



2022年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2023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：

2022年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 2023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
嘉诚转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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 603535.SH）综合物流经营模式存在一定优势，主要客户资质良好，嘉诚国际港（二期）的投入使用有助于公司发展。同时中证鹏元也关注到公司个别小客户经营困难，未来仍需关注应收账款回收情况，2022年末公司应收账款规模有所增长，公司客户集中度较高。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	38.62	38.18	28.37	23.74
归母所有者权益	23.24	23.01	20.36	17.42
总债务	11.79	11.11	4.46	3.80
营业收入	2.91	12.78	12.69	11.51
净利润	0.43	1.71	1.83	1.62
经营活动现金流净额	0.18	1.72	0.78	1.04
净债务/EBITDA	--	-0.26	-0.31	-0.84
EBITDA 利息保障倍数	--	13.03	42.51	310.48
总债务/总资本	34.69%	33.59%	17.93%	17.85%
FFO/净债务	--	-292.45%	-253.99%	-97.21%
EBITDA 利润率	--	20.18%	18.97%	18.36%
总资产回报率	--	6.21%	8.44%	8.74%
速动比率	2.23	2.25	1.43	1.75
现金短期债务比	3.16	3.88	1.31	1.54
销售毛利率	26.77%	26.28%	26.48%	24.04%
资产负债率	39.65%	39.56%	28.00%	26.36%

注：公司 2020-2022 年净债务均为负数。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表。

评级日期

2023 年 5 月 29 日

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

- **公司综合物流经营模式存在一定优势，主要客户资质良好。**公司为制造业企业提供的全程供应链一体化综合物流服务，主要为规模大、实力强的客户提供全面的物流服务，相对于仅提供基础物流服务的物流企业在经营模式上存在一定优势，业务附加值高。跟踪期内，公司与主要客户松下电器、万力轮胎、菜鸟系企业等合作关系稳定，营业收入和毛利率基本与上年持平。
- **嘉诚国际港（二期）的投入使用有助于公司发展。**随着自有物流中心嘉诚国际港（二期）的投入使用，公司自有仓库面积大幅提升，未来可满足更多客户的仓储及需求，有助于增强公司业务能力、降低租金成本。

关注

- **公司个别小客户经营困难，未来仍需关注应收账款回收情况，2022年末公司应收账款规模有所增长。**公司对广东鹏锦实业有限公司（以下简称“鹏锦实业”）、恒大集团、国美电器等经营困难客户已单项计提坏账准备，余额共0.21亿元，账龄3年以上的应收账款余额共0.12亿元，上述应收账款尚未足额计提坏账准备。
- **公司客户集中度较高。**公司各业务客户集中度均较高，大客户过度集中容易使公司产生业务依赖，当与大客户无法续签业务合同时，可能影响公司业绩及持续盈利能力，存在一定的经营风险。

未来展望

- 公司专注于综合物流业务及供应链分销执行业务，主要客户资质保持良好，业务具有一定持续性。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

同业比较（单位：亿元）

指标	上海雅仕	东方嘉盛	飞力达	原尚股份	嘉诚国际
总资产	21.42	43.08	37.00	13.29	38.18
营业收入	30.88	28.30	67.72	5.19	12.78
净利润	1.51	1.68	1.23	0.38	1.71
销售毛利率	13.62%	12.73%	6.84%	22.82%	26.28%
资产负债率	39.58%	50.58%	53.65%	47.73%	39.56%

注：以上数据均为2022年末或年度财务指标。

资料来源：iFinD，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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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-/嘉诚转债	2022-4-15	陈刚、陈思敏	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

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
嘉诚转债	8.00	8.00	2022-4-15	2028-8-31

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2022年9月发行6年期8.00亿元可转换公司债券，募集资金计划用于跨境电商智慧物流中心及配套建设、补充流动资金。截至2022年12月31日，嘉诚转债募集资金专项账户余额为1,544,667.68元，募集资金账户余额较少主要系公司将闲置资金购买理财和定期存款所致。

三、发行主体概况

2022年，公司控股股东及实际控制人未发生变化。截至2023年3月末，控股股东仍为自然人段容文女士，持有公司31.91%股份，实际控制人仍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。2022年，公司实施资本公积转增股本，公司注册资本及实收资本均增至2.33亿元。

2022年公司合并报表范围新增子公司1家，无减少子公司，共有子公司13家。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
嘉诚国际网络科技供应链（三亚）有限公司	100%	10,000 万美元	物流业务	新设

