






内部编号: 2024050049

## 中国外运股份有限公司

及其发行的 21 中外运 MTN001 与 21 外运 01

# 定期跟踪评级报告

分析师: 林贇婧  lyj@shxsj.com  
金未文  jinweiwen@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: [www.shxsj.com](http://www.shxsj.com)



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.

## 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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100008】

评级对象：中国外运股份有限公司及其发行的 21 中外运 MTN001 与 21 外运 01

21 中外运 MTN001

21 外运 01

主体/展望/债项/评级时间

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 23 日

AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 23 日

前次跟踪：AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 26 日

AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 26 日

首次评级：AAA/稳定/AAA/2021 年 3 月 11 日

AAA/稳定/AAA/2021 年 7 月 13 日

### 跟踪评级观点

#### 主要优势：

- 中国外运是以综合物流为主业的央企，同时也是我国最大的第三方物流服务商，市场地位突出。
- 中国外运为招商局集团下属核心企业，在业务渠道、融资等方面继续获得招商局集团的支持。
- 中国外运主业获现能力较强，经营环节净现金流状况保持良好；公司货币资金存量较为充足且尚未使用的银行授信额度较大，整体财务弹性较好。
- 中国外运合营企业中外运敦豪经营业绩良好，公司权益法下确认的投资收益对公司整体盈利形成较好补充。

#### 主要风险：

- 全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力，中国外运面临的经营压力上升。
- 中国外运完成对欧洲 KLG Holding 下属 7 家欧洲物流子公司 100% 股权的溢价收购后，海外业务规模扩大，且该项并购形成的商誉资产规模较大，公司持续面临一定的管理压力、汇率风险及商誉减值风险。

### 跟踪评级结论

通过对中国外运主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AAA，评级展望稳定，并维持上述债券 AAA 信用等级。

### 未来展望

本评级机构预计中国外运信用质量在未来 12 个月持稳。

### 主要财务数据及指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
<b>母公司口径数据：</b>			
货币资金（亿元）	69.28	81.21	66.90
刚性债务（亿元）	41.66	41.60	41.33
所有者权益（亿元）	240.89	246.13	265.69
经营性现金净流入量（亿元）	-1.62	-6.47	0.44
<b>合并口径数据及指标：</b>			
总资产（亿元）	743.03	778.26	758.87
总负债（亿元）	392.55	409.57	357.67
刚性债务（亿元）	130.15	127.39	96.26
所有者权益（亿元）	350.48	368.68	401.19
营业收入（亿元）	1243.46	1088.17	1017.05
净利润（亿元）	39.33	42.41	44.53
经营性现金净流入量（亿元）	41.65	51.18	38.37
EBITDA（亿元）	73.23	80.72	85.79



### 主要财务数据及指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
资产负债率[%]	52.83	52.63	47.13
权益资本与刚性债务比率[%]	269.29	289.40	416.78
流动比率[%]	149.79	136.69	123.48
现金比率[%]	61.63	59.86	51.44
利息保障倍数[倍]	11.69	11.77	11.52
净资产收益率[%]	11.69	11.79	11.57
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.15	19.57	13.68
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.74	15.30	10.55
EBITDA/利息支出[倍]	16.62	16.74	16.39
EBITDA/刚性债务[倍]	0.56	0.63	0.77

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）

评级要素			结果
个体信用	业务风险		1
	财务风险		1
	初始信用级别		aaa
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
		④其他因素	/
	个体信用级别		aaa
外部支持	支持因素		/
主体信用级别			AAA

调整因素：无。

支持因素：无。

### 相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《新世纪评级工商企业评级方法（2022 版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《2023 年交通运输行业信用回顾与 2024 年展望》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29913&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29913&amp;mid=5&amp;listype=1</a>

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照中国外运股份有限公司（简称“中国外运”、“该公司”或“公司”）及其发行的 2021 年度第一期中期票据（简称“21 中外运 MTN001”）与 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“21 外运 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中国外运提供的经审计的 2023 年财务报表及相关经营数据，对中国外运的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2021 年 5 月，该公司在中国银行间市场交易商协会成功注册了 40 亿元中期票据发行额度，有效期至 2023 年 5 月 27 日。公司于 2021 年 6 月发行了“21 中外运 MTN001”，发行规模为 20.00 亿元，发行利率 3.50%，期限为 3 年，募集资金用于偿还到期债务和补充营运资金。

2021 年 5 月，该公司取得了中国证监会出具的《关于同意中国外运股份有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可[2021]1780 号），获准面向专业投资者公开发行总额不超过 40 亿元（含 40 亿元）的公司债券，采用分期发行。公司于 2021 年 7 月成功发行了“21 外运 01”，发行金额 20.00 亿元，发行利率 3.15%，期限为 5（3+2）年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金用于偿还到期债务。

截至 2024 年 3 月末，该公司存续债券待偿本金余额为 40.00 亿元。截至本报告出具日，公司还本付息情况正常。

图表 1. 截至 2024 年 3 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
21 中外运 MTN001	20.00	20.00	3	3.50	2021 年 6 月	正常付息，尚未开始偿付本金
21 外运 01	20.00	20.00	5(3+2)	3.15	2021 年 7 月	正常付息，尚未开始偿付本金

资料来源：Wind 资讯。

## 发行人信用质量跟踪分析

### 1. 数据基础

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021~2023 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。本财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定，以及证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》及相关规定、香港《公司条例》和香港联交所《上市规则》所要求之相关披露，并基于审计报告附注“四、重要会计政策及会计估计”所述会计政策和会计估计编制。

2021 年末，该公司合并范围内合计 27 家二级子公司，二级子公司数量较上年末增加 2 家，分别为 SE LOGISTICS HOLDING B.V. 和中国外运海外发展有限公司，上述两家公司原为三级子公司，2021 年调整为二级子公司。2022 年末，公司合并范围内合计 25 家二级子公司，二级子公司数量较上年末减少 2 家，分别为中国外运（日本）有限公司和中国外运韩国船务有限公司，上述两家公司原为二级子公司，2022 年调整为中国外运海外发展有限公司下属子公司。2023 年末，公司合并范围内合计 25 家二级子公司，二级子公司数量较上年末未发生变化，新设、分立增加大连中外运集运国际物流有限公司等 11 家三级子公司，2 家四级子公司、1 家五级子公司；因注销、内部吸收合并减少广州中外运国际物流有限公司等 3 家三级子公司。整体来看，公司近三年一期合并报表的变化，对数据可比性影响较小。

## 2. 业务

该公司是我国领先的综合物流服务提供商和整合商，经营业务主要在我国境内开展。交通运输行业作为我国社会资源调配与运行的基石，将持续推进高质量发展，行业运行总体保持稳定。近年来，受海运和空运运价下降影响，公司营业收入逐年减少；但通过深耕合同物流细分行业、创新服务模式，以及成本费用管控等举措，公司盈利能力有所提升。

### (1) 外部环境

#### 宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

#### 行业因素

我国交通基础设施网络布局持续完善，为交通运输行业的发展提供良好支撑，国家综合立体交通网构建将促进交通运输体系集约高效转型。2023 年前三季度交通运输客运需求有所恢复，货运量呈现增长；受“公转铁、公转水”等政策推动，不同交通运输方式间的替代风险有所加大。行业价格管制逐步放开，但因服务同质化程度高，仍难以形成差异化定价，企业盈利取决于规模效应和成本管控能力，2023 年以来折旧摊销、处于高位的燃油成本和持续上涨的人工成本加大了交通运输企业的运营压力。交通运输行业在关键资本性支出领域运输工具购置方面缺乏议价能力，叠加绿色交通政策推动设备升级需求，交通运输企业仍将在运输工具投资方面保持一定力度。

展望 2024 年度，交通运输行业作为我国社会资源调配与运行的基石，将持续推进高质量发展，行业运行总体保持稳定。首先，交通运输需求将呈恢复增长态势，不同运输方式间存在结构性调整，其中城乡客运出行方式变化等分流营业性公路客运，铁路和水路对公路货运的替代效应将持续加大。其次，全国实施多种方式以降低交通运输行业成本：政策导向的全社会物流费率趋势降低要求、多式联运、社会融资成本趋降、持续受益的减税降费措施，以及运输工具绿色化降低企业对燃油价格波动的敏感性，但短期内交通运输企业或仍面临较高的燃油成本压力，叠加不断上涨的人工成本和较为刚性的折旧摊销，2024 年交通运输企业或仍将面临着成本管控压力。最后，交通运输绿色发展政策推动运输工具向低碳清洁转型（包括国际海事组织对海运船舶环保提出了更高的要求等），交通运输企业需在新能源运输工具购置以及运输工具改造升级方面投入资金，面临一定资本性支出压力。

