

2020 年嘉友国际物流股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【1026】号 01

债券简称：嘉友转债

债券剩余规模：7.2 亿元

债券到期日期：2026 年
8 月 5 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
另附债券赎回及回售条
款

分析师

姓名：
安晓敏 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
anxm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中证
鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2020 年嘉友国际物流股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 9 月 27 日	2020 年 3 月 12 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对嘉友国际物流股份有限公司（以下简称“嘉友国际”或“公司”，股票代码：603871.SH）及其 2020 年 8 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司业务在核心区域仍有规模效应，2019 年公司收入、利润保持增长，资本实力继续增强；同时中证鹏元也关注到，“COVID-19”疫情冲击下，物流行业及公司业绩面临较大压力；公司业务区域的扩大对其管理及整合能力提出更高要求，也面临一定地缘政治风险；公司客户和供应商集中度高，资金需求规模较大，商誉存在减值风险等风险因素。

正面：

- 2019 年公司收入、利润保持增长，资本实力持续增强。公司是专业提供跨境综合物流服务的国际物流公司，主要业务包括跨境多式联运综合物流服务和供应链贸易业务，2019 年公司实现营业收入 41.71 亿元，净利润 3.46 亿元，分别同比增长 1.70%和 28.21%，2019 年末公司所有者权益账面价值 19.35 亿元，同比增长 22.65%，资本实力持续增强。
- 跟踪期内公司收购子公司，业务在核心区域仍有规模效应。公司拥有中蒙二连浩特、甘其毛都口岸的海关公用型保税仓库、海关监管场所等资产，2020 年 3 月 31 日公司完成了对内蒙古铎奕达矿业有限公司（现更名为内蒙古嘉易达矿业有限公司

司，以下简称“嘉易达”）的收购，通过此次收购，公司在甘其毛都口岸拥有的仓储面积增加 64.67 万平方米，2020 年 6 月末公司在甘其毛都口岸拥有的仓储能力占口岸现有仓储能力的 50%以上，公司业务仍有区位上的规模效应。

关注：

- **“COVID-19”疫情冲击下，物流行业及公司业绩面临较大压力。**物流行业受宏观经济影响较大，“COVID-19”疫情的爆发对全球经济和社会造成了巨大影响，复工延迟及交通管制，使得物流行业的生产经营面临较大压力。2020 年上半年国内生产总值 45.66 万亿元，按可比价格计算，同比下降 1.6%；2020 年 1-5 月，全国社会物流总额为 96.9 万亿元，同比下降 2.2%；2020 年上半年，公司实现营业收入 14.30 亿元，同比下降 33.93%。
- **公司主营业务及本期债券募投项目位于境外，对公司的管理及整合能力提出更高要求，也面临一定的地缘政治风险。**公司业务范围主要涉及中蒙、中亚及中非，本期债券募投项目位于非洲刚果（金），不同的国家适用监管法规不同，需要更多的境外市场专业管理人才，同时面临一定的地缘政治风险和外汇风险，对公司的管理及整合能力提出更高要求。
- **公司客户及供应商集中度高，业务受主要客户及供应商影响较大。**2019 年及 2020 年 1-3 月，公司前五名客户收入占比分别为 63.35%和 59.83%，前五名供应商采购金额占比分别为 82.62%和 75.33%，公司客户和供应商集中度高，若未来主要客户或供应商经营情况发生不利变化，则会影响公司业务。
- **公司资金需求规模较大。**截至 2020 年 6 月末，公司主要在建项目预计总投资 18.80 亿元，尚需投资 16.12 亿元，其中本期债券募投项目预计总投资 16.03 亿元，扣除本期债券募集资金公司尚需投资 8.83 亿元，公司资金需求规模较大。
- **公司商誉存在一定的减值风险。**2020 年 6 月末，公司商誉账面价值 2.08 亿元，占总资产的 8.84%，存在一定的减值风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	235,726.83	239,697.95	214,044.74	89,430.33
归属于母公司所有者权益合计	186,389.27	186,618.37	157,702.34	57,368.68
资产负债率	17.97%	19.26%	26.28%	35.72%

流动比率	3.49	3.93	3.14	2.07
速动比率	3.20	3.71	2.87	1.84
营业收入	142,963.88	417,061.15	410,086.27	324,424.93
营业利润	17,954.95	41,113.80	32,816.98	24,897.64
净利润	15,477.45	34,593.46	26,982.77	20,589.05
综合毛利率	13.53%	10.93%	8.71%	9.43%
总资产回报率	–	18.38%	21.63%	31.07%
EBITDA	–	43,485.36	34,456.72	26,607.15
经营活动现金流净额	3,740.38	39,347.78	428.94	20,575.67

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年8月发行6年期7.20亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与港口的现代化与改造项目。根据公司于2020年8月26日发布的《嘉友国际物流股份有限公司关于使用部分闲置募集资金进行现金管理的进展公告》，为提高募集资金使用效率，在确保不影响募集资金投资项目建设的前提下，合理利用部分闲置募集资金进行现金管理，购买银行理财产品。截至2020年8月31日，本期债券募集资金专项账户余额为199.95万元，使用可转换公司债券闲置募集资金进行现金管理尚未到期理财产品金额71,300.00万元。

二、发行主体概况

公司于2020年4月27日、2020年5月18日分别召开第二届董事会第二十二次会议、2019年年度股东大会，审议通过了《关于公司2019年度利润分配及资本公积转增股本预案的议案》，同意以公司2019年12月31日的总股本15,680万股为基数，以资本公积转增股本，每10股转增4股，共计转增6,272万股。截至2020年6月末，公司总股本为21,952万股。跟踪期内，公司实际控制人未发生变更，仍为韩景华和孟联。截至2020年6月末，韩景华直接持有公司22.23%的股份，孟联直接持有公司11.52%的股份，韩景华和孟联通过嘉信益（天津）资产管理合伙企业（有限合伙）控制公司37.50%的股份，为一致行动人，公司前十大股东持有的股份均没有被质押或冻结情况。

表1 截至2020年6月末公司前十大股东情况

股东名称	持股数量（股）	比例	持有有限售条件股份数量（股）
嘉信益（天津）资产管理合伙企业（有限合伙）	82,320,000	37.50%	82,320,000
韩景华	48,795,317	22.23%	48,795,317
孟联	25,292,683	11.52%	25,292,683
国寿养老策略4号股票型养老金产品—中国工商银行股份有限公司	1,846,912	0.84%	0
白玉	1,646,400	0.75%	1,646,400
侯润平	1,646,400	0.75%	1,646,400
王本利	1,646,400	0.75%	1,646,400
唐世伦	1,646,400	0.75%	1,646,400
武子彬	1,646,400	0.75%	1,646,400
唐学禄	766,177	0.35%	0

