



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪256号

中远海运能源运输股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中海发展股份有限公司2012年公司债券（第一期）”和“中海发展股份有限公司2012年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月二十七日

中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）		
发行主体	中远海运能源运输股份有限公司 (原名: 中海发展股份有限公司)		
担保主体	中国海运集团有限公司 (原名: 中国海运(集团)总公司)		
债券简称及代码	品种二: 12 中海 02, 122172		
发行规模	品种二: 人民币 15 亿元		
存续期限	品种二: 2012/08/03-2022/08/03		
上次评级时间	2018/06/25		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）		
发行主体	中远海运能源运输股份有限公司 (原名: 中海发展股份有限公司)		
担保主体	中国海运集团有限公司 (原名: 中国海运(集团)总公司)		
债券简称及代码	品种一: 12 中海 03, 122195 品种二: 12 中海 04, 122196		
发行规模	品种一: 人民币 15 亿元 品种二: 人民币 10 亿元		
存续期	品种一: 2012/10/29-2019/10/29 品种二: 2012/10/29-2022/10/29		
上次评级时间	2018/06/25		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

中远海能	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	275.88	282.62	292.72	291.23
总资产(亿元)	583.09	603.85	634.16	660.23
总债务(亿元)	255.62	282.10	298.80	297.25
营业总收入(亿元)	131.61	97.59	122.86	38.48
营业毛利率(%)	25.14	22.74	15.61	24.44
EBITDA(亿元)	54.69	47.03	38.92	-
所有者权益收益率(%)	7.11	6.67	1.11	6.89
资产负债率(%)	52.69	53.20	53.84	55.89
总债务/EBITDA(X)	4.67	6.00	7.68	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.39	5.20	2.98	-

基本观点

受 2018 年前三季度原油价格走高、燃油成本上涨以及油运价格低位运行影响,中远海运能源运输股份有限公司(以下简称“中远海能”或“公司”)全年盈利水平下滑。但公司持续加大油运市场运力投放,且 2018 年 3 月 6 日以增资扩股形式收购了大连中石油海运有限公司(以下简称“大连海运”)51%股权,在国内油品运输领域龙头地位进一步凸显。同时 LNG 运输市场需求旺盛、运价上涨,LNG 板块加速步入经营收获期,公司整体收入规模保持增长趋势。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到市场景气程度对公司的盈利水平影响较大,随着 2018 年四季度油轮收益率走高,公司第四季度盈利呈明显改善趋势,同时公司新船将于 2021 年前陆续交付,在船舶拆解以及全球炼化产能增加等供需关系改善预期下,上述运力或将获利于上行周期,但若未来景气度不及预期,公司产能利用率将面临不确定性。另外,燃油价格波动、资本支出压力等因素亦可能对公司信用水平产生影响。

综上,中诚信证评维持中远海能主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定;维持“中海发展股份有限公司 2012 年公司债券(第一期)”信用等级为 AAA;维持“中海发展股份有限公司 2012 年公司债券(第二期)”信用等级为 AAA。该债项级别同时也考虑了控股股东中国海运集团有限公司(以下简称“中国海运”)提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券偿付的保障作用。

正面

➤ 油运船队竞争力强,运输量和周转量大幅增加。2018 年末,公司自有油轮较上年增加 21 艘至 137 艘,运力同比增长 10.84%至 1,902 万载重吨,平均船龄为 8.7 年,系全球油轮船队中规模最大、船型最齐全的航运公司,全年完成油品运输 1.55 亿吨,同比增长 29.54%,油品运输周转量 5,453.72 亿吨海里,同比增长

中国海运	2016	2017	2018
所有者权益(亿元)	730.41	801.24	845.01
总资产(亿元)	2,620.02	2,637.26	2,781.70
总债务(亿元)	1,440.31	1,536.14	1,622.06
营业总收入(亿元)	550.38	351.13	390.5
营业毛利率(%)	11.28	17.76	17.21
EBITDA(亿元)	189.05	179.32	175.05
所有者权益收益率(%)	7.9	8.91	5.99
资产负债率(%)	72.12	69.62	69.62
总债务/EBITDA(X)	7.62	8.57	9.27
EBITDA利息倍数(X)	4.67	4.13	3.27

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、中远海能2019年一季度所有者权益收益率指标经年化处理；
3、中远海能2016年度财务数据采用2017年期初数，2017年财务数据采用2018年期初数；中国海运2017年财务数据采用2018年期初数。

分析师

梅楚霖 clmei@ccxr.com.cn

陆楚云 chylu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月27日

34.05%，整体竞争实力强。

- 内贸油运和 LNG 运输板块经营稳健。2018 年公司完成对大连海运的收购，推升内贸油运收入同比增长 44.65%，加之 LNG 运输板块加速步入经营收获期，公司内贸油运和 LNG 运输板块经营稳健，对公司业绩形成较大贡献。
- 中国海运具有很强的担保实力。2018 年中国海运保持稳健运营，经营性获现能力依然较强，全年经营性净现金流同比增长 32.69% 至 174.01 亿元，由其提供的保证担保能对本次债券本息的到期偿付提供有力保障。

关注

- 油运市场景气度波动风险。2018 年前三季度国际油运市场低迷，受此影响，公司全年综合毛利率下降 7.12 个百分点至 15.61%；净利润同比下降 82.82% 至 3.24 亿元。尽管 2018 年第四季度旺季因素带动运价大幅上扬，油运市场景气度回升，同时，公司新船将于 2021 年前陆续交付，或将获利于上行周期，但若未来景气度不及预期，公司产能利用率将面临不确定性。
- 燃油价格波动风险。燃油价格波动对公司盈利存在一定影响，2018 年油价上涨导致其燃油成本比重较上年增加 4.30 个百分点至 31.50%，公司盈利空间压力略增。
- 资本支出压力仍存。截至 2018 年末，公司未来三年主要在建船舶项目计划总投资 68.04 亿元，已完成投资约 4.05 亿元，后续 63.99 亿元投资将集中于 2019~2021 年内完成，面临一定资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

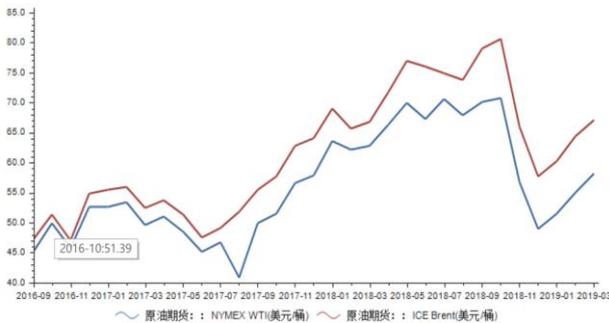
6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业分析

2018 年国际原油运输市场供需结构稍有改善，但受前三季度原油价格高企、燃油成本上升以及油运价格低位运行影响，行业内企业全年盈利水平受到较大影响，国际油运市场景气度有待进一步恢复

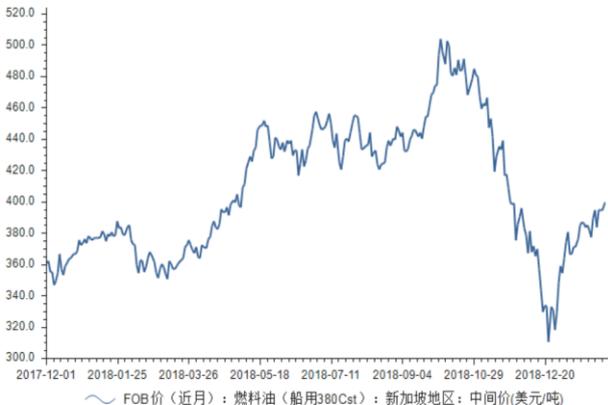
2018 年前三季度，受 OPEC 等主要产油国减产力度超预期以及伊朗制裁等地缘事件影响，国际原油价格持续走高；同时，受原油价格上涨带动，国际燃料油价格同比大幅提升，新加坡 380 CST 燃油前三季度平均价格同比上涨 33.70%，三季度单季环比增长 8.20%。原油减产及油价上涨导致油运市场面临需求下降和船用燃料油价格上涨的双重压力，2018 年前三季度国际油运市场景气度低迷。2018 年四季度以来，沙特、俄罗斯等国增产带动国际原油价格回落；加上传统旺季需求刺激以及前三季度受抑制的原油贸易和运输需求集中释放，国际油运市场供需关系改善，市场景气度回升。

