.27 亿元，2018 年计划投资 7.79 亿元。

图表 10. 截至 2017 年末，公司在建工程情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	已完成投资	投资计划		
			2018 年	2019 年	2020 年
江门高新区公共码头建设项目	11.89	3.81	3.31	3.94	0.59
陕西供应链项目	3.71	0.85	0.96	0.85	0.70
重庆西部物流中心	2.67	1.93	0.74	0.00	0.00
南宁分发中心	2.23	0.43	0.70	0.68	0.31
上海冷链物流中心二期	2.06	0.99	0.71	0.37	0.00
合肥分发中心	2.02	1.20	0.48	0.34	0.00
青岛分发中心	1.66	0.44	0.60	0.20	0.42
天津中外运东疆保税港区物流中心	1.48	1.17	0.14	0.00	0.17

项目名称	投资总额	已完成投资	投资计划		
			2018年	2019年	2020年
北京天竺空港物流中心改扩建项目	1.28	1.28	0.02	0.00	0.00
昆明分发中心	1.21	0.84	0.13	0.24	0.00
合计	30.20	12.93	7.79	6.61	2.19

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

截至 2017 年末，该公司拟建项目预计总投资为 32.09 亿元，主要为物流产业园及物流中心项目，公司或将面临一定的资本性支出压力。

图表 11. 截至 2017 年末，公司拟建工程情况（单位：亿元）

项目名称	投资总额	开工时间	投资计划		
			2018年	2019年	2020年
青岛胶南中外运智慧综合物流产业园	5.94	2019年	0.50	5.24	0.20
董家口港区大宗商品物流中心项目	5.78	2019年	0.74	2.00	2.00
连云港上合物流中心	3.75	2018年	0.50	2.00	1.25
东莞物流码头改扩建项目	3.65	2018年	0.30	1.00	1.20
南京出口加工区物流中心拆迁重置	3.20	2019年	0.50	2.50	0.20
昆山千灯物流中心二期项目	3.20	2018年	0.50	1.70	1.00
连云港港口化工物流项目	2.43	2018年	1.50	0.50	0.43
合肥供销物流中心	2.15	2018年	0.50	1.00	0.65
梅山国际采购集运中心项目	1.99	2018年	0.50	1.00	0.49
合计	32.09	-	5.54	16.94	7.42

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人趋于稳定，且实力均较强，能为公司未来发展提供较好支持；受益于公司两大股东之间整合工作的逐步深入，公司近年来并购动作较多，股本规模得以扩大。

2017 年，该公司通过发行内资股收购招商局集团持有的招商物流全部股份，新发行股本占已发行股本的 31.32%。截至 2017 年末，公司已发行的股本由 46.06 亿股增加至 60.49 亿股，其中内资股占比 64.54%；H 股占比为 35.46%。同期末，公司控股股东中外运长航集团直接持有公司 40.69% 股份，较上年末下降 12.75 个百分点，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 66.31% 股份，其中新增直接持有公司 23.85% 的股份，仍为公司的实际控制人。

2017 年 8 月 22 日，该公司与招商局集团签订收购协议，公司有条件自招商局集团收购招商物流，总对价人民币 52.50 亿元，将通过按初步发行价每股内资股 4.43 港元（可予调整）发行及配发最多 14.43 亿股对价股份的方式予以支付。与此同时，2017 年 9 月 25 日，招商局集团就收购事项向公司作

出盈利保证，保证招商物流 2017 年和 2018 年分别盈利 5.60 亿元和 5.80 亿元人民币，若招商物流所有者纯利低于保证盈利，招商局集团承诺按等额基准向公司或招商物流作出补偿；若招商物流所有者净亏损，招商局集团则除全部保证盈利外，还将补偿有关净亏损。2017 年 11 月 3 日，公司发布完成收购公告，宣布截至公告发布日，招商物流股份转让的相关工商登记已完成，对价股份已发行并登记至招商局集团名下，招商物流已成为公司全资子公司。根据公司披露的 2017 年业绩公告，招商物流当年度实现营业收入为 150.8 亿元，同比增长约 14.3%，归属于招商物流所有者纯利为 5.74 亿元，已达到招商局集团向公司作出的 2017 年度盈利保证。根据招商物流 2017 年的审计报告，截至 2017 年末，招商物流合并口径范围内资产总额为 211.52 亿元，负债总额为 166.54 亿元，资产负债率为 78.73%。

2017 年以来，受多位高管层任期届满影响，该公司董事会成员构成有所变动，且公司于 2018 年 6 月 1 日公告了新的董事会成员名单，其中，公司董事长兼执行董事赵沪湘先生到龄退休。公司委任王宏先生为公司的董事长，王宏先生现任招商局集团副总经理、招商局港口控股有限公司执行董事和中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司董事长。

