

广州市嘉诚国际物流股份有限公司公开发行 行可转换公司债券信用评级报告

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。

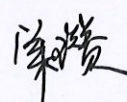
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

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。

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： 

广州市嘉诚国际物流股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-4-15



评级观点

中证鹏元评定广州市嘉诚国际物流股份有限公司（以下简称“嘉诚国际”或“公司”，股票代码为“603535.SH”）本次拟公开发行不超过 8.00 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

- 上述等级的评定是考虑到公司经营模式及技术水平存在一定优势，业务附加值高，资本实力持续增强；同时中证鹏元也关注到行业波动风险，公司对主要客户及供应商存在一定的依赖，供应链分销执行业务受松下影响较大，存在一定的资金压力。

债券概况

发行规模：不超过 8.00 亿元（含）

发行期限：自发行之日起 6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

发行目的：投向“跨境电商智慧物流中心及配套建设”项目及补充流动资金

未来展望

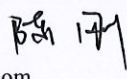
- 公司持续对综合物流业务进行投入，预计公司业务持续性较好，未来随着在建项目的投入运营，营业收入有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

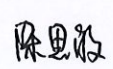
公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	28.37	23.74	20.79
归母所有者权益	20.36	17.42	15.96
总债务	4.46	3.80	2.17
营业收入	12.69	11.51	11.94
EBITDA 利息保障倍数	42.51	310.48	-
净利润	1.83	1.62	1.28
经营活动现金流净额	0.78	1.04	1.95
销售毛利率	26.48%	24.04%	24.27%
EBITDA 利润率	18.97%	18.36%	16.10%
总资产回报率	8.44%	8.74%	7.14%
资产负债率	28.00%	26.36%	22.92%
净债务/EBITDA	-0.25	-0.84	-1.88
总债务/总资本	17.93%	17.85%	11.92%
FFO/净债务	-306.58%	-94.65%	-41.51%
速动比率	1.43	1.75	2.08
现金短期债务比	1.27	1.54	2.81

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈刚 
 cheng@cspengyuan.com

项目组成员：陈思敏 
 chensm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 经营模式及技术水平存在一定优势，业务附加值高。公司的资源整合能力较强，经营模式存在一定优势；自主研发了信息化系统，技术水平存在一定优势；公司专注于综合物流业务，为客户提供定制化物流解决方案及全程供应链一体化综合物流服务，业务附加值高。
- 资本实力持续增强。近年来公司业务持续发展，叠加在资本市场定增募集资金的影响，公司的净资产规模不断上升，2021年末公司净资产为20.43亿元。

关注

- 行业波动风险。近年来公司大力发展跨境电商业务，该业务终端客户较多为境外企业或个人，境外电商物流的目的地为香港及东南亚地区等，若未来受到疫情影响在建项目进度或跨境业务发展不及预期，则会对公司发展产生不利影响。
- 公司对主要客户及供应商存在一定的依赖，供应链分销执行业务受松下影响较大。公司对主要客户及供应商存在一定的依赖，松下产品占供应链分销执行业务收入及成本比例较大，若未来主要客户或供应商经营情况发生不利变化，可能影响公司业绩及持续盈利能力，存在一定的经营风险。
- 存在一定的资金压力。2019-2021年公司经营性净现金流逐年下降，2021年末公司主要在在建的项目尚需投资额较大，公司存在一定的资金压力。

同业比较（单位：亿元）

指标	嘉诚国际	上海雅仕	东方嘉盛	飞力达	原尚股份
总资产	28.37	20.17	44.45	34.30	11.58
营业收入	12.69	16.83	22.94	48.88	4.90
净利润	1.83	1.07	1.89	2.05	0.31
销售毛利率	26.48%	12.54%	13.30%	7.26%	24.86%
资产负债率	28.00%	43.15%	55.92%	55.71%	55.00%

注：1、因上海雅仕、东方嘉盛、飞力达尚未披露2021年度数据，故采用2021年9月末数据或2021年1-9月数据；嘉诚国际、原尚股份为2021年度数据；

2、上海雅仕、东方嘉盛、飞力达和原尚股份分别系上海雅仕投资发展股份有限公司、深圳市东方嘉盛供应链股份有限公司、江苏飞力达国际物流股份有限公司和广东原尚物流股份有限公司的简称。

资料来源：WIND，中证鹏元整理

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	较小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		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	3		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	4		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	优秀	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
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
无	无	-	-	-	无

一、发行主体概况

公司成立于2000年10月24日，前身为广州市嘉诚运输有限公司。2010年10月12日，公司更名为现名，注册资本变更为0.55亿元。2017年8月，公司在上海证券交易所主板上市（股票代码“603535.SH”，简称为“嘉诚国际”），发行人民币普通股（A股）3,760.00万股，共计募集资金5.70亿元，扣除与发行费用有关的费用后，实际募集资金净额为5.25亿元。截至2021年12月31日，公司股本为1.61亿元，控股股东为自然人段容文女士，持有公司31.91%股份，实际控制人为自然人段容文女士、黄艳婷女士、黄平先生、黄艳芸女士，其中段容文系黄艳婷、黄平、黄艳芸的母亲，黄艳婷、黄平、黄艳芸相互之间为兄弟姐妹关系，四位实际控制人已签署《一致行动协议》，共持有公司59.02%的股份，公司前十大股东持有的股份均无被质押或冻结的情形。

表1 截至2021年末公司前十大股东情况

股东名称	持股数量（股）	比例（%）
段容文	51,332,178	31.91
黄艳婷	18,510,831	11.51
黄平	14,372,267	8.93
广东恒尚投资管理有限公司	12,785,000	7.95
黄艳芸	10,725,000	6.67
上海永拓投资管理有限公司—永拓投资久盈1号私募证券投资基金	2,785,857	1.73
上海循理资产管理有限公司—盛源1号私募证券投资基金	2,450,000	1.52
上海循理资产管理有限公司—循理盛源5号私募证券投资基金	2,300,000	1.43
百年人寿保险股份有限公司—传统保险产品	1,199,158	0.75
上海大箏资产管理有限公司—大箏稳健增长1号私募基金	992,800	0.62

资料来源：公司2021年年度报告

公司主要从事综合物流业务、供应链分销执行业务等，业务具体包括为制造业企业提供原材料采购与生产、仓储、配送、产品销售及售后服务等供应链服务以及为电子商务企业提供物流服务。截至2021年末，公司共有12家纳入合并范围的拥有实际控制权的子公司，具体明细见附录三。

二、本期债券概况

债券名称：广州市嘉诚国际物流股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过8.00亿元（含）；

债券期限和利率：6年；票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本期债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公布日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价的较高者，具体初始转股价格由股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。其中，前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前的交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

赎回条款：

（1）到期赎回条款

在期债券期满后 5 个交易日内，公司将以期债券的票面面值或上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本期债券持有人赎回全部未转股的本期债券。具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。

（2）有条件赎回条款

在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

① 在本期债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。

② 当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i：指可转换公司债券当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，转股价格调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

回售条款：

① 有条件回售条款

本期债券最后 2 个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，债券持有人有权将其持有的全部或部分本期债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易

日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续 30 个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本期债券最后 2 个计息年度，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权。

② 附加回售条款

若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下，债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权（当期应计利息的计算方式参见第十一条赎回条款的相关内容）。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东优先配售。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本次可转换公司债券的公告文件中予以披露。本次可转债给予原股东优先配售后的余额及原股东放弃认购优先配售的金额，将通过网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所系统网上发行，余额由主承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额不超过8.00亿元（含），扣除发行费用后，拟用于跨境电商智慧物流中心及配套建设和补充流动资金，具体如下表所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模
跨境电商智慧物流中心及配套建设	67,144.30	57,000.00
补充流动资金	23,000.00	23,000.00
合计	90,144.30	80,000.00

