



# 2020年嘉友国际物流股份有限公司 可转换公司债券2021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.

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



# 2020年嘉友国际物流股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-6-18	2020-9-27

## 评级观点

- 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）及其2020年8月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司业务在核心区域仍有规模效应，资本实力持续增强，债务负担仍较轻。同时也关注到，受疫情影响，2020年公司营业收入有所下降，主营业务及本期债券募投项目位于境外，面临一定的地缘政治风险，公司客户和供应商集中度高，资金需求规模较大，商誉存在减值风险等。

## 债券概况

**债券简称：**嘉友转债

**债券剩余规模：**7.2亿元

**债券到期日期：**2026-8-5

**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

## 未来展望

- 公司业务在核心区域仍有规模效应，预计公司业务持续性较好，随着对疫情的有效管控，营业收入有望扩大，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	2021.3	2020	2019	2018
总资产	35.56	34.02	23.97	21.40
归母所有者权益	22.50	21.65	18.66	15.77
总债务	6.75	6.74	0.00	0.00
营业收入	6.00	32.81	41.71	41.01
净利润	0.84	3.62	3.46	2.70
经营活动现金流净额	-0.96	2.54	3.93	0.04
销售毛利率	16.98%	15.39%	10.93%	8.71%
EBITDA 利润率	-	14.34%	10.18%	8.05%
总资产回报率	-	14.23%	18.38%	21.63%
资产负债率	34.73%	34.29%	19.26%	26.28%
净债务/EBITDA	-	-1.78	-2.76	-0.99
EBITDA 利息保障倍数	-	51.80	-	-
总债务/总资本	22.52%	23.17%	0.00%	0.00%
FFO/净债务	-	-41.10%	-25.40%	-77.85%
速动比率	3.48	4.09	3.71	2.87
现金短期债务比	42.87	34.32	-	-

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度报告，中证鹏元整理

## 联系方式

**项目负责人：**王硕  
wangsh@cspengyuan.com

**项目组成员：**安晓敏  
anxm@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 优势

- **公司业务在核心区域仍有规模效应。**公司拥有中蒙二连浩特、甘其毛都口岸的海关公用型保税仓库、海关监管场所等资产，其中在甘其毛都口岸拥有的仓储能力占口岸现有仓储能力的 50%以上，公司业务仍有区位上的规模效应。
- **公司资本实力持续增强，债务负担较轻。**跟踪期内公司所有者权益继续增加，资本实力持续增强，另外公司债务以长期为主，偿债指标较好，债务负担较轻。

## 关注

- **“COVID-19”疫情冲击下，公司营业收入有所下降。**受“COVID-19”疫情影响，甘其毛都口岸的通关控制较为严格，公司营业收入有所下降。
- **公司主营业务及本期债券募投项目位于境外，对公司的管理及整合能力提出更高要求，也面临一定的地缘政治风险。**公司业务范围主要涉及中蒙、中亚及中非，本期债券募投项目位于非洲刚果（金），不同的国家适用监管法规不同，需要更多的境外市场专业管理人才，同时面临一定的地缘政治风险和外汇风险，对公司的管理及整合能力提出更高要求。
- **公司客户及供应商集中度仍较高，业务受主要客户及供应商影响较大。**2020 年公司客户和供应商集中度仍较高，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。
- **公司资金需求规模较大。**截至 2021 年 3 月末，公司主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，资金需求规模较大。
- **公司商誉存在一定的减值风险。**公司对外收购形成的商誉账面价值较大，受标的经营情况影响，存在一定的减值风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年8月发行6年期7.20亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与港口的现代化与改造项目。截至2021年3月31日，本期债券累计转股金额6.70万元，尚有未转股金额71,993.30万元，占可转债发行总量的99.99%。为提高募集资金使用效率，在确保不影响募集资金投资项目建设的前提下，公司合理利用部分闲置募集资金进行现金管理，购买银行理财产品。截至2021年3月末，本期债券募集资金专项账户余额为3,502.92万元，使用本期债券闲置募集资金进行现金管理尚未到期理财产品金额58,300.00万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、实际控制人均未发生变化。截至2021年3月31日，本期债券累计转股金额6.70万元，累计转股数为2,695股，公司总股本由219,520,000股变更为219,522,695股。

