

2013 年中国外运股份有限公司

公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

13 外运债信用等级： AAA 级

评级时间： 2015 年 6 月 16 日



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.

2013年中国外运股份有限公司公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2015]100190】

本次跟踪:

前次评级:

主体评级/展望/债项评级

AAA级/稳定/AAA级
 资信评级专用章
 AAA级/稳定/AAA级

评级时间

2015年6月

2014年5月

主要财务数据

项 目	2012年	2013年	2014年
金额单位:人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	11.84	7.45	9.80
刚性债务	46.46	46.64	41.43
所有者权益	74.31	78.74	82.33
经营性现金净流入量	-0.10	-4.60	-0.58
发行人合并数据及指标:			
总资产	295.13	311.75	329.34
总负债	165.18	168.57	163.68
刚性债务	70.19	71.27	60.41
应付债券	25.44	39.99	29.93
所有者权益	129.95	143.18	165.65
营业收入	477.77	487.24	476.14
净利润	9.11	12.13	15.15
经营性现金净流入量	3.81	14.91	11.08
EBITDA	20.74	25.28	28.95
资产负债率[%]	55.97	54.07	49.70
权益资本与刚性债务的比率[%]	185.13	200.90	274.19
流动比率[%]	116.56	126.44	127.51
现金比率[%]	49.81	54.76	51.38
利息保障倍数[倍]	4.93	5.84	7.09
净资产收益率[%]	7.22	8.88	9.81
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	2.44	8.94	6.67
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-5.17	0.75	5.17
EBITDA/利息支出[倍]	6.66	7.96	9.36
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.36	0.44

注:根据中国外运经审计的2012-014年财务报表数据整理、计算。

分析师

钱进、刘明珠

上海市汉口路398号华盛大厦14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

跟踪期内,我国物流行业虽然需求增速放缓,但运行质量有所提升。通过资产重组,中国外运物流业务结构得到优化,业务抗风险能力有所增强;2014年公司营业收入规模同比略有下降,但受益于业务结构调整,公司营业毛利保持稳定,同时当年公司投资净收益和营业外收入增幅较大,因此公司盈利同比有所增加。跟踪期内,公司经营性现金流状况表现良好,且货币资金存量较充裕,此外,受益于非公开增发及盈余留存,公司资本实力得到增强,对债务偿付的保障程度进一步提高。

- 作为央企体系中从事综合物流业务的主要企业,中国外运物流主业在国内同业中居领先地位,竞争实力较强,规模优势明显。
- 跟踪期内,中国外运通过资产重组,剥离了海运业务,同时大力推进专业物流业务的发展,业务结构得到优化,服务范围得到拓宽。
- 跟踪期内,中国外运债务减少,负债经营程度下降;并且受益于非公开增发及盈余留存,公司资本实力得到增强,对债务偿付保障程度进一步提高。
- 中国外运主业属典型的周期性行业,受国际贸易形势影响较大。随着人民币汇率的双边波动加剧和国内劳动力成本的刚性上涨,我国外贸行业经营压力加大,公司主业增长面临一定挑战。
- 跟踪期内,我国物流业行业集中度仍较低,细分市场分化较明显,中国外运面临的竞争压力增大。
- 跟踪期内,中国外运收入结构中现代业务占比仍较大,主业结构过于集中。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对中国外运及其发行的本期债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有中国外运发行的金融产品以及债权人向中国外运授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由中国外运提供,所引用资料的真实性由中国外运负责。

跟踪评级报告

按照中国外运股份有限公司（以下简称“中国外运”、该公司或公司）2013 年公司债券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 2014 年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，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

截至 2014 年末，该公司已发行在外债券本金余额为 50 亿元¹，公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息情况。

图表 1. 截至 2014 年末公司已发行债券偿还情况（单位：亿元，%）

债券简称	起息日	兑付日	发行金额	票面利率
12 中外运 MTN1	2012.03.19	2015.03.19	20.00	4.72
13 外运债	2013.11.08	2016.11.08	20.00	5.70
境外人民币债券	2014.06.04	2017.06.04	10.00	4.50

资料来源：Wind 资讯及香港联合交易所

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

2014 年 7 月，该公司成功配售发行合计共 35748.10 万股新 H 股²，注册资本增至 46.06 亿元。截至 2014 年末，公司注册资本未再有变更，其中中国外运长航集团有限公司（简称“中外运长航集团”）直接持股比例为 53.44%，中国外运（香港）集团有限公司持股比例为 1.91%，中外运长航集团仍为公司控股股东。

