

嘉友国际物流股份有限公司

**2020 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告**



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【124】号 01

分析师

姓名：
安晓敏 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
anxm@cspengyuan.com

评级日期：
2020年3月12日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

嘉友国际物流股份有限公司 2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过7.20亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，另附债券赎回及回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对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）本次拟公开发行总额不超过7.2亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司业务规模快速增长；公司业务在核心区域形成规模效应，具备成本优势；近年公司资本实力持续增强，目前债务负担较轻。同时中证鹏元也关注到，COVID-19疫情冲击下，物流行业面临一定压力；业务区域的扩大对公司的管理及整合能力提出更高要求，公司客户及供应商集中度高，资金需求规模较大，应收及预付款项对公司资金形成一定占用，以及面临一定的地缘政治等风险因素。

正面：

- 近年公司业务规模快速增长。公司是专业提供跨境综合物流服务的国际物流公司，主要业务包括跨境多式联运综合物流服务和供应链贸易业务，近年业务规模快速增长，2016-2018年及2019年1-9月公司营业收入分别为9.57亿元、32.44亿元、41.01亿元及31.25亿元。
- 公司业务在核心区域已形成规模效应，具备成本优势。公司在中蒙二连浩特、甘其毛都口岸建设的海关公用型保税仓库、海关监管场所有较高的准入要求，公司业务已形成区位上的规模效应，具备较强的成本优势。2016-2018年及2019年1-9月，公司跨境多式联运综合物流服务毛利率分别为40.78%、39.39%、34.52%和34.29%。

- **公司资本实力持续增强，上市之后融资渠道拓宽，目前债务负担较轻。**受益于公司增资扩股、股票上市及持续经营的积累，2016-2018 年公司所有者权益年复合增长率为 106.80%，资本实力持续增强。另外，公司上市之后融资渠道拓宽，截至 2019 年 9 月末，产权比率为 32.87%，目前无有息债务，债务负担较轻。

关注：

- **受宏观经济下行压力影响，我国物流业增速放缓，同时 COVID-19 疫情冲击下，物流行业面临一定压力。**物流行业受宏观经济影响较大，近年来宏观经济下行压力加大，国内生产资料市场需求及物资流通规模增速有所放缓；同时 COVID-19 疫情的爆发对我国经济和社会造成了巨大影响，复工延迟及交通管制，使得物流行业的生产经营也面临一定压力，且随着疫情在全球蔓延，国际间的贸易量可能受到影响，跨境物流规模也会缩减。
- **业务区域的扩大对公司的管理及整合能力提出更高要求。**公司业务范围主要涉及中蒙、中亚及中非，但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，同时面临一定的政治及政策风险和外汇风险，对公司的管理及整合能力提出更高要求。
- **公司客户及供应商集中度高，业务受主要客户及供应商影响较大。**2016-2018 年及 2019 年 1-9 月，公司前五名客户收入占全部收入的比重分别为 54.84%、66.77%、70.59%和 61.91%，前五名供应商采购金额占全部采购金额的比重分别为 75.32%、89.97%、87.17%和 84.68%，公司客户和供应商集中度高，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。**目前公司业务网络主要覆盖蒙古、哈萨克斯坦、非洲等“一带一路”国家和地区，本期债券募投项目位于非洲刚果（金），公司业务面临一定的地缘政治、汇率波动等风险。
- **公司资金需求规模较大。**截至 2019 年 9 月末，公司主要在建、拟建的项目预计总投资 18.50 亿元，尚需投资 16.85 亿元，其中本期债券募投项目预计总投资 16.03 亿元，扣除本期债券募集资金公司尚需投资 8.83 亿元，公司资金需求规模较大。
- **公司应收及预付款项占比较大，对公司资金形成一定占用。**公司部分应收账款一般于年底回款，预付账款主要为预付的铁路运输等运费，2019 年 9 月末应收及预付款项（应收账款+预付款项+其他应收款）合计 5.41 亿元，占比 21.82%，对公司资金形成一定占用。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年9月	2018年	2017年	2016年
总资产	247,886.44	214,044.74	89,430.33	71,727.41
归属于母公司所有者权益	180,068.41	157,702.34	57,368.68	36,746.62
资产负债率	24.74%	26.28%	35.72%	48.56%
流动比率	3.18	3.14	2.07	1.45
速动比率	2.98	2.87	1.84	1.31
营业收入	312,540.33	410,086.27	324,424.93	95,691.55
营业利润	33,728.84	32,816.98	24,897.64	17,589.75
净利润	28,107.51	26,982.77	20,589.05	14,529.43
综合毛利率	11.43%	8.71%	9.43%	22.03%
总资产回报率	-	21.63%	31.07%	30.57%
EBITDA	-	34,456.72	26,607.15	19,181.99
经营活动现金流净额	31,533.40	428.94	20,575.67	18,343.59

资料来源：公司 2014-2016 年、2017 年、2018 年审计报告和未经审计的 2019 年第三季度报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身嘉友国际物流（北京）有限公司（以下简称“嘉友有限”），成立于2005年6月22日，初始注册资本为750.00万元，股东为韩景华、孟联等十名自然人。2015年6月30日，嘉友有限吸收嘉信益（天津）资产管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉信益”）为新股东，原股东将各自持有的嘉友有限50%的出资额转让给嘉信益，截至2015年6月30日，嘉友有限注册资本为6,000.00万元，股东为嘉信益和七名自然人。2015年12月，嘉友有限整体变更为嘉友国际，以截至2015年6月30日的净资产19,506.42万元，折为嘉友国际股本总额6,000.00万股，净资产大于股本部分计入资本公积。

2018年1月25日，公司向社会公开发行人民币普通股（A股）股票2,000万股，募集资金总额为人民币83,780.00万元，扣除相关发行费用后的募集资金净额为人民币77,330.20万元，变更后总股本增至8,000万股。2018年7月，公司按照总股本8,000万股为基数，以资本公积向全体股东每10股转增4股，共计转增3,200万股，转增后股本为11,200万股。2019年7月，公司按照总股本11,200万股为基数，以资本公积向全体股东每10股转增4股，共计转增4,480.00万股，转增后公司总股本为15,680.00万股。截至2019年9月30日，公司注册资本15,680.00万元，实收资本15,680.00万元，实际控制人为韩景华和孟联，其中韩景华直接持有公司22.23%的股份，孟联直接持有公司11.52%的股份，韩景华和孟联通过嘉信益控制公司37.50%的股份，为一致行动人。截至2019年9月末，公司前十大股东如下所示：

表1 截至2019年9月末公司前十大股东情况

股东名称	持股数量（股）	比例	持有有限售条件股份数量
嘉信益（天津）资产管理合伙企业（有限合伙）	58,800,000	37.50%	58,800,000
韩景华	34,853,798	22.23%	34,853,798
孟联	18,066,202	11.52%	18,066,202
武子彬	1,176,000	0.75%	1,176,000
王本利	1,176,000	0.75%	1,176,000
侯润平	1,176,000	0.75%	1,176,000
白玉	1,176,000	0.75%	1,176,000
唐世伦	1,176,000	0.75%	1,176,000
中国农业银行股份有限公司—交银施罗德先进制造混合型证券投资基金	544,367	0.35%	0
香港中央结算有限公司	447,840	0.29%	0

资料来源：公司2019年第三季度报告，中证鹏元整理

公司是跨境多式联运综合物流服务及供应链贸易服务的提供商，截至2019年9月末，

纳入公司合并报表范围的子公司16家，具体见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：嘉友国际物流股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过72,000万元（含）；

债券期限和利率：6年，固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和支付最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期自发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价；