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上

升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业及区域经济环境

受宏观经济影响，我国物流业增速波动较大；社会物流总费用占GDP比重较为稳定，社会物流效率没有明显变化

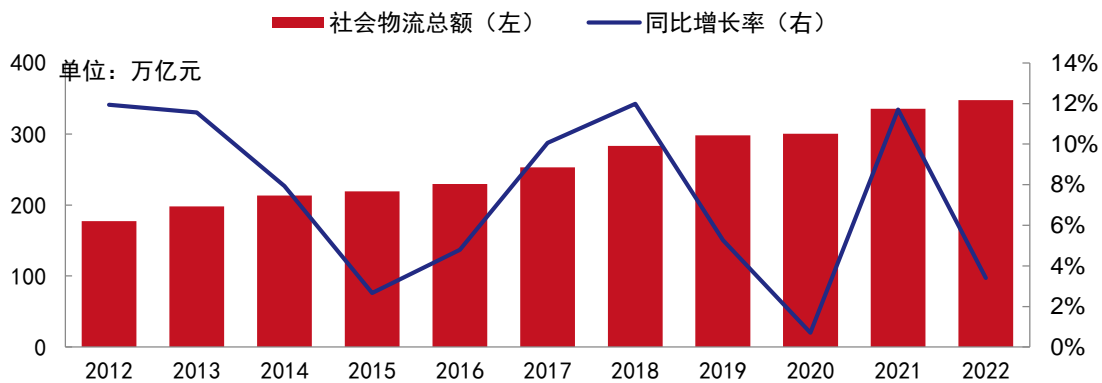
物流行业是集商贸、运输、仓储、代理及信息服务等多种形态的复合型服务产业。作为国民经济的重要组成部分，物流业已成为国民经济的基础性及先导性产业，在促进生产、拉动消费、调整结构等方面发挥着重要作用。

物流行业受宏观经济影响较大。因外部环境影响，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波动较大。2022年全国社会物流总额为347.60万亿元，按可比价格计算，同比增长3.40%。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、2022年社会物流总额增速大幅下降系由于外部环境影响导致物流行业交通不畅所致。

从构成上看，工业品物流系社会物流总额的主要组成部分及主要增长来源，2022年工业品物流总额为309.2万亿元，按可比价格计算，同比增长3.6%；农产品物流总额5.3万亿元，同比增长4.1%；2022年再生资源物流总额同比增长18.5%，主要系2021年以来，我国坚定贯彻双碳战略，先后发布多项重大环保政策，对“十四五”期间我国环境指标提出更高的指标要求，带动再生领域物流需求实现较高增长；单位与居民物品物流总额12.0万亿元，增长3.4%，主要系受外部环境影响，电商物流快速增长，对单位

与居民物品物流总额增长的贡献较大；2022年进口货物物流受外部环境影响较大，总额为18.1万亿元，同比下降4.6%。

图1 近年来我国物流总额屡创新高，但增速波动较大



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2022年度中国物流企业50强排名，上榜的50强物流企业2021年物流业务收入合计1.94万亿元，同期物流业总收入11.90万亿元，2021年50强物流企业物流业务收入占全行业的收入比重仅为16.30%，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。

国家持续出台扶持政策支持物流企业发展

此外，我国多种运输方式通道持续畅通，首个专业货运枢纽机场已建成投运；骨干冷链物流基地、示范物流园区、城市配送中心等领域短板加速补齐，大力建设规模以上物流园区、国家骨干冷链物流基地、县级电商公共服务中心以及物流配送中心。

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。

从减税降费层面看，2022年相关部门出台一系列支持政策。政府出台了1,000亿元交通物流专项再贷款、贷款延期还本付息、社保缓缴、收费公路货车通行费减免等多项涉物流业的助企纾困政策；金融机构积极响应国家号召为物流企业提供金融服务优惠政策，对货运司机等群体相关贷款应延尽延，有效满足物流行业的融资需求，缓解了物流行业的资金压力。

表2 2022 年我国新增物流行业政策法规情况+

时间	相关政策
2022 年 12 月	《“十四五”现代物流发展规划》
2022 年 11 月	《国务院关于同意在廊坊等 33 个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》
2022 年 11 月	《关于做好 2022 年国家物流枢纽建设工作的通知》
2022 年 10 月	《关于加快建设国家综合立体交通网主骨架的意见》
2022 年 10 月	《关于印发<交通运输智慧物流标准体系建设指南>的通知》
2022 年 9 月	《关于做好阶段性减免收费公路货车通行费有关工作的通知》
2022 年 7 月	《国家公路网规划》
2022 年 7 月	《关于支持国家综合货运枢纽补链强链的通知》
2022 年 5 月	《关于做好 2022 年降成本重点工作的通知》
2022 年 5 月	《加力帮扶中小微企业纾困解难若干措施》
2022 年 4 月	《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》
2022 年 4 月	全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议部署十项重要举措
2022 年 4 月	《关于切实做好货运物流保通保畅工作的通知》
2022 年 2 月	《关于做好交通运输业助企纾困扶持政策落实工作的通知》