图 1：2016 年 9 月以来 WIT 和布伦特原油期货价格走势



资料来源：choice 金融终端，中诚信证评整理

图 2：2017 年 12 月以来新加坡船用燃料油价格走势



资料来源：choice 金融终端，中诚信证评整理

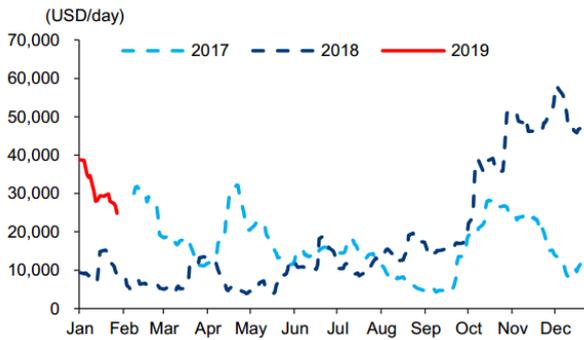
从供需情况来看，2018 年前三季度原油运输需求受到阶段性抑制，但在美国出口大幅增加、全球

原油运输平均运距拉长等利好因素推动下，加之四季度运输需求的集中释放，全年原油运输需求保持增长态势。油运市场供给方面，全球油轮船队中 15 年以上老龄船比重居于高位，受压载水、硫排放等环保公约即将生效等因素影响，2018 年老旧油轮拆解量激增并达到历史高位，全年万吨以上原油轮共拆解 103 艘、约 1,780 万载重吨。根据克拉克森统计数据，截至 2018 年 12 月，全球油轮船队（万吨以上）船舶数量同比增长 1.26%，总载重吨同比增长 0.94%（上年同期增速分别为 3.89% 和 5.13%），油轮拆解量大幅上升使得 2018 年油轮队运力增长速度比 2017 年显著下降。

另一方面，在经历了 2017 年新船订单量激增，市场有效运力供给过剩，油轮运输市场持续低迷的形势下，2018 年油轮新订单同比呈较大幅度回落。根据克拉克森数据显示，2018 年全年万吨以上的油轮新订单总数 187 艘，2,299.9 万载重吨，艘数同比下降 36.39%，吨位同比下降 33.61%，其中 VLCC 新订单同比减少 17 艘，SUEZMAX 新订单减少 4 艘，AFRAMAX 新订单减少 32 艘，PANAMAX 新订单增加 1 艘，HANDY 型油轮新订单减少 55 艘。

总体来看，2018 年国际原油运输市场在老旧油轮拆解量激增、原油轮运力增速下降、新油轮规模滞涨形势下，原油轮运力供给全年几乎实现零增长，而原油运输需求保持增长。根据克拉克森统计数据，2018 年全球原油轮运力需求同比增长 2.40%，运力供给同比增长 0.10%，市场有效运力需求增速高于运力供给增速，国际原油运输市场供需结构改善。从短期来看，受前期全球油轮大量新增运力投放影响，行业过剩运力仍需一段时间消化，市场供给过剩局面短期内较难摆脱。从长远来看，考虑到船舶老龄化仍客观存在，叠加 2020 年限硫公约的压力，老旧油轮拆解量有望维持高位；另外，配合全球炼化产能增加，国际油运市场需求预计维持稳健增长，综合以上因素，国际油运市场供需关系将持续改善。

图 3: 2017 年以来 BDTI-TD3C TCE 运价走势



资料来源: Clarksons, 波罗的海交易所, 公开市场

从油运市场运价情况来看, 2018 年国际油运价格呈现先抑后扬趋势。2018 年前三季度, 国际油运市场低迷, 运价水平跌至历史低位, VLCC 船型中东-中国 (TD3C) 航线前三季度平均日收益仅为 10,413 美元/天, 同比大幅下降 42.80%, 其他船型主要航线日收益亦同比降低 40%-50%。自第四季度起, 由于原油价格回落、传统旺季需求刺激以及前三季度受抑制的原油贸易和运输需求集中释放, 国际原油市场供需改善推升油运市场运价大幅反弹。第四季度, VLCC 船型中东-中国 (TD3C) 航线平均日收益大幅上涨至 44,794 美元/天, 较前三季度提高 330%。2019 年 1-3 月, VLCC 船型中东-中国 (TD3C) 航线平均日收益为 27,948 美元/天, 同比增长 243%, 其他船型主要航线日收益同比增长 50%-220%。

综合来看, 2018 年受前三季度原油价格走高、燃油成本上升以及油运价格低位运行影响, 行业内企业全年盈利水平受到较大影响。另外, 2018 年国际原油运输市场供需结构稍有改善, 但短期内市场供给过剩局面较难摆脱; 加之油品、液化天然气等能源大宗商品的航运易受宏观经济波动影响, 地缘政治、自然灾害、意外事件等都可能使航运业产生波动, 全球油运市场有待进一步恢复。

业务运营

公司主要从事国际和中国沿海原油及成品油运输、国际液化天然气 (LNG) 运输及国际化学品运输等业务, 2018 年油品运输和外贸 LNG 运输收入占主营业务收入比重分别为 89.18% 和 9.74%。公司是全球第一大油轮船东, 在沿海原油运输领域保

持着 55% 以上的市场份额。公司利用自有及控制经营的船舶通过即期市场租船、期租租船、与货主签署 COA 合同、参与市场联营体 (POOL) 运作等多种方式灵活开展经营活动。截至 2018 年末, 公司自有船舶数量 148 艘 (其中油轮 137 艘, LPG 船 5 艘, LNG 船 6 艘) 及租入船舶 (14 艘, 均为油轮); 另外, 公司合营及联营公司拥有船舶数量 29 艘, 其中油轮 9 艘, LNG 船 20 艘。

表 1: 2018 年末公司船队结构以及运力情况

单位: 艘、年

船型	运营船舶			在建船舶	
	数量	万载重吨/ 万立方米	平均 船龄	数量	万载重吨/ 万立方米
油轮	137	1,902	8.7	16	305.8
LPG	5	1	11.8	0	0
LNG	6	105	1.4	0	0
自有运力	148	1,903/105	8.5	16	305.8
油轮	14	287	8.4	0	0
租入运力	14	287	8.4	0	0
油轮	9	72	8.2	3	19.5
LNG	20	330	3.8	12	207.5
合营及 联营运力	29	72/330	5.2	15	19.5/207.5

资料来源: 公司年报, 中诚信证评整理

截至 2018 年末, 公司拥有及控制的油轮运力投入为 648,959 万吨天, 同比增长 17.0%。当年, 公司完成运输量 1.55 亿吨, 同比增长 29.54%; 运输周转量 5,453.72 亿吨海里, 同比增长 34.05%, 全年实现主营业务收入 121.24 亿元, 同比增长 27.13%。2019 年一季度, 公司完成运输量 3,943.30 万吨, 同比增长 13.20%; 运输周转量 1,361.10 亿吨海里, 同比增长 7.30%; 实现营业收入 38.50 亿元, 同比增长 59.90%。

