

信用等级公告

联合〔2020〕3293号

中远海运发展股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中远海运发展股份有限公司主体长期信用状况和拟 2020 年面向专业投资者公开发行的公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中远海运发展股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中远海运发展股份有限公司拟 2020 年面向专业投资者公开发行的公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年十月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中远海运发展股份有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券规模：不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），其中基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 10 亿元（含 10 亿元）。公司和主承销商将根据网下申购情况决定是否行使超额配售权

本期债券期限：10 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本付息

评级时间：2020 年 10 月 23 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	1,390.38	1,378.37	1,444.94	1,515.69
所有者权益（亿元）	168.74	180.40	242.08	240.09
长期债务（亿元）	671.65	620.88	631.25	670.60
全部债务（亿元）	1,013.37	1,139.96	1,126.93	1,184.05
营业总收入（亿元）	163.41	166.84	142.29	78.41
净利润（亿元）	15.32	14.38	17.43	8.53
EBITDA（亿元）	78.11	83.21	85.75	--
经营性净现金流（亿元）	119.30	65.49	85.66	36.51
营业利润率（%）	21.40	25.43	25.19	25.01
净资产收益率（%）	10.07	8.24	8.25	3.54
资产负债率（%）	87.86	86.91	83.25	84.16
全部债务资本化比率（%）	85.73	86.34	82.32	83.14
流动比率（倍）	0.69	0.55	0.55	0.59
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.04	2.56	2.50	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.91	4.16	4.29	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2020 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；3. 其他流动负债中的超短期融资券已调整至短期债务指标核算，长期应付款中应付融资租赁款已调整至长期债务指标核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中远海运发展股份有限公司（以下简称“公司”或“中远海发”）的评级反映了公司在股东背景、行业地位、经营规模等方面的综合竞争优势。公司船舶租赁业务、集装箱租赁业务及集装箱制造规模位居世界前列，其他产业融资租赁业务发展较快。近年来，公司资产、所有者权益及净利润均呈现增长态势，且公司持有部分优质的银行股权资产。同时，联合评级也关注到，公司所处航运业市场需求的波动风险、航运租赁板块关联交易规模大、融资租赁业务风险管控压力大、整体债务负担重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，凭借公司在航运业长期积累的经验、公司控股股东在航运产业链的全面布局、公司多元化业务结构的完善，公司综合实力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **股东背景雄厚。**公司间接控股股东中国远洋海运集团有限公司作为国务院国资委直属子公司，是全球最大的航运企业之一，在市场地位、经营规模以及股东背景等方面具有显著优势，为公司经营发展提供了重要保障。

2. **行业地位突出。**公司在集装箱航运市场深耕多年，在国际、国内市场均具有突出的品牌优势；公司集装箱租赁规模居世界第二位（按 TEU 计），船舶租赁业务及集装箱制造规模居于世界前列。

3. **长期股权投资资产质量较好。**截至 2019 年底，公司长期股权投资 258.54 亿元，较年初增长 8.53%，其中渤海银行、光大银行等优质股权资产能够为公司带来稳定的投资收益。

关注

1. **航运业市场需求波动风险。**新冠肺炎疫情、中美贸易摩擦等因素可能导致从中国出口的货物量减少、受阻或增长放缓，对公司的业务造成不利影响。此外，公司航运租赁业务收入中关联交易规模较大，对单一客户依赖程度较高。

2. **公司主营业务相关风险。**公司航运租赁业务收入中关联交易规模大，对单一客户依赖程度较高；2019 年，公司集装箱制造业务产销量均有所下降，集装箱制造销售收入大幅下降；公司融资租赁业务不良率逐年上升，加之近年来国内经济下行，对公司风控能力提出较大挑战。

3. **公司资产受限比例较高，整体债务负担重。**截至 2019 年底，公司资产受限比例为 46.62%。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 87.86%、86.91%和 83.25%，全部债务资本化比率分别为 85.73%、86.34%和 82.32%。

分析师

唐玉丽 登记编号（R0040215110002）

高佳悦 登记编号（R0040219050005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中远海运发展股份有限公司（以下简称“公司”或“中远海发”）前身为中海集装箱运输股份有限公司（以下简称“中海集运”），由中国海运（集团）总公司（以下简称“中国海运”，后更名为“中国海运集团有限公司”）作为独家发起人，于 2004 年 2 月 5 日，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）批准，以发起方式设立。

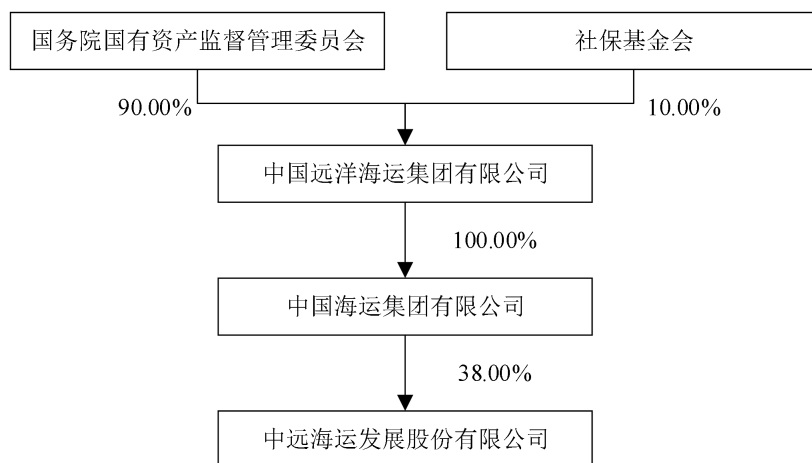
2004 年 4 月，中海集运在香港联交所首次公开发行股票 24,200.00 万股并挂牌上市，股票简称：“中海集运”，股票代码：02866.HK。2017 年 12 月，中海集运在上海证券交易所公开发行股票 233,662.50 万股 A 股并挂牌上市，股票简称“中海集运”，股票代码：601866.SH。

2015 年 12 月 11 日，中海集运发布《中海集装箱运输股份有限公司第四届董事会第四十次会议决议公告》，审议通过重大资产出售及重大资产购买交易的整体方案。2016 年 5 月 4 日，国资委将其持有的中国海运 100% 权益无偿划转给中国远洋海运集团有限公司（以下简称“中远海运集团”），本次无偿划转后，中远海运集团通过中国海运间接持有公司 455,913.92 万股股份，占公司总股本的 39.02%¹，成为公司的间接控股股东。

2016 年 9 月 6 日，经公司 2016 年第三次临时股东大会审议通过，公司名称变更为现名，股票简称变更为“中远海发”，股票代码保持不变；2016 年 11 月 18 日，公司完成了工商变更登记手续，并取得由上海市工商行政管理局换发的营业执照；2016 年 12 月 30 日，公司完成了重大资产重组交割事项。

截至 2020 年 6 月底，公司注册资本为 116.08 亿元，中国海运直接持有公司 A 股 38.00% 的股份，通过集合计划间接持有公司 A 股 0.41% 的股份，并直接持有公司 H 股 0.87% 的股份，合计持股比例为 39.28%，为公司直接控股股东。中远海运集团为公司间接控股股东，公司实际控制人为国资委。截至 2020 年 6 月底，公司控股股东所持公司股权未质押。

图 1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：国内沿海及长江中下游普通货船、国内沿海外贸集装箱内支线班轮运输，国际船舶运输（含集装箱班轮运输），集装箱制造、修理、租赁，船舶租赁，自有集装箱、自用船舶买卖。国内沿海普通货船（散货船除外）海务管理、机务管理和船舶检修、保养、买卖、租赁、

¹中国海运直接持有公司 A 股总股本比例 37.75%，并通过集合计划持有公司 A 股总股本 0.41%、持有 H 股总股本 0.86%，合计共持有公司总股本 39.02%。

营运、资产管理及其他船舶管理服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年底，公司内设船舶管理中心、技术保障部、安全监督部、商务综合部、监察审计部、法务与风险管理部等 12 个部门（见附件 1）；公司拥有直接或间接控制子公司共 98 家，拥有在职员工 7,325 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 1,444.94 亿元，负债合计 1,202.86 亿元，所有者权益合计 242.08 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019 年，公司实现营业总收入 142.29 亿元，净利润 17.43 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额为 85.66 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -56.14 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司合并资产总额为 1,515.69 亿元，负债合计 1,275.60 亿元，所有者权益合计 240.09 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2020 年 1—6 月，公司实现营业总收入 78.41 亿元，净利润 8.53 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额为 36.51 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.23 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区国贸大厦 A-538 室；法定代表人：王大雄。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中远海运发展股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），其中基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 10 亿元（含 10 亿元）。公司和主承销商将根据网下申购情况决定是否行使超额配售权。本期债券期限为 10 年期。本期债券为固定利率债券，票面利率将根据网下簿记建档结果确定，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致后确定。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行，采用单利按年计息，不计复利。本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券面向相关法律法规规定的专业投资者公开发行，不向公司股东优先配售。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司债务。

三、行业分析

公司主营业务收入主要来源于船舶租赁业务、集装箱租赁业务、集装箱制造业务和其他产业融资租赁业务，因此以下主要分析上述行业。

1. 船舶租赁行业

（1）行业概况

船舶租赁业具备收益和现金流相对稳定的特点，但全球航运市场供求直接影响了船舶租赁行业的租金水平。2019 年，受宏观经济环境及全球贸易摩擦等不确定、不稳定因素影响，全球运输需求增长放缓，航运市场总体呈现较为低迷状态。

船舶租赁是指出租人将自有船舶出租给承租人使用，由承租人分期支付船舶租金的一种经营模式。

目前，国内外市场上从事船舶租赁业务的租赁公司可以分为两种。第一类是船东型租赁公司，此类公司持有船舶资产并以获取租金收入和资产升值收益为主要盈利手段，该公司对航运市场的参与度强，大部分由自有船舶管理公司以期租的方式展开租赁，租期约为3~12年左右。租赁公司自行承担船舶资产的风险，包括资产贬值风险和各种船东责任等。第二类是财务型租赁公司，此类公司虽然也做船东，但一般都没有自己的船舶管理公司，在决策一个船舶租赁项目的时候更专注于从财务方面出发进行考量，重在计算自有资金的投资回报率。而对船舶本身的具体经营管理方面，该类公司倾向于光租形式把船舶租给承租人，从而将经营管理的直接风险完全转移给承租人。船东型租赁公司通常具有航运业、船舶运营和维护等行业背景，拥有一定的专业能力和稳定的客户群，可以通过提供造船、融资、租船等全产业链服务提高综合收益。财务型租赁公司的资金来源渠道较多，资金成本低，资金成本和租金之间的利差成为其主要利润来源。

船舶租赁按经营模式可以分为经营性租赁和融资性租赁两大类。船舶经营性租赁是航运业通行的经营模式，是由船东和租船人之间由普通出租和租用关系形成的租赁业务。经营性租赁模式下，出租人自始至终拥有船舶所有权，出租人仅赚取租金收入、承租人仅使用而不拥有船舶。与经营性租赁不同的是，船舶的融资性租赁是指实质上转移与船舶资产所有权有关的全部或绝大部分风险和报酬的租赁。具体来说，船舶融资租赁是指出租人根据承租人对船舶的特定要求和对船厂的选择，出资向造船厂购买船舶并租给承租人使用，由承租人分期支付租金的一种租赁模式。