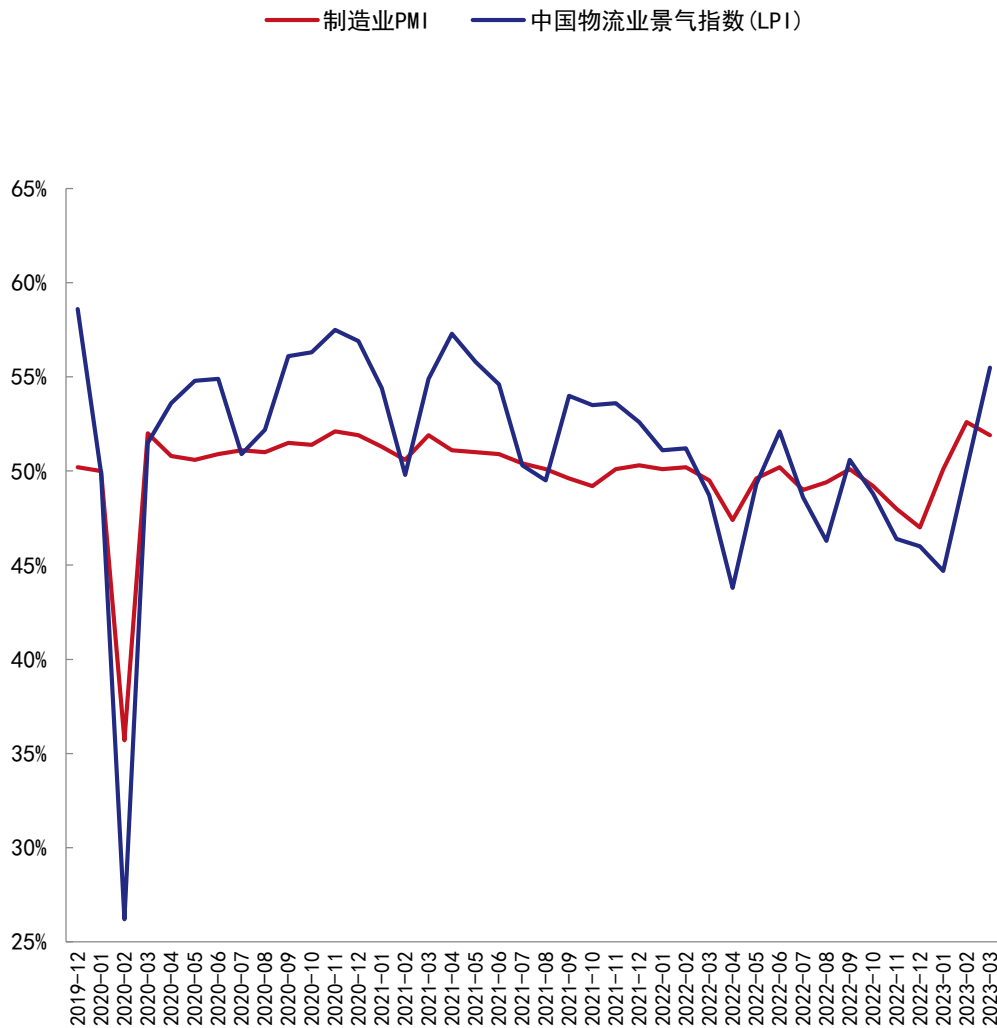
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

制造业回暖带动物流行业恢复，跨境电商行业交易规模增速或将进一步下降，跨境电商物流需求可能受到影响

外部环境的影响一方面压制了制造业企业的生产，另一方面也对社会物流造成了阻碍，制造业物流行业受到较大冲击。外部环境影响减弱、社会生产恢复正常后，我国复苏趋势向好，制造业PMI上升至2023年2月末的52.60%，已创下十年来的新高，3月末为51.90%，仍处于高位。

制造业的回暖促进了物流行业的恢复，2023年3月份中国物流业景气指数为55.5%，分项指数全面上升，其中业务总量指数、新订单指数、库存周转次数指数、资金周转率指数和主营业务利润指数等企业运营指标较2023年初明显上升。

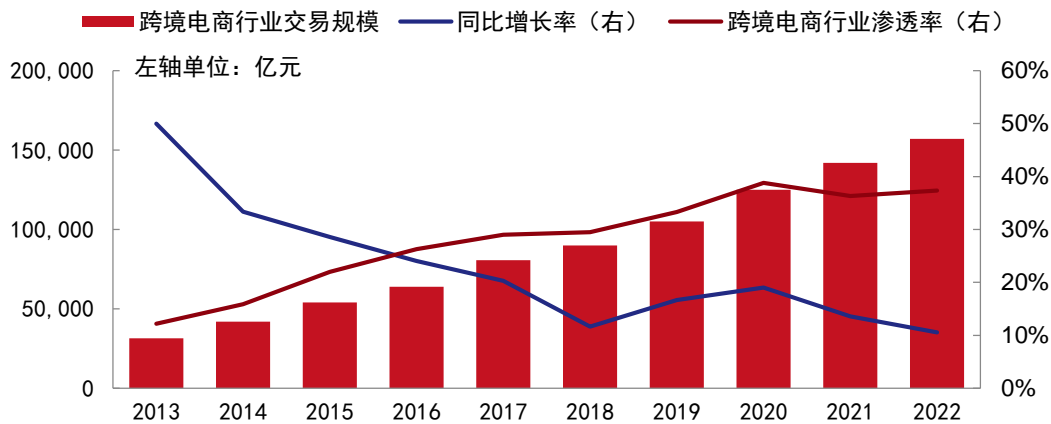
指标的上升反映出2023年我国供应链上下游在外部环境影响减弱、国家政策大力支持的大环境下，活跃程度有所上升，商品流通亦有所加快。物流行业有望在充分受益于经济复苏反弹及制造业回暖的趋势下，迎来新的发展。

