



2020年嘉友国际物流股份有限公司公开发 行可转换公司债券2022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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2020年嘉友国际物流股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
嘉友转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“嘉友转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司业务在核心区域仍有规模效应，资本实力持续增强，债务负担仍较轻。同时也关注到，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风险，受疫情影响，甘其毛都口岸通关受限，公司主焦煤供应链贸易服务收入下降，公司业务受主要客户及供应商影响较大，资金需求规模较大，商誉存在一定减值风险等风险因素。

未来展望

- 公司业务在核心区域仍有规模效应，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月17日

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：安晓敏
anxm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	46.43	45.56	34.02	23.97
归母所有者权益	29.63	28.57	21.65	18.66
总债务	6.96	6.71	6.74	0.00
营业收入	6.50	38.88	32.81	41.71
EBITDA 利息保障倍数	-	20.26	51.80	-
净利润	1.08	3.42	3.62	3.46
经营活动现金流净额	-0.88	-3.25	2.54	3.93
销售毛利率	23.03%	12.61%	15.39%	10.93%
EBITDA 利润率	-	11.90%	14.34%	10.18%
总资产回报率	-	10.33%	14.23%	18.38%
资产负债率	34.68%	35.76%	34.29%	19.26%
净债务/EBITDA	-	-0.83	-1.78	-2.76
总债务/总资本	18.67%	18.64%	23.17%	0.00%
FFO/净债务	-	-97.11%	-41.10%	-25.40%
速动比率	2.48	2.38	4.09	3.71
现金短期债务比	49.29	384.05	34.32	-

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **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、保税物流中心（B型）等核心资产，其中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。
- **公司资本实力持续增强。**跟踪期内公司通过非公开发行股票引入战略投资者，所有者权益继续增加，资本实力持续增强，另外公司债务以长期为主，偿债指标表现较好。

关注

- **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。
- **受疫情影响，甘其毛都口岸通关受限，公司主焦煤供应链贸易服务收入下降。**2021年受疫情影响，中蒙边境口岸外防输入形势严峻，口岸通关控制较为严格，公司主焦煤无法完成进口及最终销售。
- **公司业务受主要客户及供应商影响较大。**2021年因公司业务类型增加，公司客户和供应商集中度有所下降，而单一业务对主要客户仍存在较大依赖，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。**2021年经营往来款对公司资金形成占用，经营活动现金流转为净流出；截至2021年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大。
- **公司商誉存在一定的减值风险。**公司对外收购形成的商誉账面价值较大，受标的经营情况影响，存在一定的减值风险。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	1		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		最小



指示性信用评分				aa
调整因素	重大特殊事项	调整幅度		-1
独立信用状况				aa-
外部特殊支持调整				0
公司主体信用等级				AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-18	安晓敏、王硕	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)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2020-3-12	安晓敏、王硕	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
嘉友转债	7.20	7.1961	2021-6-18	2026-08-04

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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。截至2022年3月31日，“嘉友转债”累计转股金额38.5万元，尚有未转股金额71,961.50万元，占可转债发行总量的99.95%。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，公司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2021年末，本期债券募集资金专项账户余额为3.74亿元（含存款利息及理财收益），使用本期债券闲置募集资金进行现金管理尚未到期理财产品金额0元。

三、发行主体概况

2021年经中国证监会《关于核准嘉友国际物流股份有限公司非公开发行股票批复》，公司向特定对象非公开发行人民币普通股股票31,575,446股，募集资金总额为人民币5.84亿元，扣除保荐承销费及其他发行费用，募集资金净额为人民币5.77亿元，其中计入股本金额3,157.54万元，增加资本公积54,551.45万元。本次非公开发行股票最终确定发行对象6家，其中紫金矿业紫宝（厦门）投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“紫宝投资”）获配金额3.04亿元、股份1,643.21万股，紫金矿业紫牛（厦门）产业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“紫牛投资”）获配金额0.84亿元、股份454.30万股，紫宝投资和紫牛投资的控股股东均为紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”，股票代码：601899.SH、02899.HK）。另外，非公开发行股票前，紫金矿业股权投资管理（厦门）有限公司（以下简称“紫金投资”）持有公司124.99万股股份，紫金投资的实际控制人为紫金矿业。

2021年12月17日，公司股东韩景华、孟联、嘉信益（天津）资产管理合伙企业（有限合伙）和武子彬、王本利、侯润平、白玉、唐世伦与紫金国际贸易有限公司签署《股份转让协议》，上述八名股东以协议转让的方式向紫金国际贸易有限公司（以下简称“紫金贸易”）合计转让4,505.00万股股份，占公司总股本的14.21%，紫金贸易唯一股东及实际控制人为紫金矿业。紫宝投资、紫牛投资、紫金贸易、紫金投资和紫金矿业为一致行动人。截至2022年3月31日，紫金矿业及一致行动人合计持有公司67,275,024股，占公司总股本的21.22%。

公司通过非公开发行A股股票和股份协议转让的方式，引入紫金矿业作为战略投资者，紫金矿业成为公司第二大股东。紫金矿业的矿产资源遍布全球，其全球第二大铜矿资源刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿与公司刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路和口岸项目属于同一区域，紫金矿业对于国际物流供

供应链的需求与公司提供的国际跨境综合物流服务具有高度的一致性。

截至2022年3月末，公司总股本31,697.22万股，公司实际控制人仍为韩景华和孟联，韩景华直接持有公司15.01%的股份，孟联直接持有公司7.78%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27.99%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 2022 年 3 月末公司前十大股东情况

股东名称	持股数量（股）	比例（%）
嘉信益（天津）资产管理合伙企业（有限合伙）	88,719,500	27.99
韩景华	47,575,512	15.01
紫金国际贸易有限公司	45,050,000	14.21
孟联	24,660,388	7.78
紫金矿业紫宝（厦门）投资合伙企业（有限合伙）	16,432,128	5.18
紫金矿业股权投资管理（厦门）有限公司—紫金矿业紫牛（厦门）产业投资基金合伙企业（有限合伙）	4,542,996	1.43
曹利玲	3,244,997	1.02
徐秋实	2,812,830	0.89
平安银行股份有限公司—中庚价值品质一年持有期混合型证券投资基金	2,624,318	0.83
阳光人寿保险股份有限公司—万能保险产品	2,479,903	0.78