2017 年度，该公司对《公司章程》进行了两次修订，主要系增加了经营范围、更新了已发行股份等内容；2018 年以来，由于公司拟发行 A 股股票并吸收合并外运发展，公司再次对《公司章程》进行了修订。除上述外，公司管理架构、组织结构等当年均未发生重大变化。

2018 年 2 月 28 日，该公司董事会宣布，公司与控股上市子公司外运发展签订合并协议。根据协议，公司将向中国有关监管机构申请发行 A 股股票换股吸收合并外运发展。董事会同意按照每股初步发行价人民币 5.32 元发行 A 股股份 1371191329 股作为对价股份，交换 353600322 股外运发展股份。对价股份和公司现有内资股将成为 A 股在上海证券交易所上市，同时外运发展将从上海证券交易所终止上市，其主体将被注销，其所有资产和负债将由公司承继或承接。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。本评级机构将持续关注此事项的后续进展以及对公司带来的影响。

截至 2017 年末，外运发展合并口径资产总额 100.70 亿元，负债总额 18.83 亿元；2017 年度，外运发展实现营业收入 49.50 亿元，净利润 9.95 亿元，经营性现金净流入 3.83 亿元。

跟踪期内，该公司关联交易主要为向中外运长航集团及合营公司发生的运输及相关服务。2017 年，公司接受关联方劳务合计 25.05 亿元、向关联方提供劳务合计 13.60 亿元，主要由接受和提供运输物流服务业务产生；2017 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 8.69 亿元，于招商银行股份有限公司的存款为 6.47 亿元。资金拆借方面，2017 年末，公司拆入关联方资金金额合计 42.25 亿元，主要招商局财务公司提供

的长期借款，加权平均实际年利率为 3.96%；拆出金额余额为 2.10 亿元，主要为长期应收款及其他应收款，拆出对象主要为东莞港集装箱港务有限公司（简称“东莞集装箱”）、苏州物流公司和上海普安仓储有限公司（简称“上海普安”）等合营公司。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 4 月 20 日，公司无欠息违约记录。

图表 12. 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	2018/5/21	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/5/21	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，随着该公司业务规模的扩张，公司负债规模有所扩大，公司债务仍以流动负债为主，但资产负债率有所下降；公司刚性债务仍以中长期为主，短期刚性债务偿付压力不大。公司经营性现金流状况表现仍较好，营业收入现金率虽有小幅下降但仍保持较好水平；且公司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

德勤华永会计师事务所对该公司 2017 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。公司遵循财政部发布的《企业会计准则—基本准则》、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。

该公司于当年收购了招商物流 100% 的股权，公司与招商物流在收购前及收购后均受招商局集团控制，因此该收购交易为同一控制下企业合并，对于同一控制下企业合并，公司 2017 年审计报告中对 2016 年的财务数据进行了追溯调整。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 578.39 亿元，所有者权益为 234.84 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 195.37 亿元）；当年实现营业收入 602.53 亿元、净利润 28.00 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 22.54 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 23.73 亿元。

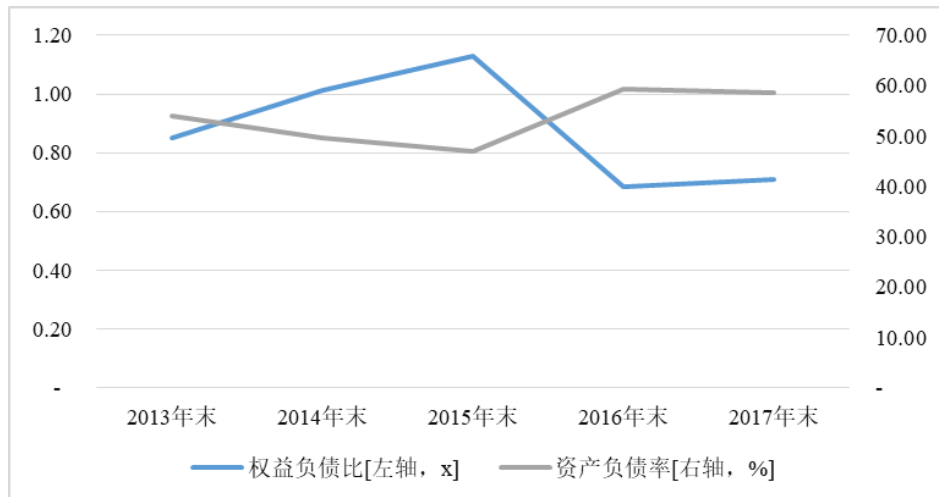
截至 2017 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 623.26 亿元，所有者权益为 258.35 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 214.30 亿元）；当年实现营业收入 731.58 亿元、净利润 29.81 亿元（其中归属于母公