2014 年该公司增设电子商务项目组，内部管理制度未发生重大变化，部分董事会、监事会和高管成员因任期届满有一定的变动。

¹ 2015 年 3 月、5 月，中国外运发行了两期超短期融资券，分别是 15 中外运 SCP001（期限 90 天，发行金额 20 亿元）、15 中外运 SCP002（期限 270 天，发行金额 20 亿元），截至 2015 年 5 月末，该公司待偿债券本金余额为 70 亿元。

² 配售价格为每股港币 4.80 元，总募集资金金额 17.16 亿港元。

2014年，该公司深化物流资源整合，稳步推进资产重组工作。2014年6月、7月，公司分别向中外运长航集团、中外运航运有限公司及其附属公司出售了中国外运阳光速航运输有限公司（以下简称“中外运速航”）和中外运集装箱运输有限公司（以下简称“中外运集运”）的全部股权，完成了海运资产的剥离工作。2014年11月、12月，公司向中外运长航集团及其附属公司收购了宏光发展有限公司、国际集装箱租赁有限公司、中国外运（日本）有限公司、中国外运韩国船务有限公司等11家企业的全部股权。截至2014年末各企业的股权变更手续全部办理完毕，公司的服务网络进一步优化，服务范围得到拓宽，并获取了部分重要物流资源。

（二）业务运营

从外部经营环境来看，2014年我国宏观经济仍面临复杂的国际环境，美国经济在量化宽松政策刺激下继续复苏，但是欧洲经济增长整体乏力、复苏前景仍不明朗，日本宽松货币政策对经济的刺激效应明显下降。国际石油价格明显下降，石油输出国的经济增长受挫，国家风险有所上升。金砖国家经济增速多数仍呈现回落态势。在国际经济弱势复苏的过程中，国内投资增速继续下降，消费拉动也不足，经济增速回落中趋稳。根据《2014年我国国民经济和社会发展统计公报》，我国全年实现国内生产总值636463亿元，比上年增长7.4%，增速较上年回落0.30个百分点。

2014年伴随着国民经济运行进入“新常态”，我国物流业运行呈现“需求增速放缓、运行质量提升”的基本特征。2014年全国社会物流总额达到213.5万亿元，按可比价格计算，同比增长7.90%，增速较上年回落1.60个百分点。受经济增速放缓、物流需求增速回落等因素影响，物流服务价格震荡回落且持续低位运行。据中国物流业景气指数（LPI）显示，物流服务价格指数全年都在50%的临界水平上下波动，平均为50.40%，较上年平均水平下降0.30个百分点。但是，2014年物流业运行质量有所提升。一是物流市场结构不断优化，钢铁、煤炭、水泥、有色等大宗商品物流需求增速进一步放缓，2014年工业品物流总额为196.90万亿元，按可比价格计算同比增长8.30%，增速较上年回落1.40个百分点；与循环经济相关的再生资源物流总额同比增长14.10%；与民生相关的单位与居民物品物流总额同比增长32.90%，尤其是快递物流业保持高速增长。根据国家邮

政局的数据显示，2014 年全国快递业务量完成 139.60 亿件，同比增长 51.90%，首次超过美国，跃居世界第一。二是单位 GDP 的物流需求系数自 2008 年以来首次下降。2008 年以来，我国单位 GDP 的物流需求系数整体上不断上升，2013 年达到 3.48。2014 年单位 GDP 的物流需求系数为 3.35，近年来首次出现下降。三是物流运行效率有所提升。2014 年社会物流总费用 10.60 万亿元，同比增长 6.90%。社会物流总费用与 GDP 的比率为 16.60%，较上年下降 0.30 个百分点。但整体来看，我国物流费用水平仍然较高，尤其是煤炭、非金属矿物制品业等行业的物流费用水平仍然偏高。四是物流运行效益有所改善。2014 年物流业总收入 7.10 万亿元，同比增长 6.90%，保持平稳增长。物流业增加值 3.50 万亿元，同比增长 9.50%，保持较快增长。

该公司主业以货运代理为核心，以仓储和码头业务、其他业务等为补充。2014 年公司荣获中国交通运输协会颁发的“2014 年度中国物流百强企业第一名”，并当选为“2014 年度中国航务周刊全国理事会常务副主席单位”，在物流咨询机构 Armstrong & Associates 最新公布的全球第三方物流企业 50 强名单中，公司位于第 8 位，较上年的排名上升了 2 位。2014 年 7 月，公司剥离了海运业务³，且公司进行业务板块重新分类，将船代业务与原货代业务合并为新的货运代理业务，将专业物流从原货代业务中独立出来作为新的一级业务板块。