资料来源：公司 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

2021年公司设立1家子公司，2022年1-3月新设立1家子公司，无减少子公司，具体如下：

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2021 年新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	合并方式
福建省嘉友国际物流有限公司	2,000	100%	以福建省为中心，继续拓展跨境多式联运业务，为福建省及周边客户提供综合物流操作服务。	新设

2、2022 年 1-3 月新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	合并方式
卡松巴莱萨-萨卡尼亚特许权项目管理有限公司	1 万美元	100%	刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚特许权项目运营、管理	新设

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

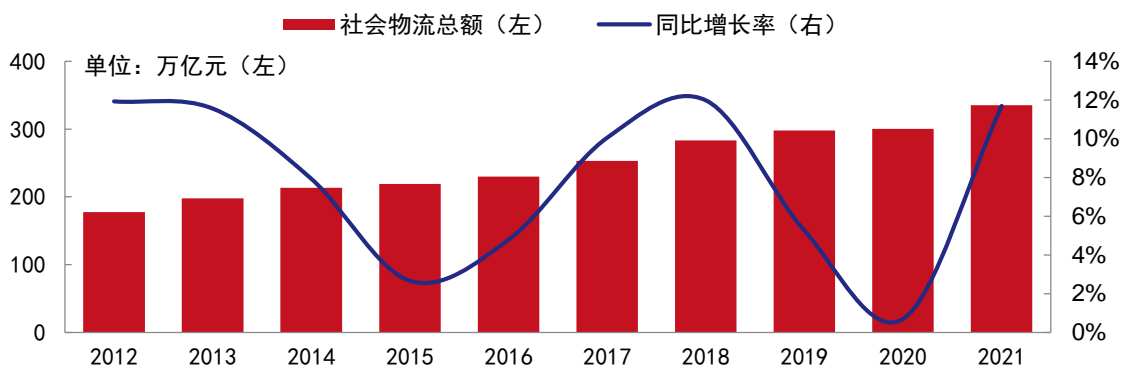
受宏观经济影响，我国物流业增速波动；社会物流总费用占GDP比重下降，社会物流效率不断提高

物流行业是集商贸、运输、仓储、代理及信息服务等多种形态的复合型服务产业。作为国民经济的

重要组成部分，物流业已成为国民经济的基础性及先导性产业，在促进生产、拉动消费、调整结构等方面发挥着重要作用。

物流行业受宏观经济影响较大。受疫情影响，近年来宏观经济及国内生产资料市场需求及物资流通规模增速有所波动。2021年，我国实现国内生产总值114.37万亿元，同比增长8.1%。2021年全国社会物流总额为335.20万亿元，同比增长11.70%。

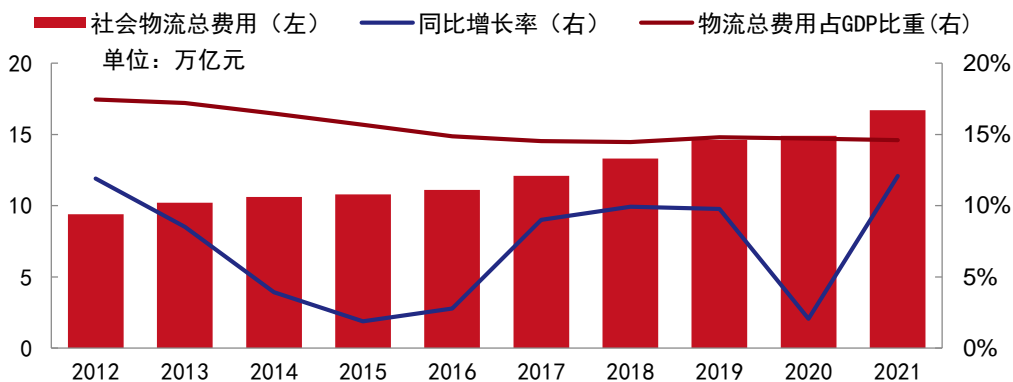
图1 近年来我国物流总额屡创新高，但增速整体波动较大



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

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。2021年我国社会物流总费用16.70万亿元，用占GDP的比值为14.60%，物流效率有所提高。从物流费用构成来看，主要包括运输费、仓储费和管理费，其中运输费占比较高。

图2 近年来我国社会物流总费用占 GDP 比重下降



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

我国物流行业市场集中度较低，整合趋势加剧

我国物流行业的市场集中度较低，呈不断提升态势，市场竞争日益激烈，行业整合趋势加剧。根据中国物流与采购联合会发布的2021年度中国物流企业50强排名，上榜的50强物流企业2020年物流业务收入合计1.36万亿元，同期物流业总收入10.50万亿元，50强物流企业2020年物流业务收入占全行业的收入

比重仅为12.95%，物流行业市场集中度较低。考虑到我国大部分物流企业聚集在中低端市场，产品服务同质化严重，在大型客户和外资物流企业的供应链中处于被整合、被挤压的地位，缺乏定价权，而医药物流、整车物流、国际快递、时装与成衣物流、冷链物流等科技含量高、服务附加值大、专业化要求高，需要全球网络运营能力的高端物流业则主要为国际巨头所垄断。近年来在市场竞争的压力和经济结构调整的倒逼机制下，物流资源集约化趋势明显，物流公司加快构建网络化与信息化物流平台，部分企业开始进行并购整合从而提升市场份额、提高物流效率。

近年来我国加快物流业固定资产投资，并相继出台多项扶持政策，为物流业发展创造了良好条件

近年来我国加快固定资产投资，完善基础设施条件，为物流业发展提供了良好条件。2012-2020年，铁路营业里程增加了4.87万公里，公路里程增加了96.06万公里，截至2020年末，我国铁路、公路里程分别为14.63万公里和519.81万公里。

