



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪577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
二零一八年六月二十五日

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（2018）

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	2017/06/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

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	2017/06/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

概况数据

中远海能	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	325.70	275.88	282.62	282.43
总资产（亿元）	855.80	583.09	603.85	590.70
总债务（亿元）	475.07	255.62	282.10	266.55
营业总收入（亿元）	175.78	131.61	97.59	24.02
营业毛利率（%）	20.24	25.14	22.74	9.99
EBITDA（亿元）	52.07	54.69	47.03	-
所有者权益收益率（%）	3.78	7.11	6.67	-0.69
资产负债率（%）	61.94	52.69	53.20	52.19
总债务/EBITDA（X）	9.12	4.67	6.00	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.25	4.39	5.20	-

基本观点

2017 年国际油运市场供给过剩、燃油价格上涨等因素对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”）外贸油运业务造成较大冲击，并导致全年业绩下滑。但内贸油运市场受国际油运市场影响较小，公司积极加大内贸市场运力投放，全年内贸油运收入增长、盈利水平依然保持在较高水平。2018 年 3 月 6 日，公司通过增资扩股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，跃升为国内成品油运输领域龙头。另外，2017 年 LNG 市场需求较好，公司 LNG 运输规模扩大，业务收入和利润贡献均明显提升，其与内贸油运业务的稳健表现一定程度上平抑了外贸油运市场的下滑影响。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到目前油运市场景气度依然低迷、燃油价格波动、资本支出压力较大以及未来潜在的产能过剩风险等因素可能对公司信用水平产生的影响。

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中国海运（集团）总公司（现更名为“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。2017 年末，公司自有油轮较上年增加 16 艘至 116 艘，运力同比增加 16.97% 至 1,716 万载重吨，平均船龄为 7.7 年，系全球油轮船队中规模最大、船型最齐全、船龄最年轻的航运公司，全年完成油品运输 1.19 亿吨，同比增长 13.49%，油品运输周转量 4,067.25 亿吨海里，同比增长 16.24%，整体竞争实力较强。

中国海运	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	906.04	730.41	806.03	807.71
总资产(亿元)	2,321.59	2,620.02	2,642.68	2,607.56
总债务(亿元)	1,027.17	1,440.31	1,536.14	1,468.21
营业总收入(亿元)	799.41	550.38	350.93	78.78
营业毛利率(%)	5.90	11.28	17.76	16.77
EBITDA(亿元)	116.54	189.05	179.32	-
所有者权益收益率(%)	0.32	7.90	8.86	4.01
资产负债率(%)	60.97	72.12	69.50	69.02
总债务/EBITDA(X)	8.81	7.62	8.57	-
EBITDA利息倍数(X)	3.56	4.67	4.13	-

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、2018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。

- 内贸油运和LNG运输板块稳健，贡献稳定利润。2017年公司内贸油运和LNG运输板块收入稳定增长，板块毛利率分别达到34.91%和58.65%，全年毛利贡献占比约为67.1%，LNG板块税前利润达2.36亿元，一定程度上缓解公司面临的外部市场风险。
- 中国海运具有很强的担保实力。2017年中国海运盈利能力提升，毛利率和净资产收益率指标持续向好，同时经营获现能力依然较强，全年经营性净现金流同比增长14.48%至131.18亿元，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。2017年油轮运输市场供需失衡情况加剧，油运价格大幅走低，公司外贸油运收入同比减少15.80%至58.68亿元，毛利率大幅回落17.45个百分点至10.79%；2018年一季度，受主要船型运价进一步下跌影响，公司净利润亏损0.49亿元。短期内油运市场供给过剩局面较难摆脱，且公司仍有较多新船将于2021年前陆续交付，若国际油运市场景气度不及预期，公司整体产能利用率将面临较大不确定性。
- 燃油价格波动风险。燃油费占公司主营业务成本比重较高，2017年油价上涨导致其燃油成本比重较上年增加5.8个百分点至27.2%，进一步挤压公司盈利空间。未来燃油价格仍将随原油价格呈高波动走势，并对公司盈利水平产生持续性影响。
- 资本支出压力仍存。截至2017年末，公司主要在建船舶项目计划总投资208.41亿元，已完成投资约110.94亿元，后续97.47亿元投资将集中于2018~2021年内完成，面临一定资本支出压力。

分析师

米五元 yymi@ccxr.com.cn

梅楚霖 cmlei@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月25日

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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

受原油价格上涨以及运力供给过剩影响，2017年油运市场面临运价下跌和燃油成本上涨的双重压力，行业景气度大幅走低。

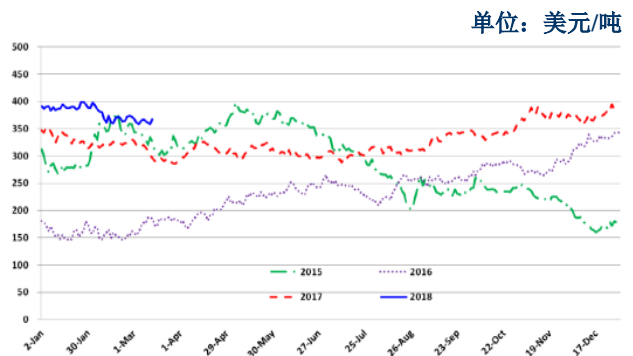
自2014年四季度原油价格暴跌以来，油运市场需求上升，交易活跃，各型油轮价格大幅攀升，新油轮订单量创8年新高，油运市场景气度一再走高。但进入2016年，前期油价下跌带来的刺激作用逐渐减退，国际原油储备需求增长亦随着储备能力饱和而逐步放缓，同时伴随着全球六轮新增运力投放增加，国际油运市场降温趋势明显。2017年OPEC通过“限产保价”来维护原油市场，相关减产协议的逐步落地并执行推动全球原油价格波动回升，全年布伦特油价平均为54.7美元/桶，同比上涨21.02%，四季度一度突破67美元/桶的大关；同期，国际燃料油价格相应大幅攀升，全年新加坡IFO380平均价格为327美元/吨，同比增长40.95%。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，另叠加前期新增运力的集中释放，2017年油运市场景气度大幅走低。