虽然船舶租赁业由于期租合同期限较长而具备收益和现金流稳定的特点，但是由于航运业是典型的周期性行业，运价、船价均存在较大幅度的波动，在航运市场萧条的情况下，船舶资产价格的下跌、租船人盈利能力的下降均会给租赁公司带来额外风险。2019年，受宏观经济环境及全球贸易摩擦等不确定、不稳定因素影响，全球运输需求增长放缓，航运市场总体供需失衡局面未有明显改善，总体呈现较为低迷状态，波罗的海干散货指数现波动下降。2020年1月2日，波罗的海干散货指数为976点，较2019年1月2日的1,282点下降了306点。2020年，航运市场受经贸摩擦阶段性缓解、低硫油新政等因素影响，供需平衡有望得到一定程度改善，但整体运力供给大于需求的特征仍将持续。

（2）行业竞争

全球船舶租赁市场集中度较低，行业内企业竞争激烈。

集装箱船东公司是全球集装箱航运市场重要组成部分。根据 Claksons 统计，截至2019年3月1日，全球集装箱船东公司运力规模占集装箱船队总运力规模比例不超过50.00%；集装箱船舶租赁市场集中度较低，全球前三十大集装箱船东公司运力占整个市场比例不超过32.00%。加拿大 Seaspan 租船公司以86.80万TEU²的运力成为全球最大的集装箱船舶租赁公司，是全球第二大集装箱船舶租赁公司中远海发的主要竞争对手，其主要客户包括中远海运控股股份有限公司（以下简称“中远海控”）、Hapag-Lloyd、K-Line、MOL 等全球知名集装箱班轮运输公司。

表1 截至2019年3月1日全球前二十大集装箱船舶租赁企业运力情况（单位：TEU、艘）

船东公司	自有运力		订单运力	
	TEU	艘数	TEU	艘数
Seaspan	909,900	112	--	--

²TEU: twentyfootequivalentunit 的缩写，系集装箱运量统计单位，以长20英尺的标箱作为标准。

中远海发	581,603	74	--	--
Costamare	487,378	73	63,450	5
C-POffen	471,982	60	--	--
ShoeiKisenKaisha	395,645	49	480,800	54
BoComLeasing	357,158	31	--	--
DanaosShipping	346,268	58	--	--
ZodiacMaritime	338,751	42	189,616	13
PeterDohle	336,509	81	2,782	1
FredriksenGroup	233,546	28	--	--
Norddeutsche	226,153	46	--	--
Zeaborn	219,655	35	--	--
MinshengBank	208,918	15	--	--
NaviosMtime	196,686	45	--	--
SchulteGroup	195,659	47	2,339	1
GlobalShipLease	195,184	38	--	--
EasternPacificShpg	192,351	27	163,726	11
MPCGroup	182,810	83	--	--
NissenKaiun	157,963	23	38,436	18
LomarShpg	127,074	52	26,418	15

数据来源：Clarksons

目前，船舶租赁行业竞争高度激烈。国际航运业供大于求，国际贸易复苏缓慢，船舶运力大于需求，船东在租金、租约条款、货船质量、调配能力、市场渗透率、财务资源、客户服务及可靠性等方面进行竞争。同时航运市场的运营压力会传导到船舶租赁市场，从而加剧船舶租赁公司在租赁费率等方面的竞争。

（3）行业关注

宏观经济、航运市场供求结构变化及突发政治和社会事件等因素等均可能对船舶租赁企业的经营业绩造成不利影响。

航运市场与全球宏观经济联系紧密，宏观经济环境的波动会导致国际贸易需求的波动，并进而影响全球航运市场，特别是集装箱运输市场的供求结构。另一方面，航运业的需求同时可能受政治及社会因素的影响，例如战争、罢工等因素可能对全球航运市场造成冲击。

（4）未来发展

集装箱运输的市场结构与集装箱船舶运力结构很可能会迎来较大的调整，2020 年全球经济存在较大不确定性，船舶租赁市场需求会因此受到一定影响。

就船舶租赁而言，短期内集装箱运输市场增长的速度不会很高；集装箱船的大型化可以降低货物的单位运输成本，因此集装箱船舶大型化是行业发展的明显趋势。在市场低谷时期，各大船公司在经营对策上会作出新的调整，集装箱运输市场的市场结构与集装箱船舶运力结构很可能会迎来较大的调整。因为集装箱运输的安全高效、经济便利性，可以实现“门到门”的运输方式，长期来看，市场上对于集装箱船运输的需求仍会持续。2020 年初，世界两大经济体中美两国达成了第一阶段贸易协定，市场普遍预测全球经济下行压力能得到一定程度缓解。但国际地缘政治动荡加剧、石油价格波动加大、新冠肺炎疫情在全球蔓延、金融市场剧烈波动等因素，给全球经济发展带来了较大的不确定性。

2. 集装箱租赁行业

(1) 行业概况

集装箱租赁行业为解决航运业运输能力扩张与资金短缺的矛盾而产生和存在，其发展与集装箱贸易运输量高度相关，集装箱租金易受市场供需及经营周期性波动的影响。

自二十世纪六十年代以来，集装箱化已成为促进全球经济发展不可或缺的一部分。集装箱是大型标准化的钢制箱，与传统运输方式比较，集装箱装载货物后，通过卡车、铁路和轮船运送至最终目的地，中间不需进行装卸，可明显降低损失、盗窃等安全风险，可以显著降低集装箱使用者的运输时间和成本。并且由于集装箱的标准化制造，可在全世界范围内利用标准化装卸设备迅速而安全地装卸和运输标准尺寸的集装箱，大大提高了运输效率，具有较为明显的优势。

集装箱租赁是指集装箱租赁公司与承租人（一般为海运班轮公司，铁路、公路运输公司等）签订协议，用长期或短期的方式把集装箱租赁给承租人的一种租赁方式。在协议执行期间，箱体由承租人管理使用，承租人负责对箱体进行维修保养，确保避免灭失。协议期满后，承租人将集装箱还至租箱公司指定堆场。堆场对损坏的箱体按协议中规定的技术标准修复，承租人按照协议向租箱公司承付提还箱费及租金。

国际集装箱租赁业务几乎与集装箱的海上运输业务同时产生。在集装箱租赁业务起步初期，租箱业务的规模很小，船运公司多使用自备集装箱。到了二十世纪六十年代，随着集装箱运输业务的扩大、集装箱制造业的迅猛发展以及集装箱国际化的制定，集装箱的需求逐步上升。各集装箱制造商为适应市场需求，不断开发出技术先进、功能不同的新型集装箱（如冷藏集装箱、罐式集装箱、各类特种集装箱）。传统的自备集装箱方式已无法满足运输公司更新和迅速扩张箱队的需求。此时，集装箱租赁行业应运而生，其产生为船运公司提供了解决运输能力扩张与资金短缺矛盾的有效途径，对集装箱运输格局产生了重大影响。

集装箱租赁市场的参加者主要包括以下四类：集装箱制造厂商，为集装箱租赁市场提供各类集装箱；集装箱航运公司，是集装箱运输的承运人，是租赁集装箱的需求者，也是集装箱租赁市场上的主要参加者；集装箱出租公司，在集装箱租赁活动中，主要以出租人的身份出现；金融机构，提供租赁集装箱所需的资金或担保。

从宏观层面看，集装箱租赁业与集装箱贸易运输量高度相关，同样受到宏观经济周期性波动的影响。集装箱租赁业在 2003 年需求爆发后曾迎来一波快速增长，总箱队规模飞速扩张，但租金回报率水平却不断走低。根据 Drewry 统计，2012 年以来，集装箱租金价格持续走低，2016 年 20 英尺新购普通干式集装箱的长期租赁日租金已跌至历史相对低位。2016 年四季度以来，全球租箱租金开始逐步回升，2016—2017 年，20 英寸干式集装箱长租日租金大概维持在 50~60 美分/天。

(2) 行业竞争

集装箱租赁行业集中度较高，但受下游行业不景气影响，近年来行业竞争激烈，行业内并购重组活跃。佛罗伦通过与东方国际合并，成为全球第二大集装箱租赁公司。

集装箱租赁行业是市场集中度相对较高的行业，世界上主要的集装箱租赁公司大约有十多家，主要分布在美国、欧洲和中国。根据 Drewry 统计，截至 2017 年 12 月 31 日，全球集装箱规模约为 39.46MTEU，全球前 10 大租箱公司（按 TEU 计算）占全球集装箱队总数比例为 51.80%，占集装箱租赁行业箱队总数的比例为 96.08%。

表 2 2012—2017 年全球集装箱规模及分布情况（单位：MTEU）

年份	租箱公司	航运公司	合计
2012	14.85	17.91	32.75
2013	15.95	18.22	34.17
2014	17.29	18.89	36.18
2015	17.91	19.55	37.46
2016	19.16	18.58	37.74
2017	20.44	19.02	39.46

资料来源：Drewry

近年来，集装箱规模逐年增长，而国际航运形势低迷，运价一直在低位徘徊，加之集装箱租金标准较为透明，集装箱租赁行业竞争较为激烈，集装箱租赁行业并购与重组活跃，Triton 与 TAL 合并使之成为全球最大的集装箱租赁公司；佛罗伦国际有限公司（以下简称“佛罗伦”）与东方国际投资有限公司（以下简称“东方国际”）合并，成为全球第二大集装箱租赁公司。根据 Drewry 统计，截至 2017 年底，全球主要租箱公司的箱队规模情况如下：

表 3 截至 2017 年底全球主要集装箱租赁企业箱队情况（单位：MTEU）

租箱公司	规模
Triton	5.6
佛罗伦	3.7
TextainerGroup	3.3
Seaco	2.4
Beacon	1.3
CAI	1.2
SEACUBE	1.1
Touax	0.5

注：Drewry 统计数据与公司统计数据略有差异

资料来源：Drewry

3. 集装箱制造业

集装箱制造业行业集中度较高，2017—2019 年，我国集装箱出口数量呈现波动下降趋势。

集装箱制造业是典型的劳动密集型行业，其产业转移路径主要受贸易量和劳动成本两大因素影响。随着我国出口占世界贸易量的持续增长，且人力成本相对较低，1993 年后我国集装箱产量便开始一直稳居世界第一，近年来我国集装箱产量占全球集装箱产量比重一直在 95%以上，中国在集装箱制造行业在全球具有绝对的垄断地位。

中国集装箱销售客户主要为以航运企业、箱租赁公司、铁路公司及集装箱运输企业为主，且主要面向海外市场。2017—2019 年，我国集装箱出口数量分别为 300.00 万个、340.00 万个和 242.00 万个，呈现波动下降趋势。

中国集装箱市场行业集中度较高，中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司（以下简称“中集集团”）、胜狮货柜企业有限公司（以下简称“胜狮货柜”）、新华昌集团有限公司、上海寰宇物流装备有限公司（以下简称“上海寰宇”）四大集团长期占据市场份额的 90%左右，其中中集集团占据全球约一半的市场份额，为全球集装箱行业龙头。

