



# 2020年广东宏川智慧物流股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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  
人员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：



# 2020年广东宏川智慧物流股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-22	2020-6-10

## 债券概况

**债券简称：**宏川转债

**债券剩余规模：**6.70 亿元

**债券到期日期：**2026-07-17

**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

## 联系方式

**项目负责人：**王硕  
wangsh@cspengyuan.com

**项目组成员：**张颜亭  
zhangyt@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对广东宏川智慧物流股份有限公司（以下简称“宏川智慧”或“公司”，股票代码为“002930.SZ”）及其2020年7月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司自有码头优势明显，仓储能力有所增强，储罐出租水平较高，仓储综合服务收入大幅增长，盈利能力较强。同时也关注到，公司存在一定的资金压力，资产流动性较差，偿债压力加大，且面临一定的安全生产风险等风险因素。

## 未来展望

- 公司自有码头优势明显，储罐出租水平较高，预计业务持续性较好，未来随着在建项目的完工，仓储能力将进一步提升，营业收入和经营现金流有望稳步增加。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	61.76	63.58	35.80	28.80
归母所有者权益	22.25	21.56	18.50	17.72
总债务	33.35	35.53	11.63	7.40
营业收入	2.58	8.48	4.86	3.98
净利润	0.73	2.50	1.44	1.03
经营活动现金流净额	1.69	5.86	3.20	0.16
销售毛利率	65.61%	64.33%	61.26%	58.05%
EBITDA 利润率	--	73.84%	68.12%	68.67%
总资产回报率	--	8.33%	7.03%	7.24%
资产负债率	60.07%	62.41%	46.85%	36.56%
净债务/EBITDA	--	4.42	3.12	1.58
EBITDA 利息保障倍数	--	4.25	8.70	9.85
总债务/总资本	57.50%	59.78%	37.95%	28.82%
FFO/净债务	--	14.68%	22.18%	43.21%
速动比率	1.48	2.00	0.48	1.13
现金短期债务比	1.70	2.86	1.14	3.00

资料来源：公司2018-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司自有码头优势明显，仓储能力有所增强。**公司自有的已运营码头包括太仓阳鸿码头、南通阳鸿码头、常州宏川码头、常熟宏川码头、东莞三江码头和中山嘉信码头等，为仓储服务业务提供了较好保障；同时，2020年公司储罐及罐容均有所提升，随着在建项目的完工，预计未来仓储能力将进一步增强。
- **公司储罐出租率水平较高，仓储综合服务收入大幅增长。**2020年公司储罐出租率维持高位，运营情况良好，在仓储能力提升的背景下，仓储综合服务收入增长较快。
- **公司盈利能力较强。**2020年公司营业利润和净利润均实现较快增长，总资产回报率和 EBITDA 利润率均有所提高，盈利情况较好。

## 关注

- **公司存在一定的资金压力。**公司主要在建项目尚需一定规模投资，同时公司实施并购发展战略，未来并购活动或将加大资金支出压力。
- **公司资产流动性较差。**公司所处重资产行业，资产构成以码头、储罐等固定资产为主，且受限资产规模较大，资产流动性较差。
- **公司偿债压力加大。**2020年末公司资产负债率有所提升，EBITDA 利息保障倍数下降，偿债压力加大。
- **公司面临一定的安全生产风险。**公司库区存储的货物大部分为危险化学品，在仓储过程中，若因操作失误或设备故障导致出现安全事故，将对公司经营造成不利影响。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年7月发行6年期6.70亿元可转换公司债券，募集资金计划用于港丰石化仓储项目和7#泊位工程项目及偿还银行借款。截至2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为4,497.41万元<sup>1</sup>。

## 三、发行主体概况

2020年4月17日，公司2019年股东大会决议通过以公司总股本34,131.75万股为基数，以资本公积向全体股东每10股转增3股，转增后总股本增至44,371.276万股；2020年7月16日，公司2019年股权激励计划第一期行权，行权后总股本增至44,399.45万股；2021年一季度，本期债券因转股减少53,300元，转股数量2,620股。

截至2021年3月末，公司总股本为44,399.71万元，控股股东为广东宏川集团有限公司（以下简称“宏川集团”），实际控制人为自然人林海川先生。截至2021年5月10日，公司股东宏川集团和东莞市宏川化工供应链有限公司质押股票分别为6,054万股和3,533.6万股，占其所持股份比例分别为42.00%和44.58%，占公司2021年5月10日总股本的比例分别为13.64%和7.96%。

2020年2月，公司子公司太仓阳鸿石化有限公司（以下简称“太仓阳鸿”）设立全资子公司常熟宏智仓储有限公司（以下简称“常熟宏智”）；2020年12月，太仓阳鸿将持有的常熟宏智100.00%股权转让至东莞市金联川创新产业投资合伙企业（有限公司）（以下简称“金联川”），股权转让后，常熟宏智不再纳入合并范围。

2020年5月，公司通过企业合并取得常熟宏川石化仓储有限公司（以下简称“常熟宏川”）100.00%股权和常州宏川石化仓储有限公司（以下简称“常州宏川”）56.91%股权。2020年12月，太仓阳鸿设立子公司太仓宏川智慧公路港综合服务有限公司并纳入合并范围。2021年1-3月，公司合并范围较2020年末无变化。截至2021年3月末，公司合并范围内子公司共13家，详见附录四。

**表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

<sup>1</sup>截至2021年4月30日，本期债券募集资金余额为18,497.41万元，其中14,000.00万元已用于购买理财产品，未在募集资金专户余额中体现。

### 1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例		注册资本	主营业务	合并方式
	直接	间接			
常熟宏川石化仓储有限公司	100.00%	-	10,439.00	石化产品的仓储	并购
常州宏川石化仓储有限公司	-	56.91%	35,000.00	石化产品的仓储	并购
太仓宏川智慧公路港综合服务有限公司	-	100.00%	200.00	物业管理、信息咨询	新设
常熟宏智仓储有限公司		100.00%	1,000.00	物流链管理、信息咨询服务	新设

