

山东海洋集团有限公司

公开发行 2020 年公司债券（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评[2020]010681】

评级对象: 山东海洋集团有限公司公开发行 2020 年公司债券(第一期)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2020 年 5 月 14 日

计划发行: 5.00 亿元

本期发行: 不超过 5.00 亿元

存续期限: 3 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还有息债务

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	4.57	2.58	4.12	4.74
刚性债务	29.91	21.30	24.51	27.28
所有者权益	34.14	34.24	53.10	52.95
经营性现金净流入量	0.24	2.27	4.69	-1.73
合并数据及指标:				
总资产	250.24	240.91	284.33	296.85
总负债	180.99	168.83	187.04	199.92
刚性债务	161.97	158.12	169.01	181.17
所有者权益	69.24	72.08	97.29	96.93
营业总收入	64.21	72.48	74.71	14.94
净利润	1.80	2.74	2.73	-0.44
经营性现金净流入量	6.86	16.79	8.45	9.45
EBITDA	12.74	16.05	17.11	—
资产负债率[%]	72.33	70.08	65.78	67.35
长短期债务比[%]	278.71	139.85	142.23	127.90
营业利润率[%]	3.23	4.19	4.12	-2.39
短期刚性债务现金覆盖率[%]	115.60	46.63	41.05	47.97
营业收入现金率[%]	101.09	105.86	117.75	120.02
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-19.22	2.38	-6.09	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.85	1.91	1.93	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.10	0.10	—

注: 根据山东海洋集团经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

钟士芹 zsq@shxsj.com

李娟 lijuan@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- 区域环境良好。山东省综合实力雄厚, 半岛蓝色经济区系我国第一个以海洋经济为主题的区域发展战略, 发展前景广阔, 山东海洋集团面临较好的区域环境和发展机遇。
- 航运业务持续保持区域竞争力。近年来, 山东海洋集团的干散货运输业务和液散运输业务在运力、客户资源等方面持续保持区域竞争力。
- 经营性现金流持续净流入。近年来, 山东海洋集团主业现金回笼情况较好, 经营性现金流呈现持续净流入状态, 能够对债务偿付提供一定保障。

主要风险:

- 运输及贸易业务市场波动风险。受新冠肺炎疫情影响, 我国与境外国家往来出现较大限制, 物流运输受到较大影响。目前, 全球新冠肺炎疫情尚未得到有效控制, 疫情对全球经济的影响程度尚存不确定性, 山东海洋集团运输业务及贸易业务面临波动风险。
- 刚性债务偿付压力较大。随着船舶建造和对外股权投资规模增加, 山东海洋集团已积累较大规模刚性债务, 目前负债经营程度偏高, 面临较大的刚性债务偿付压力。
- 金融及类金融业务风险。山东海洋集团融资租赁及小额贷款业务均有一定规模的逾期, 存在资产损失风险; 虽然公司已缩减该类业务, 但仍存在一定的风控压力。
- 对外担保规模较大。山东海洋集团对外担保规模较大, 虽然被担保对象目前均经营正常, 公司仍面临较大的或有负债风险。

➤ 未来展望

通过对山东海洋集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



山东海洋集团有限公司

公开发行 2020 年公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

山东海洋集团有限公司（以下简称“山东海洋集团”、“该公司”或“公司”）原名为山东海洋投资有限公司，是经山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）鲁国资规划函[2010]103 号文件和山东省人民政府第 75 次常务会议批准，由山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速”）、山东钢铁集团有限公司（以下简称“山东钢铁”）、兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”）、新汶矿业集团有限责任公司（以下简称“新汶矿业”）、日照港集团有限公司（以下简称“日照港集团”）、山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“山东国投”）出资组建，于 2010 年 9 月 16 日注册成立，初始注册资本 25 亿元。2012 年 6 月，山东省财政厅分两次向该公司下达国有资本经营预算支出指标 4 亿元和 2 亿元，用于增加公司国家资本金，该资金形成的股权直接由山东省国资委持有。2013 年 11 月，山东省财政厅向公司下达国有资本经营预算支出指标 1 亿元，用于增加公司国家资本金，专项用于引导其他社会资本共同出资设立蓝色产业领军人才投资基金，该资金形成的股权由山东省国资委直接持有。2016 年 12 月，山东钢铁将其所持有的 10.55% 股权全部转让给其全资子公司山钢金融控股（深圳）有限公司（以下简称“山钢金融控股”）。2017 年 3 月，公司更名为现名。2019 年 7 月，新汶矿业将其持有的 10.55% 股权全部转让给山东能源集团创元投资有限公司（以下简称“山能投资”）。2019 年 10 月，山东省国资委向公司增资 17.74 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 49.74 亿元，山东省国资委、山东高速、兖矿集团、山能投资、日照港集团、山钢金融控股和山东国投分别直接持有公司 49.74%、20.10%、6.79%、6.79%、6.79%、6.79% 和 3.02% 股权¹，其中山东省国资委为公司实际控制人。

该公司贯彻落实山东半岛蓝色经济区国家战略，根据国家和山东省海洋经济发展规划和产业政策，以经济效益为中心，充分发挥国有资本投资导向作用，大力发展海洋经济，培育海洋优势产业，致力于打造山东省海洋产业核心投资运营平台、海洋科技成果转化平台和海洋战略资源整合平台。目前公司主要从事海洋与内河港航综合运输物流、以海工装备、海洋清洁能源、现代海洋渔业、

¹ 本评级报告中，合计数与明细加总数略有差异，均系小数位四舍五入所致。

海洋产业创业投资等为主的现代海洋产业投资等。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟申请面向合格投资者公开发行人民币 5.00 亿元公司债券已于 2019 年 12 月经中国证监会核准。本期债券拟发行金额为不超过人民币 5.00 亿元，期限为 3 年，利息按年支付，到期一次性还本。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	山东海洋集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）
总发行规模:	5.00 亿元人民币
本期发行规模:	不超过 5.00 亿元人民币
本期债券期限:	3 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息，到期一次性还本
增级安排:	无

资料来源：山东海洋集团

(2) 募集资金用途

截至 2020 年 3 月末，该公司刚性债务余额为 181.17 亿元，公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后，用于偿还有息债务。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，

全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、

创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 航运行业概况

航运行业是国内、国际贸易重要的服务性行业之一。近年来，航运行业持续处于低迷状态，并于 2016 年出现低谷，但随着全球经济逐步复苏及进出口贸易形势回暖，加之行业周期性发展规律等因素影响，从运价及运量等方面来看，2017 年以来航运业总体有所回暖。但在国际贸易摩擦升级、国际融资环境趋紧等因素影响下，2019 年以来全球经济下行风险加大，叠加 2020 年初全球爆发新冠肺炎疫情，目前多数国家和地区仍保持了严格的防控措施，预计将对全球贸易及航运业带来较大影响，航运企业面临的经营压力增大。

航运行业是重要的服务性行业之一，是实现国内、国际贸易的重要保障，据统计，世界贸易量 90%以上是通过国际航运完成的，因此航运业的发展取决于社会经济发展所带来的商品贸易及货物运输需求，经济增长率、商品贸易增长率与航运业发展有较高的相关性。

2020 年初，全球爆发了新型冠状病毒肺炎疫情，虽然目前我国疫情防控已取得显著成果，但全球新冠肺炎疫情尚未得到有效控制。根据国际货币基金组织（IMF）2020 年 4 月 14 日发布的最新一期《世界经济展望》，受疫情影响，2020 年全球经济预计萎缩 3%，其中，预计中国将增长 1.2%，属于少数几个能够避免衰退的国家，欧美等国将陷入全面衰退；全球整体贸易额将减少 11.0%。IMF 表示，若疫情能在下半年有效控制，相关抗疫措施能够逐渐放宽并配合一系列政策支持，2021 年全球经济有望出现 5.8%的复苏。但 IMF 强调，因为疫情走势及可能引发影响仍不完全明朗，因此全球经济前景仍有极强的不确定性。此外，由美国引发的中美贸易摩擦仍在持续，贸易战争端也将给全球经济发展带来一定不确定性，而贸易主要通过航运完成，全球经济趋于复杂，航运业发展面临的不确定性因素增加。

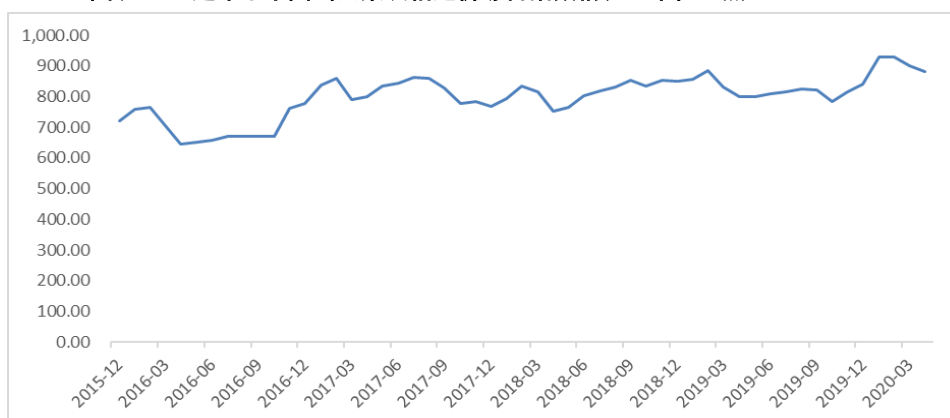
从我国经济表现情况看，受益于以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实，我国经济发展“质升效增”明显，近年来经济增速虽有所放缓，但仍处于相对平稳的目标区间。2017-2019 年，我国分别实现国内生产总值 82.71 万亿元、90.03 万亿元²和 99.09 万亿元，按可比价格计算，同比分别增长 6.9%、6.6%和 6.1%。对外经济方面，2017 年以来我国对外贸易经济形势扭转了 2015-2016 年的负增长态势，2017-2019 年，我国分别实现进出口总额 27.79 万亿元、30.51 万亿元和 31.55 万亿元，同比分别增长 14.20%、9.70%

² 根据国家统计局《国家统计局关于修订 2018 年国内生产总值数据的公告》，修订后的 2018 年 GDP 为 91.93 万亿元，与 2018 年初步核算数增加 1.90 万亿元。

和 3.4%，但 2018 年以来增速持续回落。

随着全球经济逐步复苏、进出口贸易形势回暖以及大宗商品价格震荡上扬，加之行业周期性发展规律等因素影响，2017 年以来航运市场有所回暖，尤其干散货航运发展趋好，但 2019 年以来中美贸易摩擦不断，加之 2020 年初新冠肺炎疫情爆发，航运市场明显受到较大冲击。从运价指数来看，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）从 2016 年 4 月最低点 644.20 点波动上涨至 2017 年 7 月的 862.95 点，随后总体处于震荡阶段，2018 年 12 月和 2019 年 12 月 CCFI 指数分别为 849.69 点和 841.46 点；2020 年 1 月，我国出口集装箱运输市场在春节假期前迎来出货小高峰，运输需求有所上涨，带动综合指数大幅上涨，2020 年 1 月 24 日（周指数）达 965.31 点；其后受疫情影响，以及春节假期延长减缓复工进度，CCFI 指数开始下行，截至 2020 年 5 月 8 日（周指数）跌至 834.90 点。