转股价格的向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据届时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。另外，在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或当本期债券未转股余额不足3,000万元时，公司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；

回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加当期应计利息的价格回售给公司。另外，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变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期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；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售。具体优先配售数量提请

股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过72,000万元（含），扣除发行费用后将用于卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与港口的现代化与改造项目（以下简称“募投项目”），具体如下：

表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目投资总额（美元）	项目投资总额（人民币）	募集资金使用规模	占项目总投资比例
卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与港口的现代化与改造项目	22,904.36	160,330.52	72,000.00	44.91%

注：美元汇率按照 1 美元=7 元人民币进行测算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目包括1号国道线卡松巴莱萨-萨卡尼亚路段150公里公路、4座收费站，1座萨卡尼亚边境口岸，1个萨卡尼亚陆港、1座MOKAMBO边境口岸、2个现代停车场和1个生活区的融资、设计、建设、布置规划、扩建、维修、运营和保养。公司在刚果民主共和国（以下简称“刚果（金）”）设立全资子公司嘉金国际投资管理有限公司（以下简称“嘉金投资”）作为项目的实施主体，负责项目的投资、建设和运营。

另外，刚果民主共和国基础建设、公共工程和重建部代表刚果（金）政府已授予公司（特许权人）公共服务特许权，特许权期限为25年。

表 3 募投项目批文情况

批文名称	审批机构	文号
《项目备案通知书》	北京市发展和改革委员会	京发改（备）（2019）487号
《企业境外投资证书》	北京市商务局	境外投资证第 N1100201900657 号
《商务部关于同意嘉友国际物流股份有限公司再刚果（金）设立嘉金国际投资管理有限公司的批复》	中华人民共和国商务部	商合批[2019]615号

资料来源：公司提供

根据公司提供资料，募投项目预计建设期为两年，预计项目投资回收期5.44年，财务内部收益率27%。但值得注意的是，募投项目建设地位于刚果（金），若刚果（金）政府在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。另外，募投项目建设进度不达预期、外汇价格波动、开工后投资成本上升等风险因素使得募投项目实际获得的收益存在一定不确定性。

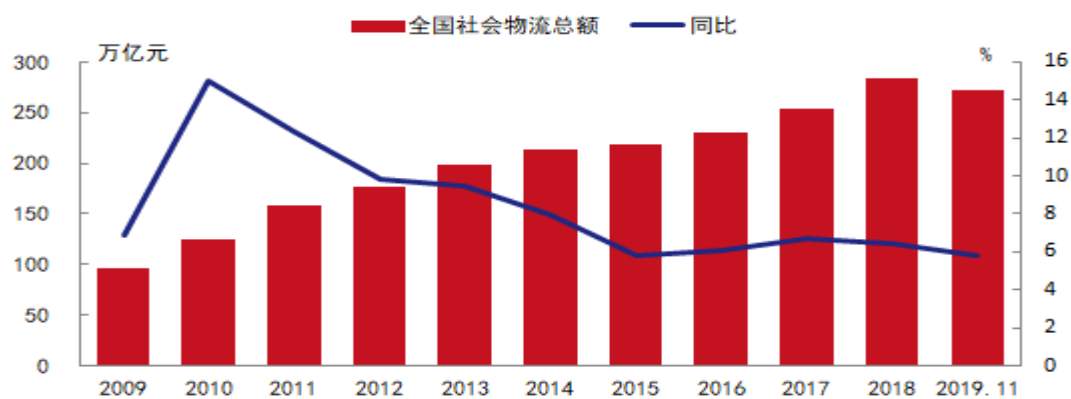
四、运营环境

受宏观经济下行压力影响，我国物流业增速放缓，公路物流运价指数处于历史低位；COVID-19疫情冲击下，物流行业面临一定压力

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。近年来宏观经济下行压力加大，国内生产资料市场需求及物资流通规模增速有所放缓。2018-2019年，我国实现国内生产总值90.03万亿元和99.09万亿元，分别同比增长6.6%和6.1%，增速分别下滑0.3个和0.5个百分点。2018年全国社会物流总额为283.10万亿元，按可比价格计算，同比增长6.40%；2019年1-11月，全国社会物流总额为271.70万亿元，同比增长5.80%，近年物流总额增速整体显著趋缓。

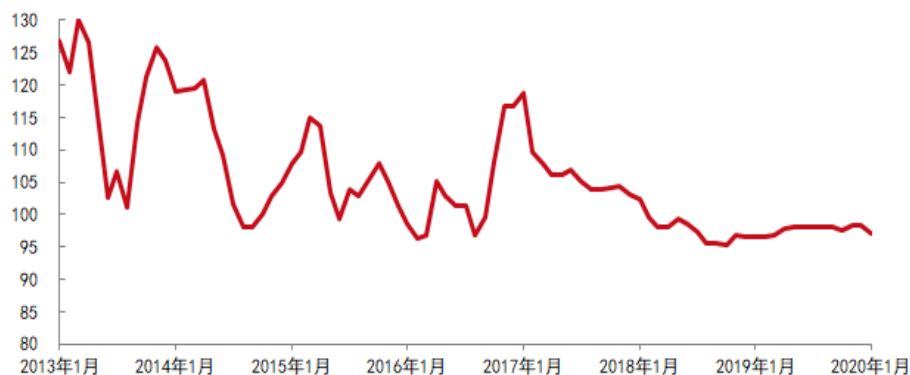
图 1 近年我国物流总额屡创新高，但增速整体显著趋缓



资料来源：Wind，中证鹏元整理

受经济增速放缓、物流需求增速回落等因素影响，加之市场运力过剩，近年来我国公路物流运价指数震荡回落至历史低位，2017-2019年我国公路物流运价指数分别为106.38、97.70和97.72。

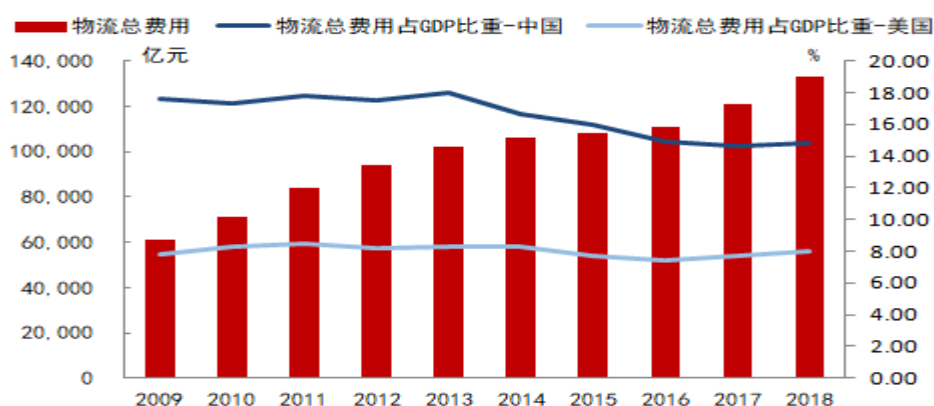
图 2 近年我国公路物流运价指数处于历史低位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国物流业相较美国等发达国家起步晚，尚处于发展阶段，物流费用总体偏高。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2009年的6.09万亿元升至2018年的13.30万亿元，而社会物流总费用占GDP的比值由2009年的17.47%降至2018年的14.77%，物流效率及水平有所提高，美国社会物流总费用占GDP的比值约8.00%，可见我国物流效率仍存在较大提升空间。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 3 近年我国物流总费用占 GDP 比重持续下滑，但仍高于发达经济体