资料来源：公司提供

（一）跨境电商智慧物流中心及配套建设项目基本情况

1、项目概况

本期债券募投项目总投资额6.71亿元，实施主体为公司全资子公司广州市大金供应链管理有限公司，计划建设期24个月。

2、项目建设内容

本期债券的募集资金中5.7亿元公司计划用于建设跨境电商智慧物流中心及配套，项目用地为自有

土地，位于广州南沙区东涌镇骏马大道8号嘉诚国际港园区内，紧靠南沙自贸片区，总建筑面积约为10.27万平方米，项目计划投资金额6.71亿元，其中5.19亿元用于基础设施建设，1.52亿元用于设备及软件购置安装。主要建设内容包括：新建一座智慧物流中心及配套设施、一座配套楼，以及购买设备及软件。该项目建成后，智慧物流中心及配套设施用于开展跨境电商物流服务，配套楼内设有报告厅、展厅、员工宿舍、食堂等；硬件设备包括智能自动分拣设备、智能无人搬运车、自动化货架等，软件系统包括跨境电商全链路信息化系统、智能化仓储设备控制系统等。

目前项目正处于建设期，项目建成后主要收入来自跨境电商物流业务新增收入。

3、项目经济效益评价

根据公司提供的《广州市嘉诚国际物流股份有限公司关于公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，跨境电商智慧物流中心及配套建设项目完全达产当年可实现销售收入5.00亿元，年均税前利润总额1.32亿元，静态投资回收期为5.66年（含建设期，税前），内部收益率为18.91%（税前）。

同时中证鹏元关注到，若未来募投项目进度不及预期或跨境业务发展受到疫情的不利影响，则新增物流中心及配套设施能否充分利用及项目收益能否达到预期存在一定的不确定性。

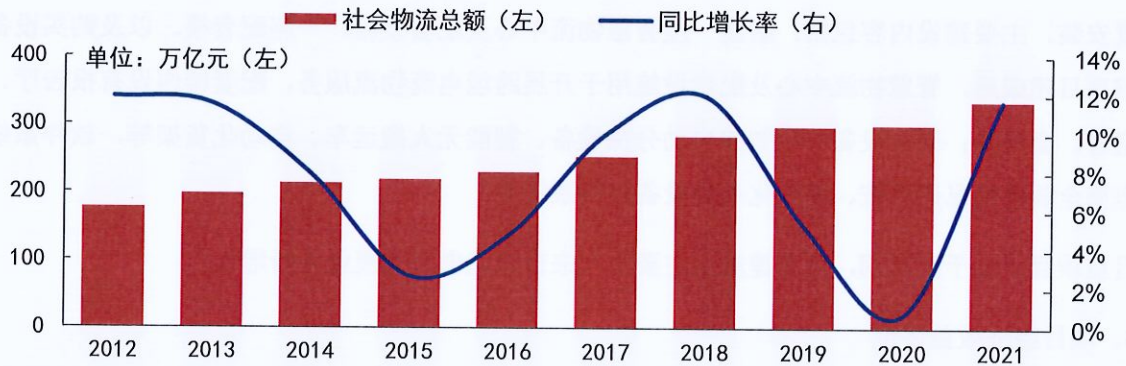
四、运营环境

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。2019-2021年，我国实现国内生产总值99.09万亿元、101.60万亿元和114.37万亿元，分别同比增长6.1%、2.3%和8.1%。2021年全国社会物流总额为335.20万亿元，同比增长11.70%，近年来物流总额增速整体波动较大。其中2012-2015年社会物流总额增速持续下行系由于行业整体处于下行周期，2020年社会物流总额增速大幅下降系物流行业受疫情管控影响，交通不畅所致。

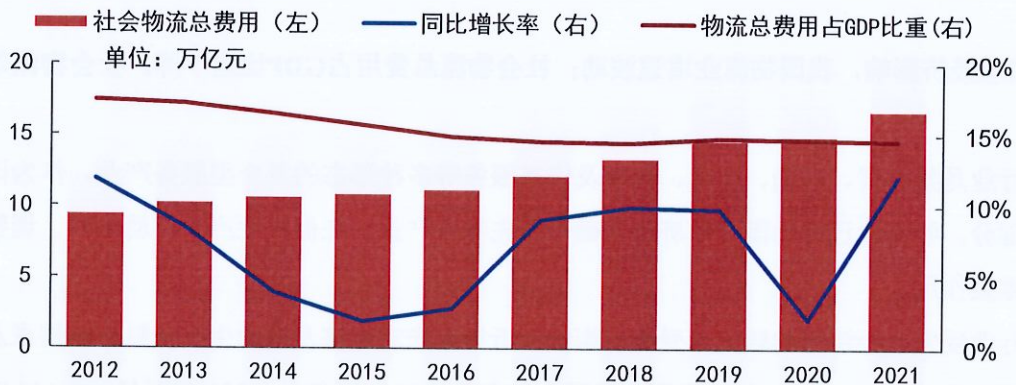
图1 近年来我国物流总额屡创新高，但增速整体波动较大



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。我国社会物流总费用由2012年的9.40万亿元升至2021年的16.70万亿元，而社会物流总费用占GDP的比值由2012年的17.45%降至2021年的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

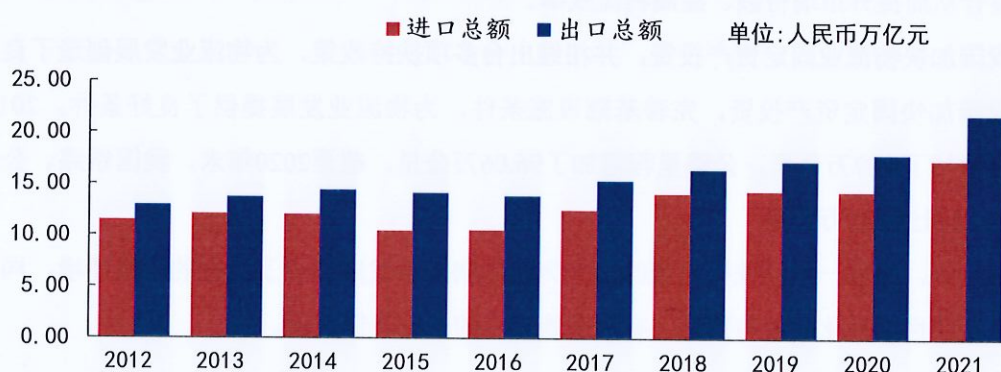
时间	法律法规
2021年8月	《商贸物流高质量发展专项行动计划（2021-2025年）》
2021年3月	《关于加快推动制造业高质量发展的意见》
2020年8月	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》
2020年5月	《关于进一步降低物流成本的实施意见》
2020年4月	《关于当前更好服务稳外贸工作的通知》
2019年11月	《关于推进贸易高质量发展的指导意见》
2019年7月	《国家邮政局关于支持民营快递企业发展的指导意见》
2019年3月	《关于促进跨境电子商务寄递服务高质量发展的若干意见》
2018年12月	《国家物流枢纽布局和建设规划》
2018年12月	《关于推进乡镇运输服务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。

五、公司治理与管理

公司系在上海证券交易所挂牌交易的上市公司，按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规的相关要求以及自身实际情况建立起治理结构和内部控制制度。