### 2、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例		注册资本	主营业务	不再纳入的原因
	直接	间接			
常熟宏智仓储有限公司	-	100.00%	1,000.00	物流链管理、信息咨询服务	对外转让

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

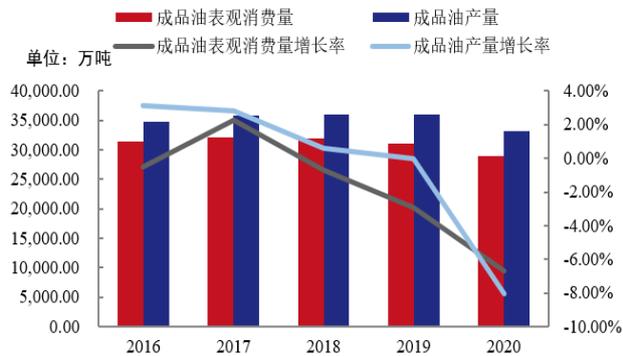
## 四、运营环境

**2020年我国成品油产量增速高于消费增速，供给过剩增加了对石油仓储的需求；同时，我国醇类产品产量整体增长，为石化物流需求增加提供利好支撑**

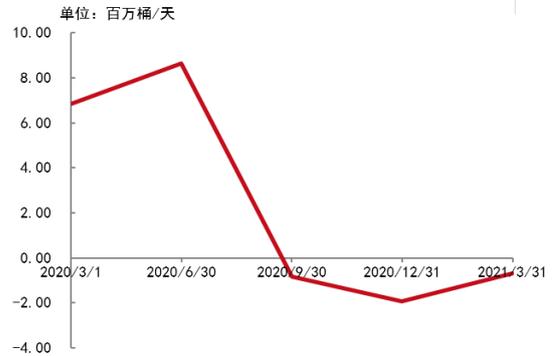
石化物流行业是指为包括成品油、醇类、芳烃、酯类、醚类、酮类及其他液体化学品在内的石化产品提供运输、仓储、装卸、配送、信息平台服务的体系，是连接石化产品供应方和需求方的纽带。石化产业的发展带动石化物流产业的进步，石化产品的消费需求带动石化物流的发展，而石化物流行业也为石化产业的发展提供了较好的保障。我国的主要石化产品为油品和醇类等有机化学品等，石化产品产销量情况直接影响石化物流业的发展。

2020年我国成品油产量仍然高于表观消费量，供过于求的现状催生一定的仓储需求。2020年我国成品油表观消费量为28,937.84万吨，规模较上年下降6.7%；同期成品油产量33,126.00万吨，同比下降8.06%，但规模较同期表观消费量仍高5,017.22万吨，供给仍然过剩。由于成品油的液体属性，其运输和存储均需专业存储环境来保证顺利实现空间和时间的流转。在成品油供给高于需求的情况下，仍催生一定的仓储需求。

受新冠全球大流行的影响，2020年上半年全球石油行业需求严重萎缩，石油价格出现暴跌，2020年2季度全球原油产销供需平衡差异达8.66百万桶/天，为自该项数据统计以来的最高值，原油产量远大于销量，原油仓储空间需求空前提升。随着疫情的缓解，国外原油产销供需逐渐恢复平衡，2020年下半年及2021年1季度，国外原油供需平衡差异持续为负，供需不断趋于平衡状态，但由于原油价格的变动直接影响油气市场表现，需持续关注原油价格波动对石化仓储的影响。

**图 1 2020 我国成品油生产量仍高于表观消费量**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**图 2 2020 年国外原油产销供需平衡差异波动明显**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

醇类产品产量的增长为石化物流行业需求增加提供利好支撑。除油品外,石化产品还包括精甲醇和乙二醇等醇类在内的有机化学品。受疫情影响,2020年一季,我国甲醇产量有所下滑,随着疫情的缓解,甲醇产量逐渐恢复,自2020年下半年开始,甲醇产量开始波动上升。同时,2019年乙二醇产量同比增速达21.83%,较2018年增速提升7.17个百分点。醇类产品产量的增长带动石化仓储需求的增加。

**图 3 我国乙二醇产量呈上升趋势**


注: 未获取乙二醇 2020 年产量数据。  
 资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**图 4 近年我国甲醇产量波动上升**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

作为石化产品物流综合服务提供商,公司主要为境内外石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他相关服务。受益于储罐出租率和单价的提升,以及储罐罐容和仓库面积的扩大,2020 年公司营业收入同比增长 74.57%,其中仓储综合服务收入占比 96.47%,为公司最主要的收入来源。公司毛利亦主要来源于仓储综合服务,2020 年毛利水平略有提升。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
仓储综合服务	24,865.41	64.96%	81,835.03	64.54%	45,561.27	62.71%
中转及其他服务	583.21	76.34%	940.83	52.46%	910.2	72.58%
物流链管理服务	0.00	--	820.75	15.34%	2,051.50	23.62%
智慧客服服务	250.38	92.54%	617.87	95.41%	0.00	--
洗舱及污水处理服务	105.40	80.81%	182.11	64.32%	0.00	--
其他业务	45.38	98.48%	435.39	98.88%	71.71	76.31%
<b>合计</b>	<b>25,849.76</b>	<b>65.61%</b>	<b>84,831.99</b>	<b>64.33%</b>	<b>48,594.68</b>	<b>61.26%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自有码头优势明显，2020年泊位停靠能力及仓储能力均有所提升，为仓储综合服务业务提供了较好保障，但公司提供服务的品种主要系油品和醇类，相关产品仓储需求易受宏观经济等因素影响存在一定波动

仓储综合服务是公司的核心业务，主要由拥有码头和储罐等经营性资质的子公司东莞三江港口储罐有限公司（以下简称“东莞三江”）、太仓阳鸿和南通阳鸿石化储运有限公司（以下简称“南通阳鸿”）等运营。