图2 制造业回暖带动物流行业恢复


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

跨境电商物流行业受制于跨境电商市场增速的减缓，需求可能受到影响。2013-2022 年这十年间，跨境电商发展迅猛，全国各地政府均高度重视跨境电商发展，跨境电商行业交易规模持续上升。但自 2020 年以来，跨境电商从高速发展期逐渐转变为调整期，交易规模增速从 2020 年的 19.04% 下降至 2022 年的 10.56%，已创下十年来增速的新低。随着外部环境影响的减弱，人们可从更多渠道获取境外商品；跨境电商市场经过近十年的快速增长，2022 年交易规模已达 15.7 万亿元人民币，是 2013 年的 4.98 倍，叠加近年来跨境电商行业渗透率¹趋于稳定，跨境电商市场或已逐渐饱和，2023 年跨境市场交易规模增速或将进一步下降。跨境电商物流行业受制于跨境电商市场增速的减缓，需求可能受到影响。

¹ 跨境电商行业渗透率=跨境电商行业交易规模/当年我国贸易进出口总额*100%

图3 自 2020 年起，跨境电商行业交易规模增速持续下降


资料来源：网经社电子商务研究中心，iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要业务仍围绕综合物流及供应链分销执行开展，综合物流业务的经营模式业务附加值高，存在一定竞争优势，主要合作客户资质保持良好，2022年经营保持稳定

公司主要是为制造业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，以及为电子商务企业特别是跨境电商企业提供个性化全链路物流服务。相对于仅提供基础物流服务的物流企业，公司在经营模式上存在一定优势，业务附加值高。

2022年公司主营业务未发生变化，实现营业收入12.78亿元，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均超过99%。毛利率方面，2022年公司销售毛利率为26.28%，与上年基本持平。

表3 公司构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
综合物流	6.53	51.12%	41.24%	7.01	55.28%	39.52%
供应链分销执行	6.21	48.61%	10.56%	5.61	44.21%	10.34%
其他	0.03	0.27%	23.54%	0.07	0.51%	13.35%
合计	12.78	100.00%	26.28%	12.69	100.00%	26.48%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

受外部环境影响，公司综合物流业务规模有所缩小，嘉诚国际港（二期）的基本完工有助于降低租金成本，需关注仓库利用率情况

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。出口业务的主要模式为公司完成国内揽件、货物出入库、仓储、分拣、出口地及进口地关务、报检等服务，并通过信息系统与电商平台、海关、第三方支付平台及各物流运输公司进行信息化自动对接，并反馈给跨境电商买卖双方。

2022年，公司实现综合物流收入6.53亿元，较2021年有所下降，主要系当年受外部环境影响所致，毛利率有所上升，主要是当年嘉诚国际港（二期）投入使用，公司将部分租赁仓库退租，租金成本下降所致。

公司自有仓库包括天运物流中心及嘉诚国际港（二期）。其中天运物流中心位于南沙保税区内，仓储物流面积约为12万平方米，目前主要用于菜鸟旗下企业进行跨境电商进口物流业务，小部分用于为希音公司（shein）提供仓储服务。嘉诚国际港（二期）、（三期）合计仓储物流面积约为52.49万平方米，二期共有5层，现已基本完工，其中1-4层已投入使用，1层计划用于建设汽车零部件物流中心，2层及3层部分空间用于为松下电器进行制造业物流服务，3层剩余空间及4层用于为菜鸟旗下企业及其他电商平台提供跨境电商出口物流业务。随着嘉诚国际港（二期）投入使用，公司自有仓库面积大幅提升，未来可满足更多客户的仓储及需求，有助于增强公司业务能力、降低租金成本，

嘉诚转债募投项目跨境电商智慧物流中心及配套建设预计总投资6.71亿元，截至2022年末累计已投资2.18亿元，目前仍在建设中。此外，公司位于海南省洋浦经济开发区的天运国际（海南）数智加工流通中心已取得土地使用权，位于海南省海口市的嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心预计将于2023年内完成主体部分。考虑到目前物流行业仍处于恢复期，跨境电商市场交易规模增长率有所下降，未来需关注仓库利用率情况。