资料来源：Wind，中证鹏元整理

另外，COVID-19疫情的爆发对我国经济和社会造成了巨大影响，复工延迟及交通管制，使得物流行业的生产经营也面临一定压力；且随着COVID-19疫情在全球蔓延或爆发，对全球经济都会造成冲击，国际间的贸易量可能受到影响，而跨境物流规模也会缩减。

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2018年度中国物流企业50强排名，上榜的50强物流企业2017年物流业务收入合计1.05万亿元，同期物流业总收入8.80万亿元，占全行业的收入比重仅为11.93%，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。2015年招商物流收购恒路物流，顺丰快递收购锐特信息，华贸物流拟12亿并购中特物流，申通快递、中通快递共同投资中国最大的在建快递平台微快递，嘉里物流斥资3,200万美元购迪拜物流公司70%股权，2017年苏宁收购天天快递、沃尔玛入股达达以及菜鸟收购点我达等。

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。2009-2018年，我国物流业固定资产投资由2.57万亿元增加至5.36万亿元，年均复合增长率为9.63%。2014-2018年，铁路营业里程增加了1.9万公里，公路里程增加了38.26万公里，截至2018年末，我国铁路、公路里程分别为13.10万公里和484.65万公里。

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。2014年9月，国务院印发了《物流业发展中长期规划（2014~2020）》（以下简称“《规划》”），这是自2009年4月发布《物流业调整和振兴规划》以来，国务院下发的又一物流行业政策纲领性文件。《规划》提出了物流行业的发展目标，至2020年，基本建立现代物流服务体系，物流业增加值年均增长8.00%，物流业增加值占国内总产值的比重达到7.50%。2014年9月以来，商务部先后出台了《关于促进商贸物流发展的实施意见》和《全国流通节点城市布局规划（2015-2020年）》；2014年11月，国家发改委、交通运输部、商务部、国家铁路局等部门联合印发《关于我国物流业信用体系建设的指导意见》等，都对物流行业的规范运行和快速发展起到了很好的支撑作用。此外，2018年12月，交通运输部印发《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》，为形成强大国内市场持续释放内需潜力打好运输基础。为降低COVID-19疫情对物流行业的冲击，

2020年2月15日，交通运输部宣布2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。

表 4 近年我国物流行业政策法规情况

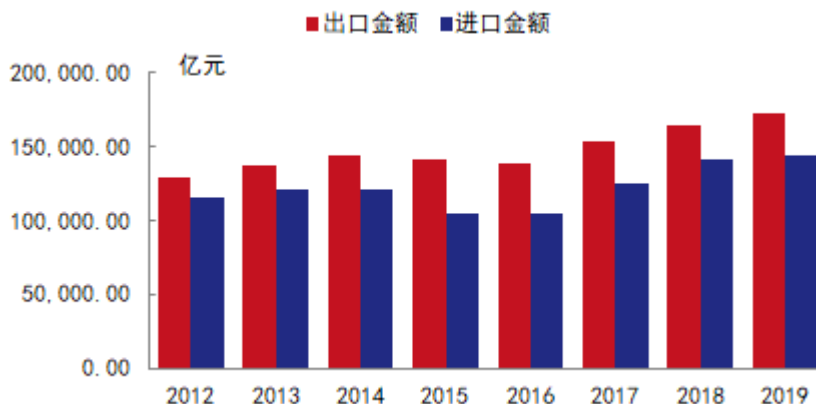
部门	时间	法律法规
国务院	2014年9月	《关于印发物流业发展中长期规划（2014—2020年）的通知》（国发[2014]42号）
	2014年10月	《关于促进内贸流通健康发展的若干意见》（国办发[2014]51号）
	2015年8月	《关于推进国内贸易流通现代化建设法治化营商环境的意见》（国发[2015]49号）
	2015年10月	《关于促进快递业发展的若干意见》（国发[2015]61号）
	2017年8月	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》
	2017年10月	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》
国家发改委	2014年11月	《关于我国物流业信用体系建设的指导意见》（发改运行[2014]2613号）
	2014年12月	《关于进一步促进冷链运输物流企业健康发展的指导意见》（发改经贸[2014]2933号）
	2014年12月	《关于放开部分铁路运输产品价格的通知》（发改价格[2014]2928号）
交通运输部	2014年7月	《交通运输物流信息互联共享标准（2014）》
	2016年8月	《交通运输科技“十三五”发展规划》
	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》
	2020年2月	2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费
商务部	2014年9月	《关于促进商贸物流发展的实施意见》（商流通函[2014]790号）
	2015年5月	《全国流通节点城市布局规划（2015-2020年）》
	2017年2月	《商贸物流发展“十三五”规划》
财政部	2015年8月	《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的通知》（财税[2015]98号）

资料来源：中国物流与采购联合会及公开资料，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。2019 年我国外贸出口金额 17.23 万亿元，同比增长 5.00%，进口金额 14.32 万亿元，同比增长 1.60%。

图 4 近年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：Wind，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。2018年，中国与“一带一路”相关国家双边贸易总额达到 1.3 万亿美元，同比增长 16.3%；中国 2018 年对沿线国家的投资达到 156.4 亿美元，同比增长 8.9%。

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、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关法律法规、规范性文件的要求，不断完善公司治理结构，建立健全公司内部控制制度。

公司按照《公司章程》、《上市公司股东大会规则》等规定和要求，规范股东大会的召集、召开和表决程序。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等。股东大会分为年度股东大会和临时股东大会，年度股东大会每年召开1次。

公司董事会由5名董事组成，设董事长1名，独立董事2名。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事任期3年，任期届满可连选连任。公司董事会下设战略投资委

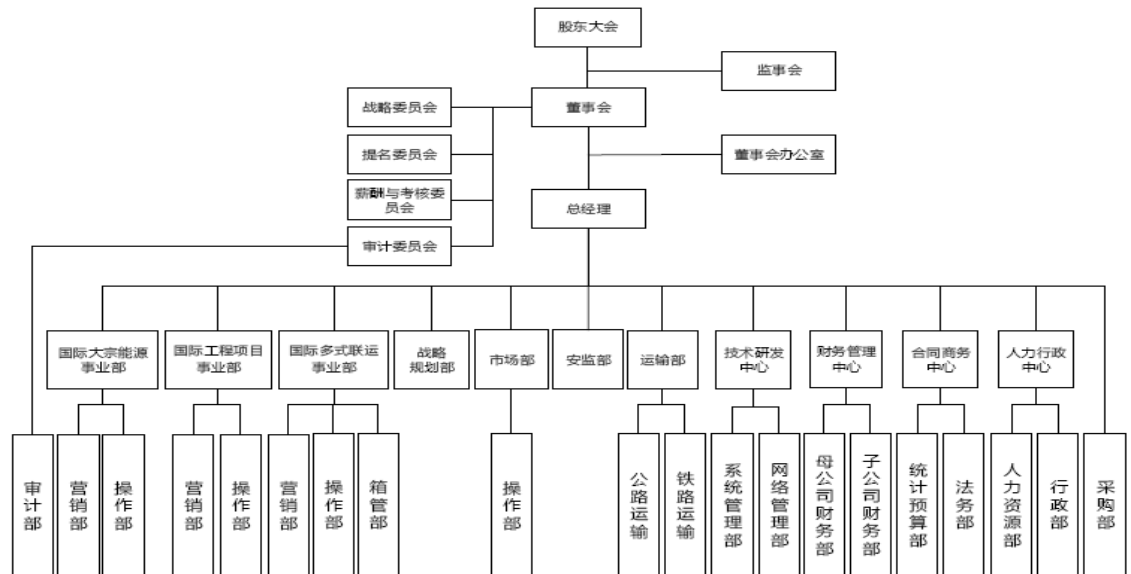
员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和审计委员会，对董事会负责。公司董事长为韩景华先生，为公司创始人之一，2005年6月至2015年12月历任公司前身嘉嘉友有限执行董事、董事长，2015年12月至今任公司董事长、法定代表人。