公司按照《上市公司治理准则》等法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会及其议事规则，并对董事会和董事、监事会和监事、高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

近年来，公司能够按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，2021年公司召开年度股东大会1次，临时股东大会3次。

公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1人，副董事长1人，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，董事任期为三年，董事任期届满，可连选连任。

公司监事会由3名监事组成，其中股东代表监事2名，职工代表监事1名，监事会中的职工代表由公司职工民主选举产生。监事会设主席一名，由全体监事过半数选举产生，公司监事任期为三年，监事任期届满，连选可以连任。

为规范日常经营活动，公司总部设立了相应的组织结构，管理层下设财务部、技术中心、经营风险

控制部、进出口管理部、国际海运部、品质管理部、供应商管理部等职能部门。

公司董事长段容文女士，曾在广州市宏达运输有限公司任行政部主管，广州市奇天国际物流有限公司、广州市中世实业有限公司等多家公司担任高管，具有较丰富的物流经营及管理经验。黄艳婷女士任公司副董事长，黄平先生任公司董事及总经理，黄艳芸女士任公司董事、副总经理、董事会秘书。从人员构成来看，截至2021年末，公司共有员工1,165人，其中生产人员773人，占比66.35%，学历构成以本科学历为主，本科学历582人，占比49.96%。

表4 截至2021年末公司员工专业和学历结构情况

专业构成	人数(人)	比例
生产人员	773	66.35%
销售人员	110	9.44%
技术人员	128	10.99%
财务人员	46	3.95%
行政人员	108	9.27%
合计	1,165	100.00%
教育程度	人数(人)	比例
硕士及以上	3	0.26%
本科	582	49.96%
大专	210	18.03%
大专以下	370	31.76%
合计	1,165	100.00%

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要为客户提供定制化物流解决方案及全程供应链一体化综合物流服务。公司为制造业企业提供原材料采购与生产、仓储、配送、产品销售及售后服务等供应链服务以及为电子商务企业提供物流服务。公司业务类型主要包括综合物流业务和供应链分销执行业务，而供应链分销执行业务也是以提供综合物流业务为核心。2019-2021年，公司营业收入总体呈上升趋势，其中综合物流业务及供应链分销执行业务合计占公司营业收入的比重分别为97.11%、98.46%和99.49%。

毛利率方面，近年来公司销售毛利率总体呈上升趋势，2020年销售毛利率略有下降主要系供应链分销执行业务受疫情冲击、执行新收入准则，运输费用由销售费用调整为营业成本归集、2020年度公司与“美的”品牌扩大合作，但美的品牌相关商品毛利率较低拉低了整体毛利率导致，2021年毛利率回升系后疫情时期跨境电商行业发展迅速，公司与跨境电商相关的业务发展较快，综合物流收入占比提升所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率

综合物流	7.01	39.52%	5.74	38.75%	5.86	38.60%
供应链分销执行	5.61	10.34%	5.60	9.49%	5.73	10.73%
其他	0.07	13.35%	0.18	7.22%	0.34	5.76%
合计	12.69	26.48%	11.51	24.04%	11.94	24.27%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年来公司业务规模不断扩大，但业务规模扩大对公司的管理及整合能力提出更高要求

公司综合物流业务包括原材料物流、生产物流、成品物流、逆物流和跨境电商物流。其中原材料物流、生产物流、成品物流及逆物流主要为制造业企业服务，在原材料采购阶段公司提供采购物流服务，在生产物料运送过程中提供生产物流服务，在产品销售环节提供成品物流服务，在产品售后环节及生产环节提供逆物流服务。跨境电商物流主要为电商企业服务，公司参与跨境电商的保税仓储、通关、配送、出口退税等全过程。

公司从事的跨境电商物流业务，主要分为进口与出口两大方面。进口物流业务主要在自有物流中心天运物流中心进行；出口物流业务主要在嘉诚国际港进行，目前规模较小。进口业务的主要模式为公司代为办理清关手续，完成货物入库、上架、海关申报、分拣、打包、物流公司揽收等工作。

公司各类物流业务主要为客户提供运输服务、仓储及出入库作业服务。关于运输服务，公司在提供物流相关服务或劳务后，依据在此期间发生的各笔业务信息和与客户约定的报价汇总形成业务对账单提交客户（后附送货签收单及回单明细表等证据资料）并确认收入的实现；关于仓储及出入库作业服务，在提供仓储相关服务或劳务后，依据在此期间发生的各笔业务信息和与客户约定的报价汇总形成业务对账单提交客户并确认收入的实现。

2019-2021年，公司综合物流业务收入占营业收入比例分别为49.10%、49.85%和55.28%，毛利率分别为38.60%、38.75%和39.52%，综合物流业务营业收入及毛利占比较高，是公司最主要的利润来源。

本期债券募投项目为跨境电商智慧物流中心及配套建设，公司大力发展跨境电商物流业务，跨境电商业务终端客户较多为境外企业或个人，境外电商物流的目的地为香港及东南亚地区等，若未来受到疫情影响在建项目进度或跨境业务发展不及预期，则会对公司发展产生不利影响。此外，目前国际政治、经济环境仍存在局部不稳定因素，贸易冲突、贸易政策变化等因素可能对公司主要客户及供应商产生影响，从而影响公司的经营活动。公司跨境电商物流业务还可能面临经营风险、管理风险、海外政治及政策风险、外汇风险等，这对公司的管理及整合能力提出更高要求。

公司供应链分销执行业务规模较大，但盈利能力一般

公司供应链分销执行业务系采取买断销售的形式，向上游产品生产企业采购货品，再将货品转销给下游分销商及散货商，赚取差价。该业务分为直销、经销两类模式。

直销模式下公司根据销售合同或订单安排仓库发货，货物送达并经客户确认签收后，公司确认收入的实现。经销模式可分为包销模式与代销模式，包销模式下公司根据与经销商签订的销售合同、销售订单安排仓库发货，货物送达并经经销商确认签收后，公司确认收入的实现；代销模式下公司根据与经销

商签订的销售合同、销售订单安排发货，经销商向终端客户实现销售后，在约定的结算期内，公司与经销商根据实际向终端客户的销售量及约定单价进行结算，对账无误后公司确认收入的实现。

目前公司供应链分销执行业务销售产品主要是松下产品，包括家用空调、中央空调、环境产品、嵌入式厨房产品、卫浴产品、冰箱、小家电等全系列松下电器，公司已成为松下电器全系列产品在广州、清远、佛山地区的销售代理。

2019-2021年，公司供应链分销执行业务收入占营业收入的分别为48.01%、48.61%和44.21%，业务规模较大，毛利率分别为10.73%、9.49%、10.34%，盈利能力一般。

表6 公司供应链分销执行业务直销与经销占比（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销	1.81	32.23%	1.06	18.88%	1.53	26.64%
经销	3.80	67.77%	4.54	81.12%	4.21	73.36%
合计	5.61	100.00%	5.60	100.00%	5.73	100.00%

资料来源：公司提供

公司自主研发了相关信息系统，经营模式及技术水平存在一定优势，业务附加值高，拥有较为齐全的跨境电商业务资质

公司的资源整合能力较强。公司参与制造业企业原材料采购与生产、配送、销售与售后服务的全程供应链管理，能对物流、商流、信息流和资金流进行合理的设计、规划和控制，从而实现集成协同式供应链管理并获取持续发展的动力。此外，公司自主研发了运输管理系统、仓储管理系统、跨境电商信息系统、关务系统等信息化系统，截至2021年末公司拥有有效发明专利1项，实用新型71项，技术水平存在一定优势，信息化系统具体如下：