从政策环境看，国家一系列扶持政策的出台为我国物流业发展提供了良好的政策环境，同时多个部门出具了多个支持性的细化政策与规划，有利于物流业的健康持续发展。

表3 近年来我国新增物流行业政策法规情况

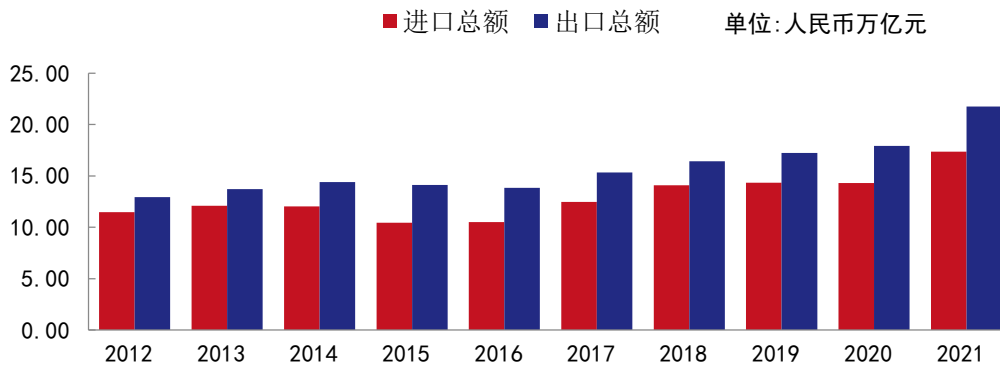
时间	法律法规
2021年8月	《商贸物流高质量发展专项行动计划（2021-2025年）》
2021年3月	《关于加快推动制造服务业高质量发展的意见》
2020年8月	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》
2020年5月	《关于进一步降低物流成本的实施意见》
2020年4月	《关于当前更好服务稳外贸工作的通知》
2019年11月	《关于推进贸易高质量发展的指导意见》
2019年7月	《国家邮政局关于支持民营快递企业发展的指导意见》
2019年3月	《关于促进跨境电子商务寄递服务高质量发展的若干意见》
2018年12月	《国家物流枢纽布局和建设规划》
2018年12月	《关于推进乡镇运输服务站建设加快完善农村物流网络节点体系的意见》
2017年10月	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》
2016年7月	《“互联网+”高效物流实施意见》

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

外贸进出口总额增长及“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

近年来，随着GDP的增长，我国贸易的进出口总值也相应增长，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。2021年我国外贸出口金额21.73万亿元，同比增长21.23%，进口金额17.37万亿元，同比增长21.50%。

图3 近年来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：iFinD，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。2021年，中国对“一带一路”沿线国家进出口增长23.6%，其中，出口6.59万亿元，增长21.5%；进口5.01万亿元，增长26.4%。

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。

五、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，2021年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，其中供应链贸易业务新增了非主焦煤供应链贸易服务。2021年跨境多式联运综合物流服务收入有所增长，受疫情管控的影响，跨境运输成本尤其是海运费等运费、以及防疫管控成本不断升高，收入的增长不及成本的快速增长，跨境多式联运综合物流业务毛利率有所下降。供应链贸易业务方面，受疫情影响，公司主焦煤供应链贸易服务收入同比下降62.79%，毛利率提升至21.24%，主要系公司凭借在中蒙跨境市场的物流优势，主动整合自蒙古国矿山到中国终端用户的产业链供应链，提高了自蒙古国矿山至中国用户的全程物流服务比例，拓展了业务的服务范围，获得了蒙古段运费等物流服务费快速增长的红利，使得运费等物流服务费收益涨幅远远超过数量萎缩的影响。2021年公司拓展非煤供应链贸易品类，试水从海港进口的大宗矿产品供应链贸易，获得规模较大的非主焦煤供应链贸易服务收入，但由于该业务

尚处于拓展期，毛利率较低。另外，公司投资、建设、运营刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目（以下简称“PPP项目”，即本期债券募投项目）符合《企业会计准则解释第14号》相关规定，公司作为主要责任人，确认该PPP项目的建造服务收入，基于公司将该项目发包给第三方施工，双方按照实际工程量结算，该项目预计合同收入存在一定不确定性，未完工前，按照当期发生的履约成本金额结转收入。公司属于项目的发包方而非实际的施工方，因此该项业务不进行毛利确认。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
跨境多式联运综合物流服务	120,403.00	26.01%	112,330.65	38.80%
供应链贸易业务	193,780.22	9.03%	215,598.20	3.12%
其中：主焦煤供应链贸易服务	80,214.75	21.24%	215,598.20	3.12%
非主焦煤供应链贸易服务	110,053.41	0.12%	0.00	-
PPP项目合同	74,422.79	0.00%	0.00	-
其他业务收入	196.29	95.76%	182.42	100.00%
合计	388,802.31	12.61%	328,111.26	15.39%

资料来源：公司提供

跟踪期内公司持续开拓非洲市场，将公司跨境多式联运业务模式复制到非洲，带动2021年跨境多式联运综合物流服务收入增长，但受疫情管控等因素影响，毛利率水平下降

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。

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。截至2022年3月末，公司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 2022 年 3 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	1,417.19	乌中国用（2016）20160232号
			乌拉物中旗甘其毛都华方国际物流有限公司	359,716.90	9,493.71	乌中国用（2014）第20140245号
		海关监管场所	乌拉物中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	46,681.88	5,228.49	乌中国用（2008）第2540号
			乌拉物中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	21,673.00	20110550号	乌中国用（2010）20100872号
甘其毛都	其它物流业务		内蒙古嘉易达矿业有限公司	646,666.90	30,144.27	蒙（2020）乌拉特中旗不动产第0000690号
二连浩特市	环节		内蒙嘉友国际物流有限公司	78,000.00	281.25	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	4,513.25	蒙2019（巴市）不动产第0003785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	187,721.8	8,394.64	新兵（2020）第四师不动产第0000040号

注：以上核心资产为地上建筑物及土地账面价值。

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，成为我国煤、铜矿进口的重要通道。2021年受疫情影响，中蒙边境口岸外防输入形势严峻，部分口岸出现临时封关的情况，甘其毛都口岸成为中蒙边境唯一保持不间断通关的口岸，2021年蒙古煤炭出口1,634.4万吨，同比下降48%，甘其毛都口岸2021年累计进口煤炭696万吨，同比下降52%；累计进口铜精粉68.75万吨，同比下降9%。