公司自有码头优势明显，泊位停靠能力有所增强，为仓储服务业务提供了较好保障。2021年3月末公司已运营码头包括太仓阳鸿码头、长江石化码头、南通阳鸿码头、常州宏川码头、常熟宏川码头、东莞三江码头和中山嘉信码头等，太仓阳鸿码头、长江石化码头、南通阳鸿码头均最大可靠泊8万吨级船舶；东莞三江码头、宏川仓储码头均最大可靠泊2万吨级船舶，中山嘉信码头最大可靠泊5千吨级船舶。其中，2020年由于并购取得常州宏川和常熟宏川控制权，公司新增常州宏川码头和常熟宏川码头，二者最大可停靠船舶分别为5万吨级和2万吨级；同时，本期债券募投项目所在的福建港能码头正在建设，该项目完工后公司船舶停靠能力将至少新增3万吨级。

通过并购及在建项目的完工，公司仓储能力明显提升。由于公司2020年收购常州宏川和常熟宏川，以及自建项目宏川仓储和宏元仓储的完工，2021年3月末公司储罐个数增至523座，罐容增至230.60万立方米。仓储能力的增强可满足更多的仓储需求。此外，2021年3月末公司参股企业江苏长江石油化工有限公司和常熟宏智现有、待复产储罐合计164座，罐容总计为53.59万立方米，为公司业务形成较好协同。

**表3 公司储罐和罐容情况（单位：座、万立方米）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	储罐	罐容	储罐	罐容	储罐	罐容
太仓阳鸿	77	60.60	77	60.60	77	60.60
南通阳鸿	66	47.50	66	47.50	66	47.50
东莞三江	97	24.13	97	24.13	97	24.13

中山嘉信	80	6.16	80	6.16	80	6.16
宏川仓储	53	20.75	53	20.75	--	--
宏元仓储	5	1.05	5	1.05	--	--
常州宏川	80	54.40	80	54.40	--	--
常熟宏川	65	16.01	65	16.01	--	--
<b>合计</b>	<b>523</b>	<b>230.60</b>	<b>523</b>	<b>230.60</b>	<b>320</b>	<b>138.39</b>

注：罐容量为期末数据。

资料来源：公司提供

罐容的增长满足了更多的仓储需求，公司服务品种的吞吐量因此提升。公司服务的品种主要包括油品、醇类、液碱等。其中，油品品种主要为汽油和混合芳烃，2020年及2021年1-3月油品吞吐量占比仍然较高，但随着经营品种的多样化，占比略有下降。醇类品种主要为甲醇和乙二醇，太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川为郑州商品交易所甲醇指定交割库，东莞三江、太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川、常熟宏川为大连商品交易所乙二醇指定交割库，东莞三江、南通阳鸿、常州宏川为大连商品交易所苯乙烯指定交割库，指定交割资质有助于提升客户信赖度，利于仓储业务的开展。

此外，由于公司库区拥有多种材质和多种特殊功能的储罐，客户可选择性高，公司还存储液碱等其他石化产品。需要注意的是，公司提供服务的品种均属石化行业，易受宏观经济周期性波动的影响，公司业务亦会产生相应波动。

**表4 按经营品种分类公司吞吐量情况（单位：万吨）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	吞吐量	占比	吞吐量	占比	吞吐量	占比
油品	262.97	47.00%	918.65	48.81%	729.72	52.39%
醇类	144.88	25.90%	556.81	29.59%	416.80	29.93%
液碱	16.03	2.87%	55.73	2.96%	53.40	3.83%
其他	135.60	24.24%	350.78	18.64%	192.90	13.85%
<b>合计</b>	<b>559.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,881.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,392.82</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

分地区来看，太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川和常熟宏川属于华东地区，满足长三角地区石化产品的仓储需求，2020年吞吐量保持增长，占公司吞吐量的比重仍在70.00%以上。东莞三江和中山嘉信属于华南地区，服务于珠三角地区制造企业群，由于储罐个数较多且单座储罐容量较小，储存品种较多，吞吐量规模较小，2020年华南地区吞吐量规模亦有所提升。

**表5 按地区分类公司吞吐量情况（单位：万吨）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	吞吐量	占比	吞吐量	占比	吞吐量	占比
华东地区	394.21	70.46%	1,342.29	71.32%	1,040.51	74.71%
华南地区	165.28	29.54%	539.69	28.68%	352.31	25.29%
<b>合计</b>	<b>559.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,881.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,392.82</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

### 公司储罐出租率维持高位，储罐价格提升，仓储综合服务收入大幅增长

公司通过出租储罐实现仓储服务收入。储罐的出租方式包括两种：一是根据客户对储存货物品质敏感度，采用包罐和拼罐两种租罐模式；二是按客户储罐租赁期限的长短，采用长租和短租的租罐方式，其中长租的基本租用期为1年（含）以上；短租的基本租用期为1年以下。

2020年公司储罐出租率仍维持高位；受市场环境的影响，2021年1-2月部分客户退库，导致当期出租率略有下降，2021年3月开始恢复，整体出租率水平仍然较高。

**表6 公司储罐出租率情况**

	2021年1-3月	2020年	2019年
华南地区	89.68%	94.04%	94.42%
华东地区	81.92%	83.20%	80.54%
平均出租率	83.67%	85.70%	83.31%

注：2021年1-3月平均出租率=（单月总罐容\*3-2021年1-3月合计未出租罐容）/单月总罐容\*3

年平均出租率=（单月总罐容×12-每月未出租罐容×12）/全年总罐容

资料来源：公司提供

定价标准方面，拼罐模式下，按仓储货物重量（吨）收取综合仓储费；在包罐模式下，按包罐罐容（立方米）收取仓储费，按仓储货物数量收取操作费。同时依据租赁的时间长短和储罐大小、储罐材质、储存品种等，收费价格存在一定差异。根据储罐材质不同可分为碳钢储罐和不锈钢储罐。碳钢储罐主要存储普通品种，而部分石化产品对存储有特殊需求，这些特殊品种则需用不锈钢罐存储。