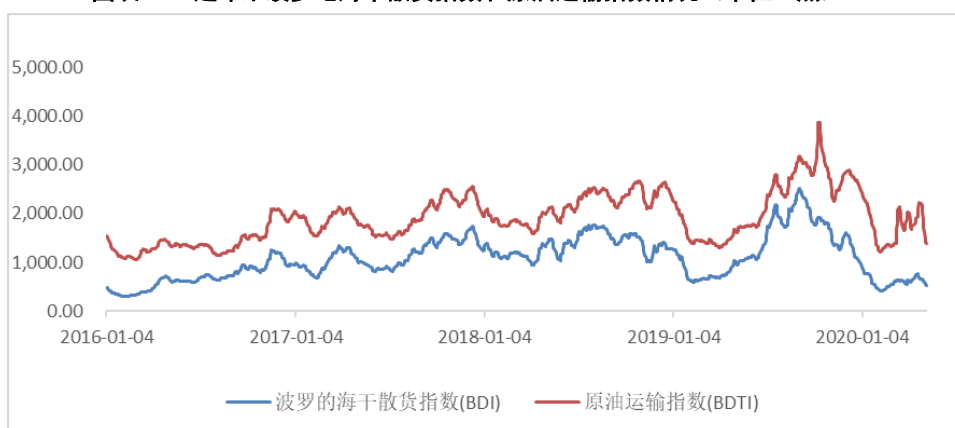
图表 2. 近年来中国出口集装箱运价综合指数情况（单位：点）



资料来源：Wind

波罗的海干散货综合运价指数（BDI）从 2016 年 2 月最低点 290 点震荡波动上涨至 2018 年 7 月 24 日 1774.00 点，但期间波动较为剧烈，整体呈现近似 W 型的走势；随后 BDI 指数开始波动下调，至 2019 年 2 月 11 日跌至 595.00 点的低位；但进入二季度后，得益于全球经济仍弱势复苏，以及铁矿石等大宗商品价格上涨促进航运需求增加，BDI 指数持续走高，7 月重返 2000 点上方；该高位行情持续至 9 月，其后随着季节性需求放缓，BDI 指数开始回落。加之 2020 年初疫情影响，2020 年 2 月 10 日 BDI 指数跌至 411.00 点的低位；此后持续在低位震荡徘徊，2020 年 5 月 7 日 BDI 指数为 514.00 点。波罗的海原油油轮运价指数（BDTI）与 BDI 指数走势大致相同，由 2016 年 8 月的低点 496 点波动上涨至 2018 年 12 月 19 日的 1266.00 点后开始下降至 2019 年 4 月 8 日的 610.00 点，之后开始波动上涨至 2019 年 10 月 14 日 1958.00 点的高位，此后开始震荡回落，2020 年 5 月 7 日回落至 863.00 点。总体来看，受疫情影响，近期航运业运价指数持续处于低位，目前疫情尚未得到有效控制，多数国家和地区继续保持了严格的防控措施，预计将对全球贸易及航运业带来较大影响。

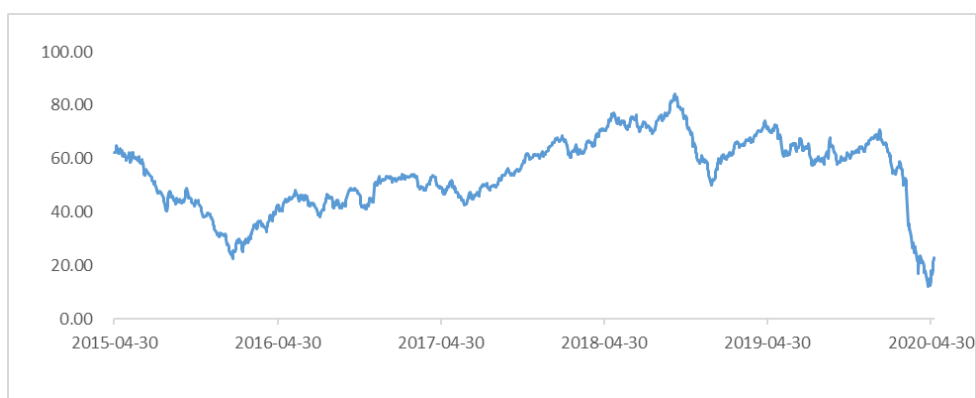
图表 3. 近年来波罗地海干散货指数和原油运输指数情况（单位：点）



资料来源：Wind

从成本方面来看，燃油成本在航运公司成本支出中占比较大，且燃油成本占比受船型及技术影响较大，一般而言，集装箱船为 20-30%、干散货船为 25-35%、油轮船则高达 40-50%，因此燃油价格的波动对航运企业的盈利水平影响较大。燃油价格走势与国际原油价格正相关，国际油价在经历 2014-2015 年的大幅下跌后，于 2016 年年初触底反弹，但 2018 年以来国际油价在震荡冲高后重度下挫。一揽子原油价格（OPEC）由 2016 年 1 月 20 日的 22.48 美元/桶上涨至 2018 年 10 月 4 日的 84.09 美元/桶的区间高点后急剧下降至当年 12 月 26 日的 50.11 美元/桶，而后恢复性上涨，截至 2020 年 1 月 6 日为 70.87 美元/桶。2020 年以来，随着石油输出国组织国家增产明显，原油价格承压下行，加之疫情背景下对原油需求不振，以及沙特与俄罗斯相继宣布原油增产计划，国际原油价格一度出现大幅下跌，4 月 22 日跌至 12.22 美元/桶；其后随着 OPEC 与非 OPEC 产油国达成石油减产协议，国际油价呈恢复性小幅增长，2020 年 5 月 7 日增至 22.91 美元/桶。总体来看，原油价格下降将在一定程度上减少航运企业的运营成本，但全球原油需求量预计将因新冠疫情蔓延而减少，国际原油仍处于供需失衡状态，将对油运需求造成一定影响。

图表 4. OPEC 价格（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

(3) 区域经济环境

山东省区位优势明显，综合实力雄厚。近年来全省服务业主导型经济结构进一步巩固，保持了全国第三大经济大省的地位；但在新旧动能转换持续推进的背景下，全省以重工业和传统行业为主的工业经济仍面临较大环保及转型升级压力，经济增速总体有所放缓。山东半岛蓝色经济区系我国第一个以海洋经济为主题的区域发展战略，具有较大的政策支持和资源优势，发展前景广阔，为该公司海洋产业发展提供了良好的外部环境。

山东省地处东部沿海、黄河中下游，北接京津冀地区，南邻长三角经济圈，拥有较优越的区位条件及丰富的自然资源，农业及制造业基础稳固，是我国重要的农业、工业和人口大省。近年来，全省服务业主导型经济结构进一步巩固，保持了全国第三大经济大省的地位；但在新旧动能转换持续推进的背景下，全省以重工业和传统行业为主的工业经济仍面临较大环保及转型升级压力，经济增速总体有所放缓。2017年，山东省实现地区生产总值 72678.2 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%，增速同比回落 0.2 个百分点。根据第四次全国经济普查结果，山东省统计局对 2018 年生产总值初步核算数进行了修订，修订后的 2018 年全省生产总值为 66649.0 亿元，修订后的三次产业结构比为 7.4: 41.3: 51.3。2019 年，全省实现地区生产总值 71067.5 亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.5%，受工业发展下行压力较大影响，经济增速有所放缓。分产业看，2019 年全省第一产业增加值为 5116.4 亿元，同比增长 1.1%；第二产业增加值为 28310.9 亿元，同比增长 2.6%，在重工业发展面临更高要求的环保、技术转型升级等压力下，工业经济增速有所放缓；第三产业增加值为 37640.2 亿元，同比增长 8.7%；三次产业比例由 2018 年的 7.4: 41.3: 51.3 调整为 7.2: 39.8: 53.0，三次产业结构进一步优化。

图表 5. 2017-2019 年山东省主要经济指标（单位：亿元，%）³

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	72678.2	7.4	66649.0	--	71067.5	5.5
第一产业增加值	4876.7	3.5	4932.0	--	5116.4	1.1
第二产业增加值	32925.1	6.3	27526.0	--	28310.9	2.6
第三产业增加值	34876.3	9.1	34190.9	--	37640.2	8.7
工业增加值	28705.7	6.6	28897.0	5.4	22985.1	2.1
固定资产投资（不含农户）	54236.0	7.3	--	4.1	--	-8.4
社会消费品零售总额	33649.0	9.8	--	8.8	35770.6	6.4
进出口总额	17823.9	15.2	19302.5	7.7	20420.9	5.8
三次产业结构	6.7:45.3:48.0		7.4: 41.3: 51.3		7.2: 39.8: 53.0	

资料来源：2017-2019 年山东省国民经济和社会发展统计公报

山东省矿产资源丰富，立足于资源优势，山东省工业经济以重工业为主，

³ 根据第四次全国经济普查结果，山东省统计局对 2018 年生产总值初步核算数进行了修订，表中 2018 年地区生产总值、三次产业增加值及三次产业结构为修订后的数据。

形成了机械、化工、冶金、建材、医药等传统优势产业，省内拥有齐鲁石化、山东电力、山东钢铁、山东海化、胜利油田、兖矿集团、中国铝业山东铝厂、南山集团、晨鸣纸业等重点工矿企业；同时作为农业大省，轻工业中纺织服装和食品工业也相对较发达；但全省工业结构仍以重工业和传统行业为主，行业发展处于价值链中低端，面临较大环境保护、技术升级转型等压力。现阶段全省高耗能行业生产受宏观经济下行、环保、安全生产压力加大等多重因素制约，而新兴产业体量尚小，工业经济增速整体有所放缓。2019 年山东省实现工业增加值 2.30 万亿元，同比仅增长 2.1%；其中，装备制造业增长 1.4%，高技术产业增长 1.7%。

服务业方面，2019 年山东省服务业保持较快发展态势，仍是拉动经济增长的主要驱动力，服务业主导型经济结构进一步巩固。2019 年全省实现服务业增加值 3.76 万亿元，占全省 GDP 的比重为 53.0%，对经济增长的贡献率达 78.2%。当年规模以上服务业营业收入同比增长 8.0%，其中战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业分别增长 10.8%、10.1%和 10.8%。

固定资产投资方面，山东省固定资产投资集中于工业和服务业，2019 年主要受工业投资下降影响，全省固定资产投资（不含农户）同比下降 8.4%，三次产业投资结构比由上年的 1.7：39.5：58.8 调整为 1.7：30.1：68.2，服务业投资占比较上年提升 9.4 个百分点。房地产市场方面，2019 年全省房地产开发投资 8614.9 亿元，比上年增长 14.1%；商品房销售面积小幅下滑，当年全省商品房销售面积 12727.3 万平方米，同比下降 5.4%；其中，住宅销售面积 11429.0 万平方米，下降 2.8%。

国家高度重视海洋经济的发展，2011 年 1 月 4 日，国务院以国函[2011]1 号文件批复《山东半岛蓝色经济区发展规划》，半岛蓝色经济区由此上升为国家战略，成为国家海洋发展战略和区域协调发展战略的重要组成部分，是我国第一个以海洋经济为主题的区域发展战略。在该背景下，山东省大力推进海洋经济发展，山东省蓝色经济发展迅速。半岛蓝色经济区分为主体区和核心区，其中主体区的范围包括山东全部海域和青岛、东营、烟台、潍坊、威海、日照等 6 市及滨州市的无棣、沾化等 2 县所属陆域，海域面积 15.95 万平方千米，陆域面积 6.4 万平方千米；核心区为 9 个集中集约用海区，分别为丁字湾海上新城、潍坊海上新城、海州湾重化工业集聚区、前岛机械制造业集聚区、龙口湾海洋装备制造业集聚区、滨州海洋化工业集聚区、董家口海洋高科技产业聚区、莱州海洋新能源产业集聚区以及东营石油产业集聚区。半岛蓝色经济区的战略定位是：建设具有较强国际竞争力的现代海洋产业集聚区；具有世界先进水平的海洋科技教育核心区；国家海洋经济改革开放先行区；全国重要的海洋生态文明示范区。

自半岛蓝色经济区获批以来，多项扶持政策相继落地，半岛蓝色经济区建设快速推进。2013 年以来，青岛西海岸海洋经济新区行政区划调整获得批复；中日韩地方经济合作示范区的框架方案获得了批准；18 个半岛蓝色经济区海洋特色产业园也正在加紧建设。2017 年 5 月，国家发展改革委、国家海