表 2：2018 年公司主营业务分产品情况

单位：亿元、%、个百分点

产品	营业收入	收入增速	毛利率	毛利率增减
内贸原油	23.97	-2.91	35.57	-1.85
内贸成品油	17.01	417.10	15.26	-5.88
内贸油品船舶租赁	1.09	-0.73	31.38	11.76
内贸小计	42.06	44.65	27.25	-7.66
外贸原油	52.04	31.41	-0.42	-6.33
外贸成品油	7.19	35.85	-6.91	6.40
外贸油品船舶租赁	6.83	-50.45	6.71	-27.36
外贸小计	66.06	12.58	-0.39	-11.18
油品运输合计	108.12	23.21	10.37	-8.41
外贸 LNG 运输	11.81	90.48	56.03	-2.62
内贸 LPG 运输	0.08	-36.63	26.41	-2.78
外贸 LPG 运输	0.95	19.43	37.30	0.70
其他	0.28	-43.01	10.06	-10.44
主营业务合计	121.24	27.13	15.03	-6.51

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

受前三季度运价低位运行和燃油价格上涨双重压力影响，公司油品运输盈利水平呈下滑趋势。但作为国内成品油运输领域龙头，公司内贸油运业务运营相对稳健，对油品运输板块盈利形成较好支撑

公司现有油轮船队覆盖全球主流的油轮船型，是全球油轮船队中船型最齐全的航运公司，可实现“内外贸联动”、“大小船联动”和“黑白油联动”，成为与大货主开展全领域合作的优势所在。截至 2018 年末，公司共拥有油轮总数同比增加 21 艘至 137 艘，载重同比增长 10.84%至 1,902 万载重吨，其中 VLCC 运力同比增长 10.63%至 1,311 万吨，占总载重的 68.93%，油轮运力规模进一步扩大。除自有运力外，公司还拥有油轮租入运力 14 艘（287 万载重吨），以及合营及联营公司油轮运力 9 艘（72 万载重吨）。由于资产价格对船舶收益率影响较大，2017 年油轮运输行业处于周期底部，船舶造价相对较低，公司秉承低成本扩张策略，签订了 16 艘油轮的建造合同，合计 305.80 万载重吨；2018 年全球造船市场改善，新船造价回升，公司当年未新签造船订单。随着自身运力的不断增加，2018 年公司完成油品运输 15,451.69 万吨，同比增长 29.46%；油品运输周转量 5,451.52 亿吨海里，同比增长

34.03%；全年油品运输实现营业收入 108.12 亿元，同比增长 23.21%。但受前三季度国际油运价格低位运行及成本上涨因素影响，2018 年公司油品运输毛利率较上年进一步下降 8.41 个百分点至 10.37%。

表 3：2018 年末公司油品运输船队运力情况

船型	数量（艘）	载重吨（万吨）	运力比例（%）	平均船龄（年）
灵便型	47	178	9.36	10.3
巴拿马型	32	233	12.25	8.5
阿芙拉型	12	132	6.94	7.9
苏伊士型	3	48	2.52	14.6
VLCC	43	1,311	68.93	6.9
合计	137	1,902	100.00	8.7

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 4：2018 年公司油品运输业务运量情况

单位：万吨、亿吨海里

产品	运输量	同比增减%	运输周转量	同比增减%
内贸原油	5,121.19	0.53	157.76	-9.42
内贸成品油	1,670.17	413.38	151.03	278.44
外贸原油	7,813.03	32.88	4,860.86	33.71
外贸成品油	847.3	33.25	281.87	29.35
油品运输	15,451.69	29.46	5,451.52	34.03

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

外贸油运方面，2018 年面对国际油运市场持续低迷形式，公司利用全球网点揽货联动和船队摆位规划，围绕休斯顿、伦敦、新加坡、香港四个海外经营网点开拓了红海小三角航线、美西大三角航线、美湾远东航线、巴西远东航线的新客户和新航线。同时，公司强化与战略客户的合作，以期租方式租入中化 5 艘 VLCC，并与中化、中石油合作签订了 COA 合同¹，开辟了波斯湾-马德岛 VLCC 准班轮新航线。针对新船首航运价低的情况，公司为新接 VLCC 揽取了首航次成品油货源，提高了收益。面对第四季度原油贸易和运输需求集中释放，市场行情回升，公司充分利用自营运力进入市场，提高高收益航线占比，重点项目效益贡献突出。受益于充分发挥船队规模、全球网点、战略客户等上述优

¹ 在海运业中，船舶的经营方式分成两种：定期（班轮运输）和不定期（租船）。租船主要分为四种：航次租船、光船租船、期租船和包运租船（COA）。航次租船按照货物重量或体积付租金，期租船按照天数付租金，COA 则是船东按照合同承诺在指定时期内完成指定货物运输，对船型和航次不作约定。光船租船是将空船租予承租方，属于财产租赁而不是海上运输合同。

势,2018年公司完成外贸油运运输量8,660.33万吨,同比增长32.92%;运输周转量5,142.73亿吨海里,同比增长33.47%;实现外贸油品运输收入66.06亿元,同比增长12.58%,VLCC船队经营水平跑赢同期市场收益水平。但受前三季度国际油运价格低位运行及成本上涨双重挤压,公司外贸油品运输毛利率较上年进一步下降11.18个百分点至-0.39%。

内贸油运方面,受2018年前三季度部分海洋油平台检修、个别地炼企业受国家成品油税改政策及油价高涨影响减少了加工量,国内沿海原油运输需求同比小幅下降。面对内贸市场货量下滑形式,公司强化与港口、代理、货主等多方协调和密切衔接,优化内贸班轮服务、提供客户增值服务,稳定老客户、开发新客户,内贸油运COA货源占比达92%。同时,为加强与大货主的战略合作,掌控细分市场主导权,2018年3月6日,公司以增资扩股形式出资3.97亿人民币收购中国石油天然气股份有限公司下属子公司大连海运(现已更名为中远海运石油运输有限公司)51%股权,后续增资人民币1.224亿元。大连海运共拥有11艘船舶,19万载重吨,公司将其成品油队与旗下成品油海运业务资源进行整合,成品油运输领域龙头地位凸显。2018年,公司实现内贸成品油收入17.01亿元,同比大幅增长417.10%。另外,公司最大化发挥内外贸兼营船的独特优势,加强内外贸市场运力投放的即时联动和优化配置,2018年共开展内外贸运力联动15艘次,船队运营效率和经营效益得到提升。得益于以上应对措施,2018年公司完成内贸油运周转量308.79亿吨海里,同比增长44.25%;实现运输收入42.06亿元,同比增长44.65%。但受燃油价格上涨影响,公司毛利率较上年下降7.66个百分点至27.25%,与外贸油运业务相比处于较高水平。

2018年LNG运输市场需求旺盛且运价上涨,加之自有LNG运力增加以及联营、合营企业持续稳定的投资收益贡献,公司LNG板块加速步入经营收获期

在“煤改气”政策推行下,2018年中国LNG进口量同比增长41%至5,400万吨;同时韩国、印度等传统LNG进口大国也保持了进口量的高速增长

(分别同比增长18%及9%)。另外,当年澳大利亚、美国、俄罗斯等新增的9条生产线投产放量,而供给增量的85%被中国和韩国采购,均为公司的LNG运输业务创造了较好的外部市场环境。运价方面,2018年全球LNG现货运输市场需求旺盛,运力供不应求,运价大幅上涨,16万方DFDE(双燃料电力推进)LNG苏伊士运河东行航线即期市场运价平均为84,075美元/天,同比上涨约108.62%。