资料来源：公司 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

公司于 2020 年 3 月 31 日完成了对嘉易达的收购，通过此次收购，公司在甘其毛都口岸拥有的仓储面积增加 64.67 万平方米，与公司原有仓储能力合计占口岸现有仓储能力的 50%以上，为公司中蒙跨境综合物流服务及供应链贸易业务的增长和发展提供积极保障。2019 年公司合并报表范围新增 7 家子公司，减少 3 家子公司；2020 年 1-6 月，公司合并报表范围新增 4 家子公司，无减少子公司，具体情况如下：

表 2 2019 年及 2020 年 1-6 月公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2019 年公司合并范围新增子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
新疆嘉友恒信国际物流有限公司	10,000	60%	以霍尔果斯边境口岸为依托，开展中亚跨境多式联运业务，投资运营海关监管场所。	新设
Jiayou-M And D Global Logistics Namibia (pty) Ltd	100 纳米比亚元	100%	以纳米比亚鲸湾港作为中心，开展中非跨境多式联运业务。	收购
JASMON LOGISTICS LLC	10 万美元	100%	以蒙古为中心，提供蒙古国内综合物流操作服务。	新设
SINO-AFRICA INTERNATIONAL LOGISTICS INVESTMENT LIMITED	200 万美元	100%	在刚果（金）投资设立全资子公司嘉金国际投资管理有限公司，开展投资管理、咨询服务、从事国际工程物资、矿能产品跨境多式联运业务以及供应链管理业务。	新设
霍尔果斯嘉运智慧物流有限公司	1,000	100%	以霍尔果斯为中心，开拓中亚地区跨境综合物流业务。	新设
巴彦淖尔市嘉航供应链管理有限公司	500	100%	在巴彦淖尔保税物流中心（B 型）内开展供应链贸易相关业务。	新设
巴彦淖尔市誉达物流有限公司	500	间接 100%	在巴彦淖尔保税物流中心（B 型）内开展跨境多式联运业务并为客户提供口岸综合物流操作服务。	新设

2、2020 年 1-6 月公司合并范围新增子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
巴彦淖尔市甘其毛都嘉晟智慧物流有限公司	500	100%	通过公司自主研发的智慧物流平台，实现高效使用社会资源，优化物流成本，增强公司综合运输能力和市场规模。	新设
嘉宸国际贸易（内蒙古）有限公司	500	100%	以大宗矿产品为基础，通过跨境多式联运综合物流业务，为客户提供一站式、定制化的全程供应链服务。	新设
Golden Deer Investment SARLU	3,280 万法郎	间接 100%	提供刚果（金）1 号国道卡松巴莱萨至萨卡尼亚 150 公里公路以及莫坎博边境口岸和萨卡尼亚陆港的投资、建设、运营。	新设
内蒙古嘉易达矿业有限公司	8,500	100%	运营主焦煤海关监管场所，在甘其毛都口岸从事以大宗矿产品为核心的中蒙跨境综合物流仓储业务。	收购

3、2019 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
嘉中清洁能源(江苏)有限公司	10,000	51%	投资建设 LNG 洁净能源物流基地项目。	注销
达茂旗嘉友国际供应链贸易有限责任公司	1,000	100%	国际矿能跨境多式联运供应链管理业务。	注销
嘉友供应链(新疆)有限公司	3,000	100%	跨境多式联运。	注销

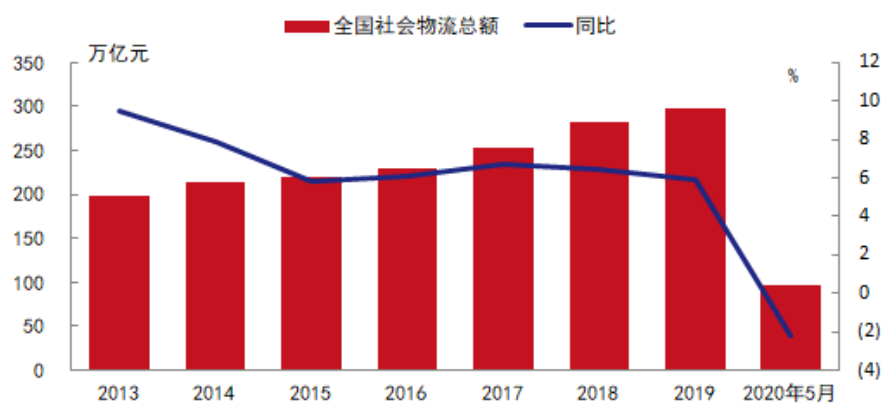
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

“COVID-19”疫情冲击下，宏观经济下行，公路物流运价指数处于历史低位，物流行业面临较大压力

物流行业受宏观经济影响较大，“COVID-19”疫情的爆发对全球经济和社会造成了巨大影响，复工延迟及交通管制，使得物流行业的生产经营面临较大压力。2020年上半年国内生产总值45.66万亿元，按可比价格计算，同比下降1.6%；2020年1-5月，全国社会物流总额为96.9万亿元，同比下降2.2%。