目前，太仓阳鸿和南通阳鸿不锈钢罐多用于储存普通品种，使得两种不同材质储罐的收费单价相近。但东莞三江由于储存特殊品种（如苯酚、冰醋酸等）较多，其不锈钢罐的收费平均单价相当于碳钢罐的2倍。租赁期限方面，包罐模式下客户根据需求选择长租或短租两种租赁方式，拼罐模式下客户主要选择短租方式，一般在包罐模式下将另行收取一定的操作费，拼罐模式下的储罐收费通常已包含操作费。

在定价流程方面，公司商务人员根据客户的仓储需求与生产人员了解货物特性、仓储需求和储罐安排，在各罐型对应的价格范围内向客户报价，一般短租价格高于长租价格，拼罐价格高于包罐价格，合同执行期间价格一般不进行调整。2020年疫情影响下储罐供不应求，同时公司新增球罐价格相对较高，储罐定价标准普遍提升，推动仓储综合服务收入的增长。

款项回收方面，公司一般每月向客户发出费用账单，客户应在收到公司费用账单的五个工作日内确认并回传给公司，超期未回传的，视为已核对确认账单，客户在确认账单后的要求期限内结清款项。在合同中约定未结清款项的，公司有权停止出货，款项回收的保障性较好。

**表7 公司储罐定价标准**

区域	储罐容量 (立方米)	拼罐价格 (元/吨)	包罐价格		储罐材质
			短期租罐价 格(元/立方 米/月)	长期租罐价 格(元/立方 米/月)	
华南地区	300-7,000	35-65	30-80	26-70	不锈钢罐、碳钢罐
华东地区	500-20,000	30-105	30-60	24-133	不锈钢罐、碳钢罐

资料来源：公司提供

从前五大客户来看，2020年公司前五大客户销售收入占营业收入比重为13.77%，较2019年下降3.16个百分点；2020年1-3月，随着客户需求的变动，前五大客户销售收入占比提升至18.10%，集中度仍然不高。整体看，公司对单一客户依赖程度较低，有助于分散经营风险。

**表8 公司前五大客户销售情况（单位：万元）**

	前五大客户	销售金额	占年度销售金额的比重
2021年1-3月	客户一	1,120.44	4.33%
	客户二	1,093.13	4.23%
	客户三	949.96	3.67%
	客户四	809.56	3.13%
	客户五	706.53	2.73%
	<b>合计</b>	<b>4,679.61</b>	<b>18.10%</b>
2020年	客户一	3,050.14	3.60%
	客户二	2,274.77	2.68%
	客户三	2,269.08	2.67%
	客户四	2,115.87	2.49%
	客户五	1,970.46	2.32%
	<b>合计</b>	<b>11,680.34</b>	<b>13.77%</b>
2019年	客户一	2,678.33	5.51%
	客户二	1,896.66	3.90%
	客户三	1,328.17	2.73%
	客户四	1,281.11	2.64%
	客户五	1,041.78	2.14%
	<b>合计</b>	<b>8,226.05</b>	<b>16.93%</b>

资料来源：公司提供

公司主要在建项目完工后，仓储能力及码头泊位停靠能力将有所增强，但项目建设仍存在一定的资金需求

公司主要在建项目包括福建港能一期和二期仓储工程、福建港能码头工程等。其中，本期债券募投

项目港丰石化仓储项目及7#泊位工程受疫情影响，将建设期由原“2019年6月-2021年6月”延长至“2019年6月-2022年5月”；其中，“港丰石化仓储项目”一期工程及“7#泊位工程”预计将于2021年10月投产，“港丰石化仓储项目”二期工程预计将于2022年5月投产；港丰石化仓储项目”二期工程根据现阶段的石化仓储需求情况以及考虑未来石化仓储需求变化趋势，已将建设规模由总罐容为27.78万立方米的48座储罐调整为总罐容为33.30万立方米的32座储罐。公司主要在建项目完工后将提升公司仓储能力及码头停靠能力，但仍需关注项目建设进度及投产情况不达预期的风险。

截至2021年3月末，公司主要在建项目总投资12.37亿元，至少尚需投资5.19亿元（剔除已投资大于总投资项目），存在一定的资金需求。2020年初由于新冠疫情导致延迟复工，公司工程进度有所放缓，随着疫情的缓解，工程建设逐渐恢复。公司主要在建项目完工后，储罐个数和罐容均将提升，码头停靠能力也将进一步增强，将推动公司业务规模的扩大和效益的提升。

**表9 截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目	总投资	已投资
福建港能二期仓储工程	46,159.00	15,149.13
福建港能一期仓储工程	31,259.00	33,090.19
福建港能码头工程	18,500.00	18,152.42
宏川仓储码头工程	10,500.00	2,150.29
南通阳鸿改造项目	9,716.72	2,814.46
中山嘉信改造项目	2,684.00	328.10
常州宏川改造项目	1,688.43	426.03
太仓阳鸿改造项目	1,371.16	1,113.61
东莞三江改造项目	1,369.20	98.55
常熟宏川改造项目	490.45	298.59
<b>合计</b>	<b>123,737.96</b>	<b>73,621.37</b>

注：1、由于统计口径问题，本期债券募投项目涵盖在福建港能一期、二期仓储工程和福建港能码头工程项目中；  
 2、福建港能一期、二期仓储工程、宏川仓储码头工程总投资规模较 2020 年 3 月末有所调整；  
 3、太仓阳鸿改造项目及东莞三江改造项目总投资为各改造项目汇总数，随着单个项目的完工及新建有所变动；  
 4、福建港能一期仓储工程总投资金额依据预算金额填写，在实际实施过程中因材料、人工等价格变动产生小幅差异，故实际已投资大于计划总投资。