公司监事会设3名监事，由2名股东代表和1名职工代表组成，职工代表由公司职工民主选举产生和更换，股东代表由股东大会选举产生和更换。监事会设主席1人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为3年。监事任期届满，连选可以连任。监事会每6个月至少召开1次会议，监事可以提议召开临时监事会会议。公司监事会主席为侯润平先生，2001年至2003年任内蒙古万利贸易有限责任公司副总经理；2005年至今历任乌拉特中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司执行董事、监事、总经理、法定代表人；2015年12月至今任公司监事会主席。

根据董事长的提名，聘任或者解聘公司总经理、董事会秘书；根据总经理的提名，聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人等高级管理人员，并决定其报酬事项和奖惩事项。公司设总经理1名、副总经理若干名。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。公司总经理为孟联女士，为公司创始人之一，2005年6月至2015年12月历任公司前身嘉友有限董事、监事、总经理；2015年1月至2016年10月任公司董事会秘书；2015年12月至今任公司董事、总经理。

公司制定了各项具体制度及工作细则保障公司正常运营，包括对外担保管理制度、关联交易管理制度等。根据公司具体业务设立国际大宗能源事业部、国际工程项目事业部、国际多式联运事业部、战略规划部、市场部、安监部、运输部、技术研发中心、财务管理中心、合同商务中心和人力行政中心。公司组织架构如下。

图 5 截至 2019 年 9 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

从人员构成来看，截至2019年9月末，公司共有员工455人，其中生产人员人数最多，为237人，占比52.09%。从学历结构来看，公司本科及以上学历占总人数的比重为33.41%。

表 5 截至 2019 年 9 月末公司员工构成情况（单位：人）

员工构成的类别	员工人数	占员工总数的比例
生产人员	237	52.09%
销售人员	21	4.62%
技术人员	30	6.59%
财务人员	42	9.23%
行政人员	125	27.47%
合计	455	100.00%
学历	员工人数	占员工总数的比例
硕士	14	3.08%
本科	138	30.33%
大专	122	26.81%
高中及以下	181	39.78%
合计	455	100.00%

资料来源：公司提供

六、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国家 and 地区为主，在全球范围内整合海陆公铁、港口、口岸等中转服务的物流资源，并在甘其毛都、二连浩特、巴彦淖尔临河区等出入境口岸的物流节点投资核心物流资产、设施、组建通关和服务网络，形成跨境多式联运物流系统。公司业务类型主要包括跨境多式联运综合物流服务和供应链贸易业务，而供应链贸易业务也是以提供跨境综合物流服务为核心。2016-2018年及2019年1-9月，公司营业收入分别为9.57亿元、32.44亿元、41.01亿元及31.25亿元，营业收入逐年增加，其中供应链贸易业务占公司营业收入的比重较大，近三年又一期分别为50.34%、82.45%、82.87%和74.58%。

毛利率方面，公司参与到国内、国际工程和非工程的拓展，获取了新的业务合同，同时公司大宗矿产品运输规模和区域不断扩大，提供了更多港口、陆路口岸的物流服务，跨境多式联运综合物流服务毛利率有所波动。另外，供应链贸易业务毛利水平较低，且随着供应链贸易业务占公司营业收入的比重增加，公司综合毛利率水平有所下降，2016-2018年及2019年1-9月分别为22.03%、9.43%、8.71%和11.43%。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-9月		2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
跨境多式联运综合物流服务	79,447.03	34.29%	70,263.96	34.52%	56,927.18	39.39%	47,518.65	40.78%
供应链贸易业务	233,093.30	3.64%	339,822.31	3.38%	267,497.76	3.05%	48,172.90	3.53%
合计	312,540.33	11.43%	410,086.27	8.71%	324,424.93	9.43%	95,691.55	22.03%

资料来源：公司提供

近年公司业务规模和业务区域不断扩大，但业务区域的扩大对公司的管理及整合能力提出更高要求

2016-2018年及2019年1-9月，公司营业收入分别为9.57亿元、32.44亿元、41.01亿元及31.25亿元，其中跨境多式联运综合物流服务业务收入分别为4.75亿元、5.69亿元、7.03亿元和7.94亿元。跨境多式联运综合物流服务从业务类型包括跨境多式联运、大宗矿产品物流和智能仓储。

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。公司跨境多式联运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。

公司成立以来，为多个国内外500强企业提供跨境综合物流服务，其中，自2009年至今为Rio Tinto（力拓集团）的蒙古国OT铜矿建设一期、建设二期及运营期提供跨境综合物流总包服务；2013年至今为Kaz Minerals（哈萨克矿业）的哈萨克斯坦Bozshakol和Aktogay两个大型铜矿项目建设期和运营期提供跨境综合物流总包服务。公司将中蒙、中哈口岸开发及运营经验向非洲内陆国家的跨境多式联运业务中进行复制，开发了纳米比亚-赞比亚-刚果（金）新的陆路物流运输通道。自2018年1月起，为中国有色矿业集团（以下简称“中有色”）和云南铜业股份有限公司（以下简称“云南铜业”）在非洲最大的冶炼厂——赞比亚谦比希冶炼厂的粗铜/阳极板项目提供跨境综合物流服务；2018年3月起，为中有色和云南铜业位于刚果（金）的Kolwezi的Lualaba铜冶炼厂建设期提供跨境综合物流服务。

表 7 近年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）
奥云·陶勒盖铜金矿 施工基础设施、营地、研磨装置、竖井项目	江苏江都建设集团有限公司
	中冶天工集团有限公司
	中国化学工程第三建设有限公司
进口铜精矿物流合同	阳谷祥光铜业有限公司
	云南铜业股份有限公司
	深圳江铜营销有限公司
	灵宝黄金集团股份有限公司/灵宝黄金集团股份有限公司黄金冶炼分公司
	河南中原黄金冶炼厂有限责任公司
饮料制剂项目物流	蒙古MCS可口可乐公司(MCS COCA-COLA 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
	ME GLOBAL INC.
赞比亚 Kalumbila 的研磨球工厂建设和研磨球原材料提供跨境综合物流总包服务	COMPANIA ELECTRO METALURGICA SA
	ME LONG TENG GRINDING MEDIA (ZAMBIA) LIMITED
	中色国际贸易有限公司和云铜香港有限公司
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
	北京奥信化工科技发展有限责任公司

	浙江华友进出口有限公司
蒙古、刚果（金）、俄罗斯、塞尔维亚铜矿项目设备和物资运输服务及精矿运输服务	紫金矿业物流有限公司
	紫金铜业有限公司

资料来源：公司提供

2018年9月公司收购嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司（以下简称“嘉荣悦达”）开拓中非跨境多式联运业务，嘉荣悦达在非洲市场具有稳定的客户和运输资源，公司通过收嘉荣悦达100%股权，可以快速整合非洲市场的物流资源、渠道，加快公司在非洲物流市场的布局。2019年公司设立新疆嘉友恒信国际物流有限公司（以下简称“嘉友恒信”）拓展中亚业务，其中公司出资占比60%，嘉友恒信另一出资方的实际控制人为新疆生产建设兵团第四师国有资产监督管理委员会。公司通过嘉友恒信加速开拓中亚地区跨境多式联运综合物流业务，提升霍尔果斯边境口岸物流服务能力。开拓非洲及拓展中亚地区的业务，在一定程度上降低了业务区域过度集中的风险，但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。

