



# 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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 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 2024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）综合物流业务主要客户资质良好，嘉诚国际港全面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，未来仍需关注应收账款回收情况，公司未来项目建设资金需求较大。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	43.93	43.73	38.18	28.37
归母所有者权益	25.11	24.46	23.01	20.36
总债务	14.57	14.55	11.11	4.46
营业收入	2.91	12.25	12.78	12.69
净利润	0.65	1.64	1.71	1.83
经营活动现金流净额	0.30	1.65	1.72	0.78
净债务/EBITDA	--	3.80	-0.26	-0.31
EBITDA 利息保障倍数	--	7.01	13.03	42.51
总债务/总资本	37.71%	38.33%	33.59%	17.93%
FFO/净债务	--	20.34%	-292.45%	-253.99%
EBITDA 利润率	--	24.18%	20.18%	18.97%
总资产回报率	--	5.29%	6.21%	8.44%
速动比率	1.12	1.02	2.25	1.43
现金短期债务比	0.71	0.75	3.88	1.31
销售毛利率	39.81%	29.93%	26.28%	26.48%
资产负债率	42.67%	43.90%	39.56%	28.00%

注：公司 2021-2022 年净债务均为负数。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

## 评级日期

2024 年 6 月 19 日

## 联系方式

项目负责人：陈刚

cheng@cspengyuan.com

项目组成员：吴灏平

wuhp@cspengyuan.com

评级总监：

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，经营保持稳定。**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，营业收入较上年略有下降，毛利率有所上升。
- **嘉诚国际港的全面投入使用有助于公司发展。**随着自有物流中心嘉诚国际港的全面投入使用，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和增加租金收入。根据公司公告，2024年公司与希音公司（Shein）及旗下子公司签订仓储配送合同及质检外包合同，预计公司营业收入将进一步增长。

## 关注

- **公司个别小客户经营困难，需关注应收账款回收情况。**公司对广东鹏锦实业有限公司（以下简称“鹏锦实业”）、国美电器等经营困难客户已单项计提坏账准备，余额共 0.28 亿元，上述应收账款尚未足额计提坏账准备。此外，账龄 2-3 年及账龄 3 年以上的应收账款余额共 0.64 亿元。
- **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。
- **公司债务增长较快，项目建设资金需求较大。**截至 2023 年末，公司各项在建、拟建项目总投资合计 64.23 亿元，主要的资金来源为银行借款及公司自筹，未来项目建设资金需求较大。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为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。

## 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	公司
总资产	22.93	47.16	38.36	12.53	43.73
营业收入	25.20	27.00	50.24	4.56	12.25
净利润	0.07	1.76	0.28	-0.08	1.64
销售毛利率	8.90%	12.73%	8.10%	20.51%	29.93%
资产负债率	44.39%	51.61%	54.70%	45.98%	43.90%

注：以上数据均为 2023 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_2023V1.0
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	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	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	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

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。

### 本次跟踪债券概况<sup>1</sup>

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	7.9998	2023-5-29	2028-8-31

<sup>1</sup> 债券余额数据截止日为 2023 年 12 月 31 日

## 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2023年12月31日，嘉诚转债募集资金专项账户余额为57.58万元。

## 三、发行主体概况

2023年，公司控股股东及实际控制人未发生变化。截至2024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。2024年3月末，公司注册资本及股本均为2.33亿元。