司所有者的净利润 23.04 亿元)；当期经营活动产生的现金流量净额为 30.06 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势



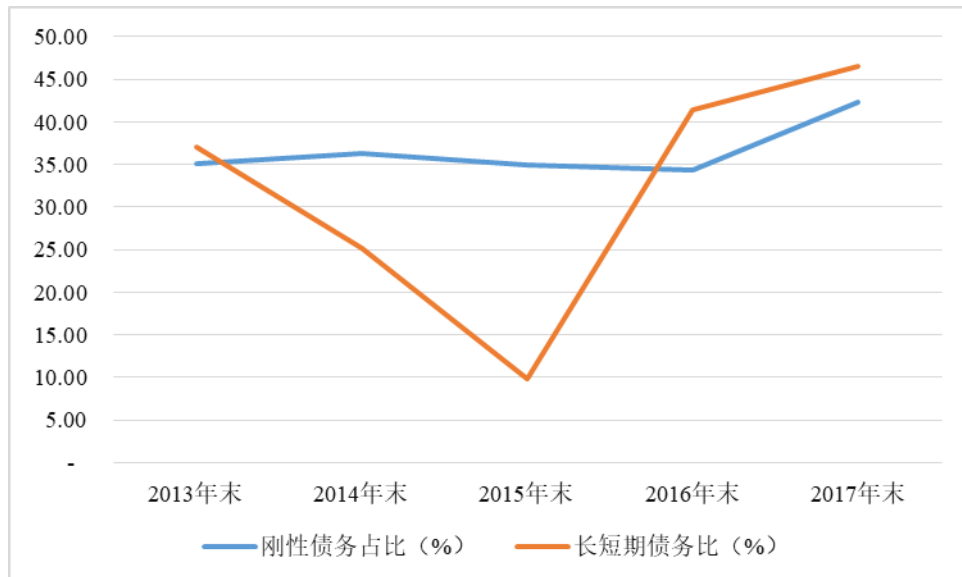
资料来源：根据中国外运所提供数据绘制。

2015-2017 年末, 该公司负债总额分别为 165.90 亿元、343.54 亿元和 364.91 亿元, 资产负债率分别为 46.99%、59.40% 和 58.55%。招商物流债务的并表使得 2016 年末公司负债总额较上年末增长 107.07%, 且招商物流的资产负债率相对较高, 使得公司 2016 年末资产负债率较上年末上升 12.41 个百分点。跟踪期内, 公司负债规模小幅增长, 但财务杠杆水平略有下降; 2017 年末, 公司负债总额较上年末增长 6.22%, 资产负债率较上年末小幅下降 0.85 个百分点。

受益于经营积累和少数股东权益的增加, 跟踪期内, 该公司所有者权益有所增加, 资本实力稳步提升。2015-2017 年末, 公司所有者权益分别为 187.19 亿元、234.84 亿元和 258.35 亿元, 分别较上年末增长 25.46% 和 10.01%, 主要系 2017 年公司发行内资股收购招商物流, 2017 年末公司实收资本较上年末增长 31.32% 至 60.49 亿元。2015-2017 年末, 公司未分配利润占所有者权益的比例分别为 37.89%、37.47% 和 40.16%, 2017 年末较上年末增长 2.69 个百分点。

(2) 债务结构

图表 14. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
刚性债务 (亿元)	59.20	59.39	58.09	118.16	154.30
应付账款 (亿元)	58.15	57.88	59.27	80.38	97.25
预收账款 (亿元)	16.96	18.05	19.49	24.90	23.89
其他应付款 (亿元)	21.34	14.77	8.84	86.84	57.58
刚性债务占比 (%)	35.12	36.28	35.01	34.39	42.28
应付账款占比 (%)	34.50	35.36	35.73	23.40	26.65
预收账款占比 (%)	10.06	11.03	11.75	7.25	6.55
其他应付款占比 (%)	12.66	9.03	5.33	25.28	15.78

资料来源：根据中国外运所提供数据绘制。

2015-2017 年末，该公司长短期债务比分别为 9.89%、41.41%和 46.51%，近年来公司债务仍以流动负债为主，自招商物流并表之后公司长短期债务比明显增长，债务结构逐步改善。

从债务构成来看，跟踪期内，该公司债务仍以刚性债务、应付账款和其他应付款为主。2015-2017 年末，公司刚性债务余额分别为 58.09 亿元、118.16 亿元和 154.30 亿元，逐年大幅增长。其中，2017 年末，公司刚性债务较上年末增长 30.58%，期末占债务总额的比率为 42.28%，占比较上年末增长 7.89 个百分点。同期末，公司应付账款为 97.25 亿元，较上年末增长 20.98%，主要系业务规模增长所致，期末公司应付账款账期仍集中在一年以内；其他应付款余额为 57.58 亿元，较上年末下降 33.69%，主要系应付关联方往来款下降 48.92%至 34.41 亿元，为应付关联方于以前年度产生的企业并购对价减少所致，其中应付招商局（香港）有限公司的股权收购款较上年末下降 50.33%至 22.88 亿元。