详见：《2023 年交通运输行业信用回顾与 2024 年展望》。

## (2) 业务运营

图表 2. 公司营业收入主要构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入合计	1243.46	1088.17	1017.05
代理及相关业务	859.09	694.86	619.19
在营业收入中占比（%）	69.09	63.86	60.88
专业物流业务	241.83	274.54	275.22
在营业收入中占比（%）	19.45	25.23	27.06
电商业务	142.53	118.77	122.63
在营业收入中占比（%）	11.46	10.91	12.06
毛利率（%）	4.53	5.55	5.72
代理及相关业务（%）	4.01	5.07	5.29
专业物流业务（%）	8.71	8.47	9.20
电商业务（%）	0.56	1.59	0.05

注：根据中国外运提供的数据整理、计算。

该公司是我国领先的综合物流服务提供商和整合商，公司主营业务包括代理及相关业务、专业物流业务和电商业务三大板块。其中，专业物流是核心业务，聚焦高成长、高附加值的细分行业及其上下游，推动产业高质量发展；代理及相关业务是基石业务，为专业物流业务及电商业务发展提供支撑；电商业务是公司的新兴业务，主要服务于快速发展的跨境电商客户，利用公司的可控运力优势和资源整合能力为客户提供跨境端到端服务，保障客户供应链高效稳定发展。

2021~2023 年，该公司代理及相关业务分别实现收入 859.09 亿元、694.86 亿元和 619.19 亿元，2022 年同比减少主要系受全球贸易需求疲软的影响，海运和空运业务量下降所致；2023 年同比减少主要是受海运和空运运价同比大幅下降的影响。2021~2023 年，代理及相关业务毛利率分别为 4.01%、5.07%和 5.29%，2022 年同比增长主要系当年下半年市场运费下行，叠加公司主动优化业务结构，减少部分利润率较低的业务综合所致；2023 年同比增长主要是因为公司聚焦客户需求，优化配置资源，延伸服务链条所致。

2021~2023 年，该公司专业物流业务收入分别为 241.83 亿元、274.54 亿元和 275.22 亿元，2022 年同比增长主要是因为公司深耕合同物流细分行业市场，做强做优存量业务，并不断开拓新业务；2023 年在国内市场竞争激烈、运输价格有所下降的情况下，公司积极开拓市场，业务量上升，专业物流营业额保持基本稳定。2021~2023 年，专业物流业务毛利率分别为 8.71%、8.47%和 9.20%，呈波动上升态势，主要是因为公司深耕合同物流细分行业市场，做强做优存量业务，并不断开拓新业务所致。

2021~2023 年，该公司电商业务收入分别为 142.53 亿元、118.77 亿元和 122.63 亿元，2022 年同比减少主要是因为受欧盟税改及海外市场需求收缩等因素影响，电商出口货量降低明显；2023 年同比增长主要是因为公司物流电商平台的规模提升。2021~2023 年，公司电商业务毛利率分别为 0.56%、1.59%和 0.05%，处于很低水平。

### ① 经营状况

#### 代理及相关业务

代理及相关业务是该公司业务发展的基石，将紧密围绕客户需求，强化客户驱动，注重价值创造和模式创新，延伸服务链条，深挖客户和供应商价值，推进平台化和产品化建设，逐步向全程供应链方向转型。公司是我国最大的货运代理公司，拥有覆盖全国、辐射全球的庞大服务网络。公司代理及相关业务主要包括海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理和库场站服务等服务。公司代理及相关业务主要受全球贸易情况、中国出口集装箱运价、中国港口集装箱吞吐量、航空货邮运输量以及市场供求关系等多种因素的影响。公司代理业务收入包括运送货物向客户收取的运费、向承运人收取的佣金和收取的配套服务费用，以电汇结算为主，分为现结和期结，期结平均账期约 45 天。

海运代理方面，该公司主要为客户提供订舱、安排货物出运、提箱、装箱、仓储、集疏港、报关报检、分拨、派送等与水路运输相关的多环节物流服务。公司是世界领先的海运代理服务商之一，年处理海运集装箱量超过一



千万标准箱，能够提供我国各主要港口与全球各国家和地区之间，以及全球第三国之间的全程供应链物流服务。公司海运代理业务在为客户提供订舱服务时，运费计入收入，通常按实际运费与客户结算；海运代理业务的利润主要来自于为客户提供的服务，如报关、运输、仓储等。2021~2023 年，公司海运集装箱代理量分别为 1388.6 万 TEU、1302.3 万 TEU 和 1337.3 万 TEU，2022 年同比减少主要系受全球贸易需求疲软，海运业务量下降；2023 年同比增长主要系公司深化与内贸船公司的合作，共同营销行业头部客户、建设精品线路、打造特色产品，带动内贸海运订舱量有所增加所致。

空运代理方面，该公司主要为客户提供提派、报关报检、仓储、包装、订舱及操作、航空干线运输代理和卡车转运等专业化空运货运代理服务。作为国内领先的空运货代企业，中国外运积累了丰富的操作经验，为保障供应链的稳定性，与国内外重点航空公司、核心海外代理和国内物流服务商建立了稳定的战略合作关系。同时，公司持续推进「新型承运人」体系建设，截至 2023 年末，公司运营 11 条定班包机线路，航线包括欧洲线、美洲线、中东线、亚洲线等，把控海外渠道，可为客户提供全程化、可视化、标准化的空运全供应链物流服务。2021~2023 年，公司空运通道业务量分别为 80.4 万吨、78.1 万吨和 90.2 万吨，2022 年同比减少主要系受全球贸易需求疲软的影响；2023 年同比增长主要系公司进一步发挥欧美航线优势，并积极布局中东、拉美等航线运力，新开通了 5 条货运包机航线综合所致。

铁路代理方面，该公司是国内领先的铁路货代服务商，可为客户提供散杂货和集装箱等多种方式的铁路代理服务和信息服务，包括国内铁路代理服务、国际铁路代理服务（含过境铁路代理服务）以及海铁联运在内的全程供应链服务。截至 2023 年末，公司国际班列累计发运超过 1 万列、130 万标准箱。公司国际班列自营平台在长沙、沈阳、深圳、东莞、新乡、泉州、德阳等地累计开通线路 50 余条（其中周班常态化运行 14 条）；同时，公司积极参与中老泰通道建设，打造中老泰铁路快线产品并实现常态化运营，为客户提供中老铁路双向运输、跨境转运、箱管等综合服务。2021~2023 年铁路代理业务量分别为 32.8 万吨、39.8 万吨和 50.4 万吨，受益于国内外班列线路的增加，呈较好的增势。

船舶代理方面，该公司是我国领先的船舶代理服务公司，在我国沿海、沿江 70 多个口岸设有分支机构，并在香港、日本、韩国、德国、泰国等地设立代表处，为船公司提供船舶进出港、单证、船舶供应及其他船舶在港口相关业务等服务。2022~2023 年，公司船舶代理业务量分别为 5.99 万艘次和 6.23 万艘次，随着全球集装箱运输产品需求上升保持增长态势。

库场站服务方面，该公司为客户提供货物储存及装拆箱、货物装卸、发运、分拨配送等相关服务。公司拥有丰富的仓库和集装箱场站资源，并在广东、江苏、安徽及广西壮族自治区拥有 11 个自营内河码头，是公司提供优质、高效的货运代理和综合物流服务的重要依托。2021~2023 年，公司库场站服务业务量分别为 2375.0 万吨、2528.2 万吨和 2622.5 万吨，受益于公司对集疏运、库场站服务进行一体化营销，船货结合提供定制化及标准化服务，库场站服务业务量逐年增长。

图表 3. 公司代理及相关业务概况

业务类别	单位	2021 年	2022 年	2023 年
海运代理	万 TEU	1388.6	1302.3	1337.3
空运通道	万吨	80.4	78.1	90.2
其中：跨境电商物流	万吨	17.0	13.4	20.4
铁路代理	万 TEU	32.8	39.8	50.4
船舶代理	万 TEU	2648.0	2764.5	-
船舶代理	艘次	-	59874	62300
库场站服务	万吨	2375.0	2528.2	2622.5

注：根据中国外运提供的数据整理。

### 专业物流业务

专业物流业务为该公司的核心业务，系根据客户的不同需求，为客户提供量身定制的、覆盖整个价值链的一体化物流解决方案并确保方案的顺利实施，包括合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流以及其他专业物流服务。2021~2023 年，公司专业物流业务量分别为 4844.3 万吨、5169.0 万吨和 5790.3 万吨，呈逐年增长。