资料来源：公司提供

### 中转及其他服务等其他业务对公司营业收入形成一定补充，但规模较小

中转及其他服务包括过驳、中转、车船直卸、船只补给等业务，不涉及仓储过程。公司每月根据合同约定或政府规定的计费标准、客户确认的数量单据，编制请款函确认当月收入。随着业务的发展，2020年公司中转及其他服务收入略有增长，但材料、人工及其他成本增幅较大，导致当期毛利有所下降。

物流链管理服务是通过公司服务输出，不利用公司资产而利用公司管理能力，为客户提供仓储物流一体化服务，由物流链管理事业部统一管理。该项业务包括仓储代理服务和过程管控服务，仓储代理服

务系为客户寻找合适的国内石化产品仓储库区为客户提供货物存储期间的安全、品质检测、货权监管、代办出入库等服务；过程管控服务系为客户物流全过程提供作业时间效率、货物数量损耗、货物品质管控等服务。由于物流链管理业务主要系公司储罐不能满足客户仓储需求时提供的服务，随着公司罐容的增加，2020年物流链管理服务收入和毛利率均有所下滑，2021年1-3月未产生该项收入。

智慧客服服务和洗舱及污水处理服务为公司2020年新增业务，均为仓储服务的增值服务。智慧客服服务指通过CA服务平台为客户提供在线装货计划、在线货转申请、自主查询等服务。洗舱站业务指依靠公司码头、水上洗舱站、污水处理设施设备等为客户提供洗舱服务、洗舱水接收服务、污水处理服务等水上洗舱业务。由于智慧客服服务和洗舱及污水处理服务业务成本较低，二者毛利水平较高，但规模较小。

**并购活动一定程度上增加了公司资金支出压力，且石化物流行业涉及产品多为危化品，需关注安全生产风险**

由于公司发展战略主要聚焦双主业，通过持续的并购成长路径逐步实现第一主业码头储罐仓储业务、第二主业化工仓库仓储业务双赛道并进发展。2020年公司成功收购常熟宏川和常州宏川，收购支付的总价款分别为1.62亿元和2.47亿元，主要为长期借款支付。公司实施的并购发展战略一定程度上增加了资金支出压力，提升了资产负债率，同时，由于不同区域的经营环境以及并购标的管理水平差异较大，如公司未能对并购企业进行有效整合，将对公司业绩造成不利影响。

公司所处石化物流行业涉及产品多为危化品，安全等级要求较高。石化物流企业库区存储的货物大部分为化学品，若发生操作失误或设备故障，工作人员的健康和生命安全将受到威胁。在仓储过程中，若因操作失误或设备故障，导致出现安全事故，或对公司经营造成不利影响。因此，公司面临一定的安全生产风险。公司近年较为重视安全管理工作。公司制定了《安全生产管理制度》、《危险化学品安全管理制度》、《操作部码头装卸船操作规程》、《安全防范措施管理规定》等多项操作规程指导安全操作，同时，公司通过对各项操作记录的检查确保操作人员严格按操作流程执行各项工作任务，避免操作过程中的安全风险。此外，公司在董事会下设立了安全管理及技术创新委员会，专门研究、确定公司安全管理及技术创新的长远规划，组织制定安全生产管理、技术创新实施方案等。截至2021年3月末，公司及下属子公司均未发生重大安全事故。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年及2021年1-3月公司新增纳入合并范围的子公司共4家，不再纳入合并范围的子公司共1家，详见表1。

## 资产结构与质量

公司资产规模快速扩张，构成以码头、储罐等固定资产为主，且受限资产规模较大，资产整体流动性较差

受益于成功并购常熟宏川和常州宏川，并伴随业务规模的扩大，2020年末公司总资产规模大幅增长；随着业务支出的增加，2021年3月末总资产规模略有下降。由于公司所处石化物流行业为重资产行业，资产构成仍以非流动资产为主。

由于本期债券的发行及银行借款和经营性现金流入的增加，2020年末公司货币资金规模增长较快；2021年1-3月公司支付东莞市金联川创新产业投资合伙企业（有限合伙）投资款、增加购买银行理财产品以及偿还银行借款，导致当期末货币资金有所下滑。截至2021年3月末，公司货币资金中不存在受限资金。

固定资产为公司的核心资产，主要由港口码头及房屋建筑物等构成，受企业并购及宏川仓储、宏元仓储等项目完工转固的影响，2020年末公司固定资产规模大幅提升，占总资产的比重达47.69%。随着部分在建工程的完工转固，2020年末在建工程规模有所下降，由于本期债券募投项目及其他在建项目投入的增加，2021年3月末在建工程账面价值有所增长。无形资产主要系土地使用权等，2020年末随着合并范围的增加而有所增长。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.16	3.50%	6.03	9.49%	1.39	3.88%
<b>流动资产合计</b>	<b>7.58</b>	<b>12.28%</b>	<b>11.26</b>	<b>17.72%</b>	<b>2.62</b>	<b>7.33%</b>
固定资产	29.76	48.19%	30.33	47.69%	14.76	41.24%
在建工程	7.36	11.92%	6.55	10.30%	8.79	24.56%
无形资产	8.84	14.31%	8.90	13.99%	6.75	18.85%
<b>非流动资产合计</b>	<b>54.17</b>	<b>87.72%</b>	<b>52.32</b>	<b>82.28%</b>	<b>33.17</b>	<b>92.67%</b>
<b>资产总计</b>	<b>61.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>63.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.80</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