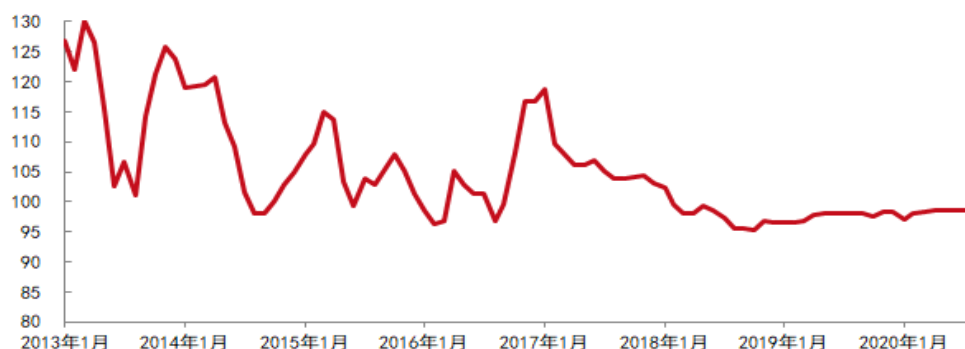
图 1 2020 年 1-5 月我国物流总额同比下降 2.2%



资料来源：Wind，中证鹏元整理

受经济增速放缓、物流需求增速回落等因素影响，2019年及2020年1-8月我国公路物流运价指数仍处于历史低位。

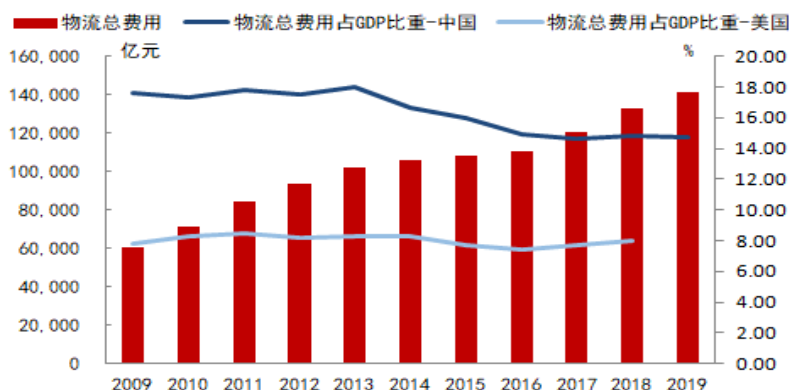
图2 2020年我国公路物流运价指数仍处于历史低位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国物流业相较美国等发达国家起步晚，尚处于发展阶段，物流费用总体偏高。社会物流总费用反映一定时期国民经济各部门用于物流活动的总支出，社会物流总费用占GDP比重越低，表明社会物流效率越高，物流业的现代化水平越高，也意味着物流的专业化、集成化水平越高。2019年我国社会物流总费为14.60万亿元，占GDP的比值为14.7%，比上年下降0.1个百分点，物流效率及水平有所提高，但与发达国家仍存在较大差距。

图3 2019年我国物流总费用占GDP比重持续下滑，但仍高于发达经济体

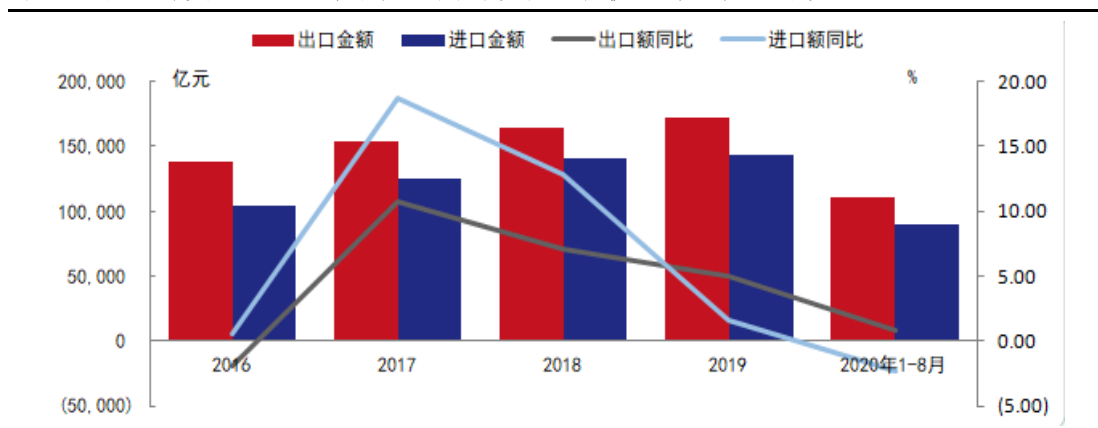


资料来源：Wind，中证鹏元整理

外贸进出口及“一带一路”政策给跨境物流带来发展机会，但跨境物流存在地缘政治、政策、汇率波动等潜在风险

我国贸易的进出口总值逐年增长，拉动了对跨境物流运输的需求，为我国跨境物流及与其相关的贸易行业提供了良好的发展环境。2019年我国外贸出口金额17.23万亿元，同比增长5.00%，进口金额14.32万亿元，同比增长1.60%；2020年1-8月，我国外贸出口金额11.05亿元，同比增长0.80%，进口金额9.00万亿元，同比下降2.30%。

图 4 我国外贸进出口金额较大，为跨境物流提供良好的发展环境



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年来随着“一带一路”相关政策的稳步推进，国家将建设一批与“一带一路”周边国家互联互通、顺畅衔接的外向型物流枢纽基地，提高进出口货物的集散能力；通过“一带一路”战略的实施，向周边国家境内发展，形成内外相通的基础设施网络和联通国际国内的物流大通道，增强物流对“一带一路”等重大战略实施的支撑作用；国内各区域也将国际产能合作与“一带一路”战略同步推进，利用好现有合作机制和亚投行“丝路基金”等投融资平台，深入参与周边的经济口岸建设，推进大项目互信合作，实现共同发展。2019年，中国与“一带一路”沿线国家货物贸易进出口总额增至 1.34 万亿美元，与 138 个签署“一带一路”合作文件的国家货物贸易总额达 1.90 万亿美元，占中国货物贸易总额的 41.5%，其中，出口 9,837.6 亿美元，进口 9,173.9 亿美元。2019 年中国与“一带一路”沿线国家服务进出口总额 1,178.8 亿美元，其中出口 380.6 亿美元，进口 798.2 亿美元。

但值得注意的是，跨境物流业务涉及很多境外国家，国际政治经济环境、进出口国家的贸易管制政策、税收政策等不可控因素均会对跨境物流行业产生较大影响，同时地缘政治、国际政治冲突、贸易国间政治关系、汇率波动等因素使得跨境物流业务存在潜在风险。

四、经营与竞争

公司是专业提供跨境综合物流服务的国际物流公司，以蒙古、中亚、非洲等具有陆路口岸跨境运输特点的地区和国家为主，2019年及2020年1-3月公司营业收入仍主要来源于跨境多式联运综合物流服务和供应链贸易业务。2019年公司实现营业收入41.71亿元，同比增长1.70%，其中跨境多式联运综合物流服务同比增长52.44%，供应链贸易业务同比下降8.80%。毛利率方面，供应链贸易业务毛利水平仍较低，而随着非洲地区业务规模的增加，跨境多式联运综合物流服务毛利率有所下降，但2019年跨境多式联运综合物流服务占

营业收入的比重提升，综合导致公司综合毛利率有所提高。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
跨境多式联运综合物流服务	21,535.17	28.46%	107,106.98	31.90%	70,263.96	34.52%
供应链贸易业务	39,588.93	0.97%	309,907.34	3.66%	339,822.31	3.38%
其他业务收入	0.00	-	46.83	100.00%	0.00	-
合计	61,124.10	10.66%	417,061.15	10.93%	410,086.27	8.71%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司业务区域和规模继续扩大，带动公司业务收入增长，但业务区域的扩大对公司的管理及整合能力提出更高要求

公司跨境多式联运综合物流服务为客户提供国际货物运输（包括海运、空运、汽车运输、铁路运输）、仓储、中转接驳、装卸、代理报关报检、港口和其他附加项目的境内外多环节一站式综合物流服务，收费范围包括全程海运、空运、陆运费以及报关、报检、仓储装卸等费用。公司每年参加客户的年度招标会议，签订框架合同，每次根据客户的具体运输内容单独报价。公司为客户提供物流服务时，根据客户的物流需求，为客户设计相关的物流方案，同时与相关供应商确定成本价格，在成本基础上，增加一部分利润，向客户报价。签订合同时，根据客户的报价以及相关情况，若运费中大部分为铁路运输，将向客户收取部分或全部铁路运费。公司结算时，除铁路运费、海运费等固定成本支出外，均会与供应商确定一定账期，平均45-60天左右，同时，与客户结算时，也会保留30-45天账期。