从业务范围来看，公司业务以蒙古、中亚、非洲等具有国际陆路口岸跨境运输特点的地区和国家为主，公司将中蒙陆运口岸开发及运营的经验向中国与中亚国家的边境口岸进行复制。公司与可克达拉市恒信物流集团有限公司共同在霍尔果斯口岸投资、建设、运营进出口海关监管场所，将中蒙跨境物流的经营模式复制到中亚地区，跟踪期内嘉友恒信海关监管场所已全部完工，并于2022年1月通过海关验收正式运营。

2018年以来公司持续开拓非洲市场，以上海港为核心，整合全球物流资源，发挥多式联运业务优势，带动公司非洲地区业务收入的快速增长。由于非洲业务收入基数较大，而毛利率相对较低，同时叠

加2021年跨境运输成本尤其是海运费等运费上升，以及防疫管控成本不断升高等因素影响，导致公司跨境多式联运综合物流服务的毛利率比上年有所下降。

2020年7月，公司与OYU TOLGOI LLC（以下简称“OT LLC”）签订了2020年至2025年5+2年期的《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。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。跟踪期内，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6 跟踪期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、AZURITE LOGISTICSLLP 紫金矿业物流有限公司
刚果（金）/赞比亚铜冶炼厂建设期提供跨境综合物流服务	中国十五冶金建设集团有限公司 COMPANIA ELECTRO METALURGICA SA 云铜香港有限公司

资料来源：公司提供

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。2021年公司甘其毛都口岸和二连浩特口岸铜精矿运输量同比有所增长。

表7 公司铜精矿运输量情况（单位：万吨）

大宗矿产品物流	2021年	2020年
铜精矿	93.85	87.32

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

受疫情影响，2021年公司主焦煤供应链贸易业务收入大幅下降，但凭借在中蒙跨境市场的物流优势，拓展了业务的服务范围，毛利率大幅提升，带动了供应链贸易业务毛利率提升

供应链贸易业务是公司物流基础业务的延伸。主焦煤供应链贸易业务方面，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，主要为主焦煤。公司向境外供应商采购主焦煤，公司提供监管场所的仓储服务、装卸、口岸等服务，同

时提供运输服务及煤炭贸易服务，公司主要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。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。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。

受疫情的影响，2021年甘其毛都口岸的通关控制较为严格，国内主焦煤的进口数量大幅下降，公司主焦煤供应链贸易业务也受到较大影响，实现主焦煤供应链贸易服务收入8.02亿元，同比下降62.79%。为了应对疫情对生产经营的影响，2021年公司凭借在中蒙跨境市场的物流优势，主动整合自蒙古国矿山到中国终端用户的产业链供应链，提高了自蒙古矿山至中国用户的全程物流服务比例，拓展了业务的服务范围，获得了蒙古段运费等物流服务费快速增长的红利，使得运费等物流服务费的收益涨幅远远超过数量萎缩的影响，毛利率提升至21.24%。

表8 公司主焦煤供应链贸易的出入库数量（单位：万吨）

供应链贸易	2021年	2020年
进货量	70.61	256.11
出货量	69.60	265.35

资料来源：公司提供

2021年新增的非主焦煤供应链贸易服务收入对公司营业收入贡献较大，但该项业务毛利率水平较低；另外，公司业务对主要客户及供应商依赖仍较大

为了拓展非煤供应链贸易品类，2021年公司试水从海港进口的大宗矿产品供应链贸易，该业务由全资子公司 JASN INTERNATIONAL PTE.LTD.（嘉新国际物流有限公司，以下简称“嘉新国际”）负责，嘉新国际主要为矿企从海外（主要为澳大利亚）进口矿产品提供单证、报关等服务，嘉新国际购买矿产品后，在买价基础上增加物流费用，再销售给客户。与主焦煤供应链贸易业务类似，非主焦煤供应链贸易业务公司也不赚取差价，只收取中间的物流服务收入，不承担商品价格波动风险。嘉新国际注册地为香港，与客户和供应商双方使用美元作为结算货币，为避免资金占用成本，公司与上下游签订合同的账期较短，一般在一周内。由于该业务尚处于拓展期，因而毛利率较低。

公司主要客户群为铜精矿、主焦煤、电解铜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。2021年公司前五名客户收入占全部收入的比重为35.63%，客户集中度较2020年大幅下降主要系业务种类增多所致，而单一业务对主要客户仍存在较大依赖，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9 2021年公司前五名客户收入金额及占比情况（单位：万元）

客户名称	金额	占比
客户一	100,933.43	25.96%
客户二	10,278.32	2.64%
客户三	10,134.06	2.61%
客户四	9,030.70	2.32%
客户五	8,153.96	2.10%
合计	138,530.47	35.63%

资料来源：公司提供

供应商方面，2021年由于非主焦煤供应链贸易业务收入占营业收入的比重较高，其部分供应商跻身公司前五大供应商。2021年前五名供应商采购金额占全部采购金额的比重为51.06%，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10 2021年公司前五名供应商采购金额及占比情况（单位：万元）

供应商名称	金额	占比
供应商一	70,785.41	20.83%
供应商二	48,019.48	14.13%
供应商三	30,136.74	8.87%
供应商四	14,455.87	4.25%
供应商五	10,127.11	2.98%
合计	173,524.61	51.06%

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，资金需求规模仍较大

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，同时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。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。

本期债券募投项目主要是对卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路及萨卡尼亚陆港、莫坎博边境口岸进行升级改造。截至2022年2月末，卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路已完成施工，实现全线通车，正式转入收费试运营阶段。该道路位于刚果（金）南部上加丹加省，为1号国道线卡松巴莱萨-萨卡尼亚路段，途经钦森达、莫坎博、萨卡尼亚等城镇。该路段采用双向车道，路基宽度为11米，中间车道9米，设计速度为80公里/

小时。道路配套设施及附属工程建设进入全面收尾阶段。同时，萨卡尼亚陆港口岸及莫坎博边境口岸升级改造工程建设正在积极推进中，按计划在2022年完工并投入运营。

截至2021年末，公司主要在建项目包括本期债券募投项目、嘉易达矿业煤棚工程和服务贸易基础设施技术改造项目等，预计总投资22.34亿元，尚需投资10.22亿元，公司资金需求规模仍较大。