公司业务在核心区域已形成规模效应，具备成本优势

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。海关公用型保税仓库和海关监管场所有较高的准入要求，公司业务已形成区位上的规模效应，具备成本优势，从而形成公司核心竞争力。

表8 截至2019年9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	1,490.61	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	8,880.94	乌中国用（2014）第20140245号
	其它物流业务环节	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	2,189.72	乌中国用（2008）第2540号
				21,673.00		乌中国用（2011）20110550号
二连浩特市			内蒙嘉友国际物流有限公司	78,000.00	392.79	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	5,036.49	蒙2019（巴市）不动产权第0003785号

资料来源：公司上市招股说明书、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。2018年甘其毛都口岸进出口贸易额占蒙古国进出口贸易总额的28.82%，较上年增长2.73%；占中蒙贸易值的43.54%，较上年增长3.1%；煤炭进口量连续第三年突破1,000万吨，占蒙古国煤炭出口的46.69%，占全国炼焦煤进口的27.95%；铜精粉进口连续第五年突破70万吨，占蒙古国铜精矿出口总值的61.26%，较上年增长5.9%。

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。另外，蒙古从甘其毛都口岸出口的铜精矿全部由公司负责运输，其中奥云陶勒盖铜矿（OT矿）已探明铜金属量2,540万吨，黄金1,028吨，预计开采期限超过50年，较大的储量和较长的运营期，可以持续为公司带来物流订单。近三年又一期，公司铜精矿的运输量分别为99.23吨、96.86万吨、97.77万吨和65.75万吨。

表9 公司铜精矿运输量情况（单位：万吨）

大宗矿产品物流	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
铜精矿	65.75	97.77	96.86	99.23

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

公司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保税库及海关监管场为铜精矿等矿产品提供保税监管仓储业务服务，同时依托公司自主研发的仓储管理系统、智能卡口管理信息系统等一系列物流管理信息系统，实现智能仓储服务的功能。

供应链贸易业务对公司收入贡献大，但对主要供应商依赖较大

供应链贸易业务是公司物流基础业务的延伸。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，境外供应商将主焦煤运至公司境内海关监管场所后，公司提供监管场所的仓储服务、装卸、口岸等服务，同时提供从监管场所至最终

客户指定目的地的运输服务及煤炭贸易服务，公司仅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，不赚取商品差价。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，按照综合物流部分成本，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。公司结算过程为收到客户的预付款，再支付给供应商，公司垫付的费用相对较少，资金压力较小，一般周期为20天左右。因此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。

近年供应链贸易业务收入对公司营业收入贡献较大，2016-2018年及2019年1-9月供应链贸易业务收入分别为4.82亿元、26.75亿元、33.98亿元和23.31亿元，占公司营业收入的比重分别为50.34%、82.45%、82.87%和74.58%；毛利率分别为3.53%、3.05%、3.38%和3.64%。

另外，供应商方面，Energy Resources LLC运营的Ukhaa Khudag矿总储量约64亿吨，其中焦煤储量约18亿吨，预计开采期近70年；客户方面，公司供应链贸易客户主要为国内大型的焦化厂和钢厂，公司与客户一般签订年度框架合同。公司和神华内蒙古煤焦化有限责任公司于2018年签署为期五年每年400万吨主焦煤的供应协议。供应商较大的储量和较长的开采期及相对稳定的客户，可持续为公司带来物流订单，但公司供应链贸易业务供应商单一，公司对供应商依赖较大。近年公司煤炭进货量及出货量差别不大，煤炭运输量约占甘其毛都口岸全部煤炭进口量的20%左右。

表 10 公司煤炭运输量情况（单位：万吨）

供应链贸易	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
进货量	246.70	384.94	308.80	107.20
出货量	244.32	376.01	302.14	101.86

资料来源：公司提供

公司客户及供应商资质较好，但集中度高

公司主要客户群为铜精矿、主焦煤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。2016-2018年及2019年1-9月，公司前五名客户收入占全部收入的比重分别为54.84%、66.77%、70.59%和61.91%，公司客户集中度高，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，则可能对公司的业务产生不利影响。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11 公司前五名客户收入金额及占比情况（单位：万元）

年份	客户名称	金额	占比	
2019年 1-9月	国家能源投资集团有限 责任公司	国家能源集团煤焦化有限责任公司	47,346.08	15.15%
		神华蒙西煤化工股份有限公司	21,820.84	6.98%
		神华巴彦淖尔能源有限责任公司	16,305.04	5.22%
		神华乌海能源有限责任公司	6.48	0.00%
		小计	85,478.44	27.35%
	中蒙（天津）国际贸易有限公司	44,058.75	14.10%	
	乌拉特中旗丰达贸易有限公司	27,057.43	8.66%	
	嘉峪关铁龙煤炭销售有限公司	19,766.18	6.32%	
	天津联鑫国际贸易有限公司	17,131.85	5.48%	
	合计	193,492.64	61.91%	
2018年	国家能源投资集团有限 责任公司	神华乌海能源有限责任公司	71,433.49	17.42%
		神华蒙西煤化工股份有限公司	34,434.06	8.40%
		神华巴彦淖尔能源有限责任公司	33,007.34	8.05%
		小计	138,874.89	33.86%
	乌拉特中旗丰达贸易有限公司	57,632.96	14.05%	
	中蒙（天津）国际贸易有限公司	37,705.99	9.19%	
	天津联鑫国际贸易有限公司	31,621.30	7.71%	
	嘉峪关铁龙煤炭销售有限公司	23,647.30	5.77%	
合计	289,482.44	70.59%		
2017年	乌拉特中旗丰达贸易有限公司	118,425.81	36.50%	
	天津联鑫国际贸易有限公司	32,304.75	9.96%	
	诺贸贸易（上海）有限公司	24,181.23	7.45%	
	中冶华冶（北京）国际贸易有限公司	22,956.35	7.08%	
	OYU TOLGOI LLC	18,760.24	5.78%	
	合计	216,628.38	66.77%	
	2016年	OYU TOLGOI LLC	16,595.99	17.34%
中冶华冶（北京）国际贸易有限公司		12,201.85	12.75%	
天津联鑫国际贸易有限公司		10,251.12	10.71%	
内蒙古蒙蒙国际商贸有限公司		6,864.80	7.17%	
东营方圆有色金属有限公 司（东营鲁方金属材料有 限公司）		东营方圆有色金属有限公司	5,530.28	5.78%
		东营方圆有色金属有限公司	1,036.48	1.08%
小计		6,566.76	6.86%	
合计	52,480.51	54.84%		

资料来源：公司提供

公司的供应商主要为供应链贸易业务的Energy Resources LLC等矿业公司、国内铁路运输公司及货运代理公司，2016-2018年及2019年1-9月前五名供应商采购金额占全部采购