(3) 刚性债务

图表 15. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期刚性债务合计	15.76	29.46	46.60	20.65	43.73
其中：短期借款	7.80	7.48	5.25	3.39	14.99
一年内到期的长期借款	0.74	0.12	-	3.04	19.79
应付短期债券	-	-	20.42	-	-
应付票据	0.65	0.74	0.74	2.12	2.07
其他短期刚性债务	6.56	21.11	20.20	12.10	6.88
中长期刚性债务合计	43.45	29.93	11.48	97.51	110.57
其中：长期借款	3.46	-	0.40	47.68	66.09
应付债券	39.99	29.93	9.96	34.95	34.96
其他中长期刚性债务	-	-	1.12	14.88	9.52

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。2015-2017 年末，公司中长期刚性债务余额分别为 11.48 亿元、97.51 亿元和 110.57 亿元，占期末刚性债务的比重分别为 19.77%、82.52%和 71.66%，2016 年末占比较上年末大幅增长 62.75 个百分点，主要系招商物流刚性债务主要以中长期为主，其债务纳入并表所致；2017 年末占比较上年末下降 10.86 个百分点，主要系跟踪期内公司短期借款及一年内到期的长期借款增加所致。

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。2015-2017 年末，公司长短期银行借款（含一年内到期的长期借款）余额分别为 5.65 亿元、54.11 亿元和 100.87 亿元。为满足业务发展需要，跟踪期内公司间接融资规模有所扩大，2017 年末公司长短期银行借款（含一年内到期的长期借款）余额较上年末大幅增长 86.43%，其中短期借款较上年末增长 341.93%至 14.99 亿元，主要为新增的信用借款；期末长期借款较上年末增长 38.62%至 66.09 亿元，主要为偿付股东往来借款对外融入 20 亿元长期借款所致。此外，2017 年末，公司应付债券余额为 34.96 亿元，与上年末基本持平，主要为公司于 2016 年发行的两期公司债券。

此外，该公司其他中长期刚性债务主要为应付关联方借款，为向 Sinotrans Shipping INC(中外运航运(巴拿马)有限公司，简称“SSI”)、中外运长航集团和招商局集团的关联方借款，2015-2017 年末分别为 11.18 亿元、14.88 亿元和 9.52 亿元，2017 年末较上年末下降 36.04%，主要系借款逐年到期偿还所致。2015-2017 年末，公司其他短期刚性债务分别为 20.20 亿元、12.10 亿元和 6.88 亿元，主要为短期关联方借款、应付利息及一年内到期的应付债权，其中 2017 年末较上年末大幅下降 43.13%，主要系 2016 年末一年内到期的应付债券为 9.99 亿元，2017 年末无此款项所致。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 16. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	52.55	55.76	59.13	51.50	51.25
营业收入现金率（%）	105.55	103.80	103.96	103.02	101.21
业务现金收支净额（亿元）	16.91	10.50	26.80	32.80	35.55
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.00	0.57	-2.46	-9.07	-5.50
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	14.91	11.08	24.34	23.73	30.06
EBITDA（亿元）	25.28	28.95	33.54	52.45	55.14
EBITDA/刚性债务（倍）	0.43	0.49	0.57	0.60	0.40
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.96	9.36	11.69	10.69	10.48

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。

随着业务规模的扩大，该公司销售商品、提供劳务收到的现金亦快速增加，2015~2017 年分别为 477.55 亿元、620.72 亿元和 740.42 亿元，2016 年和 2017 年同比分别增长 29.98% 和 19.28%，营业收入现金率分别为 103.96%、103.02%、101.21%，由于收购招商物流后，公司专业物流业务增长较快，部分应收账款回笼速度有所减慢，公司主营业务收现情况略微下滑，2016 年和 2017 年同比分别下降 0.94 个百分点和 1.81 个百分点，但仍处于较好水平。此外，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 10.16 亿元、17.41 亿元和 16.39 亿元，其中，2016 年同比增长 71.31%，主要系支付的押金、代垫关税款同比大幅增长所致。2015-2017 年，公司经营活动产生的现金净流入分别为 24.34 亿元、23.73 亿元和 30.06 亿元，处于较好水平。

该公司 EBITDA 主要来自于利润总额，固定资产折旧可为其做一定补充。2015-2017 年，公司 EBITDA 分别为 33.54 亿元、52.45 亿元和 55.14 亿元，其中 2016 年较上年大幅增长 56.40%，主要系招商物流并表后，其盈利为公司利润总额带来较大贡献，且当年公司计提的固定资产折旧同比增长 89.08% 至 11.37 亿元所致；2017 年公司 EBITDA 较上年增长 5.12%，保持稳定增长；EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数为 10.48 倍，较上年小幅下降 0.21 倍，EBITDA 对利息偿付保障能力仍较强。