4. 融资租赁行业

(1) 行业概况

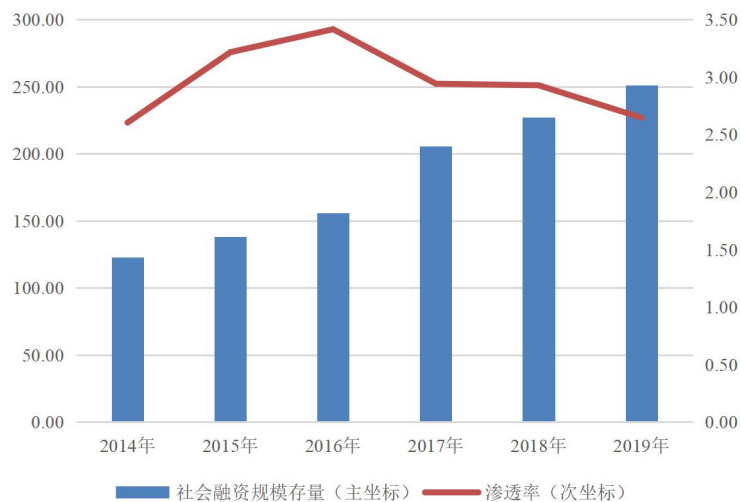
近年来,融资租赁行业企业数量和业务规模增速放缓,并且业务规模在 2020 年首次出现负增长;行业渗透率持续处于低位,融资租赁行业仍存在很大的发展空间。

长期以来,我国有两类融资租赁公司:一类是由银保监会批准成立的金融租赁公司,属于非银行金融机构;另一类是由商务部批准成立的租赁公司,该类租赁公司主要是由非金融机构设立。2017—2019 年,我国融资租赁公司数量增速有所放缓,年底较年初增幅分别为 35.39%、21.71%和 3.00%。截至 2019 年底,全国融资租赁企业(不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司)总数为 12,145 家,较年初增加 15 家。

从业务发展情况看,2017—2019 年,全国融资租赁合同余额保持增长,但增速有所放缓,年底较年初增幅分别为 14.07%、9.38%和 0.06%。其中 2019 年底金融租赁公司合同余额最大,为 2.50 万亿元,较年初变化不大,而内资和外资租赁公司受存在很多空壳公司的影响,合同余额分别为 2.08 万亿元和 2.07 万亿元,均较年初变化不大。2020 年以来,由于新冠肺炎疫情在国内外相继爆发和蔓延,并且在监管政策尚未明朗的叠加作用下,融资租赁行业整体规模回落,合同余额 6.47 万亿元,较年初下降 2.80%,出现了 2006 年以来的首次负增长。

行业渗透率方面,近年来,我国融资租赁行业渗透率仍然较低,且 2016 年以来渗透率整体呈下降态势,存在较大的行业发展空间。本报告使用“期末融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”来评估融资租赁行业渗透率,截至 2019 年底,融资租赁行业渗透率为 2.65%,仍持续处于较低水平。

图 2 融资租赁行业渗透率(单位:万亿元、%)



资料来源: Wind, 联合评级整理

(2) 行业竞争

在行业分化愈加明显的环境下,行业内的龙头企业依托实力雄厚的股东支持仍然能够实现平稳发展,而民营、小微融资租赁企业仍需寻求专业化发展,部分实力相对较弱的融资租赁企业将面临进一步的风险暴露甚至出现被清退的情况。

股东支持力度对于融资租赁企业的抗风险能力(包括资产质量以及资金来源等)有重要影响,尤其是经历了融资艰难的时期后,金融机构对于风险溢价的需求增加,流动性的结构性宽松也并未使得民营及小微企业的融资难度有明显改善。融资租赁行业内龙头企业更容易取得较为稳定的资金

来源，并且依托于股东资源的业务质量也普遍更容易控制风险；而民营及小微融资租赁企业不仅在资金来源方面受限，并且在业务端方面也对自身风控能力提出了更高的要求。在这样的背景下，民营、小微融资租赁企业需要走一条专业化发展的道路，回归租赁本源，减少同质化竞争，提高自身专业度及风险管理能力。在行业分化愈加明显的情况下，部分未能实现转型升级的民营、小微融资租赁企业在上游资金端融资成本和难度边际上升及下游业务端资产质量波动的双重挤压下，将会面临进一步的风险暴露甚至清退情况。

（3）行业政策及监管

银保监会对融资租赁行业的强监管在短时间内会对融资租赁企业产生较大的冲击，但长期看来有利于规范行业秩序，并且对行业总体抗风险能力产生积极影响。

2020年6月9日，银保监会发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称《办法》），按照“补短板、严监管、防风险、促规范”的原则，通过加强和完善融资租赁公司的事中事后监管，引导行业规范有序发展。《办法》在规范业务经营、落实指标约束、加强风险防范、实施分类处置等方面进行了具体的说明。此外《办法》还设置了达标过渡期，过渡期内要求存量融资租赁公司逐步达到有关监管要求。考虑到部分特定行业的融资租赁业务期限较长，《办法》将过渡期延长到三年。

2019年12月，中央经济工作会议召开，2020年我国要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。会议提出“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”。目前对于民营融资租赁企业，在银行融资多需要抵质押或是担保借款，纯信用借款较少；另外从债券市场来看，投资者对民企债的认可度仍然不高，对民营企业“一刀切”的现象还普遍存在。虽然近年来不断有政策支持民营企业融资，但市场并未向民营企业大量释放流动性，资金方对于风险溢价的要求仍然很高，股东对于融资和经营风险的影响愈加明显，并且短期内此种态势难以扭转。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为中远海运集团旗下航运金融产业平台的重要主体，在集装箱航运市场深耕多年，在国际、国内市场均具有突出的品牌优势，船舶租赁和集装箱租赁规模处于市场领先地位，同时拥有全球化的销售网络，可以为客户提供多元化服务。

公司作为中远海运集团旗下航运金融产业平台的重要主体，主营业务包括船舶租赁、集装箱租赁、集装箱制造与其他产业租赁业务四大板块，拥有《中华人民共和国国际船舶运输经营许可证》《中华人民共和国水路运输许可证》《国际班轮运输经营资格登记证》和《金融许可证》等经营资质。

（1）品牌优势明显，市场地位领先

公司作为我国最重要的航运企业之一，在集装箱航运市场深耕多年，积累了丰富的行业经验，在国际、国内市场的品牌优势明显，在客户中拥有广泛的认知度和良好的品牌知名度。自成立以来，公司以快速的业务增长迅速跻身于全球十大班轮公司行列，是以中国为基地的全球最大和增长最快的集装箱航运公司。

实施重大资产重组后，公司主营业务在其所属的各航运细分市场都拥有一定的规模优势和领先的市场地位。在船舶租赁领域，截至2019年底，公司集装箱船队运力规模为87艘，总运力达60.94

万 TEU，其中，自有船舶共有 74 艘，总运力为 58.16 万 TEU；散货船 4 艘，每艘运力为 64,000DWT；液化天然气船、重吊船等各类船舶合计约 80 余艘；在集装箱租赁领域，公司子公司佛罗伦集装箱保有量约 366 万 TEU，居世界第二位。在集装箱制造领域，公司拥有集装箱生产线水性油漆工艺，并凭借此市场标杆效应，在市场竞争中取得技术领先优势。目前公司已经成为集船舶租赁，集装箱制造、销售和租赁为一体的大型综合型航运企业。

（2）销售网络覆盖全球

公司目前主要客户涵盖全球前二十大班轮运输企业。公司建立的全球网络网点及银行结算系统能够快速反应，保持信息交流畅通，从而使公司能够灵活地应对集装箱航运市场的变化。在客户服务方面，公司可以为集装箱航运企业提供包括船舶租赁、集装箱销售、租赁、管理等多元化服务。

2. 人员素质

公司主要高级管理人员拥有丰富的行业背景和管理经验；公司人员构成符合行业特点，可以满足目前的生产经营需要。

公司共有董事、监事及高管人员 20 人。公司高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长王大雄先生，1960 年生，硕士学位，高级会计师，历任招商证券股份有限公司非执行董事、中远海运财产保险自保有限公司董事长等职务，2019 年 7 月起担任公司董事长职务。

公司总经理刘冲先生，1970 年生，本科学位，高级会计师，历任中海集团投资有限公司副总经理，中海集团物流有限公司副总经理，中海（海南）海盛船务股份有限公司总会计师，中国海运（集团）总公司资金管理部主任，中海集装箱运输股份有限公司总会计师，中海集团投资有限公司总经理等职务。2020 年 1 月起任公司总经理职务。

截至 2019 年底，公司共有在职员工 7,325 人。按专业构成情况划分，高级技术人员占 0.82%，中级技术人员占 12.12%，初级技术人员占 20.48%，其他人员占 66.58%；按教育程度划分，大专以下占 60.40%，大专占 16.46%，本科占 19.62%，硕士及以上占 3.52%。

3. 股东背景

公司控股股东中远海运集团在全球海运市场综合竞争实力的日益显现，公司依托强大股东背景，其经营发展有望得到更好保障。

2016 年，公司股东中国海运和中国远洋（集团）总公司（现为中国远洋海运集团有限公司，以下简称“中国远洋”）重组合并成立中远海运集团。中远海运集团在中国（上海）自由贸易试验区设立，注册资本 110.00 亿元。中国海运和中国远洋成为中国远洋海运集团的全资子公司，管理职能由中国远洋海运集团统一行使，原中国海运和中国远洋的资源、人员、职能等一并转入新组建的中远海运集团。中远海运集团作为国资委直接监管的特大型央企，是国内最大的国际航运、物流和修造船产业集团，在全球航运业综合实力位居前列，其在品牌影响力、经营规模及股东背景等方面具有显著优势。

五、公司管理

1. 治理结构

公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构完善，组织机构设置和职

能的分工符合内部控制的要求，同时也符合《上市公司治理准则》等法律、法规的要求。

公司根据《公司法》《证券法》和其他有关规定，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司全体股东组成股东大会，股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划并审议批准应提交股东大会的重大投资计划；选举和更换董事，决定有关董事的报酬事项；选举和更换由股东代表出任的监事，决定有关监事的报酬事项；审议批准董事会、监事的报告等，在职责范围内依法行使职权。

公司设董事会，向股东大会负责并报告工作，董事会由 5 名至 19 名董事组成。董事会设董事长 1 人、副董事长不超过 2 人。董事会中不少于 2 名为执行董事，负责处理公司指派的日常事务，其余为非执行董事，不处理日常事务。公司董事由股东大会选举或更换，任期 3 年，可连选连任。公司董事长由全体董事的过半数选举和罢免。

公司监事会成员不少于 3 人（含 3 人），设主席 1 名，经 2/3 以上监事会成员表决通过。公司监事会组成中，外部监事应占监事会人数的 1/2 以上，由股东大会选举和罢免；监事会中职工代表的比例应不低于 1/3，由公司职工民主选举和罢免。监事任期 3 年，可连选连任。公司监事会对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对董事、高级管理人员履职的合法合规性进行监督。

公司设首席执行官 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘；设总经理 1 名，由首席执行官提名，董事会聘任或解聘；设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。首席执行官、总经理每届任期 3 年，连聘可以连任，首席执行官可兼总经理。首席执行官对董事会负责，全面主持公司的经营管理工作，侧重于境外公司的经营和管理。