金额的比重分别为75.32%、89.97%、87.17%和84.68%，供应商集中度高，公司业务的发展对供应商依赖较大。

表12 公司前五名供应商金额及占比情况（单位：万元）

年份	供应商名称		金额	占比
2019年1-9月	MCCL	Energy Resources LLC	183,418.18	66.26%
		Khangad Exploration LLC	28,277.58	10.22%
		小计	211,695.76	76.48%
		中国国家铁路集团有限公司	10,530.33	3.80%
		REINSBERG HOLDING AG	7,499.87	2.71%
	中国神华能源股份有限公司	神华甘泉铁路有限责任公司	2,570.98	0.93%
		神华包神铁路集团有限责任公司物流服务分公司	253.17	0.09%
		神华包神铁路有限责任公司	60.77	0.02%
		小计	2,884.92	1.04%
		全球国际货运代理（中国）有限公司北京分公	1,798.45	0.65%
		合计	234,409.33	84.68%
2018年	MCCL	Energy Resources LLC	269,496.79	71.99%
		Khangad Exploration LLC	31,054.27	8.30%
		小计	300,551.06	80.28%
		中国国家铁路集团有限公司	9,647.72	2.58%
		乌拉特中旗华顺汽车运输有限责任公司	7,929.49	2.12%
		乌拉特中旗富腾物流有限公司	4,480.27	1.20%
	中国神华能源股份有限公司	神华甘泉铁路有限责任公司	2,829.90	0.76%
		鄂尔多斯市神华包神铁路物流服务有限责任公司	508.3	0.14%
		神华包神铁路集团有限责任公司物流服务分公司	286.48	0.08%
		神华包神铁路有限责任公司	86.15	0.02%
		小计	3,710.83	0.99%
	合计	326,319.37	87.17%	
2017年	MCCL	Energy Resources LLC	235,030.34	79.99%
		Khangad Exploration LLC	435.10	0.15%
		小计	235,464.82	80.14%
		中国国家铁路集团有限公司	12,943.69	4.41%
		乌拉特中旗华顺汽车运输有限责任公司	5,954.40	2.03%
	中国神华能源股份有限公司	神华甘泉铁路有限责任公司	2,898.05	0.99%
		神华包神铁路多种经营公司	1,812.82	0.62%
		鄂尔多斯市神华包神铁路物流服务有限责任公司	209.84	0.07%
		神华包神铁路有限责任公司	135.82	0.05%
		神华包神铁路多种经营公司万南煤场	3.41	0.00%

	小计	5,059.93	1.72%
	乌拉特中旗富腾物流有限公司	4,949.99	1.68%
	合计	264,372.83	89.97%
2016年	Energy Resources LLC	44,761.88	59.99%
	北京畅捷顺达货物运输有限公司	3,224.24	4.32%
	中国铁路总公司	2,954.50	3.96%
	乌拉特中旗华顺汽车运输有限责任公司	2,917.94	3.91%
	乌拉特中旗刘振宇物流有限公司	2,340.64	3.14%
	合计	56,199.20	75.32%

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，资金需求规模较大

目前公司业务网络主要覆盖蒙古、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要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。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。公司业务面临一定的地缘政治、汇率波动等风险。

截至2019年9月末，公司主要在建、拟建的项目包括本期债券募投项目、新疆嘉友恒信海关监管场所项目-办公楼及仓库土建工程等，预计总投资18.50亿元，尚需投资16.85亿元，其中本期债券募投项目预计总投资16.03亿元，本期债券募集资金7.20亿元，扣除本期债券募集资金公司尚需投资8.83亿元，公司资金需求规模较大。

表13 截至2019年9月末公司主要在建、拟建项目情况（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	0.00	160,330.52
石景山区办公楼项目	17,700.82	16,490.82	1,210.00
新疆嘉友恒信海关监管场所项目-办公楼及仓库土建工程	6,924.00	0.00	6,924.00
合计	184,955.34	16,490.82	168,464.52

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2014-2016年三年连审审计报告、2017年、2018年审计报告及2019年1-9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年又一期，公司合并报表范围变化情况如下所示：

表 14 近三年又一期纳入公司合并范围的子公司变动情况

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
合并子公司家数	16	14	9	6
其中：当年增加数	3	5	3	1
增加原因	对外投资新设立	对外投资新设立或非同一控制下企业合并	对外投资新设立	非同一控制下企业合并
增加子公司名称	1、新疆嘉友恒信国际物流有限公司 2、Jiayou-M And D Global Logistics Namibia (pty) Ltd 3、JASMON LOGISTICS LLC	1、嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司 2、JASN INTERNATIONAL PTE.LTD. 3、嘉盈智慧物流(天津)有限公司 4、嘉和国际融资租赁(天津)有限公司 5、嘉中清洁能源(江苏)有限公司	1、嘉友供应链(新疆)有限公司 2、达茂旗嘉友国际供应链贸易有限责任公司 3、嘉泓国际物流(天津)有限公司	1、巴彦淖尔市临津物流有限公司
其中：当年减少数	1	0	0	0
减少原因	注销（未开展实际业务）	-	-	-
减少子公司名称	嘉中清洁能源(江苏)有限公司	-	-	-

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，应收及预付款项占比较大，对公司资金形成一定占用

近年来，受公司 A 股上市、并购、投资影响，公司资产规模迅速增长，截至 2019 年 9 月末，公司总资产由 2016 年末的 7.17 亿元增至 24.79 亿元，累计增幅为 245.60%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至 2019 年 9 月末，公司流动资产占比为 77.96%。

表 15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年9月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	55,307.10	22.31%	57,438.85	26.83%	41,445.79	46.34%	22,652.28	31.58%
交易性金融资产	68,560.32	27.66%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	24,503.29	9.88%	13,595.94	6.35%	6,824.66	7.63%	7,416.10	10.34%

预付款项	26,867.24	10.84%	24,927.20	11.65%	7,682.34	8.59%	13,491.68	18.81%
存货	11,921.77	4.81%	14,164.58	6.62%	7,137.30	7.98%	4,536.18	6.32%
其他流动资产	1,183.16	0.48%	57,177.95	26.71%	849.24	0.95%	673.74	0.94%
流动资产合计	193,243.95	77.96%	170,199.55	79.52%	65,450.38	73.19%	49,795.59	69.42%
固定资产	19,738.16	7.96%	13,637.75	6.37%	13,493.73	15.09%	14,733.60	20.54%
在建工程	20,644.53	8.33%	16,443.09	7.68%	59.38	0.07%	166.85	0.23%
无形资产	6,451.29	2.60%	6,570.30	3.07%	5,713.18	6.39%	5,822.75	8.12%
商誉	6,088.55	2.46%	6,088.55	2.84%	7.58	0.01%	7.58	0.01%
非流动资产合计	54,642.50	22.04%	43,845.19	20.48%	23,979.95	26.81%	21,931.82	30.58%
资产总计	247,886.44	100.00%	214,044.74	100.00%	89,430.33	100.00%	71,727.41	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年、2017 年、2018 年审计报告及 2019 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，截至2018年末，货币资金余额5.74亿元，其中银行存款4.41亿元，其他货币资金1.33亿元，其他货币资金为信用证保证金和保函保证金，为受限资金。交易性金融资产为公司购买的理财产品，2019年执行新金融工具准则将理财产品和结构性存款余额从其他流动资产重分类至交易性金融资产科目列示，截至2019年9月末账面价值6.86亿元。应收账款主要是公司应收的运费、仓储费，截至2018年末，应收账款账面价值1.36亿元，账龄6个月以内占比98.31%，前五名单位欠款合计0.56亿元，占比40.72%。2019年9月末，应收账款账面价值2.45亿元，较期初大幅增加，主要系公司部分客户于年底回款。公司预付款项主要是预付的铁路运输等运费，2018年末为2.49亿元，前五名预付对象占全部预付款项的90.57%。截至2018年末，公司存货账面价值1.42亿元，其中库存商品1.40亿元，主要为主焦煤，2018年公司供应链贸易业务规模扩大，主焦煤采购量增加。截至2018年末，公司其他流动资产账面价值5.72亿元，同比大幅增加主要系公司购买保本浮动收益理财5.21亿元。