公司供应链分销执行业务规模有所上升，盈利情况较为稳定，但未来仍需关注应收账款回收情况

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。

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，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。2022年，公司供应链分销执行业务收入实现营业收入6.21亿元，收入规模及占营业收入占比均有所上升，毛利率较为稳定。由于2022年松下电器销量上升叠加公司去库存减少采购量，供应链分销执行业务形成的库存商品有所下降。

中证鹏元关注到，2022年末，公司供应链分销执行业务存在对鹏锦实业、恒大集团、国美电器等经营困难客户的应收账款，此类客户已单项计提坏账准备，账面余额共0.21亿元，上述应收账款尚未足额计提坏账准备，未来仍需关注应收账款回收情况。

公司客户集中度较高，容易产生对大客户的业务依赖

公司主要客户群仍为万力轮胎、松下电器等制造业企业及菜鸟等电商企业。2022年公司前五大客户销售占比为40.38%，客户集中度有所上升且仍然较高。综合物流业务客户集中度较高系由于公司主要面向大型制造类企业提供供应链一体化综合物流服务，并不广泛承接基础物流业务，此种经营模式容易形成集中服务主要客户的业务格局。此外，公司跨境电商物流服务发展迅速，主要是与菜鸟系客户合作较多，供应链分销执行业务主要进行松下产品的采购与销售。

总体而言，公司各业务客户集中度均较高，大客户过度集中容易使公司产生业务依赖，当与大客户无法续签业务合同时，可能影响公司业绩及持续盈利能力，存在一定的经营风险。

公司主要采购的产品为松下产品及外协运输服务。供应商仍主要为松下电器相关企业及外协第三方运输公司，2022年公司向前五名供应商采购额5.23亿元，占年度采购总额53.53%，前五名供应商采购金额及占采购总额的比重均有所上升，业务对主要供应商存在一定程度的依赖。

公司推行供应链一体化管理，以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。

六、财务分析

财务分析基础说明

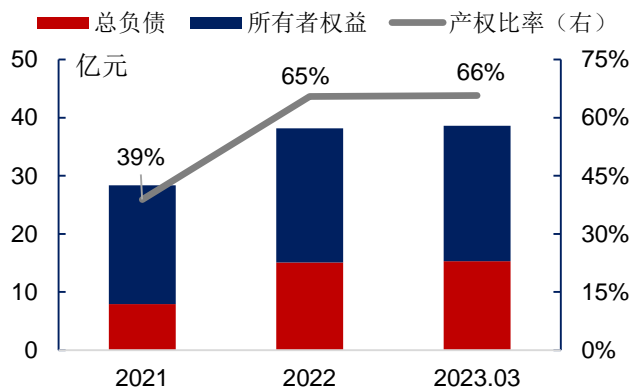
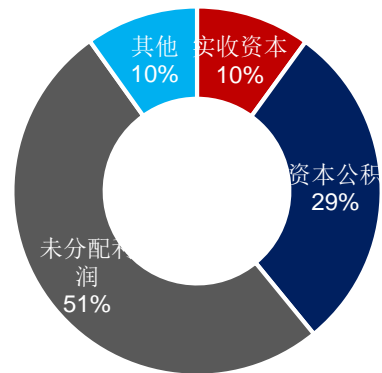
以下分析基于公司提供的经广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2022年公司新设立1家子公司。截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共13家，具体如附录三所示。

资本实力与资产质量

公司资本实力有所增强，资产规模持续扩大，现金类资产相对充裕，需关注应收账款回收情况

得益于2022年公司成功发行8.00亿元嘉诚转债及利润积累，期末公司其他权益工具增长1.12亿元，未分配利润增长1.37亿元，所有者权益规模同比增长12.97%。受应付债券增长影响，2022年末产权比率上升至65.44%。

图 4 公司资本结构

图 5 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受发行嘉诚转债及经营规模扩张影响，2022 年公司总资产规模同比增长 34.56%，从资产构成看，货币资金、应收账款、固定资产及在建工程占比较大。

流动资产方面，截至 2022 年末，公司货币资金主要包括银行存款 8.68 亿元及其他货币资金 0.38 亿元，其他货币资金系票据保证金，受限资金占货币资金比例较小。

公司应收账款规模持续增长，账龄主要在 1 年以内，其中对鹏锦实业、恒大集团、国美电器等经营困难客户已单项计提坏账准备，账面余额共 0.21 亿元，账龄 3 年以上的应收账款余额共 0.12 亿元，上述应收账款尚未足额计提坏账准备。此外，公司应收账款周转率从 2021 年的 3.52 次下降至 2022 年的 3.06 次，未来仍需关注应收账款回收情况。从应收账款集中度来看，前五大应收对象余额合计 2.42 亿元，占比 49.97%。

公司存货主要系供应链分销执行业务代理销售的各类松下品牌电器，由于 2022 年松下电器销量上升且当年采购量下降，公司存货规模有所下降。公司交易性金融资产系使用闲置资金购买的理财产品及结构性存款。