表11 截至 2021 年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	93,759.47	66,571.05
嘉易达煤棚工程（1#、2#煤棚及 10KV 配电工程）	11,659.26	10,903.36	755.90
服务贸易基础设施技术改造项目	39,600.00	5,860.01	33,739.99
新疆嘉友恒信海关监管场所项目	7,487.00	6,857.33	629.67
甘其毛都嘉友办公及生产经营场所升级改造项目	4,360.00	3,845.72	514.28
合计	223,436.78	121,225.89	102,210.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2020年、2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围新增1家子公司，2021年1-3月公司合并报表范围新增1家子公司，无减少子公司。截至2022年3月末，纳入公司合并报表范围的子公司23家（详见附录四）。

2021年公司重要的会计政策变更主要为4项，具体如下：

（1）财政部于2020年6月19日发布了《新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定》（财会〔2020〕10号）、于2021年5月26日发布了《关于调整〈新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定〉适用范围的通知》（财会〔2021〕9号），公司对适用范围调整前符合条件的租赁合同已全部选择采用简化方法进行会计处理，对适用范围调整后符合条件的类似租赁合同也全部采用简化方法进行会计处理，并对通知发布前已采用租赁变更进行会计处理的相关租赁合同进行追溯调整，但不调整前期比较财务报表数据；对2021年1月1日至通知施行日之间发生的未按照该通知规定进行会计处理的相关租金减让，根据通知进行调整。

（2）财政部于2021年1月26日发布了《企业会计准则解释第14号》（财会〔2021〕1号），于2021年8月10日发布了《PPP项目合同社会资本方会计处理实施问答》，公司对2020年12月31日前开始实施且至施行日尚未完成的以及2021年1月1日至施行日新增的有关PPP项目合同进行追溯调整，将累计影响数调整2021年度的年初留存收益及财务报表其他相关项目金额，对可比期间信息不予调整。

（3）2021年12月30日，财政部颁布了《企业会计准则解释第15号》（财会〔2021〕35号），“关

于资金集中管理相关列报”内容自公布之日起施行，可比期间的财务报表数据相应调整。

(4) 公司自2021年1月1日起执行新租赁准则。根据修订后的准则，对于首次执行日前已存在的合同，公司选择在首次执行日不重新评估其是否为租赁或者包含租赁；公司作为承租人，调整首次执行新租赁准则当年年初留存收益及财务报表其他相关项目金额，不调整可比期间信息；公司作为出租人，对于首次执行日前划分为经营租赁且在首次执行日后仍存续的转租赁，公司在首次执行日基于原租赁和转租赁的剩余合同期限和条款进行重新评估，并按照新租赁准则的规定进行分类。

表12 公司会计政策变更影响的报表项目情况（单位：万元）

会计政策变更的内容和原因	受影响的报表项目	2020年末余额	2021年初余额	调整数
公司作为承租人对于首次执行日前已存在的经营租赁的调整	预付款项	12,041.75	12,040.25	-1.50
	使用权资产	0.00	261.65	261.65
	租赁负债	0.00	129.51	129.51
	一年到期的非流动负债	116.80	247.44	130.64
将相关 PPP 项目资产的对价、确认的建造收入、满足资本化条件的借款费用等重分类至“无形资产”列报	无形资产	14,471.13	30,861.21	16,390.08
	其他非流动资产	16,753.59	363.51	-16,390.08

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，货币资金仍较为充裕，但预付款项大幅增加，对公司资金形成占用，且仍需关注商誉减值风险

跟踪期内公司向特定对象非公开发行人民币普通股股票，募集资金净额为人民币5.77亿元，同时负债规模增加，总资产规模大幅增长，2021年末公司总资产45.56亿元，同比增长33.92%。从资产结构来看，流动资产占比有所下降。

2021年末公司货币资金11.69亿元，其中其他货币资金0.41亿元，为公司信用证保证金、保函保证金及海关保证金。2022年3月末，公司货币资金有所下降系购买银行理财产品，列为交易性金融资产。公司应收账款主要是公司应收的运费、仓储费，2021年末应收账款账面价值同比有所增加，前五名单位欠款余额合计0.66亿元，占比39.25%，应收对象较为集中。2022年第一季度公司应收账款大幅增加，主要系公司非洲区域的业务量增加，而非州区域的业务周期较长，叠加海运费的增加，对应的应收物流费用较以前年度有一定增加。2021年末公司预付款项大幅增加，主要系支付购买主焦煤预付款所致，2021年7月，公司同意全资子公司嘉新国际与ERDENES TAVAN TOLGOI JSC（以下简称“ETT公司”）签署《采购合同》，采购包括主焦原煤1,500万吨以及半软焦煤150万吨和风化煤150万吨，总计1,800万吨（合同交易总额以最终成交金额为准），2021年度公司已按照合同约定预付相关采购款，但受疫情影响，中蒙口岸通关严重受限，未能全部交付主焦煤。2021年末公司预付款项前五名单位金额合计7.05亿

元，占预付款项期末余额合计数的95.99%，预付款对象集中，对公司资金形成一定占用。公司存货主要为焦煤等矿产品，受蒙古疫情原因，甘其毛都口岸通关量受限，公司主焦煤无法完成进口及最终销售，使得存货规模也有所增加。

随着在建工程转入，公司固定资产有所增加，2021年末账面价值0.22亿元房屋建筑物未办妥产权证书。2021年随着在建项目的完工，公司在建工程账面价值有所下降。2021年公司执行《企业会计准则解释第14号》、《PPP项目合同社会资本方会计处理实施问答》相关规定，PPP项目建造阶段确认为无形资产，使得无形资产账面价值大幅提升。公司商誉为收购子公司时形成，2021年末商誉账面价值占总资产的比重为4.57%，其中收购内蒙古嘉易达矿业有限公司形成1.47亿元，收购嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司形成6,080.97万元，截至2021年末，公司经测试商誉不存在减值迹象，未对商誉计提减值准备。若收购子公司在未来经营中低于盈利预测，则公司商誉存在减值的风险。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.00	12.91%	11.69	25.65%	17.52	51.52%
交易性金融资产	3.53	7.60%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	2.16	4.65%	1.64	3.60%	1.36	4.00%
预付款项	9.22	19.85%	7.34	16.12%	1.20	3.54%
存货	1.67	3.59%	1.91	4.19%	0.59	1.73%
流动资产合计	24.18	52.07%	24.22	53.16%	21.72	63.84%
固定资产	5.83	12.55%	5.94	13.03%	3.36	9.88%
在建工程	1.62	3.48%	1.32	2.90%	2.86	8.40%
无形资产	11.55	24.87%	10.79	23.68%	1.45	4.25%
商誉	2.08	4.49%	2.08	4.57%	2.08	6.13%
非流动资产合计	22.25	47.93%	21.34	46.84%	12.30	36.16%
资产总计	46.43	100.00%	45.56	100.00%	34.02	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及2022年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