洋局联合印发《全国海洋经济发展“十三五”规划》，提出山东半岛沿岸及海域的功能定位是具有较强国际竞争力的现代海洋产业集聚区、具有世界先进水平的海洋科技教育核心区、海洋经济改革开放先行区、全国重要的海洋生态文明示范区。总体看，山东半岛蓝色经济区作为我国第一个以海洋经济为主题的区域发展战略，具有较大的政策支持和资源优势，发展前景广阔，为该公司海洋产业发展提供了良好的外部环境。

2. 业务运营

该公司主要从事海洋与内河港航综合运输物流、以海工装备、海洋清洁能源、现代海洋渔业、海洋产业创业投资等为主的现代海洋产业投资等。近年来，公司运输业务收入规模扩张，营业总收入逐年增长。公司贸易业务受产品结构调整，近三年收入规模小幅波动，但总体较稳定。金融及其他业务板块主要来自金融业务、内河港航业务、船舶及船员管理等，2018 年以来市场环境欠佳，公司为规避风险缩减金融业务，该板块收入有所下降，但金融业务仍存在一定风控压力。2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，我国与境外国家往来出现较大限制，物流运输受到较大影响，加之国际原油仍处于供需失衡状态，公司运输业务及贸易业务或将存在较大波动风险，新世纪评级将持续关注新冠肺炎疫情对公司运输业务及贸易业务的影响程度。

该公司主要从事海洋与内河港航综合运输物流、以海工装备、海洋清洁能源、现代海洋渔业、海洋产业创业投资等为主的现代海洋产业投资两大主业。目前公司业务涉及海洋与内河港航运输、商品贸易、产业投资基金、创业投资、小额贷款、融资租赁及海外投融资等。

2017-2019 年，该公司分别实现营业总收入 64.44 亿元、72.73 亿元和 74.99 亿元，其中海洋运输和贸易业务是公司收入的主要来源，同期上述两项业务收入占营业总收入的比重分别为 38.70%、44.69%、46.61%和 50.06%、46.94%、45.33%。同期，金融及其他业务板块收入分别为 7.24 亿元、6.08 亿元和 6.04 亿元，主要来自金融业务、内河港航业务、船舶及船员管理、海水养殖及农林牧渔相关收入等，2018 年以来由于市场环境欠佳，公司为规避风险缩减金融业务，收入有所下降。2020 年第一季度，公司实现营业总收入 14.99 亿元，较上年同期小幅增长 2.80%，其中海洋运输、贸易、金融及其他业务板块收入占比分别为 71.09%、22.26%和 6.65%。受新冠肺炎疫情影响，我国与境外国家往来出现较大限制，物流运输受到较大影响，加之国际原油仍处于供需失衡状态，公司运输及贸易业务或将存在较大波动风险，新世纪评级将持续关注新冠肺炎疫情对公司运输及贸易业务的影响程度。

图表 6. 公司营业总收入与营业总毛利情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入	64.44	100.00	72.73	100.00	74.99	100.00	14.99	100.00
海洋运输	24.94	38.70	32.50	44.69	34.95	46.61	10.66	71.09
贸易	32.26	50.06	34.14	46.94	33.99	45.33	3.34	22.26
金融及其他业务板块	7.24	11.24	6.08	8.36	6.04	8.06	1.00	6.65
营业总毛利	9.88	100.00	12.85	100.00	14.08	100.00	2.28	100.00
海洋运输	5.30	53.60	7.45	57.95	7.25	51.47	1.51	66.16
贸易	0.70	7.13	0.76	5.94	2.20	15.65	0.31	13.48
金融及其他业务板块	3.88	39.27	4.64	36.12	4.63	32.88	0.46	20.36
综合毛利率 ⁴	15.34		17.67		18.78		15.17	
海洋运输	21.24		22.91		20.74		14.12	
贸易	2.18		2.23		6.49		9.19	
金融及其他业务板块	53.58		76.30		76.61		46.45	

资料来源：山东海洋集团

（1）海洋运输业务

该公司海洋运输业务主要为远洋运输，可以细分为干散货运输和液散运输，该业务主要由控股子公司山东海运股份有限公司（以下简称“山东海运”）负责运营。山东海运自成立以来，即以远洋运输为支撑，向物流上下游产业链延伸，并围绕主业远洋运输业务配套提供船管业务、劳务代理业务等相关服务业务。2017-2019 年，公司海洋运输业务收入分别 24.94 亿元、32.50 亿元和 34.95 亿元，保持逐年增长态势，主要系航运市场景气度回升、运输单价提升及新造船舶投入运营等因素影响所致。同期，海洋运输业务毛利率分别为 21.24%、22.91%和 20.74%，毛利率水平保持相对平稳。2020 年第一季度，得益于投入运营船舶增加，公司实现远洋运输业务收入 10.66 亿元，较上年同期增加 4.61 亿元；当期毛利率为 14.12%，较上年同期下降 5.61 个百分点，主要系疫情影响，近期航运业运价指数持续低迷所致。

图表 7. 2017-2019 年公司海洋运输板块收入情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	收入	收入	占比
干散运输	18.58	74.50	24.36	74.96	25.99	74.36
液散运输	6.36	25.50	8.14	25.04	8.96	25.64
合计	24.94	100.00	32.50	100.00	34.95	100.00

资料来源：山东海洋集团

A. 运力资源

从船舶类型来看，目前该公司船舶主要为干散货运输船舶，截至 2019 年末，公司自有及租入干散货船舶共 42 艘（含在建），总运力共计 574.92 万载重吨；其中已投入运营的自有干散货船舶 25 艘，运力合计 289.70 万载重吨，

⁴ 综合毛利率=营业总毛利/营业总收入。

占总运力的 50.39%；已投入运营的租入干散货船舶 13 艘，运力合计 252.74 万载重吨，占总运力的 43.96%；在建的自有干散货船舶 4 艘，运力合计 32.48 万载重吨，占总运力的 5.65%。同年末，公司自有及租入的液散船舶共 28 艘，运力合计为 202.48 万载重吨，其中投入运营的自有液散船舶 12 艘，运力合计 61.96 万载重吨；投入运营的租入液散船舶 8 艘，运力合计 101.60 万载重吨；在建自有液散船舶 8 艘，运力合计 39.36 万载重吨。2019 年末，公司自有及租入的干散货船舶平均船龄分别为 4.75 年和 6.91 年，自有及租入的液散船舶平均船龄分别为 10.75 年和 6.50 年，公司船舶大多为新建，船舶平均船龄总体较小，具有较强的持续运营能力。

图表 8. 截至 2019 年末公司运营船舶运力情况（单位：艘，万载重吨，年）

船舶状态	船型	自有船舶			租赁船舶			合计	
		数量	运力	平均船龄	数量	运力	平均船龄	数量	运力
投入运营	矿砂船	4	104.80	4.83	5	180.30	9.20	9	285.10
	好望角型	3	54.00	6.22	1	18.20	9.92	4	72.20
	巴拿马型	4	30.93	8.44	5	37.84	6.70	9	68.77
	大灵便型	3	17.10	7.47	--	--	--	3	17.10
	卡姆萨型	10	82.00	1.58	2	16.40	0.21	12	98.40
	杂货船	1	0.87	8.75	--	--	--	1	0.87
在建船舶	卡姆萨型	4	32.48	--	--	--	--	4	32.48
干散货运力小计		29	322.18	4.75	13	252.74	6.91	42	574.92
投入运营	VLGC	9	48.49	6.50	--	--	--	9	48.49
	LEG	--	--	--	5	11.16	1.40	5	11.16
	MR	3	13.47	15.00	--	--	--	3	13.47
	VLCC	--	--	--	3	90.00	11.60	3	90.00
在建船舶	MR	8	39.36	--	--	--	--	8	39.36
液散运力小计		20	101.32	10.75	8	101.16	6.50	28	202.48

资料来源：山东海洋集团

B. 运营及定价策略

自成立以来，该公司坚持以市场和客户为导向，实施差异化经营。运营模式上，公司主要采取自营、光租和期租模式⁵，其中自营模式运量占比在 60%-70%，当自身运力不足时，会根据运输合同的需求分别采取光租或者期租的模式租入船舶，使这些船舶在固定的、可以控制的时间内为公司客户提供运输服务；通过上述安排，以控制运输成本，从而获取利润空间。

该公司定价策略主要分为两种：一种为“大客户”定价策略，针对大客户，公司提供优惠价格以确保长久稳定的收益；公司航线主要为中巴、中德、中新及全球航线，航线情况较为稳定；目前与主要客户 VALE INTERNATIONAL SA（淡水河谷）、BHP BILLITON FREIGHT SINGAPORE

⁵ 该公司自营模式的主要成本为船模等固定资产的折旧、人力成本和燃油费用。光租模式是指公司在约定的时间内仅租入船舶，自行配备操作人员，自主承担运输过程中发生的各种费用，只支付固定的租赁费。期租模式是指公司租入配备有操作人员的船舶，不论是否经营，均按天向租赁方支付租赁费，支付发生的固定费用（如人员工资、维修费用等）。公司租入船舶主要采用光租模式，期租模式相对较少。

PTE（必和必拓）、东华能源股份有限公司、RWE SUPPLY AND TRADING GMBH（德国莱茵）等签署的合同期限较长，2019 年海洋运输板块前五大客户收入合计为 17.07 亿元，占海洋运输板块收入的比重近 50%；定价方式主要参考 TCE（等价期租租金）及运输价格指数等进行定价。目前公司已与淡水河谷、必和必拓等签订了长期货运合作协议，长期货运协议采用 COA 合同⁶，有利于船方以更加经济的方式调配船舶，也有利于开展较为长期的合作，在市场价格波动比较大的情况下减少经营的不确定性。另一种定价策略针对非固定的客户，公司统筹规划并结合航运市场特点，部分船舶采取固定收益的定价模式，部分船舶采取与市场航运指数挂钩的定价模式；灵活的定价模式有利于提升服务价格的竞争力，争取更多的货源，降低运力闲置的风险。结算方面，公司根据客户情况不同采取不同的结算模式，签署长期货运合同的，依据合同约定条款结算；根据客户实际情况也采取提前 15 天预收运费或者采取卸货前收取运费等结算模式。

C. 运营情况

该公司干散货运输全部为国际航线运输，2017-2019 年，公司干散货承运量分别为 2550.23 万吨、2741.00 万吨和 2526.11 万吨，承运量有小幅波动；干散货运输货种以铁矿石和煤炭为主，同期上述二者承运量合计占比分别为 86.26%、88.62%和 96.48%。同期，公司干散货运输业务收入分别为 18.58 亿元、24.36 亿元和 25.99 亿元，呈逐年增长态势。

图表 9. 2017-2019 年公司货运品种情况（按运输量）（单位：万吨，%）

品种	2017 年		2018 年		2019 年	
	承运量	占比	承运量	占比	承运量	占比
铁矿石	1882.60	73.82	1873.62	68.36	1779.53	70.45
煤炭	317.33	12.44	555.34	20.26	657.45	26.03
粮食	120.33	4.72	129.65	4.73	65.21	2.58
其他	229.97	9.02	182.40	6.65	23.92	0.95
合计	2550.23	100.00	2741.00	100.00	2526.11	100.00

资料来源：山东海洋集团

图表 10. 2017-2019 年公司货运品种情况（按金额）（单位：亿元，%）⁷

品种	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
铁矿石	13.78	74.17	16.36	67.17	18.42	70.86
煤炭	2.36	12.68	5.22	21.41	3.92	15.06
粮食	0.93	4.99	1.24	5.11	2.55	9.83
其他	1.52	8.16	1.54	6.31	1.11	4.25
合计	18.58	100.00	24.36	100.00	25.99	100.00