2023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14家。

**表1 2023年公司合并报表范围变化情况**

### 1、2023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
广州市亚玛讯网络科技有限公司	100%	80,000 万元	国际电商业务	新设

资料来源：公司提供

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业经济环境

**2023年物流需求规模恢复向好，增速稳步回升；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，但行业集中度仍较低**

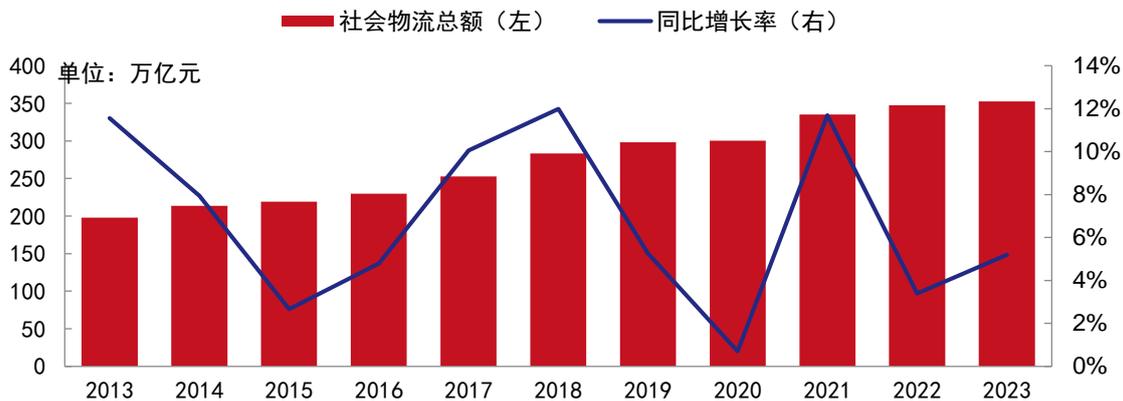
物流行业是集商贸、运输、仓储、代理及信息服务等多种形态的复合型服务产业。作为国民经济的重要组成部分，物流业已成为国民经济的基础性及先导性产业，在促进生产、拉动消费、调整结构等方面发挥着重要作用。

物流需求规模恢复向好，增速稳步回升。2023年全国社会物流总额为352.4万亿元，按可比价格计算，同比增长5.2%。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，2023年工业品物流总额为312.6万亿元，按可比价格计算，同比增长4.6%；农产品物流总额5.3万亿元，同比增长4.1%；2023年再生资源物流总额同比增长17.4%，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13.0万亿元，增长8.2%；2023年进口货物物流总额为18.0万亿元，同比增长13.0%。

我国物流行业的市场集中度仍较低，呈不断提升态势，市场竞争日益激烈。根据中国物流与采购联

合会发布的2023年度中国物流企业50强排名，上榜的50强物流企业2022年物流业务收入合计2.35万亿元，同期物流业总收入12.7万亿元，2022年50强物流企业物流业务收入占全行业的收入比重仅为18.50%，物流行业市场集中度较低。

**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

### 国家持续出台扶持政策支持物流企业发展

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，2023年相关部门出台了支持政策。政府出台了《关于做好2023年降成本重点工作的通知》，提出将减半征收物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税政策延续实施至2027年底。

**表2 2023年我国新增物流行业政策法规情况**

时间	相关政策
2023年9月	《关于加快推进多式联运“一单制”“一箱制”发展的意见》
2023年8月	《关于布局建设现代流通战略支点城市的通知》
2023年7月	《县域商业三年行动计划(2023-2025年)》
2023年7月	《关于加快推进汽车客运站转改造建设物流配送设施，拓展货物和邮件快件托运、仓储、分拣、配送等功能，要支持乡镇客运型发展的通知》
2023年6月	《关于做好2023年降成本重点工作的通知》
2023年2月	《推进铁水联运高质量发展行进一步发挥水路、铁路运输比较优势和综合运输组合效率，加快运结构调整优化，推动交通运动方案(2023-2025年)》