(2) 投资环节

图表 17. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	6.37	4.97	1.54	16.82	10.44
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	-17.83	-8.35	-11.42	-28.22	-28.68
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-2.20	0.15	0.82	-4.41	-8.04
投资环节产生的现金流量净额	-13.66	-2.49	-9.06	-15.07	-24.42

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

2015-2017 年，该公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产分别收回现金净额 5.11 亿元、3.77 亿元和 5.67 亿元，其中 2017 年同比增长 50.57%，主要为处置物业、机器设备、无形资产及土地使用权收到的现金。2015-2017 年，公司投资支付现金分别为 13.46 亿元、4.58 亿元和 10.44 亿元，其中 2017 年同比增长 128.09% 至 10.44 亿元，主要系购买可供出售金融资产理财产品支付的现金。2015-2017 年，公司支付其他与投资活动有关的现金分别为 1.16 亿元、7.49 亿元和 9.62 亿元，其中 2016 年和 2017 年分别同比增加 6.33 亿元和 2.13 亿元，主要系存期三个月以上定期存款增加所致。2017 年，公司收到的处置子公司的现金流入为 1.87 亿元，主要为处置招商局物流集团南京有限公司（简称“招商南京”）²及岳阳市招商燃气有限公司的现金净流入³，处置价格为 2.09 亿元。2015-2017 年，公司投资活动现金净流出分别为 9.06 亿元、15.07 元和 24.42 亿元，其中 2016 年和 2017 年净流出分别同比增长 66.38% 和 62.07%，随着公司物流中心及仓库码头建设的持续推进，预计公司未来投资活动现金流将持续呈较大规模的净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 18. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
吸收投资收到的现金	0.43	0.14	0.42	4.94	2.03
取得借款收到的现金	14.58	19.92	9.09	45.88	93.80
发行债券收到的现金	20.00	9.93	39.96	49.91	-
偿还债务支付的现金	53.81	37.68	52.37	82.45	84.00
筹资环节产生的现金流量净额	-5.04	-9.19	-7.41	22.59	-1.53

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

近年来，该公司主要通过银行借款和发行债券满足资金需求。2015-2017 年，公司取得借款收到的现金分别为 9.09 亿元、45.88 亿元和 93.80

² 2017 年 12 月 31 日，该公司向靖安洪大物华投资合伙企业(有限合伙)出售招商南京 45% 股权，转让后，公司对招商南京的持股比例从 90% 变更为 45%，采用权益法核算。于 2017 年 12 月 31 日，招商南京不再纳入公司合并范围。

³ 2017 年 1 月，该公司将岳阳市招商燃气有限公司 100% 的股权转让给湖南泓源石化仓储有限公司，不再纳入公司合并范围。

亿元，其中 2016 年和 2017 年同比分别增加 36.79 亿元和 47.92 亿元，主要系招商物流对外融资需求较大所致；2015-2016 年，公司发行债券收到的现金分别为 39.96 亿元和 49.91 亿元。2017 年，公司无新发债券，融资主要通过银行及关联方借款，2017 年公司从招商局财务公司等关联方取得借款 27.50 亿元。2015-2017 年，公司筹资活动现金净流量分别为-7.41 亿元、22.59 亿元和-1.53 亿元，2016 年由于融资流入规模较大，使得当年筹资活动现金流呈现较大规模的净流入。

4. 资产质量

图表 19. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	155.44	166.75	182.73	271.53	300.72
	49.86%	50.63%	51.75%	46.95%	48.25%
其中：货币资金（亿元）	66.35	66.35	75.61	112.30	123.85
应收账款（亿元）	69.50	73.66	71.89	94.60	105.52
预付款项（亿元）	9.24	11.63	9.29	18.72	18.64
其他应收款（亿元）	5.96	8.13	9.28	20.58	14.43
其他流动资产（亿元）	2.23	2.60	11.75	16.70	25.50
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	156.31	162.58	170.36	306.85	322.54
	50.14%	49.37%	48.25%	53.05%	51.75%
其中：固定资产（亿元）	68.98	62.61	68.82	129.21	137.42
在建工程（亿元）	9.33	10.18	8.31	45.75	34.96
可供出售金融资产（亿元）	11.43	17.31	18.10	10.73	5.53
商誉（亿元）	0.39	0.39	0.39	24.75	25.09
长期股权投资（亿元）	33.23	36.90	39.75	41.24	45.84
无形资产（亿元）	28.39	26.95	28.19	44.13	54.11
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.38	2.79	4.94	30.05	34.97
受限资产账面余额/总资产（%）	1.08	0.85	1.40	5.20	5.61