截至2021年3月末，公司实际控制人仍为韩景华和孟联，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（天津）资产管理合伙企业（有限合伙）控制公司37.50%的股份，为一致行动人，公司前十大股东持有的股份均没有被质押或冻结情况。

**表1 截至2021年3月末公司前十大股东情况**

股东名称	持股数量（股）	比例（%）
嘉信益（天津）资产管理合伙企业（有限合伙）	82,320,000	37.50
韩景华	48,795,317	22.23
孟联	25,292,683	11.52
香港中央结算有限公司	2,170,566	0.99
武子彬	1,646,400	0.75
王本利	1,646,400	0.75
侯润平	1,646,400	0.75
白玉	1,646,400	0.75
唐世伦	1,646,400	0.75
上海龙全投资管理有限公司—上海龙全投资管理有限公司—龙全2号私募投资基金	1,099,898	0.50

资料来源：公司2021年第一季度报告，中证鹏元整理

公司于2021年4月22日、2021年5月18日分别召开第二届董事会第三十六次会议、2020年年度股东大会

会，审议通过了《关于公司2020年度利润分配及资本公积金转增股本预案议案》，同意以公司2020年12月31日的总股本21,952万股为基数，以资本公积转增股本，每10股转增3股，共计转增6,585.60万股。另外，审议通过了《公司非公开发行A股股票涉及的相关议案》，计划非公开发行A股股票，募集资金总额不超过63,600万元，若该次非公开发行A股股票发行成功，公司资本实力将进一步增强。

公司于2020年3月31日完成了对内蒙古嘉易达矿业有限公司（以下简称“嘉易达”）的收购，收购总价为28,000万元，形成商誉14,748.47万元。通过此次收购，公司在甘其毛都口岸拥有的仓储面积增加64.67万平方米，与公司原有仓储能力合计占口岸现有仓储能力的50%以上，为公司中蒙跨境综合物流及供应链贸易业务的增长和发展提供积极保障。2020年公司合并报表范围新增4家子公司，减少1家子公司；2021年1-3月公司新设立1家子公司，无减少子公司。具体情况如下：

**表2 2020年及2020年1-3月公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
巴彦淖尔市甘其毛都嘉晟智慧物流有限公司	500	100%	通过公司自主研发的智慧物流平台，实现高效使用社会资源，优化物流成本，增强公司综合运输能力和市场规模。	新设
嘉宸国际贸易（内蒙古）有限公司	500	100%	以大宗矿产品为基础，通过跨境多式联运综合物流业务，为客户提供一站式、定制化的全程供应链服务。	新设
Golden Deer Investment SARLU	3,280 万刚果法郎	间接 100%	提供刚果（金）1号国道卡松巴莱萨至萨卡尼亚 150 公里公路以及莫坎博边境口岸和萨卡尼亚陆港的投资、建设、运营。	新设
内蒙古嘉易达矿业有限公司	8,500	100%	运营主焦煤海关监管场所，在甘其毛都口岸从事以大宗矿产品为核心的中蒙跨境综合物流仓储业务。	收购
2、2021年1-3月新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
福建省嘉友国际物流有限公司	2,000	100%	以福建省为中心，继续拓展跨境多式联运业务，为福建省及周边客户提供综合物流操作服务。	新设
3、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
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。	注销