（1）运输管理系统（TMS）

公司结合国内车辆及运输现状的特点，凭借自身运输经验和精细化管理要求，将运输需求与现代信息技术结合，自主开发了一套TMS系统，该系统提供上下游的各种管理接口，可构建多功能的运输平台。

（2）仓储管理系统（WMS）

公司为了加速国内物流业务的发展，提供更好的仓储服务，自主开发了WMS系统，并应用于各物流中心，借助准确的数据资源，提高仓储运作效率，强化了总部的管理职能和调度职能。

（3）跨境电商信息系统

公司针对跨境电商项目专门开发了系统，实现了与海关、质检等政府信息系统平台及菜鸟信息系统平台的无缝对接，并且在仓储作业各环节导入了自动分拣、高速称重、高速打印等多种信息化设备，确保进口保税业务的顺利开展。

(4) 关务系统

公司自主研发的关务系统能和跨境电商平台、海关及中国电子口岸系统实现无缝连接。关务系统提高了通关时效及降低通关成本，能提高整个跨境电商物流供应链的响应速度。

与同行业可比公司相比，公司毛利率优势明显，主要系公司专注于附加值较高的综合物流业务，控制基础物流、简单贸易等附加值低的业务的规模所致。

跨境电商业务资质要求较高，公司拥有承接跨境电商物流服务的全部经营资质，具体如附录五所示，如关务资质等，拥有自建的符合运营跨境电商物流所要求的保税及非保税的智慧物流中心、自动化物流设备和物流管理系统，可为跨境电商企业提供智能仓储保管、包裹处理、报关报检、国际海运、空运、末端配送等全链路全程物流服务。

公司客户及供应商集中度逐年下降，但供应链分销执行业务集中度较高

公司主要客户群为制造业企业及电商企业。近年来公司前五名客户收入占全部收入的比重总体呈下降趋势，但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或不再与公司续约，则可能对公司的业务产生不利影响。此外，公司供应链分销执行业务主要销售松下产品，2021年公司销售松下产品的收入占供应链分销执行业务收入比例为83.76%，若家电行业景气度产生波动或松下产品竞争力下降，将会影响相关产品需求量，进而影响公司经营业绩。

表7 公司前五名客户收入金额及占比情况（单位：万元）

时间	客户名称	金额	占比
2021年	万力轮胎股份有限公司	16,385.07	12.91%
	广州松下空调器有限公司	15,848.81	12.49%
	松下-万宝（广州）压缩机有限公司	4,418.79	3.48%
	广州广日物流有限公司	4,104.76	3.23%
	武汉建开工程总承包有限责任公司	4,077.34	3.21%
	合计	44,834.77	35.33%
2020年	广州松下空调器有限公司	13,137.13	11.41%
	北京京东世纪贸易有限公司	8,851.14	7.69%
	万力轮胎股份有限公司	8,363.46	7.26%
	杭州菜鸟供应链管理有限公司	5,347.00	4.64%
	广州广日物流有限公司	3,102.38	2.69%
	合计	38,801.11	33.70%
2019年	广州松下空调器有限公司	16,979.43	14.22%
	万力轮胎股份有限公司	15,886.36	13.30%
	北京京东世纪贸易有限公司	13,142.86	11.01%
	松下万宝（广州）压缩机有限公司	7,625.61	6.39%
	杭州菜鸟供应链管理有限公司	2,954.02	2.47%

合计	56,588.28	47.39%
----	-----------	--------

资料来源：公司提供

公司主要采购的产品为松下产品及外协运输服务。供应商主要为松下集团相关企业及外协第三方运输公司，近年来公司向前五名供应商采购金额及占采购总额的比重逐年下降，但业务对主要供应商存在一定程度的依赖。2021年公司销售松下产品的成本占供应链分销执行业务成本比例为79.99%。

表8 公司向前五名供应商采购金额及占采购总额的的比重（单位：万元）

时间	供应商名称	采购金额	占采购总额的比例
2021年	松下电器(中国)有限公司广州空调分公司	24,588.89	23.88%
	松下电气设备（中国）有限公司	10,161.30	9.87%
	松下家电（中国）有限公司广州分公司	6,109.78	5.93%
	南城县瑞锦物流有限公司	3,208.08	3.11%
	松下家电（中国）有限公司	2,688.83	2.61%
	合计	46,756.88	45.40%
2020年	松下电器(中国)有限公司广州空调分公司	30,461.41	31.33%
	广州盛美卓越电器销售有限公司	5,247.69	5.40%
	松下家电（中国）有限公司广州分公司	4,852.90	4.99%
	南城县瑞锦物流有限公司	4,802.14	4.94%
	江西诚远物流有限公司	3,705.15	3.81%
	合计	49,069.30	50.47%
2019年	松下电器（中国）有限公司	45,495.27	36.97%
	南城县瑞锦物流有限公司	8,098.13	6.58%
	上海出光润滑油贸易有限公司	6,410.06	5.21%
	松下空调设备（中国）有限公司	6,204.99	5.04%
	松下家电（中国）有限公司	6,096.52	4.95%
	合计	72,304.96	58.76%

资料来源：公司提供

公司推行供应链一体化管理，以公司现有的经营模式形成集中服务主要客户的业务格局，大客户过度集中容易使公司产生一定程度的业务依赖，若未来主要客户或供应商因自身经营不善或行业发展速度下滑导致经营情况因发生不利变化，可能影响公司业绩及持续盈利能力，存在一定的经营风险。

公司业务不断扩张，资金需求规模较大，未来资金需求及资金缺口可能进一步上升，存在一定的资金压力

截至2021年末公司在建项目包括本期债券募投项目、嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心、嘉诚国际港二期工程。

嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心位于海南省海口市综合保税区内，建设内容为五层盘道式立体高标仓，总面积为21.33 万平方米。该项目建设成为集离岛免税及岛内居民进口免税消费品等现代仓储中心、制造业全球分拨中心、加工配送中心、商品展览展示中心和电子商务交易中心为一体的大型物

流中心，为公司在海南开展综合物流业务提供支撑，有助于进一步提升公司物流市场竞争力。

嘉诚国际港二期工程位于广州南沙区东涌镇骏马大道8号嘉诚国际港园区内，建设内容为高层仓库、厂房和配套设施，总面积为33.30万平方米。项目建成后，公司自建仓库面积将大幅增加，仓储结构与布局将得到优化，同时能有效降低公司管理成本，提升整体竞争力，同时新增的仓储面积将扩大公司仓储及出入库服务业务、代理报关报检业务和海运业务的规模，增加综合物流业务收入。目前嘉诚国际港（二期）正在进行预验收及试运营工作。

跨境电商智慧物流中心及配套建设项目为本期债券募投项目。

公司在建项目预计总投资25.89亿元，尚需投资15.80亿元，2021年末非受限货币资金、交易性金融资产、其他流动资产中的理财产品合计约4.51亿元，未能覆盖投资缺口，公司资金需求规模较大。

除上述在建项目以外，根据公司公告，公司还将建设大湾区（华南）国际电商港项目、天运国际（海南）数智加工流通中心以及签订了合资设立国际货运航空公司框架协议。

大湾区（华南）国际电商港项目位于广州市番禺区清河东路，项目拟投资23.88亿元，建设内容为集物流中心及流通加工中心、跨境交易展示展览中心、电子商务贸易平台、研发中心等多功能为一体的综合体，总用地面积约9.08万平方米，预计总建筑面积约35.07万平方米。截至2022年3月31日项目进展为已签署框架协议，尚需签订正式投资协议。