LNG运输船建造价格高,单家企业运营的现金流压力较大,加之国内对LNG运输船管理尚缺乏经验,国内航运企业大多通过合营或联营方式开展LNG运输业务。2017年第四季度,公司向日本商船三井(以下简称“MOL”)成功收购YAMAL项目4艘17.4万方常规型LNG船50%股权项目²(参股方式)。YAMAL LNG项目是国家“一带一路”的重要合作项目,此次收购后,在俄罗斯YAMAL项目一期投资新建的19艘LNG船舶中,公司参与投资建造的船舶增至18艘,其中14艘船舶为Arc7级极地破冰LNG运输船,2018年,上述14艘LNG北极船中共有7艘陆续上线运营,实现了开辟北极LNG运输航线的突破。

2018年公司LNG运输业务规模继续扩大,年内共有参与投资的10艘、173万立方米LNG船舶上线运营。截至2018年末,公司共通过合营、联营公司参与投资(不含自有)38艘LNG船舶,其中26艘(435万立方米)已投入运营,在订单中的LNG船舶仍有12艘,合计208万立方米,全部将于2020年底前陆续上线运营。从LNG运输业务的主要合营和联营方业绩情况来看,2018年中国液化天然气运输(控股)有限公司完成运输周转量369.10亿吨海里,实现营业收入11.47亿元,净利润3.69亿元,公司对其确认投资收益1.04亿元,与上年基本持平。

2016年及之前,公司自营的LNG运输业务规模较小(2016年自营LNG运输收入为0.36亿元)。2017年以来随着新船交付并投入使用,公司自营LNG船舶从2016年的1艘增至2018年的6艘,载

² 根据公司公告,4艘常规型LNG船总投资为7.547亿欧元,资金来源20%以上来自股东借款,不超过80%部分为银行贷款。

重量从 17 万立方米增至 105 万立方米，同时叠加行业需求增加及运价上涨，公司 2018 年 LNG 运输收入较上年同比增长 90.48% 至 11.81 亿元；加之联营、合营公司的投资收益贡献，LNG 板块全年税前利润合计达 4.10 亿元，同比增长 72.90%。

LPG 运输业务方面，截至 2018 年末公司拥有 LPG 轮 5 艘，1 万载重吨，平均船龄达 11.8 年，近年公司 LPG 运输业务相对运营稳定，2018 年实现营业收入 1.03 亿元，同比增长 10.75%。

公司在建和拟建船舶投资规模较大，资本支出压力仍存，且当前国际油运市场供需关系仍待进一步改善，新增运力的产能利用情况面临一定不确定性

投资计划方面，截至 2018 年末，公司计划未来三年新增油轮 16 艘，305.8 万载重吨，计划总投资 68.04 亿元，现已投入 4.05 亿元，预计未来三年完成资本支出 64.50 亿元。其中，2019 年资本性支出为 12.80 亿元，预计新增油轮船舶 1 艘、11.4 万载重吨，以及 LNG 船舶 9 艘、155.3 万立方米（含联营、合营公司）；预计年内投入使用的油轮船舶为 152 艘、2,199 万载重吨，LNG 船舶为 35 艘、590 万立方米（含联营、合营公司及长期租入船舶）。根据上述投资安排情况，公司后续资本支出压力较大。为缓解资金压力，公司拟向包括中国远洋海运集团有限公司（以下简称“中远海运集团”）在内的不超过十名的特定对象非公开发行不超过（含）806,406,572 股 A 股股票，拟募集资金总额为 54 亿元（以中国证监会最终审批通过的金额为准），扣除发行费用后的募集资金净额将用于新购 14 艘油轮和购付 2 艘巴拿马型油轮（7.2 万吨级）。本次非公开发行已于 2017 年 12 月 13 日取得国务院国资委的批准；2017 年 12 月 15 日，香港证券及期货事务监察委员会向公司授予了关于本次非公开发行清洗豁免的同意函，并就特别交易给予同意。本次非公开发行有助于扩充公司运力规模、优化船型结构和船龄结构，提高市场竞争力。截至 2019 年 3 月末，本次非公开发行尚需中国证监会核准，能否获得核准尚存在不确定性，中诚信证评将对此予以持续关注。

由于船舶建设周期较长，大量资本性支出需要较长时间才能产生效益，而新船的投入将增加折旧和财务成本。同时，尽管目前国际油运市场供需关系正在改善，但短期内行业过剩运力仍需一段时间消化，若未来市场景气度不及预期，公司新增运力的产能利用将面临一定的不确定性，中诚信证评将对此予以持续关注。

财务分析

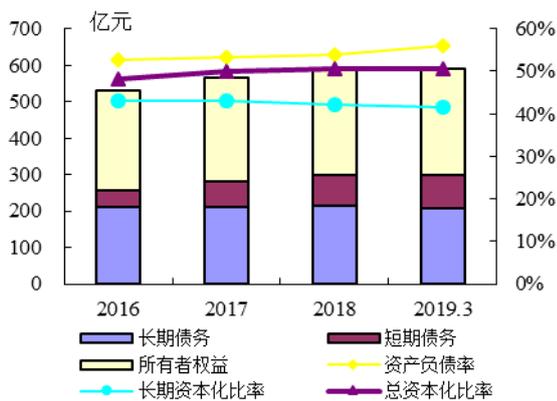
下列财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2016~2017 年财务报告、经信永中和会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2018 年财务报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表，其中 2016 年数据采用 2017 年财务报表期初数，2017 年数据采用 2018 年财务报表期初数。

资本结构

2018 年公司完成大连海运收购事项且继续推进在建船舶建设，年末总资产同比增长 5.01% 至 634.16 亿元。所有者权益方面，2018 年公司收购大连海运使得少数股东权益同比大幅增长 215.73% 至 10.81 亿元，最终推动净资产同比微增 3.56% 至 292.72 亿元。负债方面，2018 年公司新增部分银行借款以补充运营资金，同时经营性负债增加，年末总负债同比增长 6.29% 至 341.44 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额和所有者权益分别为 660.23 亿元和 291.23 亿元，总负债为 369.00 亿元。

财务杠杆方面，2016 年通过重大资产重组剥离中海散货运输有限公司后，公司财务杠杆大幅下降至 52% 左右的水平，且 2017 年以来基本保持稳定。2018 年末和 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 53.84% 和 55.89%；总资本化比率分别为 50.51% 和 50.51%，现有资产负债率水平较为适中。

图 4：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

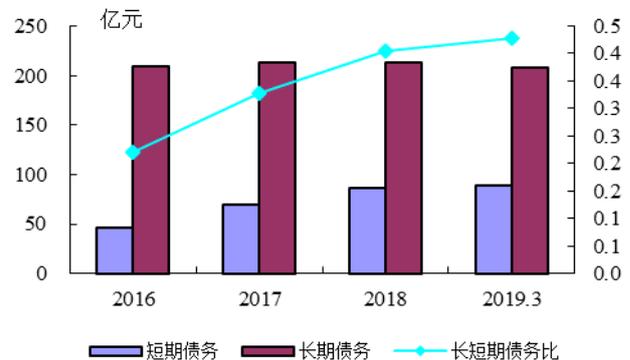
资产方面，公司属于资本密集型企业，2018 年末非流动资产合计 564.72 亿元，占总资产比重为 89.05%，主要包括固定资产 489.26 亿元、在建工程 3.86 亿元、长期股权投资 52.08 亿元和长期应收款 14.47 亿元。公司固定资产主要为运输船舶，年内 8 艘油轮和 2 艘 LNG 船舶投入运营，合计原值 85.49 亿元，由在建工程转入固定资产，使得年末固定资产同比增长 19.63%，在建工程同比减少 90.34%；年末长期股权投资同比增长 17.46%，主要系对新设立的四家天然液化气公司追加投资以及权益法下确认的投资收益增加；长期应收款系对联营、合营单位的拆借款，随着部分款项的收回，长期应收款同比大幅减少 30.84%。公司流动资产规模较小（69.45 亿元），2018 年末占总资产比重为 10.95%，主要包括货币资金（34.69 亿元）、应收账款（7.35 亿元）和存货（9.27 亿元），其中货币资金基本为银行存款（34.68 亿元），流动性较好；应收账款规模较小，风险相对可控，当年公司计提坏账准备金额 0.17 亿元，坏账准备余额 0.30 亿元；2018 年末船存燃油量及单价均上升推动存货规模同比增长 41.24%。