跨境多式联运综合物流服务业务类型包括跨境多式联运、大宗矿产品物流和智能仓储，其中智能仓储业务是大宗矿产品物流业务的上游延伸业务，通过甘其毛都口岸的海关公用保税库及海关监管场所为铜精矿等矿产品提供保税监管仓储业务服务。

2019年公司设立新疆嘉友恒信国际物流有限公司（以下简称“嘉友恒信”）拓展中亚业务，其中公司出资占比60%，嘉友恒信另一出资方的实际控制人为新疆生产建设兵团第四师国有资产监督管理委员会。另外，子公司嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司（以下简称“嘉荣悦达”）2019年继续开拓中非跨境多式联运业务。非洲及中亚地区的业务发展，在一定程度上降低了公司业务区域过度集中的风险，但不同的国家适用监管法规不同，需要更多的境外市场专业管理人才，可能面临经营风险、管理风险、海外政治及政策风险、外汇风险等，对公司的管理及整合能力提出更高要求。

2019年受跨境多式联运和大宗矿产品物流业务增加影响，公司实现跨境多式联运综合物流服务收入10.71亿元，同比增长52.44%。2019年2月，公司与哈萨克矿业有限公司（以

下简称“哈萨克矿业”)签订物流总包合同,合同金额总计2,291.20万美元,合同期限自2019年1月1日至2021年12月31日。2020年7月,公司与OYU TOLGOI LLC(以下简称“OT LLC”)签订《奥云陶勒盖铜金矿物流服务总承包合同》,合同内容为每年不低于70万吨的铜精粉仓储和研磨球、生石灰、矿山耗材及设备的跨境综合物流服务,有效期5年,到期后可经OT LLC同意再延长2年。公司为OT LLC的长期物流合作伙伴,OT LLC作为蒙古国最大的工矿企业,新合同的签署为公司以甘其毛都口岸为核心的中蒙跨境综合物流业务的增长奠定坚实的基础,公司未来业务有一定的持续性。2019年以来,公司跨境多式联运综合物流服务承接的主要项目如下所示:

表4 2019年以来公司承接的主要跨境多式联运综合物流项目情况

项目名称	客户名称
奥云.陶勒盖铜金矿一期、二期建设期物流总包合同以及运营期物流服务合同	力拓与蒙古国政府合资的蒙古奥云陶勒盖铜矿(OYU TOLGOI LLC)
博兹沙库尔铜矿、阿克陶盖一期、二期建设期物流总包合同以及运营期物流服务合同	KAZ MINERALS BOZSHAKOLLLC/KAZ MINERALS AKTOGAYLLC
刚果(金)/赞比亚铜冶炼厂建设期提供跨境综合物流服务	中色国际贸易有限公司和云铜香港有限公司
	中国十五冶金建设集团有限公司
	北京奥信化工科技发展有限公司
	浙江华友进出口有限公司

资料来源:公司提供

公司业务在核心区域依然有规模效应

在中蒙二连浩特、甘其毛都口岸发展初期,公司规划并获批建设海关公用型保税仓库、海关监管场所等口岸业务核心资产。2020年3月31日,公司完成了对子公司嘉易达的收购,由此公司在甘其毛都口岸拥有的仓储面积增加64.67万平方米,与公司原有仓储能力合计占甘其毛都口岸现有仓储能力的50%以上,公司业务依然有区位上的规模效应,从而形成公司核心竞争力。

表5 截至2020年6月末公司核心资产情况(单位:平方米、万元)

地区	用途	场所	所属公司	占地面积	账面价值	土地使用权证
甘其毛都	智能仓储业务	保税库	乌拉特中旗甘其毛道金航国际有限公司	169,525.00	1,490.61	乌中国用（2016）20160232号
		海关监管场所	乌拉物中旗甘其毛都华方国际物流有限公司	359,716.90	8,880.94	乌中国用（2014）第20140245号
	其它物流业务环节		乌拉物中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	46,681.88	2,189.72	乌中国用(2008)第2540号
				21,673.00		乌中国用（2011）20110550号

				37,813.92		乌 中 国 用 (2010) 20100872号
二连浩特市			内蒙嘉友国际物流有限公司	78,000.00	392.79	二国用(2002)第001153号
巴彦淖尔临河区		保税物流中心(B)型	巴彦淖尔市临津物流有限公司	68,665.79	5,036.49	蒙 2019 (巴市) 不动产权第 0003785 号
甘其毛都		海关监管场所	内蒙古嘉易达矿业有限公司	646,666.90	6,219.56	蒙 (2020) 乌拉特中旗不动产权第 0000690 号
霍尔果斯		海关监管场所	新疆嘉友恒信国际物流有限公司	1,887,721.8	1,597.38	新兵 (2020) 第四师不动产权第 0000040 号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

甘其毛都口岸距南戈壁省塔本陶勒盖煤矿190公里，距蒙古国奥云陶勒盖铜矿70公里，是距蒙古两大矿山最近的“陆路口岸”。南戈壁省资源储备丰富，60%以上的地下都有丰富的资源，其中煤和铜储量最丰富，且易开采。已探明煤炭储量为530亿吨，其中塔本陶勒盖煤矿（TT矿）储量64亿吨，包括主焦煤18亿吨，动力煤46亿吨，属优质冶金炼焦用煤；奥云陶勒盖铜矿（OT矿）已探明铜金属量2,540万吨，黄金1,028吨，银5,144吨，铁矿石27亿吨，钼81,600吨，储量居世界第三、亚洲最大。由于蒙古国不具备加工矿产品的水、电等生产要素，甘其毛都口岸成为国内外开发利用蒙古国资源的最佳出口通道和中国国际边贸重要口岸。甘其毛都口岸自2009年9月实现双边常年开放以来，中蒙边境贸易大幅增长。2019年甘其毛都口岸进口煤炭2,052.44万吨，同比增长13.53%；对蒙煤炭贸易额22.38亿美元，占蒙古国煤炭出口总额的72.8%。

公司大宗矿产品物流依托甘其毛都、二连浩特等口岸的海关保税库、海关监管场所，服务国内外大型矿业公司、黑色及有色金属冶炼公司，提供自矿山到最终用户的全程标准化物流服务，主要矿产品为铜精矿，还涉及一些铁矿等。2019年及2020年1-6月，公司铜精矿的运输量分别为84.68万吨和42.03万吨。

表6 公司铜精矿运输量情况（单位：万吨）

大宗矿产品物流	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年
铜精矿	42.03	84.68	97.77