天运国际（海南）数智加工流通中心位于海南省洋浦经济开发区保税港区东南角，项目总投资16.01亿元，建设内容为一栋五层环道立体现代化数智加工流通中心和配套设施，规划用地面积约7.7万平方米，总建筑面积约35万平方米。截至2022年3月31日项目进展为已签订投资合作协议并取得土地使用权。

公司与港中旅华贸国际物流股份有限公司（以下简称“华贸物流”）、广州智都投资控股有限公司（以下简称“智都投资”）拟合资设立一家航空公司，经营运作航空物流仓储、运输、国际货运代理等业务。合资公司注册资本为人民币5亿元，其中公司出资人民币2亿元，占合资公司注册资本的40%。截至2022年3月31日项目进展为已签署框架协议。

因相关项目总投资额较大，上述项目及框架协议若能顺利推进所需资金较多，投资缺口大，未来公司资金需求及资金缺口可能会进一步上升，存在一定的资金压力。

表9 截至2021年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心	10.00	0.17	9.83
嘉诚国际港二期工程	9.18	8.62	0.56
跨境电商智慧物流中心及配套建设	6.71	1.30	5.41
合计	25.89	10.09	15.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及经广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2019-2020年公司合并报表范围无变化；2021年公司新设立4家子公司。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共12家，具体如附录三所示。

资产结构与质量

近年来公司资产规模持续快速增长，资产质量尚可，应收账款快速上升

近年来，公司业务持续发展，叠加在资本市场定增募集资金的影响，总资产规模不断上升，2021年末总资产为28.37亿元。资产结构方面，公司资产以非流动资产为主，2021年末非流动资产占总资产比重为54.88%；资产受限情况方面，截至2021年末，公司受限资产账面价值合计0.63亿元，占总资产的比重为2.22%，均为货币资金。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.39	8.42%	5.15	21.67%	4.07	19.60%
交易性金融资产	2.15	7.56%	0.00	0.00%	1.23	5.94%
应收账款	3.98	14.02%	3.23	13.62%	2.19	10.51%
存货	2.12	7.47%	1.75	7.36%	1.78	8.57%
其他流动资产	1.30	4.59%	1.06	4.47%	1.09	5.24%
流动资产合计	12.80	45.12%	12.30	51.79%	11.23	54.00%
固定资产	4.78	16.85%	3.14	13.25%	3.28	15.79%
在建工程	8.37	29.49%	6.58	27.73%	4.46	21.46%
无形资产	1.82	6.40%	1.56	6.55%	1.60	7.68%
非流动资产合计	15.57	54.88%	11.44	48.21%	9.56	46.00%
资产总计	28.37	100.00%	23.74	100.00%	20.79	100.00%

资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，截至2021年末，货币资金余额2.39亿元，其中银行存款1.75亿元，其他货币资金0.63亿元，其他货币资金为存放在境外的款项、票据保证金及保函保证金，其中票据保证金及保函保证金为受限资金。

2019年末公司持有交易性金融资产为债务工具投资，系《上信—海通财富1号集合资金信托计划》，由于该信托计划底层资产违约，公司确认公允价值变动损失0.38亿元，期末交易性金融资产账面价值为1.23亿元。2021年末公司交易性金融资产为浮动收益型银行理财产品及结构性存款，账面价值为2.15亿

元。

应收账款主要由公司日常经营活动产生，近年来公司业务规模上升，应收账款规模快速上升。截至2021年末，应收账款账面余额4.30亿元，一年以内的应收账款余额（含一年）占比91.84%，前五名欠款余额合计1.98亿元，占比46.02%，存在一定的应收账款回款风险。截至2021年末，公司存货账面余额2.12亿元，其中库存商品余额2.02亿元，主要为松下品牌的家电产品。2021年末公司存货规模大幅上升，主要系供应链分销执行业务有所增长，需要更多库存商品周转所致。截至2021年末，公司其他流动资产账面价值1.30亿元，主要为理财产品和待认证、抵扣进项税，理财产品主要为结构性存款。2021年末其他流动资产同比大幅增加主要系公司工程采购款项发生额较多，待认证、抵扣进项税增加。

截至2021年末，公司固定资产账面价值4.78亿元，主要为房屋及建筑物，系公司自有的嘉诚国际港、天运物流中心中的仓库、办公楼等建筑物及相关设施。2021年末，未办妥产权证书的房屋及建筑物账面价值为2.49亿元，系公司自建物流中心嘉诚国际港二期尚未整体竣工验收所致。2021年末公司固定资产账面价值较2020年末大幅增长52.00%，主要系嘉诚国际港二期部分项目完工逐步转为固定资产所致。截至2021年末，公司在建工程为嘉诚国际港二期工程、跨境电商智慧物流中心及配套建设以及嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心，账面价值8.37亿元，近年来持续增长，主要系公司募集资金及自有资金持续投入在建项目所致。公司无形资产主要为土地使用权和软件使用权，2021年末无形资产账面价值1.82亿元，其中土地使用权1.81亿元，均已取得权证且使用未受限。

综上，公司资产规模快速增长，以固定资产、在建工程及应收账款为主，资产质量尚可，2021年末应收款项合计4.43亿元，占总资产的15.60%，对营运资金存在较大占用。

盈利能力

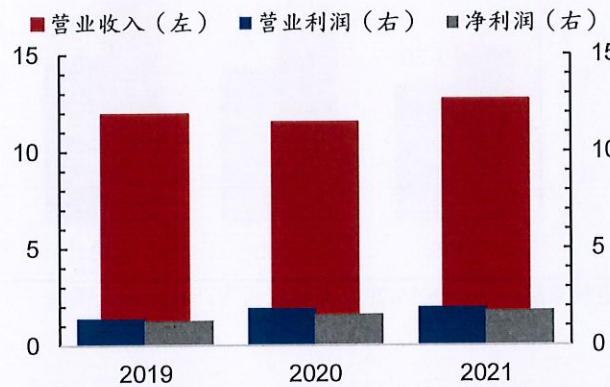
近年来公司营业收入和毛利率总体呈增长趋势，总体盈利水平尚可

公司营业收入主要来源于综合物流业务和供应链分销执行业务。近年来公司营业收入总体增长，2019-2021年营业收入分别为11.94亿元、11.51亿元及12.69亿元。毛利率方面，公司供应链分销执行业务毛利水平较低，且随着供应链贸易业务占公司营业收入的比重增加，2020年公司销售毛利率水平略有下降；2021年公司综合物流业务收入占比上升，销售毛利率随之上升。

投资收益主要来源于公司购买的银行理财产品产生的收益。2021年公司获得投资收益359.48万元。公司期间费用主要为管理费用、销售费用、财务费用和研发费用。近三年公司管理费用率、研发费用率较为平稳；销售费用率分别为4.13%、2.25%和2.57%，2020年销售费用率下降主要系执行新收入准则将运费调整进营业成本以及供应链分销执行业务收入有所下降，职工薪酬也相应减少所致，2021年销售费用率回升主要系供应链分销执行业务促销费用有所增长，业务收入上升职工薪酬同步增长所致。2020-2021年公司财务费用大幅上升主要系公司短期借款上升，利息费用增加所致。受总资产、所有者权益增长和营业收入波动的综合影响，2019-2021年公司总资产回报率有所波动。另外，公司部分跨境业务采