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

跟踪期内，随着招商物流的并表以及业务规模的不断扩大，该公司的资产总额稳步增加，2015-2017 年末，公司资产总额分别为 353.09 亿元、578.39 亿元和 623.26 亿元。其中，非流动资产占比分别为 48.25%、53.05% 和 51.75%，2016 年末以来公司资产转以非流动资产为主，主要由固定资产、在建工程、商誉、长期股权投资和无形资产构成。2015-2017 年末，公司固定资产分别为 68.82 亿元、129.21 亿元和 137.42 亿元，其中 2016 年末较上年末增长 87.75% 主要系招商物流合并后增加的房屋建筑物、铁路专用线及码头等固定资产；2017 年末公司固定资产较上年末小幅增长 6.36%，由在建工程转固为主。2015-2017 年末，公司在建工程分别为 8.31 亿元、45.75 亿元 34.96 亿元，以基础设施为主，2016 年末较上年末增加 37.44 亿元主要系招商物流的在建物流中心项目并表所致，2017 年末在建工程余额较上年末下降

23.60%，主要系部分完工转如固定资产、投资性房地产以及无形资产所致；2015-2017 年末，公司商誉分别为 0.39 亿元、24.75 亿元和 25.09 亿元，2016 年末较上年末大幅增加 24.36 亿元，主要系合并招商物流后形成的商誉，以招商路凯东南亚地区及招商路凯澳洲地区的使用价值为主；2015-2017 年末，公司长期股权投资分别为 39.75 亿元、41.24 亿元和 45.84 亿元，其中 2017 年末较上年末增长 11.14% 至 45.84 亿元，主要系增加对联营公司深圳市海星港口发展有限公司⁴（简称“深圳海星”）以及上海普安的投资；2015-2017 年末，公司无形资产分别为 28.19 亿元、44.13 亿元和 54.11 亿元，主要为土地使用权，其中 2016 年末较上年末增长 56.52%，主要系招商物流并表的土地使用权，2017 年末，随着在建工程的转固，无形资产上年末增长 22.61%。

该公司流动资产仍主要集中于货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和其他流动资产。2015-2017 年末，公司货币资金分别为 72.97 亿元、108.99 亿元和 121.52 亿元，其中 2017 年末公司受限资金为 2.18 亿元，主要为抵押受限的货币资金，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。2015-2017 年末，公司应收账款分别为 71.89 亿元、94.60 亿元和 105.52 亿元，其中 2016 年末公司应收账款较上年末增长 31.58%，主要系合并招商物流的应收账款所致，且随着业务规模进一步扩张，2017 年末，公司应收账款较上年末增长 11.55%，其中期限一年以内的占比为 97.80%；2015-2017 年末，公司预付款项分别为 9.29 亿元、18.72 亿元和 18.64 亿元，主要系第三方预付的货运代理款项，其中 2016 年末较上年末增长 101.40% 主要系招商物流预售的物流代理费并表所致，2017 年末预付款项余额与上年末基本持平；2015-2017 年末，公司其他应收款分别为 9.28 亿元、20.58 亿元和 14.43 亿元，2016 年末余额较上年末增长 121.89% 主要系招商物流的应收业务押金和保证金并表所致，2017 年末其他应收款较上年末下降 29.87%，主要系应收回的为关联方提供的代垫款项减少所致；2015-2017 年末，公司其他流动资产分别为 11.75 亿元、16.70 亿元和 25.50 亿元，其中 2017 年末较上年末大幅增长 52.65%，主要系其中短期理财产品较上年末增加 8.00 亿元至 20.00 亿元，集中于 2017 年 10 月-12 月从各家银行购入，预期年收益率为 3.00~4.65%。

2017 年末，该公司受限资产合计为 34.97 亿元，占资产总额的比重为 5.61%，主要为已抵押的应收账款 0.41 亿元、已抵押的物业和机器设备 20.83 亿元，已抵押的土地使用权 11.56 亿元和货币资金中的 2.18 亿元保函及信用证保证金。

⁴ 深圳海星为该公司子公司华南外运与码来仓储(深圳)有限公司（简称“华南外运”）与招商局海星控股私人有限公司共同出资成立的联营公司。2017 年 3 月，深圳海星的股东按比例共同增资，公司注册资本由美元改为人民币，金额由美元 1515 万元(折合人民币 9270 万元)增至人民币 53073 万元，华南外运增资人民币 14454 万元，增资后持股比例保持不变，持有其 33% 的股权。

5. 流动性/短期因素

图表 20. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	126.44	127.51	121.03	111.77	120.74
速动比率 (%)	118.43	117.43	113.89	103.33	111.99
现金比率 (%)	54.76	51.38	50.80	48.63	52.80