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

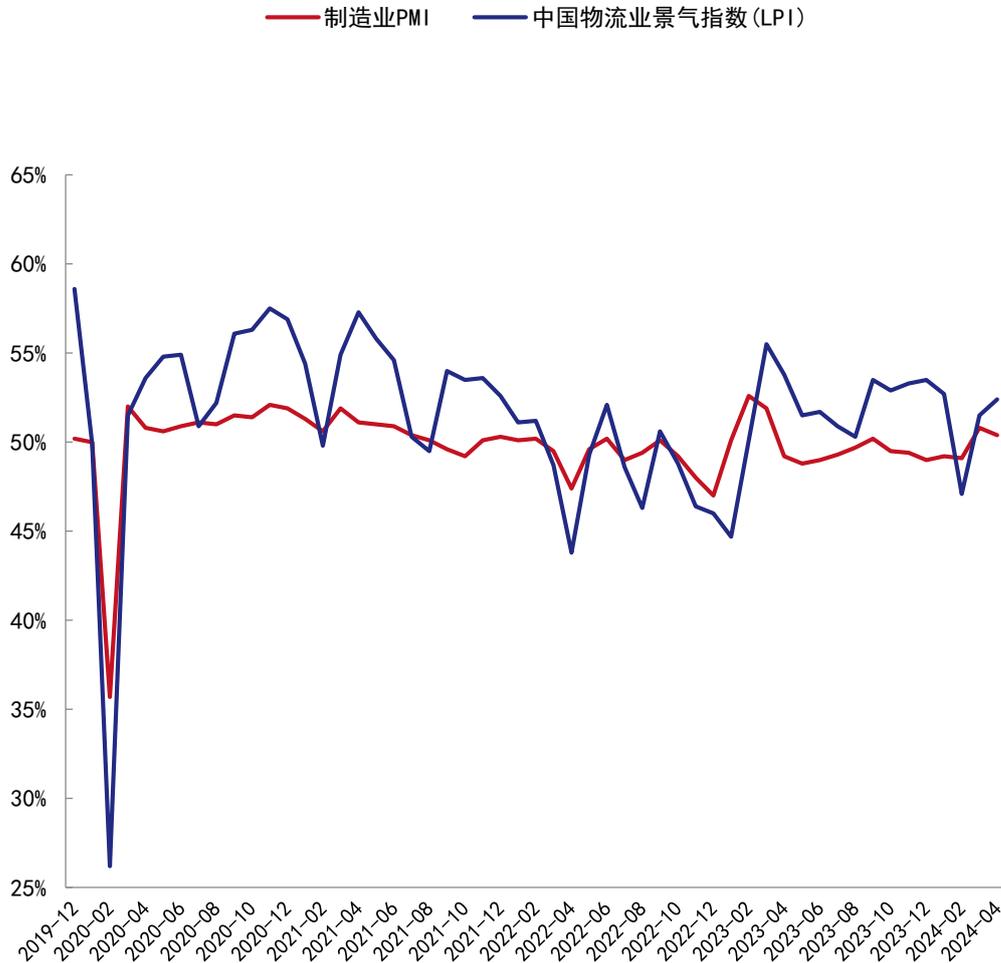
### 制造业恢复缓慢抑制物流行业恢复，跨境电商行业交易规模增速或将进一步下降，跨境电商物流需求可能受到影响

我国制造业恢复缓慢，2023年平均制造业PMI为49.89%，总体呈现先高后低的变化趋势，2023年4月至2024年2月，除2023年9月制造业PMI为50.20%外，其余月份制造业PMI持续低于50%的荣枯线。2024年3-4月制造业PMI有所回升，但指数仍接近荣枯线。

制造业恢复缓慢抑制了物流行业的恢复，2023年平均中国物流业景气指数为51.59%，与制造业PMI变化情况趋同。指标的走势反映出2023年我国制造业仍处于恢复期，物流行业受制于制造业恢复缓慢，

景气程度仍有提升空间。

**图2 制造业恢复缓慢抑制物流行业恢复**



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。2013-2023 年，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 2023 年的 7.56%，已创下十年来增速的新低。跨境电商市场经过近十年的快速增长，2023 年交易规模已达 16.85 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<sup>2</sup>趋于稳定，跨境电商市场或已逐渐饱和，2024 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。

<sup>2</sup> 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，2023年经营保持稳定

公司主要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。

2023年公司实现营业收入12.25亿元，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超过99%。毛利率方面，2023年公司销售毛利率为29.93%，较上年有所上升。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
综合物流	6.64	54.23%	45.27%	6.53	51.12%	41.24%
供应链分销执行	5.58	45.52%	11.60%	6.21	48.61%	10.56%
其他	0.03	0.25%	41.64%	0.03	0.27%	23.54%
合计	12.25	100.00%	29.93%	12.78	100.00%	26.28%

资料来源：公司 2022-2023 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扩大，嘉诚国际港的全面投入使用有助于进一步增加公司租金收入，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。