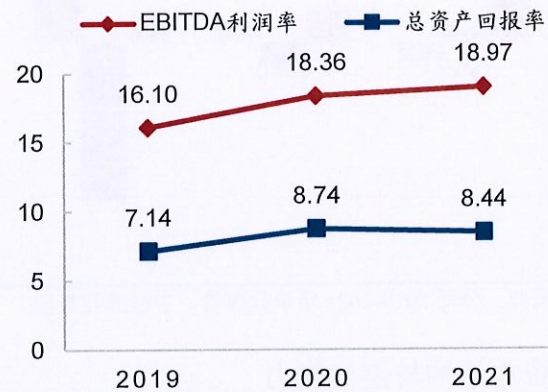
用外币结算，随着公司跨境业务规模的增加及本期债券募投项目的建设、运营，未来公司面临一定的外汇风险。

图4 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，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 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

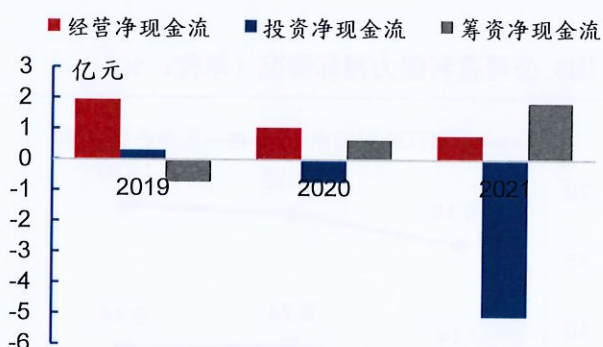
现金流

近年来经营活动现金流均为净流入，经营收现能力呈下降趋势，但表现尚可

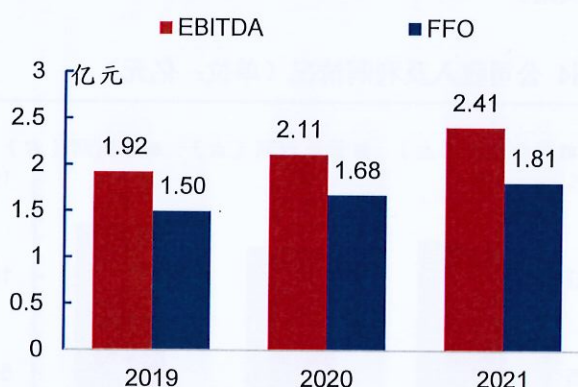
经营活动方面，近年来公司经营收现情况表现尚可，销售商品、提供劳务收到的现金有所波动，经营净现金流持续下降，主要系2020年公司新增客户结算周期较长，2021年公司存货、应收账款增加所致。2020年得益于投资收益增长，2021年得益于公司营业收入增长，公司EBITDA及FFO规模持续增长。近年来公司经营活动现金流均为净流入，2019-2021年公司经营活动现金净流入分别1.95亿元、1.04亿元和0.78亿元。

投资活动方面，2019年公司投资活动现金流表现为净流入，2020-2021年表现为净流出。投资活动现金流入主要为理财产品的赎回及收到其产生的收益，投资活动现金流出主要为购买理财产品、对募投项目进行投入等。

筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金表现为净流出，2020-2021年表现为净流入。2021年公司筹资净现金流大幅上升主要系当年公司银行借款上升及非公开发行股票所致。考虑到公司项目开发建设的资金投入及债务的到期偿付，未来公司仍有一定的资金压力。

图6 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

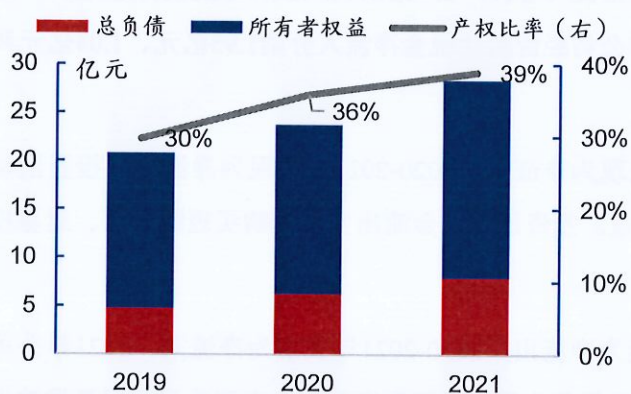
图7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

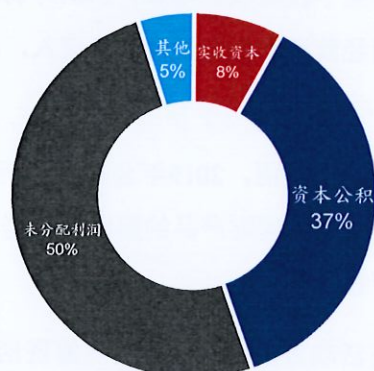
资本结构与偿债能力

公司负债水平较低，近年来负债规模不断上升，未来总负债规模或将会大幅上升

受益于经营积累及非公开发行股票，2019-2021年公司所有者权益不断增长，资本实力持续增强。负债方面，随着公司业务规模扩展，资金需求加大，公司总负债不断上升。综合影响下，2021年末公司产权比率上升至38.90%，所有者权益对负债的保障能力较强。

图8 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图9 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要为流动负债，2021年末流动负债占比94.17%。为满足公司日常经营需要，公司短期借款持续上升，主要为信用借款，2019-2021年末公司短期借款金额为0.00亿元、0.98亿元、1.87亿元。公司应付票据系银行承兑汇票，2020年末大幅增加主要系公司增加了银行承兑汇票结算的比例，2021年末账面金额为2.19亿元。公司应付账款主要系未到结算期的建筑工程款、工程质保金等，2021年末大幅增加主要系嘉诚国际港工程款结算期未到。租赁负债主要系尚未支付的租赁付款额现值。

表11 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

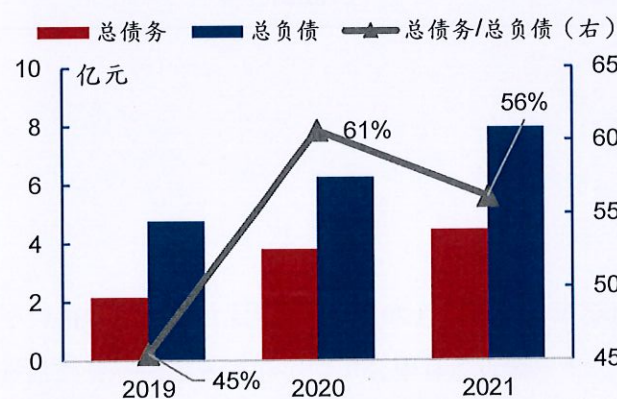
项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.87	23.51%	0.98	15.67%	0.00	0.00%
应付票据	2.19	27.50%	2.82	45.04%	2.17	45.49%
应付账款	2.63	33.07%	1.84	29.46%	2.00	41.87%
流动负债合计	7.48	94.17%	6.02	96.27%	4.55	95.40%
租赁负债	0.24	3.02%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	0.24	3.02%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
负债合计	7.95	100.00%	6.26	100.00%	4.77	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年来，公司项目建设及日常经营需要对资金需求量较大，2018-2020年总债务持续增长。截至2021年末，公司总债务合计为4.46亿元，占同期总负债的56.17%；从融资渠道来看，公司债务以银行承兑汇票、银行借款为主，2021年末总债务中银行承兑汇票占比为48.97%，银行借款占比41.86%；从债务期限结构上看，公司近年来新增总债务以应付账款、短期借款为主。