图 1：2017 年以来 WIT 原油期货价格走势



资料来源：公开市场

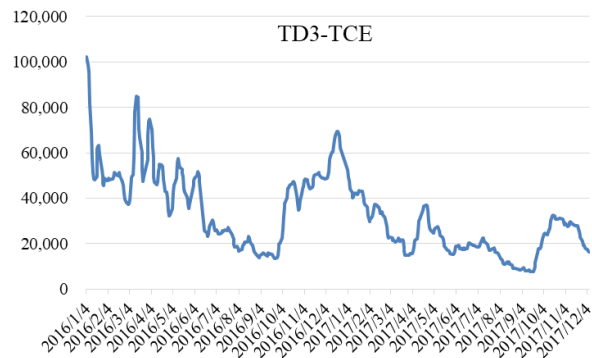
图 2：2015 年以来新加坡船用燃料油价格走势



资料来源：公开市场

从供需端的具体情况来看，2017年随着大量新增VLCC运力（超大型油轮）进入市场，行业运力供给增速保持在较高水平。根据克拉克森统计数据，2017年全球原油轮运力需求同比增长约5.0%，运力供给同比增长约5.7%，其中VLCC运力需求同比增长约4.8%，运力供给同比增长约6.3%；成品油轮运力需求同比增长约3.3%，运力供给同比增长约4.1%。尽管运力需求保持稳步增长，但受新船订单年内集中交付等因素影响，市场有效运力供给增速高于运力需求增速，运力供过于求的局面加剧，导致市场运价下跌。

图 3：2016 年以来 TD3-TCE 走势情况



资料来源：公开市场

从油运市场运价情况来看，2017年国际油运价格呈现“L”型走势，自年初一路下行，第2~3季度持续低迷，10月份虽局部反弹但后劲乏力重陷低谷，总体表现“淡季低迷，旺季不旺”，油轮收益水平与去年同比下降近一半。2017年，VLCC中东-远东（TD3）航线平均日收益为22,682美元/天，同比降低45.7%，其他船型典型航线平均日收益同比降低18%~112%。进入2018年一季度，运价继续下滑，其中VLCC船型中东-中国（TD3C）航线平均日收益仅为8,147美元/天，比去年同期中东-远东

(TD3) 航线日收益水平降低 73.8%；WS 指数同比下降 29.4%；其他油轮船型主要航线日收益同比亦降低 60%~70%。

运价低迷会导致拆船量超预期上涨，并逐步建立新的供需平衡点。2017 年下半年以来，全球老旧油轮拆解大幅提速，2018 年起拆解速度进一步加快。据 Clarksons 统计，2017 年万吨以上油轮共拆解 58 艘，794 万载重吨，为 1982 年以来季度拆解运力的峰值，其中 VLCC 拆解量为 17 艘，与 2015~2017 年三年 VLCC 拆解总数持平。从对历史数据的统计分析看，当前国际油运市场已呈现拆船数量上升、拆船船龄下降，即期市场收益低于短期期租、更低于长期期租，大小船型收益水平接近甚至倒挂等周期底部特征。若油轮拆解量维持较高水平，将对运价将产生一定的支撑。但过剩运力仍需一段时间消化，全球油品运输行业有待进一步恢复。

业务运营

公司主要从事中国沿海地区和全球的成品油及原油运输和进口液化天然气运输等业务，2017 年两者占主营业务收入比重分别为 92.02% 和 7.47%。公司经营模式主要为利用自有船舶及控制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 2017 年末，公司共有船舶数量 125 艘，其中油轮 116 艘，LPG 船 5 艘，LNG 船 4 艘。

表 1：2017 年末公司自有船舶运力情况

单位：艘、年

船型	数量	载重	平均船龄	在建船舶	
				数量	载重
油轮	116	1,716 万载重吨	7.7	24	460 万载重吨
LPG	5	1 万载重吨	10.8	0	0
LNG	4	70 万立方米	0.8	2	35 万立方米
合计	125	-	7.6	26	-

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2017 年公司完成持续经营业务¹的运输量为

¹ 持续经营业务：公司于 2016 年上半年实施重大资产重组，向中国远洋运输（集团）总公司收购其持有的大连远洋运输有限公司 100% 股权，向中远散货运输（集团）有限公司出

1.20 亿吨，同比增长 13.53%；运输周转量 4,068.27 亿吨海里，同比增长 16.25%，全年实现营业收入 97.59 亿元，同比减少 25.84%，若剔除出售中海散货运输有限公司（以下简称“中海散运”）影响，其持续经营业务同比口径为减少 2.63%。2018 年一季度，公司完成运输量 3,490.56 万吨，同比增加 27.8%；运输周转量 1,268.71 亿吨海里，同比增长 34.3%；实现营业收入 24.02 亿元，同比减少 9.87%。

表 2：2017 年公司主营业务分产品情况（持续经营口径）

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	24.69	5.09	37.42	-7.08
内贸成品油	3.29	24.29	21.14	-7.41
内贸油品船舶租赁	1.10	-3.06	19.62	-0.46
内贸小计	29.08	6.61	34.91	-7.03
外贸原油	39.60	-6.44	5.91	-20.20
外贸成品油	5.29	-9.47	-13.31	-22.31
外贸油品船舶租赁	13.78	-35.95	34.07	-3.59
外贸小计	58.68	-15.80	10.79	-17.45
油品运输合计	87.76	-9.50	18.78	-13.41
外贸 LNG 运输	6.20	1,607.04	58.65	4.73
内贸 LPG 运输	0.13	-47.20	29.19	12.48
外贸 LPG 运输	0.79	95.41	36.60	-1.11
其他	0.48	148.92	20.50	-5.22
主营业务合计	95.36	-2.87	21.54	-10.60

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

2017 年公司外贸油运业务面临运价下跌和燃油价格上涨的双重影响，收入和盈利呈现大幅下滑；但内贸油运市场相对稳健，公司加大内贸市场运力投放，内贸板块收入稳步增长。

自 2016 年通过重大资产重组收购大连远洋运输有限公司 100% 股权后，公司油轮船队规模跃居全球第一。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 2017 年末，公司油轮总数较上年末增加 16 艘