2014 年该公司实现主营业务收入 471.71 亿元，收入水平较上年小幅下降 2.79%，主要是受“营改增”⁴政策和剥离海运业务的影响。其中货运代理业务仍是主营业务收入的主要来源，2014 年占主营业务收入的比重为 76.00%。当年公司实现主营业务毛利润 33.20 亿元，较上年增长 1.97%，盈利水平有所提升。从主营业务毛利润构成来看，货运代理业务仍是公司主营业务毛利润的主要来源，但是专业物流对主营业务盈利的贡献度有所提升。2014 年公司主营业务毛利率为 7.04%，较上年提高了 0.33 个百分点，主要系毛利率水平较高的专业物流业务在主营业务收入中的比重提高所致。

³ 考虑到海运业务的非持续经营性，公司将 2013 年及 2014 年 1-7 月的海运业务收入纳入到其他业务收入板块。

⁴ 受“营改增”政策的影响，部分客户贸易方式由 CIF（成本+保险费+运费）更多地转向 FOB（装运港船上交货）模式。对我国出口企业而言，在 CIF 出口货物条款下，由于税负的原因，收货人希望节省成本，会逐渐改为境外支付；对我国进口企业而言，在 FOB 进口货物条款下，进口货物会被改为境外预付。

图表 2. 2013-2014 年中国外运主营业务情况 (单位: 亿元, %)

	2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	485.23	100.00	471.71	100.00
货运代理	363.73	74.96	358.50	76.00
专业物流	58.02	11.96	63.56	13.47
仓储和码头服务	22.18	4.57	23.05	4.89
其他服务	63.97	13.18	45.36	9.62
分部间抵消	-22.67	-4.67	-18.76	-3.98
主营业务毛利润	32.56	100.00	33.20	100.00
货运代理	18.37	56.42	18.57	55.93
专业物流	5.60	17.20	5.95	17.92
仓储和码头服务	6.24	19.16	6.12	18.43
其他服务	2.34	7.19	2.56	7.71
分部间抵消	0.00	0.00	0.00	0.00
主营业务毛利率		6.71		7.04
货运代理		5.05		5.18
专业物流		9.65		9.36
仓储和码头服务		28.13		26.55
其他服务		3.66		5.64
分部间抵消		0.00		0.00

资料来源: 根据中国外运提供的资料整理、计算

1. 货运代理

经过业务板块重分类后, 该公司货运代理业务主要包括海运代理、航空代理、船代订舱、船舶代理等业务。2014 年货运代理业务收入和毛利润分别占主营业务收入和主营业务毛利润的 76.00% 和 55.93%, 仍是公司主要的收入和利润来源。但主要受“营改增”政策的影响, 2014 年货运代理业务收入较上年小幅下降 1.44%。同期货运代理业务毛利率为 5.18%, 受益于航空代理业务盈利水平提升的影响, 货运代理业务毛利率较上年略有提高。

该公司依托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。2014 年以来, 通过深挖供应商资源成为货运代理业务创新的着力点之一。在海运代理方面, 各口岸公司与马士基、阳明海运的合作业务量大幅度上升, 当年公司海运货代箱量市场占有率约为 12.00%, 海运集装箱货运量完成 928.50 万 TEU, 实现业务收入 252.03 亿元。在航空代理方面, 公司通过与 40 家航空运输公司和 100 家海外货运代理商合作, 为客户提供进出口货物的货代代

理、包租和门对门服务。2014 年公司航空货运量为 481.90 百万公斤，实现业务收入 40.72 亿元。船务代理方面，针对船企业提高集装箱周转率的需求，公司积极开拓了扎中央箱管业务，当年公司船代业务占我国船代市场份额的 18.90%，实现业务收入 87.32 亿元。

图表 3. 2013-2014 年公司货代业务运量结构情况

业务类别		计量单位	2013 年	2014 年
货代业务	海运代理	万 TEU	883.50	928.50
	空运代理	百万公斤	399.40	481.90
	船务代理	万 TEU	1480.30	1602.10
	船务代理	百万吨	209.40	206.10