整体来看，公司资产规模扩张较快，构成以重资产为主，固定资产、在建工程 and 无形资产占比较高，且部分资产已对外抵押，受限资产规模较大，资产整体流动性较差。

## 盈利能力

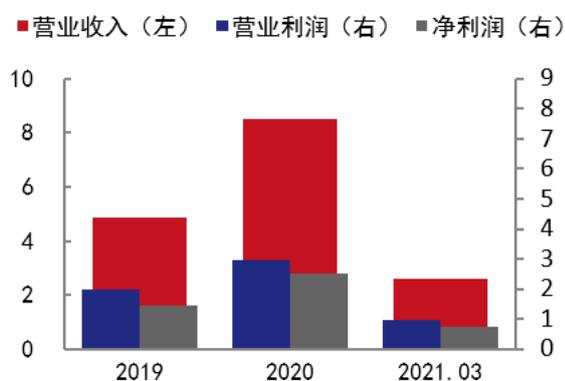
### 公司收入及利润大幅增长，盈利能力较好

仓储综合服务收入是公司营业收入的核心构成，2020年公司收购常熟宏川和常州宏川，且宏川仓储等部分项目投产，当期储罐罐容及运营化工仓库面积大幅增加，同时，2020年公司储罐出租率维持高位，

出租单价普遍提升，导致当期仓储综合服务收入规模大幅增长。2021年1-3月公司经营保持稳定，当期收入同比大幅提升。

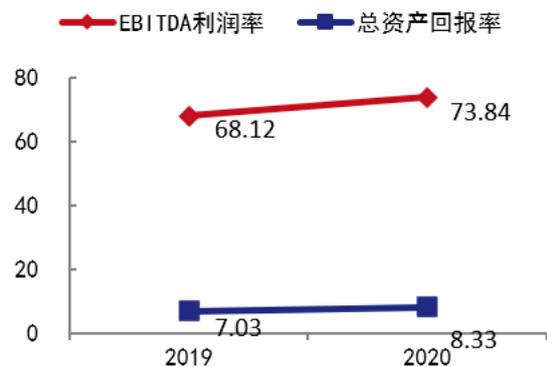
收入的增长带来利润的提升，2020年公司营业利润和净利润分别同比增长49.82%和74.14%。同时，公司总资产回报率和EBITDA利润率均有所提高，盈利情况较好。随着在建项目的完工，公司罐容将继续增加，叠加并购项目运营效率的提升，未来收入和利润有望进一步增长；但我们也注意到，若在建项目的建设运营及新并购项目的运营不达预期，储存品种需求及价格波动等因素或会对公司收入及盈利产生影响。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



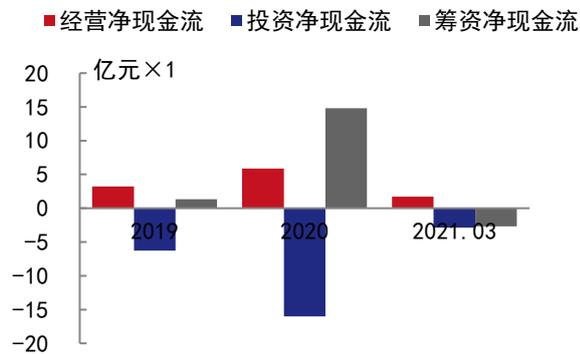
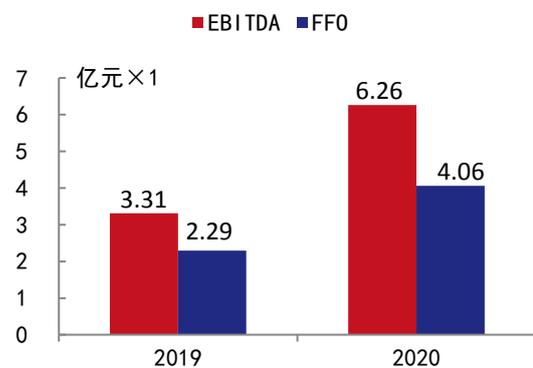
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营性现金流表现较好，但未来仍存在一定的资金需求

2020 年公司经营情况较好，收入的持续增长带动经营活动现金流入的增加，经营性现金流表现较好。由于并购投资增加以及在建项目的持续投入，2020 年公司投资活动现金流出规模扩大。受本期债券发行及银行借款增加的影响，2020 年公司筹资活动现金流入规模较大。2021 年 1-3 月，公司未进行相关融资，筹资活动现金流表现为负。

随着收入及利润的增长，2020 年公司 EBITDA 和 FFO 均增长较快且水平较高，经营现金生成能力良好。公司所处重资产行业，根据业务发展需要，未来或继续进行相关并购，且随着项目建设的推进，仍将存在一定的资金需求。

**图 7 公司现金流结构**

**图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


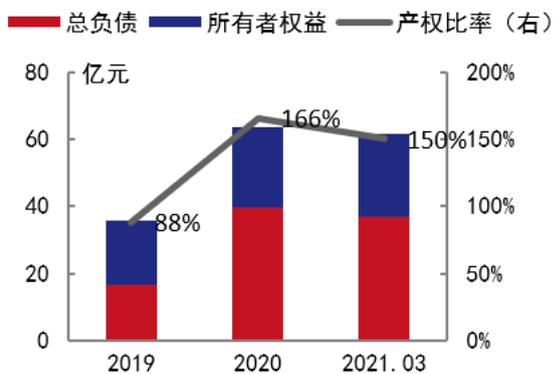
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

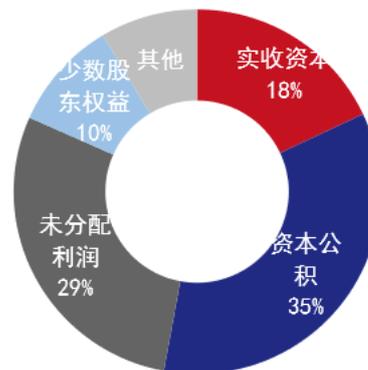
### 资本结构与偿债能力

**公司资产负债率上升，利润对债务的覆盖程度趋弱，偿债压力加重**

公司利润的积累及并购的增加导致 2020 年末所有者权益有所增长，同时，融资规模的扩大导致总负债的快速增加，所有者权益增速不及负债增速，2020 年末及 2021 年 3 月末产权比率水平较高，所有者权益不能覆盖总负债。