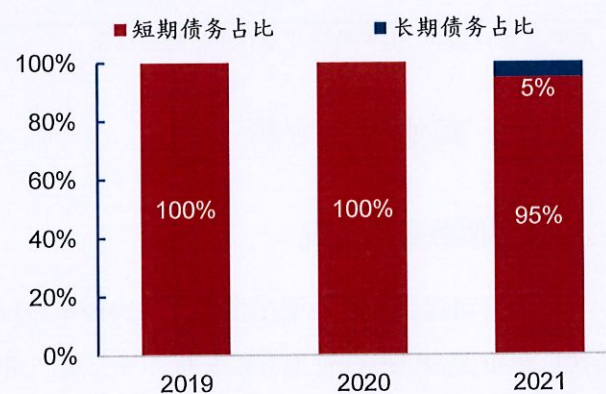
本次可转债成功发行后，公司将会新增应付债券不超过8.00亿元（含），叠加公司在建项目总投资额及尚需投资额较大，未来公司总债务规模将会大幅上升。

图10 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图11 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，近年来公司资产负债率不断上升，主要系公司为满足日常经营需要，新增银行贷款较多，叠加公司增加银行承兑汇票结算的比例，应付票据期末金额上升所致；公司净债务与EBITDA之比不断上升。得益于公司利息费用较低且公司净债务非常小，公司EBITDA利息保障倍数及FFO/净债务表现较好。

表12 公司杠杆状况指标

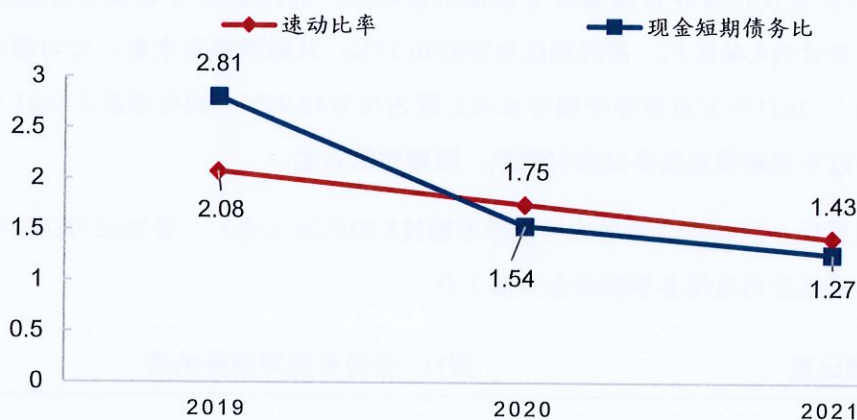
指标名称	2021年	2020年	2019年
资产负债率	28.00%	26.36%	22.92%

净债务/EBITDA	-0.25	-0.84	-1.88
EBITDA 利息保障倍数	42.51	310.48	-
总债务/总资本	17.93%	17.85%	11.92%
FFO/净债务	-306.58%	-94.65%	-41.51%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

短期偿债指标方面，公司短期债务持续上升，速动比率、现金短期债务比持续下降，但公司短期偿债能力仍较强。财务弹性方面，公司与多家商业银行保持合作关系。截至2021年末，公司获得各类金融机构总授信14.30亿元，未使用银行授信额度10.62亿元。

表13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告财务报表

八、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3月23日），公司本部、子公司广州市大金供应链管理有限公司、子公司广州市三景电器设备有限公司均不存在未结清不良类信贷记录。

九、抗风险能力分析

公司主要从事综合物流业务、供应链分销执行业务等，业务具体包括为制造业企业提供原材料采购与生产、仓储、配送、产品销售及售后服务等供应链服务以及为电子商务企业提供物流服务，预计公司业务持续性可持续性较好。

公司是上海证券交易所主板上市交易的上市公司，2017年公司进行首次公开发行股票，扣除与发行费用有关费用后实际募集资金净额为5.25亿元，2021年公司进行非公开发行股票，扣除与发行费用有关费用后实际募集资金净额为1.30亿元，公司资本实力持续增强。

同时中证鹏元关注到，近年公司总债务规模、资产负债率持续增长。截至2021年末公司总债务4.46亿元，同比增长17.48%，95%为短期债务，资产负债率和现金短期债务比分别为28.00%和1.27。本期债券成功发行后，公司最多将会新增应付债券8.00亿元，叠加公司在建项目总投资额及尚需投资额较大，未来公司总债务规模将会大幅上升。

总体来看，公司的抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

首先，本期债券募投项目产生的收益是公司偿债资金的主要来源。根据《广州市嘉诚国际物流股份有限公司关于公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，项目完全达产当年可实现销售收入5.00亿元，年均税前利润总额1.32亿元，静态投资回收期为5.66年（含建设期，税前），内部收益率为18.91%（税前）。同时中证鹏元关注到，若募投项目进度和未来跨境电商行业发展不及预期，电商行业及物流行业政策、国际贸易关系出现不利变化，则新增物流中心及配套设施能否充分利用及项目收益能否达到预期存在一定的不确定性。

其次，授信额度可为偿债资金提供补充。截至2021年末，公司在各金融机构授信总额14.30亿元，未使用银行授信额度10.62亿元。当公司出现资金不足时，有望通过银行以及其他方式融资进行资金周转以偿付到期债务。同时需关注到，若公司经营状况恶化，金融机构可能会终止对公司的贷款授信。

此外，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减轻公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

十、结论

综上，中证鹏元评定广州市嘉诚国际物流股份有限公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

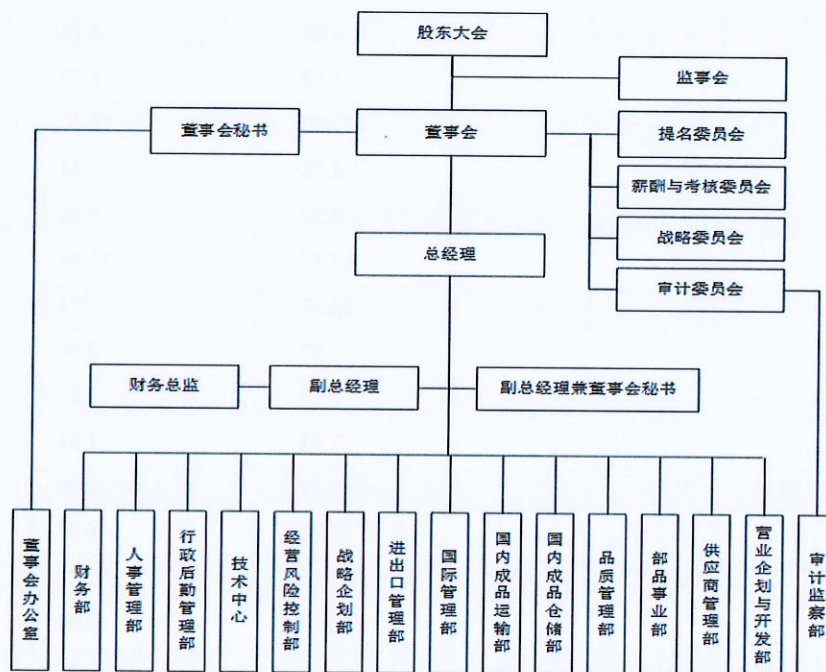
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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	2020年	2019年
货币资金	2.39	5.15	4.07
交易性金融资产	2.15	0.00	1.23
应收账款	3.98	3.23	2.19
存货	2.12	1.75	1.78
流动资产合计	12.80	12.30	11.23
固定资产	4.78	3.14	3.28
在建工程	8.37	6.58	4.46
非流动资产合计	15.57	11.44	9.56
资产总计	28.37	23.74	20.79
短期借款	1.87	0.98	0.00
应付票据	2.19	2.82	2.17
应付账款	2.63	1.84	2.00
一年内到期的非流动负债	0.17	0.00	0.00
流动负债合计	7.48	6.02	4.55
非流动负债合计	0.46	0.23	0.22
租赁负债	0.24	0.00	0.00
负债合计	7.95	6.26	4.77
总债务	4.46	3.80	2.17
归属于母公司的所有者权益	20.36	17.42	15.96
营业收入	12.69	11.51	11.94
净利润	1.83	1.62	1.28
经营活动产生的现金流量净额	0.78	1.04	1.95
投资活动产生的现金流量净额	-5.10	-0.74	0.31
筹资活动产生的现金流量净额	1.84	0.64	-0.72
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	26.48%	24.04%	24.27%
EBITDA 利润率	18.97%	18.36%	16.10%
总资产回报率	8.44%	8.74%	7.14%
产权比率	38.90%	35.79%	29.74%
资产负债率	28.00%	26.36%	22.92%
净债务/EBITDA	-0.25	-0.84	-1.88
EBITDA 利息保障倍数	42.51	310.48	-
总债务/总资本	17.93%	17.85%	11.92%
FFO/净债务	-306.58%	-94.65%	-41.51%
速动比率	1.43	1.75	2.08
现金短期债务比	1.27	1.54	2.81