截至2018年末，公司固定资产账面价值1.36亿元，其中房屋及建筑物占比76.98%，机器设备占比9.22%，运输设备占比9.59%，房屋及建筑物主要为公司位于二连浩特、甘其毛都口岸的海关监管场所、巴彦淖尔临河区保税物流中心等。截至2018年末，账面价值813.87万元的房屋建筑物未办妥产权证书。2019年9月末，公司固定资产账面价值同比增长44.73%，主要系购买集装箱等设备所致。截至2018年末，公司在建工程账面价值1.64亿元，主要为石景山办公楼项目。公司无形资产包括土地使用权和软件，截至2018年末，无形资产账面价值0.66亿元，其中土地使用权0.65亿元。商誉为公司收购子公司时形成，截至2018年末，商誉账面价值为6,088.55万元，其中收购嘉荣悦达形成6,080.97万元，约定嘉荣悦达

2018年至2020年净利润分别不低于1,050万元、1,150万元、1,300万元，三年累计净利润不低于3,500万元（净利润以归属股东的净利润和扣除非经常性损益后的净利润二者孰低为准），2018年度嘉荣悦达经审计的净利润为1,129.07万元。

整体来看，近年公司资产规模快速增长，2019年9月末应收及预付款项合计5.41亿元，占比21.82%，对公司资金形成一定占用。

资产运营效率

公司流动资产周转效率存在波动，净营业周期有所增加

2017年以来公司供应链贸易收入规模大幅增加，带动公司应收账款周转率提升，周转天数下降；同时营业成本的增加，带动存货和应付账款周转天数下降，而2018年公司应付账款规模增加，导致当期应付账款周转天数有所增加，整体来看，公司净营业周期2017年以来有所增加。

近年公司流动资产周转天数有所波动，2017年公司营业收入大幅增加，流动资产周转天数下降，2018年公司上市，流动资产大幅增加，流动资产周转天数亦增加；而随着公司营业收入大幅增加，公司固定资产周转天数逐年下降，综合导致总资产周转效率有所波动。

表 16 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	8.96	7.90	21.51
存货周转天数	10.24	7.15	12.60
预付款项周转天数	15.68	12.97	36.26
应付账款周转天数	13.88	9.79	35.03
预收款项周转天数	5.94	10.77	46.80
净营业周期	15.06	7.46	-11.45
流动资产周转天数	103.43	63.94	130.72
固定资产周转天数	11.91	15.66	57.03
总资产周转天数	133.20	89.41	214.65

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年来公司营业收入和净利润逐年增长，但综合毛利率有所下降

公司营业收入来源于跨境多式联运综合物流服务和供应链贸易业务，近年来随着各项业务规模的扩大，公司营业收入逐年增加，2016-2018年及2019年1-9月公司营业收入分别为9.57亿元、32.44亿元、41.01亿元及31.25亿元。综合毛利率方面，公司供应链贸易业务

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，公司综合毛利率水平有所下降，营业利润率也有所下降。

公司投资收益主要来源于理财产品收益，2018年获得投资收益2,426.44万元。公司期间费用主要为管理费用、研发费用和销售费用，2017年以来，随着公司收入规模增加，公司期间费用率大幅下降。受总资产、所有者权益和营业收入增长的综合影响，2016-2018年公司总资产回报率有所波动，净资产收益率有所下降。另外，公司在境外的部分业务采用外币结算，随着公司境外业务规模的增加及本期债券募投项目的建设、运营，公司未来面临一定的外汇风险。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
营业收入	312,540.33	410,086.27	324,424.93	95,691.55
投资收益	1,825.24	2,426.44	129.98	123.01
营业利润	33,728.84	32,816.98	24,897.64	17,589.75
利润总额	33,718.19	32,825.81	25,032.39	17,444.95
净利润	28,107.51	26,982.77	20,589.05	14,529.43
综合毛利率	11.43%	8.71%	9.43%	22.03%
期间费用率	1.02%	1.01%	1.52%	3.66%
营业利润率	10.79%	8.00%	7.67%	18.38%
总资产回报率	-	21.63%	31.07%	30.57%
净资产收益率	-	25.07%	43.63%	43.65%
营业收入增长率	-	26.40%	239.03%	52.70%
净利润增长率	-	31.05%	41.71%	41.81%

资料来源：公司 2014-2016 年、2017 年、2018 年审计报告及 2019 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营收现能力较强，经营活动现金流均为净流入

近年来公司经营收现情况较好，收现比均大于1，现金生成能力强，净利润及FFO（经营所得现金）规模保持增长。随着公司业务规模扩大，存货规模增加，同时叠加经营性应收款项和经营性应付款项的影响，公司营运资本由正转负，但FFO规模较大，公司经营活动现金流均为净流入，2016-2018年及2019年1-9月公司经营活动现金净流入分别为1.83亿元、2.06亿元、0.04亿元和3.15亿元。

投资活动方面，近年公司投资净现金流均表现为净流出，投资活动现金流入为理财产品的赎回，投资活动现金流出为购买理财产品、购置办公楼、集装箱等固定资产及对外股

权投资。筹资活动方面，2018年公司公开发行股票募集资金7.87亿元，筹资活动现金流出主要为分配股利及支付发行费用。

表 18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
收现比	1.15	1.11	1.13	1.31
净利润	28,107.51	26,982.77	20,589.05	14,529.43
非付现费用	-	1,763.32	1,675.36	1,590.59
非经营损益	-	-2,993.81	162.96	-216.59
FFO	-	25,752.28	22,427.37	15,903.44
营运资本变化	-	-25,323.34	-1,851.70	2,440.15
其中：存货减少（减：增加）	-	-7,027.29	-2,601.12	-3,847.62
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-38,567.32	5,215.71	-15,701.57
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	20,271.26	-4,466.29	21,989.34
经营活动产生的现金流量净额	31,533.40	428.94	20,575.67	18,343.59
投资活动产生的现金流量净额	-26,221.76	-71,017.96	-3,614.66	-869.70
筹资活动产生的现金流量净额	655.83	73,013.21	1,694.00	-7,360.00
现金及现金等价物净增加额	6,480.40	3,156.77	18,369.98	10,399.89

资料来源：公司 2014-2016 年、2017 年、2018 年审计报告及 2019 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司资本实力持续增强，融资渠道拓宽，目前债务负担较轻

受益于公司发行股票上市及持续经营的积累，2016-2018年公司所有者权益年复合增长率为106.80%，资本实力持续增强。负债方面，2016-2018年公司负债总额年复合增长率为27.08%。截至2019年9月末，公司所有者权益18.66亿元，负债总额为6.13亿元，产权比率为32.87%，公司净资产对负债总额的保障程度较好。

表 19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年9月	2018年	2017年	2016年
负债总额	61,328.83	56,245.24	31,943.80	34,829.94
所有者权益	186,557.61	157,799.50	57,486.53	36,897.48
产权比率	32.87%	35.64%	55.57%	94.40%

资料来源：公司 2014-2016 年、2017 年、2018 年审计报告及 2019 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要为流动负债，截至2019年9月末，流动负债占比99.16%。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年9月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	20,611.52	33.61%	20,955.50	37.26%	7,918.43	24.79%	8,056.10	23.13%
预收款项	29,166.10	47.56%	13,528.94	24.05%	19,415.77	60.78%	24,877.34	71.43%
应交税费	2,201.93	3.59%	3,519.64	6.26%	1,181.43	3.70%	566.82	1.63%
其他应付款	4,977.94	8.12%	13,130.62	23.35%	2,295.85	7.19%	341.52	0.98%
一年内到期的非流动负债	3,466.75	5.65%	2,051.75	3.65%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	60,812.77	99.16%	54,277.61	96.50%	31,612.30	98.96%	34,444.44	98.89%
非流动负债合计	516.07	0.84%	1,967.62	3.50%	331.50	1.04%	385.50	1.11%
负债合计	61,328.83	100.00%	56,245.24	100.00%	31,943.80	100.00%	34,829.94	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年、2017 年、2018 年审计报告及 2019 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司应付票据及应付账款全部为应付账款，随着业务规模的扩大，应付账款余额有所增加。截至2018年末，应付账款账面价值2.10亿元，其中1年以内占比96.01%。公司预收款项为预收供应链贸易客户的款项，2018年末账面价值1.35亿元，账龄一年以内占比99.91%。公司应交税费主要为应交的增值税、企业所得税，2018年末为0.35亿元。截至2018年末，公司其他应付款1.31亿元，其中代收代付款占比83.32%，应付子公司少数股东往来款占比13.43%。公司一年内到期的非流动负债为预计一年内支付的股权转让款，2018年公司收购嘉荣悦达100%股权，根据股权收购协议，嘉荣悦达按期完成业绩承诺，公司分期支付剩余股权转让款。