该公司的合同物流业务主要为客户提供包括采购物流、生产物流、销售物流、逆向物流等供应链全程物流管理



服务，同时还可提供物流方案设计咨询、供应链优化及供应链金融等增值服务。公司的合同物流业务按照目标行业进行管理，在消费品及零售、汽车及新能源、电子及高科技、医疗健康等多个行业及领域具有领先的方案解决能力。公司已与境内外众多知名企业建立了良好的长期合作关系。合同物流受宏观经济和国内制造业、消费市场变化等因素的影响。2021~2023 年，公司合同物流业务量分别为 3829.8 万吨、4133.7 万吨和 4681.9 万吨，呈较好增势，主要系公司在深耕现有客户的基础上，布局行业新赛道所致；具体体现为，在客户端：1）快消与零售传统优势行业中，推进全渠道一体化解决方案的拓展与迭代，成功在美妆、家居等新赛道拓展客户；2）汽车行业方面，一方面将传统汽车业务的服务链条从产前延伸至售后，实现包含零配件拆装出口及海外仓服务的「端到端」全链路解决方案；另一方面抓住新能源车业务增长机会，成功开发多家行业头部客户；3）医疗健康行业，加快核心资源布局，有效提升医疗服务场景端到端服务能力，并在上海和天津相继获取医疗器械第三方物流企业资质（“GSP”），正式持「证」入局医疗器械第三方物流市场。在运营端，通过仓库精益运营、汽运通道集约管理及科技创新运用等措施，实现降本增效。

该公司的项目物流业务主要服务于出口项目，面向电力能源、石油化工、冶金矿业、基础设施、轨道车辆等行业的中国对外工程承包企业，提供工程设备及物资从中国到海外目的地的门到门、一站式物流解决方案设计及执行服务。服务内容包括但不限于提供物流方案设计、海运、空运、陆运、仓储、包装、报关报检、港口中转、大件运输、进出口政策咨询等。公司已在全球操作了众多物流项目，具有丰富的项目经验。项目物流主要受中国对外承包工程以及世界各国及地区经济和政治、安全局势等因素的影响。2021~2023 年，公司项目物流业务量分别为 573.6 万吨、569.4 万吨和 627.5 万吨，呈波动上升趋势。

该公司的化工物流业务主要服务于精细化工行业客户，为客户提供供应链解决方案及物流服务，主要包括危险品及普通包装化工品的仓储、运输配送、国际货代和多式联运等。公司拥有集仓储、运输（含液体罐箱）、货代、多式联运及保税为一体的综合服务体系，形成聚焦华东、华北及西南区域，协同东北、华南社会资源的全网布局。化工物流除受化工行业景气度的影响外，也与行业政策及安全监管要求等密切相关。2021~2023 年，公司化工物流业务量分别为 338.2 万吨、368.2 万吨和 382.9 万吨，逐年增长。

该公司的冷链物流业务主要服务于品牌餐饮、零售商超、食品加工制造及流通企业、进出口贸易客户，为客户提供全程端到端一站式服务，主要包括冷链仓干配一体化业务、进出口国际供应链业务。公司已建立全国性的冷链物流网络布局，具有较强的「仓干配」综合性解决方案服务能力、全过程冷链温控与追踪和高标准冷库的设计、投资建设与运营管理能力。2021~2023 年，公司冷链物流业务量分别为 102.7 万吨、97.7 万吨和 98.0 万吨，整体呈下降趋势。

图表 4. 公司专业物流业务概况（单位：万吨）

业务类别	2021 年	2022 年	2023 年
合同物流	3829.8	4133.7	4681.9
项目物流	573.6	569.4	627.5
化工物流	338.2	368.2	382.9
冷链物流	102.7	97.7	98.0
合计	4844.3	5169.0	5790.3

注 1：根据中国外运提供的数据整理、计算。

注 2：表中合同物流业务量不包含 KLG 集团业务量。

## 电商业务

该公司电商业务包括跨境电商物流、物流电商平台和物流装备共享平台。跨境电商物流业务主要指为满足跨境电商客户的物流需求，通过整合干线和海外仓资源进行标准化产品的开发和设计，现已面向市场推出欧洲、美国、南美、非洲、日韩等国家和地区的 B2C 电商小包产品和 B2B 空派头程产品，并推出中亚方向的「中速卡航」整车及拼车产品，服务范围涵盖上门揽收、国内（保税）仓库管理、进出口清关、国际段运输、海外仓管理、末端配送等。跨境电商物流业务主要受跨境电商规模、海关政策等因素的影响。物流电商平台指公司通过公众物流电商平台一运易通向平台客户提供各种线上化公共物流服务，包括海运、陆运、空运、关务等在线交易和服务以及在线保险、全程可视化等增值服务；目前已经上线的全链路服务产品覆盖中国往返日本、韩国主要城市以及东南亚主要国家等门到门服务。物流装备共享平台指公司提供集装箱和移动冷库等物流设备租赁及追踪、监控服务。

随着“互联网+”时代到来，受益于国家政策扶持、消费需求升级等有利因素，跨境电商行业近年来发展迅速。2021~2023 年，该公司分别完成跨境电商物流 39383 万票、31071.0 万票和 36340 万票，其中，2022 年同比减少 22.01%，主要系当年受欧盟税改及海外市场需求收缩等因素影响，电商出口货量降低明显；2022 年同比增长 52.40%，主要系公司积极开拓头部平台类客户，布局新航线；加强产品开发能力与数字化能力，成功推出中速卡航及多个跨境小包产品综合所致。目前，公司跨境电商标准化产品已覆盖欧盟、北美、南非、墨西哥等国家和地区。此外，随着运通持续加强智慧物流的探索，积极开发全链路产品服务线路，公司 2023 年物流电商平台业务量亦出现大幅增长，同比增长 137.20%。

图表 5. 公司电商业务概况（单位：万吨）

业务类别	2021 年	2022 年	2023 年
跨境电商物流（万票）	39838	31071	36340
物流装备共享平台（万标准箱/天）	7.8	7.6	8.4
物流电商平台（万标准箱）	136.6	104.3	247.4

注：根据中国外运提供的数据整理。

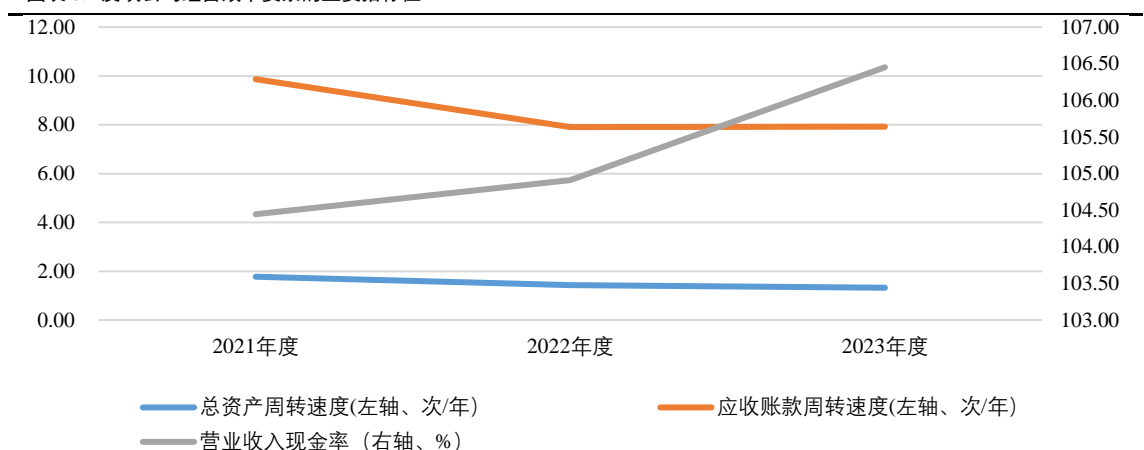
## ② 竞争地位

该公司拥有广泛而全面的国内服务网络和海外服务网络，国内服务网络覆盖全国 32 个省、自治区、直辖市及特别行政区，在国内拥有约 1300 万平方米的土地资源，包括 400 余万平方米仓库、约 200 万平方米的场站，以及 11 个内河码头，4400 余米岸线资源；并租赁运营超过 400 万平方米仓库及约 70 万平方米的场站。公司自有海外网络已覆盖 42 个国家和地区，在全球拥有 66 个自营网点，为客户提供通达全球的物流服务。

该公司具有领先的行业地位和良好的品牌形象，品牌客户与供应商资源深厚。公司已在国内外物流行业中树立了良好的品牌知名度，并多次获得行业重要奖项。公司被中国物流与采购联合会评为 AAAAA 级物流企业，连续蝉联中国物流百强第一名、中国国际货运代理百强第一名，多次获评「中国最具竞争力（影响力）物流企业」。作为我国领先的第三方物流服务商，公司在客户和供应商方面均具有良好的口碑和形象。一方面，公司与众多国内知名企业以及跨国公司形成了长期、稳定的合作关系，获得了较高的客户认可度；另一方面，公司依托自身稳定的客户资源与强大的物流服务能力，与国际知名船公司、航空公司等众多供应商也保持了良好及稳定的合作伙伴关系。