注：表中数据为甘其毛都口岸和二连浩特口岸铜精矿运输量的合计数。

资料来源：公司提供

供应链贸易业务对公司收入贡献仍较大，客户及供应商资质较好，但集中度高，对主要客户及供应商依赖较大

供应链贸易业务是公司物流基础业务的延伸。公司目前通过与Energy Resources LLC等蒙古大型矿产公司合作，向境内焦化厂、冶炼厂、大型商贸公司进行煤炭销售贸易，主要为焦煤。公司向境外供应商采购主焦煤，境外供应商将主焦煤运至公司境内海关监管

场所后，公司提供监管场所的仓储服务、装卸、口岸等服务，同时提供从监管场所至最终客户指定目的地的运输服务及煤炭贸易服务，公司仅收取供应链环节中的仓储费、报关费、装卸费、运费等物流环节的费用，不赚取商品差价。供应链贸易业务实际开展中，公司在与客户签订合同前，会先得到供应商（Energy Resources LLC）的报价，依据供应商的报价基础上，增加综合物流部分成本，公司确定销售价格，与客户签订销售合同，收取部分预付款，再与供应商签订采购协议。公司结算过程为收到客户的预付款，再支付给供应商，公司垫付的费用相对较少，资金压力较小，一般周期为20天左右。因此区别于传统贸易经营模式，公司所从事的供应链贸易业务利润实际上是根据公司提供的物流服务内容来获取，公司承担的商品价格波动带来的风险较小。

2019年公司供应链贸易业务收入为30.99亿元，同比下降8.80%，主要受当地政策影响，公司主焦煤运输配额减少，导致公司煤炭运输量同比下降。而受疫情影响，2020年1-6月甘其毛都口岸炼焦煤通车数一直处于低位，平均通车数为343车/天，较上年同期减少380车/天，导致公司煤炭运输量也同比减少。

表 7 公司煤炭运输量情况（单位：万吨）

供应链贸易	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年
进销量	109.72	338.13	384.94
出货量	113.38	334.47	376.01

资料来源：公司提供

公司主要客户群为铜精矿、主焦煤等大型冶炼企业及商誉资质较好的海外优质矿业、工程、货运代理和商贸企业。2019年及2020年1-3月，公司前五名客户收入占全部收入的比重分别为63.35%和59.83%，公司客户集中度较2018年有所下降，但仍保持较高水平，业务对主要客户存在一定程度的依赖，若未来主要客户的经营状况发生不利变化，则可能对公司业务产生不利影响。另外，公司大宗矿产品物流和供应链贸易服务的客户主要为大型铜冶炼厂、大型钢厂等铜精矿、主焦煤需求行业，冶炼厂和钢厂会随着市场供需、价格波动情况调整相应物流服务、贸易服务等采购需求，进而影响公司经营业绩。

表8 公司前五名客户收入金额及占比情况（单位：万元）

年份	客户名称	金额	占比
2020 年 1-3 月	神华巴彦淖尔能源有限责任公司	5,703.32	9.33%
	国家能源投资集团有限责任公司	4,564.07	7.47%
	神华蒙西煤化股份有限公司	3,805.48	6.23%
	小计	14,072.87	23.03%
	中蒙（天津）国际贸易有限公司	6,469.16	10.58%
	乌拉特中旗丰达贸易有限公司	5,790.24	9.47%

	嘉峪关铁龙煤炭销售有限公司		4,950.42	8.10%
	北京同鑫利合国际贸易有限公司		5,289.27	8.65%
	合计		36,571.96	59.83%
2019 年	国家能源投资集团有限责任公司	国家能源集团煤焦化有限责任公司	62,468.39	14.98%
		神华蒙西煤化股份有限公司	31,100.39	7.46%
		神华巴彦淖尔能源有限责任公司	30,021.89	7.20%
		神华乌海能源有限责任公司	6.48	0.00%
		小计	123,597.15	29.64%
	中蒙（天津）国际贸易有限公司		56,923.72	13.65%
	乌拉特中旗丰达贸易有限公司		33,662.16	8.07%
	嘉峪关铁龙煤炭销售有限公司		29,154.03	6.99%
	北京同鑫利合国际贸易有限公司		20,857.05	5.00%
	合计		264,194.11	63.35%

资料来源：公司提供

供应商方面，公司供应商主要为供应链贸易业务的Energy Resources LLC等矿业公司、国内铁路运输公司及货运代理公司，2019年及2020年1-3月前五名供应商采购金额占全部采购金额的比重分别为82.62%和75.33%，供应商集中度仍较高，公司业务的发展对供应商依赖较大。

表9 公司前五名供应商采购金额及占比情况（单位：万元）

年份	供应商名称		金额	占比
2020 年 1-3 月	MCCL	Energy Resources LLC	33,115.00	60.64%
		Khangad Exploration LLC	2,292.88	4.20%
		小计	35,407.88	64.84%
	中国国家铁路集团有限公司		2,331.75	4.27%
	REINSBERG HOLDING AG		1,259.71	2.31%
	连云港华德国际货运代理有限公司		1,100.16	2.01%
	HU AYOU(HONG KONG)CO.,LIMITED		1,039.20	1.90%
	合计		41,138.70	75.33%
2019 年	MCCL	Energy Resources LLC	236,386.99	63.63%
		Khangad Exploration LLC	35,081.71	9.44%
		小计	271,468.70	73.07%
	中国国家铁路集团有限公司		14,266.51	3.84%
	REINSBERG HOLDING AG		10,492.87	2.82%
	中国重汽集团青岛重工有限公司		6,451.00	1.74%
	中国神华能源股份有限	神华甘泉铁路有限责任公司	3,461.46	0.93%
		神华包神铁路集团有限责任公司物流服务	687.76	0.19%

	公司	分公司		
		神华包神铁路有限责任公司	78.03	0.02%
		小计	4,227.25	1.14%
	合计		306,906.33	82.62%

资料来源：公司提供

公司主营业务及本期债券募投项目位于境外，面临一定的地缘政治等风险，另外随着公司业务的扩张，资金需求规模较大

目前公司业务主要覆盖蒙古、哈萨克斯坦、非洲等“一带一路”国家和地区，如果未来因为地缘政治、国际政治冲突导致公司当前主营经营区域经济发展出现长期性的衰退，国际间贸易量严重下滑，将影响公司经营业绩。另外，本期债券募投项目位于非洲刚果（金），若刚果（金）政府在募投项目存续期间出台不利于募投项目开展的相关政策、发生不可预测的能源或者劳动力短缺、社会动荡或者冲突，将会影响募投项目的顺利开展，可能对公司在刚果（金）的经营造成不利影响。

