
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(2019)100068】

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/2019 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 23 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 25 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	9.28	3.27	22.33	31.67
刚性债务	46.88	56.99	61.90	67.65
所有者权益	91.65	132.47	138.86	208.97
经营性现金净流入量	1.17	-4.19	3.93	-0.05
合并口径数据及指标:				
总资产	578.39	623.26	614.94	633.68
总负债	343.54	364.91	336.41	347.79
刚性债务	118.16	154.30	158.63	148.34
所有者权益	234.84	258.35	278.53	285.89
营业收入	602.53	731.58	773.12	180.01
净利润	28.00	29.81	31.99	6.01
经营性现金净流入量	23.73	30.06	20.13	-10.76
EBITDA	52.45	55.14	60.88	—
资产负债率[%]	59.40	58.55	54.71	54.88
权益资本与刚性债务 比率[%]	198.75	167.44	175.58	192.72
流动比率[%]	111.77	120.74	155.32	160.62
现金比率[%]	48.63	52.80	81.53	69.39
利息保障倍数[倍]	7.99	7.95	7.24	—
净资产收益率[%]	13.27	12.09	11.92	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	12.05	12.22	8.93	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	3.40	1.59	19.65	—
EBITDA/利息支出[倍]	10.69	10.48	9.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.60	0.40	0.39	—

注:根据中国外运经审计的 2016~2018 年以及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、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。

分析师

林贻婧 lyj@shxsj.com
李超男 lcn@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对中国外运股份有限公司(简称中国外运、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 外运 01 与 16 外运 03 的跟踪评级反映了 2018 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与公司管理等方面面临的压力。

主要优势:

- **物流资源进一步整合,规模优势明显。**中国外运作为央企体系中从事综合物流业务的主要企业,在国内同业中保持领先地位,竞争实力较强,规模优势明显。跟踪期内,公司吸收合并下属 A 股上市公司外运发展,大力整合其物流资源,业务规模继续扩张。
- **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。
- **物流资源进一步整合。**跟踪期内,
- **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。
- **A+H 股同时上市,资本市场融资畅通。**跟踪期内,中国外运通过换股方式完成 A 股上市,完成 A+H 统一资本市场运作平台的搭建,公司资本化发展渠道更为畅通。

主要风险:

- **行业竞争激烈。**跟踪期内,我国物流业行业集中度仍较低,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。中国外运整合招商物流后，业务拓展及人员大幅增加使得公司面临较大的管理压力。

➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中国外运股份有限公司及其发行的 16 外运 01 与 16 外运 03

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照中国外运股份有限公司 2016 年公司债券(第一期)(品种一) (简称“16 外运 01”)及 2016 年公司债券(第二期) (简称“16 外运 03”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据中国外运提供的经审计的 2018 年度审计报告、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据,对中国外运的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

2015 年 10 月 21 日,该公司取得了中国证监会于 2015 年 10 月 21 日签发的证监许可[2015]2328 号《关于核准中国外运股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》,公司获准向合格投资者公开发行总额不超过人民币 35 亿元的公司债券,采用分期发行。公司于 2016 年 3 月 2 日成功发行了“16 外运 01”,发行金额 20.00 亿元,发行期限 5 年,票面利率 3.20%,用于补充公司营运资金;于 2016 年 8 月 24 日发行了“16 外运 03”,发行金额 15.00 亿元,发行期限 5 年,票面利率 2.94%,用于补充公司营运资金。

截至 2019 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(%)	发行期限(年)	起息日	到期日
16 外运 01	20.00	3.20	5	2016-03-02	2021-03-02
16 外运 03	15.00	2.94	5 (3+2)	2016-08-24	2021-08-24

资料来源:中国外运

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度,全球经济增长进一步放缓,制造业景气度快速下滑,美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实,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;在这样的情况下,主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻,短

期内经济增长下行压力较大,但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行;中长期内,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并保持中高速增长趋势。

2019年一季度,全球经济增长进一步放缓,制造业景气度快速下滑,美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实,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,主要央行货币政策开始转向,我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中,美国经济表现仍相对较强,而增长动能自高位回落明显,经济增长预期下降,美联储货币政策正常化已接近完成,预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表;欧盟经济增长乏力,制造业疲软,欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划,包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素;日本经济复苏不稳,通胀水平快速回落,制造业景气度亦不佳,货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中,货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解,货币政策刺激经济复苏空间扩大;印度经济仍保持较快增长,印度央行降息一次,而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾;油价回升有利于俄罗斯经济复苏,但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大;巴西和南非经济景气度企稳回升,可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内,消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升,经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快,汽车消费负增长继续拖累整体消费,个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长;地产投资增长依然较快,制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓,基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳;以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低,中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和,未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换,代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长;工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓,存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导,促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进,中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力,“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快,我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下,我国宏观政策向稳增长倾斜,财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效,赤字率上调,减税降费力度进一步加大,在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用;地方政府专项债券额度提升支持基建补短板,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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体经济政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(2) 行业因素

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

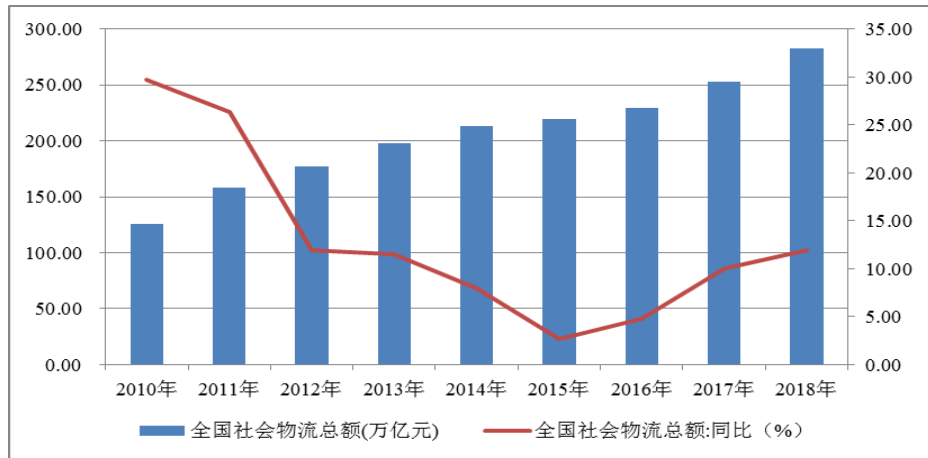
近年来，随着我国国民经济增速逐渐企稳，我国物流业总体保持平稳增长，运行质量逐步提升。物流业对我国经济发展重要性正不断提升，面临的政策环境正在不断得到改善；但在市场竞争的压力和经济结构调整的倒逼机制下，物流资源整合加速，社会物流资源集约化运行的趋势明显，物流行业面临竞争加剧。

a) 行业概况

物流行业是融合运输业、仓储业、货代业和信息业等的复合型服务产业，是国民经济的重要组成部分。物流行业作为支撑国民经济发展的基础性、战略性产业，近年来，在经济平稳增长和人均消费水平不断提升等外部环境持续改善的推动下，我国物流行业总体保持平稳增长，2016~2018年我国社会物流总额分别为 229.70 万亿元、252.80 万亿元和 283.10 万亿元，按可比价格计算，