售本公司持有的中海散货运输有限公司 100% 股权，此处“持续经营业务”指剔除已出售的中海散货运输有限公司影响后的数据口径。

至 116 艘，载重同比增长 16.91% 至 1,716 万吨，其中 VLCC 运力同比增长 11.85% 至 1,185 万吨，占总载重的 69.10%，且平均船龄为 6.6 年，整体船龄较新。由于资产价格对船舶收益率影响较大，现阶段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，积极增加新船投资和延伸上下游产业链。2017 年公司新签订 16 艘油轮的建造合同，合计 305.76 万载重吨，年末自有在建油轮较上年增加 3 艘至 24 艘；2018 年一季度以期租方式租入中化 5 艘 VLCC 并签订了 COA 合同²。随着自身运力的不断增加，2017 年公司完成油品运输 11,935.21 万吨，同比增长 13.49%，油品运输周转量 4,067.25 亿吨海里，同比增长 16.24%。但受国际油运价格高位回落及成本上涨因素影响，2017 年公司油品运输收入同比减少 9.50% 至 87.76 亿元，毛利率较上年回落 13.41 个百分点至 18.78%。

表 3：2017 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	37	166	9.68	8.9
巴拿马型	25	185	10.78	7.3
阿芙拉型	12	131	7.64	6.9
苏伊士型	3	48	2.80	13.6
VLCC	39	1,185	69.10	6.6
合计	116	1,716	100.00	7.7

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 4：2017 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	运输量增减	运输周转量	运输周转量增减
内贸原油	5,094.23	5.54	174.16	10.76
内贸成品油	325.33	-2.50	39.91	53.15
外贸原油	5,879.80	25.13	3,635.27	16.81
外贸成品油	635.85	-3.25	217.91	7.12
油品运输	11,935.21	13.49	4,067.25	16.24

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

外贸油运方面，2017 年国际油运市场景气度不佳，公司通过采用自营、COA、期租、入 POOL 相

结合的多元化经营方式，统筹规划东西向运力布局、设计长短航线衔接，同时加大客户开发力度，为大客户量身定制最佳物流方案，建设全球货源网络。年内公司 VLCC 船队共与 26 家客户开展业务合作，同比增加 7 家，与欧美、日本、韩国、台湾客户的合作力度均超过往年。受益于上述因素，2017 年公司完成外贸油运周转量 3,853.18 亿吨海里，同比增加 16.21%，VLCC 船队经营水平高于同期市场 47%。但国际油运价格下跌及成本上涨双重挤压导致公司外贸油品运输收入同比减少 15.80% 至 58.68 亿元；毛利率同比回落 17.45 个百分点至 10.79%。

内贸油运方面，2017 年在国际油运市场运价下跌形势下，少量兼具国内、国际经营资质的船舶转入国内市场，内贸运力供给略有增加，但市场整体运力供求平衡局面未被打破，运价水平和竞争格局基本稳定。鉴于国内油运市场表现相对稳定，公司积极发挥内外贸市场联动优势，有针对性地加大内贸市场运力投放和客户开发，年内与三家大客户新签订了 COA 合同，内贸油运 COA 货源继续保持 90% 以上的高占比。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 3.97 亿元入股中国石油天然气股份有限公司下属子公司大连海运，获得大连海运 51% 股权，收购后，公司将大连海运的成品油队与旗下成品油海运业务资源进行整合，跃升为国内成品油运输领域龙头。从大连海运财务情况看，截至 2017 年 10 月末，其总资产为 10.97 亿元，所有者权益为 3.87 亿元，资产负债率为 64.72%，2016 年和 2017 年 1~10 月营业收入分别为 17.18 亿元和 13.20 亿元，取得净利润分别为 0.55 亿元和 0.60 亿元。得益于对内贸市场的积极拓展，2017 年公司完成内贸油运周转量 214.06 亿吨海里，同比增长 16.78%；实现运输收入 29.08 亿元，同比增长 6.61%，市场份额较上年提升 1 个百分点至 56%，燃油价格上涨导致毛利率较上年回落 7.03 个百分点至 34.91%，但与外贸油运业务相比，仍处于较高水平。

² 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，包运租船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。

2017 年 LNG 运输市场需求较好，随着自有 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 板块利润贡献可观。

2017 年全球 LNG 需求同比增长 11% 至 2.93 亿吨，创历史新高，其中我国进口量保持高速增长，全年进口量同比增长 45.80% 至 3,813.41 万吨，首次超越韩国成为全球第二大 LNG 进口国。由于公司 LNG 海运模式为造船项目与运输项目绑定，运输收入与量相关，价格弹性较小，2017 年进口量大幅增加对公司 LNG 运输业务形成利好支撑。

LNG 运输船建造价格高，单家企业运营会带来一定的现金流压力，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³(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，实现了开辟北极 LNG 运输航线的突破。截至 2017 年末，公司共通过合营、联营公司参与投资(不含自有) 34 艘 LNG 船舶，其中 16 艘(261.31 万立方米)已投入运营，在订单中的 LNG 船舶仍有 18 艘，合计 311.01 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，2017 年中国液化天然气运输(控股)有限公司完成运输周转量 174.80 亿吨海里，实现营业收入 10.73 亿元，净利润 2.19 亿元，公司对其确认投资收益 1.10 亿元，与上年基本持平；另外，子公司中国东方液化天然气运输投资有限公司和中国北方液化天然气运输投资有限公司合计确认下属合营、联营公司投资收益约 3,629 万元，同比增长约 15%。

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)。

³ 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。

2017 年随着新船交付并投入使用，公司自营 LNG 船舶从去年的 1 艘增至 4 艘，载重量从去年的 17 万立方米增至 70 万立方米，同时叠加行业需求增加，公司全年 LNG 运输收入增至 6.20 亿元，毛利率较上年增长 4.73 个百分点至 58.65%，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 2.36 亿元，同比提高 81.4%。另外，截至 2017 年末，公司共有 18 艘参与投资的 LNG 船在建，合计载重量为 311.01 万方立方米，预计于 2020 年底前上线运营，届时公司自有 LNG 运力规模将进一步提升。