2. 管理体制

公司部门设置齐全，符合业务发展需要，内部管理制度规范，管理运作情况良好。

公司根据自身情况制订了较为完整的管理体系和制度。截至 2019 年底，公司下设船舶管理中心、技术保障部、安全监督部、商务综合部、监察审计部、法务与风险管理部等 12 个部门，各部门分工明确，运作规范。

风险管理相关制度方面，公司注重内部控制融入日常经营管理，制定了《关于内部控制与风险管理办法》，规定了内部控制检查评价方法和标准，定期进行内控自查和考核，健全内控长效机制，确保内控有效。一直以来，公司严格按照企业内部控制规范体系的规定，建立健全和有效实施内部控制，评价其有效性，并如实披露内部控制评价报告。监事会对董事会建立和实施内部控制进行监督。经理层负责组织领导企业内部控制的日常运行。

财务管理制度方面，公司根据《公司法》《会计法》，参照《企业会计准则》及其有关法规、政策和制度，结合公司情况，制定了完备的财务管理制度，对公司的税务管理进行了规范，明确了工作职责。

预算管理制度方面，为进一步规范预算管理工作，控制公司经营和财务风险，提高预算管理水平，公司制定了《全面预算管理暂行办法》。公司设立了预算管理委员会、预算管理办公室、预算执行单位三个层次的预算管理机构，做到了全员参与、全面覆盖，并进行事前预算、事中控制、事后分析结合的全程监控。

资金管理制度分为资金管理模式和资金运营内控制度。为从整体上控制财务风险，提高资金使

用效率，公司按照要求制定了有关资金使用管理的办法及操作办法等文件，严格控制公司内部资金运营与使用。公司制定了《资金支付管理办法》，规范公司资金支付业务流程，降低资金风险，确保资金安全。公司的付款按照月度预算和周预算进行统筹和调配资金。对于生产经营性付款，按照规定流程，逐级审批，对于非生产经营性付款，则需要填写《非生产经营性对外付款申请表》，并附董事会或其他有关内部批文等资料，再按照规定流程付款。公司按照要求制订了有关资金使用管理办法以及操作办法等制度文件，严格控制公司内部资金运营与使用。

投融资管理制度方面，财务部按照年度预算、月度预算和周预算等计划，预测资金缺口、提前做好融资准备或者盈余资金的安排。遵照《融资管理细则》《融资性担保管理细则》的要求，同时，按照上市公司信息披露等方面的要求，进行投融资内部审批流程，并按照规定进行相关项目。2007年发行的公司债以及公司发行的股票募得的资金使用管理，公司均严格按照业已建立的各项资金管理制度规范债券资金、募集资金使用的审批程序并建立资金使用的实时反馈制度。

担保制度方面，公司根据《公司章程》中涉及担保事项的规定，对外担保业务进行管理，规范对外担保行为，防范担保风险，保护公司和投资者的合法权益。公司在《公司章程》《股东大会议事规则》和《董事会议事规则》中对对外担保管理进行了规定，公司的任何对外担保事项均须经董事会审议通过。

关联交易制度方面，公司根据《公司章程》中涉及关联交易的规定，建立了严格的定价原则、审查和决策程序、决策机制：董事会作出关于公司关联交易的决议时，必须有独立董事签字后方能生效；股东大会审议有关关联交易事项时，关联股东不应当参与投票表决，其所代表的有表决权的股份数不计入有效表决总数，股东大会决议的公告应当充分披露非关联股东的表决情况。

六、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，受集装箱制造业务规模波动下降等因素影响，公司营业总收入波动下降；受航运租赁毛利率提升带动，公司综合毛利率逐年上升。2020年上半年，随着船舶融资租赁业务规模扩大和集装箱制造业务毛利率回升，公司营业总收入和毛利率水平较上年同期均有所提高。

公司是以船舶租赁、集装箱制造、销售与租赁和其他产业租赁等多元化业务为主营业务的综合性航运金融服务平台。2017—2019年，公司营业总收入分别为163.41亿元、166.84亿元和142.29亿元，净利润分别为15.32亿元、14.38亿元和17.43亿元。2019年，公司营业总收入主要来自航运租赁、集装箱制造和其他产业租赁业务，上述板块收入合计占营业总收入的比重为99.55%，公司主业突出。

从具体收入构成看，2017—2019年，公司航运租赁收入波动下降，年均复合下降2.52%，2019年公司航运租赁收入为84.93亿元，较上年变化不大，占营业总收入的比重为59.69%，较上年上升9.79个百分点。2017—2019年，公司集装箱制造收入波动下降，年均复合下降24.72%；2019年，公司集装箱制造收入31.13亿元，较上年下降47.42%，主要系受供需关系变化及中美经贸摩擦影响，集装箱需求低迷，销售量及销售均价较上年均有所下降所致，占营业总收入的比重为21.88%，较上年下降13.60个百分点。2017—2019年，公司其他产业租赁收入逐年增长，年均复合增长33.02%，主要系公司融资租赁规模扩大所致，2019年，公司其他产业租赁收入25.58亿元，较上年增长24.36%，占营业总收入的比重为17.98%，较上年上升5.65个百分点。公司其他业务规模小，对公司整体收入影响较小。

表4 2017-2019年及2020年1-6月公司营业总收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1-6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
航运租赁	89.39	54.70	20.26	83.26	49.90	26.77	84.93	59.69	27.17	43.77	55.82	24.22
集装箱制造	54.92	33.61	8.46	59.20	35.48	9.76	31.13	21.88	3.25	20.51	26.16	10.66
其他产业租赁	14.46	8.85	63.61	20.57	12.33	54.50	25.58	17.98	49.24	13.76	17.54	49.07
其他	4.65	2.84	55.80	3.81	2.28	65.23	0.65	0.46	-23.23	0.38	0.48	88.24
合计	163.41	100.00	21.14	166.84	100.00	25.03	142.29	100.00	25.68	78.41	100.00	25.34

注:其他业务主要有金融服务、金融投资等,2019年该板块收入大幅下降及毛利率转负主要系2018年下半年中海集团财务有限责任公司出表所致

资料来源:公司提供

从毛利率水平来看,2017-2019年,公司综合毛利率逐年提升,2019年,公司综合毛利率为25.68%,较上年上升0.65个百分点。具体来看,2017-2019年,航运租赁毛利率逐年提升,2018年航运租赁毛利率26.77%,较上年上升6.51个百分点,主要系船舶和集装箱净残值逐年调整,导致船舶、集装箱折旧下降,同时3艘租入集装箱船舶的租约到期,也导致船舶租金成本下降幅度大于租金收入下降的幅度所致;2019年,航运租赁毛利率27.17%,较上年变化不大。2017-2019年,集装箱制造毛利率波动下降,集装箱制造毛利率为3.25%,较上年下降6.51个百分点,主要系集装箱销售均价下降所致。2017-2019年,其他产业租赁业务毛利率逐年下降,主要系市场资金利率持续走高,同时公司为降低资金来源的集中度风险,拓展多样化融资渠道所致,2019年其他产业租赁业务毛利率为49.24%,较上年下降5.26个百分点;其他板块业务占比较小,对公司综合毛利率影响较小。

2020年1-6月,公司实现营业总收入78.41亿元,同比增长14.18%。具体来看,航运租赁收入为43.77亿元,同比增长7.08%,主要系本期船舶融资租赁业务规模扩大及美元兑人民币汇率上升所致;集装箱制造业务实现收入20.51亿元,同比增长0.28%,主要系公司集装箱销售均价上涨所致;其他产业租赁收入为13.76亿元,同比增长18.97%,主要系业务规模扩大所致。

毛利率方面,2020年1-6月,公司综合毛利率为25.34%,较上年同期上升3.14个百分点,主要系集装箱制造业务毛利率上升所致。具体来看,航运租赁业务毛利率为24.22%,较上年同期小幅上升,主要系本期航运租赁收入增加,成本增速相对平缓所致;集装箱制造业务毛利率为10.66%,较上年同期有所上升,主要系集装箱销售均价上涨所致;其他产业租赁业务毛利率为49.07%,较上年同期变化不大。2020年1-6月,公司实现净利润8.53亿元,同比下降5.55%,主要系公司按持股比例享有的联营及合营公司本期利润受新冠肺炎疫情影响同比下降,以及公司持有中国石油集团资本股份有限公司(以下简称“中油资本”)和五矿资本股份有限公司(以下简称“五矿资本”)股权的公允价值同比下降所致。

2. 航运租赁板块

公司航运租赁板块业务主要可细分为船舶租赁业务和集装箱租赁业务。

(1) 船舶租赁业务

2017-2019年,公司集装箱船队规模大,船舶租赁收入呈下降趋势,主要承租人为关联企业中远海控,客户集中度极高。

公司船舶租赁业务的主要经营主体是公司本部、中远海发(天津)租赁有限公司、中远海运发展(香港)有限公司、中远海运发展(亚洲)有限公司和东方富利国际有限公司。2018年,来自船舶租赁收入为51.24亿元,较2017年下降10.66%,主要系3艘租入集装箱船舶的租约到期,船舶租

赁数量由 97 艘下降至 94 艘所致。2019 年，来自船舶租赁的收入为 50.88 亿元，较 2018 年下降 0.70%，其中船舶经营租赁收入为 45.81 亿元，船舶融资租赁收入为 5.07 亿元。2020 年 1—6 月，公司来自船舶租赁收入为 25.68 亿元，较去年同期增长 4.97%，其中船舶经营租赁收入为 22.74 亿元，船舶融资租赁收入为 2.94 亿元。

截至 2019 年底，公司集装箱船队规模达 87 条，公司集装箱船平均船龄 11.3 年，总运力达 60.94 万 TEU；此外，还包括 6.4 万吨级散货船 4 艘；液化天然气船、重吊船、油化船等各类船舶合计约 80 余艘；码头、码头设备及大交通类项目 30 余个。

从经营模式来看，公司船舶租赁以期租为主，即公司每次按固定价格按月或年出租货船。费率主要依据期租合约，参照租约期长短及船龄、速度及燃料消耗等货船的具体特点而厘定。公司负责船员及维修成本，而承租人则负责船用燃料及港口或运河费等不定额费用。

从上下游关系来看，公司上游供应商主要为中远海运船员管理有限公司（以下简称“中海运船员公司”）、中石化中海船舶燃料供应有限公司等关联方；船舶租赁业务下游交易客户主要为关联企业中海海控，且与其的合作全部为经营租赁业务，2017—2019 年，中海海控贡献的收入约占公司船舶租赁总收入 90%以上；其上下游经营及供需情况稳定。

（2）集装箱租赁业务

2017—2019 年，公司集装箱租赁规模大，出租率高，收入较为稳定，但客户集中度较高；集装箱租赁价格易受航运市场的影响，具有一定波动性。

公司集装箱租赁业务主要经营主体为公司收购的东方国际和佛罗伦。2018 年，公司集装箱租赁、管理及销售收入为 32.03 亿元，较 2017 年变化不大。2019 年，公司集装箱租赁、管理及销售收入为 34.05 亿元，较 2018 年增长 6.33%，主要系本年度集装箱出租箱量保持稳中有升所致。2020 年 1—6 月，公司集装箱租赁、管理及销售收入为 18.09 亿元，较去年同期增长 10.23%，主要系公司加大对欧美航线回流箱销售力度，二手箱销量增加所致。