负债方面，公司负债集中于非流动负债，2018 年末非流动负债合计 108.82 亿元，占总负债比重为 68.13%，主要包括长期借款 187.86 亿元、应付债券 24.91 亿元和长期应付款 11.10 亿元。公司长期借款主要为抵押借款（158.65 亿元），当年新增长期借款 15.14 亿元；公司应付债券为 2012 年发行的公司债券，其中 1 支 7 年期 15 亿公司债券将于 2019 年 10 月到期偿付，公司将其重分类至一年内到期的非

流动负债使得年末应付债券同比减少 37.50%。公司长期应付款为应付少数股东借款，2018 年末同比增长 3.81%。公司流动负债合计 108.82 亿元，主要包括短期借款 42.56 亿元、应付账款 14.54 亿元和一年内到期的非流动负债 43.46 亿元。2018 年公司为补充流动资金增加短期借款 15.25 亿元；公司一年内到期的非流动负债包括 1 年内到期的长期借款 27.80 亿元、1 年内到期的应付债券 14.98 亿元和 1 年内到期的长期应付款 0.67 亿元。

从债务期限结构来看，为匹配其业务运行特点、满足项目投资需要，公司债务以长期债务为主。2018 年末和 2019 年 3 月末，总债务分别为 298.80 亿元（包括 35.21 亿美元债务）和 297.25 亿元，其中长期债务分别为 212.78 亿元和 208.22 亿元；长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.40 倍和 0.43 倍。综合来看，公司属于重资产型企业，以长期债务为主的期限结构符合其业务运营特点。

图 5：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

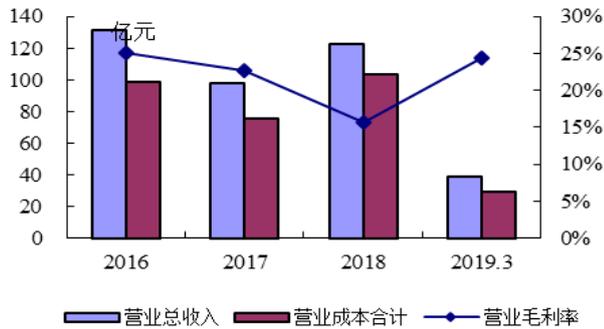
总体来看，目前公司财务杠杆较为适中，且债务集中于长期债务，债务期限结构合理，整体财务结构较为稳健。

盈利能力

2018 年公司继续加大对内外贸市场运力投放，且 LNG 运输业务保持快速增长，当年公司营业总收入同比增长 25.64% 至 122.86 亿元。但受前三季度运价低位运行和燃油价格上涨双重压力，公司综合毛利率下降 7.12 个百分点至 15.61%。2019 年一季度，全球油运市场基本延续 2018 年四季度旺季行情，公司当期实现营业总收入 38.48 亿元，同比增长 59.89%，毛利率较年初大幅增加 8.83 个百分

点至 24.44%，公司盈利水平随着全球油运市场供需结构改善而相应改善。

图 6：2016~2019.Q1 公司收入成本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 16.16 亿元，同比增长 56.07%，主要系管理费用和财务费用增长较多所致。2018 年公司收购大连海运以及收回部分投资性房产自用，导致固定资产折旧费用增加，当年公司管理费用同比增长 16.01% 至 7.48 亿元。2018 年公司两艘 LNG 船舶投入运营，船舶贷款利息由资本化转费用化，此外借款增加叠加美元利率上升，当年公司利息支出大幅增长，财务费用同比增长 103.08% 至 12.15 亿元。2018 年公司三费收入占比为 16.16%，较上年上升 3.15 个百分点，期间费用控制能力有待提升。

表 5：2016~2019.Q1 公司期间费变化情况

单位：亿元、%				
项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.57	0.29	0.23	0.16
管理费用	7.62	6.45	7.48	1.41
财务费用	11.09	5.98	12.15	3.80
三费合计	19.28	12.72	19.85	5.37
营业总收入	131.61	97.78	122.86	38.48
三费收入占比	14.65	13.01	16.16	13.97

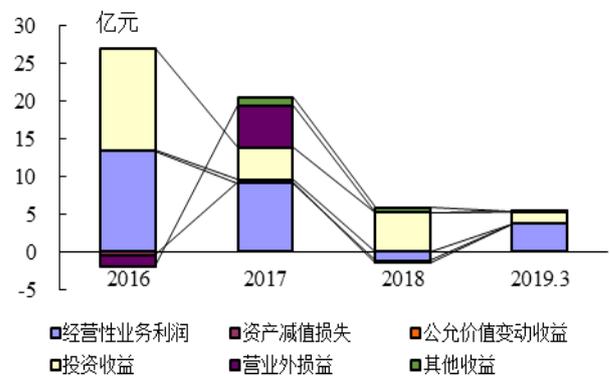
注：根据财会【2018】15 号规定，2018 年度财务报表将研发费用作为独立会计科目核算，中诚信证评将 2018 年和 2019 年一季度研发费用计入管理费用以作对比分析。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年公司利润总额为 4.44 亿元，同比减少 78.33%，其中经营性业务利润（营业收入-营业成本-营业税金及附加-三费）同比减少 113.36% 至 -1.22 亿元。2018 年前三季度，油运市场景气度低迷，运价水平跌至历史低位，叠加国际燃油价格上涨以及公司期间费用大幅提升，当年公司

经营性业务利润亏损。但得益于投资收益、营业外净收益以及其他收益对公司当期利润的贡献，公司当年利润总额保持盈利。2018 年公司实现投资收益 5.20 亿元，同比增长 22.10%，主要来自权益法核算的长期股权投资收益；同期，取得其他收益 0.64 亿元，主要系与日常经营活动相关的政府补助；取得营业外净收益 170.95 万元。2018 年公司实现净利润 3.24 亿元，同比减少 82.82%；2019 年一季度，随着市场景气度的回升，公司实现净利润 5.02 亿元。

图 7：2016~2019.Q1 公司利润总额分析



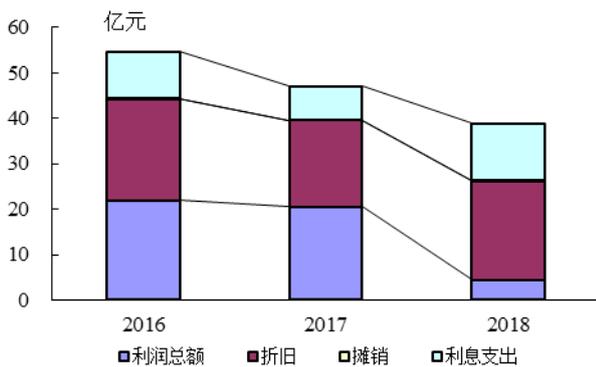
资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