同比分别增长 6.10%、6.70%和 6.40%，我国物流行业需求保持上升趋势。

图表 2. 我国社会物流总额及增速情况



资料来源: Wind 资讯

2016~2018 年,我国社会物流总费用分别为 11.06 万亿元、12.10 万亿元和 13.30 万亿元,由运输费用、保管费用和管理费用构成,其中,运输费用是我国社会物流总费用最主要的构成,同期占比分别为 51.72%、54.55%和 51.88%;管理费用的增速最快,2017~2018 年同比增长率分别为 14.29%和 12.50%,表明我国物流行业发展阶段已从传统运输功能转向综合物流服务。随着供给侧结构性改革的深入推进,为进一步推进物流降本增效,国务院连续两年出台相关推进文件,我国物流行业效率呈微幅震荡下滑的态势,2016~2018 年我国社会物流总费用占 GDP 的比重分别为 14.90%、14.60%和 14.77%,但与世界平均水平 10%左右仍存在一定差距,国内物流效率依旧偏低,物流费用较高。

总体来看,我国物流行业目前尚处于发展中阶段,物流技术和管理理念已向全面的现代综合物流管理发展,我国物流行业在产业升级、行业整合等方面存在诸多机遇,行业发展空间广阔。

b) 政策环境

随着物流业对我国经济发展的重要性不断提升,政府亦提高了对物流业发展的重视程度,在此前出台的《物流业发展中长期规划(2014~2020 年)》、《物流业降本增效专项行动方案(2016~2018 年)》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。2018 年 1 月,国务院印发了《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》以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。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。

图表 3. 物流行业主要政策文件

发布时间	发布方	文件/会议	主要内容
2018-1-23	国务院办公厅	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	进一步解决快递物流制约电子商务发展以及协同发展过程中产生相关问题
2017-8-17	国务院办公厅	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	提出加大降税清费力度,切实减轻企业负担,完善物流领域相关税收政策
2016-7-27	交通部	《综合运输服务“十三五”规划》	建设统一开放综合运输市场体系
2016-9-13	国家发展改革委	《物流业降本增效专项行动方案(2016-2018年)》	优化物流资源配置,促进物流业跨界融合,建立标准化、信息化、网络化、集约化、智慧化的现代物流服务体系,降低物流成本,提高社会物流运行效率
2014-10-4	国务院办公厅	《物流业发展中长期规划(2014-2020年)》	基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流服务体系
2013-6-6	交通运输部	《关于交通运输推进物流业健康发展的指导意见》	培育物流行业龙头骨干企业

资料来源：公开资料

c) 竞争格局/态势

近年来,我国物流行业快速发展,但目前仍面临着规模普遍较小、市场集中度较低及专业化程度不高等问题。随着我国产业结构日益走向规模化和专业化的格局,伴随信息技术的大量应用、电子商务的迅速兴起以及对成本控制要求的提升,网购市场规模快速扩大,加速了物流业从传统物流向现代物流转型,市场集中度将持续上升。

在经营方面,物流行业个体企业差异主要体现在以下几个方面:(1)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,能够形成一定的规模效应;(2)运输距离:运输距离远,成本摊薄,超期收益高,从而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 4. 2018 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	547.93	195.19	64.38	2340.08	15.15	-114.43	2.75
武汉商贸国有控股集团有限公司	138.30	47.50	65.66	60.15	3.77	14.50	19.23
江苏澳洋顺昌股份有限公司(2017年)	65.19	36.30	44.31	36.39	5.33	0.86	24.01
北京长久物流股份有限公司(2017年)	43.96	22.80	48.13	49.61	3.83	-0.47	10.44
张家港保税科技(集团)股份有限公司	31.29	20.91	33.18	13.64	0.45	-0.15	11.39

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
中储发展股份有限公司	225.39	114.29	49.30	381.28	4.59	9.24	3.37
安通控股股份有限公司	114.85	34.11	70.30	100.58	4.92	8.18	8.22
中国外运股份有限公司	614.94	278.53	54.71	773.12	31.99	20.13	7.17

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；随着公司物流资源进一步整合，2018 年以来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。

受益于两大股东中国外运长航集团有限公司（简称“中外运长航集团”）及招商局集团有限公司（简称“招商局集团”）战略重组后对旗下业务板块的整合，且作为我国央企体系中从事综合物流业务的主要企业之一，跟踪期内该公司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 年以来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。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 602.53 亿元¹、731.58 亿元和 773.12 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 540.31 亿元、654.25 亿元和 674.04 亿元，占营业收入的比重合计分别为 90.40%、90.16% 和 87.19%，核心地位稳固，2018 年占比同比下降 2.97 个百分点，主要系其他服务收入有

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。

所上升所致。2019 年第一季度，公司实现营业收入 180.01 亿元，同比增长 2.99%。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
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，2018 年公司仓库及场站散货业务量和集装箱业务量分别同比下降 8.67%至 15.80 百万吨和 3.55%至 850.2 万标箱；码头集装箱吞吐量同比减少 3.38%至 388.30 万标箱，但由于 2018 年公司仓储和码头提供的增值服务内容增加，同期仓储码头业务收入同比增长 7.19%至 24.40 亿元。

公司其他服务主要包括物流设备租赁（主要为托盘和集装箱的租赁）、船舶承运、汽车运输以及快递服务等业务。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，2018 年公司托盘租赁业务量同比增长 12.46%至 2578.90 万个/天；集装箱租赁业务量同比增长 2.44%至 8.40 万标箱/天。2019 年第一季度，集装箱租赁业务为 8.50 万标箱/天，与上年同期持平。

跟踪期内，受核心主业良性发展的带动，该公司船舶承运和快递服务等其他服务业务规模亦有所扩大。2018 年，公司船舶承运处理的集装箱量为 284.60 万标准箱，较上年增长 15.41%。跟踪期内，公司大力发展电商业务，提速主营业务线上化，2018 年公司集装箱 O2O 同比增长 100.4%，网络货运试运营，集输港业务量大幅增长，跨境电商新增沙特、阿联酋、韩国、波兰、越南和泰国等 6 条线路，并在已有链路基础上运营 21 个链路产品，跨境电商业务同比增长 82.5%，业务量同比增长 65.4%。2018 年及 2019 年第一季度，公司快递服务业务量同比分别大幅增长 46.43%和 17.31%至 8982.5 万件至 2405.9 万件。2018 年，公司其他服务营业收入合计为 67.36 亿元，同比增长 14.12%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	602.53	731.58	773.12
其中：核心业务收入（亿元）	540.31	654.25	674.04
在营业收入中所占比重（%）	90.40	90.16	87.19
其中：（1）货运代理	381.49	466.58	472.55
在核心业务收入中所占比重（%）	70.61	71.32	70.11
（2）专业物流	158.82	187.67	201.49

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
在核心业务收入中所占比重 (%)	29.39	28.68	29.89
综合毛利率 (%)	8.23	7.59	7.17