资料来源：山东海洋集团

⁶ COA 合同即包运租船合同，船东只需要按照合同上的承诺，在一段时间内完成指定货运的运输工作。

⁷ 2019 年铁矿石承运量下降但收入增加，主要系运价上涨；煤炭情况相反。收入变动主要看收取租金的形式和运营天数，和承运量没有直接关系。

自 2013 年起，该公司开始进入特种运输领域，着手布局油气运输业务，是国内第一家从事 LPG（液化石油气）国际运输业务的航运企业。2017-2019 年，公司液散货运量分别为 377.92 万吨、406.00 万吨和 341.45 万吨，货运周转量分别为 236.03 亿吨海里、226.40 亿吨海里和 193.18 亿吨海里；同期，公司液散运输业务收入分别为 6.36 亿元、8.14 亿元和 8.96 亿元⁸。

（2）贸易业务

该公司的贸易业务主要由旗下孙公司山东海洋物产有限公司（以下简称“物产公司”）、山东海洋国际（香港）有限公司（以下简称“山东海洋国际”）及子公司山东海洋能源有限公司（以下简称“海洋能源”）负责运营。2017-2019 年，公司贸易收入分别为 32.26 亿元、34.14 亿元和 33.99 亿元，毛利率分别为 2.18%、2.23%和 6.49%，2019 年公司贸易板块收入小幅下降，但毛利率大幅提升，主要系公司为优化贸易结构，减少了毛利率较低的铁矿石、煤炭等大宗商品贸易，增加了毛利率较高的生鲜产品等水产品贸易，使得贸易收入虽小幅下降，但利润空间得到了明显提升。2020 年第一季度，公司实现贸易收入 3.34 亿元，较上年同期减少 2.71 亿元，主要系油气贸易减少所致；毛利率为 9.19%，较上年同期提升 6.09 个百分点，主要系贸易结构变化影响。

在贸易品种方面，该公司大宗商品贸易主营产品包括煤炭、有色金属（镍矿、铬矿、镍铁等）、铁矿石等，近年来公司根据市场行情逐步调整产品结构，增加水产品贸易。2015 年物产公司在既有水产品原料进口、产品出口的基础上，通过租赁船舶、组建远洋渔业项目专业技术管理团队的方式实现渔工贸结合发展；2017 年在传统水产品进出口的基础上，物产公司进一步推进冷链物流、生鲜电商、远洋渔业等实业项目，打造冷链物流贸易产业链，以实现向海洋资源型企业的实质性转变。此外，物产公司已取得了肉类、平行车和原油等各种产品的进口资质并逐步推进在上述产品领域的业务发展。海工产品贸易主要经营海工标准箱业务，近年来由于海工产品贸易风险大且盈利能力弱，海工产品贸易逐步缩减。

图表 11. 2017-2019 年公司贸易板块收入构成情况（单位：亿元，%）

品种	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
大宗商品	15.20	47.12	16.46	48.20	6.94	20.42
水产品	9.25	28.68	8.98	26.31	11.15	32.80
海工产品	7.71	23.91	5.53	16.19	--	--
其他	0.09	0.28	3.18	9.30	15.90 ⁹	46.78
合计	32.26	100.00	34.14	100.00	33.99	100.00

资料来源：山东海洋集团

在贸易业务模式方面，目前该公司贸易业务主要为自营，根据不同贸易产品采用多样的贸易模式。其中，大宗商品贸易业务主要为国内采购国内销

⁸ 2019 年液散货运量同比有所下降，但收入同比仍为增长，主要系运价大幅提高所致。

⁹ 2019 年贸易收入中其他收入规模较大，主要为 LPG 液化丁烷、液化丙烷收入等。

售的业务模式；水产品贸易则通过进口水产品原料、经加工后再出口或内销。2019 年，公司对上游前五大客户采购金额合计为 11.44 亿元，占当年采购金额的比重为 36.00%，对下游前五大客户销售金额合计为 14.59 亿元，占当年销售金额的比重为 42.92%。为充分合理利用现有资金，降低资金成本，公司采取多种贸易结算方式，贸易结算政策视贸易产品不同而采取不同的结算方式，通过国内及国际信用证结算、票据结算等，充分利用银行授信额度，减少占用自有资金。国际贸易业务结算周期一般为 3-6 个月，其他现汇业务一般为 1-3 个月。

在贸易业务风险防范方面，该公司主要通过订立“背靠背合同”模式，即作为中间商，同时与卖方和买方签订购买合同和销售合同，同时要求买方缴纳一定比例的保证金来防范贸易业务风险。同时，公司积极探索利用期货等金融衍生品市场工具进行套期保值及无风险套利操作的可行性，以规避市场变化带来的价格波动风险。

图表 12. 2019 年公司贸易业务上下游主要客户情况（单位：亿元，%）

客户	金额	占比
JIAXIANG ENERGY HOLDING PTE.LTD	7.89	24.81
PACIFIC RIM GROUP PTE LTD	0.93	2.92
FAIR GENERAL TRADING CO.,LIMITED	0.92	2.90
SIBANTHRACITE OVERSEAS AG	0.87	2.74
NOREBO HONG KONG LIMITED	0.84	2.63
上游客户合计	11.44	36.00
沧州景源化工产品有限公司	5.28	15.53
东光县广汇石化贸易有限公司	3.64	10.72
QINGDAO TIANYUAN AQUATIC FOODSTUFFS CO.,LTD.	2.07	6.09
QINGDAO LIAN YANG AQUATIC PRODUCT CO., LTD.	1.80	5.30
酒钢集团榆中钢铁有限责任公司	1.79	5.28
下游客户合计	14.59	42.92

资料来源：山东海洋集团

（3）金融及其他业务板块

该公司金融业务主要包括融资租赁、小额贷款及其他金融业务等，其他业务主要包括内河港航业务、船舶及船员管理、海水养殖及农林牧渔相关收入、海洋油田服务等。2017-2019 年，公司实现金融业务收入分别为 3.64 亿元、2.19 亿元和 2.37 亿元，2018 年下降幅度较大，主要系公司为规避风险，主动缩减金融业务所致。同期，公司实现其他业务收入分别为 3.60 亿元、3.90 亿元和 3.68 亿元，主要来自船舶及船员管理、内河港航收费及内河港口装卸搬运、海水养殖及农林牧渔相关收入等，收入结构年度间有所波动。

图表 13. 2017-2019 年公司金融及其他业务收入构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
融资租赁	1.58	1.94	2.07
其中：海晟租赁	0.88	0.65	0.69
华宸租赁	0.70	1.29	1.38
小额贷款	0.23	0.25	0.30
其他金融业务	1.83	--	--
金融业务小计	3.64	2.19	2.37
船舶及船员管理	1.30	1.36	1.41
内河港航业务	0.63	1.01	1.69
其他	1.67	1.53	0.58
其他业务小计	3.60	3.90	3.68
合计	7.24	6.08	6.04

资料来源：山东海洋集团

A. 融资租赁业务

该公司融资租赁业务主要由山东海洋金融控股有限公司（以下简称“山东海洋金控”）下属控股子公司海晟国际融资租赁有限公司（以下简称“海晟租赁”）和山东海洋工程装备有限公司（以下简称“山东海工”）作为主要发起人于 2016 年末设立的山东华宸融资租赁股份有限公司（以下简称“华宸租赁”）负责运营。

海晟租赁成立于 2013 年 12 月，系经中国商务部批准、由该公司作为主发起人，联合境内外五家股东共同出资设立的融资租赁公司，注册地在深圳前海。2016 年 12 月，公司将所持海晟租赁股权划转至山东海洋金控。截至 2019 年末，海晟租赁注册资本为 2.15 亿元，由山东海洋金控、山东海运（香港）控股有限公司（以下简称“海运港控”）、山东海达尔投资集团有限公司、山东君瑞投资有限公司和海名（香港）控股有限公司分别持股 34.88%、23.26%、20.00%、20.00%和 1.86%。同年末，海晟租赁资产总额为 10.33 亿元，所有者权益为 2.40 亿元，当年实现营业收入 0.69 亿元，净利润 0.06 亿元。

目前，海晟租赁重点拓展山东省内的电力、民生、医疗、基础设施建设等领域，融资租赁方式主要为售后回租，融资期限以 3 年为主。截至 2019 年末，海晟租赁应收融资租赁款金额为 9.64 亿元，其中 99.55%位于山东省内，主要客户有诸城国汇建设有限公司、山东平原汉源绿色能源有限公司、山东垦利石化集团有限公司等；从行业看，主要分布于石油化工、文化旅游、养殖、绿色能源等行业；从客户集中度看，2019 年末海晟租赁前五大客户融资租赁金额 6.55 亿元，占比为 67.95%。从剩余融资租赁期限看，1 年以内、1-2 年、2-3 年、3 年以上占比分别为 29.34%、30.79%、25.91%和 13.96%。2017-2019 年，海晟租赁业务收入分别为 0.88 亿元、0.65 亿元和 0.69 亿元，其中 2018 年较 2017 年减少 0.23 亿元，主要系当年新增业务规模较小所致¹⁰。

¹⁰ 海晟租赁的融资租赁业务手续费系其营业收入的主要来源，手续费主要在业务发生的当年进行确认。

从融资渠道来看，海晟租赁利用前海政策优势，结合租赁业务特点，进行了跨境人民币贷款、类保理融资、无追索保理、资产证券化等新型业务模式的探索，平均资金成本约为 5.5%。从风险管理方面，海晟租赁设有风控委员会，建立了风险控制体系，负责对租赁业务的风控审查、投放、投后进行管理。其中风控委员会主任具有一票否决权。截至 2019 年末，山东通达路桥工程有限公司（以下简称“通达路桥”）尚欠海晟租赁不良类金额为 1178.23 万元¹¹。

图表 14. 截至 2019 年末海晟租赁前五大融资租赁客户情况（单位：亿元、%）

客户	融资租赁金额	占比
诸城国汇建设有限公司	1.54	15.98
山东平原汉源绿色能源有限公司	1.35	13.96
山东垦利石化集团有限公司	1.28	13.25
潍坊渤海水产综合开发有限公司	1.20	12.45
山东海洋文化旅游发展有限公司	1.19	12.31
合计	6.55	67.95

资料来源：山东海洋集团

华宸租赁成立于 2016 年 12 月，系经中国商务部批准、由山东海工发起设立的融资租赁公司，注册地在青岛市黄岛区，2019 年末注册资本 10.00 亿元，由山东海工、山东海洋工程国际有限公司（以下简称“山东海工国际”）和山东海洋发展有限公司（以下简称“山东海发”）分别持股 40%、40%和 20%。同年末，华宸租赁资产总额为 24.72 亿元，所有者权益为 11.89 亿元，当年实现营业收入 1.38 亿元，净利润 0.81 亿元。

华宸租赁主要投向电力能源、医疗健康、基础设施、文化旅游等产业领域，业务品种主要包括售后回租和直租，项目期限一般为 3 年。华宸租赁资金主要来源于自有资金、山东海洋集团内借款和银行借款等，平均资金成本约 5.00%。截至 2019 年末，华宸租赁应收融资租赁款金额为 18.68 亿元，其中山东省内和省外占比分别为 30.06%和 69.94%；从行业看，主要分布于基础设施建设、电力、民生等行业；从客户集中度看，2019 年末华宸租赁前五大客户融资租赁金额 12.45 亿元，占比为 66.61%。从剩余融资租赁期限看，1 年以内、1-2 年、2-3 年占比分别为 65.36%、29.50%和 5.14%。2017-2019 年华宸租赁分别实现融资租赁业务收入 0.70 亿元、1.29 亿元和 1.38 亿元。

风控措施方面，华宸租赁制定有较为详尽的风控措施及制度，涵盖业务运营的各个环节，分别有租赁业务立项管理办法、租赁业务对外报价管理规定、项目二次（多次）开发管理指引、租赁项目尽职调查操作规程、租赁项