LPG 运输业务方面，截至 2017 年末公司拥有 LPG 轮 5 艘，1 万载重吨，平均船龄达 10.8 年，近年公司 LPG 运输业务相对运营稳定，2017 年实现营业收入 0.93 亿元，较上年增加 0.27 亿元。

公司在建和拟建船舶投资规模较大，资本支出压力仍存，且在当前整体运力过剩、国际油运价格低迷形势下，需关注后续潜在的产能过剩风险。

投资计划方面，截至 2017 年末，公司主要的船舶项目计划总投资 208.41 亿元，已完成投资约 110.94 亿元，后续投资将集中于 2018~2021 年内完成，其中 2018 年资本性支出为 34.1 亿元，预计新增油轮 8 艘，154.2 万载重吨，新增 LNG 船舶 9 艘(含联营、合营公司)，载重 156 万立方米，预计年内累计投入使用的油轮船舶为 139 艘、1,900 万载重吨，LNG 船舶为(含联营、合营公司) 25 艘、417 万立方米。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，公司现正筹划非公开发行 A 股股份，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，但后续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，同时国际油运市场总体处于供给过剩状态，且短时间较难消化，公司新增运力的产能利用总体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

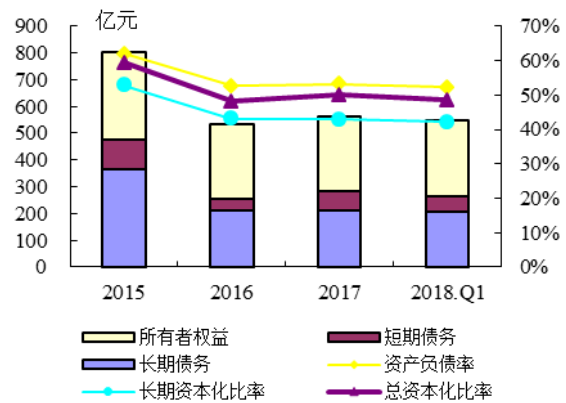
下列财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年财务报告和未经审计的 2018 年一季度财务报表，其中 2016 年数据采用的是 2017 年财务报表的期初数。

资本结构

2017 年以来公司保持稳健运营态势，年末总资产小幅增长 3.56% 至 603.85 亿元，所有者权益微增 2.44% 至 282.62 亿元，总负债同比增长 4.56% 至 321.23 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额和所有者权益分别为 590.70 亿元和 282.43 亿元，总负债为 308.27 亿元，较上年变化较小。

财务杠杆方面，2016 年通过重大资产重组剥离中海散运后，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。2017 年末和 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 53.20% 和 52.19%；总资本化比率分别为 49.95% 和 48.55%，现有资产负债率水平较为适中。

图 4：2015~2018.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

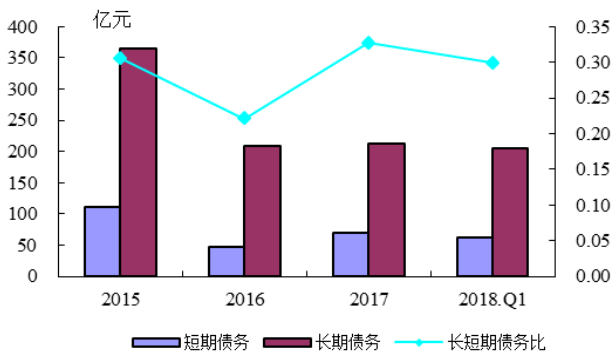
资产方面，公司资产主要为非流动资产，2017 年末非流动资产合计 531.35 亿元，占总产比重为 87.99%，主要包括固定资产 408.96 亿元、在建工程 39.92 亿元、长期股权投资 44.34 亿元和长期应收款 20.93 亿元。公司固定资产主要为运输船舶，年内 4 条油船和 3 条 LNG 船舶完工，合计原值 105 亿元，由在建工程转入固定资产，使得年末固定资产同比增长 22.68%，在建工程同比减少 55.24%；年末长期股权投资同比增长 10.86%，主要系对中国液化天然气运输（控股）有限公司增资 2.91 亿元、对中海集团财务有限责任公司增资 1.50 亿元以及获得联合、合营单位分红等事项，当年获得投资收益 3.21 亿元，较上年减少 0.56 亿元；长期应收款系对联营、合营单位的拆借款，年内全资子公司中海发展（香港）航运有限公司对合营单位“蓝色”、“绿色”、“紫色”LNG 的借款增加 6.3 亿元推升年末长期应收款同比增加 43.97%，2018 年 3 月末，随着前期部分款项的收回，长期应收款大幅减少至 9.87 亿元。2017 年末，公司流动资产合计 72.49 亿元，占总资产比重为 12.01%，主要包括货币资金（50.08 亿元）、应收账款（9.18 亿元）和存货（6.56 亿元），其中货币资金基本为银行存款（50.07 亿元），流动性较好。

负债方面，公司负债集中于非流动负债，2017 年末非流动负债合计 233.03 亿元，占总负债比重为 72.54%，主要包括长期借款 172.72 亿元、应付债券 39.86 亿元和长期应付款 10.69 亿元。2017 年末公司流动负债合计 88.20 亿元，主要包括短期借款 27.31 亿元、应付账款 10.47 亿元和一年内到期的流

动负债 42.21 亿元。

债务期限结构方面，2017 年以来公司债务规模和债务结构变化较小，2017 年末和 2018 年 3 月末，总债务分别为 282.10 亿元和 266.55 亿元，其中长期债务分别为 212.58 亿元和 205.19 亿元；长短期债务比分别为 0.33 倍和 0.30 倍。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 5：2015~2018.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

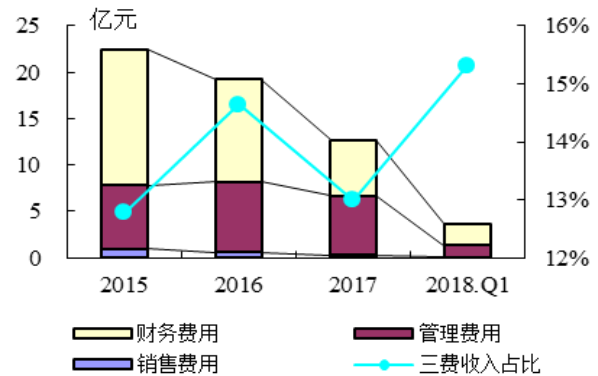
总体来看，目前公司财务杠杆较为适中，且债务集中于长期债务，债务期限结构合理，整体财务结构较为稳健。