非流动资产方面，固定资产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，2022 年末大幅上升主要系嘉诚国际港部分区域达到预计使用状态转入固定资产所致。在建工程当年有所下降，主要系嘉诚国际港部分转固所致，2022 年嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心建设较快，账面价值大幅上升。无形资产有所上升，主要系当年公司购入位于洋浦经济开发区的土地所致。

截至 2022 年末，公司受限资产均为货币资金中的票据保证金，受限资产规模较小。

整体来看，受发行可转换公司债券及经营规模扩张影响，公司资本实力不断增强，资产规模持续扩大，需关注应收账款回收风险。

表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

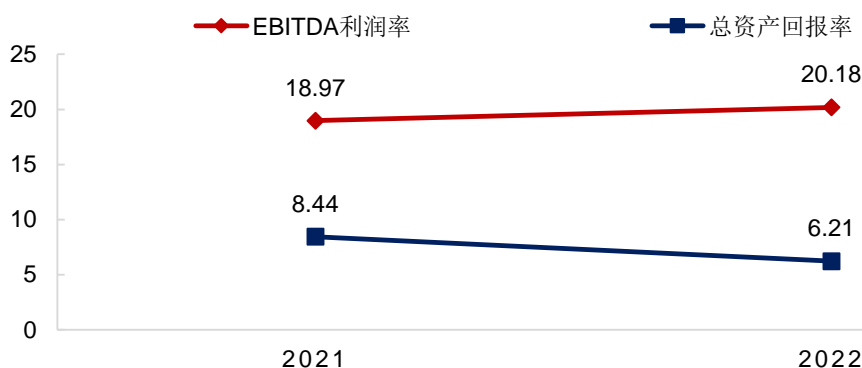
项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.37	19.08%	9.06	23.74%	2.39	8.42%
应收账款	4.59	11.90%	4.38	11.47%	3.98	14.02%
存货	0.90	2.34%	1.28	3.35%	2.12	7.47%
交易性金融资产	3.62	9.37%	2.51	6.56%	2.15	7.56%
流动资产合计	18.66	48.30%	18.85	49.37%	12.80	45.12%
固定资产	10.37	26.85%	10.45	27.38%	4.78	16.85%
在建工程	6.94	17.97%	6.20	16.23%	8.37	29.49%
无形资产	2.19	5.67%	2.21	5.78%	1.82	6.40%
非流动资产合计	19.97	51.70%	19.33	50.63%	15.57	54.88%
资产总计	38.62	100.00%	38.18	100.00%	28.37	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表

盈利能力

2022年公司营业收入及毛利率变动不大

2022年公司收入仍来自综合物流业务及供应链分销执行业务，其中综合物流业务收入有所下降，松下电器销量上升带动供应链分销执行业务收入上升，总体来看公司营业收入及毛利率变化不大。由于嘉诚国际港部分转固、公司当年购入新的土地使固定资产折旧、无形资产摊销等非付现成本有所上升，2022年公司EBITDA利润率有所提升；同时总资产回报率有所下降，主要系当年公司资产规模上升所致。此外，2022年公司信用减值损失对利润总额形成一定侵蚀。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

嘉诚转债推升公司杠杆水平及总债务增长，主要偿债指标仍表现良好，债务压力可控

受应付债券增加影响，公司总债务规模有所上升，2022年末为11.11亿元，占总负债的比重为73.54%，总债务主要由短期借款、应付票据、应付债券构成。经营性债务方面，公司应付账款有所上升，主要系工程款未到付款期所致。随着嘉诚转债发行成功，公司债务规模有所上升。

表5 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.89	12.35%	1.75	11.61%	1.87	23.51%
应付账款	3.25	21.20%	4.01	26.53%	2.63	33.07%
应付票据	1.71	11.14%	1.24	8.19%	2.19	27.50%
流动负债合计	7.95	51.92%	7.82	51.75%	7.48	94.17%
应付债券	6.85	44.75%	6.75	44.71%	0.00	0.00%
非流动负债合计	7.36	48.08%	7.29	48.25%	0.46	5.83%
负债合计	15.31	100.00%	15.10	100.00%	7.95	100.00%
总债务合计	11.79	76.98%	11.11	73.54%	4.46	56.17%
其中：短期债务	3.72	24.28%	3.12	20.63%	4.22	53.15%
长期债务	8.07	52.69%	7.99	52.91%	0.24	3.02%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计的财务报表

现金流方面，2022年公司经营活动现金流有所上升，主要系当年公司供应链分销执行业务去库存减少采购所致。除项目建设支出外，2022年公司投资活动主要表现为理财产品的购买及收回。受购买理财产品规模较大及项目建设付现较多影响，2022年公司投资活动现金净流出2.32亿元，年末公司在建项目总投资25.89亿元，尚需投资12.45亿元，未来随着在建项目的持续投入，预计公司投资活动现金流仍将持续净流出。2022年公司筹资活动现金流入主要来自发行可转换公司债券募集资金及借款，筹资活动现金流出主要用于偿还借款本息。