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
北京市松天供应链管理有限公司	1,000.00	100.00%	供应链管理业务和松下品牌的家用电器的销售
天运国际物流（广州）有限公司	1,000.00 (万美元)	100.00%	代理采购、报关等保税物流业
广州市奇天国际物流有限公司	500.00	68.00%	日化产品的供应链管理服务
广州市天运科技发展有限公司	1,000.00	100.00%	空调器配件等零部件的组装加工、电子元器件销售业务
广州市三景电器设备有限公司	1,000.00	100.00%	供应链分销执行业务
上海三田供应链管理有限公司	500.00	100.00%	仓储、代理业务
嘉诚环球集团有限公司	6,761.81 (万港币)	100.00%	运输及代理业务
广州市大金供应链管理有限公司	89,000.00	100.00%	供应链管理业务
嘉诚国际科技供应链（海南）有限公司	10,000.00 (万美元)	100.00%	代理采购、报关等保税物流业
天运国际科技供应链（海南）有限公司	10,000.00 (万美元)	100.00%	代理采购、报关等保税物流业
高岛屋（海南）科技发展控股有限公司	5,000.00	100.00%	供应链分销执行业务
湖北枫田科技发展有限公司	1,000.00	100.00%	供应链分销执行业务

资料来源：公司提供

附录四 2021 年末公司取得的主要资质情况

许可证名称	所属公司	登记编码/备案编号	发证机关	登记日期	有效期限
道路运输经营许可证	嘉诚国际	粤交运管许可穗字 440100002849 号	广州市番禺区交通管理总站	2021.12.23	2025.12.31
海关进出口货物收发货人备案	嘉诚国际	海关注册编码: 4423962226 检验检疫备案号: 4424603619	中华人民共和国番禺海关	2020.10.15	长期
对外贸易经营者备案登记表	嘉诚国际	03638526	广州市商务委员会	2017.11.16	-
国际货运代理企业备案表	嘉诚国际	10049464	广州市商务委员会	2017.11.16	-
广东省水路运输业务备案证明	嘉诚国际	GD201911263417	广东省交通运输厅	2019.11.26	-
高新技术企业证书	嘉诚国际	GR201944005025	广东省税务局、财政厅、科学技术厅	2019.12.02	2022.12.02
ISO9001 质量管理体系认证证书	嘉诚国际	04919Q01308R3M	广东质检中诚认证有限公司	2019.08.07	2022.08.06
认证企业证书 (高级认证企业)	嘉诚国际	725023584002	中华人民共和国广州海关	2021.03.29	-
海关进出口货物收发货人备案	天运科技	海关注册编码: 4423960693 检验检疫备案号: 4424601933	中华人民共和国番禺海关	2021.02.02	长期
对外贸易经营者备案登记表	天运科技	04850720	广州市商务委员会	2021.01.26	-
海关报关单位注册登记证书	天运科技	4423960693	中华人民共和国番禺海关	2008.10.27	长期
自理报检企业备案	天运科技	4424601933	中华人民共和国番禺出入境检验检疫局	2014.9.12	-
道路运输经营许可证	奇天物流	粤交运管许可穗字 440100107766 号	广州市越秀区交通管理总站	2021.08.06	2025.08.02
国际货运代理企业备案表	奇天物流	00063241	广州市商务委员会	2015.09.17	-
广东省水路运输业务备案证明	天运物流	GD201906103168	广东省交通运输厅	2019.06.10	-
出入境检验检疫报检企业备案表	天运物流	4434600180	中华人民共和国广东出入境检验检疫局	2016.06.21	-
报关企业报关注册登记证书	天运物流	443063K001	中华人民共和国南沙海关	2021.06.02	长期有效
AEO 认证企业证书	天运物流	683289666001	中华人民共和国广州海关	2012.12.06	-
道路运输经营许可证	天运物流	粤交运管许可穗字 440100135903 号	广州市南沙区交通运输局	2020.12.30	2024.12.29
无船承运业务备案	天运物流	业务流水号为: GD201906103168	广东省水路信息网	2019.6.10	-

建筑企业资质证书	三景 电器	D344177614	广州市住房和城乡建设委员会	2017.10.22	2022.10.22
对外贸易经营者备案登记表	三田 供应链	03296073	上海对外贸易经济合作局	2019.07.19	-
海关进出口货物收发货人备案	三田 供应链	海关编码: 3116660096 检验检疫备案号: 3100651594	中华人民共和国洋 山海关	2019.08.27	-
报关单位注册登记证书	嘉诚 海南	海关注册编码: 460163K001 检验检疫备案号: 4600410205	中华人民共和国马 村港海关	2021.01.27	长期
进口单位名录登记	嘉诚 海南	XK2021012800000273	国家外汇管理局海 南省分局	2021.02.03	-
无船承运业务备案	嘉诚 海南	申请信息编号: 200000225275	海南省港航管理局	2021.02.01	-
国际货运代理企业备案及海关 进出口货物收发货人备案(含 报关报检资质)	嘉诚 海南	-	海南一照通服务平 台	2021.01.22	-
对外贸易经营者备案登记表	大金 供应链	04858638	广州南沙经济技术 开发区行政审批局	2021.04.07	-
海关进出口货物收发货人备案	大金 供应链	海关编码: 44309653M2 检验检疫备案号: 4484500319	中华人民共和国南 沙海关	2021.04.08	长期

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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类型	其他股份有限公司(非上市)
住所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成立日期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

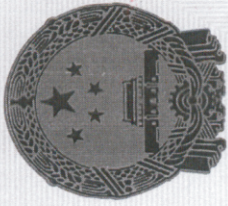
**此复印件仅供
嘉诚国际使用
再复印无效**



登记机关



2018年11月08日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

此复印件仅供
嘉诚国际
再复印无效


SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	陈刚	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030218100001	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2018-10-14			

6-10-36

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030218100001	2018-10-14	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	



SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	陈思敏	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030221050004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2021-05-25			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
S0380118060022	2018-06-25	万和证券股份有限公司	一般证券业务	离职注销	2020-11-09
R0030221050004	2021-05-25	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	