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，该公司已实现了全网运营，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，2016-2018 年分别实现收入 381.49 亿元、457.19 亿元和 472.55 亿元，其中 2018 年公司货运代理业务收入同比增长 3.36%，增幅有所下降，其中近八成的货运代理收入由出口业务贡献；2018 年货运代理业务毛利率小幅下降 0.30 个百分点至 4.93%。

从业务量来看，2018 年，该公司海运代理量同比增长 11.64% 至 1304.20 万标箱，公司海运代理业务主要分布在亚洲、欧洲和美洲，同期地区业务量分别占海运代理业务量的 47%、18% 和 16%；受市场低迷影响，空运市场需求有所下降，同期公司空运代理量小幅下降 0.60% 至 53.01 万吨。跟踪期内，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，2018 年船务集装箱代理量和船务散货代理量同比分别增长 8.96% 和 11.63% 至 2654.90 万标箱和 3.78 亿吨。2019 年第一季度，市场持续低迷，加之小型代理企业压低价格以保证其业务量，使得公司海运代理和空运代理业务量分别同比下降 1.49% 和 18.02% 至 252.00 万标箱和 9.96 万吨。

图表 7. 近年来公司货代业务结构情况

业务类别	计量单位	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
海运代理	万 TEU	1025.80	1168.20	1304.20	252.00	255.80
空运代理	万吨	49.25	53.33	53.01	9.96	12.15
船务代理（集装箱）	万 TEU	2349.20	2436.50	2654.90	558.00	547.80
船务代理（散杂货）	亿吨	2.85	3.39	3.78	0.97	0.91

资料来源：中国外运

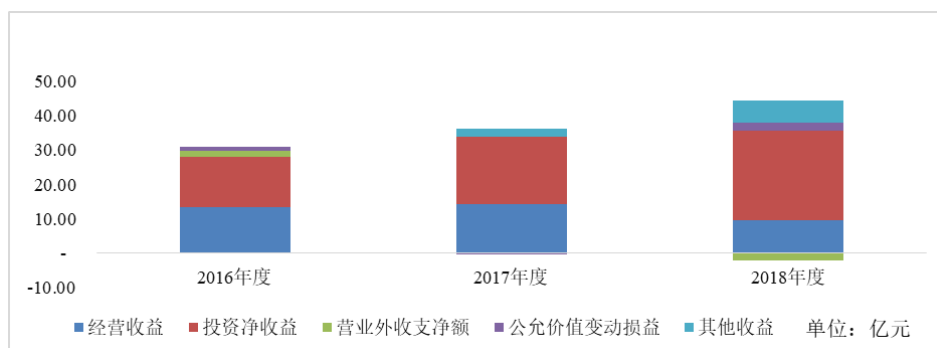
B. 专业物流业务

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。2018 年，公司专业物流中合同物流业务量同比增长 13.93%至 4170 万吨，项目物流同比增长 25.61%至 1030 万吨，化工物流同比增长 22.22%至 330 万吨，冷链物流业务量与上年持平，为 110 万吨，同期公司专业物流收入同比增长 7.93%至 201.49 亿元。2019 年第一季度，受出货周期及结算影响，项目物流业务量同比下降 36.36%至 140 万吨；合同物流同比下降 2.06%至 950 万吨。

(2) 盈利能力

图表 8. 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

2016-2018 年及 2019 年第一季度，随着核心业务稳健发展，该公司营业收入逐年增长，分别为 602.53 亿元、731.58 亿元、773.12 亿元和 180.01 亿元；2018 年公司营业收入小幅增长 5.68%，受到燃油价格波动以及人工成本上涨等因素影响，同期营业毛利率小幅下降 0.42 个百分点至 7.17%。

该公司盈利主要来自于营业毛利，2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现营业毛利 49.56 亿元、55.49 亿元、55.45 亿元和 11.96 亿元。从构成来看，公司毛利主要来自于货代业务和物流业务，2018 年公司营业毛利小幅下降 0.08%至 55.45 亿元，主要系货运代理和专业物流毛利均小幅下降所致。

图表 9. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	602.53	731.58	773.12	180.01	174.79
毛利（亿元）	49.56	55.49	55.45	11.96	8.07
期间费用率（%）	5.32	5.15	5.47	4.84	5.70
其中：财务费用率（%）	0.23	0.59	0.59	0.84	1.13
全年利息支出总额（亿元）	4.91	5.26	6.44	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.33	1.11	0.88	-	-

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司期间费用分别为 32.04 亿元、37.69 亿元和 42.26 亿元，逐年增长；同期公司期间费用率分别为 5.32%、5.15%和 5.47%，近年来保持在较低水平。跟踪期内，公司期间费用仍以管理费用为主，2018 年占期间费用的比重为 66.55%；2018 年公司管理费用为 28.12 亿元，同比增长 12.56%，主要系因人工成本增加和咨询评估综合服务费同比增加所致；公司销售费用同比增长 11.25%至 9.31 亿元，主要系人工成本同比增加；财务费用同比增长 5.64%至 4.59 亿元，主要系利息支出及应收款保理手续费增加所致；同期，公司研发费用为 0.24 亿元，主要为自助开发新业务系统产生的费用。2019 年第一季度，公司期间费用同比下降 12.53%至 8.71 亿元，主要系财务费用下降；期间费用率同比下降 0.86 个百分点至 4.84%。

图表 10. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	14.41	19.47	25.94	2.97
其中：权益法核算确认的投资收益（亿元）	8.83	9.74	11.71	2.70
减持股票（亿元）	3.50	5.79	-	-
交易性金融资产（亿元）	-	-	2.03	-
营业外收入（亿元）	3.18	1.11	0.91	0.16
其中：政府补助（亿元）	2.38	0.37	0.40	-
其他收益（亿元）	-	2.35	6.32	1.20
公允价值变动损益（亿元）	1.03	-0.15	2.36	-

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。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现投资净收益 14.41 亿元、19.47 亿元、25.94 亿元和 2.97 亿元，2018 年同比增长 33.26%，主要系来自长期股权投资收益 23.88 亿元，同比增加 10.84 亿元，其中来自权益法核算确认的投资收益为 11.71 亿元，通过转让招商路凯国际控股有限公司（简称“招商路凯”）55% 股权等获得收益 5.56 亿元以及丧失招商路凯控制权后其剩余股权按公允价值计量产生的利得 6.61 亿元。同期，公司来自交易性金融资产获得投资收益 2.02 亿元，主要来自公司将持有的 Americold 公司的优先股股权转换为普通

股票并于限售期满后全部出售。2018年及2019年第一季度，公司分别实现营业外收入0.91亿元和0.16亿元，分别同比下降18.16%和23.48%，主要来自于政府补助以及非流动资产报废收入。同期，公司其他收益分别为6.32亿元和1.20亿元，同比大幅增长168.93%和113.21%，主要系国际货运班列收到的政府补助增加所致。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，同期公司净利润分别同比增长7.30%和2.60%至31.99亿元和6.01亿元。

(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2018年末，公司在建工程计划投资总额为46.55亿元，已投入资金13.40亿元，后续尚需投资33.15亿元，2019年计划投资11.62亿元。