2022年公司EBITDA有所上升，债务规模上升带动利息支出增加，但EBITDA利息保障倍数仍处于较高水平。

表6 公司现金流及杠杆状况指标

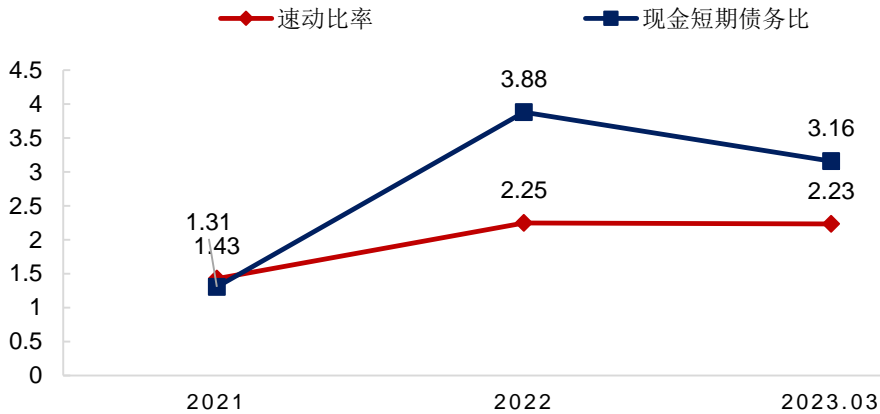
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	0.18	1.72	0.78
FFO(亿元)	--	1.95	1.88
资产负债率	39.65%	39.56%	28.00%
净债务/EBITDA	--	-0.26	-0.31
EBITDA 利息保障倍数	--	13.03	42.51
总债务/总资本	34.69%	33.59%	17.93%
FFO/净债务	--	-292.45%	-253.99%
经营活动净现金流/净债务	168.47%	-258.29%	-104.77%

自由现金流/净债务	-695.93%	200.94%	310.90%
-----------	----------	---------	---------

资料来源：公司2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计的财务报表

短期偿债能力方面，2022年因现金类资产规模大幅上升，公司现金短期债务比有所上升，表现仍较好。作为上市公司，公司股权融资渠道较为通畅，且受限资产规模小，具备一定融资弹性。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

跟踪期内，公司进行了董事会、监事会的换届选举，原公司财务总监凌敏蓝、原独立董事梁肖林、原监事袁伟强因任期届满离任，核心团队整体仍较为稳定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月22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。公司公开发行的债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2023年5月18日），未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司专注于综合物流业务及供应链分销执行业务，主要客户资质良好。公司主要业务集中于物流业，制造业回暖带动物流行业恢复，但跨境电商行业交易规模增速或将进一步下降，跨境电商物流需求可能受到影响。跟踪期内嘉诚国际港（二期）的投入使用有助于公司发展；同时中证鹏元也关注到，公司客户集中度较高，个别小客户经营困难，未来仍需关注应收账款回收情况。

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“嘉诚转债”的信用等级为AA-。

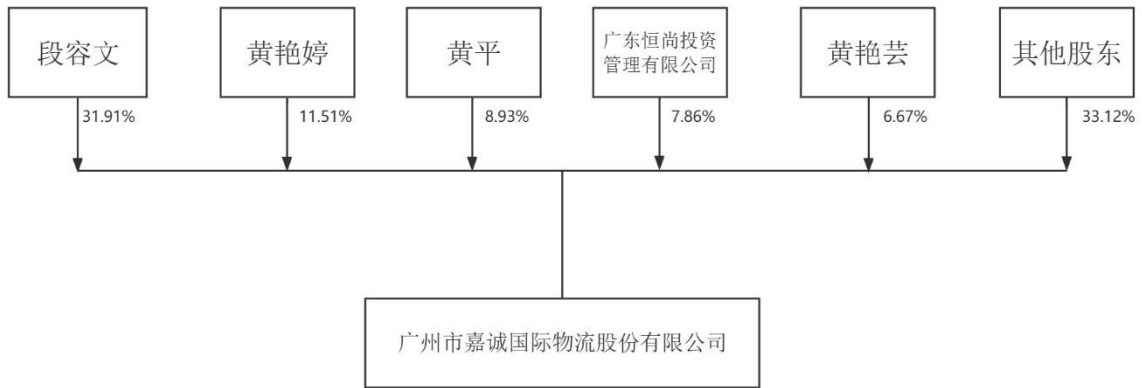
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	7.37	9.06	2.39	5.15
应收账款	4.59	4.38	3.98	3.23
存货	0.90	1.28	2.12	1.75
交易性金融资产	3.62	2.51	2.15	0.00
流动资产合计	18.66	18.85	12.80	12.30
固定资产	10.37	10.45	4.78	3.14
在建工程	6.94	6.20	8.37	6.58
无形资产	2.19	2.21	1.82	1.56
非流动资产合计	19.97	19.33	15.57	11.44
资产总计	38.62	38.18	28.37	23.74
短期借款	1.89	1.75	1.87	0.98
应付账款	3.25	4.01	2.63	1.84
应付票据	1.71	1.24	2.19	2.82
流动负债合计	7.95	7.82	7.48	6.02
应付债券	6.85	6.75	0.00	0.00
租赁负债	0.10	0.12	0.24	0.00
非流动负债合计	7.36	7.29	0.46	0.23
负债合计	15.31	15.10	7.95	6.26
总债务	11.79	11.11	4.46	3.80
所有者权益	23.31	23.08	20.43	17.48
营业收入	2.91	12.78	12.69	11.51
营业利润	0.50	1.98	1.99	1.93
净利润	0.43	1.71	1.83	1.62
经营活动产生的现金流量净额	0.18	1.72	0.78	1.04
投资活动产生的现金流量净额	-2.03	-2.32	-5.10	-0.74
筹资活动产生的现金流量净额	0.24	7.50	1.84	0.64
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	2.58	2.41	2.11
FFO(亿元)	--	1.95	1.88	1.72
净债务(亿元)	0.11	-0.67	-0.74	-1.77
销售毛利率	26.77%	26.28%	26.48%	24.04%
EBITDA 利润率	--	20.18%	18.97%	18.36%
总资产回报率	--	6.21%	8.44%	8.74%
资产负债率	39.65%	39.56%	28.00%	26.36%
净债务/EBITDA	--	-0.26	-0.31	-0.84
EBITDA 利息保障倍数	--	13.03	42.51	310.48