公司综合物流业务主要包括物流及仓储服务，其中仓储服务毛利率较高。2023年公司实现综合物流收入6.64亿元，较2022年略有上升，毛利率有所上升，主要系当年嘉诚国际港（三期）投入使用，毛利率较高的租金收入上升，占综合物流业务收入比例也有所上升所致。根据公司公告，2024年公司与希音公司（Shein）及旗下子公司签订仓储配送合同及质检外包合同，为希音公司（Shein）提供第三方物流服务及将到仓货品与样品比对的服务，预计每年可产生约3亿元的收入。新增上述重要客户后，预计公司营业收入将进一步增长。

公司自有仓库包括天运物流中心及嘉诚国际港（二期）、（三期）。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。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，现已投入使用，主要用于知名的跨境电商平台出口业务及相关配套服务使用。随着嘉诚国际港（三期）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、进一步增加租金收入。

嘉诚转债募投项目跨境电商智慧物流中心（即嘉诚国际港三期）及配套建设预计总投资6.71亿元，截至2023年末已完工。此外，公司位于广州市番禺区的大湾区（华南）国际电商港项目（智慧物流园）以及位于三亚市天涯区梅村产业园嘉诚国际（三亚）超级云智世界港项目已取得土地使用权，预计2024年内动工。

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2024年已动工，预计2025年竣工。位于海南省海口市嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心即将竣工并投入使用。截至2023年末，公司各项在建、拟建项目总投资合计64.23亿元，主要的资金来源系银行借款及公司自筹，未来项目建设资金需求较大，可能进一步推高公司负债水平。此外，考虑到目前物流行业竞争激烈，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。

**表4 截至 2023 年末公司在建及拟建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	工程进度
大湾区（华南）国际电商港	27.62	7.01	尚未动工，预计 2024 年内动工
天运国际（海南）数智加工流通中心	16.01	0.44	已动工，预计 2025 年竣工

嘉诚国际（三亚）超级云智世界港	10.60	1.55	尚未动工，预计 2024 年内动工
嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心	10.00	5.61	已动工，预计 2024 年竣工
<b>合计</b>	<b>64.23</b>	<b>14.61</b>	-

资料来源：公司提供

### 公司供应链分销执行业务规模有所下滑，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。2023年公司供应链分销执行业务实现营业收入5.58亿元，主要系相关产品销售量有所下滑所致，业务毛利率略有上升。

中证鹏元关注到，2023年末，公司供应链分销执行业务存在对鹏锦实业、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0.28亿元，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。2023年公司前五大客户销售占比为41.02%，客户集中度仍然较高且有所上升。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及其他知名电商客户合作较多，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，2023年公司向前五名供应商采购额4.70亿元，占年度采购总额54.71%，前五名供应商采购金额及占采购总额的比重仍处于较高水平，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

2022-2023年审计报告，以及未经审计的2024年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

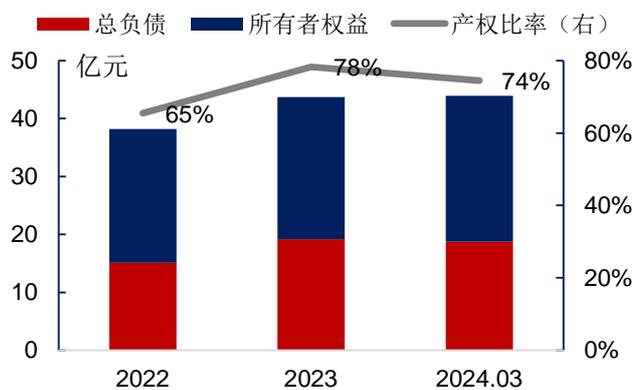
2023年公司新设立1家子公司。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共14家，具体如附录四所示。