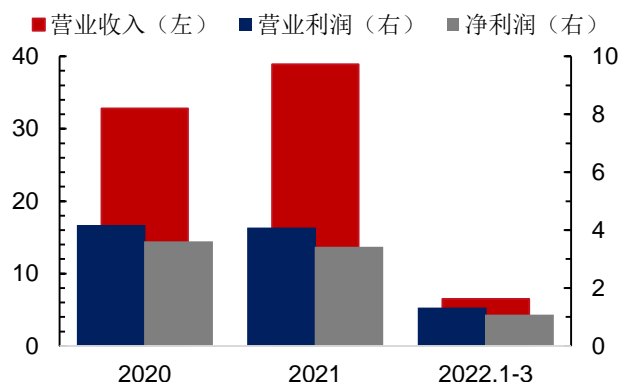
盈利能力

2021年公司营业收入有所增长，但盈利能力指标弱于上年同期水平

2021年公司拓展非煤供应链贸易品类，试水从海港进口的大宗矿产品供应链贸易，获得规模较大的非主焦煤供应链贸易服务收入，同时公司持续开拓非洲市场，发挥多式联运业务优势，带动公司非洲地区业务收入的快速增长，另外公司确认PPP项目建造服务收入，综合导致公司营业收入有所增长。但受疫情管控的影响，跨境运输成本尤其是海运费等运费、以及防疫管控成本不断升高，跨境多式联运综合物流业务毛利率有所下降；非主焦煤供应链贸易服务业务处于拓展期，毛利率水平较低，且PPP项目的建造服务业务不进行毛利确认，综合导致公司销售毛利率有所下降，营业利润、净利润及EBITDA利润

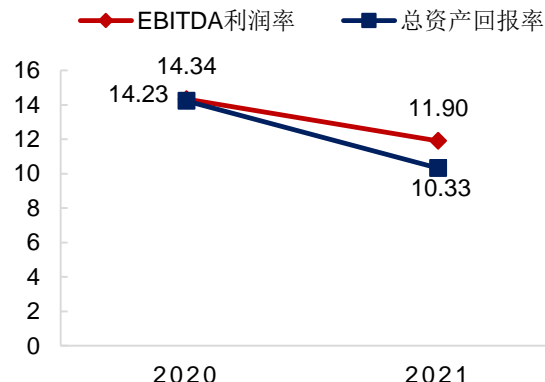
率也有所下降，另外跟踪期内公司资产总额增长较快，导致总资产回报率也有所下降。

图 4 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

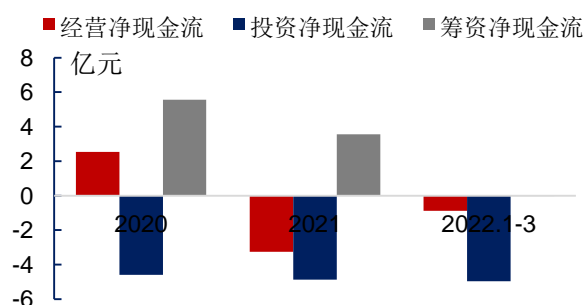
现金流

公司现金生成能力仍然较好，但经营往来款对公司资金形成占用，经营活动现金流转为净流出，且在建项目尚需投资规模较大，公司仍存在较大的资金需求

2021 年受疫情影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金减少，而支付的主焦煤采购款增加，且支付的铁路运费以及海关保证金其他与经营活动有关的现金大幅增加，导致公司经营活动现金转为净流出。2021 年公司利润总额减少，EBITDA 有所下降，但受支付税费减少影响，FFO 同比有所增加。

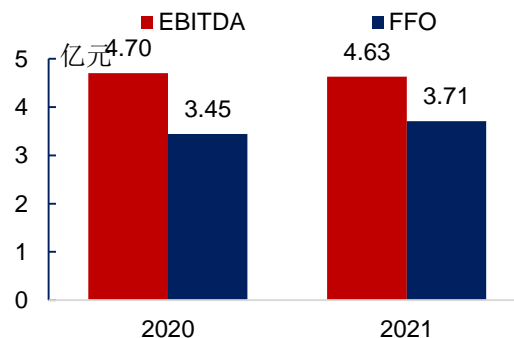
投资活动方面，公司持续对在建项目的投入，投资活动现金流出规模较大，截至 2021 年末，公司在建项目尚需投资金额较大，公司资金需求规模较大。2021 年公司通过非公开发行股票筹集资金，募集资金净额为人民币 5.77 亿元，筹资活动现金仍为净流入。

图 6 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务以长期债务为主，债务负担仍较轻

随着债务规模的增加，公司产权比率有所提升，但所有者权益对债务的保障程度仍较好。从所有者权益构成来看，2022年3月末，以资本公积和未分配利润为主，分别占比41%和40%。