总体来看，受油运市场景气度低迷以及期间费用侵蚀影响，2018 年公司经营性业务利润亏损。但受益于投资收益对其利润形成的较大补充，公司当年利润总额保持盈利。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成。2018 年公司 EBITDA 为 38.92 亿元，同比减少 17.25%，并导致总债务/EBITDA 从上年末的 6.00 倍上升至 7.68 倍。同时，公司利息支出大幅增加，2018 年公司 EBITDA 利息倍数从上年的 5.20 倍下降至 2.98 倍。

图 8：2016~2018 年公司 EBITDA 分析



资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

现金流方面，受油运市场低迷，燃油价格上涨影响，2018 年公司盈利水平下降，经营活动产生的现金流量净额同比下降 37.02% 至 22.38 亿元。受现金流大幅减少影响，2018 年，公司经营活动净现金流/总债务从上年的 0.13 倍下降至 0.07 倍，经营活动净现金/利息支出从上年的 3.93 倍下降至 1.72 倍，公司经营性净现金流对债务及利息的保障能力有所减弱。

表 6：2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务 (亿元)	255.62	282.10	298.80	297.25
EBITDA (亿元)	54.69	47.03	38.92	-
资产负债率 (%)	52.69	53.19	53.84	55.89
总资本化比率 (%)	48.09	49.95	50.51	50.51
经营活动净现金流 (亿元)	122.18	35.53	22.38	15.08
EBITDA 利息倍数 (X)	4.39	5.20	2.98	-
总债务/EBITDA (X)	4.67	6.00	7.68	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.48	0.13	0.07	0.20
经营活动净现金/利息支出 (X)	9.80	3.93	1.72	4.01

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，银行等金融机构对中远海运集团(公司为其二级子公司)进行统一授信，截至 2018 年末，中远海运集团共获得银行授信 10,409 亿元，已使用 3,954 亿元，尚未使用额度 6,455 亿元，备用流动性充裕。且公司作为 A+H 股上市公司，融资渠道多元化程度高，具备较好的财务弹性。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值共计 255.29 亿元，占期末总资产的 42.27%，主要为固定资产 255.28 亿元，用于向金融

机构抵押借款，受限资产规模及占比较大。

表 7：2018 年末公司受限资产情况

指标	账面价值	受限原因
货币资金	10 万元	保函保证金
货币资金	75.75 万元	房改售房款和专项维修资金
固定资产	255.28 亿元	抵押借款
合计	255.29 亿元	-

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额(不包括对子公司的担保)合计 38.39 亿元，被担保对象包括蓝色北极 LNG、绿色北极 LNG、紫色北极 LNG、宝瓶座 LNG、双子座 LNG、白羊座 LNG、摩羯座 LNG 等，均为公司的联营与合营公司，担保比率为 13.58%，存在一定的或有负债风险。

整体来看，2018 年国际原油运输市场供需关系有所改善，公司加大对内外贸市场运力投放，同时 LNG 运输业务保持快速增长，公司全年收入规模稳步增长。但受 2018 年前三季度运价下跌和燃油价格上涨的双重影响，公司全年盈利水平大幅下降。2019 年一季度，随着油运市场景气度回升，公司收入和盈利水平均大幅提升。但中诚信证评也关注到，公司盈利水平易受原油价格波动影响，且当前国际油运市场供需关系仍待进一步改善，公司新增运力的产能利用情况仍面临一定不确定性。

担保实力

公司控股股东中国海运为本债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国海运成立于 1997 年 7 月 1 日，原为国务院国资委直属管理的重要国有骨干企业之一。2016 年重大资产重组完成后，中国海运股东由国务院国资委变更为中远海运集团(系国务院国资委全资子公司)，注册资本不变，仍为 97.36 亿元。2017 年 12 月 13 日，中国海运完成名称变更，由中国海运(集团)总公司变更为中国海运集团有限公司。

业务层面，通过重大资产重组，中国海运将集装箱运输和干散货运输业务剥离，下辖子公司中远海能作为中远海运集团能源运输业务主体，专注于油品运输业务、LNG 运输业务的油气运输；另一下

属核心子公司中远海运发展股份有限公司（以下简称“中远海发”）由集装箱班轮运营商转变为以船舶租赁、集装箱租赁和非航运租赁等租赁业务为核心，以航运金融为辅的综合航运金融服务平台。2018年中远海发实现营业总收入166.84亿元，实现净利润14.38亿元，其中归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润10.94亿元。

从业务结构上看，2018年中国海运业务仍分为航运、修造工业和贸易供应三个板块。其中，航运

业务收入主要来自中远海发的航运租赁收入和中远海能的油气运输收入；修造业务收入主要来自中远海发集装箱制造以及部分已剥离的船舶修造收入；其他业务主要为子公司中石化中海船舶燃料供应有限公司产生的油料供应收入。受业务剥离影响，2017年中国海运主营业务收入同比减少36.49%至342.06亿元；2018年核心业务子公司中远海发和中远海能营业收入均实现增长，推动当年中国海运主营业务收入同比增长11.76%至382.29亿元。

表 8：2016~2018 年中国海运主营业务构成情况

单位：亿元、%

业务分类	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
航运业务	234.40	19.53	196.31	19.93	183.42	19.40
修造工业	68.69	2.30	55.34	8.36	55.31	4.21
贸易供应	68.73	-9.79	43.33	6.58	63.00	3.60
物流	28.66	0.35	-	-	0.28	-51.41
码头及相关业务	0.88	19.51	-	-	-	-
其他	137.26	13.50	47.09	27.07	80.28	28.94
主营业务收入合计	538.62	11.03	342.06	17.35	382.29	16.55

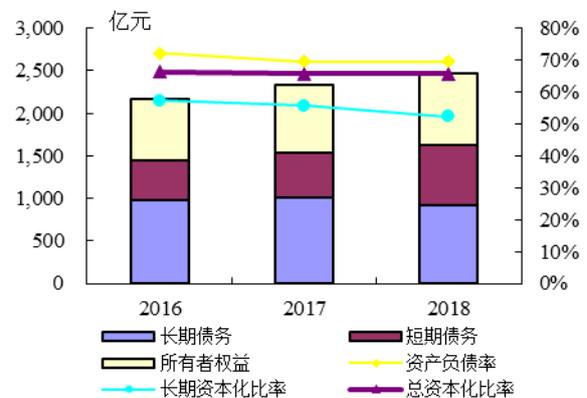
资料来源：中国海运年度报告，中诚信证评整理

财务分析

以下分析基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告。其中，2017年财务数据采用2018年财务报表期初数，所有数据均为合并口径。

资产结构方面，自2016年重大资产重组后，中国海运保持稳健运营，2018年末总资产为2,781.70亿元，同比增长5.48%；盈利经营以及利润留存使得年末所有者权益同比增长5.46%至845.01亿元；同期总负债为1,936.69亿元，同比增长5.48%。财务杠杆比率方面，2018年末中国海运资产负债率维持上年69.62%的水平；同期，总资本化比率为65.75%，与上年基本持平，中国海运财务杠杆水平相对较高。

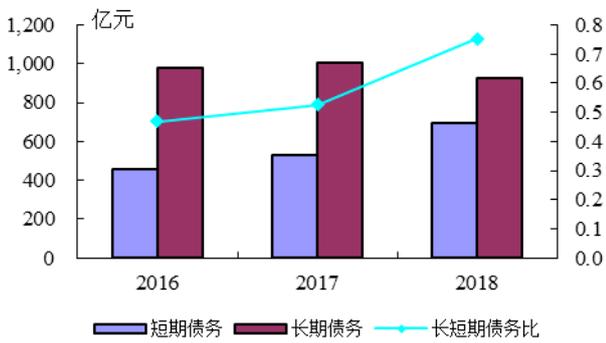
图 9：2016~2018 年中国海运资本结构分析



资料来源：中国海运年度报告，中诚信证评整理

从债务情况来看，为补充流动资金，2018年末中国海运新增较多银行短期借款（短期借款增加31.67亿元至240.55亿元）；同时，随着部分长期借款和应付债券等长期债务重分类至一年内到期的非流动负债，年末中国海运短期债务同比增长31.44%至696.27亿元，长期债务同比减少8.01%至925.79亿元，总债务同比增长5.59%至1,622.06亿元。2018年末，中国海运长短期债务比为0.75倍，债务期限结构较为合理。