图表 11. 截至 2018 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			资金来源
			2019年	2020年	2021年	
中外运（上合）智慧物流产业园	4.84	0.00	1.50	1.50	1.84	股份公司拨付
连云港上合物流中心	3.75	0.02	1.00	1.73	1.00	股份公司拨付
南通外运开发区续建项目	1.37	0.00	1.12	0.24	0.00	南通公司自筹
梅山国际采购集运中心	4.35	0.64	1.18	1.53	1.00	股份公司拨付
江门高新区公共码头建设项目	11.89	5.83	2.50	2.50	1.06	合资公司自筹
连云港港口化工物流项目	2.43	0.58	0.56	0.79	0.50	股份公司拨付及合资公司自筹
南通中外运化工物流项目	1.49	1.06	0.20	0.22	0.00	合资公司自筹
青岛分发中心项目	1.94	0.78	0.45	0.62	0.10	股份公司拨付
镇江分发中心项目（二期）	1.05	0.36	0.21	0.28	0.20	股份公司拨付
南宁分发中心项目	2.23	1.23	0.65	0.24	0.11	股份公司拨付
陕西供应链项目	3.71	1.35	1.00	0.60	0.76	股份公司拨付
昆山千灯物流中心二期项目	3.29	0.00	0.50	1.70	1.09	股份公司拨付
合肥供销物流中心	2.15	0.00	0.30	1.00	0.85	股份公司拨付
上海冷链物流中心二期项目	2.06	1.55	0.44	0.07	0.00	冷链公司自筹
合计	46.55	13.40	11.62	13.03	8.50	

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

截至2018年末，该公司拟建项目预计总投资为20.46亿元，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 12. 截至 2018 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		
			2019年	2020年	2021年
成都青白江冷链物流园	2.94	2019年	1.00	1.00	0.94
董家口港区大宗商品物流中心	5.78	2019年	0.37	2.00	2.00
东莞中外运国际物流中心升级改造项目	1.66	2019年	0.40	1.00	1.00

项目名称	投资总额	开工时间	投资计划		
			2019年	2020年	2021年
华南公司华为智慧物流项目	1.50	2019年	0.50	0.50	0.50
首都机场物流中心项目	1.50	2020年	0.01	0.75	0.74
霍尔果斯国际物流中心项目	1.48	2019年	0.50	0.58	0.00
中白投资项目二期	2.43	2020年	0.20	1.00	1.00
关丹产业园物流园	1.37	2020年	0.10	1.00	1.00
广州万力自动化仓库	1.80	2019年	0.30	0.80	0.70
合计	20.46	-	3.38	8.63	7.88

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未发生变化，仍能为公司未来发展提供较好支持；公司实现了 A+H 股两地上市，资本化发展渠道更为畅通。

截至 2019 年 3 月末，该公司控股股东中外运长航集团直接持有公司 33.26% 股份，仍为公司的控股股东；招商局集团作为中外运长航集团的独资股东，直接和间接合计持有公司 56.34% 股份，仍为公司的实际控制人。公司股权架构图详见附件一。

2018 年 2 月 28 日，该公司董事会宣布，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”）签订合并协议。2018 年 5 月 31 日，公司 2018 年临时股东大会和类别股东会审议通过了公司换股吸收合并子公司的议案，根据该议案公司为本次换股吸收合并发行的 A 股股票以及原内资股转换成的 A 股股票均将申请在上交所上市。2018 年 10 月 8 日，本次换股吸收合并事项获得中国证监会无条件通过。截至 2018 年末，公司已发行的股本为 60.49 亿股，其中内资股占已发行股本的 64.54%，H 股占 35.46%，与上年末持平。截至 2019 年 1 月 10 日，公司已完成 1,351,637,231 股人民币普通股（A 股）股票发行，外运发展社会公众普通股投资者已将其所持有的外运发展 353,600,322 股 A 股股票按 1:3.8225 的换股比例换得公司发行的 1,351,637,231 股 A 股股票。于 2019 年 1 月 18 日，公司发行的 A 股股票已正式在上交所上市，股票简称为“中国外运”，股票代码为 601598。公司注册资本从人民币 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，公司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。

由于该公司换股吸收合并外运发展实现 A+H 两地上市后，须同时满足香港及内地的监管规定，2018 年公司进一步修订了《公司章程》，并建立了完善了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》等 18 项制度。新《公司章程》

及制度已经完成审批并已生效。跟踪期内，受多位高管层任期届满影响，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。2019 年 2 月 26 日，根据公司公告，王宏先生因工作调整辞任公司董事职务，公司执行董事李关鹏先生获委任为公司董事长。

根据该公司 2019 年 4 月 22 日公告，执行董事王林先生和吴学明先生因工作调整向公司董事会提出辞去公司董事职务；李关鹏先生因工作调整辞去公司总经理职务，辞职后仍为公司董事长。董事会聘任宋嵘先生担任公司总经理，同时免去其所担任的公司副总经理职务。

除上述外，跟踪期内，该公司管理架构、组织结构等均未发生重大变化。公司组织架构图详见附件二。

跟踪期内，该公司关联交易主要为向招商局集团、中外运长航集团及合营公司发生的运输等相关服务。2018 年，公司接受关联方劳务合计 25.93 亿元、向关联方提供劳务合计 13.45 亿元，主要由接受和提供运输物流服务业务产生；2018 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 35.37 亿元，于招商银行股份有限公司的存款为 3.07 亿元。资金拆借方面，2018 年末，公司拆入关联方资金金额合计 38.01 亿元，主要为招商局集团财务有限公司提供的长短期借款等；拆出金额余额为 1.49 亿元，主要为长期应收款、一年内到期的非流动资产和其他应收款，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”）、中国外运苏州物流中心有限公司、中外运泸州港保税物流有限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 2019 年 3 月 15 日，公司无欠息违约记录。

图表 13. 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	2019-3-15	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019-3-15	无	无

资料来源：根据中国外运所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司负债规模及财务杠杆水平呈现小幅波动，公司债务仍以流动负债为主，但债务结构逐步改善；公司刚性债务以中长期为主，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

跟踪期内，该公司变更了审计机构。鉴于公司原聘任的德勤华永会计师事务所已连续为公司提供审计服务 7 年，根据国资委、财政部的有关规定，公司聘任信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）担任审计机构。信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 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。自 2018 年 1 月 1 日起，施行《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 14 号——收入》以及财政部于 2017 年修订印发的《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》（财会[2017]8 号）和《企业会计准则第 24 号——套期会计》（财会[2017]9 号）。