图8 公司资本结构

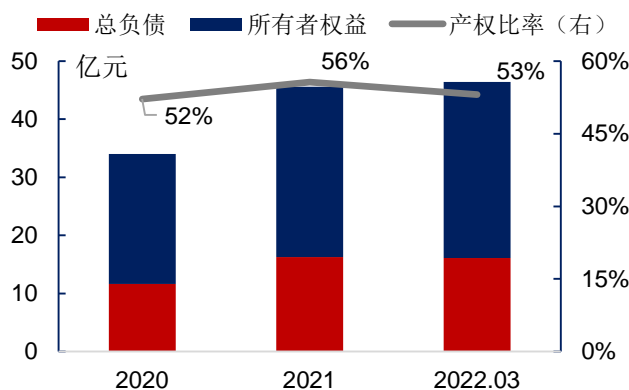
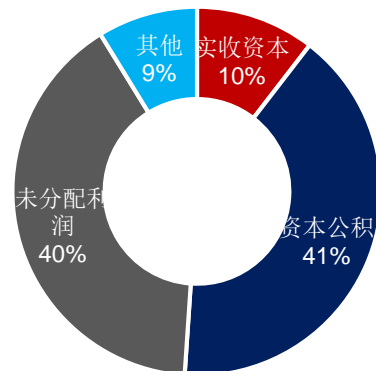


图9 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

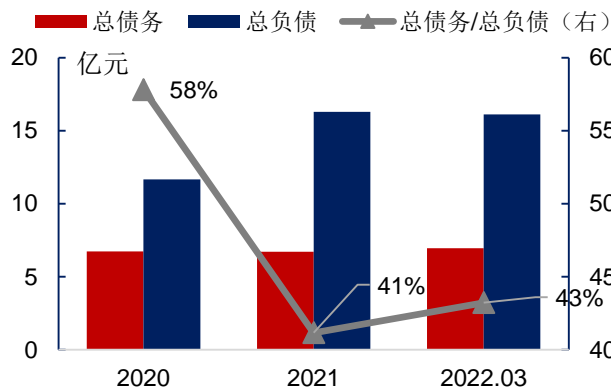
公司流动负债大幅增加。经营性负债方面，2021年公司应付账款有所增加主要系刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路于陆港的现代化改造项目应付工程进度款增加所致。合同负债主要为主焦煤销售的预收款，2021年有所增加。2021年公司支付嘉易达矿业股权收款（二期），使得其他应付款有所下降。从公司总债务来看，2021年变化不大，仍主要为“嘉友转债”本金及利息。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

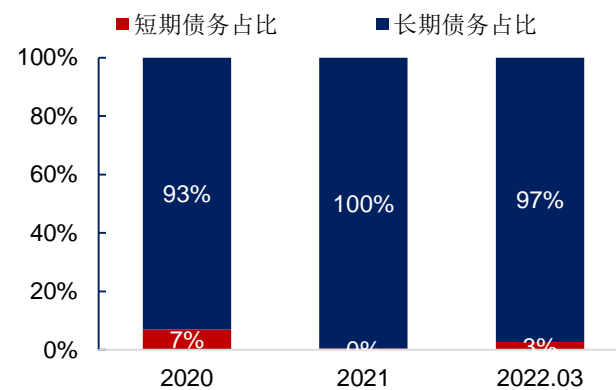
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	0.15	0.93%	0.00	0.00%	0.45	3.89%
应付账款	4.56	28.33%	5.15	31.64%	1.67	14.31%
合同负债	2.86	17.76%	2.89	17.76%	1.54	13.19%
其他应付款	0.37	2.32%	0.24	1.46%	0.91	7.81%
一年内到期的非流动负债	0.04	0.23%	0.03	0.18%	0.01	0.10%
流动负债合计	9.06	56.28%	9.36	57.46%	5.16	44.26%
应付债券	6.77	42.07%	6.68	40.97%	6.28	53.81%
非流动负债合计	7.04	43.72%	6.93	42.54%	6.50	55.74%
负债合计	16.10	100.00%	16.29	100.00%	11.66	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

随着公司负债总额的增加，公司总债务/总负债的比重降低，从债务结构来看，仍以长期债务为主。

图 10 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及及 2022 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

图 11 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及及 2022 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

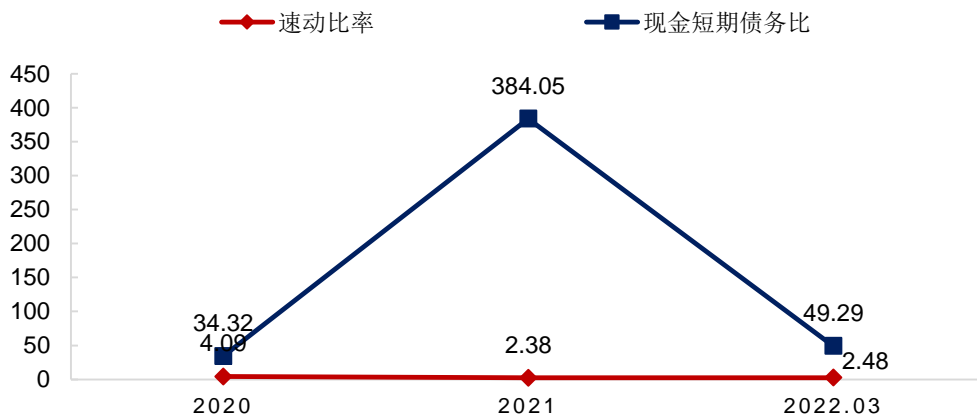
从杠杆状况来看，跟踪期内公司资产负债率变化不大，负债水平仍较低。2021年公司净债务仍为负，EBITDA利息保障倍数较高，整体债务杠杆较低。但公司主营业务位于境外，截至2021年末，外币资产1.57亿元，外币负债4.08亿元，面临较大的外汇波动风险。

表15 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	34.68%	35.76%	34.29%
净债务/EBITDA	-	-0.83	-1.78
EBITDA 利息保障倍数	-	20.26	51.80
总债务/总资本	18.67%	18.64%	23.17%
FFO/净债务	-	-97.11%	-41.10%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及及 2022 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

从公司流动性比率来看，跟踪期内公司速动比率有所下降；2021年末随着应付票据到期支付，公司现金短期债务比大幅提升，2022年3月末现金短期债务比有所下降，公司整体短期偿债指标表现较好，债务负担仍较轻。另外，公司为上市公司，2021年通过非公开发行股票募集资金，融资渠道较为通畅；截至2022年3月末，公司尚未使用的银行授信合计1.97亿元，但公司可抵押资产较多，整体融资弹性尚可。

图 12 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年未经审计的第一季度报告，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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月15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；公司本部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、抗风险能力分析