¹¹ 2015 年 4 月，海晟租赁与通达路桥签署了融资租赁合同，租赁融资 2000 万元；该租赁项目于 2015 年 7 月出现逾期，海晟租赁已于 2017 年 3 月起诉并于 2017 年 12 月胜诉，2018 年 1 月通达路桥上诉，2018 年 7 月终审海晟租赁胜诉；截至 2019 年末，通达路桥尚欠海晟租赁不良余额为 1178.23 万元。此外，截至 2019 年末，山东海运机电设备有限公司（以下简称“海运机电”）逾期金额合计为 4712.81 万元，山东海运对该笔租赁款项提供连带责任保证担保；海运机电原为山东海运实际控制的子公司，2018 年 11 月山东海运已将股权转让；目前海晟租赁与海运机电及山东海运在进一步沟通处理方案，但还未形成最终有效方案。

目评审类别基本标准、风险审查委员会工作制度、项目签约及资金投放管理办法、租后检查管理办法。截至 2019 年末华宸租赁业务未出现逾期情况。

B. 小额贷款业务

该公司小额贷款业务主要由济南市市中区海融小额贷款有限公司（以下简称“海融小额贷”）负责运营。海融小额贷成立于 2013 年 7 月，是经山东省人民政府金融工作办公室批准，经营小额信贷业务的金融服务机构。2019 年末，海融小额贷资产总额为 2.75 亿元，所有者权益为 1.85 亿元，当年实现营业收入 0.30 亿元，净利润 0.10 亿元。

海融小额贷的资金来源主要为股东单位缴纳的资本金以及其他金融机构的融入资金，平均资金成本约为 4.50%；主要客户包括山东益能电器设备工程有限公司、山东锦沧投资有限公司等，主要投向电力、基础设施建设等行业。2019 年末，海融小额贷累计发放贷款 185 笔，存量贷款业务 127 笔，年末贷款余额为 3.05 亿元。从担保方式看，2019 年末抵质押、保证和信用贷款笔数分别为 99 笔、23 笔和 5 笔，余额分别为 1.99 亿元、0.60 亿元和 0.46 亿元。目前，海融小额贷新增客户贷款期限一般在 6 个月左右，执行月利率一般在 1%-1.5% 的范围内。

截至 2019 年末，海融小额贷不良贷款余额（可疑类和损失类）为 4950.31 万元，其中可疑类和损失类分别为 1832.90 万元和 3117.43 万元，不良率为 16.25%¹²。上述不良贷款主要发生在 2014-2016 年间，因公司在 2013 年成立之初正处于宏观经济形势下行期，整体融资环境和信用环境恶化，部分借款人融资链断裂，经营陷入困境，加之公司成立初期对客户的遴选和准入口径相对宽松，业务担保措施相对薄弱，导致不良贷款发生率较高。

图表 15. 2017-2019 年末海融小额贷业务开展情况

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
累计发放笔数（笔）	61	74	185
金额（亿元）	2.37	2.74	4.03
贷款余额（亿元）	1.37	1.73	3.05
到期偿还率	91.16%	93.77%	87.52%

资料来源：山东海洋集团

在风险管理方面，海融小额贷主要通过以下措施防范风险：一是制定完善的保障制度。完善风险管理、贷前、贷后管理制度，贷款损失追偿制度等各项制度，严格按制度程序办理贷款业务，认真做好贷前调查、贷中贷后管理工作。更多的储备优质客户，做到小额分散，完善企业担保措施，加强第二还款来源能力；二是制定严格可控的风险保障措施。增加抵质押贷款数量，合理调整分配贷款类型比例，防止保证人与借款人之间关联性过于密切，降低贷款风险，合理加大借款人、保证人的违约成本，确保借款人到期还款，强强联合同行业小贷公司；三是把控优质客户的风险；四是采取多种措施清

¹² 不良率为可疑类和损失类贷款余额除以存量贷款余额。

收转化逾期贷款；五是采用多种具体有效的不良资产变现处置措施。

C. 其他金融业务

该公司其他金融业务主要为产业基金投资、资产管理、金融服务和基金管理等业务。

该公司发起设立了山东泰山学者蓝色产业领军人才股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“人才基金”）、蓝色经济区产业投资基金（有限合伙）、济宁先锋基石股权投资企业（有限合伙企业）等多只产业基金，主要投资海洋属性项目。截至 2019 年末，上述产业基金管理规模合计 34.13 亿元，2017-2019 年分别实现投资收益 1.77 亿元、1.29 亿元和 2.40 亿元。

其中，人才基金是面向“泰山学者蓝色产业领军人才团队支撑计划”设立的专项投资基金，总规模 10 亿元人民币，首期到位 1.005 亿元人民币，重点投向山东省泰山产业领军人才工程项目及省内其他人才工程项目。目前人才基金按照 FOF 运营模式，下设 3 支子基金。截至 2019 年末，人才基金已落地项目 12 个，已退出项目 2 个¹³。

蓝色经济区产业投资基金（有限合伙）于 2012 年 11 月发起，目前基金累计投资 14 个项目，直接投资金额合计 14.80 亿元，直接和通过下设专项基金间接投资项目 17 个，直接和间接投资金额合计 15.65 亿元，已投资部分项目已实现在上海证券交易所、深圳证券交易所创业板上市，投资项目分布于山东省、辽宁省、北京市和上海市等。

济宁先锋基石股权投资企业（有限合伙企业）于 2014 年 7 月发起，目前累计投资 22 个项目，投资总金额 9.12 亿元，投资项目分布于北京市、深圳市、南京市和厦门市等。

此外，2014 年末，山东海洋金控联合社会资本共同发起设立山东蓝色经济资产管理有限公司（以下简称“山东蓝色资管”），截至 2019 年末，山东蓝色资管注册资本为 1.58 亿元，其中山东海洋金控持股比例为 28.41%，系第一大股东¹⁴；山东蓝色资管共完成 6 笔债权收购业务及 19 笔借款业务，总投资额达 6.58 亿元。该公司通过山东蓝色资管公司进行资产管理业务，对金融及其他业务板块收入形成补充。

风险防范方面，山东海洋金控主要采取以下措施：一是完善风险管理和内部控制体系，完善投资管理制度，规范投资管理流程；二是建立有效的信息沟通机制，明确信息的收集、处理和传递程序，对信息进行动态管理，促进各项经营管理活动有效运行；三是引入了评价和监督机制。将绩效考核体系作为工作重点，制定了员工绩效考核办法，确定岗位职责和考评办法，并将考核与激励紧密结合；四是建立重大风险处理机制。

D. 船舶及船员管理

¹³ 2019 年人才基金开始纳入合并范围，当年投资收益 116.91 万元，计入投资收益科目。

¹⁴ 未合并报表。

该公司船舶管理业务和船员管理业务分别由山东海运下属二级控股子公司山东海运船舶管理有限公司（以下简称“海运船管”）和山东海运海员劳务有限公司（以下简称“海运劳务”）负责运营。2017-2019 年，公司分别实现船舶及船员管理业务收入 1.30 亿元、1.36 亿元和 1.41 亿元。

船舶管理方面，该公司通过为中国籍船舶提供管理服务、技术支持等业务获取船舶管理收入，经营范围涉及国际和国内船舶管理、船舶修理和船舶监造、船舶运营、索赔及其他船舶资产管理、船员管理、船舶买卖、船舶物料供应、船舶技术服务等领域。船员管理方面，公司通过为中国籍船舶提供船员配套服务获取船员管理收入，具备集装箱船、散装船、滚装船、豪华客轮、客滚船、杂货船等多种类型船舶的成建制船员配员服务。

E. 内河港航业务

该公司内河港航业务主要由下属子公司山东水运发展集团有限公司（以下简称“山东水运”）负责。2017-2019 年，公司分别实现内河港航收入 0.63 亿元、1.01 亿元和 1.69 亿元，其中 2019 年收入大幅增加主要系山东水运本部新增船闸收费收入所致。

该公司内河港航业务主要包括洙水河航道和峰城港区魏家沟航道两个运营项目。其中洙水河航道改造工程由山东洙水河水运开发有限公司（以下简称“洙水河开发”）¹⁵进行建设运营。该项目以收取过往船舶通行费作为业务收入来源，2016 年 1 月 15 日正式开始运营收费。2017-2019 年，洙水河航道通行费收入分别为 0.25 亿元、0.38 亿元和 0.35 亿元。峰城港区魏家沟航道工程项目由山东峰州港务有限公司（以下简称“峰州港务”）¹⁶进行开发运营。该项目盈利模式为收取货物装卸费，并于 2017 年 2 月 28 日实现开港。2017-2019 年，峰州港分别实现港口吞吐量 489 万吨、769 万吨和 348 万吨，分别实现营业收入 0.31 亿元、0.63 亿元和 0.30 亿元，2019 年以来受环保政策影响致使石料开采量急剧下降，同时叠加峰州港周边新开凯博港、马兰港分流货物等因素影响，峰州港吞吐量、营业收入均大幅下降。此外，2019 年滕州港开始试运营，当年滕州港实现港口吞吐量 280.68 万吨，实现营业收入 0.23 亿元。

F. 海洋油田服务业务

该公司海洋油田服务业务由山东海工负责运营。2014 年 5 月，山东海工境外子公司 Blue Ocean Drilling Limited（以下简称“BOD 公司”）与上海外高桥造船有限公司签订了 4 座 CJ 系列的海洋自升式钻井平台建造合同，概算投资 8.40 亿美元。2015 年 8 月，山东海工境外子公司山东海工国际完成了对上市钻井公司 Northern Offshore Ltd（以下简称“NOF 公司”）100%股权收购。

¹⁵ 洙水河开发成立于 2013 年 9 月，注册资本 5600 万元，截至 2020 年 3 月末山东水运、济宁市国有资产投资控股有限公司和济宁市安平运河物流服务中心分别持股 73.00%、25.00%和 2.00%。

¹⁶ 峰州港务成立于 2014 年 4 月，注册资本 8500 亿元，截至本 2020 年 3 月末山东水运、山东商润投资集团有限公司和中国农发重点建设基金有限公司分别持股 18.00%、17.29%和 64.71%。

NOF 公司是一家专业海洋钻井与生产服务商，2000 年成立于美国，2007 年在奥斯陆证券交易所上市，总资产规模 4 亿美元。NOF 公司拥有 7 座海洋平台，包括 1 座半潜式生产平台、1 座半潜式钻井平台、1 艘钻井船、4 座自升式钻井平台。资产评估价值为 1.85 亿美元，收购成本为 1.56 亿美元，已于 2015 年 8 月 5 日完成交易。目前 BOD 公司和 NOF 公司已完成整合。

Qatargas Operating Co.,Ltd.（以下简称“QO 公司”）于 2018 年 10 月在全球公开招标 8 座高端海洋自升式钻井平台，NOF 公司全资子公司 Northern Offshore Operating Co.,Ltd.（以下简称“NOO 公司”）于 2019 年 3 月接到中标通知书，获得 2 座 CJ50 自升式钻井平台项目合同，合同期限为 4 年固定期限加 2 年选择期限。NOO 公司委托山东海工提供 Energy Enticer 和 Energy Edge 两个自升式钻井平台的设备升级、配套技术人员服务、平台运输及运营等服务。2019 年 9 月，NOO 公司旗下一座 CJ46 自升式钻井平台又中标 QO 公司项目合同，合同期限为 2 年固定期限加 9 个月选择期限。此外，NOF 还有 1 座平台目前在英国北海提供油田生产服务¹⁷。

管理

该公司是山东省国资委下属国有公司，产权结构清晰。公司法人治理结构健全，并根据业务发展需要，构建了相应内部组织架构，基本能够满足日常经营管理和战略发展的需要。

1. 产权关系与公司治理

（1）产权关系

截至 2020 年 3 月末，该公司注册资本和实收资本均为 49.74 亿元，其中山东省国资委持股比例为 49.74%，为公司的第一大股东和实际控制人。公司产权状况详见附录一。

（2）公司治理

该公司股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。股东会会议分为定期会议和临时会议，定期会议每年至少一次，应当在上一个会计年度结束之日起 3 个月内召开；临时会议应当在相关事实发生之日起 30 日内召开。公司设董事会，对股东会负责。董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 2 名，职工董事 1 名。董事会设董事长一名，由山东省国资委提名，全体董事过半数选举