资料来源：中国外运

为支持主业发展，该公司继续加大自有物流资产的建设。在仓储码头方面，公司目前拥有自营码头 7 座，泊位 26 个，主要分布在珠三角地区，年吞吐能力达 4670 万吨；集装箱场站 56 个，建筑面积 230 万平方米；仓库 494 座，仓储面积 288.50 万平方米。在交通运输方面，公司目前自有车辆 2535 辆，签有使用协议的车辆 289 辆；铁路专用线 7 条，累计长度约 6.80 公里，年吞吐能力为 205 万吨。此外，公司在北京、广州、成都、上海、沈阳和南京设有货物分拨中心，为地区货物调拨提供支持。

从业务分布来看，该公司货代业务主要由华东、山东及外运长江等子公司运营，业务分布相对集中，2014 年以上三家子公司的业务收入占比有所下降。

图表 4. 2013-2014 年公司主要子公司货代业务构成情况

	华东公司		山东公司		外运长江	
	2013 年	2014 年	2013 年	2014 年	2013 年	2014 年
主营业务收入构成 (%)	40.20	38.00	16.21	15.30	12.88	11.00

资料来源：中国外运

在巩固原有进出口贸易物流业务的同时，目前该公司正逐步调整发展思路，加强对内贸物流的重视程度，并开始增加相关投入。2014 年以来，公司高度重视互联网经济对业务的影响，提出了“天网地网相结合、线上线下一体化”的发展思路，从物流电商和电商物流两个方面，全面推进电商业务的发展。目前，公司三大物流电商平台（海运订舱网平台、运易通平台、esinotrans 平台）的服务功能都有了新拓展。中外运空运发展股份有限公司作为唯一一家以

技术平台承接海关所有跨境电商试点城市的物流企业，先后打造了“跨境电商综合服务平台”、“跨境海淘物流平台”和“阳光海淘电子商城”三大平台。

2. 专业物流

为提升业务抗风险能力，提高服务专业化及多元化水平，响应国家发展专业物流的相关号召，该公司近年来大力拓展合同物流、工程物流等专业物流业务。2014 年公司专业物流完成货运量 14.20 百万吨，较上年增长 14.52%；实现业务收入 63.56 亿元，较上年增长 9.55%，同期业务毛利率为 9.36%，较上年略有下降。

2014 年该公司继续优化化工、工程、能源、汽车、电子、快消等优势行业，深度开发了微电子、新能源、冷链等新的目标市场。在工程和能源物流方面，公司进一步加强海外市场实业化、属地化网络布局，当年实现业务收入 16.76 亿元；合同物流方面，公司聚焦汽车、电子、国际快消等目标行业的高端客户，当年实现业务收入 35.11 亿元；冷链和化工物流方面，公司继续专注于目标市场，专业解决方案能力进一步提高。同时公司提出了行业化发展思路，锁定微电子、平板显示、医药、精密设备、新能源等行业，提供专家式行业解决方案。

3. 其他物流相关业务

跟踪期内，该公司继续针对货代业务的部分环节向客户提供专项服务，包括仓储码头、公路承运和快递业务等。2014 年公司仓储及码头业务实现收入 23.05 亿元，较上年增长 3.92%，同期业务毛利率为 26.55%，较上年下降 1.58 个百分点，主要系为了防范风险，公司停止了原利润率水平较高的物流监管业务所致。

图表 5. 2013-2014 年公司其他物流相关业务情况

业务类别		计量单位	2013 年	2014 年
仓码业务	仓库作业量	百万吨	14.40	14.00
	仓库作业量	万 TEU	859.70	899.00
	码头吞吐量	百万吨	2.30	2.20
	码头吞吐量	万 TEU	342.10	362.30
其他服务	汽车运输	万 TEU	81.10	88.60
	船舶承运（持续经营）	万 TEU	183.60	205.80
	船舶承运（非持续经营）	万 TEU	130.60	73.50
	快递服务	万件	179.00	202.00

资料来源：中国外运

4. 在建项目

截至 2014 年末，该公司在建项目主要包括江阴综合物流中心、成都龙泉物流中心、深圳平湖物流中心和合肥物流中心等。综合看，公司短期内投资压力不大。

图表 6. 截至 2014 年末公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	投资总额	已完成投资	投资计划		资金来源
			2015 年	2016 年	
江阴综合物流中心	0.99	0.20	0.45	0.34	自有资金及借款
成都龙泉物流中心	2.79	1.10	0.85	0.84	自有资金及借款
合肥物流中心	2.23	0.70	0.70	0.83	自有资金及借款
深圳平湖物流中心	7.18	5.20	1.22	0.76	自有资金及借款
青岛瑞昌路二期仓库	0.14	0.03	0.10	0.01	自有资金及借款
合计	13.33	7.23	3.32	2.78	—