截至 2019 年底，公司集装箱保有量合计约 366 万 TEU，较上底小幅下降，其中包含自有箱 334 万 TEU、管理箱 31.5 万 TEU 和少量售后回租箱³。

从经营模式上看，公司集装箱租赁业务主要是以自有资金或贷款融资采购的自有集装箱，与承租人签订新箱租约，期间收取租金，到期退租后，公司安排验箱维修作二次出租，资产使用 10~15 年后通过资产处置实现残值回收；集装箱管理主要是受集装箱投资者（一般为银行或保险机构）委托，对其投资的集装箱进行管理运营，主要管理内容包括备箱、租赁、调运、保管、交接、发放、检验修理及代售等工作。集装箱管理受托人按照委托协议约定条款向委托人收取集装箱管理费。

2017—2019 年，公司集装箱租赁业务全年平均出租率高，分别为 97.30%、98.83%和 98.50%；每年的出租价格则受航运市场影响较大，以每只 20 英尺干散货箱为例，因中美贸易摩擦情况不明朗，2019 年第一及第二季度的集装箱租金变动显著，在 USD0.45~USD0.53 之间波动；之后中美贸易战达成第一次协议后，市场逐渐稳定，第三及第四季度价格维持在 USD0.48 上下；集装箱租赁 2019 年 12 月平均价格为 USD0.47，较上年同期有所下降。

从上下游关系来看，公司通过邀标等方式确定集装箱采购商，主要采购商包括中集集团、胜狮货柜以及公司子公司上海寰宇等业内知名集装箱制造商，集装箱采购价格参照市场价格水平确定；公司向包括关联方中海海控（2019 年，对中海海控的集装箱租赁收入约占集装箱租赁总收入的 41%，公司对第一大客户收入存在一定依赖）、达飞轮船（CMA）、TritonInternationalLimited 等在内的全球知名集装箱运输企业提供集装箱租赁服务。

³指公司将集装箱资产卖给银行或其他投资机构，通过回租方式再重新获得集装箱使用权的箱子。

3. 其他产业租赁板块

2017—2019 年，公司其他产业租赁业务规模发展较迅速，资金投放行业分散，租赁资产质量尚可；公司其他产业租赁业务不良率逐年上升，但仍处于可控范围；融资渠道渐趋丰富，但仍以项目贷款为主。公司风险架构可以满足自身经营管理的需要，风控制度比较完善。

公司主要通过子公司中远海运租赁有限公司（以下简称“中远海运租赁”）开展其他产业租赁业务。中远海运租赁成立于 2013 年 8 月，为专业从事其他产业融资租赁业务的公司。近三年，随着融资租赁业务规模逐步扩大，其他产业租赁收入逐年增长，2019 年，其他产业融资租赁收入为 25.58 亿元，较上年增长 24.36%。2020 年 1—6 月，其他产业融资租赁收入为 13.76 亿元，同比增长 18.97%，主要系融资租赁业务规模进一步扩大所致。

公司其他产业租赁业务以售后回租为主要租赁服务形式。按照租赁类型来看，2019 年，售后回租业务占 94.55%，其余为直接租赁与保理业务。

从应收融资租赁款的行业分布来看，2017—2019 年，工业与信息业务部和汽车金融事业部应收融资租赁款净额逐年增长，分别年均复合增长 40.93%和 590.87%；医疗业务部应收融资租赁款净额逐年减少，年均复合下降 7.40%；公共服务部和建设业务部应收融资租赁款净额波动增长，分别年均复合增长 24.67%和 43.05%；能源业务部和创新业务部应收融资租赁款净额波动减少，分别年均复合下降 4.65%和 4.01%。截至 2020 年 6 月底，应收融资租赁款金额较大的部门分别为公共服务部、工业与信息业务部、建设业务部和能源业务部，占比分别为 27.41%、19.38%、16.38%和 13.88%。

表5 2017—2019年底及2020年6月底公司应收融资租赁款的行业分布情况（单位：亿元、%）

行业	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 6 月底	
	净额	占比	净额	占比	净额	占比	净额	占比
工业与信息业务部	34.65	15.50	57.60	21.36	68.82	21.19	65.24	19.38
公共服务部	49.63	22.19	47.07	17.46	77.14	23.76	92.28	27.41
能源业务部	64.46	28.83	72.41	26.86	58.61	18.05	46.74	13.88
建设业务部	21.42	9.58	19.37	7.19	43.83	13.50	55.14	16.38
医疗业务部	38.45	17.19	35.45	13.15	32.97	10.15	27.81	8.26
汽车金融事业部	0.63	0.28	14.19	5.26	30.07	9.26	30.39	9.02
创新业务部	14.38	6.43	23.52	8.72	13.25	4.08	16.73	4.97
金融市场部	--	--	--	--	0.01	--	2.39	0.71
合计	223.62	100.00	269.61	100.00	324.70	100.00	336.72	100.00

资料来源：公司提供

资产质量方面，公司采用以风险为基础的分类方法，将租赁资产分为正常、关注、次级、可疑和损失五类。次级、可疑和损失合成为不良资产。由于成立时间较短，2017—2019 年，中远海运租赁的不良率分别为 0.0039%、0.92%和 1.18%，逾期率分别为 0.0231%、1.91%和 1.89%；从客户情况来看，截至 2019 年底，公司租赁业务投放金额超过 1 亿元人民币的客户共计 7 家，合计投放金额 182.62 亿元；未回收本金金额 324.70 亿元。

融资渠道方面，近年来，公司由主要依靠单一项目贷款向全方位融资转变，目前融资渠道包括银行项目贷款、资产支持证券及其他直接融资工具等，但项目贷款占比依然最大。

公司按照管理工作的职能定位不同，实施全面风险管理工作。资产管理部主要负责公司已投放的租赁项目的租后管理，开展资产巡视、资产处置相关资产管理工作，开展对产生逾期的项目租金进行催收，并可采取相关法律措施，保持租赁资产质量在风险可控的一定标准范围内。运营管理部

主要负责租赁业务投放前后标准化、规范化的集中处理和内外服务；风险控制部作为公司业务的主要风险管理部门，主要负责降低承租人相关的违约风险，减少公司授信业务的损失，组织、建立和实施公司承租人相关的风险管理体系，监督业务部门对公司相关授信政策的执行情况。

从公司业务运作流程上看，主要分为项目立项、尽职调查、项目审查、项目审议、项目审批、项目投放、日常管理共七个阶段。此外，公司还制订了《独立审批人授信审批管理办法》对不同事业部的项目规定授信额度及对应审批流程。整体看，公司在针对租赁业务投放的过程中形成了较为完善的流程和体系以控制风险和提高资产质量。

4. 集装箱制造板块

公司集装箱制造产能规模大，受航运市场波动及行业政策影响，2017—2019年，公司集装箱制造业务规模波动下降，2019年产销量和销售收入均大幅下降。2020年上半年，受集装箱价格上涨影响，公司该项业务收入与上年基本持平，毛利率明显上升。

公司集装箱制造业务由上海寰宇负责。2017—2019年，公司集装箱制造设计产能均为55.00万TEU（双班24小时）。2017—2019年，公司集装箱产量分别为46.19万TEU、57.85万TEU和37.87万TEU，2019年产量较上年下降主要系行业景气度大幅降低等因素影响所致。2017—2019年，产能利用率分别为83.98%、105.20%和68.85%。

集装箱制造业务营业成本主要包括原材料成本、职工薪酬以及折旧费等。其中集装箱制造原材料成本主要包括钢材采购、其他原料或资财备件采购，钢材主要根据下游市场销售订单情况和各个钢厂每月更新价格情况按月采购，其他材料主要是根据下游市场销售订单情况按需采购，主要供应商为日照钢铁轧钢有限公司等。

2018年，公司销售集装箱61.56万TEU，集装箱制造实现营业收入59.20亿元，较2017年分别增长28.33%和7.79%，主要系集装箱制造市场较为景气，公司前瞻性改进集装箱油漆技术，同时加强市场营销，提升生产效率，使得集装箱制造板块量价齐升所致。2019年，公司销售集装箱40.29万TEU，集装箱制造实现营业收入31.13亿元，分别较2018年下降34.55%和47.42%，主要系受宏观经济走势及中美经贸摩擦影响，集装箱需求低迷，销售量及销售均价下降所致。公司集装箱制造的下销售对象主要为国际知名箱东公司，也包括公司旗下集装箱租赁平台佛罗伦，以实现内部产业链垂直整合的协同效应。

2020年1—6月，公司集装箱累计销售18.76万TEU，较上年同期下降15.51%，主要系新冠肺炎疫情影响所致，集装箱制造实现营业收入24.45亿元，同比增长0.28%，主要系集装箱均价同比上涨所致；集装箱制造毛利率为10.66%。

5. 经营效率

2017—2019年，公司整体经营效率一般。

2017—2019年，公司应收账款周转次数分别为9.86次、12.58次和11.95次；存货周转次数分别为11.97次、11.16次和10.09次；公司总资产周转次数分别为0.12次、0.12次和0.10次。

6. 关联交易

公司关联交易规模大，但定价公允，对其独立性影响较小。

受公司重大资产重组后战略转型需要，公司航运租赁业务与关联方存在较多的关联交易。2017—2019年，公司向关联方销售、提供劳务的价值分别为86.11亿元、94.83亿元和70.80亿元，占营

业收入比重分别为 52.70%、56.84%和 49.76%。2017—2019 年，公司向关联方采购、接受劳务的价值分别为 22.31 亿元、27.27 亿元和 24.32 亿元，占营业成本的比重分别为 17.45%、22.00%和 23.00%。公司关联交易的定价均以市场公允价为基础，采用协议方式予以确认。

在采购商品与接受劳务的关联交易中，主要有对中远海运金融控股有限公司关于管理服务、物资采购、修船服务的采购（2019 年采购金额为 5.33 亿元）；对中海运船员公司关于船员供应的采购（2019 年采购金额为 5.37 亿元）；对中远海控关于船舶代理、代理服务、堆存服务、期租船舶、物流运输服务、物资采购、修箱服务的采购（2019 年采购金额为 4.50 亿元）；对中远海运（香港）有限公司关于物流运输服务、物资采购、修箱服务的采购（2019 年采购金额为 5.20 亿元）。

在出售商品及提供劳务的关联交易中，主要是公司对中远海控关于集装箱销售、集装箱租赁、期租船舶、监造技术服务收入等。2019 年，上述销售收入为 69.17 亿元，其中租赁收益根据德鲁里报告参考确定⁴。

7. 重大事项

为盘活存量资产，优化资产结构，公司拟出售间接持有的中集集团 17.94%股权。

2020 年 10 月，根据公司披露的《中远海运发展股份有限公司重大资产出售报告书（草案）》，为盘活存量资产，优化资产结构，公司间接全资子公司中远集装箱工业有限公司（以下简称“中远工业”）拟通过协议转让方式分别向深圳市资本运营集团有限公司、深圳资本（香港）集装箱投资有限公司（以下简称“深圳资本香港”）出售其所持有的中集集团 350,000,000 股 A 股股份和 264,624,090 股 H 股股份；同时，公司间接全资子公司长誉投资有限公司拟通过协议转让方式向深圳资本香港出售其所持有的中集集团 30,386,527 股 H 股股份（以下简称“本次交易”）。本次交易拟转让股份合计 645,010,617 股，约占中集集团总股本 17.94%。截至本次交易前，公司合计持有中集集团 A 股及 H 股股份合计 813,616,829 股，占中集集团总股本的 22.63%。