¹⁷ 另有 4 座平台中，其中 1 座新建 CJ46 自升式钻井平台中标阿布扎比国家石油公司四年期钻井业务，目前正在洽谈合同；1 座老的自升式钻井平台已经处置，目前该公司提供平台管理服务；此外，因目前油服市场更加青睐高规格自升式钻井平台，公司在大连中远海运重工有限公司（简称“中远大连”）建造的两座 116E 钻井平台的市场开拓存在一定难度，目前公司已与中远大连、北京国海海工管理有限公司（简称“国海海工”）签署合作协议，将两座平台所有权转让给国海海工，国海海工委托山东海工进行上述两座钻井平台的市场开发以及运营管理。

产生。董事会会议分为定期会议和临时会议。定期会议每年至少召开一次，应当在上一个会计年度结束之日起 3 个月内召开。经代表十分之一以上表决权的股东、董事长、三分之一以上董事、监事提议时，应当召开董事会临时会议。董事每届任期 3 年，任期届满，连选可以连任。公司设监事会，由 5 名监事组成。其中股东代表监事 3 名，由股东会选举产生；职工代表监事 2 名，由职工民主选举产生。监事会设监事会主席 1 名，由山东省国资委提名，全体监事过半数选举产生。监事每届任期 3 年，连选可以连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会每年至少召开一次会议。

该公司设总经理 1 名，副总经理及其他高级管理人员 5 名（包括财务负责人、总法律顾问等）。总经理、副总经理及其他高级管理人员由董事会聘任或解聘，对董事会负责，任期由董事会确定，一般不超过本届董事会的任期，连聘可以连任。董事一般不兼任除总经理之外的其他高级管理人员职务。未经股东会同意，董事长不得兼任总经理。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司与关联方存在一定规模的关联交易，2019 年公司向关联方支付船舶租金 0.87 亿元，向关联方提供劳务、销售货物等形成的咨询收入、融资租赁收入等合计为 0.67 亿元，此外公司与关联方之间的利息收入、担保费收入金额合计为 1.27 亿元，上述定价政策均为市场定价。截至 2019 年末，公司应收关联方款项金额合计为 26.14 亿元，其中应收 NOF 公司、山东海工国际金额分别为 9.37 亿元和 9.02 亿元；应付关联方款项金额合计为 3.83 亿元。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据经营特点和管理需要设置职能部门，并通过相关制度明确各部门的权责分工，基本能够保障部门之间的协作顺畅和有效监督。目前，公司设有办公室、党群工作部（董事会办公室）、人力资源部、投资发展部、财务部、企业管理部、审计部、纪委、科技与信息管理部和小清河办公室 10 个职能部门。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司根据实际控制人整体发展战略制定未来业务发展模式和管理办法，并在财务、投资和对外担保等各个方面对下属子公司进行管控，建立必要的内部控制规范强化各部门的管理职能，构建起较为规范有效的业务管理架构。

风险管理方面，该公司制订了《全面风险管理办法（试行）》。该办法适用于公司及子公司。公司的全面风险管理框架由风险管理基本流程、风险管理保障体系、风险管理信息系统和风险管理文化四部分组成。其中全面风险管理基本流程分为风险评估、风险管理策略制定、风险应对措施制定、风险监测与预

警、处置和风险监督与改进等 5 个环节。风险管理委员会是公司全面风险管理工作的决策机构，由董事长、总经理分别任正、副组长，成员由公司有关领导和子公司有关负责人组成。

招标管理方面，该公司制订了《招标管理办法》。该办法适用于公司及子公司。公司招标工作领导小组是招标工作的最高领导、决策机构。公司根据项目的重要程度将招标项目划分为 I、II、III 三类，分别采取公司全过程管理、公司备案登记和项目管理单位自行组织的管理方式。

投资管理方面，该公司设立投资决策委员会（以下简称“投决会”），并制定了投资决策委员会议事规则。投决会是经董事会授权的投资管理决策机构，由常任委员和非常任委员组成，并设主任委员、副主任委员各 1 名。

预算管理方面，该公司制订了《全面预算管理暂行办法》。公司实行“统一管理、分级负责”的预算管理体系，预算管理委员会是公司全面预算的最高管理机构。全面预算包括业务预算、资本预算、资金预算、财务预算四个方面。公司将全面预算管理纳入考核体系。

财务管理方面，该公司制订了《财务管理制度（试行）》。公司实行“统一领导、分级管理”的财务管理体制。公司设立资金结算中心，全面负责公司及各权属单位的资金管理工作。财务管理审批权限按照业务类型、金额等分类分级设置。公司设有审计部，主要以内控调查为主对下属子公司及其领导进行收支、工资等方面的审计，并对公司重大投资进行审计监督。

子公司考核方面，该公司制订了《权属单位业绩考核管理办法（试行）》。公司与各权属单位每年签订年度业绩责任书，使用的年度业绩考核指标包括定量指标、定性指标、加分项和约束性指标等。

（3）过往债务履约及其他行为记录

根据该公司本部 2020 年 4 月 27 日的《企业信用报告》，公司本部无未结清欠息记录。根据国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局、人民法院失信被执行人信息查询平台等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2020 年 4 月末，未发现该公司本部存在重大异常情况。

3. 发展战略

该公司将进一步优化业务布局，推进产业转型升级，打造以战略性新兴产业为主业，核心竞争力突出，在蓝色经济区建设中引领作用显著的企业集团。在海洋运输物流板块，山东海运将转变经营理念，从简单的全球航运承运人向全球物流增值服务提供商转变，发展成为结构优化、商业模式领先、行业影响力大、核心竞争力强的现代海洋运输物流上市公司。在海洋油田服务板块，将通过并购整合客户资源、管理团队及质量控制系统，拓展亚太、中东和西非地区的海洋油田服务业务，山东海工要对接境内外资本市场，发展成为以运营高标准自升式钻井平台为主，具备全球海上钻井作业能力，集海洋油田服务装备

设计、研发、建造、运营为一体的大型海洋油田服务商。在涉海金融投资板块，山东海洋金控以构建具有海洋特色的多元化金融平台为目标，着力发展航运金融、海上能源金融、供应链金融、涉海私募股权投资等特色业务，建立起布局合理、运转高效、多元复合的金融投资体系，打造以涉海金融为特色的金融投资板块。此外，公司将推动海洋清洁能源、海洋生物医药、现代远洋渔业等产业发展机会，进入涉海战略新兴产业。

财务

该公司盈利主要来源于营业总毛利，投资收益等非经常性损益对公司盈利提供一定补充；得益于航运市场景气度较好，公司综合毛利水平有所提升，但期间费用对利润形成一定侵蚀，公司资产获利能力一般。2019 年受益于政府注资，公司权益资本规模大幅增加，但资本结构稳定性仍一般。目前公司负债经营程度仍偏高，刚性债务偿付压力较大；但经营性现金流呈现持续净流入状态，可为公司偿债提供一定支撑。

1. 公司财务质量

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017-2019 年合并及母公司财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2017 年，该公司合并范围内一级子公司共 6 家，分别为山东海运、山东海洋金控、海融小额贷、山东海洋投资有限公司（以下简称“海洋投资”）、山东水运和山东海工。2018 年，公司合并范围内新增一级子公司海洋能源，系股权由山东海运持有调整为由公司持有；减少一级子公司海洋投资，系股权由一级调整为二级。2019 年，公司新设立山东海洋现代渔业有限公司（以下简称“现代渔业”），同时山东海工股权由一级调整为二级。截至 2020 年 3 月末公司合并范围内一级子公司数量为 6 家，较 2019 年末无变化。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

2017-2019 年末和 2020 年 3 月末，该公司负债总额分别为 180.99 亿元、168.83 亿元、187.04 亿元和 199.92 亿元，其中 2018 年受清理往来账项、偿付部分外部融资等因素影响，当年末负债规模有所下降；同期末，公司资产负债率分别为 72.33%、70.08%、65.78%和 67.35%，2019 年受益于政府注资，年末资产负债率有所下降，但目前负债经营程度仍偏高。

从负债结构来看，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 278.71%、139.85%、142.23%和 127.90%，公司负债以非流动负债为主，债务期限结构较为合理。2019 年末，公司非流动负债余额为 109.83 亿元，较上年末增长 11.57%，其中长期借款余额为 23.30 亿元，较上年末小幅下降 3.95%；应付债券余额为 39.20 亿元，较上年末增长 31.32%，主要系当年发行的 5.00 亿元债权融资计划（简称“19 鲁海洋集团 ZR001”）、5.00 亿元非上市公司债（简称“19 鲁海洋”）和 2.00 亿美元的境外债；长期应付款余额为 45.76 亿元，较上年末小幅增长 3.62%，主要为应付融资租赁款，融资租赁借款全部为美元融资；此外，2019 年末递延收益 1.12 亿元，主要为获得的项目补助资金；其他非流动负债余额 0.43 亿元，为合并产业投资基金产生的少数股东权益。2020 年 3 月末，公司非流动负债余额为 112.20 亿元，较 2019 年末增长 2.16%，科目构成较 2019 年末变动不大。

该公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，2019 年末流动负债余额为 77.22 亿元，较上年末增长 9.70%；其中，短期借款余额为 22.53 亿元，较上年末增长 46.70%，主要为信用借款增加；应付账款余额为 4.77 亿元，较上年末小幅下降 5.41%，主要为应付商品采购款及工程款等，账龄多在 1 年以内；预收款项余额为 2.45 亿元，较上年末小幅增长 2.26%，主要为贸易业务预收款；其他应付款余额为 7.24 亿元，较上年末增加 5.46 亿元，主要系应付青岛蓝色海洋工程企业（有限合伙）（以下简称“青岛蓝海”）股权收购款增加；一年内到期的非流动负债余额为 32.48 亿元，较上年末下降 15.96%，系债务到期偿还所致；其他流动负债余额为 5.19 亿元，主要系公司发行的 5.00 亿元超短期融资券¹⁸。2020 年 3 月末，公司流动负债余额为 87.72 亿元，较 2019 年末增长 13.60%；其中短期借款余额较 2019 年末增长 31.54%至 29.64 亿元；当期末新增应付票据 3.00 亿元，全部为应付银行承兑汇票；应付账款较 2019 年末增长 25.16%至 5.97 亿元，主要为应付商品采购款及工程款增加。除此之外，其他主要负债科目较 2019 年末变动不大。

B. 刚性债务

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 161.97 亿元、158.12 亿元、169.01 亿元和 181.17 亿元，股东权益与刚性债务比率分别为 42.75%、45.59%、57.56%和 53.50%，目前公司净资产对刚性债务的覆盖程度较低，已积聚了较大的债务压力。同期末，公司短期刚性债务余额分别为 29.19 亿元、59.97 亿元、61.25 亿元和 70.97 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 115.60%、46.43%、41.05%和 47.97%，目前公司面临较大的即期债务偿付压力。

该公司融资渠道主要为银行借款和融资租赁借款等金融机构借款以及发行债券。2019 年末，公司金融机构借款余额为 109.63 亿元，其中银行借款余

¹⁸ 2018 年以前，该公司将发行的超短期融资券计入“应付债券”科目核算；2018 年开始，公司将其计入“其他流动负债”核算。

额为 59.73 亿元，融资租赁借款余额为 49.90 亿元。公司银行借款主要为保证借款和信用借款，2019 年末占比分别约为 51%和 41%。从偿债主体来看，公司金融机构借款主要集中在下属子公司；从融资成本看，2019 年公司短期银行借款综合融资成本约为 4.41%，中长期银行借款综合融资成本约为 4.95%，融资租赁综合融资成本约为 5.85%，融资成本控制水平尚可。