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

2015-2017 年末，该公司流动比率分别为 121.03%、111.77% 和 120.74%；速动比率分别为 50.80%、48.63% 和 52.80%，其中 2016 年末分别较上年末下降 9.26 个百分点和 2.17 个百分点，主要系招商物流为重资产运营，并入报表后使得公司整体流动性有所减弱所致；2017 年末分别较上年末上升 9.03 个百分点和 8.66 个百分点，资产流动性有所好转。

6. 表外事项

根据该公司审计报告，公司曾牵涉在日常业务所发生的多项诉讼中，但金额均极小，截至 2017 年末，公司未决诉讼承担的最大风险约为人民币 0.47 亿元。其中，中国人民财产保险股份有限公司重庆市分公司作为货物运输险保险人，向被保险人赔付后，取得代位求偿权，向公司追偿诉讼标的 0.19 亿元，案件在一审过程中；公司因租赁物质量问题向陕西西咸新区空港新城新地物流有限公司停付租金，引发租赁合同纠纷，诉讼标的为 0.11 亿元，公司提出了管辖权异议，正在等待判决中。

2017 年末，该公司对外担保主要是子公司中国外运华南有限公司对合营公司东莞港集装箱港务有限公司提供的融资租赁担保等事项，合计 0.83 亿元，担保比率为 0.32%，担保比率较低，或有负债风险相对较小。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司主要通过下属核心子公司开展各类业务。2017 年，公司母公司实现营业收入 18.76 亿元，同比增长 14.25%；同期末，母公司资产总额为 219.55 亿元，股东权益为 132.47 亿元，较上年末分别增长 29.73% 和 44.54%。母公司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，期末母公司长期股权投资为 117.32 亿元，较上年末增长 52.51%；其他应收款为 47.98 亿元，较上年末增长 7.31%。目前，母公司各下属子公司运作情况较好，公司能获得稳定的投资收益，2017 年母公司获得投资收益 10.69 亿元，同比增长 43.49%。2017 年末，母公司负债总额为 87.09 亿元，以非流动负债为主，主要是应付债券和长期借款；2017 年母公司经营活动、投资活动及筹资活动净现金流分别为 -4.19 亿元、-4.40 亿元和 2.69 亿元。总体来看，母公司债务以中长期刚性债务为主，财务杠杆尚处于较低水平，即期偿债能力较强。

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 2017 年末，公司合并口径内综合授信额度共计 286.94 亿元，其中已使用授信额度 133.08 亿元，可为其资金周转提供支持。

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，附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级结论

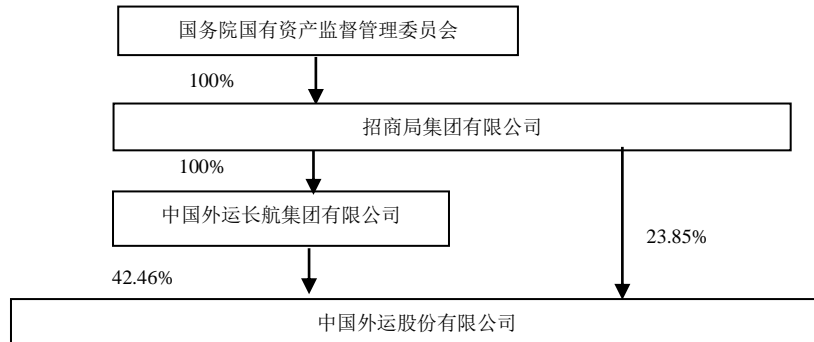
跟踪期内，该公司依托其长期以来积累的较大规模的物流资产及覆盖广泛的业务网络，行业地位稳固，规模优势突出；加之招商物流的并表，公司物流资源得以整合，近年来业务规模进一步拓张，2017 年，公司各板块业务发展稳健，收入规模和盈利能力保持增长趋势。

跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人趋于稳定，且实力均较强，能为公司未来发展提供较好支持；受益于公司两大股东之间整合工作的逐步深入，公司近年来并购动作较多，股本规模得以扩大。

跟踪期内，随着该公司业务规模的扩张，公司负债规模有所扩大，公司债务仍以流动负债为主，但资产负债率有所下降；公司刚性债务仍以中长期为主，短期刚性债务偿付压力不大。公司经营性现金流状况表现仍较好，营业收入现金率虽有小幅下降但仍保持较好水平；且公司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。