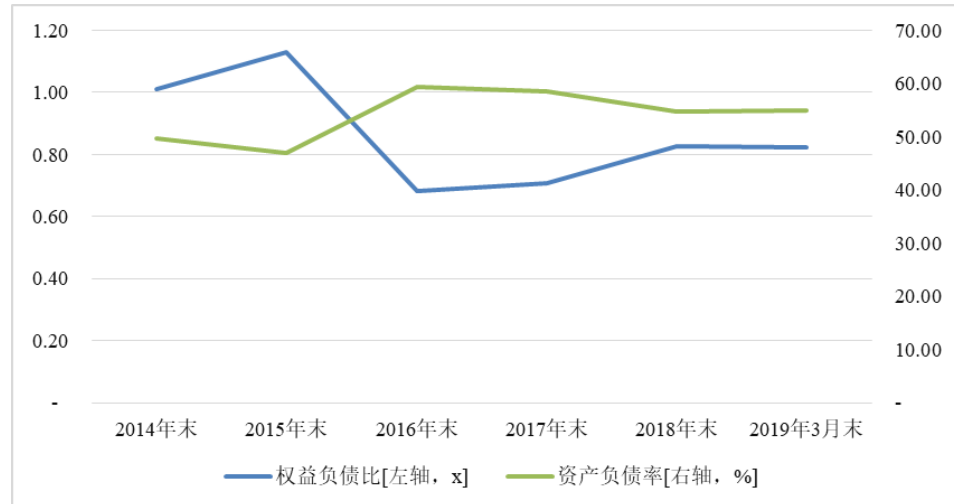
该公司从编制 2018 年度财务报表起执行财政部于 2018 年 6 月 15 日颁布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号，以下简称“财会 15 号文件”），对资产负债表和利润表的列报项目进行了修订。

截至 2018 年末，该公司合并范围内合计 22 家子公司；公司合并范围内减少处置的郑州招商物流有限公司（简称“郑州公司”）和招商路凯。2018 年 8 月 21 日，子公司招商物流与中国外运长航集团签订关于郑州招商物流有限公司之股权转让合同》，将郑州公司 100% 股权转让给中国外运长航，标的股权转让对价为 193.29 万元。交易股权交割完成后，为避免同业竞争，中国外运长航集团同意将郑州公司纳入被托管企业范围并委托给公司进行经营管理。2018 年 10 月 25 日，公司全资子公司招商局船务企业有限公司将招商路凯 55% 股权转让给 CITIC Capital Maneuver Holdings Limited、FV Pallet Leasing Holding Ltd.，股权转让对价为人民币 24.75 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势

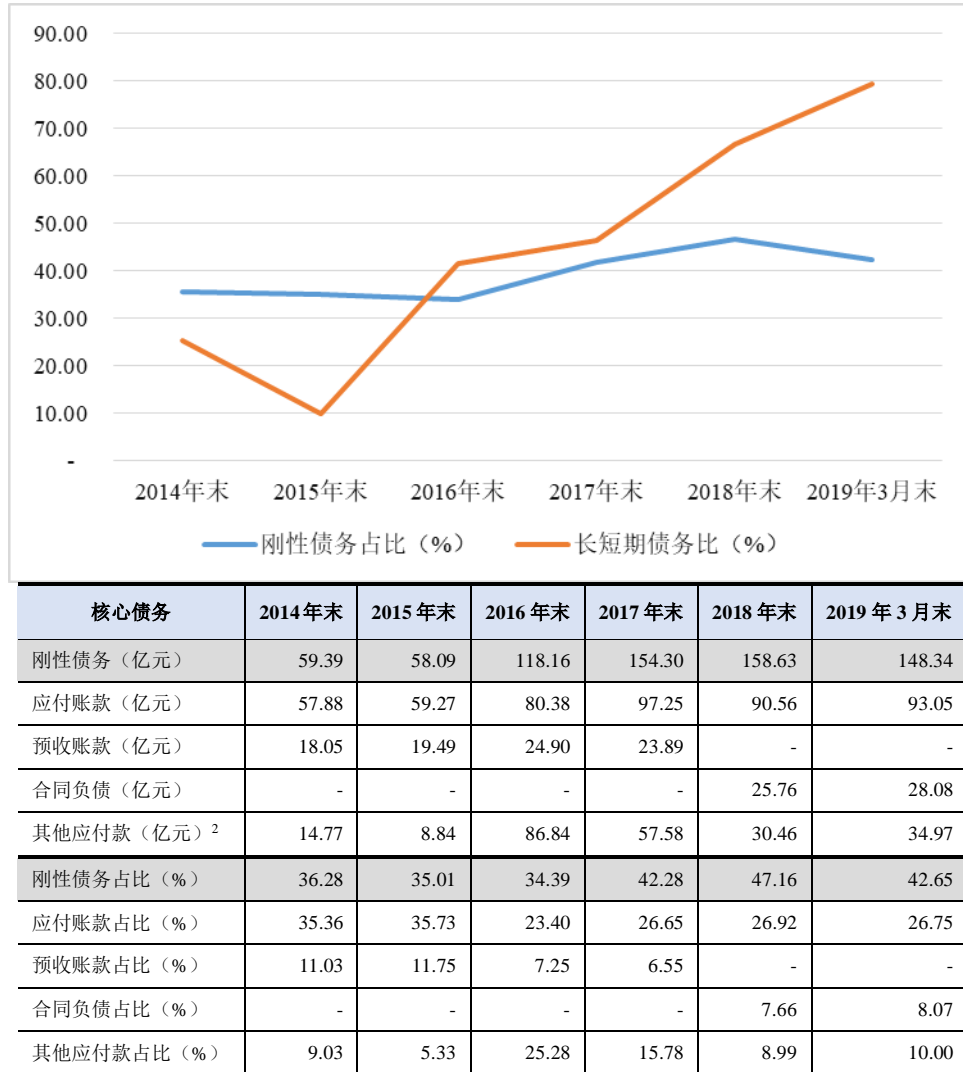


资料来源：根据中国外运所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司负债规模和财务杠杆水平受经营情况影响，呈现小幅波动。2018年末，公司负债总额较上年末下降7.81%至336.41亿元，资产负债率较上年末下降3.84个百分点至54.71%；2019年3月末，公司负债总额小幅增长3.38%至347.79亿元，资产负债率小幅上升0.17个百分点至54.88%，整体来看，公司负债经营程度适中。受益于经营积累和少数股东权益的增加，公司所有者权益有所增加，资本实力稳步提升，2018年末公司所有者权益为278.53亿元，较上年末增长7.81%。2018年末，公司所有者权益中其他综合收益为-2.75亿元，较上年末减少5.52亿元，主要系外币财务报表折算差额影响。2019年1月公司完成A股上市，2019年3月末实收资本增至74.01亿元，所有者权益较上年末增长2.64%至285.89亿元。

(2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据中国外运所提供数据绘制。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 66.57% 和 79.52%，分别较上年末上升 20.06 个百分点和 12.95 个百分点。近年来公司债务仍以流动负债为主，自 2017 年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。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 158.63 亿元和 148.34 亿元，分别较上年末增长 2.81% 和下降 6.49%，期末占负债总额的比重分别为 47.16% 和 42.65%。同期末，公司应付账款分别为 90.56 亿元和 93.05 亿元，2018 年末较上年末下降 6.87%，其中一年内到期账款占比为

² 2018 年末及之后的其他应付款科目中包含了应付利息，与刚性债务存在重复计算问题，但对整体分析影响不大。

94.43%。由于会计准则变更，公司新增合同负债³科目，2018年末及2019年3月末分别为25.76亿元和28.08亿元，为物流业务预收款。同期末，公司其他应付款分别为30.46亿元和34.97亿元，2018年末较上年末下降47.11%，主要系应付关联方往来款较上年末减少27.79亿元。