本次交易为重大资产出售，不涉及发行股份，不影响公司的股权结构，亦不会导致公司控制权的变更。由于公司对中集集团不构成控制，不将其纳入合并报表范围，本次交易不改变公司的主营业务。

本次交易以现金方式支付，其中目标 A 股股份转让价款应以人民币支付，目标 H 股股份转让价款应以港币支付。经交易各方协商一致，本次交易目标 A 股股份的每股价格为人民币 9.83 元/股，本次交易目标 H 股股份的每股价格亦为人民币 9.83 元/股。

根据公司 2019 年度审计报告、公司 2019 年度经信永中和审阅并出具的备考审阅报告，本次交易完成后，截至 2019 年 12 月 31 日，公司的资产总额将由交易前的 1,444.94 亿元下降 0.16%至交易后的 1,442.68 亿元，负债总额将由交易前的 1,202.86 亿元下降 0.23%至 1,200.16 亿元，归属于母公司所有者权益将由交易前的 242.08 亿元增长 0.18%至 242.52 亿元，资产负债率将由交易前的 83.25%下降 0.06 个百分点至交易后的 83.19%。本次交易后，2019 年公司的营业总收入将保持不变，净利润将由交易前的 17.43 亿元下降 14.10%至 14.97 亿元。

截至 2020 年 10 月 20 日，本次交易尚需履行多项审批程序，包括但不限于有权国资监管部门或其授权机构的批准，发改主管部门、商务主管部门及外汇主管部门的备案或相关手续，以及公司股东大会的批准等。本次交易能否获得上述批准、核准或备案，以及最终获得相关批准、核准或备案的时间，均存在不确定性。

⁴2016年底公司与中国远洋海运集团有限公司签订《船舶租赁服务总协议》与《经营租赁服务总协议》，协议约定提供船舶及集装箱资产租赁服务的价格参照公允价格即航运行业独立顾问德鲁里出具的咨询报告协商确定，2017年1月1日起已陆续执行该协议。

8. 经营关注

（1）客户集中风险

公司向关联方中远海控及其下属企业出租集装箱船舶以及集装箱相关业务收入规模较大，客户集中度较高。若中远海控因故未能履行其承租公司船舶和集装箱的合约责任，公司可能无法在合理期间内找到替代的承租人，对公司的船舶和集装箱的出租率以及相应租金收入可能产生重大不利影响。

（2）航运业市场波动风险

公司的经营业绩间接受到运量的影响，而运量取决于全球贸易额和中国进出口额。若全球贸易额下降，将导致市场对航运服务需求的减少，可能对公司未来的租赁业经营业绩产生不利影响。由于中国货物的出口量大于进口量，因此公司大部分业务收入来自中国出口的货物运至美国和欧洲等海外市场的航运服务，新冠肺炎疫情、中美贸易摩擦等因素可能导致从中国出口的货量减少、受阻或增长放缓，可能对公司的业务造成不利影响。

（3）海外经营及汇率风险

公司长期以来在全球开展业务，在取得佛罗伦和东方国际的股权后，集装箱租赁业务经营范围也遍布全球。公司虽然拥有丰富的全球运营经验，但境外经营面临复杂多变的世界政治、经济、法律和人文环境，主要资产和业务所在地的政策、法律制度变更等均有可能会对公司境外业务经营造成不利影响，具有境外经营风险。目前公司旗下境外子公司资产主要以美元计价，美元汇率波动会直接影响其海外公司的业务，对自身整体业绩产生一定影响。

（4）融资租赁业务风险

公司其他产业租赁业务主要采取融资租赁模式，涉及行业较为分散，加之近年来国内经济下行，企业信用风险攀升，对公司风控能力提出较大挑战。

9. 未来发展

公司的发展规划符合公司自身定位，并根据国内外航运市场环境及时进行转型，战略目标可实施性较强。

公司的发展目标为以航运金融为依托，发挥航运物流产业优势，整合产业链资源；打造以航运及相关产业租赁、集装箱制造、投资及服务业务为核心的产业集群；以市场化机制、差异化优势、国际化视野，建立产融结合、融融结合、多种业务协同发展的“一站式”航运金融服务平台。各业务板块发展战略与目标如下：

在船舶租赁方面，将在当前业务基础上，逐步培养建立起一支高水平、专业化投融资团队，逐步发展成为国内一流的船东系租赁企业。短期内通过充分调动本公司当前船队资源，以对内业务盘活存量；长期内，通过逐步提升对外业务的比重，利用中远海运集团在全产业链布局的优势，设计“一站式”业务模式，在行业中树立独特竞争优势。

在集装箱租赁方面，短期内以“稳固核心业务，把握市场机遇”为导向；实现销售、成本、能力三方面协同效应价值，进而稳固核心业务。长期内把握市场机遇，拓展特种箱租赁业务，优化合约业态，改善资本结构以提高回报率。

在集装箱制造板块通过技术升级、管理提升，加快环保技术推广和升级，增强综合竞争力。做强干货集装箱制造，加强集装箱产品多元化发展，提高特种集装箱市场份额，提前布局冷藏集装箱制造业务。寻求行业整合机会，优化运营，打造技术领先、产能利用率高、盈利水平高的世界一流的集装箱制造企业。

其他产业租赁业务重点选择医疗、教育、新能源、智能制造等具有发展潜力的行业。以中小客户和中小项目为主要目标，利用现有业务基础、经验及资金推动产融结合，力争成为融资租赁行业的领军企业。在实业领域，支持以客户为导向的发展需求，提供金融租赁增值服务，为其打造一条龙服务，建立专业化、对外统一的融资租赁业务平台。

投资及服务方面，注重战略价值与财务回报并重，战略协同与业务驱动双轨并行，充分利用境内境外资源，以产业基金等多种模式聚合外部资本，助力航运业及新产业的发展，推动产融结合，在孵化本公司未来金融投资产业的同时，努力实现良好的财务回报。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年财务报表经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018—2019 年财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。2020 年 1—6 月财务报告未经审计。公司财务报表按照财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）的要求进行编制。

从合并范围的变化来看，2018 年，公司处置子公司 1 家，新设子公司 12 家，清算子公司 5 家。2019 年，公司新设子公司 17 家，清算子公司 5 家。截至 2019 年底，公司共有 98 家子公司纳入合并财务报表范围。2020 年 1—6 月，公司新设子公司 20 家，清算子公司 1 家。截至 2020 年 6 月底，公司共有 117 家子公司纳入合并财务报表范围。总体看，公司主营业务未发生显著变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 1,444.94 亿元，负债合计 1,202.86 亿元，所有者权益合计 242.08 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019 年，公司实现营业总收入 142.29 亿元，净利润 17.43 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额为 85.66 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -56.14 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司合并资产总额为 1,515.69 亿元，负债合计 1,275.60 亿元，所有者权益合计 240.09 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2020 年 1—6 月，公司实现营业总收入 78.41 亿元，净利润 8.53 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额为 36.51 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.23 亿元。

2. 资产质量

2017—2019 年，公司资产总额波动增长，资产规模大，且以非流动资产为主，整体资产受限比例较高，资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 1.94%；截至 2019 年底，公司资产总额 1,444.94 亿元，较年初增长 4.83%，其中流动资产占 20.62%，非流动资产占 79.38%，以非流动资产为主，符合公司所处行业特点。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产呈逐年下降趋势，年均复合下降 9.37%。截至 2019 年底，公司流动资产合计 298.00 亿元，较年初下降 1.43%；公司流动资产主要由货币资金（占 34.08%）和一年内到期的非流动资产（占 55.55%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金呈逐年下降趋势，年均复合下降 36.19%。截至 2019 年底，公司

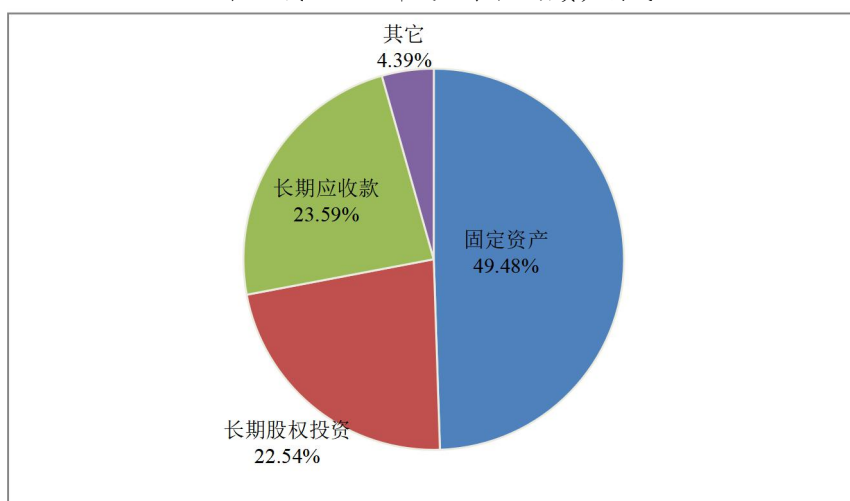
货币资金 101.56 亿元，较年初下降 37.31%，主要系公司融资租赁业务放款（余额）增加等原因所致；公司货币资金以银行存款（占 96.65%）和其他货币资金（占 3.35%）为主，其余为库存现金；货币资金受限比例为 5.13%，主要为保证金存款、资产证券化托管账户存款、专款账户存款等。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动资产逐年增长，年均复合增长 50.25%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动资产 165.54 亿元，较上年底增长 45.39%，主要系融资租赁业务一年内到期的租金增加所致。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 5.65%。截至 2019 年底，公司非流动资产 1,146.94 亿元，较年初增长 6.59%，主要由长期应收款（占 23.59%）、长期股权投资（占 22.54%）和固定资产（占 49.48%）构成。

图 3 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司长期应收款呈逐年增长趋势，年均复合增长 16.05%，主要系融资租赁业务规模扩大所致。截至 2019 年底，公司长期应收款 270.52 亿元，较年初增长 15.75%；累计计提坏账准备 5.63 亿元，计提比例为 2.04%。

2017—2019 年，公司长期股权投资采用权益法计量，呈逐年增长趋势，年均复合增长 12.43%。截至 2019 年底，公司长期股权投资 258.54 亿元，较年初增长 8.53%，计提减值准备 0.62 亿元；公司前五大长期股权投资情况如下表所示。

表 6 截至 2019 年底公司前五名长期股权投资情况（单位：亿元、%）

被投资单位	期末余额	股权占比
中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司	85.37	22.71
渤海银行股份有限公司	85.87	13.67
中国光大银行股份有限公司	43.93	1.38
中远海运集团财务有限责任公司	13.36	23.38
昆仑银行股份有限公司	13.20	3.74
合计	241.74	--

资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司固定资产账面价值逐年增加，年均复合增长 2.72%。截至 2019 年底，公司

固定资产账面价值 567.50 亿元，较年初增长 0.57%；固定资产账面价值主要由运输船舶（占 51.16%）和集装箱（占 47.85%）构成；公司固定资产累计计提折旧 281.37 亿元，成新率 66.88%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司所有权或使用权受限资产合计 673.64 亿元，占资产总额的 46.62%，受限比例较高。