截至 2020 年 3 月末，该公司已发行待偿还人民币债券本金余额为 22.00 亿元，美元债券余额 5.20 亿美元，公司已发行债券本息兑付情况正常。

图表 16. 截至 2020 年 3 月末公司待偿债券本金情况

债券名称	起息日	存续期限	待偿本金	票面利率
16 山东海洋 MTN001	2016-02-19	5 年	7.00 亿元	4.09%
19 鲁海洋集团 ZR001	2019-04-26	3 年	5.00 亿元	5.80%
19 鲁海洋	2019-11-19	3 年	5.00 亿元	4.50%
20 山东海洋 SCP001	2020-02-27	270 天	5.00 亿元	3.32%
美元私募债券	2016-11-17	5+N 年	1.20 亿美元	5.25%
海外私募债券	2017-10-25	3 年	2.00 亿美元	5.45%
海外私募债券	2019-10-17	3 年	2.00 亿美元	5.90%

资料来源：山东海洋集团

C. 或有负债

截至 2019 年末，该公司对合并范围外企业提供担保金额为 42.79 亿元，担保比率为 43.99%，目前公司对外担保规模较大，尽管被担保对象经营正常，但仍存在较大的或有负债风险。其中，截至 2019 年末公司对华宸租赁境外单船（以下简称“单船公司”）担保余额 40.79 亿元，担保规模大，主要系 2018 年海运港控与莱茵供应与贸易有限公司签署 10 艘 18 万载重吨散货船期租租约，海运港控采用光租模式向华宸租赁出资组建的单船公司¹⁹租赁 10 艘 18 万载重吨散货船舶，单船公司向交银金融租赁有限责任公司单船公司光租 10 艘 18 万载重吨散货船，由海运港控和山东海运为单船公司提供连带责任担保。

图表 17. 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保主体	被担保对象	担保余额	担保到期日
山东海运股份有限公司	山东海运机电设备有限公司	2.00	2020.01.21
山东海运股份有限公司 山东海运（香港）控股有限公司	华宸租赁境外单船公司	40.79	2033.11.20
合计	--	42.79	--

资料来源：山东海洋集团

(2) 现金流分析

该公司经营活动现金流仍主要反映海洋运输、贸易等业务的现金流入和流

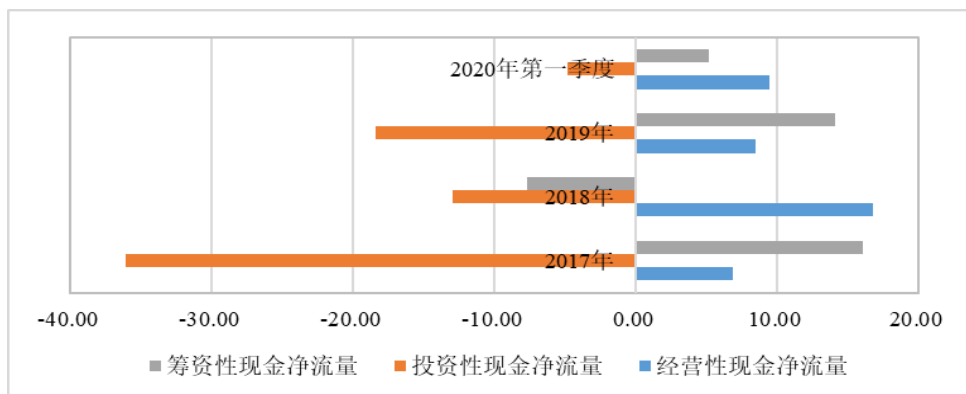
¹⁹ 根据该公司反馈，为合理进行融资安排，规避经营风险，按照航运市场惯例，华宸租赁与外部第三方共同发起成立 10 家单船公司，具体负责上述 10 艘船舶的运营与融资事项，上述 10 家单船公司未纳入华宸租赁合并范围。该笔担保实际为履约保证担保，系为了加强与世界 500 强企业德国莱茵集团的合作，由于期限较长，为 15 年，担保金额系累计计算，因此金额总体较大。根据公司提供的相关信息，履约保证担保是航运业对应长期租约（5 年以上）的常用模式，可以在风险可控的前提下，有效提升公司生产经营效率。

出活动，2017-2019 年及 2020 年第一季度公司的营业收入现金率分别为 101.09%、105.86%、117.75%和 120.02%，公司主业现金回笼情况整体较好，2019 年以来受益于贸易结构发生变化，公司营业收入现金率有较大提升。同期，公司经营性现金流量净额分别为 6.86 亿元、16.79 亿元、8.45 亿元和 9.45 亿元，主要受往来款收支变动影响而有所波动，其中 2018 年净流入规模较大主要系公司将对关联方的往来借款调整至支付其他与投资活动有关的现金流科目核算所致。

该公司投资活动现金流主要体现公司船舶建造支出、对外股权投资支出以及理财产品收支等。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司投资性现金流量净额分别为-36.14 亿元、-12.99 亿元、-18.41 亿元和-4.85 亿元，呈现持续净流出状态；其中 2017 年投资活动产生的现金净流出量规模较大，当年投资支付的现金为 40.84 亿元，主要系当年融资租赁业务扩张及可供出售金融资产投资所致；近三年支付其他与投资活动有关的现金分别为 15.66 亿元、14.13 亿元和 14.10 亿元，其中 2017 年主要为子公司山东海运购买了较大规模理财产品，2018-2019 年主要为公司购买了结构性存款和支付拆借资金所致。

该公司主要通过银行借款、融资租赁及发行债券等方式筹措资金。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资性现金净流量分别为 16.03 亿元、-7.75 亿元、14.09 亿元和 5.17 亿元，其中 2018 年公司新增借款规模相对较少而偿还债务本息较多，当年筹资性现金流呈净流出状态。

图表 18. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：山东海洋集团

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 12.74 亿元、16.05 亿元和 17.11 亿元，主要来源于列入财务费用的利息支出、固定资产折旧和利润总额。公司刚性债务规模相对较大，EBITDA 对刚性债务的保障程度较弱。近三年，公司经营性现金流持续呈净流入状态，可对债务偿付提供一定支撑；但受投资活动现金流波动影响，公司非筹资性现金净流入对债务的覆盖程度存在较大波动。

图表 19. 2017-2019 年公司 EBITDA 及经营性现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出（倍）	1.85	1.91	1.93
EBITDA/刚性债务（倍）	0.08	0.10	0.10
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	19.05	28.42	11.45
经营性现金净流入与刚性债务比率（%）	4.50	10.49	5.17
非筹资性现金净流入量与流动负债比率（%）	-81.32	6.44	-13.50
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率（%）	-19.22	2.38	-6.09

资料来源：山东海洋集团

（3）资产质量分析

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 69.24 亿元、72.08 亿元、97.29 亿元和 96.93 亿元，主要由实收资本和少数股东权益构成，同期末实收资本占所有者权益的比重分别 46.21%、44.40%、51.13%和 51.31%，少数股东权益占所有者权益的比重分别为 51.57%、51.74%、43.09%和 43.36%，公司资本结构稳定性一般。其中，2019 年末实收资本 49.74 亿元，较上年末增长 55.44%，资本公积较上年末增加 1.58 亿元，主要系山东省国资委以 8 座船闸资产向公司注资，增加实收资本和资本公积所致；2019 年末少数股东权益为 41.92 亿元，较上年末增长 12.41%，一方面系山东海运引入产业基金，另一方面系公司购买部分权属企业形成的少数股权。

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司资产总额分别为 250.24 亿元、240.91 亿元、284.33 亿元和 296.85 亿元，其中 2018 年末较 2017 年末下降 3.73%，主要系随着公司清理往来账项，货币资金、理财减少所致，2019 年随着公司投融资增加，资产规模继续扩张。公司资产以非流动资产为主，同期末非流动资产占资产总额的比重分别为 71.87%、73.57%、72.99%和 71.28%。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。2019 年末，公司可供出售金融资产为 33.05 亿元，较上年末增长 4.73%，主要为公司于近年来发起设立的蓝色经济区产业投资基金（有限合伙）、青岛汇海海洋钻井产业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“海洋钻井基金”）、青岛蓝海等合伙企业；长期应收款余额为 20.21 亿元，主要为应收的融资租赁款项、及其他长期往来借款等，较上年末下降 26.49%，主要系融资租赁款即将到期转入流动资产所致；长期股权投资为 11.50 亿元，主要为对合营及联营企业投资，较上年末增长 119.03%，主要系新增对山东西海岸海洋产业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“西海岸基金”）投资 5.12 亿元²⁰；公司固定资产主要系船舶等运输工具，年末余额为 112.89 亿元，较上年末增长 20.33%，主要系船舶资产完工转入所致；在建工程余额为 21.45

²⁰ 西海岸基金注册时间为 2019 年 6 月 3 日，规模为 10.20 亿元人民币，系海洋能源作为有限合伙人出资设立，基金存续期限为 7 年（包括投资期 2 年和退出期 5 年），基金专项用于投资山东海洋能源开发股份有限公司（下称“能源股份”），能源股份用该资金收购太平洋气体船 75.33% 股权以及上海碧洁船舶管理有限公司 100% 股权，并围绕产业链进行投资。若 7 年内能源股份可以上市，该公司仅需支付 2% 管理费，否则将调至 5.5%（含 2% 管理费）。

亿元，较上年末增长 173.04%，主要系八里湾、邓楼、长沟及微山一线四座船闸项目增加所致；其他非流动资产 0.65 亿元，较上年末下降 88.37%，主要系递延收益转入固定资产所致。2020 年 3 月末，公司非流动资产余额为 211.60 亿元，较 2019 年末增长 1.96%，主要资产构成总体变化不大。

2019 年末，该公司流动资产余额为 76.80 亿元，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和一年内到期的非流动资产构成。2019 年末，货币资金余额为 25.12 亿元，其中受限货币资金余额为 9.41 亿元，主要为履约保证金、保函保证金等；应收账款主要系运输业务和贸易业务产生的未结算款项，年末余额为 6.32 亿元，较上年末增长 4.66%；预付款项余额为 2.79 亿元，较上年末下降 50.45%，主要系预付商品采购款结转所致；其他应收款主要系往来款及借款等，年末余额为 25.98 亿元，较上年末增长 35.33%，主要系对山东汇海海洋工程国际有限公司（以下简称“汇海海工”）及 NOF 公司²¹等借款及往来款增加所致；存货余额为 4.29 亿元，主要为贸易商品，年末余额较上年末增长 25.79%；一年内到期的非流动资产大幅增加至 11.60 亿元，主要为华宸租赁将一年内到期的融资租赁款从长期应收款科目调整至该科目。2020 年 3 月末，公司流动资产 85.25 亿元，其中货币资金较 2019 年末增长 35.46%至 34.03 亿元；预付款项较 2019 年末增长 16.19%至 3.24 亿元，系预付采购款增加，其他资产科目总体变化不大。

(4) 流动性/短期因素

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 147.29%、90.47%、99.45%和 97.18%；现金比率分别为 70.61%、39.73%、32.56%和 38.81%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 115.60%、46.63%、41.05%和 47.97%，公司流动资产对流动负债的覆盖程度偏弱，货币资金受限规模相对较大，且较大规模的应收类款项对公司资金造成一定占用，公司实际资产流动性较弱。

图表 20. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	147.29	90.47	99.45	97.18
现金比率（%）	70.61	39.73	32.56	38.81
短期刚性债务现金覆盖率（%）	115.60	46.63	41.05	47.97

资料来源：山东海洋集团

截至 2019 年末，该公司受限货币资金 9.41 亿元，主要为履约保证金、保函保证金、外汇交易保证金及定期存款；受限应收账款 5.07 亿元，系用于质押担保；受限固定资产 21.87 亿元，系用于抵押借款的船舶资产。

²¹ 海洋钻井基金持有 NOF 公司 73.21%的股权，山东海工持有海洋钻井基金 47.14%的股权，且为有限合伙人，因此山东海工未将其纳入合并报表范围。青岛蓝海持有汇海海工 100%的股权，山东海工持有青岛蓝海 99.99%的股权，为有限合伙人，不执行合伙事务；按照现有情况，青岛蓝海由青岛洲海海洋钻井股权投资管理有限公司执行合伙人事务，为实际控制方，故山东海工未将其纳入合并报表范围。