资料来源：公司提供

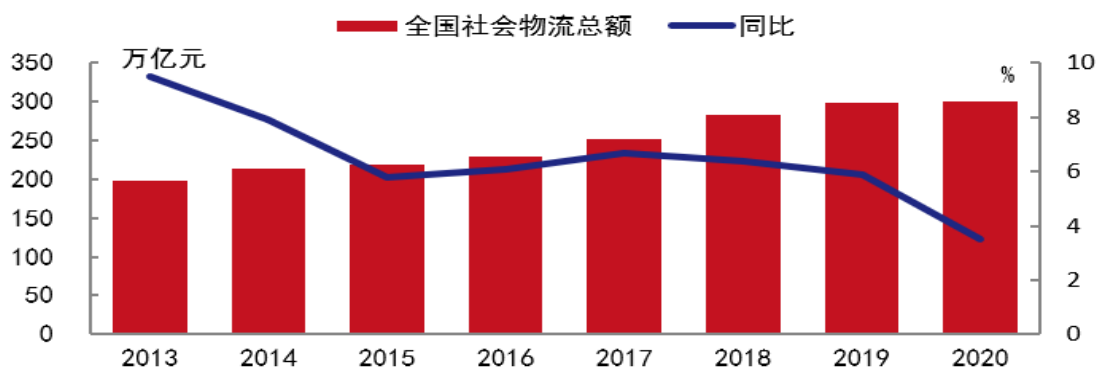
## 四、运营环境

“COVID-19”疫情冲击下，物流总额增速放缓，公路物流运价指数处于历史低位，物流行业面临较大压力

物流行业受宏观经济影响较大，“COVID-19”疫情的爆发对全球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面临较大压力。2020年国内生产总值101.60万亿元，比上

年增长2.3%；全国社会物流总额为300.10万亿元，按可比价格计算，同比增长3.5%。

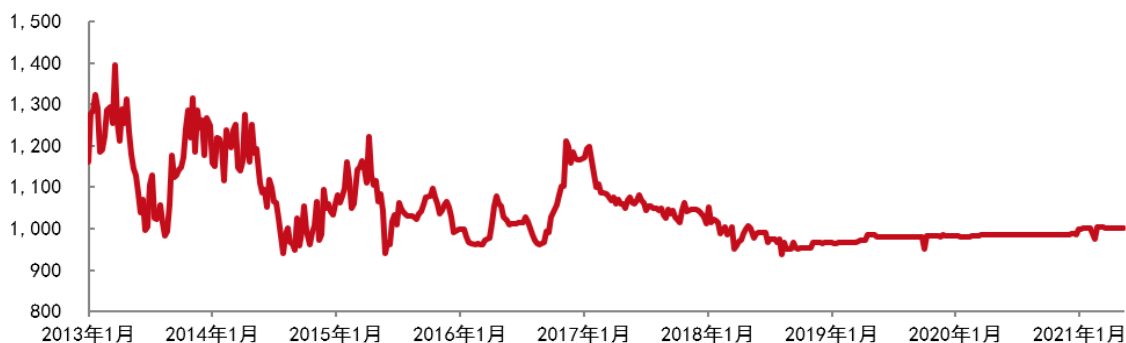
**图 1 2020 年我国物流总额增速放缓**



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，2020年我国公路物流运价指数仍处于历史低位。

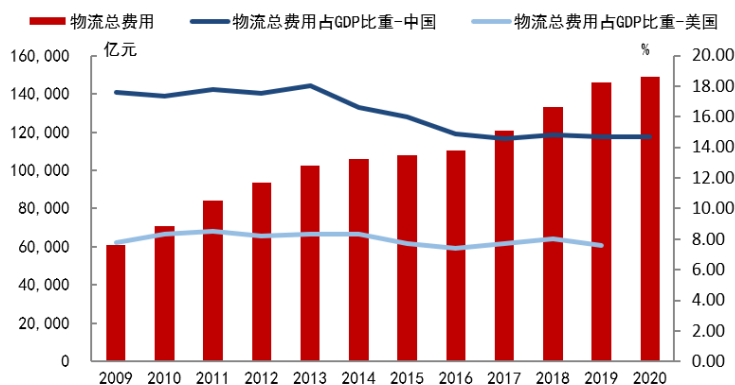
**图 2 2020 年我国公路物流运价指数仍处于历史低位**



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。2020年我国社会物流总费用为14.90万亿元，占GDP的比值为14.7%，与上年持平，与发达国家仍存在较大差距。