## 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，现金类资产因项目投入大幅下滑，需关注应收账款回收情况

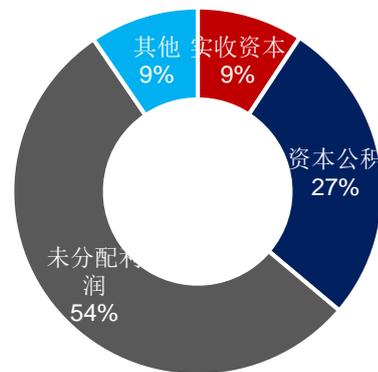
得益于2023年公司利润积累，期末未分配利润增长1.36亿元，所有者权益规模同比增长6.3%。受公司债务增长影响，2023年末产权比率上升至78.27%。

图 4 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受经营规模扩张影响，2023年公司总资产规模同比增长14.54%，从资产构成看，货币资金、应收账款、固定资产、在建工程、其他非流动资产占比较大。

流动资产方面，截至2023年末货币资金主要包括银行存款2.67亿元及其他货币资金0.38亿元，其他货币资金主要系票据保证金。公司货币资金较2022年大幅下降，主要系项目建设投入资金较多所致。

公司应收账款规模持续增长，账龄呈上升趋势。从应收账款集中度来看，前五大应收对象余额合计2.74亿元，占比48.85%。其中对鹏锦实业、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0.28亿元，上述应收账款尚未足额计提坏账准备。此外，账龄2-3年及账龄3年以上的应收账款余额共0.64亿元，较2022年有所上升，应收账款周转率从2022年的3.06次下降至2023年的2.67次，未来仍需关注应收账款回收情况。

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，2023年变动不大。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，2023年大幅下降主要系当年项目建设投入资金

较多，闲置资金减少所致。

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，2023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从在建工程转入固定资产所致。2023年末在建工程主要为嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心项目。

其他非流动资产主要系公司缴纳大湾区（华南）国际电商港项目（智慧物流园）地块及嘉诚国际（三亚）超级云智世界港项目地块的土地出让金，截至2024年5月末嘉诚国际（三亚）超级云智世界港项目地块已获取权证，大湾区（华南）国际电商港项目（智慧物流园）地块尚在办理权证中。

**表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.07	7.00%	3.05	6.97%	9.06	23.74%
交易性金融资产	0.00	0.00%	0.06	0.14%	2.51	6.56%
应收账款	5.19	11.81%	4.79	10.94%	4.38	11.47%
存货	1.33	3.03%	1.24	2.83%	1.28	3.35%
其他流动资产	1.04	2.38%	1.07	2.46%	0.73	1.90%
<b>流动资产合计</b>	<b>11.95</b>	<b>27.20%</b>	<b>11.66</b>	<b>26.67%</b>	<b>18.85</b>	<b>49.37%</b>
固定资产	14.71	33.48%	14.82	33.88%	10.45	27.38%
在建工程	5.78	13.16%	5.73	13.11%	6.20	16.23%
无形资产	2.13	4.86%	2.15	4.91%	2.21	5.78%
其他非流动资产	8.87	20.19%	8.87	20.28%	0.04	0.10%
<b>非流动资产合计</b>	<b>31.98</b>	<b>72.80%</b>	<b>32.07</b>	<b>73.33%</b>	<b>19.33</b>	<b>50.63%</b>
<b>资产总计</b>	<b>43.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>43.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>38.18</b>	<b>100.00%</b>

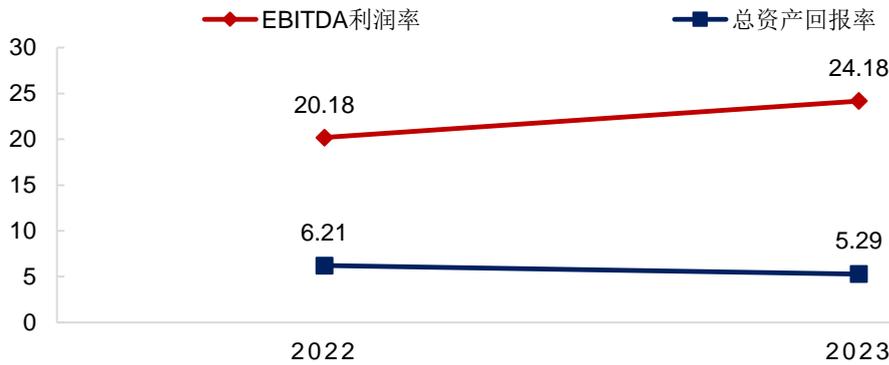
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 2023年公司经营保持稳定，销售毛利率有所上升