## ③ 经营效率

图表 6. 反映公司经营效率要素的主要指标值

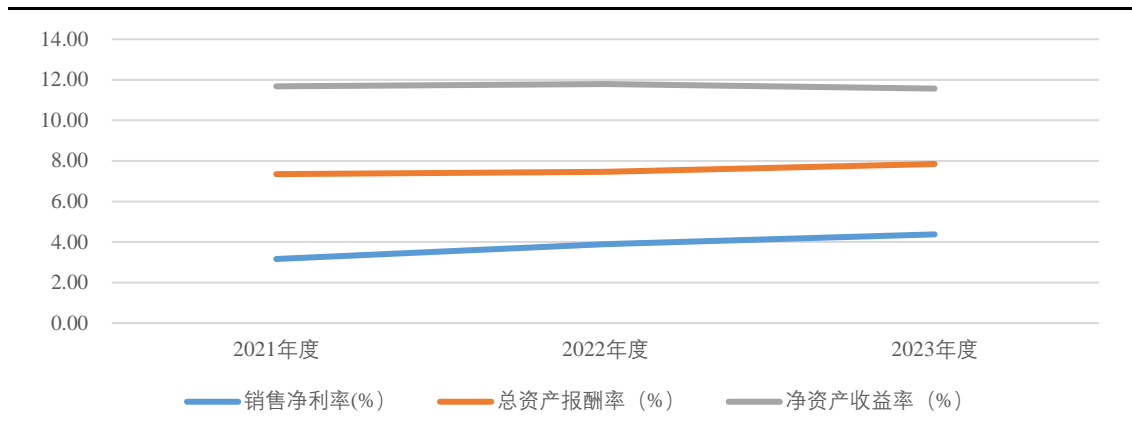


资料来源：根据中国外运所提供数据整理、绘制。

2021~2023 年，该公司总资产周转速度分别为 1.77 次/年、1.43 次/年和 1.32 次/年，应收账款周转速度分别为 9.87 次/年、7.90 次/年和 7.92 次/年，均有所放缓，主要系结算周期较长的专业物流业务收入占比上升所致；同时，公司主业物流业务的收现能力亦较强，营业收入现金率保持在较高水平，同期分别为 104.45%、104.91%和 106.45%。

#### ④ 盈利能力

图表 7. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据中国外运所提供数据整理、绘制。

该公司主业利润贡献度高，投资净收益以及政府补助等亦可为公司净利润提供较好补充，2021~2023 年，公司实现净利润分别为 39.33 亿元、42.41 亿元和 44.53 亿元，逐年增长。2021~2023 年，公司总资产报酬率分别为 7.35%、7.46%和 7.85%，净资产收益率分别为 11.69%、11.79%和 11.57%，资产获利能力较为稳定。

从盈利来源来看，该公司盈利主要来源于投资净收益和其他收益等其他经营收益。2021~2023 年，投资净收益分别为 25.08 亿元、25.79 亿元和 23.26 亿元，主要系成本法核算的长期股权投资收益，主要来自于合联营企业中外运-敦豪国际航空快件有限公司（简称“中外运敦豪”），同期对中外运敦豪确认的投资收益分别为 21.24 亿元、19.94 亿元和 17.51 亿元，2022 年同比减少，一方面由于市场需求疲软影响中外运敦豪收入有所下滑；另一方面，由于成本增长明显，导致中外运敦豪利润总额同比出现下降；2023 年同比减少，主要系由于成本增长明显，导致中外运敦豪利润总额同比出现下降。2021~2023 年，公司其他收益分别为 18.93 亿元、14.44 亿元和 24.55 亿元，其中，物流业财政补贴分别为 17.81 亿元、13.85 亿元和 23.72 亿元，主要系国际货运补贴等政府补助；公司获得的国际货运班列补贴等政府补助系根据所在地区的优惠政策，按照优惠标准按月或按季申报和取得，预计短期内仍可持续获得一定规模的该类补贴。同期，公司资产处置收益分别为 1.17 亿元、1.96 亿元和 1.86 亿元，主要为非流动资产处置收益，其中，2022 年主要是本年下属公司处置了一块位于福州的土地，处置收益金额为 1.68 亿元；2023 年主要是子公司中外运空港物流（上海）有限公司土地收储确定资产处置收益 0.76 亿元，以及子公司中国外运华中有限公司土地收储及处置地上建筑物确认资产处置收益 0.61 亿元。此外，2023 年公司公允价值变动净收益增幅较大，为 2.67 亿元，主要是本年公司持有的股票及非流动金融资产价值波动所致，其中对南方航空物流股份有限公司（以下简称“南航物流股份”）权益投资公允价值上升 3.18 亿元。

近年来，该公司营业毛利呈一定波动性，期间费用率控制在较为合理的水平，但计提的资产减值损失对主业经营收益影响较大。2021~2023 年，公司经营收益分别为 3.84 亿元、10.89 亿元和 2.39 亿元，主要来自于营业毛利，同期，营业毛利分别为 56.28 亿元、60.34 亿元和 58.13 亿元，2023 年同比减少 6.54%，主要系代理及相关业务毛利受海运和空运运价同比大幅下降影响同比减少 10.89%所致。从营业毛利贡献情况来看，代理及相关业务毛利是营业毛利的主要来源，同期占营业毛利的比重分别为 61.16%、58.33%和 56.35%，近年来随着专业物流业务毛利占比的提升呈逐年下降趋势。

从期间费用情况来看，该公司总体管控较为得当。2021~2023 年期间费用分别为 46.71 亿元、45.46 亿元和 49.48 亿元，期间费用率分别为 3.76%、4.18%和 4.86%。公司期间费用主要由管理费用构成，同期管理费用分别为 31.26 亿元、33.59 亿元和 33.80 亿元，2022 年同比增幅较大，主要因为当年管理人员的人工成本增加。2021~2023 年公司财务费用分别为 4.00 亿元、-0.44 亿元和 2.59 亿元，2022 年为负值，主要因为美元兑人民币大幅升值，公司持有的美元净资产产生大额汇兑收益所致；2023 年财务费用增幅较大，主要是本年美元对人民币升值幅度小于上年同期，公司由于持有美元净资产而产生的汇兑收益同比减少。此外，2021~2023 年公司资产减值损失分别为-2.27 亿元、-1.11 亿元和-3.27 亿元，2021 年计提损失金额较大，主要因为公司下属公司计提固定资产减值损失 1.36 亿元，计提商誉减值损失 0.80 亿元；2023 年计提损失金额较大，主要是公司因欧洲外部环境较收购时发生变化提 KLG 集团商誉减值所致。2021~2023 年公司信用减值损失分别为-1.22 亿元、-0.31 亿元和-0.24 亿元，

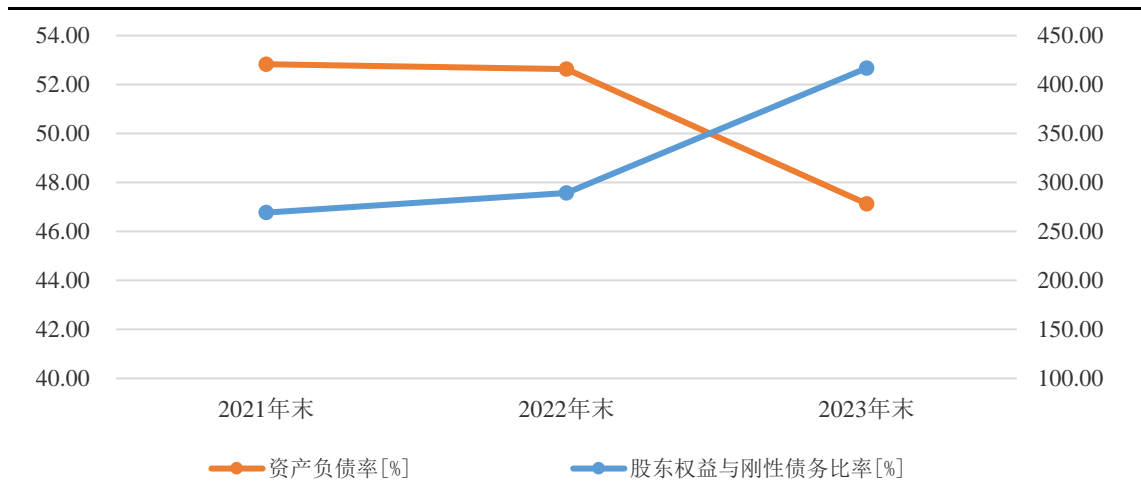
主要由应收账款减值损失等构成。

### 3. 财务

2023 年，该公司调整债务结构，控制债务规模，偿还外部借款较多，财务杠杆明显下降；公司刚性债务呈短期化，即期债务偿付压力上升；但公司主业创现能力较强，货币资金存量充裕且融资渠道畅通，均可对即期债务的偿付提供较好保障。