(3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	29.46	46.60	20.65	43.73	35.32	22.57
其中：短期借款	7.48	5.25	3.39	14.99	22.32	10.07
一年内到期的长期借款	0.12	-	3.04	19.79	11.66	11.52
应付短期债券	-	20.42	-	-	-	-
应付票据	0.74	0.74	2.12	2.07	-	-
应付利息	1.11	0.20	1.44	1.66	1.34	0.98
其他短期刚性债务	20.00	20.00	10.66	5.23	-	-
中长期刚性债务合计	29.93	11.48	97.51	110.57	123.31	125.78
其中：长期借款	-	0.40	47.68	66.09	84.73	84.28
应付债券	29.93	9.96	34.95	34.96	34.97	34.97
其他中长期刚性债务	-	1.12	14.88	9.52	3.61	6.52

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。2018年末及2019年3月末，公司中长期刚性债务余额分别为123.31亿元和125.78亿元，分别占期末刚性债务的比重分别为77.73%和84.79%，公司即期刚性债务压力较小。

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。2018年末及2019年3月末，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118.71亿元和105.86亿元，分别较上年末增长17.69%和减少10.82%。为满足业务发展需要，2018年末公司间接融资规模有所扩大，其中短期借款较上年末增长48.86%至22.32亿元，长期借款较上年末增长28.20%至84.73亿元，均主要为信用借款增加所致。2018年末，公司应付债券余额为34.97亿元，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。2019年3月末，公司短期借款较上年末下降54.89%至10.07亿元，长期借款基本保持稳定。

此外，该公司其他中长期刚性债务主要为应付关联方借款及应付少数股东款，主要为Americold Logistics Hong Kong Limited以及Sinotrans Shipping INC(中外运航运(巴拿马)有限公司，简称“SSI”)、中外运长航集团等公司借款，2018年末较上年末下降18.93%至6.52亿元，主要系借款逐年到期偿

³ 该公司于2018年1月1日施行财政部于2017年修订的《企业会计准则第14号——收入》，合同负债是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。

还所致。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 17. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年末	2019 年 第一季度
营业周期（天）	55.76	59.13	51.50	51.25	50.98	-
营业收入现金率（%）	103.80	103.96	103.02	101.21	100.70	96.85
业务现金收支净额（亿元）	10.50	26.80	32.80	35.55	30.65	-11.27
其他因素现金收支净额（亿元）	0.57	-2.46	-9.07	-5.50	-10.51	0.51
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	11.08	24.34	23.73	30.06	20.13	-10.76
EBITDA（亿元）	28.95	33.54	52.45	55.14	60.88	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.49	0.57	0.60	0.40	0.39	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	9.36	11.69	10.69	10.48	9.45	-

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。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 778.54 亿元和 174.34 亿元，分别同比增长 5.15% 和下降 1.20%，同期营业收入现金率分别为 100.70% 和 96.85%，分别同比下降 0.51 个百分点和 3.85 个百分点。公司自收购招商物流后，专业物流业务增长较快，部分应收账款回笼速度有所减慢，主营业务收现情况略微下滑。此外，2018 年公司支付其他与经营活动有关的现金同比增长 34.47% 至 22.04 亿元，主要为支付的押金和代垫关税款等。2018 年及 2019 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量分别为 20.13 亿元和 -10.76 亿元，2019 年第一季度呈现净流出，主要系业务周期性影响。

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。2018 年公司 EBITDA 为 60.88 亿元，同比增长 10.41%，其中利润总额同比增长 9.06% 至 41.08 亿元，固定资产折旧同比增长 6.07% 至 12.16 亿元。2018 年 EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数为 9.45 倍，同比小幅下降 1.03 倍，EBITDA 对利息偿付保障能力仍较强。

(2) 投资环节

图表 18. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	4.97	1.54	16.82	10.44	50.97	-3.70

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
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	-8.35	-11.42	-28.22	-28.68	-21.59	-3.84
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.15	0.82	-4.41	-8.04	1.61	3.22
投资环节产生的现金流量净额	-2.49	-9.06	-15.07	-24.42	48.76	-4.32

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

跟踪期内，该公司对固定资产投资有所放缓。2018年及2019年第一季度，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金分别为25.86亿元和4.04亿元，分别同比下降24.72%和38.73%。2018年，公司收回投资收到的现金为46.74亿元，同比大幅增加36.80亿元，主要为收回理财产品以及处置股票收到的现金；同期公司处置子公司及其他营业单位收到现金17.76亿元，主要为出售招商路凯和郑州公司股权收到的现金。2018年，公司投资环节现金净流入为48.76亿元，近年来首次出现大额净流入。2019年第一季度，公司收到其他与投资活动有关现金3.32亿元，主要包括公司收回对路凯包装设备租赁（上海）有限公司的借款2.40亿元等对外借款及委托贷款。投资活动现金净流出为4.32亿元，净流出同比下降5.07%。跟踪期内，公司对物流中心及仓库码头建设持续推进，但投资速度放缓，预计公司未来投资活动现金流出或有所减少。

(3) 筹资环节

图表 19. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
吸收投资收到的现金	0.14	0.42	4.94	2.03	0.57	0.58
取得借款收到的现金	19.92	9.09	45.88	93.80	96.89	0.94
发行债券收到的现金	9.93	39.96	49.91	-	-	-
偿还债务支付的现金	37.68	52.37	82.45	84.00	63.23	12.13
筹资环节产生的现金流量净额	-9.19	-7.41	22.59	-1.53	-12.95	-12.96

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

跟踪期内，该公司主要通过银行及关联方借款满足资金需求。2018年，公司取得借款收到的现金分别为96.89亿元，同比增长3.30%；同期，公司收到其他与筹资活动有关的现金6.92亿元，主要为集团外部资金往来；支付的其他与筹资活动有关的现金36.97亿元，主要为支付招商局集团（香港）有限公司路凯国际项目代垫款和外运长航集团股权转让款等；2018年公司筹资活动现金净流出为12.95亿元。2019年第一季度，公司取得借款收到现金为0.94亿元，同比大幅减少15.24亿元，同期公司筹资活动现金仍呈现净流出12.96亿元。

4. 资产质量

图表 20. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	166.75	182.73	271.53	300.72	313.69	311.17
	50.63%	51.75%	46.95%	48.25%	51.01%	49.11%
其中：货币资金（亿元）	66.35	75.61	112.30	123.85	155.28	126.44
应收账款（亿元）	73.66	71.89	94.60	105.52	104.18	124.13
预付款项（亿元）	11.63	9.29	18.72	18.64	20.91	21.79
其他应收款（亿元）	8.13	9.28	20.58	14.43	13.46	14.60
其他流动资产（亿元）	2.60	11.75	16.70	25.50	5.59	6.81
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	162.58	170.36	306.85	322.54	301.25	322.51
	49.37%	48.25%	53.05%	51.75%	48.99%	50.89%
其中：固定资产（亿元）	62.61	68.82	129.21	137.42	119.42	119.97
在建工程（亿元）	10.18	8.31	45.75	34.96	19.97	18.87
可供出售金融资产（亿元）	17.31	18.10	10.73	5.53	6.48	-
商誉（亿元）	0.39	0.39	24.75	25.09	1.70	1.70
长期股权投资（亿元）	36.90	39.75	41.24	45.84	69.74	72.09
无形资产（亿元）	26.95	28.19	44.13	54.11	52.28	51.52
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.79	4.94	30.05	34.97	38.84	-
受限资产账面余额/总资产（%）	0.85	1.40	5.20	5.61	6.32	-