**图 9 公司资本结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

**图 10 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

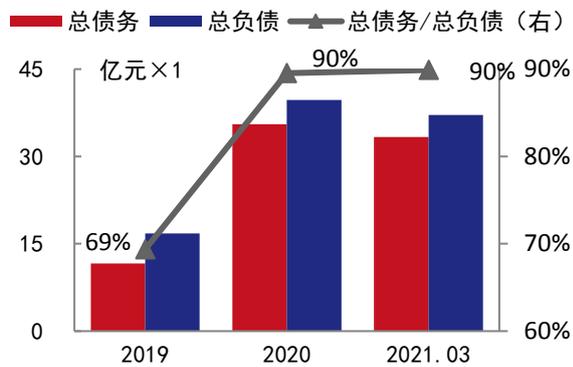
公司负债结构仍以非流动负债为主，2020 年本期债券成功发行，同时为满足并购的资金需求，当期增加较多长期借款，使得当期末非流动负债规模大幅提升；其中长期借款以抵质押和保证借款为主，利率基本在 4.00%-5.90% 之间；2021 年 3 月末部分长期借款到期偿还，总负债略有下降。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

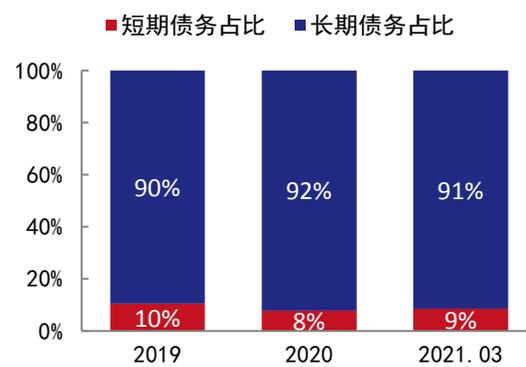
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债合计</b>	<b>5.08</b>	<b>13.70%</b>	<b>5.61</b>	<b>14.15%</b>	<b>5.46</b>	<b>32.57%</b>
长期借款	25.21	67.96%	27.53	69.38%	10.42	62.13%
应付债券	5.30	14.27%	5.21	13.13%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>32.02</b>	<b>86.30%</b>	<b>34.07</b>	<b>85.85%</b>	<b>11.31</b>	<b>67.43%</b>
<b>负债合计</b>	<b>37.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.77</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

为满足业务发展需要，公司融资规模快速扩张，2020年及2021年3月末总债务占总负债的比重达90%以上，但均以长期债务为主，短期内偿债压力可控。

**图 11 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

**图 12 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

随着债务规模的扩大，2020年末公司资产负债率上升至62.41%。同时，净债务与EBITDA的比重提升，EBITDA利息保障倍数下降，公司利润对债务的覆盖程度减弱。此外，公司总债务与总资本的比重整体攀升，现金流对净债务的覆盖水平亦有所下降，偿债压力加大。

**表12 公司杠杆状况指标**

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	60.07%	62.41%	46.85%
净债务/EBITDA	--	4.42	3.12
EBITDA 利息保障倍数	--	4.25	8.70
总债务/总资本	57.50%	59.78%	37.95%
FFO/净债务	--	14.68%	22.18%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司融资规模的扩大及业务的发展带来了现金流入的增加，同时短期债务规模较小，导致2020年公司现金短期债务比和速动比率均有所提升；2021年3月末由于项目投入及对外投资增加，导致现金类资

产减少，现金短期债务比和速动比率均有所下降，但水平仍然较高。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月14日），公司本部及重要子公司三江港储、南通阳鸿、太仓阳鸿均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。

## 八、结论

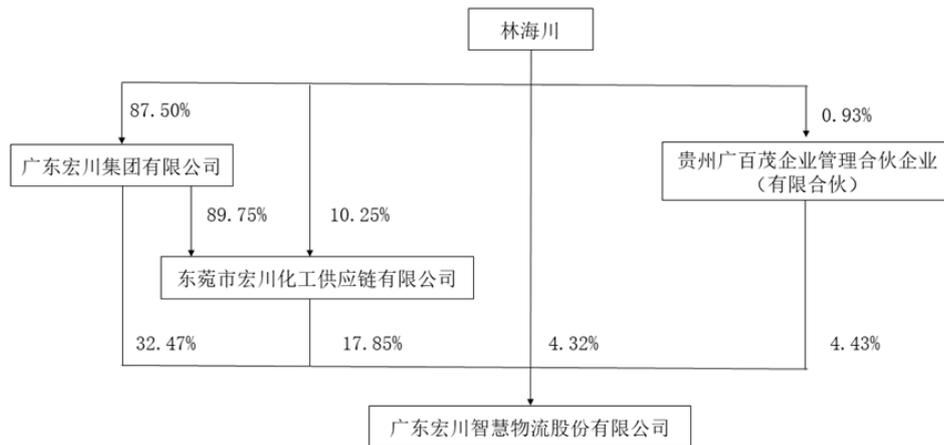
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