#### (1) 财务杠杆

图表 8. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据中国外运所提供的数据整理、绘制。

近年来，该公司财务杠杆有所下降，2021~2023 年末资产负债率分别为 52.83%、52.63%和 47.13%，2023 年末较上年末减少 5.5 个百分点，主要系公司当年积极优化债务结构，大幅降低负债规模。2021~2023 年末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 269.29%、289.40%和 416.78%，2023 年末股东权益对刚性债务的保障程度大幅提升。

#### ① 资产

图表 9. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	363.58 48.93%	383.36 49.26%	346.21 45.62%
其中：货币资金（亿元）	144.95	163.09	139.64
应收账款（亿元）	141.87	133.48	123.27
预付款项（亿元）	47.76	57.50	47.71
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	379.45 51.07%	394.90 50.74%	412.65 54.38%
其中：固定资产（亿元）	140.68	147.49	147.54
长期股权投资（亿元）	84.12	85.27	91.37
无形资产（亿元）	62.26	62.62	62.25
商誉（亿元）	19.82	22.08	20.42

注：根据中国外运所提供数据整理、计算。

2021~2023 年末，该公司资产总额分别为 743.03 亿元、778.26 亿元和 758.87 亿元。公司物流基础设施投入规模较大，非流动资产占资产总额比重偏高，同期末占比分别为 51.07%、50.74%和 54.38%，且主要由固定资产、长期股权投资、无形资产和商誉构成。同期末，固定资产分别为 140.68 亿元、147.49 亿元和 147.54 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备等；2022 年末较上年末增长 4.84%，主要系在建工程完工陆续转固所致。2021~2023 年



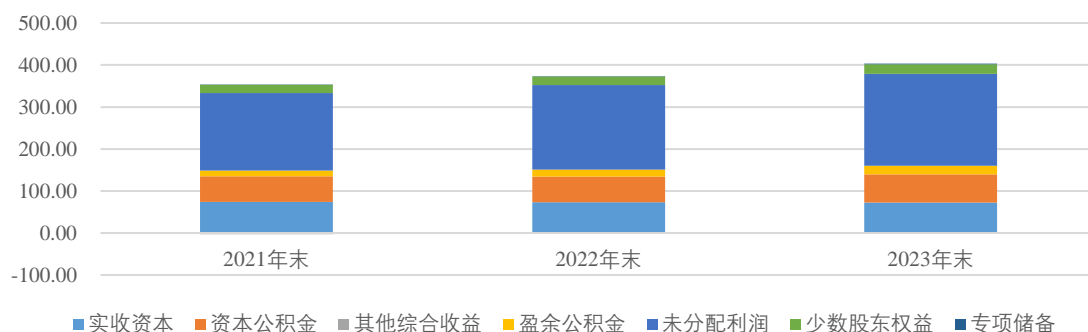
末，长期股权投资分别为 84.12 亿元、85.27 亿元和 91.37 亿元，2022 年末较上年末增长，主要系根据中外运敦豪、路凯国际控股有限公司及招商局海南开发投资有限公司等合联营企业的经营情况调整长期股权投资账面价值；2023 年末较上年末增长，主要系新增对合营企业易能新源能源科技有限责任公司的投资，以及对合营企业江苏中外运祥泰供应链管理有限公司、联营企业宁波穿山国际物流有限公司追加投资综合所致。2021~2023 年末，无形资产分别为 62.26 亿元、62.62 亿元和 62.25 亿元，主要为土地使用权。商誉分别为 19.82 亿元、22.08 亿元和 20.42 亿元，主要系由 2020 年并表的 KLG 集团形成；2022 年末较上年末增长 11.38%，主要公司当年收购中外运物流南京有限公司（简称“南京公司”）形成商誉 1.71 亿元；2023 年末较上年末减少 7.54%，主要系计提 KLG 集团商业减值准备所致，计提原因主要系考虑到：受海运价格大幅下跌、大客户业务波动、能源短缺等直接因素叠加欧洲经济整体环境影响，KLG 集团多式联运业务海运端收入下降明显，公路运输成本居高不下，收入增长率、利润率等指标不及预期。此外，2022 年末，使用权资产为 29.16 亿元，较上年末增长 35.01%，主要系租赁仓库等资产增加。2023 年末，其他权益工具投资较上年末大幅增长至 4.15 亿元，主要系公司购入长航货运有限公司（以下简称“长航货运”）13%股权<sup>1</sup>所致；同期末，其他非流动金融资产较上年末增长 37.89%，全部为权益工具投资，主要包括：对南航物流股份的投资 5.41 亿元，对南京港龙潭集装箱有限公司的投资 1.36 亿元，对京东物流股份有限公司的投资 0.89 亿元，对欧冶云商股份有限公司的投资 0.15 亿元，对小白产业投资基金的投资 0.42 亿元以及对沈阳空港物流有限公司的投资 0.15 亿元。此外，2023 年末公司投资性房地产较上年末增长 26.93%，主要系本年非同一控制下企业合并达名投资有限公司、海宝投资有限公司公司导致房屋建筑物及土地使用权增加。

该公司流动资产主要由货币资金和应收账款构成，2021~2023 年末合计占流动资产的比重分别为 78.89%、77.36% 和 75.94%。同期末，货币资金分别为 144.95 亿元、163.09 亿元和 139.64 亿元，公司货币资金较为充裕，能为即期债务的偿付提供一定保障。应收账款分别为 141.87 亿元、133.48 亿元和 123.27 亿元，期限以一年内为主，随着公司持续加强应收账款管理呈现逐年减少的趋势。此外，同期末，预付款项分别为 47.76 亿元、57.50 亿元和 47.71 亿元，2022 年末增幅较大，主要系当年包机运费预付款等增加所致。2023 年末，其他应收款项为 24.22 亿元，较上年末增长 32.92%，主要系政府补助及押金、保证金增加所致。

2023 年末，该公司受限资产合计为 9.48 亿元，降幅较大，主要系为建设香港青衣 181 项目物流中心向国家开发银行借款抵押的投资性房地产和无形资产已于当年完成解押所致。同期末，受限资产合计占资产总额的比重为 1.25%，占比不高，对资产流动性影响有限。

## ② 所有者权益

图表 10. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据中国外运所提供的数据整理、绘制。

近年来，该公司经营稳健，持续经营积累使得所有者权益呈逐年增长的态势，2021~2023 年末，所有者权益分别为 350.48 亿元、368.68 亿元和 401.19 亿元，主要由未分配利润构成，同期末占所有者权益的比重分别为 52.64%、

<sup>1</sup> 2023 年 5 月 18 日，该公司子公司中国外运华东有限公司（以下简称“外运华东”）与长江轮船公司签订《关于长航货运有限公司之增资协议》，外运华东以持有的江苏中外运船务代理有限公司（以下简称“江苏船代公司”）49%少数股权、重庆中外运散货运输有限公司（以下简称“重庆散货公司”）100%股权、湖北中外运散货运输有限公司（以下简称“湖北散货公司”）100%股权合计作价 394,050,500 元（其中：江苏船代公司 49%少数股权作价 268,520,000 元，重庆散货公司 100%股权作价 20,675,800 元，湖北散货公司 100%股权作价 104,854,700 元）通过投资入股方式取得长航货运 13%股权。

54.63%和 54.56%；公司为国有上市公司，利润分配政策稳健，年度分红对所有者权益积累的影响有限。此外，2021~2023 年末，其它综合收益分别为-3.16 亿元、-2.00 亿元和-0.31 亿元，主要系外币报表折算差额；同期末公司境外资产分别为 192.78 亿元人民币、196.91 亿元人民币和 203.99 亿元人民币，占总资产的比例分别为 25.94%、25.30%和 26.88%。同期末，公司实收资本分别为 74.01 亿元、73.55 亿元和 72.94 亿元，逐年减少，主要系公司注销 H 股股票所致；同期末资本公积分别为 60.75 亿元、60.64 亿元和 66.38 亿元，2023 年末资本公积较上年末增长 9.46%，主要系子公司运易通公司本年获战略投资者增资导致公司持股比例减少，资本公积增加 0.55 亿元，以及子公司外运华东以自外运长江公司取得的江苏船代公司 49%少数股权通过投资入股方式取得长航货运 13%股权导致资本公积增加 1.91 亿元，本年度公司合并同一控制家企业北京外运汽车运输有限公司、长计运输有限公司、中国扬子江轮船股份有限公司进行股权结构追溯调整增加资本公积 1.46 亿元等综合所致。