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资产规模呈现小幅波动。2018 年末，公司资产总额为 614.94 亿元，较上年末小幅减少 1.33%，主要系固定资产和商誉的减少所致，受此影响，同期末非流动资产占比为 48.99%，较上年末下降 2.76 个百分点；2019 年 3 月末，公司资产总额较上年末增长 3.05% 至 633.68 亿元，非流动资产占比上升至 50.89%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、商誉、长期股权投资、投资性房地产和无形资产构成。2018 年末，公司固定资产较上年末减少 13.10% 至 119.42 亿元，主要系处置招商路凯以及对部分固定资产计提减值所致；同期末，在建工程较上年末减少 42.86% 至 19.97 亿元，主要系完工转入固定资产和投资性房地产所致；同期末，公司商誉较上年末减少 23.39 亿元至 1.70 亿元，主要系招商路凯不再纳入合并范围，因此将其子公司招商路凯（亚太）有限公司资产组商誉余额 22.02 亿元相应转出所致⁴。公司因处置招商路凯部分股权，将其作为公司联营企业，使得同期末长期股权投资较上年末增长 52.13% 至 69.74 亿元，同期末公司长期股权投资主要为对中外运敦豪国际航空快件有限公司和招商路凯等股权投资；同期末，公司投资性房地产较上年末增长 157.14% 至 24.78 亿元，主要系在建工程转入所致；

⁴ 招商物流在收购招商路凯（亚太）有限公司时，因对价与其净资产的差异产生了商誉部分。自 2017 年招商物流并入该公司合并报表范围内后，产生较大金额商誉，2018 年初该商誉为 22.04 亿元；招商路凯（亚太）有限公司商誉主要来自于招商路凯东南亚地区资产组以及招商路凯澳洲地区资产组的可收回金额，依据其使用价值预算确定。

同期末，公司无形资产为 52.28 亿元，较上年末小幅下降 3.37%，仍主要为土地使用权。此外，新金融工具准则自 2018 年 1 月 1 日以来首次执行，使得 2018 年末公司新增其他权益工具投资科目，期末余额为 1.54 亿元，主要为对中国国际航空股份有限公司及京东方科技集团股份有限公司的上市股权投资，期末余额分别为 0.22 亿元和 1.32 亿元；新增其他非流动金融资产科目，期末余额为 4.94 亿元，主要为对南京港龙潭集装箱有限公司、China Merchants Logistics Synergy Limited Partnership 和中联理货投资有限公司等企业的投资，期末账面价值分别为 1.84 亿元、1.60 亿元和 0.91 亿元。2019 年 3 月末，公司其他权益工具投资较上年末增长 51.09% 至 2.33 亿元，主要系公司所持股票公允价值增加所致；2019 年以来执行新租赁准则，新增使用权资产科目，期末余额为 20.18 亿元。

该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等构成。2018 年末，公司货币资金为 155.28 亿元，较上年末增长 27.78%，其中受限货币资金为 2.11 亿元，主要为保函保证金、履约保证金及诉讼冻结款，公司货币资金较为充裕，能为即期债务的偿付提供一定保障；同期末，公司应收账款为 104.18 亿元，较上年末小幅下降 1.28%，期限一年以内的占比为 96.20%；同期末，公司预付款项为 20.91 亿元，较上年末增长 12.17%，主要系第三方预付的货运代理款项等，期限一年以内的占比为 97.17%；同期末，公司其他应收款（不含应收利息及应收股利）为 13.46 亿元，主要为应收押金、保证金及关联方款，其中应收关联方款项为 4.62 亿元，包括应收联营企业路凯包装设备租赁（上海）有限公司 3.40 亿元借款及代垫款项。2019 年 3 月末，公司交易性金融资产较上年末增加 4.00 亿元至 8.00 亿元，主要系新增结构性存款 4.00 亿元所致；存货较上年末减少 33.83% 至 1.76 亿元，主要系与客户商贸合同到期，货物持续出库导致。其余科目无较大明显变化。

2018 年末，该公司受限资产合计为 38.84 亿元，占资产总额的比重为 6.32%，除受限货币资金 2.11 亿元以外，还包括用作抵押的投资性房地产 21.62 亿元、固定资产 3.33 亿元以及无形资产 11.79 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	127.51	121.03	111.77	120.74	155.32	160.62
速动比率 (%)	117.43	113.89	103.33	111.99	143.65	148.46
现金比率 (%)	51.38	50.80	48.63	52.80	81.53	69.39

资料来源：根据中国外运所提供数据整理。

2018 年末，该公司流动比率和速动比率分别较上年末上升 34.58 个百分点和 31.66 个百分点至 155.32% 和 143.65%，公司逐渐调整其负债结构，使得 2017 年以来短期债务规模逐年下降，整体流动性有所好转。2019 年 3 月末，

公司流动比率和速动比率进一步上升至 160.62% 和 148.46%。

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。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，诉讼标的为 0.20 亿元，公司提出了管辖权异议，等待判决；北京乐视星云投资中心（有限合伙）公司由公司代管租银，但其取样发现含银量下降，引发纠纷要求赔偿，诉讼标的为 0.34 亿元，目前因一审双方证据均存在瑕疵，等待判决。

7. 集团本部财务质量

该公司集团本部主要通过下属核心子公司开展各类业务。2018 年，集团本部实现营业收入 21.45 亿元，同比增长 14.35%，其中主营业务同比增长 14.25% 至 20.71 亿元，主要来自从事专业物流分公司的收入。目前，集团各下属子公司运作情况较好，集团本部能获得稳定的投资收益，2018 年集团本部获得投资收益 13.51 亿元，同比增长 26.41%；受益于此，集团本部净利润同比增长 40.45% 至 11.23 亿元。2018 年末，集团本部资产总额为 255.32 亿元，股东权益为 138.86 亿元，较上年末分别增长 16.29% 和 4.83%。集团本部资产呈现非流动资产占比较高的特点，其资产主要集中于对下属子公司的长期股权投资和其他应收款，期末集团本部长股权投资为 111.11 亿元。2018 年末，集团本部负债总额为 116.46 亿元，负债结构转以流动负债为主，主要是一年内到期的非流动负债和其他应付款增加所致。2018 年，集团本部经营活动、投资活动及筹资活动净现金流分别为 3.93 亿元、2.91 亿元和 12.30 亿元。总体来看，跟踪期内，集团本部即期债务规模有所加大，但本部整体财务杠杆尚处于较低水平，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 2018 年末，公司合并口径内综合授信额度共计 321.40 亿元，其中已使用授信额度 166.00 亿元，尚可使用额度为 155.40 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，附第三年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，下一行权日为 2019