资料来源：中国外运

（三）财务质量

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2014 年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。

2014 年该公司实现营业收入 476.14 亿元，受“营改增”政策和剥离海运业务的影响，收入规模较上年小幅下降 2.28%。公司营业毛利为 33.84 亿元，受益于业务结构的调整，营业毛利较上年小幅上涨 2.51%。2014 年公司综合毛利率为 7.11%，较上年提高 0.34 个百分点。期间费用方面，公司期间费用仍以管理费用为主，占期间费用的比重在 65% 以上，构成上以人员福利、相关资产折旧等为主。2014 年单位营业收入期间费用率为 4.81%，保持相对稳定；当年公

司资产减值损失为 2.75 亿元，较上年大幅增长，主要系截至 2014 年 6 月末，公司持有的东方航空股权⁵的公允价值相较于初始投资成本已经发生严重下降，公司将公允价值与初始投资成本之间的差额（2.03 亿元）从其他综合收益中重分类计入当期损益所致。公司投资净收益为 8.94 亿元，较上年增长 33.76%，一方面系公司出售了中外运集运和中外运速航的股权；另一方面系从中外运-敦豪获得投资收益增加所致。当年营业外收入为 3.31 亿元，较上年大幅增长 149.23%，主要系公司收到搬迁仓库的土地拆迁补偿款所致。受益于营业毛利、投资净收益和营业外收入的增加，公司净利润较上年增长 24.95% 至 15.15 亿元。

2014 年末该公司负债总额为 163.68 亿元，较上年末小幅下降 2.90%。当年末资产负债率为 49.70%，较上年末下降 4.37 个百分点，主要系公司于 2014 年 7 月成功配售发行合计共 35748.10 万股新 H 股所致。公司刚性债务为 60.41 亿元，较上年末下降 15.24%，受益于刚性债务规模的下降和实收资本的增加，股东权益与刚性债务比率增至 274.19%，股东权益对刚性债务的保障程度提高。

该公司负债以流动负债为主，2014 年末公司流动负债为 130.78 亿元，较上年末增长 6.38%，占负债总额的 79.90%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成。当年末短期借款为 7.48 亿元，同比下降 4.16%；应付账款余额为 57.88 亿元，较上年末略有下降，主要为应付承运企业运费；预收款项余额为 18.05 亿元，较上年末增长 6.44%，主要系根据新执行的关税保证金制度，公司向客户预收的保证金增加所致；其他应付款余额为 14.77 亿元，较上年末下降 30.78%，主要系应付中外运长航集团的代垫款规模下降所致。当年末公司非流动负债为 32.91 亿元，较上年末下降 27.88%，主要系公司将 2015 年 3 月到期的发行金额为 20 亿元的中期票据调整至一年内到期的非流动负债所致。

该公司在日常经营中由于代运货物损失、到达延迟等原因会面临诉讼纠纷，部分可合理估计的于年末确认预计负债。对于诉讼结果不能合理估计或管理层认为产生损失的可能性较低的，公司未计提预计负债，2014 年末公司为该类诉讼承担的最大风险支出约为 3.61 亿元。

经营性现金流方面，2014 年该公司营业收入现金率为

⁵ 按可供出售金融资产核算。

103.80%，较上年下降 1.75 个百分点，主要系当年公司直接客户和大客户比重增加，该类客户相较于中小客户及间接客户账期略长所致。主要受此影响，当年经营活动产生的现金净流量同比下滑 25.73% 至 11.08 亿元；当年经营性现金净流入量与负债总额的比率为 6.67%。投资性现金流方面，公司在仓码设施建设、船舶制造等方面仍保持了较大的资金支出量，但同比已有所减少，加之处置了中外运集运和中外运速航的股权，当年公司投资性现金净流出量大幅下降 81.73% 至 2.49 亿元。筹资性现金流方面，公司主要融资渠道为银行借款和发行债券。2014 年 7 月公司通过非公开增发的方式，在香港市场净融资 17.16 亿港元，实现了自 2003 年上市以来首次股本再融资，公司融资渠道进一步拓宽。