## 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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	2.16	6.03	1.39	3.15
流动资产合计	7.58	11.26	2.62	4.18
固定资产	29.76	30.33	14.76	10.21
在建工程	7.36	6.55	8.79	6.27
无形资产	8.84	8.90	6.75	5.79
非流动资产合计	54.17	52.32	33.17	24.62
资产总计	61.76	63.58	35.80	28.80
短期借款	0.00	0.00	0.30	0.00
一年内到期的非流动负债	2.84	2.79	0.91	1.05
流动负债合计	5.08	5.61	5.46	3.68
长期借款	25.21	27.53	10.42	6.35
应付债券	5.30	5.21	0.00	0.00
非流动负债合计	32.02	34.07	11.31	6.85
负债合计	37.10	39.68	16.77	10.53
总债务	33.35	35.53	11.63	7.40
归属于母公司的所有者权益	22.25	21.56	18.50	17.72
营业收入	2.58	8.48	4.86	3.98
净利润	0.73	2.50	1.44	1.03
经营活动产生的现金流量净额	1.69	5.86	3.20	0.16
投资活动产生的现金流量净额	-2.90	-16.00	-6.29	-2.26
筹资活动产生的现金流量净额	-2.67	14.79	1.33	4.49
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	65.61%	64.33%	61.26%	58.05%
EBITDA 利润率	--	73.84%	68.12%	68.67%
总资产回报率	--	8.33%	7.03%	7.24%
产权比率	150.47%	166.03%	88.15%	57.62%
资产负债率	60.07%	62.41%	46.85%	36.56%
净债务/EBITDA	--	4.42	3.12	1.58
EBITDA 利息保障倍数	--	4.25	8.70	9.85
总债务/总资本	57.50%	59.78%	37.95%	28.82%
FFO/净债务	--	14.68%	22.18%	43.21%
速动比率	1.48	2.00	0.48	1.13

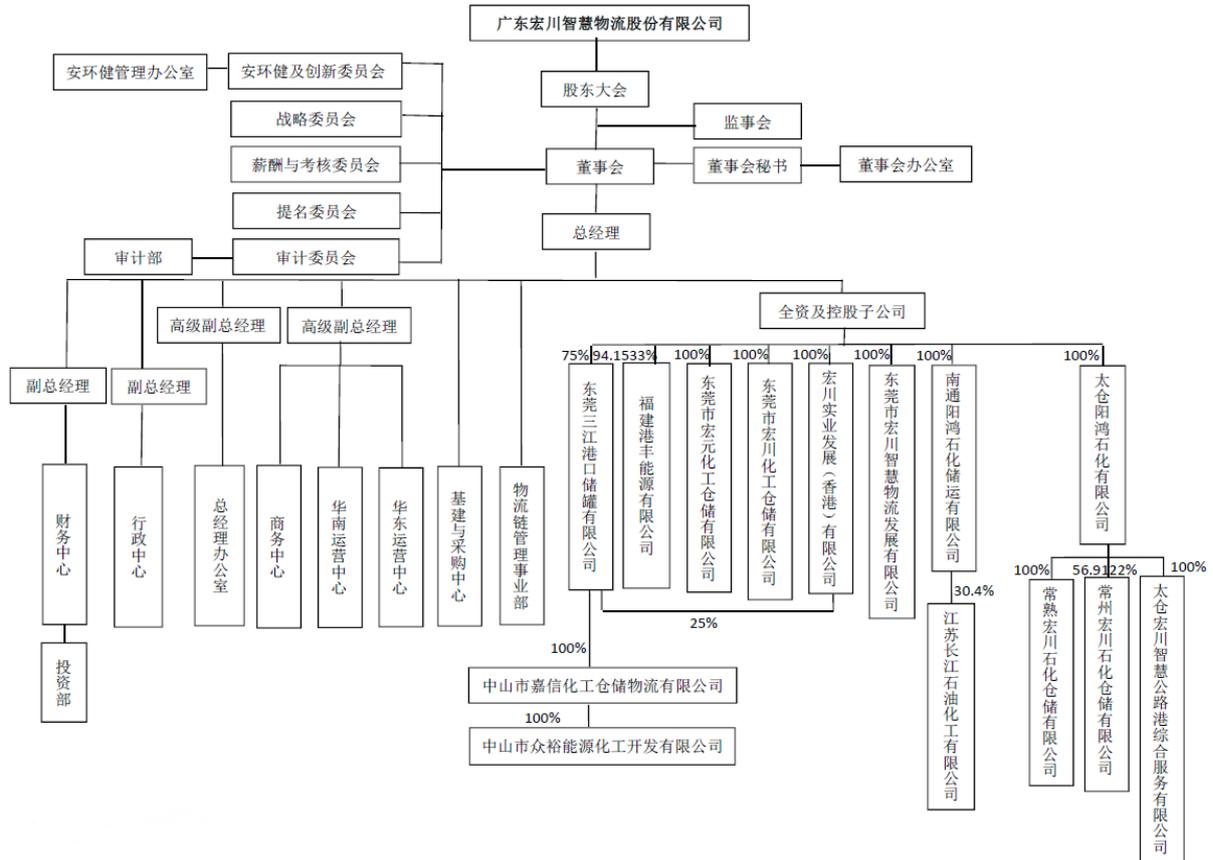
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例		主营业务
		直接	间接	
太仓阳鸿石化有限公司	30,060.66	100.00%	--	石化产品的仓储
东莞三江港口储罐有限公司	1,200.00 万美元	75.00%	25.00%	石化产品的仓储
南通阳鸿石化储运有限公司	25,572.08	100.00%	--	石化产品的仓储
东莞市宏川化工仓储有限公司	32,778.24	100.00%	--	石化产品的仓储
东莞市宏元化工仓储有限公司	2,500.00	100.00%	--	石化产品的仓储
宏川实业发展（香港）有限公司	10.00 万港币	100.00%	--	物流链管理、码头仓储建设及运营
福建港丰能源有限公司	104,716.33	94.15%	--	石化产品的仓储
东莞市宏川智慧物流发展有限公司	500.00	100.00%	--	物流链管理、物联网技术服务
中山市嘉信化工仓储物流有限公司	5,202.08	--	100.00%	石化产品的仓储
中山市众裕能源化工有限公司	200.00	--	100.00%	石化产品的仓储
常熟宏川石化仓储有限公司	10,439.00	--	100.00%	石化产品的仓储
常州宏川石化仓储有限公司	35,000.00	--	56.91%	石化产品的仓储
太仓宏川智慧公路港综合服务有限公司	200.00	--	100.00%	物业管理、信息咨询

资料来源：公司提供

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 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。