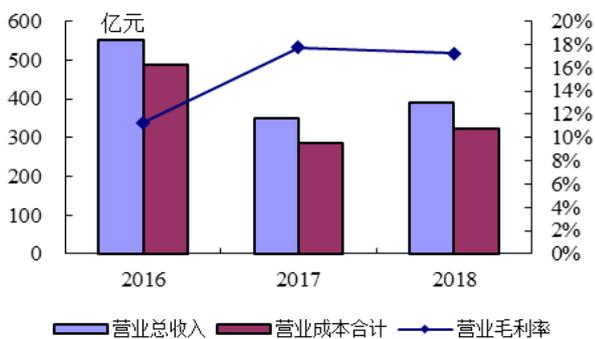
图 10: 2016~2018 年中国海运债务结构分析



资料来源: 中国海运年度报告, 中诚信证评整理

盈利方面, 2016 年下半年中国海运陆续将亏损的集装箱和干散货运输业务剥离, 导致 2016 年和 2017 年业务规模持续收缩, 毛利率水平大幅提升。2018 年随着核心子公司中远海发和中远海能稳健经营, 中国海运实现营业总收入同比增长 11.21% 至 390.50 亿元, 但受毛利率水平较低的贸易业务收入规模增长以及航运市场燃油价格上涨影响, 中国海运营业毛利率较上年小幅下降 0.55 个百分点至 17.21%。

图 11: 2016~2018 年中国海运收入成本结构

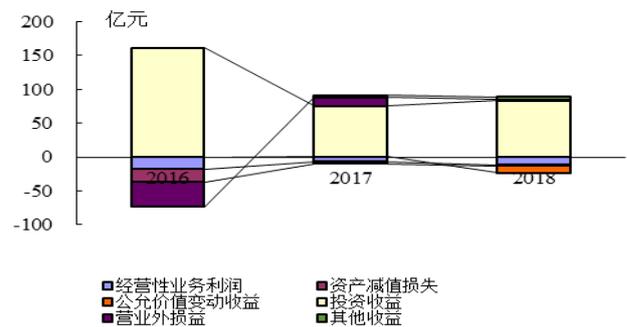


资料来源: 中国海运年度报告, 中诚信证评整理

2018 年, 受以财务费用为主的期间费用高企影响 (财务费用同比增长 17.05% 至 50.81 亿元), 中国海运经营性业务利润仍处于亏损状态, 亏损额为 11.04 亿元, 较 2018 年增亏 4.44 亿元。但得益于投资收益、其他收益和营业外收入等补充, 2018 年中国海运实现利润总额 64.74 亿元。具体来看, 2018 年中国海运取得投资收益 83.29 亿元, 主要来自权益法核算的长期股权投资收益 (72.46 亿元), 具体包括招商银行股份有限公司 (29.42 亿元)、中国光大银行股份有限公司 (14.29 亿元)、渤海银行股份有限公司 (9.69 亿元) 和中国国际海运集装箱 (集

团) 股份有限公司 (7.04 亿元) 等; 同期, 取得营业外净收益 1.75 亿元; 取得其他收益 4.17 亿元, 主要系与日常经营活动相关的政府补助; 发生资产减值损失 1.73 亿元 (主要为坏账损失和固定资产减值损失); 当年公允价值变动损失为 10.60 亿元, 主要由以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (-6.32 亿元) 产生。总体来看, 中国海运经营性业务获利能力不足, 但政府补助以及投资收益对其利润形成了较大贡献。

图 12: 2016~2018 年中国海运利润总额分析



资料来源: 中国海运年度报告, 中诚信证评整理

偿债能力方面, 2018 年中国海运 EBITDA 同比小幅减少 2.38% 至 175.05 亿元, 总债务/EBITDA 从上年 8.57 倍上升至 9.27 倍, EBITDA 利息保障倍数从去年的 4.13 倍下降至 3.27 倍, EBITDA 对债务本息的保障程度有所减弱, 但仍能够形成较好保障。另外, 2018 年中国海运经营性净现金流同比增长 32.69% 至 174.01 亿元, 经营活动净现金/利息支出、经营活动净现金流/总债务分别从去年的 3.02 倍、0.09 倍增至 3.25 倍、0.11 倍。总体来看, 2018 年中国海运主要偿债指标表现尚可, 能够对债务本息提供一定保障。

表 9: 2016~2018 年中国海运主要偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
总债务 (亿元)	1,440.31	1,536.14	1,622.06
EBITDA (亿元)	189.05	179.32	175.05
资产负债率 (%)	72.12	69.62	69.62
总资本化比率 (%)	66.35	65.72	65.75
经营活动净现金流 (亿元)	114.59	131.14	174.01
EBITDA 利息倍数 (X)	4.67	4.13	3.27
总债务/EBITDA (X)	7.62	8.57	9.27
经营净现金流/总债务 (X)	0.08	0.09	0.11
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.83	3.02	3.25

资料来源: 中国海运年度报告, 中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年末，中国海运对外担保（不包括对子公司的担保）余额 38.55 亿元，担保比率为 4.56%，主要担保对象为蓝色北极 LNG、绿色北极 LNG、紫色北极 LNG、宝瓶座 LNG、双子座 LNG、白羊座 LNG、摩羯座 LNG 和上海巴士旅游船务有限公司，或有负债风险较小。

受限资产方面，截至 2018 年末，中国海运受限资产账面价值共计 818.57 亿元，占期末总资产的 29.43%，包括固定资产 491.96 亿元、长期应收款 126.84 亿元、长期股权投资 184.93 亿元和货币资金 11.99 亿元等，主要用于向金融机构抵押借款，受限资产规模及占比较大。

表 10：2018 年末中国海运受限资产情况

单位：亿元

指标	账面价值	受限原因
货币资金	11.99	抵押、保证金、法定准备金等
一年内到期的非流动资产	0.68	抵押/质押借款
投资性房地产	1.03	抵押/质押借款
长期股权投资	184.93	抵押/质押借款
长期应收款	126.84	抵押/质押借款
固定资产	491.96	抵押/质押借款
无形资产	1.14	抵押/质押借款
合计	818.57	-