### ③ 负债

图表 11. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

刚性债务种类	2021 年末	2022 年末	2023 年末
刚性债务	130.15	127.39	96.26
应付账款	138.69	138.71	123.70
合同负债	43.12	43.00	42.57
其他应付款	17.51	28.44	22.49

注 1：根据中国外运所提供数据整理、计算。

注 2：其他应付款不含应付利息及应付股利。

2021~2023 年末，该公司负债总额分别为 392.55 亿元、409.57 亿元和 357.67 亿元，近年来，受债务到期偿付情况影响，长短期债务比明显下降，同期末长短期债务比分别为 61.72%、46.04%和 27.57%。从债务构成来看，主要包括应付账款、刚性债务、合同负债和其他应付款。其中，应付账款为最主要构成，同期末分别为 138.69 亿元、138.71 亿元和 123.70 亿元，以账龄 1 年以内（含 1 年）的为主。合同负债分别为 43.12 亿元、43.00 亿元和 42.57 亿元，主要系三大主业预收客户的款项，其中代理及相关业务预收款产生的合同负债分别为 36.82 亿元、35.33 亿元和 34.34 亿元。刚性债务分别为 130.15 亿元、127.39 亿元和 96.26 亿元，逐年减少。其他应付款分别为 17.51 亿元、28.44 亿元和 22.49 亿元，2022 年末较上年末大幅增长 62.37%，主要系公司关联方往来款及部分下属单位收取押金、保证金增加综合所致；其中账龄在 1 年以内（含 1 年）的比例为 77.20%。此外，2022 年末，公司租赁负债较上年末大幅增长 40.12%至 24.02 亿元，主要系公司新增仓库租赁所致，公司租赁负债全部为经营租赁；同期末，长期应付款较上年末增长 39.09%至 1.64 亿元，主要系下属子公司应付关联方借款增加所致。

图表 12. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2021 年末	2022 年末	2023 年末
短期刚性债务合计	9.34	32.27	52.45
其中：短期借款	4.38	5.83	6.10
应付票据	0.60	0.73	0.81
一年内到期的长期借款	2.39	24.99	23.95
其他短期刚性债务	1.97	0.73	21.59
中长期刚性债务合计	120.80	95.13	43.81
其中：长期借款	79.62	53.48	23.55
应付债券	39.96	39.98	19.99
其他中长期刚性债务	1.22	1.67	0.27
综合融资成本（年化，%）	3.34	3.65	3.97

注 1：根据中国外运所提供数据整理、计算。

注 2：综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/〔（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2〕。

从刚性债务期限结构来看，近年来，该公司刚性债务呈短期化，2021~2023 年末短期刚性债务占比分别为 7.18%、

25.33%和 54.49%，即期债务偿付压力有所加大；从刚性债务构成来看，主要来源于银行借款，同期末银行借款占比分别为 66.39%、66.17%和 55.68%，且信用借款的占比逐年提升，同期末占银行借款的比重分别为 21.04%、31.50%和 51.88%。从借款币种结构来看，2023 年末，公司银行借款余额中，港币、欧元、人民币和美元借款占比分别约为 40.97%、30.09%、22.99%和 5.95%，公司借款余额中外币借款占比较大，需持续关注公司的汇率风险管控情况。公司存续债券主要为 2021 年发行的 21 中外运 MTN001 和 21 外运 01，存续余额均为 20.00 亿元，票面利率分别为 3.50%和 3.15%；其中，2024 年 6 月 9 日 21 中外运 MTN001 到期，2024 年 7 月 26 日 21 外运 01 进入行权期。

2021-2023 年，该公司综合融资成本分别为 3.34%、3.65%和 3.97%，逐年增长，主要原因系外币借款为浮动利率，近年来有所上升所致。

## (2) 偿债能力

### ① 现金流量

图表 13. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	41.65	51.18	38.37
其中：业务现金收支净额（亿元）	30.17	33.28	33.40
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	4.73	10.17	2.10
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金	14.47	15.58	16.11
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	-16.09	-46.00	-67.50
其中：现金利息支出（亿元）	3.38	3.82	3.67

受益于较强的主业获现能力，该公司经营环节产生的现金流量净额表现好，2021~2023 年分别为 41.65 亿元、51.18 亿元和 38.37 亿元，主要来自于主业经营活动，同期业务收支净额分别为 30.17 亿元、33.28 亿元和 33.40 亿元，逐年增长；公司其他因素现金收支净额主要随押金、保证金、代垫款项等收支情况和收到的政府补助而呈较大波动，2021~2023 年其他因素现金收支净额分别为 11.48 亿元、17.91 亿元和 4.97 亿元，2023 年净流入规模同比大幅下降，主要系当期支付应收账款保理款项以及支付新增航线对应的预付款项增加所致。

近年来，该公司资金支出主要在港口码头设施、堆场及物流中心等的投资建设，2021~2023 年购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金分别为 14.47 亿元、15.58 亿元和 16.11 亿元，同时，公司可持续收到联营企业分红，公司取得投资收益收到的现金规模较大，同期分别为 16.52 亿元、23.51 亿元和 22.01 亿元。此外，2023 年公司投资支付的现金和取得子公司及其他营业单位支付的现金规模较大，分别为 3.14 亿元和 4.85 亿元。综上，同期，公司投资环节现金流量净额分别为 4.73 亿元、10.17 亿元和 2.10 亿元。

该公司经营现金净流除满足自身营运资金需求外，亦能覆盖部分投资支出需求；近三年公司偿还债务规模持续较大，叠加分配股利影响，筹资环节产生的现金净流出规模逐年扩大，2021~2023 年分别为 16.09 亿元、46.00 亿元和 67.50 亿元。

### ② 偿债能力

图表 14. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA（亿元）	73.23	80.72	85.79
EBITDA/全部利息支出（倍）	16.62	16.74	16.39
EBITDA/刚性债务（倍）	0.56	0.63	0.77

资料来源：根据中国外运所提供数据整理、计算。

2021~2023 年，该公司 EBITDA 分别为 73.23 亿元、80.72 亿元和 85.79 亿元，逐年增长，主要来自于利润总额，

近三年利润总额占 EBITDA 的比重均超 60%，公司盈利能力强。同期，EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数分别为 0.56 倍、0.63 倍和 0.77 倍，保障能力呈逐年上升趋势；对全部利息支出的覆盖倍数分别为 16.62 倍、16.74 倍和 16.39 倍，EBITDA 对利息支出的保障能力很强。

## 4. 调整因素

### (1) 流动性/短期因素

图表 15. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末
流动比率（%）	149.79	136.69	123.48
现金比率（%）	61.63	59.86	51.44
短期刚性债务现金覆盖率（%）	1600.74	520.21	274.98

2021~2022 年末，该公司流动比率分别为 149.79%、136.69%和 123.48%，现金比率分别为 61.63%、59.86%和 51.44%，均有所下滑，主要系将于一年内到期的有息债务规模扩大，加之公司主要以自有资金偿付所致。同期，短期刚性债务现金覆盖率分别为 1600.74%、520.21%和 274.98%，现金类资产对短期刚性债务的覆盖程度亦有所下降。总体来看，尽管公司上述资产流动性指标均有所下降，但整体仍处于较好水平，现金类资产对短期刚性债务的保障程度仍很高。

该公司与多家商业银行存在长期合作关系，近年来整体信用状况良好。截至 2023 末，公司共获得授信额度 270.23 亿元，已使用授信额度 73.45 亿元，尚可使用额度为 196.78 亿元；且公司为上市公司，直接融资渠道畅通，融资方式多样化。

### (2) 科技赋能

该公司持续落实「场景+科技」「客户+科技」的创新战略，加快推动物流科技研发及产品化、规模化、体系化应用，成功试点上线「虚拟员工+员工」、智慧叉车、自动装车等多项物流科技成果，形成覆盖综合物流全场景的智慧物流技术服务能力。与此同时，聚焦绿色物流，成功打造了系列绿色物流解决方案及应用示范项目，包括国内首创「端到端」碳中和项目，国内首个物流行业公共碳排计算器，中国外运首个「零碳」物流园区等，致力于成为「绿色物流生态建设践行者与创新者」。2023 年，公司申请专利 29 件，软件著作权 8 件；2023 年，公司的「虚拟员工」解决方案入选港航物流业 TOP30 创新案例，荣获工信部 2023 年度中国数字化转型优秀案例；合资公司青骊累计自动驾驶里程已突破 115 万公里，货运总重近 2000 万吨，继续保持行业领先地位。截至 2023 年末，公司累计被授权专利 192 件（含发明专利 58 件）。