盈利能力

2017 年公司内贸油运业务和 LNG 运输业务表现较好，板块收入呈稳步增长趋势，当期毛利贡献占比约 67.1%。但外贸油运业务受国际油运市场运力过剩严重影响，运价格下跌幅度较大，同时叠加燃料油价格上涨，全年外贸油运业务收入同比减少 15.80% 至 58.68 亿元，毛利率下降 17.45 个百分点至 10.79%，最终导致公司全年持续经营业务收入同比减少 2.63% 至 97.59 亿元，毛利率（持续经营口径）较上年减少 9.54 个百分点至 22.74%；若考虑中海散运 2016 年上半年的收入影响，2017 公司营业收入同比减少 25.84% 至 97.59 亿元，营业毛利率较上年下降 2.40 个百分点至 22.74%。2018 年一季度，公司实现营业收入 24.02 亿元，同比减少 9.87%，毛利率进一步下滑至 9.99%。目前，国际油运市场景气度低迷，未来运力过剩的局面或将持续，运价或保持低位运行，从而影响公司毛利率水平。中诚信证评对于未来较低的运价水平对公司初始获利

造成的不利影响予以关注。

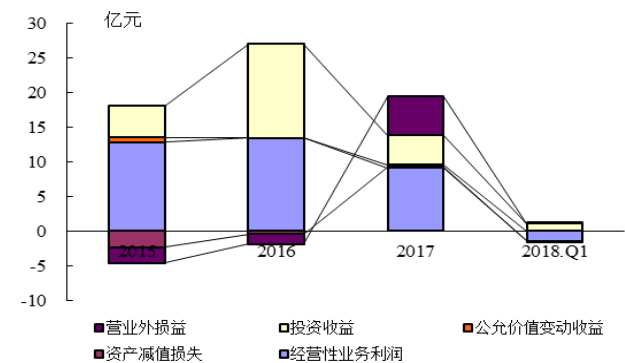
图 6：2015~2018.Q1 公司期间费用分析



资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司期间费用合计 12.69 亿元，同比减少 34.19%，主要系管理费用和财务费用下降。2017 年公司职工薪酬、租赁费、中介费、折旧及摊销、业务招待费等下降使得管理费用同比减少 15.79% 至 6.42 亿元；受益于利息支出减少、利息收入增加和汇兑收益的贡献，当年公司财务费用同比减少 46.07% 至 5.98 亿元。2017 年公司三费收入占比为 13.00%，较上年下降 1.65 个百分点，期间费用控制能力有所提升。

图 7：2015~2018.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

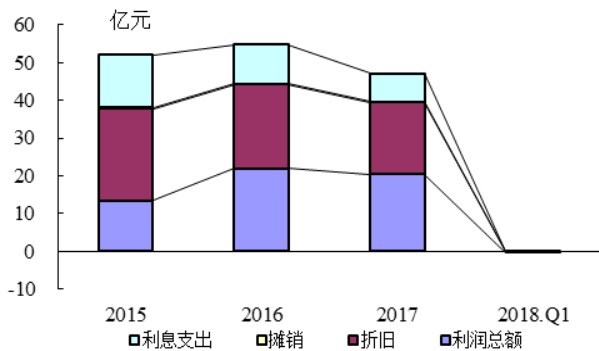
利润总额方面，2017 年公司利润总额为 20.47 亿元，同比减少 6.54%，其中经营性业务利润（营业收入-营业成本-营业税金及附加-三费）同比减少 31.92% 至 9.11 亿元，主要系油运收入下滑和成本上升影响。进入 2018 年随着油运市场景气度的持续低迷，2018 年一季度，公司利润总额和经营性业务利润分别-0.39 亿元和-1.42 亿元。另外，投资收益、营业外净收益亦对公司当期利润形成较大补充，2017 年和 2018 年一季度，公司实现投资收益 4.26 亿元和 1.03 亿元，主要来自权益法核算的长期股权

投资收益；同期，取得其他收益 1.06 亿元和 0.00 亿元，主要系与日常经营活动相关的政府补助，2017 年具体为洋山国内货物运输企业过渡性财政扶持 0.61 亿元和虹口区企业转型政府补贴 0.46 亿元；取得营业外净收益 5.59 亿元和 57.24 万元，其中 2017 年营业外收益中拆船补助收入为 3.65 亿元。2017 年和 2018 年一季度，公司取得净利润分别为 18.85 亿元和 -0.49 亿元，其中 2017 年同比减少 3.86%，整体盈利能力有所下降。

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。2017 年公司 EBITDA 为 47.03 亿元，同比减少 14.01%，并导致总债务/EBITDA 从上年末的 4.67 倍上升至 6.00 倍。但得益于利息支出的减少，2017 年公司 EBITDA 利息倍数从去年的 4.39 倍上升至 5.20 倍。

图 8：2015~2018.Q1 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，2016 年公司处置子公司中海散运，收回前期代垫的经营款，推动当年经营活动产生的现金流量净额较上年大幅增长 58.16% 至 121.58 亿元。因处置中海散运，2017 年公司经营规模缩小，全年经营活动净现金流同比减少 70.88% 至 35.57 亿元。受现金流大幅减少影响，2017 年，公司经营活动净现金流/总债务从去年的 0.48 倍下降至 0.13 倍，经营净现金利息倍数从去年的 9.80 倍下降至 3.94 倍，公司经营现金流对债务及利息的保障能力有所减弱。

表 5：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务 (亿元)	475.07	255.62	282.10	266.55
EBITDA (亿元)	52.07	54.69	47.03	-
资产负债率 (%)	61.94	52.69	53.20	52.19
总资本化比率 (%)	59.33	48.09	49.95	48.55
经营活动净现金流 (亿元)	76.87	122.18	35.57	1.52
EBITDA 利息倍数 (X)	3.25	4.39	5.20	-
总债务/EBITDA (X)	9.12	4.67	6.00	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.16	0.48	0.13	0.02
经营净现金利息倍数 (X)	4.79	9.80	3.94	-