总债务/总资本	34.69%	33.59%	17.93%	17.85%
FFO/净债务	--	-292.45%	-253.99%	-97.21%
速动比率	2.23	2.25	1.43	1.75
现金短期债务比	3.16	3.88	1.31	1.54

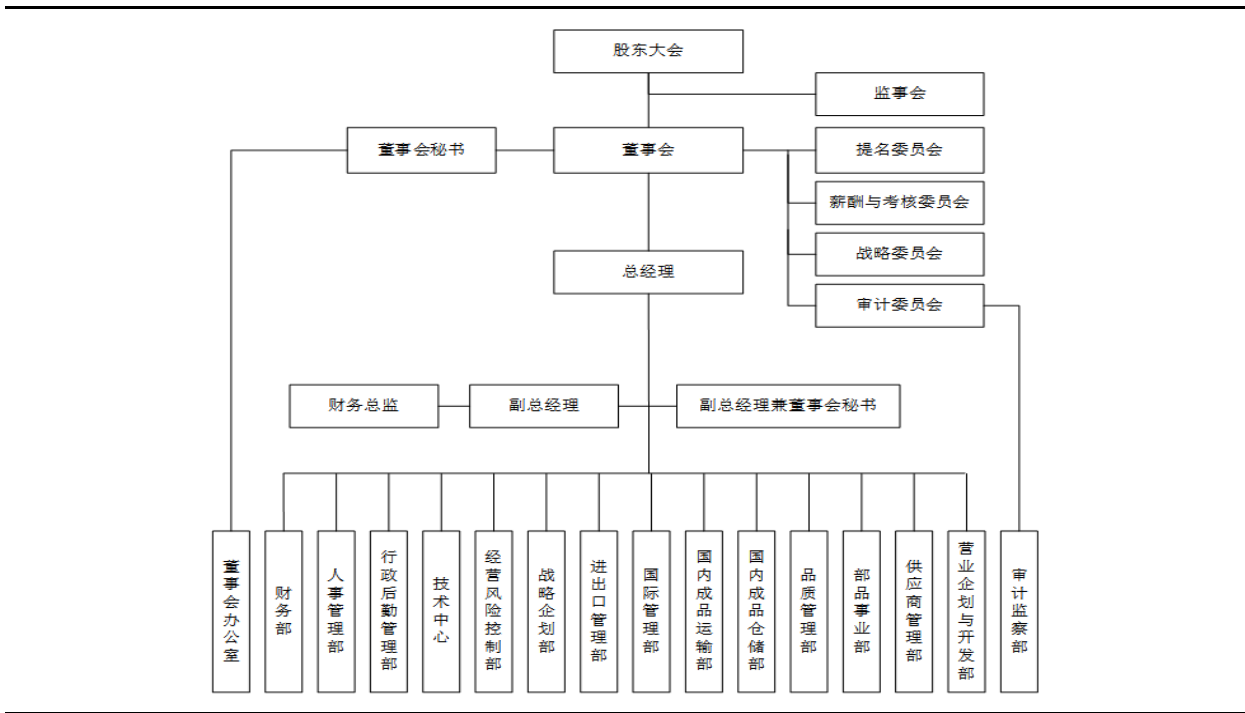
资料来源：公司2020-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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	23,599.70 （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
嘉诚国际网络科技供应链（三亚）有限公司	10,000.00 （万美元）	100.00%	供应链管理业务

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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。