受宏观经济影响，我国物流业增速波动，近年我国加快物流业固定资产投资，并相继出台多项扶持政策，为物流业发展创造了良好条件，同时外贸进出口总额增长及“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。

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。截至2022年3月末，公司仓储能力合计占甘其毛都口岸现有仓储能力的50%以上，公司业务有区位上的规模效应，从而形成公司核心竞争力，也为公司未来收入、利润提供有力保障。公司将中蒙陆运口岸开发及运营的经验向中亚、非洲等区域复制，2021年公司跨境多式联运综合物流服务收入增长，主焦煤供应链贸易服务毛利率大幅提升。但公司主营业务位于境外，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；2021年受疫情影响，中蒙边境口岸外防输入形势严峻，口岸通关控制较为严格，公司主焦煤无法完成进口及最终销售，主焦煤供应链贸易服务收入下降；公司业务对主要客户及供应商依赖较大，在建项

目规模较大，存在较大的资金需求。从公司偿债能力来看，公司资本实力持续增强，债务以长期为主，偿债指标表现较好。综合来看，公司抗风险能力较好。

九、结论

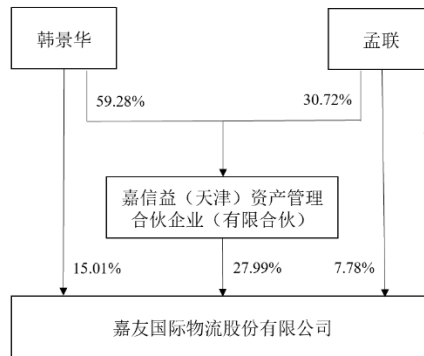
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“嘉友转债”的信用等级为AA-。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	6.00	11.69	17.52	12.57
预付款项	9.22	7.34	1.20	1.23
流动资产合计	24.18	24.22	21.72	17.75
固定资产	5.83	5.94	3.36	1.99
无形资产	11.55	10.79	1.45	0.80
非流动资产合计	22.25	21.34	12.30	6.22
资产总计	46.43	45.56	34.02	23.97
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	4.56	5.15	1.67	1.54
合同负债	2.86	2.89	1.54	0.00
一年内到期的非流动负债	0.04	0.03	0.01	0.14
流动负债合计	9.06	9.36	5.16	4.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	6.77	6.68	6.28	0.00
非流动负债合计	7.04	6.93	6.50	0.10
负债合计	16.10	16.29	11.66	4.62
总债务	6.96	6.71	6.74	0.00
归属于母公司的所有者权益	29.63	28.57	21.65	18.66
营业收入	6.50	38.88	32.81	41.71
净利润	1.08	3.42	3.62	3.46
经营活动产生的现金流量净额	-0.88	-3.25	2.54	3.93
投资活动产生的现金流量净额	-4.96	-4.87	-4.60	4.08
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	3.56	5.55	0.11
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	23.03%	12.61%	15.39%	10.93%
EBITDA 利润率	-	11.90%	14.34%	10.18%
总资产回报率	-	10.33%	14.23%	18.38%
产权比率	53.10%	55.66%	52.18%	23.85%
资产负债率	34.68%	35.76%	34.29%	19.26%
净债务/EBITDA	-	-0.83	-1.78	-2.76
EBITDA 利息保障倍数	-	20.26	51.80	-
总债务/总资本	18.67%	18.64%	23.17%	0.00%
FFO/净债务	-	-97.11%	-41.10%	-25.40%
速动比率	2.48	2.38	4.09	3.71
现金短期债务比	49.29	384.05	34.32	-

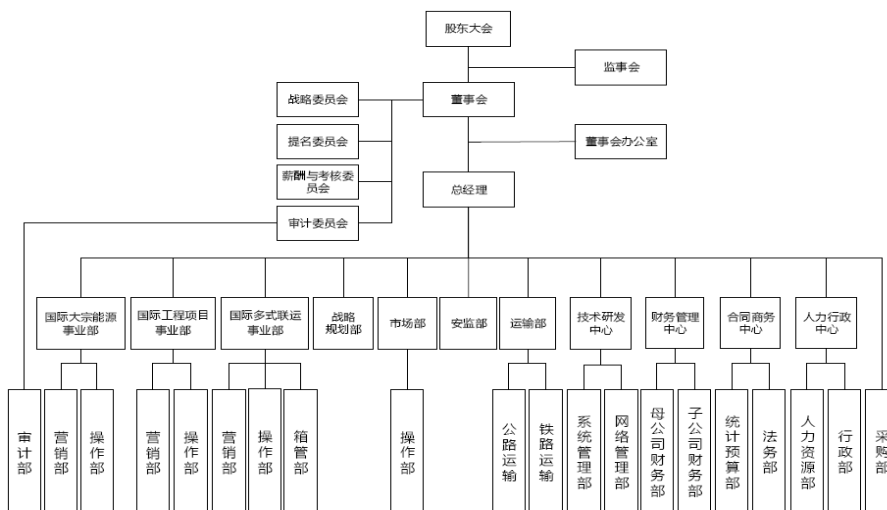
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	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%	以天津港为核心提供跨境多式联运服务以及以物联网、互联网技术应用为核心的网络运输业务。
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	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。
10	嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司	600	100%	以上海港为核心提供跨境多式联运服务，特别是中非、北美及亚太地区。
11	JASN INTERNATIONAL PTE.LTD.	550 万美元	100%	从事中蒙、中亚、中非跨境多式联运服务和相关的贸易业务。
12	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。
13	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。

14	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。
15	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。
16	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，从事跨境多式联运业务，以及以物联网、互联网技术应用为核心的跨境集装箱管理业务。
17	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。
18	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。
19	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。
20	GOLDEN DEER INVESTMENT SARLU（嘉金国际投资管理有 限公司）	3,280 万刚果 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。
21	内蒙古嘉易达矿业有限公司	8,500	100%	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。
22	福建省嘉友国际物流有限公司	2,000	100%	以福建省为中心，继续拓展跨境多式联运业务，为福建省及周边客户提供综合物流操作服务。
23	卡松巴莱萨-萨卡尼亚特许权项 目管理有限公司	1 万美元	100%	刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚特许权项目运营、管理

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	未受限货币资金+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。