表 7 截至 2019 年底公司所有权或使用权受到限制的资产（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占比	受限原因
货币资金	5.21	5.12	保证金存款、资产证券化托管账户存款、公司债券募集 资金监管账户、用于抵押/质押借款等
一年内到期的非流动资产	2.92	1.76	用于借款或资产证券化质押
长期应收款	237.23	87.70	用于借款或资产证券化质押
固定资产	257.65	45.40	用于抵押借款
长期股权投资	170.63	66.00	用于质押借款
合计	673.64	46.62	--

资料来源：公司年报、联合评级整理

截至 2020 年 6 月底，公司合并资产总额为 1,515.69 亿元，较年初增长 4.90%。其中，流动资产占 22.22%，非流动资产占 77.78%，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2017—2019 年，公司负债规模呈小幅波动下降趋势，负债结构相对均衡；公司整体债务负担重，且存在一定的集中偿付压力。

2017—2019 年，公司负债规模呈小幅波动下降趋势，年均复合下降 0.77%。截至 2019 年底，公司负债合计 1,202.86 亿元，较年初增长 0.41%。其中流动负债占 45.12%，非流动负债占 54.88%。

2017—2019 年，公司流动负债呈波动增长趋势，年均复合增长 1.52%。2019 年底，公司流动负债合计 542.68 亿元，较年初下降 1.14%；公司流动负债主要由短期借款（占 30.06%）和一年内到期的非流动负债（占 59.57%）构成。

2017—2019 年，公司短期借款呈波动增长趋势，年均复合增长 4.32%。截至 2019 年底，公司短期借款 163.14 亿元，较年初下降 8.77%；公司短期借款主要为信用借款（占 95.51%）。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债呈波动增长趋势，年均复合增长 32.88%，主要系一年内到期的长期借款规模变动所致。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 323.28 亿元，较上年底下降 1.22%。其中一年内到期的长期借款占 82.75%，一年内到期的应付债券占 13.22%，一年内到期的长期应付款占 2.82%。

2017—2019 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 2.54%。截至 2019 年底，公司非流动负债 660.18 亿元，较年初增长 1.71%；公司非流动负债主要由长期借款（占 83.09%）和应付债券（占 12.53%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 7.31%。截至 2019 年底，公司长期借款 548.53 亿元，较年初下降 4.35%；主要由信用借款（占 57.59%）、抵押借款（占 27.87%）和质押借款（占 12.72%）构成；从还款期限看，将于 1~2 年到期的占 40.51%，存在一定的集中偿付压力。

2017—2019 年，公司应付债券呈逐年增长趋势，年均复合增长 71.77%。截至 2019 年底，公司

应付债券 82.72 亿元，具体情况如下表所示。2021—2022 年到期规模较大，到期期限较为集中。

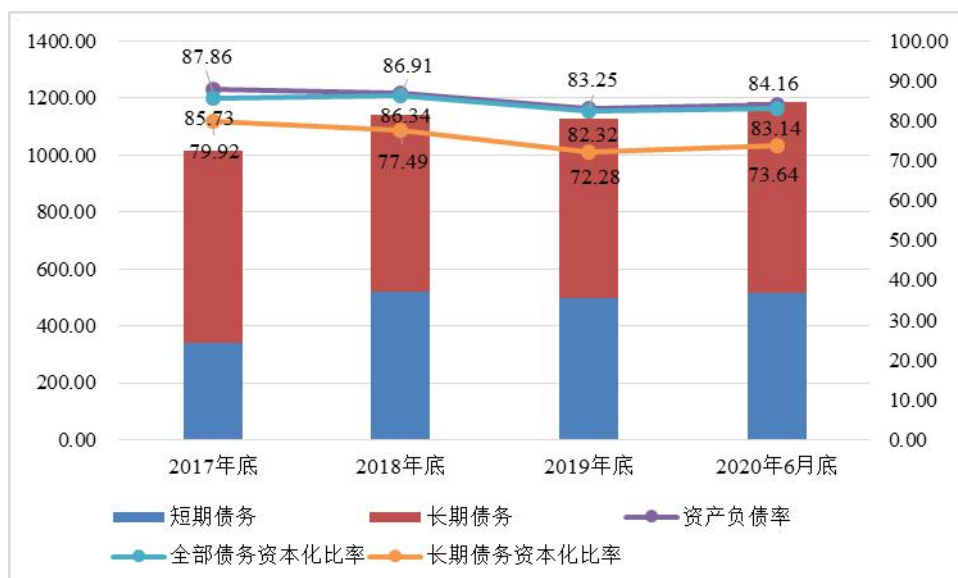
表 8 截至 2019 年底公司应付债券情况表（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	期末余额
18 中远海发 MTN001	2018/1/18	3 年	15.00
19 中远海发 MTN001	2019/1/23	3 年	20.00
19 中远海发 MTN002	2019/8/15	3 年	15.00
中海优（1、2、3）	2017/5/31	2.54 年	0.00
远海租（A1、A2、A3）	2018/5/16	4.17 年	5.13
17 中远海运 ABN001 优先（A1、A2、A3）	2017/1/26	3.53 年	6.47
18 中远海运 ABN001 优先（A1、A2、A3）	2018/10/17	2.26 年	5.65
远海租 ABS(01、02、03)	2019/1/29	3.56 年	13.20
远海租 ABS(11、12、13)	2019/3/20	3.34 年	9.02
19 中远租赁 ABN001 优先（A1、A2、A3）	2019/9/3	2.61 年	13.90
19 中远租赁 ABN002 优先（A1、A2）	2019/11/25	4.16 年	6.70
远海租 ABS(21、22)	2019/7/24	1.84 年	5.38
19 远租 01	2019/7/11	3 年	10.00
其中：一年内到期的应付债券	--	--	-42.73
合计	--	--	82.71

资料来源：公司年报、联合评级整理

2017—2019 年，公司全部债务呈逐年增长趋势，分别为 1,013.37 亿元、1,139.96 亿元和 1,126.93 亿元，年均复合增长 5.45%。截至 2019 年底，公司全部债务合计 1,126.93 亿元，较年初下降 1.14%，公司短期债务和长期债务占比分别为 43.99% 和 56.01%；2017—2019 年，公司资产负债率分别为 87.86%、86.91% 和 83.25%，全部债务资本化比率分别为 85.73%、86.34% 和 82.32%，长期债务资本化比率分别为 79.92%、77.49% 和 72.28%，公司整体债务负担重。如果将“18 远发 Y1”“19 远发 Y1”“19 远发 Y3”“19 远发 Y6”和“19 远发 Y8”计入债务计算，则截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 87.40%、86.70% 和 79.15%。

图 4 2017—2019 年及 2020 年 6 月底公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报、联合评级整理

截至2020年6月底，公司负债总额1,275.60亿元，较年初增长6.05%，其中流动负债占45.00%，非流动负债占55.00%，负债结构较年初变化不大。截至2020年6月底，公司全部债务1,184.05亿元，较年初增长5.07%。其中，短期债务513.45亿元（占43.36%），较年初增长3.59%，主要系发行超短期融资券所致；长期债务670.60亿元（占56.64%），较年初增长6.23%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至2020年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为84.16%、83.14%和73.64%，较年初分别上升0.91个百分点、0.82个百分点和1.36个百分点。

（2）所有者权益

2017—2019年，由于利润积累和新增永续期公司债发行，公司所有者权益规模不断增长，但权益结构稳定性一般。

2017—2019年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长19.78%。截至2019年底，公司所有者权益合计242.08亿元，较年初增长34.19%，主要系新增50亿元永续期公司债券和未分配利润增加所致，全部为归属于母公司所有者权益为242.08亿元，以股本、其他权益工具和未分配利润为主，占比分别为47.95%、28.92%和27.20%，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至2020年6月底，公司所有者权益合计240.09亿元，较年初下降0.82%，全部为归属于母公司所有者权益，所有者权益结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

2017—2019年，公司营业收入波动下降，期间费用对利润侵蚀显著，投资收益和公允价值变动收益对利润贡献很大，公司整体盈利能力较强。

2017—2019年，公司营业总收入呈波动下降趋势，分别为163.41亿元、166.84亿元和142.29亿元，年均复合下降6.69%；营业成本呈逐年下降趋势，分别为127.82亿元、123.97亿元和105.76亿元，年均复合下降9.04%。2017—2019年，公司实现营业利润分别为19.55亿元、17.47亿元和19.67亿元；实现净利润分别为15.32亿元、14.38亿元和17.43亿元。

从期间费用看，2017—2019年，公司费用总额逐年增长，分别为36.17亿元、40.86亿元和42.54亿元，年均复合增长8.46%，主要系财务费用增长所致。2019年，公司费用总额为42.54亿元，其中销售费用占0.33%、管理费用占21.99%、研发费用占0.22%、财务费用占77.45%，以管理费用和财务费用为主。2017—2019年，公司管理费用逐年增长，年均复合增长7.27%，主要系公司业务向多元化发展，投融资项目中介服务采购、办公场所租赁增加等相关管理费用增长所致；公司财务费用逐年增长，年均复合增长8.64%，主要系公司债务规模扩大，及2019年libor利率同比上升所致。2017—2019年，公司费用收入比逐年上升，分别为22.13%、24.49%和29.90%，期间费用对营业利润侵蚀显著，公司费用控制能力有待提高。

图5 2017—2019年公司费用情况图（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报、联合评级整理

2017—2019年，公司公允价值变动收益呈波动增长趋势，分别为0.04亿元、-6.32亿元和6.52亿元。2019年，公司公允价值变动收益较上年增长较大，主要系公司持有中油资本和五矿资本股权的公允价值上升所致。

2017—2019年，公司投资收益呈逐年增长趋势，分别为22.31亿元、24.05亿元和24.23亿元，年均复合增长4.22%，主要系权益法核算的长期股权投资收益变动所致，分别为营业利润的1.14倍、1.38倍和1.23倍，对营业利润贡献很大。

2017—2019年，公司分别实现其他收益0.39亿元、1.69亿元和0.92亿元，分别占营业利润的2.00%、9.69%和4.70%，对营业利润有一定贡献。

从盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率逐年上升，分别为21.40%、25.43%和25.19%；总资本收益率逐年上升，分别为3.57%、3.75%和3.85%；总资产报酬率逐年上升，分别为3.42%、3.68%和3.81%；净资产收益率波动下降，分别为10.07%、8.24%和8.25%。

2020年1—6月，公司实现营业总收入78.41亿元，较上年同期增长14.18%，主要系租赁业务收入增加所致；实现净利润8.53亿元，较上年同期下降5.55%，主要系投资收益和公允价值变动收益同比减少所致。

5. 现金流

2017—2019年，公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量逐年提高；公司经营活动现金流量无法满足投资活动资金需求，存在一定对外筹资需求。

从经营活动看，2017—2019年，公司经营活动产生的现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金，分别为237.67亿元、204.94亿元和185.94亿元，呈逐年下降趋势，年均复合下降11.55%，其中2019年较2018年下降9.27%，主要系中海集团财务有限责任公司（以下简称“中海财务公司”）剥离所致。2017—2019年，公司经营活动产生的现金流出呈波动下降趋势，分别为118.37亿元、139.44亿元和100.28亿元，2019年，公司经营活动产生的现金流出为100.28亿元，较上年下降28.09%，主要系中海财务公司剥离所致。受以上因素影响，2017—2019年，公司经营活动产生的现金流量净额波动下降，分别为119.30亿元、65.49亿元和85.66亿元，年均复合下降15.26%。从收入实现质量来看，2017—2019年，公司现金收入比分别为98.74%、108.86%和121.89%，收入实现质量逐年提升。