### (3) ESG 因素

该公司依法设立了组织架构和治理体系。公司严格遵守《公司法》、《证券法》和中国证监会《上市公司治理准则》等法律法规，以及上交所和深交所的有关要求，同时符合联交所颁布的企业管治守则所载守则条文的要求，持续加强和完善公司治理。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由十一名董事组成。外部董事应占董事会人数的二分之一以上，独立董事不少于三分之一且不少于三人。董事会设董事长一名，可以设立副董事长一名。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司董事会下设 4 个管理委员会、公司组织结构的主体系由 12 个管理部门组成。

近三年一期，该公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错；未受到监管处罚。在社会责任方面，公司积极履行社会责任，开展多项爱心助学、爱心助困、环保公益及社区公益等活动；并以招商局慈善基金会为专业的统一公益平台，围绕坚持产业引领、提升公共服务水平等方面做好帮扶工作，重点助力湖北蕲春、新疆叶城、江西青原等帮扶县全面推进乡村振兴。在环境方面，公司聚焦打造绿色物流解决方案，制定「双碳」行动方案与专项战略规划，发布中国外运绿色物流白皮书，独家参与国内首个物流行业公共碳计算器的研发；联合战略客户打造了国内首例基于「环境声明 SAF」空运「端到端」



碳中和项目，并自主打造中国外运首个「零碳」物流园区。

#### （4）表外事项

根据 2023 年年度报告，该公司或有负债主要包括重大的未决诉讼、仲裁及货损纠纷，截至 2023 年末，公司重大未决诉讼、仲裁涉及金额为 3.15 亿元，金额不大，涉诉风险可控。

对外担保方面，截至 2023 年末，该公司对外担保余额为 4.59 亿元，担保比率为 1.15%，担保对象为联营企业深圳海星港口发展有限公司，公司对外担保金额不大，或有损失风险不大。

#### （5）其他因素

该公司制定了《关联交易制度》，规定了董事会审计委员会履行公司关联交易控制和日常管理的职责。公司与日常经营相关的关联交易主要涉及与招商局集团、中外运敦豪等关联企业发生的提供或接受物流等相关服务。2021~2023 年，公司销售商品、提供劳务的关联交易合计分别为 22.35 亿元、21.03 亿元和 18.53 亿元、购买商品、接受劳务的关联交易合计分别为 38.03 亿元、33.02 亿元和 35.85 亿元。此外，公司还与招商局集团财务有限公司（简称“招商局财务公司”）存在涉及到金融业务的日常关联交易，同期末存款余额分别为 49.47 亿元、45.66 亿元和 42.23 亿元，贷款余额分别为 1.14 亿元、3.50 亿元和 2.43 亿元；2021~2023 年获其授信总额均为 80.00 亿元，实际发生额分别为 3.96 亿元、21.63 亿元和 2.43 亿元。

该公司主要通过下属核心子公司开展各类业务，本部仅运营小规模代理及相关业务和专业物流业务等，利润主要来自于各下属子公司提供的投资收益，2021~2023 年，公司本部营业收入分别为 41.78 亿元、52.30 亿元和 55.38 亿元，本部净利润分别为 31.05 元、29.62 亿元和 37.23 亿元，其中，投资净收益分别为 32.93 亿元、33.37 亿元和 36.63 亿元。公司本部现金流入亦主要来自于投资收益，同期投资活动现金净现金流分别为 33.10 亿元、29.20 亿元和 1.69 亿元，其中，取得投资收益收到的现金分别为 33.89 亿元、35.20 亿元和 37.06 亿元。

2021~2023 年末，该公司本部负债总额分别为 155.63 亿元、172.13 亿元和 179.32 亿元，主要由其他应付款构成，同期末分别为 101.46 亿元、116.74 亿元和 122.12 亿元；公司本部刚性债务分别为 41.66 亿元、41.60 亿元和 41.33 亿元，主要由本部 2021 年发行的中期票据和公司债合计 40.00 亿元构成。总体来看，该公司本部承担了部分业务的运营职能，能够通过主业经营形成一定规模的收入，同时，本部投资的下属子公司亦运营良好，可贡献较大规模的投资收益，本部净利润表现较好，可为即期债务的偿付提供一定保障。

根据企业提供的《企业信用报告》，截至 2024 年 3 月 28 日，公司本部不存在借款违约及欠息事项。经查询国家企业信用信息公示系统（截至 2024 年 4 月 9 日），公司本部不存在行政处罚，未被列入经营异常名录及严重违法失信名单。

### 5. 外部支持

#### （1）政府支持

2021~2023 年，该公司计入其他收益的政府补助分别为 17.81 亿元、13.85 亿元和 23.72 亿元，主要由物流业财政补贴等构成；公司获得的物流业财政补贴主要来自于国际货运班列补贴等，系根据所在地区的优惠政策，按照优惠标准按月或按季申报和取得；此类补贴有一定的时效性，在补贴期限内具有一定的稳定性。

#### （2）集团/控股股东支持

2023 年末，该公司第一大股东中外运长航集团直接和间接合计持有公司 33.89% 的股份，为公司控股股东；作为中外运长航集团的独资股东，招商局集团直接和间接合计持有公司 58.48% 的股份，为公司的实际控制人。招商局集团是国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）直接管理的国家驻港大型企业，业务主要集中于交通物流、综合金融、城市与园区综合开发，以及近年来布局的大健康、检测等新兴产业。公司系招商局集团物流业务的统一运营平台和统一品牌，在招商局集团体系内地位较重要，同时，公司可与招商局集团旗下金

融、贸易、园区开发、航运及遍布全球的港口业务板块实施产融结合与产产协同。

## 6. 同业比较分析

新世纪评级选取了深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司和中储发展股份有限公司作为该公司的同业比较对象，上述主体均归属于交通运输行业，并均从事物流服务业务。公司在国内拥有 1300 万平方米的土地资源，自有海外网络已覆盖 42 个国家和地区，在全球拥有 66 个自营网点，经营规模突出。盈利方面，公司盈利能力较强，销售净利率逐年提升，总资产周转速度亦不断加快。公司权益资本实力强，对刚性债务的覆盖倍数高，整体偿债能力处于极强水平。

## 债项信用跟踪分析

### 1. 债项主要条款跟踪分析

21 外运 01 设置了投资者回售选择权和发行人调整票面利率选择权。

投资者回售选择权：发行人发出关于是否调整本期债券票面利率、调整方式及调整幅度的公告后，投资者有权选择在第 3 个计息年度付息日前将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给发行人。

发行人调整票面利率选择权：发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末调整后 2 年的票面利率；发行人将于第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上发布关于是否调整票面利率、调整方式以及调整幅度的公告；若发行人未行使票面利率调整选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

### 2. 偿债保障措施跟踪分析

2021~2023 年，该公司经营性现金净流入量与负债总额比率分别为 11.44%、12.76%和 10.00%，非筹资性现金净流入量与负债总额比率分别为 12.74%、15.30%、10.55%，2023 年末公司负债总额有所收缩，但由于本年度海运及空运运价回落，部分代理类业务因收支时间差产生的留存资金减少，同时部分业务结算周期较去年有所延长等，经营性净现金流规模同比大幅缩小；同时，本年股权收购和投资支出规模较大，投资性净现金流亦同比大幅缩小，公司经营性现金净流入量与非筹资性现金净流入量对负债总额的保障程度仍有所下降。

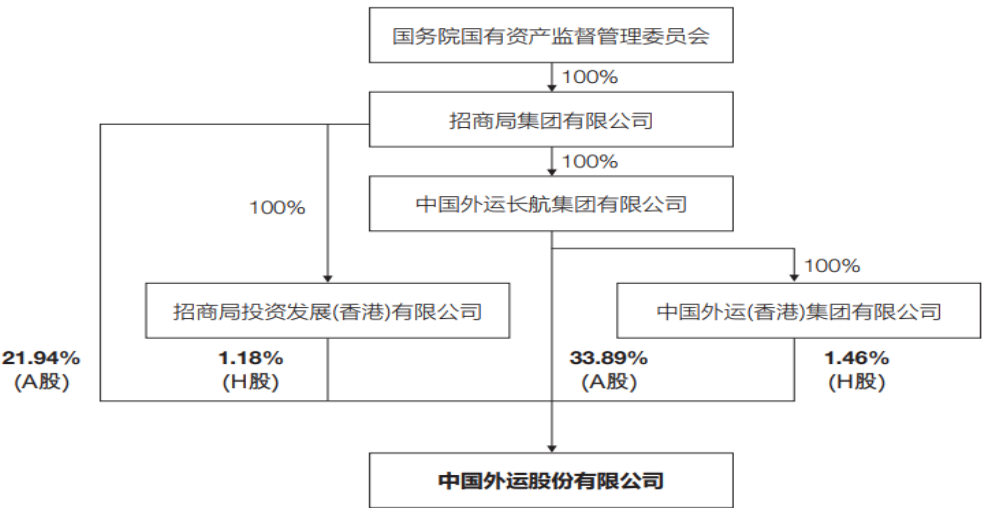
2021~2023 年，该公司经营性现金净流入量与短期刚性债务比率分别为 107.56%、245.99%和 90.59%，非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率分别为 119.77%、294.87%和 95.54%，2023 年因公司即将到期的长期借款和应付债券较多，经营性净现金流和非筹资性现金净流入对短期刚性债务的保障程度有所下降，但整体仍处于很强水平。