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进行统一授信，截至 2018 年 3 月末，中远海运集团共获得银行授信 9,527 亿元，已使用 3,247 亿元，尚未使用额度 6,280 亿元，备用流动性充裕。另外，公司作为 A+H 股上市公司，融资渠道多元化程度高，整体具备较好的财务弹性。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产账面价值共计 232.15 亿元，占期末总资产的 38.44%，包括固定资产 199.98 亿元和在建工程 32.17 亿元，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 6：2017 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	信用证保证金
固定资产	199.98 亿元	用于抵押借款
在建工程	32.17 亿元	用于抵押借款
合计	232.15 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 2017 年末，公司对外担保余额（不包括对子公司的担保）合计 57.67 亿元，被担保对象包括宝瓶座 LNG、双子座 LNG、白羊座 LNG、摩羯座 LNG 等，担保比率为 20.41%，存在一定的或有负债风险。

整体来看，受运价下跌和燃油价格上涨的双重影响，2017 年以来公司收入和盈利均呈下滑趋势，且在国际运力供给过剩以及原油价格走高局面下，短期内公司整体经营压力难减。但作为全球油轮船队规模最大的航运企业，公司仍具备较强的竞争优势，同时公司积极扩大内贸油运市场运力投放，持

续推进 LNG 运输业务，2017 年上述两个板块业务稳中有增，一定程度上平抑了外贸油运板块的冲击，未来随着内贸油运和 LNG 业务量的提升，公司整体盈利能力将进一步增强。

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。2017 年中远海发实现营业收入 163.40 亿元，取得净利润 15.32 亿元，其中归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的 14.00 亿元。

从业务结构上看，2017 年中国海运业务分为航运、修造工业和贸易供应三个板块，受 2016 年业务剥离因素影响，其全年实现营业收入 342.06 亿元，同比减少 36.24%。

表 7：2016~2017 年中国海运主营业务构成情况

单位：亿元、%

业务分类	2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率
航运业务	234.81	19.51	196.31	19.93
修造工业	68.69	2.30	55.34	8.36
贸易供应	68.73	-9.79	43.33	6.58
物流	28.66	0.35	-	-
码头及相关业务	0.88	19.51	-	-
其他	139.45	13.59	47.09	27.07
主营业务收入合计	541.22	11.07	342.06	17.35

资料来源：中国海运年度报告，中诚信证评整理

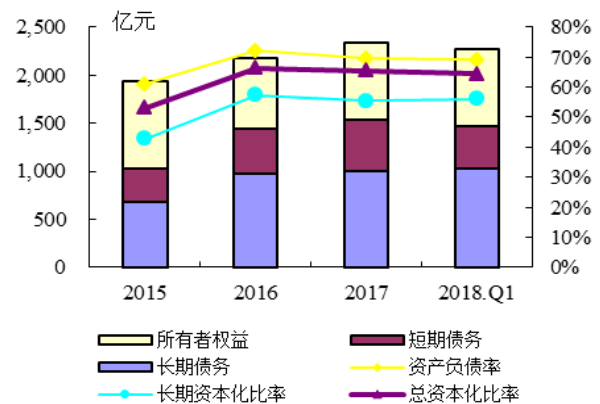
财务分析

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 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表，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，中国海运保持平稳运营，2017 年末总资产为 2,642.68 亿元，基本与上年持平；盈利经营以及利润留存使得年末所有者权益同比增加 10.35% 至 806.03 亿元；同期负债为 1,836.65 亿元，同比小幅减少 2.80%。截至 2018 年 3 月末，中国海运总资产为 2,607.56 亿元，所有者权益为 807.71 亿元，总负债为 1,799.85 亿元，总体变化较小。

财务杠杆比率方面，受益于权益规模增厚，2017 年末，中国海运资产负债率较上年末减少 2.62 个百分点至 69.50%，2018 年 3 月末为 69.02%；同期总资本化比率分别为 65.59% 和 64.51%，财务杠杆水平相对较高。

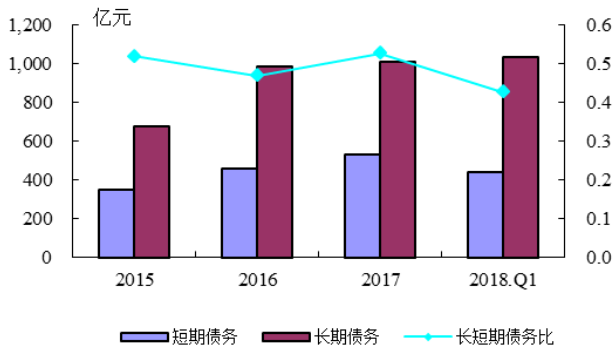
图 9：2015~2018.Q1 中国海运资本结构分析



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，随着部分长期借款和应付债券等长期债务转入一年内到期的非流动负债，2017 年末中国海运短期借款同比增加 15.37% 至 529.70 亿元；同期，中国通过质押方式新增较多银行长期借款，年末长期债务同比增加 2.58% 至 1,006.44 亿元，总债务同比增加 6.65% 至 1,536.14 亿元。2017 年末和 2018 年 3 月末，中国海运长短期债务比分别为 0.53 倍和 0.43 倍，债务期限结构较为合理。

图 10: 2015~2018.Q1 中国海运债务结构分析

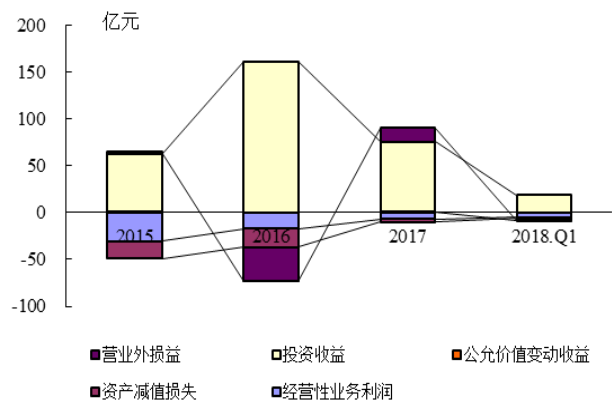


资料来源: 中国海运年度报告, 中诚信证评整理

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, 毛利率水平稳步上升。2017 年中国海运营业收入同比减少 36.24% 至 350.93 亿元, 营业毛利率较上年增加 6.48 个百分点至 17.76%。