附录一：

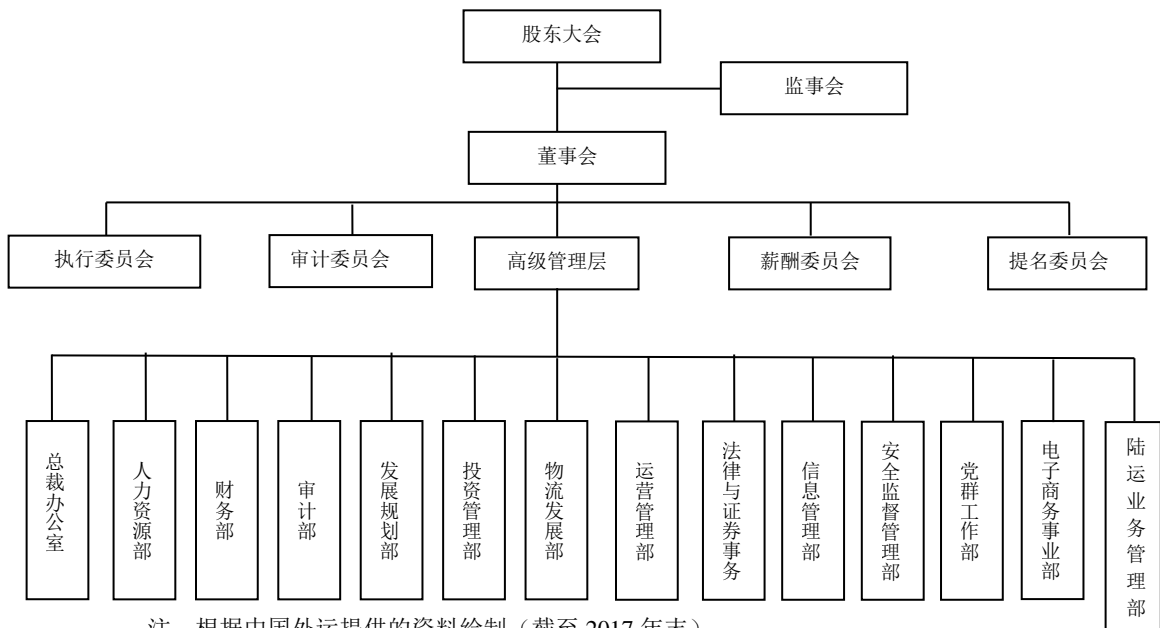
公司与实际控制人关系图



注：根据中国外运提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

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 2017 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	2017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	1425.22	574.78	1331.33	36.77	47.34	
中国外运股份有限公司	中国外运	本级	—	物流、货代	219.55	132.47	18.76	7.99	-4.19	
招商局物流集团有限公司	招商物流	核心子公司	100	物理	211.52	44.98	150.82	6.39	14.29	
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	0.60	0.39	0.01	0.01	-0.12	
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	20.84	4.80	26.76	0.60	2.28	
中外运空运发展股份有限公司	外运发展	核心子公司	60.95	航空货代及快递	100.70	81.87	62.07	13.53	3.83	
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	47.49	21.73	166.16	3.16	3.11	
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	27.32	9.31	50.17	1.29	1.22	
中外运湖北有限责任公司	外运湖北	核心子公司	100	货代	6.04	1.97	8.81	0.24	-0.32	
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	30.28	0.78	14.76	-0.15	1.81	
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	1.23	0.16	0.10	0.00	0.18	

注：根据中国外运 2017 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]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	353.09	578.39	623.26
货币资金 [亿元]	72.97	108.99	121.52
刚性债务[亿元]	58.09	118.16	154.30
所有者权益 [亿元]	187.19	234.84	258.35
营业收入[亿元]	459.35	602.53	731.58
净利润 [亿元]	19.62	28.00	29.81
EBITDA[亿元]	33.54	52.45	55.14
经营性现金净流入量[亿元]	24.34	23.73	30.06
投资性现金净流入量[亿元]	-9.06	-15.07	-24.42
资产负债率[%]	46.99	59.40	58.55
权益资本与刚性债务比率[%]	322.26	198.75	167.44
流动比率[%]	121.03	111.77	120.74
现金比率[%]	50.80	48.63	52.80
利息保障倍数[倍]	9.23	7.99	7.95
担保比率[%]	0.07	0.12	0.32
营业周期[天]	59.13	51.50	51.25
毛利率[%]	7.15	8.23	7.59
营业利润率[%]	5.03	5.42	5.15
总资产报酬率[%]	7.76	8.42	6.98
净资产收益率[%]	11.12	13.27	12.09
净资产收益率*[%]	10.27	12.91	11.25
营业收入现金率[%]	103.96	103.02	101.21
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.27	12.05	12.22
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.27	3.40	1.59
EBITDA/利息支出[倍]	11.69	10.69	10.48
EBITDA/刚性债务[倍]	0.57	0.60	0.40

注：表中数据依据中国外运经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、计算，其中 2016 年数据为 2017 年审计报告中经追溯调整后的上年数据。

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。