2023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上升，松下电器销量下降带动供应链分销执行业务收入下滑，总体来看公司营业收入变化不大，毛利率上升主要系当年嘉诚国际港全面投入使用，租金收入上升所致。由于公司毛利上升，且嘉诚国际港全面转固使固定资产折旧等非付现成本有所上升，2023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，2023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 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

项目建设投入带来的融资需求推升公司杠杆水平及总债务增长，主要偿债指标有所弱化，债务压力可控

受银行借款增加影响，公司总债务规模有所上升，2023年末为14.55亿元，占总负债的比重为75.80%，总债务主要由短期借款、长期借款、应付票据、应付债券构成。经营性债务方面，公司应付账款主要系工程款项目建设形成的应付工程款所致。随着项目不断建设投入，公司资金需求上升，债务规模有所上升。

表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.53	13.48%	2.28	11.85%	1.75	11.61%
应付票据	1.98	10.54%	2.43	12.66%	1.24	8.19%
应付账款	3.51	18.74%	3.85	20.03%	4.01	26.53%
一年内到期的非流动负债	0.07	0.39%	0.09	0.46%	0.13	0.84%
<b>流动负债合计</b>	<b>9.49</b>	<b>50.65%</b>	<b>10.18</b>	<b>53.03%</b>	<b>7.82</b>	<b>51.75%</b>
长期借款	1.59	8.47%	1.45	7.57%	0.00	0.00%
应付债券	7.28	38.85%	7.17	37.33%	6.75	44.71%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.25</b>	<b>49.35%</b>	<b>9.02</b>	<b>46.97%</b>	<b>7.29</b>	<b>48.25%</b>
<b>负债合计</b>	<b>18.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.10</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	14.57	77.73%	14.55	75.80%	11.11	73.54%
其中：短期债务	4.58	24.41%	4.79	24.97%	3.12	20.63%
长期债务	10.00	53.33%	9.76	50.82%	7.99	52.91%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2023年公司经营活动现金流净额变动不大。受项目建设付现较多影响，2023年公司投资活动现金净流出9.47亿元，年末公司在建、拟建项目总投资64.23亿元，尚需投资49.62亿元，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。FFO有所上升主要系当年毛利上升所致，FFO/净债务由负转正主要系2023年公司债务规模上升，净债务由负转正所致。2023年公司筹资活动现金流入主要来自新增的银行借款，筹资活动现金流出主要用于偿还借款本息。

2023年公司EBITDA有所上升，债务规模上升带动利息支出增加，主要偿债指标有所弱化，但EBITDA利息保障倍数仍处于较高水平。

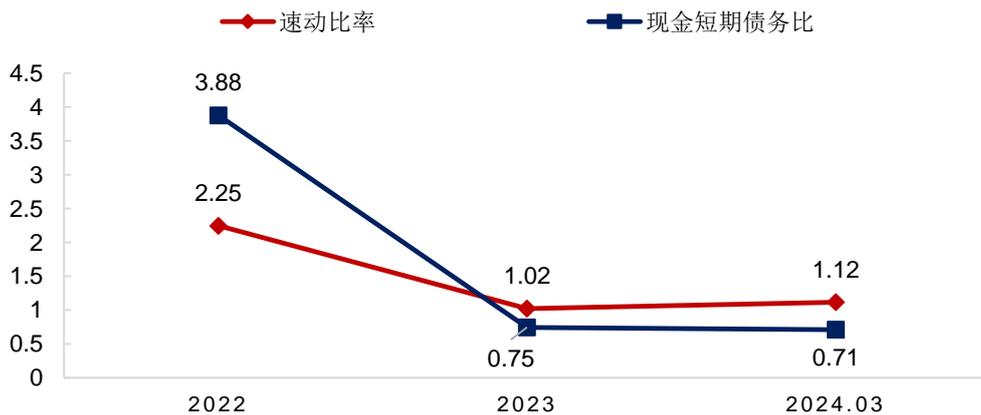
**表7 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.30	1.65	1.72
FFO（亿元）	--	2.29	1.95
资产负债率	42.67%	43.90%	39.56%
净债务/EBITDA	--	3.80	-0.26
EBITDA利息保障倍数	--	7.01	13.03
总债务/总资本	37.71%	38.33%	33.59%
FFO/净债务	--	20.34%	-292.45%
经营活动现金流/净债务	2.64%	14.63%	-258.29%
自由现金流/净债务	-3.93%	-91.48%	200.94%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