图表 21. 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元，%）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	9.41	37.45	履约保证金、保函保证金、外汇交易保证金、定期存款
应收账款	5.07	80.22	质押担保
固定资产	21.87	19.37	抵押借款

资料来源：山东海洋集团

3. 公司盈利能力

2017-2019 年，该公司营业总毛利分别为 9.88 亿元、12.85 亿元和 14.08 亿元，呈现逐年增长态势，主要得益于航运市场景气度提升以及贸易结构调整，公司总体盈利能力得以加强。同期，公司综合毛利率分别为 15.34%、17.67% 和 18.78%。具体来看，2017-2019 年运输业务毛利率分别为 21.24%、22.91% 和 20.74%，近三年较为稳定；同期贸易业务毛利率分别为 2.18%、2.23% 和 6.49%，2019 年毛利率大幅提升主要系公司调整贸易结构，大宗商品贸易减少、水产品贸易增加所致。同期，金融及其他业务板块毛利率分别为 53.58%、76.30% 和 76.61%，得益于盈利能力较强的融资租赁业务规模扩大，该板块成为营业总毛利的主要来源之一。

2017-2019 年，该公司期间费用分别为 8.42 亿元、10.41 亿元和 11.21 亿元，期间费用率分别为 13.06%、14.31% 和 14.95%，公司期间费用以财务费用和管理费用为主，期间费用控制水平一般。此外，2017-2019 年资产减值损失分别为 0.22 亿元、0.31 亿元和 0.19 亿元，主要为计提的坏账损失。公司盈利主要来源于营业毛利，投资收益等非经常性损益对公司盈利提供一定的补充。2017-2019 年，公司投资净收益分别为 0.53 亿元、0.93 亿元和 0.25 亿元，其中 2018 年规模较大主要系蓝色经济区产业投资基金（有限合伙）分红较多以及权益法核算的长期股权投资收益较多所致；其他收益分别为 0.15 亿元、0.05 亿元和 0.18 亿元，主要为与经营活动相关的政府补贴及税收返还；营业外收入分别为 0.09 亿元、0.12 亿元和 0.23 亿元，2019 年主要为与日常活动无关的政府补助。同期，公司净利润分别为 1.80 亿元、2.74 亿元和 2.73 亿元；总资产报酬率分别为 3.71%、4.63% 和 4.53%，净资产收益率分别为 2.76%、3.88% 和 3.22%，资产获利能力一般。

2020 年第一季度，该公司实现营业总毛利 2.28 亿元，综合毛利率为 15.17%，较上年同期下降 0.93 个百分点；因有息债务规模持续增加，当期财务费用增幅较大，为 1.90 亿元，较上年同期增长 25.33%；受上述因素影响，当期实现净利润-0.44 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

作为山东省实施半岛蓝色经济区战略的核心平台，目前该公司主要从事海洋与内河港航综合运输物流、以海工装备、海洋清洁能源、现代海洋渔业、海洋产业创业投资等为主的现代海洋产业投资等。公司的干散货运输业务和液散运输业务在运力、客户资源和产业化经营方面均拥有一定的行业竞争力和区域竞争力。得益于航运市场景气度提升，近年来公司营业总收入持续增长；同时，公司债务期限结构较合理，经营性现金流呈现持续净流入状态，能够为公司债务偿付提供一定支撑。

2. 外部支持因素

该公司与多家商业银行存在长期合作关系，近年来整体信用状况良好，间接融资渠道较畅通。截至 2019 年末，公司合并口径人民币授信规模为 204.75 亿元，尚未使用额度为 121.32 亿元；外币授信额度分别为 11.05 亿美元和 0.61 亿欧元，欧元授信额度已使用完毕，尚余 4.81 亿美元授信未使用。

本期债券偿付保障分析

该公司的干散货运输业务和液散运输业务在运力、客户资源和产业化经营方面均拥有一定的行业竞争力和区域竞争力。得益于航运市场景气度提升，近年来公司营业总收入持续增长，经营性现金流呈现持续净流入状态，能够为公司债务偿付提供一定支撑。此外，公司与多家商业银行存在长期合作关系，近年来整体信用状况良好，较大规模的授信可为公司债务周转提供一定支撑。

评级结论

该公司是山东省国资委下属国有公司，产权结构清晰。公司法人治理结构健全，并根据业务发展需要，构建了相应内部组织架构，基本能够满足日常经营管理和战略发展的需要。

该公司主要从事海洋与内河港航综合运输物流、以海工装备、海洋清洁能源、现代海洋渔业、海洋产业创业投资等为主的现代海洋产业投资等。近年来，公司运输业务收入规模扩张，营业总收入逐年增长。公司贸易业务受产品结构调整，近三年收入规模小幅波动，但总体较稳定。金融及其他业务板块主要来自金融业务、内河港航业务、船舶及船员管理等，2018 年以来市场环境欠佳，公司为规避风险缩减金融业务，该板块收入有所下降，但金融业务仍存在一定风控压力。2020 年初，受新冠肺炎疫情疫情影响，我国与境外国家往来出现较大限制，物流运输受到较大影响，加之国际原油仍处于供需失衡状态，公司运输

业务及贸易业务或将存在较大波动风险，新世纪评级将持续关注新冠肺炎疫情对公司运输业务及贸易业务的影响程度。

该公司盈利主要来源于营业总毛利，投资收益等非经常性损益对公司盈利提供一定补充；得益于航运市场景气度较好，公司综合毛利水平有所提升，但期间费用对利润形成一定侵蚀，公司资产获利能力一般。2019 年受益于政府注资，公司权益资本规模大幅增加，但资本结构稳定性仍一般。目前公司负债经营程度仍偏高，刚性债务偿付压力较大；但经营性现金流呈现持续净流入状态，可为公司偿债提供一定支撑。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

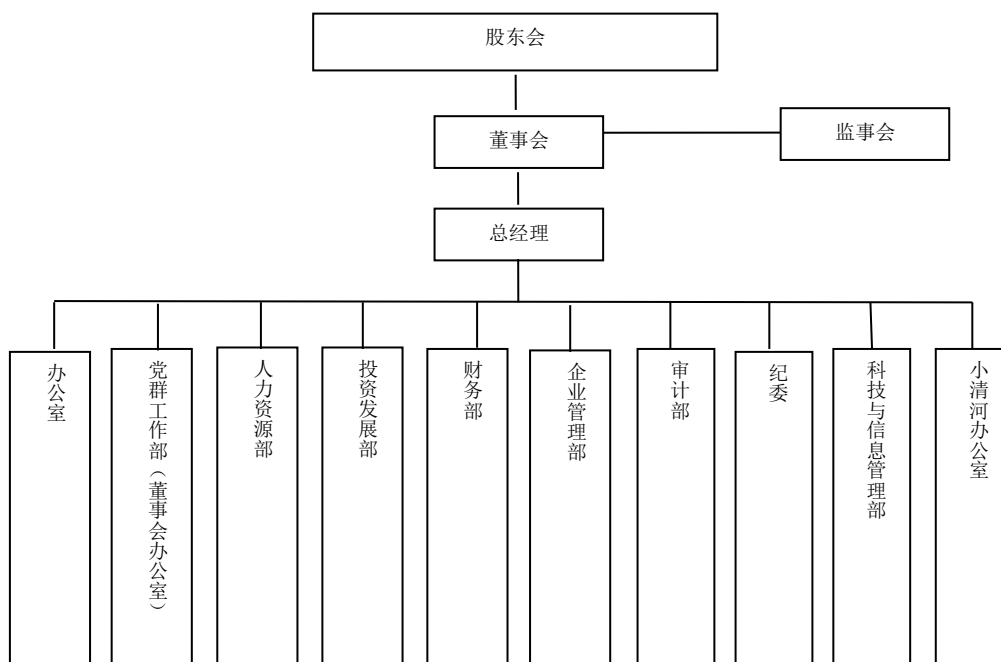
公司股权结构图

出资人	出资金额（万元）	股权比例（%）
山东省人民政府国有资产监督管理委员会	247400.29	49.738670
山东高速集团有限公司	100000.00	20.104532
山钢金融控股（深圳）有限公司	33750.00	6.785279
兖矿集团有限公司	33750.00	6.785279
山东能源集团创元投资有限公司	33750.00	6.785279
日照港集团有限公司	33750.00	6.785279
山东省国有资产投资控股有限公司	15000.00	3.015680
合计	497400.29	100.00

注：根据山东海洋集团提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据山东海洋集团提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元) ²²	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
山东海洋集团有限公司	山东海洋	--	海洋产业的投资、经营和管理，涉海金融业投资及资本运营，投资管理及咨询，财务咨询，信息咨询	24.51	53.10	0.43	0.43	4.69	公司本部
山东海运股份有限公司	山东海运	48.53	海洋运输	77.49	37.89	35.51	2.16	5.86	--
山东海洋金融控股有限公司	海洋金控	100.00	股权、债权投资、金融服务	6.87	5.45	1.65	0.08	0.26	--
济南市市中区海融小额贷款有限公司	海融小额贷	63.75	小额信贷	0.00 ²³	1.85	0.30	0.10	-1.21	--
山东水运发展集团有限公司	山东水运	100.00	水运基础设施投资、建设、运营管理	3.38	22.18	1.69	0.47	1.45	--
山东海洋现代渔业有限公司	现代渔业	100.00	现代海洋渔业、远洋渔业资源开发等	3.28	2.34	18.09	0.10	-0.87	--
山东海洋能源有限公司	海洋能源	100.00	能源项目投资、开发与管理	60.75	21.68	26.67	0.82	14.68	--

注：根据山东海洋集团提供资料整理

²² 该公司本部及子公司刚性债务加总数大于合并口径数系存在合并抵消所致。

²³ 20.20 万元。

附录四：
主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额[亿元]	250.24	240.91	284.33	296.85
货币资金[亿元]	33.72	27.95	25.12	34.03
刚性债务[亿元]	161.97	158.12	169.01	181.17
所有者权益[亿元]	69.24	72.08	97.29	96.93
营业总收入[亿元]	64.21	72.48	74.71	14.94
净利润 [亿元]	1.80	2.74	2.73	-0.44
EBITDA[亿元]	12.74	16.05	17.11	—
经营性现金净流量[亿元]	6.86	16.79	8.45	9.45
投资性现金净流量[亿元]	-36.14	-12.99	-18.41	-4.85
资产负债率[%]	72.33	70.08	65.78	67.35
长短期债务比[%]	278.71	139.85	142.23	127.90
权益资本与刚性债务比率[%]	42.75	45.59	57.56	53.50
流动比率[%]	147.29	90.47	99.45	97.18
速动比率[%]	129.95	77.62	90.29	89.21
现金比率[%]	70.61	39.73	32.56	38.81
短期刚性债务现金覆盖率[%]	115.60	46.63	41.05	47.97
利息保障倍数[倍]	1.25	1.35	1.34	—
有形净值债务率[%]	276.07	247.41	202.69	218.41
担保比率[%]	16.88	94.26	43.99	42.90
毛利率[%]	15.04	17.38	18.48	14.86
营业利润率[%]	3.23	4.19	4.12	-2.39
总资产报酬率[%]	3.71	4.63	4.53	—
净资产收益率[%]	2.76	3.88	3.22	—
净资产收益率*[%]	2.71	3.40	2.77	—
营业总收入现金率[%]	101.09	105.86	117.75	120.02
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	19.05	28.42	11.45	—
经营性现金净流量与刚性债务比率[%]	4.50	10.49	5.17	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-81.32	6.44	-13.50	—
非筹资性现金净流量与刚性债务比率[%]	-19.22	2.38	-6.09	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.85	1.91	1.93	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.10	0.10	—

注：表中数据依据山东海洋集团经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业总收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业总收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业总收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业总收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。