2014 年末该公司资产总额为 329.34 亿元，其中流动资产为 166.75 亿元，较上年末增长 7.28%，占资产总额的 50.63%；年末流动比率和速动比率分别为 127.51% 和 117.43%，资产流动性较好。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款构成。当年末货币资金余额为 64.44 亿元，基本与上年末持平，但由于流动负债较上年末小幅增长，现金比率较上年末下降 3.38 个百分点至 51.38%，公司的即期偿付能力仍较强；应收账款余额为 73.66 亿元，同比增长 5.99%，主要系客户结构发生变化所致；预付款项余额为 11.63 亿元，较上年末增长 25.93%，主要系根据新执行的关税保证金制度，进口业务预付海关关税保证金增加所致；其他应收款余额为 8.13 亿元，较上年末增长 36.32%，主要系因商贸物流业务形成的代垫款项增加所致；2014 年公司扩大了商贸物流业务规模，年末存货余额较上年末大幅增长 153.36% 至 1.54 亿元；一年内到期的非流动资产 1.29 亿元为公司向中外运速航提供的委托贷款，该笔款项将于一年内归还。

2014 年末该公司非流动资产为 162.58 亿元，较上年末小幅增长 4.02%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产构成。当年末公司可供出售金融资产余额为 17.31 亿元，较上年大幅增长 51.49%，主要系 2014 年下半年证券市场持续走强，公司持有的京东方和东方航空股票市值大幅增加所致；长期股权投资余额为 36.90 亿元，较上年末增长 11.04%；固定资产余额为 62.61 亿元，较上年末下降 9.24%，主要系中外运集运和中外运速航不再并表所致；在建工程余额为 10.18 亿元，较上年末增长

9.13%；无形资产余额⁶为 28.75 亿元，基本与上年末持平，主要是土地。

综上所述，跟踪期内，我国物流行业虽然需求增速放缓，但运行质量有所提升。该公司通过资产重组，物流业务结构得到优化，业务抗风险能力有所增强；2014 年公司营业收入规模同比略有下降，但受益于业务结构调整，公司营业毛利保持稳定，同时当年公司投资净收益和营业外收入增幅较大，因此公司盈利同比有所增加。跟踪期内，公司经营性现金流状况表现良好，且货币资金存量较充裕，此外，受益于非公开增发及盈余留存，公司资本实力得到增强，对债务偿付的保障程度进一步提高。

同时，我们仍将持续关注：（1）国内外经济变化对公司经营的影响；（2）国内物流行业集中度低，公司市场竞争力情况；（3）物流行业政策调整对公司业务的影响；（4）公司与中外运长航集团之间物流资源整合情况。

⁶ 包含预付土地订金。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2012年	2013年	2014年
金额单位：人民币亿元			
资产总额	295.13	311.75	329.34
货币资金	63.72	64.39	64.44
刚性债务	70.19	71.27	60.41
所有者权益	129.95	143.18	165.65
营业收入	477.77	487.24	476.14
净利润	9.11	12.13	15.15
EBITDA	20.74	25.28	28.95
经营性现金净流入量	3.81	14.91	11.08
投资性现金净流入量	-11.90	-13.66	-2.49
资产负债率[%]	55.97	54.07	49.70
长期资本固定化比率[%]	86.39	82.79	81.88
权益资本与刚性债务比率 [%]	185.13	200.90	274.19
流动比率[%]	116.56	126.44	127.51
速动比率[%]	108.70	118.43	117.43
现金比率[%]	49.81	54.76	51.38
利息保障倍数[倍]	4.93	5.84	7.09
有形净值债务率[%]	158.02	147.69	120.19
营运资金与非流动负债比率[%]	68.81	71.24	109.32
担保比率[%]	1.11	1.63	1.19
应收账款周转速度[次]	7.28	6.87	6.65
存货周转速度[次]	655.40	795.02	411.55
固定资产周转速度[次]	9.85	8.22	7.24
总资产周转速度[次]	1.69	1.61	1.49
毛利率[%]	6.29	6.77	7.11
营业利润率[%]	2.57	3.24	3.42
总资产报酬率[%]	5.43	6.11	6.84
净资产收益率[%]	7.22	8.88	9.81
营业收入现金率[%]	97.48	105.55	103.80
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	2.44	8.94	6.67
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-5.17	0.75	5.17
EBITDA/利息支出[倍]	6.66	7.96	9.36
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.36	0.44

注：表中数据根据中国外运经审计的 2012-2014 年财务报表数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×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%
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%
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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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+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

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 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	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。