## 跟踪评级结论

综上，本评级机构评定中国外运主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，21 中外运 MTN001 与 21 外运 01 信用等级均为 AAA。

附录一：

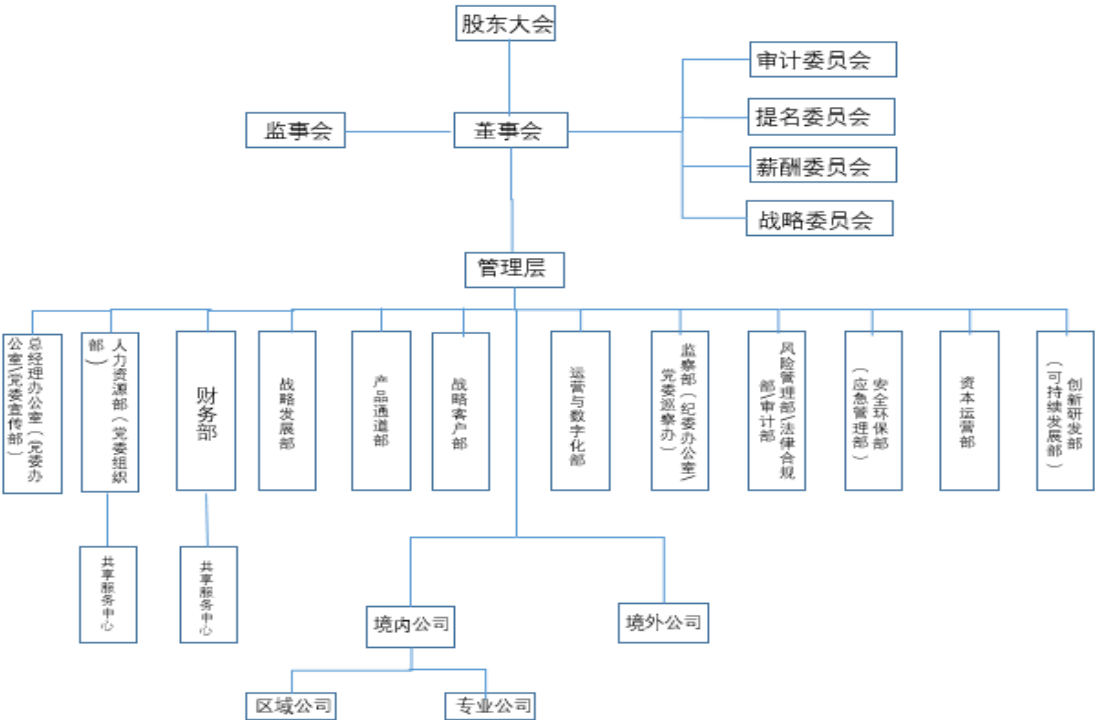
公司与实际控制人关系图



注：根据中国外运提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据中国外运提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2023 年（末）主要财务数据					
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	总资产（亿元）	总负债（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	备注
中国外运股份有限公司	中国外运	本级/母公司	——	物流、货代	445.00	265.69	179.32	55.38	37.23	母 公 司 口 径
中外运物流有限公司	中外运物流	核心子公司	100	专业物流	224.04	140.71	83.32	175.96	5.01	
中外运空运发展股份有限公司	外运发展	核心子公司	100	航空货代及快递服务	112.76	33.54	79.22	146.59	3.01	
中国外运华南有限公司	外运华南	核心子公司	100	货运代理、专业物流 及仓储码头服务	107.29	65.28	42.01	131.49	4.72	
中国外运华东有限公司	外运华东	核心子公司	100	货运代理、专业物流 及仓储码头服务	68.09	36.30	31.79	145.39	4.44	
中国外运华中有限公司	外运华中	核心子公司	100	货运代理及专业物流	64.91	42.45	22.46	120.99	4.89	
中外运-敦豪国际航空快件有限公司	中外运敦豪	重要合营企业	50	航空快件	73.15	35.68	37.47	230.31	35.01	
路凯国际控股有限公司	路凯国际	重要合营企业	45	托盘租赁	89.94	39.62	50.32	23.38	4.59	
武汉港集装箱有限公司	武汉港集	重要合营企业	30	集装箱装卸及货运代理	7.37	1.26	6.11	1.45	0.22	

注：根据中国外运 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。



附录四：

同类企业比较表

核心业务：综合物流    归属行业：交通运输

企业名称（全称）	2023 年度经营数据				2023 年末财务数据/指标			
	营业收入 （亿元）	营业周期 （天）	总资产周转速度 （次/年）	销售净利率 （%）	净资产 （亿元）	EBITDA （亿元）	资产负债率 （%）	EBITDA/带息债务 （倍）
深圳顺丰泰森控股(集团)有限公司	2584.09	41.34	1.18	3.06	1032.84	290.47	53.37	0.45
中储发展股份有限公司	672.66	12.50	2.88	1.25	38.13	7.28	57.50	0.25
中国外运股份有限公司	1017.05	45.67	1.32	4.38	401.19	85.79	47.13	0.65

数据来源：Wind 资讯。

附录五：

## 发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末
资产总额 [亿元]	743.03	778.26	758.87
货币资金 [亿元]	144.95	163.09	139.64
刚性债务[亿元]	130.15	127.39	96.26
所有者权益 [亿元]	350.48	368.68	401.19
营业收入[亿元]	1243.46	1088.17	1017.05
净利润 [亿元]	39.33	42.41	44.53
EBITDA[亿元]	73.23	80.72	85.79
经营性现金净流入量[亿元]	41.65	51.18	38.37
投资性现金净流入量[亿元]	4.73	10.17	2.10
资产负债率[%]	52.83	52.63	47.13
权益资本与刚性债务比率[%]	269.29	289.40	416.78
流动比率[%]	149.79	136.69	123.48
现金比率[%]	61.63	59.86	51.44
利息保障倍数[倍]	11.69	11.77	11.52
担保比率[%]	0.31	0.29	1.15
营业周期[天]	37.23	46.42	46.31
毛利率[%]	4.53	5.55	5.72
营业利润率[%]	3.91	4.78	5.38
总资产报酬率[%]	7.35	7.46	7.85
净资产收益率[%]	11.69	11.79	11.57
净资产收益率*[%]	11.69	11.97	11.62
营业收入现金率[%]	104.45	104.91	106.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.15	19.57	13.68
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.74	15.30	10.55
EBITDA/利息支出[倍]	16.62	16.74	16.39
EBITDA/刚性债务[倍]	0.56	0.63	0.77

注：表中数据依据中国外运经审计的 2021~2023 年度财务数据整理、计算。

### 指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+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	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2011 年 6 月 10 日	AAA/稳定	董禹、马信俊	-	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023 年 5 月 26 日	AAA/稳定	林贤婧、张佳	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法（通用版）FM-GS001（2022.12）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024 年 5 月 23 日	AAA/稳定	林贤婧、金未文	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法（通用版）FM-GS001（2022.12）</a>	-
债项评级 (21 中外运 MTN001)	历史首次评级	2021 年 3 月 11 日	AAA	林贤婧、张佳	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023 年 5 月 26 日	AAA	林贤婧、张佳	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法（通用版）FM-GS001（2022.12）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024 年 5 月 23 日	AAA	林贤婧、金未文	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法（通用版）FM-GS001（2022.12）</a>	-
债项评级 (21 外运 01)	历史首次评级	2021 年 7 月 13 日	AAA	林贤婧、张佳	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023 年 5 月 26 日	AAA	林贤婧、张佳	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法（通用版）FM-GS001（2022.12）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024 年 5 月 23 日	AAA	林贤婧、金未文	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法（通用版）FM-GS001（2022.12）</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。