截至2020年6月末，公司主要在建项目包括本期债券募投项目、新疆嘉友恒信海关监管场所项目-办公楼及仓库土建工程、甘其毛都嘉友办公及生产经营场所升级改造项目等，预计总投资18.80亿元，尚需投资16.12亿元，其中本期债券募投项目预计总投资16.03亿元，本期债券已募集资金7.20亿元，扣除本期债券募集资金公司尚需投资8.83亿元，公司资金需求规模较大。

表10 截至2020年6月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与港口的现代化与改造项目	160,330.52	6,795.04	153,535.48
石景山区办公楼项目	17,700.82	17,295.46	405.36
新疆嘉友恒信海关监管场所项目-办公楼及仓库土建工程	6,924.00	1,347.30	5,576.70
甘其毛都嘉友办公及生产经营场所升级改造项目	3,060.00	1,378.49	1,681.51
合计	188,015.34	26,816.29	161,199.05

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年、2019年审计报告及未经审计的2020年半年度报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围新增7家子公司，减少3家子公司；2020年1-6月，公司

合并报表范围新增4家子公司，无减少子公司。截至2020年6月末，纳入公司合并报表范围的子公司22家（详见附录二）。

资产结构与质量

跟踪期内公司资产规模有所增长，商誉大幅增加，存在一定减值风险，且应收及预付款项占比仍较大，对公司资金形成一定占用

公司总资产规模有所增长，2019年末为23.97亿元，其中流动资产占比74.05%。2020年上半年，公司用货币资金偿还应付账款及分配股利，导致资产规模略有下降，为23.57亿元，同时公司合并子公司，资产结构有所调整，非流动资产占比上升，由2019年末的25.95%上升为40.16%。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 6 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	61,592.93	26.13%	125,722.79	52.45%	57,438.85	26.83%
交易性金融资产	29,000.00	12.30%	2,820.00	1.18%	0.00	0.00%
应收账款	20,067.42	8.51%	20,328.18	8.48%	13,595.94	6.35%
预付款项	11,568.23	4.91%	12,260.51	5.11%	24,927.20	11.65%
存货	12,019.98	5.10%	9,682.71	4.04%	14,164.58	6.62%
其他流动资产	1,763.73	0.75%	1,398.79	0.58%	57,177.95	26.71%
流动资产合计	141,067.70	59.84%	177,494.01	74.05%	170,199.55	79.52%
固定资产	24,709.02	10.48%	19,949.32	8.32%	13,637.75	6.37%
在建工程	20,134.74	8.54%	18,076.23	7.54%	16,443.09	7.68%
无形资产	14,653.40	6.22%	7,982.27	3.33%	6,570.30	3.07%
商誉	20,837.02	8.84%	6,088.55	2.54%	6,088.55	2.84%
非流动资产合计	94,659.13	40.16%	62,203.94	25.95%	43,845.19	20.48%
资产总计	235,726.83	100.00%	239,697.95	100.00%	214,044.74	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

2019年末，公司货币资金余额12.57亿元，其中银行存款12.56亿元，其他货币资金110.39万元，为公司向银行申请开具保函等存入的保证金存款。2020年6月末，公司货币资金余额6.16亿元，大幅下降系购买银行理财产品和支付股权收购款所致。2020年6月末，公司交易性金融资产2.90亿元，为购买的银行理财产品。公司应收账款主要是公司应收的运费、仓储费，2019年末应收账款账面价值2.03亿元，同比增长49.52%，主要系新增业务未到回款期，前五名单位欠款余额合计1.02亿元，占比49.60%，应收对象较为集中。2019年末公司预付款项账面价值1.23亿元，主要是预付的铁路运输等运费，前五名预付对象占

全部预付款项的89.49%。2019年末公司存货账面价值0.97亿元，同比下降31.64%，其中库存商品0.95亿元，主要为主焦煤。2019年末，公司其他流动资产账面价值0.14亿元，同比大幅下降主要系公司理财产品到期收回所致。

2019年末公司固定资产账面价值1.99亿元，同比增长46.28%，主要系购买集装箱以及在在建工程完工转入固定资产所致。2020年6月末，公司固定资产账面价值2.47亿元，主要系企业合并增加所致，其中账面价值732.25万元房屋建筑物未办妥产权证书。随着公司对在建项目的投入，在建工程账面价值有所增加，2020年6月末为2.01亿元。公司无形资产包括土地使用权和软件，2020年6月末为1.47亿元，较2019年末大幅增长主要系企业合并所致。商誉为收购子公司时形成，2020年6月末商誉账面价值为2.08亿元，占总资产的比重为8.84%，其中收购嘉易达形成1.47亿元，收购嘉荣悦达形成6,080.97万元，存在一定的减值风险。

整体来看，公司资产规模有所增长，2020年6月末应收账款及预付款项合计3.16亿元，占比13.42%，对公司资金形成一定占用，且商誉存在一定的减值风险。

资产运营效率

2019年公司净营业周期有所增加，资产周转效率有所下降

2019年公司应收账款规模增加，导致应收账款周转率下降；同时平均存货规模和预付款项规模增加，带动存货和预付账款周转天数增加，而应付账款和预收款项增加天数相对较少，公司净营业周期增加至10.81天。2019年公司平均资产规模有所增加，使得流动资产及总资产周转天数均有所增加，总资产周转效率有所下降。

表 12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	14.64	8.96
存货周转天数	11.55	10.24
预付款项周转天数	18.02	15.68
应付账款周转天数	17.62	13.88
预收款项周转天数	15.78	14.46
净营业周期	10.81	6.54
流动资产周转天数	150.06	103.43
固定资产周转天数	14.50	11.91
总资产周转天数	195.83	133.20

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019 年公司营业收入和净利润有所增长，但受疫情影响，2020 年上半年公司营业收入同比下降

公司营业收入仍来源于跨境多式联运综合物流服务和供应链贸易业务，2019年公司实现营业收入41.71亿元，同比增长1.70%；因跨境多式联运综合物流服务占比提升，综合毛利率提升至10.93%，营业利润率也有所提高。但受资产总额增加影响，公司总资产回报率和净资产收益率有所下降。2020年1-6月，受疫情影响，公司实现营业收入14.30亿元，同比下降33.93%；实现利润总额1.78亿元，同比下降16.65%；而受跨境多式联运综合物流服务业务占比提升影响，公司综合毛利率上升至13.53%。

公司投资收益仍主要来源于理财产品收益，2019年及2020年上半年分别获得投资收益2,691.40万元和1,188.12万元。公司期间费用主要为管理费用、研发费用和销售费用，2019年期间费用率略有上升至1.29%。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年
营业收入	142,963.88	417,061.15	410,086.27
投资收益	1,188.12	2,691.40	2,426.44
营业利润	17,954.95	41,113.80	32,816.98
利润总额	17,750.09	41,699.59	32,825.81
净利润	15,477.45	34,593.46	26,982.77
综合毛利率	13.53%	10.93%	8.71%
期间费用率	1.28%	1.29%	1.01%
营业利润率	12.56%	9.86%	8.00%
总资产回报率	-	18.38%	21.63%
净资产收益率	-	19.69%	25.07%
营业收入增长率	-33.93%	1.70%	26.40%
净利润增长率	-14.06%	28.21%	31.05%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营收现能力仍较强，经营活动现金流向好