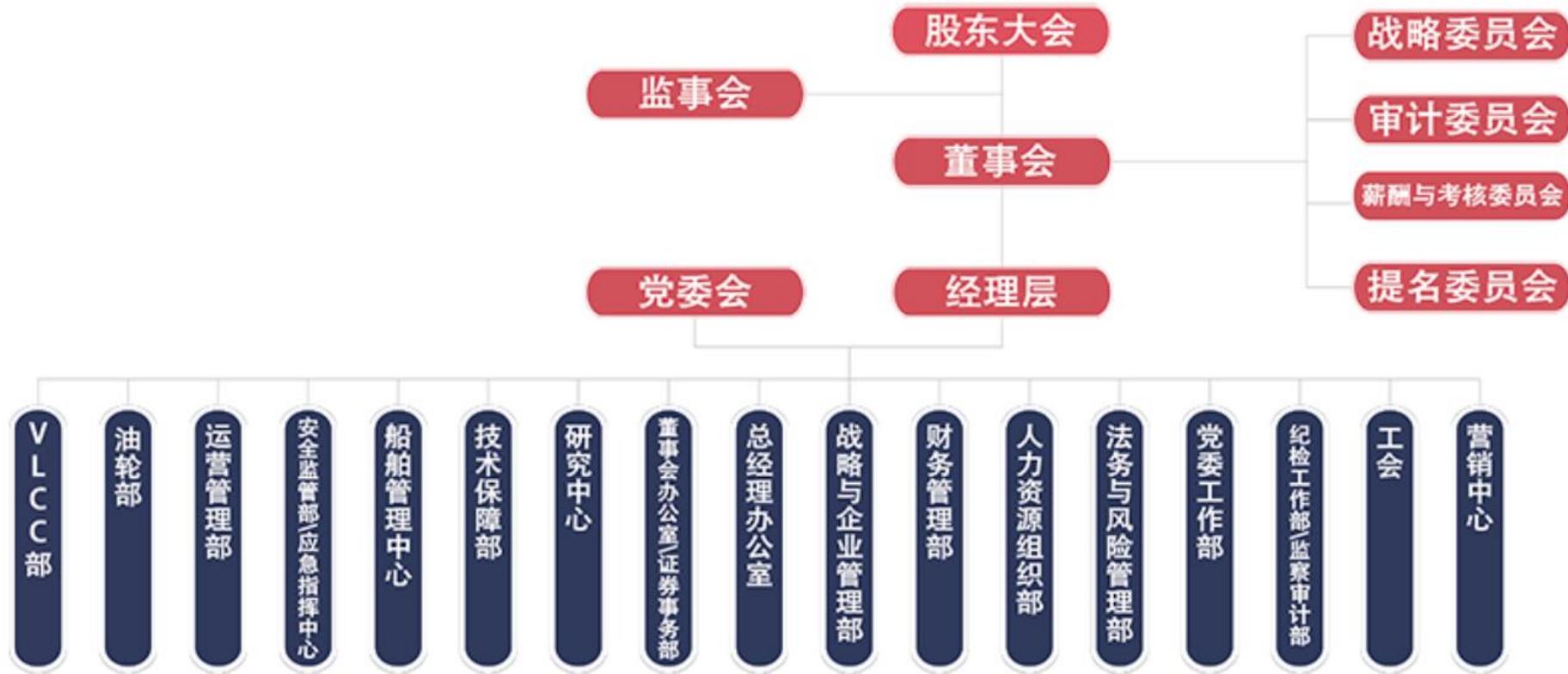
资料来源：中国海运年度报告，中诚信证评整理

总体来看，重组后中国海运依托全球第一大航运企业中远海运集团，在相关业务领域具有显著优势，毛利率水平较往年大幅提升，经营性净现金流保持大规模净流入，整体资产质量较好，信用风险极低。中诚信证评认为中国海运提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供强有力的保障。

结 论

综上，中诚信证评维持中远海能主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**；维持“中海发展股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

附二：中远海运能源运输股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：中远海运能源运输股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	640,920.34	501,135.61	346,878.21	415,705.63
应收账款净额	114,207.05	91,835.66	73,524.06	123,004.05
存货净额	45,698.40	65,621.87	92,684.67	79,706.99
流动资产	902,048.46	725,311.69	694,465.14	814,546.19
长期投资	427,972.52	482,995.15	520,824.40	508,655.83
固定资产合计	4,335,728.97	4,602,448.08	4,933,273.04	4,822,087.82
总资产	5,830,947.65	6,038,887.09	6,341,626.74	6,602,258.82
短期债务	462,688.47	695,213.28	860,249.59	890,306.68
长期债务	2,093,525.45	2,125,800.34	2,127,762.69	2,082,164.64
总债务	2,556,213.92	2,821,013.62	2,988,012.28	2,972,471.32
总负债	3,072,142.68	3,212,337.84	3,414,406.94	3,689,956.43
所有者权益合计	2,758,804.97	2,826,549.25	2,927,219.81	2,912,302.40
营业总收入	1,316,072.35	977,839.20	1,228,600.21	384,770.96
三费前利润	326,682.27	218,369.69	186,368.33	91,265.10
投资收益	135,168.09	42,609.25	52,025.93	15,164.41
净利润	196,081.56	188,506.17	32,385.87	50,193.78
EBITDA	546,887.11	470,288.80	389,154.36	-
经营活动产生现金净流量	1,221,848.17	355,321.73	223,766.53	150,791.75
投资活动产生现金净流量	513,223.90	-717,344.72	-242,989.25	-5,831.93
筹资活动产生现金净流量	-1,593,863.43	232,379.55	-140,835.23	-73,244.61
现金及现金等价物净增加额	150,576.05	-138,167.68	-154,333.15	68,827.42
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率（%）	25.14	22.73	15.61	24.44
所有者权益收益率（%）	7.11	6.67	1.11	6.89*
EBITDA/营业总收入（%）	41.55	48.09	31.67	-
速动比率（X）	1.17	0.75	0.55	0.64
经营活动净现金/总债务（X）	0.48	0.13	0.07	0.20*
经营活动净现金/短期债务（X）	2.64	0.51	0.26	0.68*
经营活动净现金/利息支出（X）	9.80	3.93	1.72	4.01
EBITDA 利息倍数（X）	4.39	5.20	2.98	-
总债务/EBITDA（X）	4.67	6.00	7.68	-
资产负债率（%）	52.69	53.19	53.84	55.89
总资本化比率（%）	48.09	49.95	50.51	50.51
长期资本化比率（%）	43.14	42.93	42.09	41.69

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；
 2、2016年度财务数据采用2017年期初数，2017年财务数据采用2018年期初数；
 3、2019年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：中国海运集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	2,597,379.51	3,331,229.00	3,529,354.00
应收账款净额	599,196.38	259,270.45	262,270.66
存货净额	786,732.81	275,431.29	337,772.74
流动资产	5,958,878.94	6,111,969.28	6,220,259.78
长期投资	6,550,182.74	6,586,493.19	7,366,385.58
固定资产合计	11,655,869.45	10,826,705.19	11,412,020.08
总资产	26,200,218.24	26,372,620.94	27,817,013.91
短期债务	4,591,535.05	5,297,026.48	6,962,656.65
长期债务	9,811,588.11	10,064,380.37	9,257,932.23
总债务	14,403,123.16	15,361,406.84	16,220,588.89
总负债	18,896,069.95	18,360,213.45	19,366,905.66
所有者权益（含少数股东权益）	7,304,148.29	8,012,407.48	8,450,108.25
营业总收入	5,503,839.49	3,511,252.41	3,904,951.44
三费前利润	623,175.64	628,846.62	677,946.37
投资收益	1,609,921.77	749,721.04	832,926.46
净利润	577,326.95	714,181.29	506,262.01
EBITDA	1,890,524.79	1,793,183.88	1,750,512.34
经营活动产生现金净流量	1,145,850.50	1,311,371.87	1,740,109.59
投资活动产生现金净流量	-1,254,354.13	-838,135.28	-1,117,461.89
筹资活动产生现金净流量	156,705.55	278,556.67	-405,730.61
现金及现金等价物净增加额	129,386.05	683,202.04	258,271.40
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	11.28	17.76	17.21
所有者权益收益率（%）	7.90	8.91	5.99
EBITDA/营业总收入（%）	34.35	51.07	44.83
速动比率（X）	0.65	0.79	0.64
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	0.09	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.25	0.25	0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	2.83	3.02	3.25
EBITDA 利息倍数（X）	4.67	4.13	3.27
总债务/EBITDA（X）	7.62	8.57	9.27
资产负债率（%）	72.12	69.62	69.62
总资本化比率（%）	66.35	65.72	65.75
长期资本化比率（%）	57.32	55.68	52.28

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；
2、2017年财务数据采用2018年年初数。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。