截至2019年9月末，公司无有息负债。从偿债指标来看，2018年受益于公司股票上市发行，公司所有者权益大幅增加，截至2019年9月末，资产负债率为24.74%。近年公司流动资产增加，流动比率和速动比率均有所提高，截至2018年末，公司流动比率和速动比率分别为3.14和2.87，短期偿债指标表现较好。近三年公司利润总额逐年增加，EBITDA也逐年增长。综合来看，公司短期偿债指标表现较好，且公司上市发行股票，融资渠道拓宽。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2019年9月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	24.74%	26.28%	35.72%	48.56%
流动比率	3.18	3.14	2.07	1.45
速动比率	2.98	2.87	1.84	1.31
EBITDA（万元）	-	34,456.72	26,607.15	19,181.99
负债总额/EBITDA	-	1.63	1.20	1.83

经营性净现金流/流动负债	0.52	0.01	0.65	0.53
经营性净现金流/负债总额	0.51	0.01	0.64	0.53

资料来源：公司 2014-2016 年、2017 年、2018 年审计报告及 2019 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券募投项目收益为本期债券偿付资金的主要来源。根据公司提供资料，募投项目预计建设期为两年，预计项目投资回收期5.44年，财务内部收益率27%。但值得注意的是，募投项目实际获得的收益可能受建设进度不达预期、汇率波动、开工后投资成本上升等风险因素影响而存在一定不确定性。

公司日常经营收入及现金流入为本期债券偿付提供重要保障。2016-2018年及2019年1-9月，公司营业收入分别为9.57亿元、32.44亿元、41.01亿元及31.25亿元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为12.57亿元、36.76亿元、45.43亿元和35.96亿元，2016-2018年FFO（经营所得现金）分别为1.59亿元、2.24亿元和2.58亿元，近年公司收入、现金流入及FFO规模逐年增加，对本期债券的偿付形成重要保障。但需关注的是，公司业务对主要客户及供应商依赖较大，若主要客户及供应商经营状况发生不利变化，公司业务会受到较大影响。

本期债券为可转换公司债券，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，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。此外，作为上市公司，公司可通过资本市场进行股权或债务融资以获得本期债券的偿债资金，但政策或经营状况等因素或导致其存在不确定性。

九、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2016年1月1日至报告查询日（2020年2月27日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

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：万元）	2019年9月	2018年	2017年	2016年
货币资金	55,307.10	57,438.85	41,445.79	22,652.28
交易性金融资产	68,560.32	0.00	0.00	0.00
应收账款	24,503.29	13,595.94	6,824.66	7,416.10
预付款项	26,867.24	24,927.20	7,682.34	13,491.68
存货	11,921.77	14,164.58	7,137.30	4,536.18
流动资产合计	193,243.95	170,199.55	65,450.38	49,795.59
固定资产	19,738.16	13,637.75	13,493.73	14,733.60
在建工程	20,644.53	16,443.09	59.38	166.85
商誉	6,088.55	6,088.55	7.58	7.58
非流动资产合计	54,642.50	43,845.19	23,979.95	21,931.82
资产总计	247,886.44	214,044.74	89,430.33	71,727.41
应付票据及应付账款	20,611.52	20,955.50	7,918.43	8,056.10
预收款项	29,166.10	13,528.94	19,415.77	24,877.34
其他应付款	4,977.94	13,130.62	2,295.85	341.52
一年内到期的非流动负债	3,466.75	2,051.75	0.00	0.00
流动负债合计	60,812.77	54,277.61	31,612.30	34,444.44
负债合计	61,328.83	56,245.24	31,943.80	34,829.94
所有者权益合计	186,557.61	157,799.50	57,486.53	36,897.48
营业收入	312,540.33	410,086.27	324,424.93	95,691.55
营业利润	33,728.84	32,816.98	24,897.64	17,589.75
净利润	28,107.51	26,982.77	20,589.05	14,529.43
经营活动产生的现金流量净额	31,533.40	428.94	20,575.67	18,343.59
投资活动产生的现金流量净额	-26,221.76	-71,017.96	-3,614.66	-869.70
筹资活动产生的现金流量净额	655.83	73,013.21	1,694.00	-7,360.00
财务指标	2019年9月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	8.96	7.90	21.51
存货周转天数	-	10.24	7.15	12.60
预付款项周转天数	-	15.68	12.97	36.26
应付账款周转天数	-	13.88	9.79	35.03
预收款项周转天数	-	5.94	10.77	46.80
净营业周期	-	15.06	7.46	-11.45
流动资产周转天数	-	103.43	63.94	130.72
固定资产周转天数	-	11.91	15.66	57.03
总资产周转天数	-	133.20	89.41	214.65

综合毛利率	11.43%	8.71%	9.43%	22.03%
期间费用率	1.02%	1.01%	1.52%	3.66%
营业利润率	10.79%	8.00%	7.67%	18.38%
总资产回报率	-	21.63%	31.07%	30.57%
净资产收益率	-	25.07%	43.63%	43.65%
营业收入增长率	-	26.40%	239.03%	52.70%
净利润增长率	-	31.05%	41.71%	41.81%
资产负债率	24.74%	26.28%	35.72%	48.56%
流动比率	3.18	3.14	2.07	1.45
速动比率	2.98	2.87	1.84	1.31
EBITDA (万元)	-	34,456.72	26,607.15	19,181.99
负债总额/EBITDA	-	1.63	1.20	1.83
经营性净现金流/流动负债	0.52	0.01	0.65	0.53
经营性净现金流/负债总额	0.51	0.01	0.64	0.53

资料来源：公司 2014-2016 年、2017 年、2018 年审计报告及 2019 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年 9 月末纳入公司合并范围的子公司

序号	公司名称	注册资本 (万元)	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%	开展无车承运业务, 拓展建设电商平台。
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	嘉泓国际物流(天津)有限公司	3,000	100%	以天津港为核心开展跨境多式联运业务, 提供天津港口综合物流操作服务。
10	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。
11	嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司	600	100%	整合非洲市场物流资源, 提供中非跨境多式联运服务。
12	JASN INTERNATIONAL PTE.LTD.	1,500 万美元	100%	利用新加坡作为亚洲主要的航运和金融中心, 从事国际矿能跨境多式联运供应链管理业务。
13	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。
14	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。
15	达茂旗嘉友国际供应链贸易有限公司	1,000	100%	国际矿能跨境多式联运供应链管理业务。
16	嘉友供应链(新疆)有限公司	3,000	100%	以乌鲁木齐为核心开展阿拉山口、霍尔果斯、喀什等与中亚国家接壤的陆运口岸跨境多式联运。

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
预付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初预付款项余额} + \text{期末预付款项余额}) / 2] \}$
预收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初预收款项余额} + \text{期末预收款项余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 + 预付款项周转天数 - 应付账款周转天数 - 预收款项周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 递延所得税资产的减少
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目增加
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

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公司网站（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。