2019年及2020年1-6月公司收现比仍大于1，经营收现能力较强。2019年公司存货规模下降，同时经营性应收项目减少，减少了对营运资本的占用，叠加推动公司经营活动现金

流向好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入为理财产品的赎回，投资活动现金流出为购买理财产品、购置办公楼、集装箱等固定资产及对外股权投资，2019年公司投资活动现金净流入4.08亿元。筹资活动方面，2019年公司子公司收到少数股东注资，筹资活动现金流入6,740.00万元，筹资活动现金流出主要为分配股利。2019年及2020年1-6月，公司分配股利支付的现金分别为5,600.00万元和15,092.00万元。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年
收现比	1.06	1.12	1.11
净利润	15,477.45	34,593.46	26,982.77
营运资本变化	-	5,687.98	-25,323.34
其中：存货减少（减：增加）	-	4,481.87	-7,027.29
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	4,921.23	-38,567.32
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-3,715.12	20,271.26
经营活动产生的现金流量净额	3,740.38	39,347.78	428.94
投资活动产生的现金流量净额	-57,105.44	40,766.94	-71,017.96
筹资活动产生的现金流量净额	-15,147.00	1,140.00	73,013.21
现金及现金等价物净增加额	-68,176.97	81,478.37	3,156.77

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2019年公司资本实力继续增强，债务负担仍较轻

2019年公司偿还债务使得负债规模有所下降，而随着经营积累及少数股东权益增加，公司所有者权益有所增加，2019年末所有者权益为19.35亿元，负债总额为4.62亿元，产权比率为23.85%，公司净资产对负债总额的保障程度较好。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 6 月	2019 年	2018 年
负债总额	42,352.85	46,164.52	56,245.24
所有者权益	193,373.98	193,533.43	157,799.50
产权比率	21.90%	23.85%	35.64%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

公司负债仍主要为流动负债，2020年6月末流动负债占比95.36%。2020年6月末应付账款账面价值1.04亿元，较2019年末下降系受疫情影响，公司业务量减少，应付账款相应减少。

少。2019年末预收款项2.30亿元，主要为预收供应链贸易客户的款项，2020年公司执行新收入准则，将预收供应链贸易客户的款项重分类至合同负债科目。公司应交税费主要为应交增值税、企业所得税，2020年6月末为0.25亿元。2019年末公司其他应付款0.08亿元，大幅下降系代理业务形成的代收代付款项减少所致。公司一年内到期的非流动负债为预计一年内支付的股权转让款，2018年公司收购嘉荣悦达100%股权，2020年公司收购嘉易达100%股权，根据股权收购协议，公司分期支付剩余股权转让款。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 6 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	10,421.57	24.61%	15,408.67	33.38%	20,955.50	37.26%
预收款项	0.00	0.00%	23,041.58	49.91%	13,528.94	24.05%
应交税费	2,503.55	5.91%	2,862.82	6.20%	3,519.64	6.26%
其他应付款	600.81	1.42%	836.36	1.81%	13,130.62	23.35%
一年内到期的非流动负债	4,200.00	9.92%	1,415.00	3.07%	2,051.75	3.65%
流动负债合计	40,387.91	95.36%	45,212.64	97.94%	54,277.61	96.50%
非流动负债合计	1,964.95	4.64%	951.88	2.06%	1,967.62	3.50%
负债合计	42,352.85	100.00%	46,164.52	100.00%	56,245.24	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年半年度报告，中证鹏元整理

截至2020年6月末，公司无有息负债。从偿债指标来看，受益于负债规模下降及所有者权益增加，公司资产负债率有所下降，2020年6月末为17.97%。虽然本期债券发行提升了债务水平，但公司短期债务压力很小，债务负担较轻。2019年末公司流动比率和速动比率均有所提高，分别为3.93和3.71，短期偿债指标表现较好。2019年公司利润总额增加，EBITDA亦有所增长，但需关注疫情可能会对公司2020年经营产生较大影响。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 6 月	2019 年	2018 年
资产负债率	17.97%	19.26%	26.28%
流动比率	3.49	3.93	3.14
速动比率	3.20	3.71	2.87
EBITDA（万元）	-	43,485.36	34,456.72
负债总额/EBITDA	-	1.06	1.63
经营性净现金流/流动负债	0.09	0.87	0.01
经营性净现金流/负债总额	0.09	0.85	0.01

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年半年度报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月20日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

公司是专业提供跨境综合物流服务的国际物流公司，在中蒙二连浩特、甘其毛都口岸拥有海关公用型保税仓库、海关监管场所、保税物流中心（B型）等资产，跟踪期内公司收购子公司，公司业务仍有区位上的规模效应。2019年公司收入、利润保持增长，资本实力继续增强。

同时中证鹏元也关注到，“COVID-19”疫情冲击下，物流行业及公司业绩面临较大压力，2020年上半年公司营业收入同比下降33.93%。公司业务范围主要涉及中蒙、中亚及中非，面临一定的地缘政治风险，业务区域的扩大对公司的管理及整合能力提出更高要求；公司客户及供应商集中度高，业务受主要客户及供应商影响较大，资金需求规模较大，商誉存在一定的减值风险。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA-，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年6月	2019年	2018年	2017年
货币资金	61,592.93	125,722.79	57,438.85	41,445.79
交易性金融资产	29,000.00	2,820.00	0.00	0.00
应收账款	20,067.42	20,328.18	13,595.94	6,824.66
预付款项	11,568.23	12,260.51	24,927.20	7,682.34
存货	12,019.98	9,682.71	14,164.58	7,137.30
流动资产合计	141,067.70	177,494.01	170,199.55	65,450.38
固定资产	24,709.02	19,949.32	13,637.75	13,493.73
在建工程	20,134.74	18,076.23	16,443.09	59.38
商誉	20,837.02	6,088.55	6,088.55	7.58
非流动资产合计	94,659.13	62,203.94	43,845.19	23,979.95
资产总计	235,726.83	239,697.95	214,044.74	89,430.33
应付账款	10,421.57	15,408.67	20,955.50	7,918.43
预收款项	0.00	23,041.58	13,528.94	19,415.77
其他应付款	600.81	836.36	13,130.62	2,295.85
一年内到期的非流动负债	4,200.00	1,415.00	2,051.75	0.00
流动负债合计	40,387.91	45,212.64	54,277.61	31,612.30
负债合计	42,352.85	46,164.52	56,245.24	31,943.80
所有者权益合计	193,373.98	193,533.43	157,799.50	57,486.53
营业收入	142,963.88	417,061.15	410,086.27	324,424.93
营业利润	17,954.95	41,113.80	32,816.98	24,897.64
净利润	15,477.45	34,593.46	26,982.77	20,589.05
经营活动产生的现金流量净额	3,740.38	39,347.78	428.94	20,575.67
投资活动产生的现金流量净额	-57,105.44	40,766.94	-71,017.96	-3,614.66
筹资活动产生的现金流量净额	-15,147.00	1,140.00	73,013.21	1,694.00
财务指标	2020年6月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	14.64	8.96	7.90
存货周转天数	-	11.55	10.24	7.15
预付款项周转天数	-	18.02	15.68	12.97
应付账款周转天数	-	17.62	13.88	9.79
预收款项周转天数	-	15.78	14.46	24.58
净营业周期	-	10.81	6.54	-6.34
流动资产周转天数	-	150.06	103.43	63.94
固定资产周转天数	-	14.50	11.91	15.66
总资产周转天数	-	195.83	133.20	89.41