年 8 月 4 日。

跟踪评级结论

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

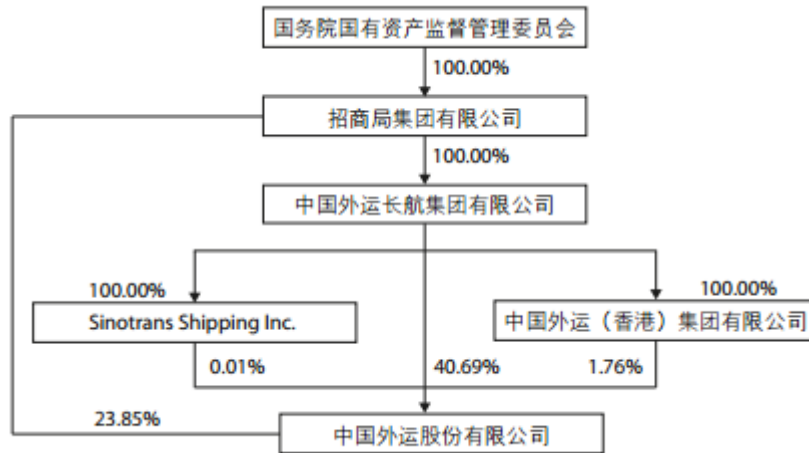
跟踪期内，该公司依托其长期以来积累的较大规模的物流资产及覆盖广泛的业务网络，行业地位稳固，规模优势突出；公司物流资源进一步整合，2018 年以来公司各板块业务发展稳健，收入规模和盈利能力保持增长趋势。

跟踪期内，该公司负债规模及财务杠杆水平呈现小幅波动，公司债务仍以流动负债为主，但债务结构逐步改善；公司刚性债务以中长期为主，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。

本评级机构仍将持续关注：（1）国内外经济变化对该公司经营情况的影响；（2）国内物流行业集中度低，公司面临的竞争环境变化；（3）公司两大股东后续的物流资源及业务整合情况。

附录一：

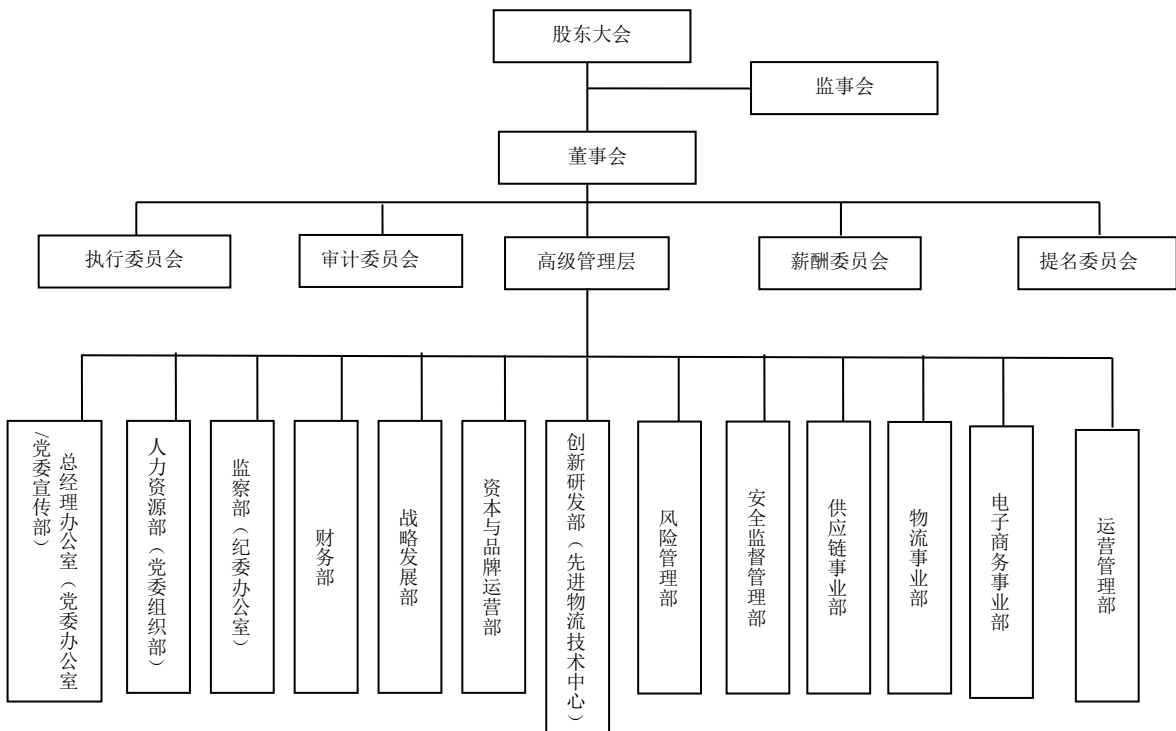
公司与实际控制人关系图



注：根据中国外运提供的资料绘制（截至 2019 年 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 2019 年 3 月末）。

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	2018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	13979.98	5695.62	3037.84	486.82	643.18	
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	867.67	436.08	1277.86	18.33	13.24	
中国外运股份有限公司	中国外运	本级	—	物流、货代	255.32	138.86	21.45	11.23	3.93	母公司口径
招商局物流集团有限公司	招商物流	核心子公司	100	物流	203.19	53.92	137.77	14.68	5.54	
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	102.79	86.87	69.53	11.57	1.94	
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	51.91	23.50	1,70.92	3.14	4.83	

注：根据中国外运 2018 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	578.39	623.26	614.94	633.68
货币资金 [亿元]	108.99	121.52	155.28	126.44
刚性债务[亿元]	118.16	154.30	158.63	148.34
所有者权益 [亿元]	234.84	258.35	278.53	285.89
营业收入[亿元]	602.53	731.58	773.12	180.01
净利润 [亿元]	28.00	29.81	31.99	6.01
EBITDA[亿元]	52.45	55.14	60.88	—
经营性现金净流入量[亿元]	23.73	30.06	20.13	-10.76
投资性现金净流入量[亿元]	-15.07	-24.42	48.76	-4.32
资产负债率[%]	59.40	58.55	54.71	54.88
权益资本与刚性债务比率[%]	198.75	167.44	175.58	192.72
流动比率[%]	111.77	120.74	155.32	160.62
现金比率[%]	48.63	52.80	81.53	69.39
利息保障倍数[倍]	7.99	7.95	7.24	—
营业周期[天]	51.50	51.25	50.98	—
毛利率[%]	8.23	7.59	7.17	6.64
营业利润率[%]	5.42	5.15	5.59	3.99
总资产报酬率[%]	8.42	6.98	7.53	—
净资产收益率[%]	13.27	12.09	11.92	—
净资产收益率*[%]	12.91	11.25	12.11	—
营业收入现金率[%]	103.02	101.21	100.70	96.85
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.05	12.22	8.93	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.40	1.59	19.65	—
EBITDA/利息支出[倍]	10.69	10.48	9.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.60	0.40	0.39	—

注：表中数据依据中国外运经审计的 2016~2018 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(%)=期末未清偿保余额/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。