短期偿债能力方面，2023年因现金类资产规模大幅下降，公司现金短期债务比有所下降，对短期债务的保障程度弱化。作为上市公司，公司融资渠道较为通畅，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2022-2023年审计报告及未经审计的2024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

2023 年，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2021年1月1日至报告查询日（查询日为2024年5月11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、子公司广州市亚玛讯网络科技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（2024年5月28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，制造业恢复缓慢抑制物流行业恢复，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。跟踪期内嘉诚国际港的全面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，未来仍需关注应收账款回收情况，公司未来项目建设资金需求较大。

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-。

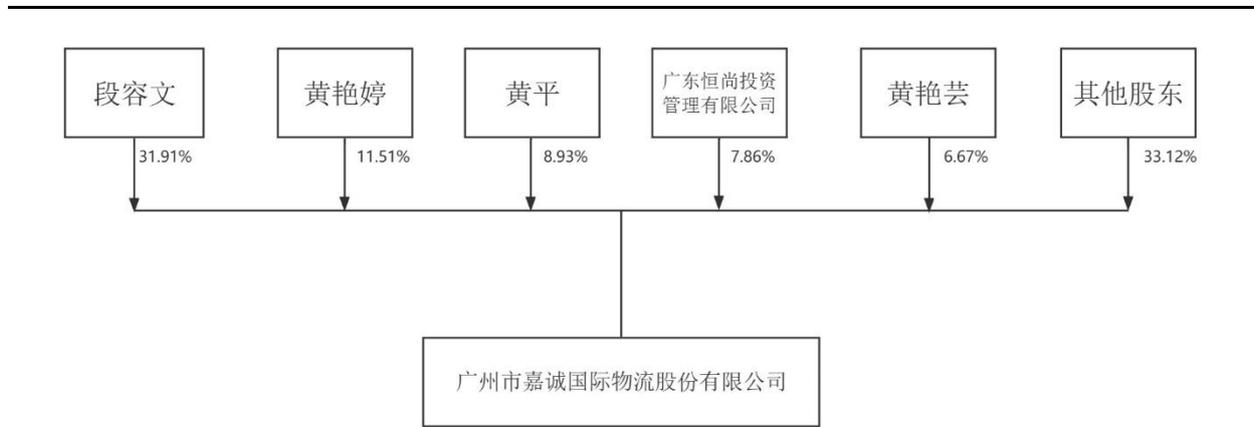
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年
货币资金	3.07	3.05	9.06
应收账款	5.19	4.79	4.38
存货	1.33	1.24	1.28
其他流动资产	1.04	1.07	0.73
流动资产合计	11.95	11.66	18.85
固定资产	14.71	14.82	10.45
在建工程	5.78	5.73	6.20
无形资产	2.13	2.15	2.21
其他非流动资产	8.87	8.87	0.04
非流动资产合计	31.98	32.07	19.33
资产总计	43.93	43.73	38.18
短期借款	2.53	2.28	1.75
应付票据	1.98	2.43	1.24
应付账款	3.51	3.85	4.01
一年内到期的非流动负债	0.07	0.09	0.13
流动负债合计	9.49	10.18	7.82
长期借款	1.59	1.45	0.00
应付债券	7.28	7.17	6.75
非流动负债合计	9.25	9.02	7.29
负债合计	18.74	19.20	15.10
总债务合计	14.57	14.55	11.11
其中：短期债务	4.58	4.79	3.12
总债务	14.57	14.55	11.11
所有者权益	25.18	24.53	23.08
营业收入	2.91	12.25	12.78
营业利润	0.78	1.91	1.98
净利润	0.65	1.64	1.71
经营活动产生的现金流量净额	0.30	1.65	1.72
投资活动产生的现金流量净额	-0.69	-9.47	-2.32
筹资活动产生的现金流量净额	0.47	1.81	7.50
财务指标	2024年3月	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	0.87	2.96	2.58
FFO（亿元）	--	2.29	1.95
净债务（亿元）	11.37	11.26	-0.67
销售毛利率	39.81%	29.93%	26.28%
EBITDA 利润率	--	24.18%	20.18%