尽管毛利率上升幅度较大, 但受以财务费用为主的期间费用高企影响, 2017 年及 2018 年一季度中国海运经营性业务利润仍处于亏损状态, 亏损额分别为 6.61 亿元和 5.06 亿元, 其中 2017 年较上年减亏 10.78 亿元。得益于非经常性损益, 2017 年和 2018 年一季度, 中国海运实现利润总额分别为 83.77 亿元和 11.00 亿元。具体来看, 2017 年和 2018 年一季度, 中国海运取得投资收益分别为 74.97 亿元和 18.47 亿元, 其中 2017 年主要来自权益法核算的长期股权投资收益 (67.94 亿元), 具体包括招商银行股份有限公司 (25.88 亿元)、中国光大银行股份有限公司 (15.11 亿元)、渤海银行股份有限公司 (9.23 亿元) 和中国国际海运集装箱 (集团) 股份有限公司 (5.13 亿元) 等; 同期, 取得经营营业外净收益分别为 14.78 亿元和 -0.04 亿元; 发生资产减值损失分别为 3.33 亿元 (主要为坏账损失和固定资产减值损失) 和 0.45 亿元。总体来看, 中国海运利润总额基本来自银行等联营企业的投资收益, 经营性业务获利能力不足。

图 11: 2015~2018.Q1 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, 2017 年中国海运 EBITDA 同比小幅减少 5.15% 至 179.32 亿元, 总债务/EBITDA 从上年 7.62 倍上升至 8.57 倍, EBITDA 利息保障倍数小幅下降至 4.13 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, 2017 年中国海运经营性净现金流同比增加 14.48% 至 131.18 亿元, 经营活动净现金流利息保障倍数、经营活动净现金/总债务分别从上年的 2.83 倍、0.08 倍增至 3.02 倍、0.09 倍。总体来看, 2017 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 8: 2015~2018.Q1 中国海运主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务 (亿元)	1,027.17	1,440.31	1,536.14	1,468.21
EBITDA (亿元)	116.54	189.05	179.32	-
资产负债率 (%)	60.97	72.12	69.50	69.02
总资本化比率 (%)	53.13	66.35	65.59	64.51
经营活动净现金流 (亿元)	54.20	114.59	131.18	-0.57
EBITDA 利息倍数 (X)	3.56	4.67	4.13	-
总债务/EBITDA (X)	8.81	7.62	8.57	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.05	0.08	0.09	0.00
经营净现金利息倍数 (X)	1.65	2.83	3.02	-

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 2017 年末, 中国海运对外担保 (不包括对子公司的担保) 余额 57.82 亿元, 担保比率为 7.17%, 或有负债风险较小。

受限资产方面, 截至 2017 年末, 中国海运受限资产账面价值共计 639.00 亿元, 占期末总资产的 24.18%, 包括固定资产 458.36 亿元、长期应收款

82.19 亿元、在建工程 32.17 亿元和一年内到期的非流动负债 27.09 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 9：2017 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	18.01	用于抵押、保证金、法定准备金等
长期应收款	82.20	用于质押借款
一年内到期的非流动负债	27.09	用于抵押借款
固定资产	458.36	用于抵押借款
无形资产	1.17	用于抵押借款
在建工程	32.17	用于抵押借款
长期股权投资	20.00	用于质押借款
合计	639.00	-

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，毛利率水平持续提升，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。