综合毛利率	13.53%	10.93%	8.71%	9.43%
期间费用率	1.28%	1.29%	1.01%	1.52%
营业利润率	12.56%	9.86%	8.00%	7.67%
总资产回报率	-	18.38%	21.63%	31.07%
净资产收益率	-	19.69%	25.07%	43.63%
营业收入增长率	-	1.70%	26.40%	239.03%
净利润增长率	-	28.21%	31.05%	41.71%
资产负债率	17.97%	19.26%	26.28%	35.72%
流动比率	3.49	3.93	3.14	2.07
速动比率	3.20	3.71	2.87	1.84
EBITDA（万元）	-	43,485.36	34,456.72	26,607.15
负债总额/EBITDA	-	1.06	1.63	1.20
经营性净现金流/流动负债	0.09	0.87	0.01	0.65
经营性净现金流/负债总额	0.09	0.85	0.01	0.64

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

附录二 截至2020年6月末纳入公司合并范围的子公司

序号	公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
1	内蒙古嘉友国际物流有限公司	1,500	100%	为通过二连浩特口岸开展的跨境多式联运综合物流提供转关、换装、运输、仓储、报关、报检等口岸操作业务。
2	乌拉特中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	8,000	100%	为通过甘其毛都口岸开展的跨境多式联运综合物流提供换装、运输、仓储、报关、报检等口岸操作业务。
3	乌拉特中旗甘其毛都华方国际物流有限公司	8,000	100%	为经甘其毛都口岸进口蒙古国煤炭、铜精矿、铅精矿等矿产品海关监管仓储及分拨业务。
4	乌拉特中旗甘其毛道金航国际物流有限公司	1,500	100%	为经甘其毛都口岸进口矿产品提供保税仓储及分拨业务。
5	内蒙古万利贸易有限责任公司	2,000	100%	为进口主焦煤提供供应链贸易业务。
6	巴彦淖尔市临津物流有限公司	10,000	51%	陆港联运一体化物流服务和冷链物流等综合物流服务。
7	嘉盈智慧物流(天津)有限公司	3,000	100%	开展无车承运业务，拓展建设电商平台。
8	嘉和国际融资租赁(天津)有限公司	10,000	直接75% 间接25%	开展融资租赁、租赁业务咨询、租赁交易咨询和担保以及有关的商业保理业务。
9	嘉泓国际物流(天津)有限公司	3,000	100%	以天津港为核心开展跨境多式联运业务，提供天津港口综合物流操作服务。
10	新疆嘉友恒信国际物流有限公司	10,000	60%	以霍尔果斯边境口岸为依托，开展中亚跨境多式联运业务，投资运营海关监管场所。
11	嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司	600	100%	整合非洲市场物流资源，提供中非跨境多式联运服务。
12	JASN INTERNATIONAL PTE.LTD.	1,500 万美元	100%	利用新加坡作为亚洲主要的航运和金融中心，从事国际矿能跨境多式联运供应链管理业务。
13	Jiayou-M And D Global Logistics Namibia (pty) Ltd	100 纳米比亚元	100%	以纳米比亚鲸湾港作为中心，开展中非跨境多式联运业务。
14	JASMON LOGISTICS LLC	10 万美元	100%	以蒙古为中心，提供蒙古国内综合物流操作服务。
15	巴彦淖尔市嘉航供应链管理有限公司	500	100%	于巴彦淖尔保税物流中心(B型)内开展供应链贸易相关业务，同公司位于甘其毛都口岸的公用保税库发挥协同效应，提升铜精粉的跨境运输、仓储以及报关、清关效率。
16	巴彦淖尔市誉达物流有限公司	500	间接100%	于巴彦淖尔保税物流中心(B型)内开展跨境多式联运业务并为客户提供口岸综合物流操作服务，提升铜精粉的跨境运输、仓储以及报关、清关效率。
17	霍尔果斯嘉运智慧物流有限公司	1,000	100%	以霍尔果斯为中心，开拓中亚地区跨境综合物流业务，同时加强与其他子公司的协同效

				应，降低企业成本，提升经济效益。
18	巴彦淖尔市甘其毛都嘉晟智慧物流有限公司	500	100%	通过公司自主研发的智慧物流平台，实现高效使用社会资源，优化物流成本，增强公司综合运输能力和市场规模。
19	嘉宸国际贸易（内蒙古）有限公司	500	100%	以大宗矿产品为基础，通过跨境多式联运综合物流业务，为客户提供一站式、定制化的全程供应链服务。
20	SINO-AFRICA INTERNATIONAL LOGISTICS INVESTMENT LIMITED（中非国际物流投资有限公司）	200 万美元	100%	在刚果（金）投资设立全资子公司嘉金国际投资管理有限公司，开展投资管理、咨询服务、从事国际工程物资、矿能产品跨境多式联运业务以及供应链管理业务。
21	GOLDEN DEER INVESTMENT SARLU（嘉金国际投资管理有限公司）	3,280 万法郎	间接 100%	提供刚果（金）1 号国道卡松巴莱萨至萨卡尼亚路段 150 公里公路以及莫坎博边境口岸和萨卡尼亚陆港的投资、建设、运营。
22	内蒙古嘉易达矿业有限公司	8,500	100%	运营主焦煤海关监管场所，在中蒙陆运港口及矿能通道为一体的甘其毛都口岸从事以大宗矿产品为核心的中蒙跨境综合物流仓储业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
预付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初预付款项余额} + \text{期末预付款项余额}) / 2] \}$
预收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初预收款项余额} + \text{期末预收款项余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 + 预付款项周转天数 - 应付账款周转天数 - 预收款项周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目增加
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	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	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	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	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	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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。