总资产回报率	--	5.29%	6.21%
资产负债率	42.67%	43.90%	39.56%
净债务/EBITDA	--	3.80	-0.26
EBITDA 利息保障倍数	--	7.01	13.03
总债务/总资本	37.71%	38.33%	33.59%
FFO/净债务	--	20.34%	-292.45%
经营活动现金流/净债务	2.64%	14.63%	-258.29%
自由现金流/净债务	-3.93%	-91.48%	200.94%
速动比率	1.12	1.02	2.25
现金短期债务比	0.71	0.75	3.88

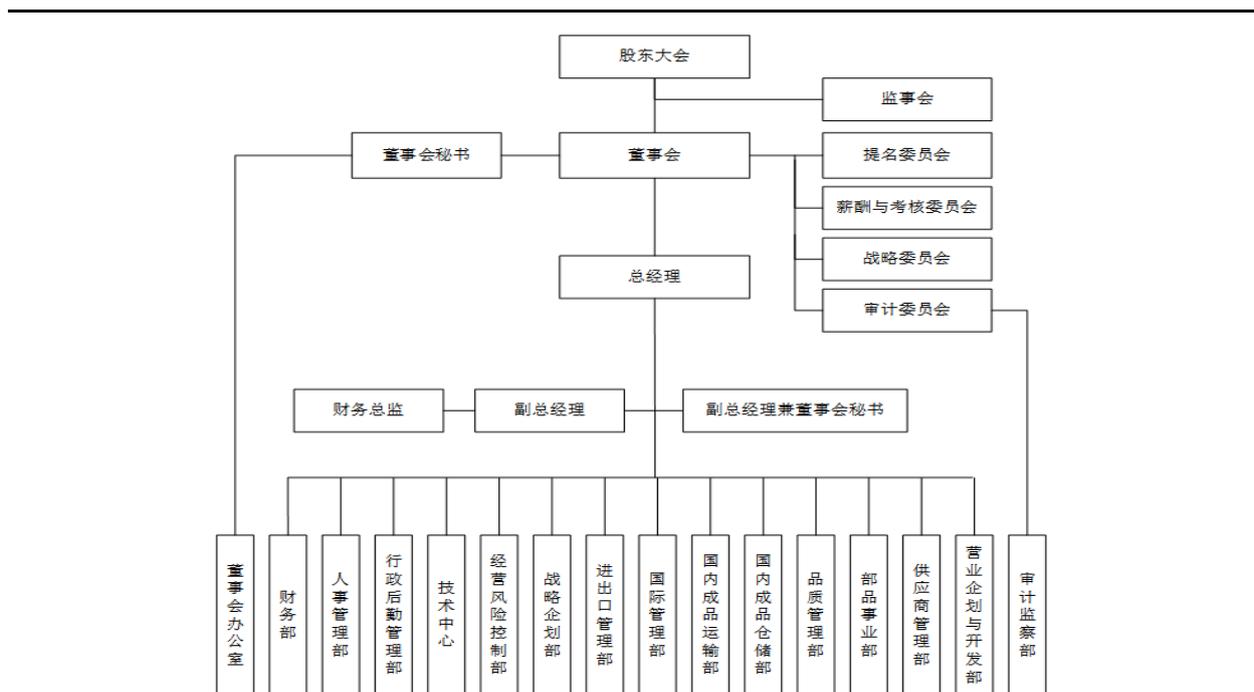
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023 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
广州市亚玛讯网络科技有限公司	80,000.00	100.00%	国际电商业务

资料来源：公司 2023 年年度报告

## 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。