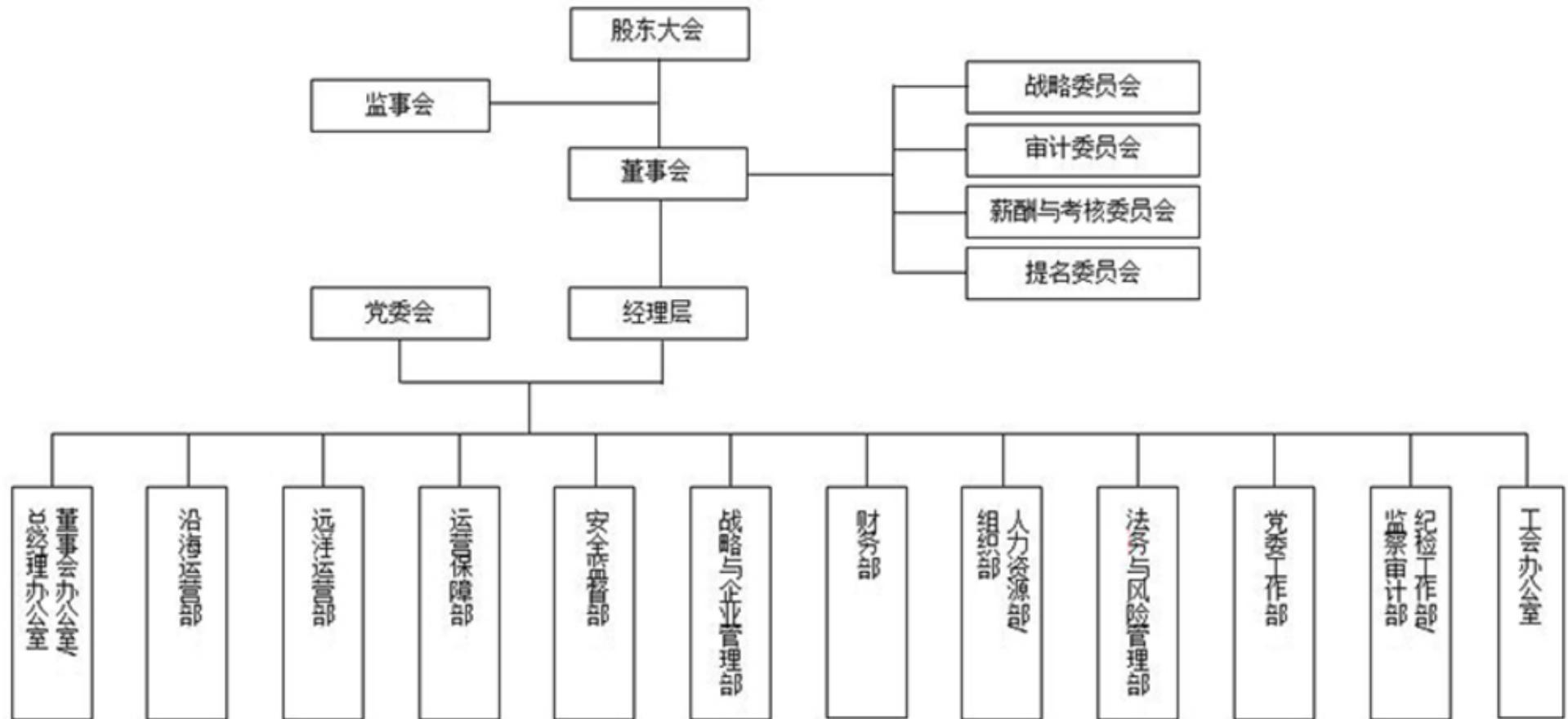
结 论

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**。

附一：中远海运能源运输股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：中远海运能源运输股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	490,897.79	640,920.34	500,775.44	455,355.98
应收账款净额	232,100.67	114,207.05	91,834.69	135,768.42
存货净额	71,508.57	45,698.40	65,621.87	73,469.52
流动资产	1,030,245.54	902,048.46	724,948.82	764,394.92
长期投资	835,412.54	427,972.52	482,995.15	465,023.74
固定资产合计	6,419,942.74	4,335,728.97	4,602,433.13	4,557,744.63
总资产	8,557,979.77	5,830,947.65	6,038,473.07	5,906,996.87
短期债务	1,111,683.73	462,688.47	695,213.28	613,572.04
长期债务	3,639,041.04	2,093,525.45	2,125,800.34	2,051,894.22
总债务	4,750,724.77	2,556,213.92	2,821,013.62	2,665,466.26
总负债	5,300,970.84	3,072,142.68	3,212,284.16	3,082,706.12
所有者权益合计	3,257,008.93	2,758,804.97	2,826,188.91	2,824,290.75
营业总收入	1,757,753.50	1,316,072.35	975,943.85	240,163.51
三费前利润	352,667.81	326,682.27	218,030.22	22,593.27
投资收益	45,716.50	135,168.09	42,609.25	10,296.64
净利润	123,042.66	196,081.56	188,506.06	-4,878.43
EBITDA	520,737.39	546,887.11	470,263.63	-
经营活动产生现金净流量	768,706.43	1,221,848.17	355,747.95	15,173.69
投资活动产生现金净流量	-379,417.14	513,223.90	-717,344.72	91,415.31
筹资活动产生现金净流量	-367,515.60	-1,593,863.43	232,379.55	-142,505.26
现金及现金等价物净增加额	41,615.50	150,576.05	-137,741.45	-45,419.46
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率（%）	20.24	25.14	22.74	9.99
所有者权益收益率（%）	3.78	7.11	6.67	-0.69*
EBITDA/营业总收入（%）	29.63	41.55	48.19	-
速动比率（X）	0.69	1.17	0.75	0.82
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.48	0.13	0.02*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.69	2.64	0.51	0.10*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.79	9.80	3.94	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.25	4.39	5.20	-
总债务/EBITDA（X）	9.12	4.67	6.00	-
资产负债率（%）	61.94	52.69	53.20	52.19
总资本化比率（%）	59.33	48.09	49.95	48.55
长期资本化比率（%）	52.77	43.14	42.93	42.08

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、2018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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	2,082,956.64	2,597,379.51	3,330,868.83	2,851,127.32
应收账款净额	731,021.97	599,196.38	297,968.10	414,883.49
存货净额	710,197.52	786,732.81	275,431.29	324,636.61
流动资产	4,944,154.76	5,958,878.94	6,111,606.41	5,851,030.19
长期投资	4,491,510.88	6,550,182.74	7,275,977.45	7,339,961.91
固定资产合计	12,682,158.93	11,655,869.45	10,349,383.39	10,177,254.56
总资产	23,215,879.66	26,200,218.24	26,426,771.17	26,075,578.62
短期债务	3,504,214.86	4,591,535.05	5,297,026.48	4,387,934.30
长期债务	6,767,506.06	9,811,588.11	10,064,380.37	10,294,137.96
总债务	10,271,720.92	14,403,123.16	15,361,406.84	14,682,072.26
总负债	14,155,524.51	18,896,069.95	18,366,478.31	17,998,518.76
所有者权益（含少数股东权益）	9,060,355.15	7,304,148.29	8,060,292.86	8,077,059.86
营业总收入	7,994,055.81	5,503,839.49	3,509,277.60	787,797.06
三费前利润	463,953.10	623,175.64	628,507.16	132,381.63
投资收益	617,111.84	1,609,921.77	749,721.04	184,739.26
净利润	29,018.15	577,326.95	714,181.19	80,949.89
EBITDA	1,165,364.53	1,890,524.79	1,793,158.71	-
经营活动产生现金净流量	542,036.43	1,145,850.50	1,311,798.09	-5,657.17
投资活动产生现金净流量	-1,253,911.41	-1,254,354.13	-838,135.28	-82,425.61
筹资活动产生现金净流量	943,058.61	156,705.55	278,556.67	-331,333.82
现金及现金等价物净增加额	291,921.95	129,386.05	683,628.27	-465,999.20
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率（%）	5.90	11.28	17.76	16.77
所有者权益收益率（%）	0.32	7.90	8.86	4.01*
EBITDA/营业总收入（%）	14.58	34.35	51.10	-
速动比率（X）	0.64	0.65	0.79	0.81
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.08	0.09	0.00*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.25	0.25	-0.01*
经营活动净现金/利息支出（X）	1.65	2.83	3.02	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.56	4.67	4.13	-
总债务/EBITDA（X）	8.81	7.62	8.57	-
资产负债率（%）	60.97	72.12	69.50	69.02
总资本化比率（%）	53.13	66.35	65.59	64.51
长期资本化比率（%）	42.76	57.32	55.53	56.03

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、2018年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附五：基本财务指标的计算公式

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

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

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-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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。