从投资活动看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 194.01 亿元、191.74 亿元 163.86 亿元，年均复合下降 8.10%，主要系收回融资租赁项目投放款所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 261.31 亿元、370.94 亿元和 269.12 亿元，年均复合增长 1.48%。受以上因素影响，2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-67.30 亿元、-179.20 亿元和-105.26 亿元，持续呈净流出状态，且净流出规模波动增加。

从筹资活动看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 486.68 亿元、600.02 亿元 735.72 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 22.95%，主要系取得借款收到的现金增加所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 457.82 亿元、567.75 亿元和 772.87 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 29.93%，主要系偿还债务支付的现金波动所致。受以上因素影响，2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别 28.86 亿元、32.28 亿元和-37.15 亿元。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额转为净流出状态。

2020年1—6月，公司经营活动产生的现金流量净额为36.51亿元；投资活动产生的现金流量净额为-36.07亿元；筹资活动产生的现金流量净额为19.23亿元。

6. 偿债能力

2017—2019 年，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司在股东背景、行业地位、经营规模等方面的竞争优势，以及公司融资渠道畅通，过往债务履约情况良好，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 0.69 倍、0.55 倍和 0.55 倍，速动比率分别为 0.67 倍、0.53 倍和 0.53 倍，流动资产对流动负债的保护程度较低。2017—2019 年，公司现金短期债务比波动下降，分别为 0.75 倍、0.31 倍和 0.22 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债压力一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 呈逐年增长趋势，分别为 78.11 亿元、83.21 亿元和 85.75 亿元，年均复合增长 4.77%。2019 年，公司 EBITDA 由利润总额（占 22.66%）、计入财务费用的利息支出（占 40.03%）、摊销（占 0.79%）和折旧（占 36.01%）构成。

2017—2019 年，公司 EBITDA 全部债务比波动上升，分别为 0.08 倍、0.07 倍和 0.08 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱；2017—2019 年，EBITDA 利息倍数分别为 3.04 倍、2.56 倍和 2.50 倍，EBITDA 对利息的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 6 月底，公司获得各类银行授信额度折合人民币⁵1,486.35 亿元人民币，尚未使用授信金额折合人民币为 684.84 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为香港联交所和上交所主板上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（机构信用代码：G1031011503785920R）显示，截至 2020 年 4 月 10 日，公司本部未结清及已结清信贷业务中，无不良和关注类记录。

截至 2020 年 6 月底，公司无对外担保事项。

截至 2020 年 6 月底，公司无重大未决诉讼事项。

7. 公司本部财务概况

公司本部资产以非流动资产为主，债务负担处于合理水平，所有者权益结构稳定性高；营业收入规模较小，利润主要来自投资收益，经营活动现金流为净流入状态。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 654.31 亿元。其中流动资产 89.28 亿元（占 13.64%），非

⁵注：美元授信额度按照 1 美元=7.0795 元人民币折算。

流动资产 565.03 亿元（占 86.36%），非流动资产主要为固定资产（占 20.89%）和长期股权投资（占 68.68%）。

截至 2019 年底，公司本部负债合计 282.11 亿元，其中流动负债 183.29 亿元（占 64.97%），非流动负债 98.82 亿元（占 35.03%），资产负债率为 43.12%；流动负债以短期借款（占 25.64%）、其他应付款（占 45.10%）和一年内到期的非流动负债（占 27.19%）为主；非流动负债以长期借款（占 48.91%）和应付债券（占 50.60%）为主。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益合计 372.20 亿元，主要由实收资本 116.08 亿元，其他权益工具 70.00 亿元，资本公积 163.61 亿元，盈余公积 15.46 亿元和未分配利润 9.34 万元构成。

2019 年，公司本部实现营业收入 22.82 亿元，投资收益 12.05 亿元，利润总额 13.42 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 69.20 亿元和 18.28 亿元，经营活动现金流量净额为 50.92 亿元；公司投资活动现金流量净额 6.42 亿元，主要系取得投资收益收到的现金增加所致；公司筹资活动现金流量净额为-76.41 亿元。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2020 年 6 月底，公司全部债务合计 1,184.05 亿元，本期拟发行债券规模上限不超过 20 亿元（含），相对于目前公司债务规模，本期债券对公司债务水平影响较小。

以 2020 年 6 月底财务数据为基础，假设本期募集资金为 20 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 74.20%、83.37%和 84.37%，分别较发行前上升 0.57 个百分点、0.23 个百分点和 0.21 个百分点，债务负担进一步加重。考虑到本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司债务，实际债务负担将低于预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2019 年的财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 85.75 亿元，为本期债券发行额度上限（20 亿元）的 4.29 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。2019 年，公司经营活动产生的现金流入 185.94 亿元，为本期债券发行额度上限（20 亿元）的 9.30 倍，公司经营活动现金流入对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司股东实力强大，行业地位突出，经营活动现金流状况良好，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

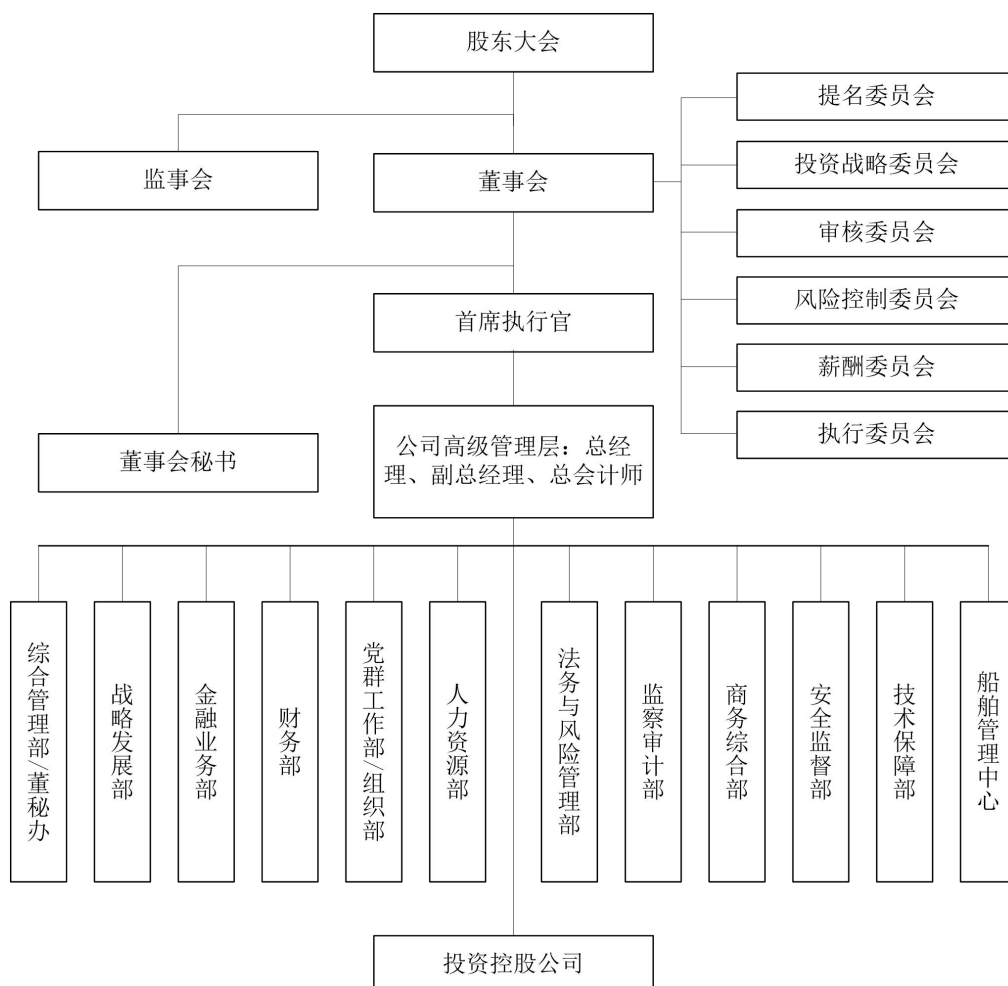
九、综合评价

公司在股东背景、行业地位、经营规模等方面的综合竞争优势。公司船舶租赁业务、集装箱租赁业务及集装箱制造规模位居世界前列，其他产业融资租赁业务发展较快。近年来，公司资产、所有者权益及净利润均呈现增长态势，且公司持有部分优质的银行股权资产。同时，联合评级也关注到，公司所处航运业市场需求的波动风险、航运租赁板块关联交易规模大、融资租赁业务风险管控压力大、整体债务负担重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，凭借公司在航运业长期积累的经验、公司控股股东在航运产业链的全面布局、公司多元化业务结构的完善，公司综合实力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年底中远海运发展股份有限公司 组织结构图



附件 2 中远海运发展股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	1,390.38	1,378.37	1,444.94	1,515.69
所有者权益（亿元）	168.74	180.40	242.08	240.09
短期债务（亿元）	341.72	519.08	495.68	513.45
长期债务（亿元）	671.65	620.88	631.25	670.60
全部债务（亿元）	1,013.37	1,139.96	1,126.93	1,184.05
营业总收入（亿元）	163.41	166.84	142.29	78.41
净利润（亿元）	15.32	14.38	17.43	8.53
EBITDA（亿元）	78.11	83.21	85.75	--
经营性净现金流（亿元）	119.30	65.49	85.66	36.51
应收账款周转次数（次）	9.86	12.58	11.95	--
存货周转次数（次）	11.97	11.16	10.09	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.12	0.10	0.05
现金收入比率（%）	98.74	108.86	121.89	103.14
总资本收益率（%）	3.57	3.75	3.85	--
总资产报酬率（%）	3.42	3.68	3.81	--
净资产收益率（%）	10.07	8.24	8.25	3.54
营业利润率（%）	21.40	25.43	25.19	25.01
费用收入比（%）	22.13	24.49	29.90	20.44
资产负债率（%）	87.86	86.91	83.25	84.16
全部债务资本化比率（%）	85.73	86.34	82.32	83.14
长期债务资本化比率（%）	79.92	77.49	72.28	73.64
EBITDA 利息倍数（倍）	3.04	2.56	2.50	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.08	--
流动比率（倍）	0.69	0.55	0.55	0.59
速动比率（倍）	0.67	0.53	0.53	0.56
现金短期债务比（倍）	0.75	0.31	0.22	0.25
经营现金流负债比率（%）	22.65	11.93	15.79	6.36
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.91	4.16	4.29	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2020 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；3. 其他流动负债中的超短期融资券已调整至短期债务指标核算，长期应付款中应付融资租赁款已调整至长期债务指标核算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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；

BB 级：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：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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

**联合信用评级有限公司关于
中远海运发展股份有限公司
2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）
的跟踪评级安排**

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年中远海运发展股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中远海运发展股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中远海运发展股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中远海运发展股份有限公司的相关状况，如发现中远海运发展股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中远海运发展股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中远海运发展股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中远海运发展股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年十月二十三日