图 3 2020 年我国物流总费用占 GDP 比重与上年持平

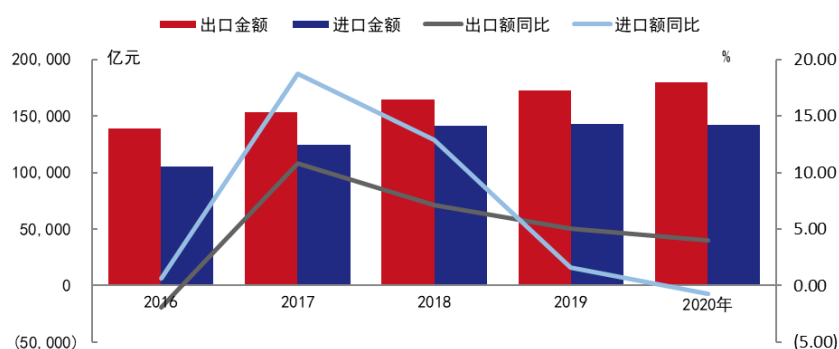


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

我国贸易进出口总值逐年增长，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。2020 年我国货物贸易进出口总值 32.16 万亿元，较 2019 年增长 1.9%。其中，出口 17.93 万亿元，增长 4%。

图 4 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。2020年，中国与“一带一路”沿线国家货物贸易进出口总额增至9.37万亿元，比上年增长1.0%。其中，出口5.43万亿元，增长3.2%；进口3.94万亿元，下降1.8%。

但值得注意的是，跨境物流业务涉及很多境外国家，国际政治经济环境、进出口国家的贸易管制政策、税收政策等不可控因素均会对跨境物流行业产生较大影响，同时地缘政治、国际政治冲突、贸易国间政治关系、汇率波动等因素使得跨境物流业务存在潜在风险。

## 五、经营与竞争

公司是专业提供跨境综合物流服务的国际物流公司，以蒙古、中亚、非洲等具有陆路口岸跨境运输特点的地区和国家为主，2020年公司营业收入仍主要来源于跨境多式联运综合物流服务和供应链贸易业务。受疫情影响，2020年公司营业收入同比下降21.33%，其中跨境多式联运综合物流服务同比增长4.88%，供应链贸易业务同比下降30.43%。毛利率方面，跨境多式联运综合物流服务业务毛利率有所提升，而供应链贸易业务毛利水平有所下降，因跨境多式联运综合物流服务占营业收入的比重提升，2020年公司销售毛利率有所提升。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
跨境多式联运综合物流服务	112,330.65	38.80%	107,106.98	31.90%
供应链贸易业务	215,598.20	3.12%	309,907.34	3.66%
其他业务收入	182.42	100.00%	46.83	100.00%
<b>合计</b>	<b>328,111.26</b>	<b>15.39%</b>	<b>417,061.15</b>	<b>10.93%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司业务在核心区域的规模效应带动2020年跨境多式联运综合物流服务收入继续增长，且毛利率水平有所提升**

公司跨境多式联运综合物流服务为客户提供国际货物运输（包括海运、空运、汽车运输、铁路运输）、仓储、中转接驳、装卸、代理报关报检、港口和其他附加项目的境内外多环节一站式综合物流服务，收费范围包括全程海运、空运、陆运费以及报关、报检、仓储装卸等费用。公司每年参加客户的年度招标会议，签订框架合同，每次根据客户的具体运输内容单独报价。公司为客户提供物流服务时，根据客户的物流需求，为客户设计相关的物流方案，同时与相关供应商确定成本价格，在成本基础上，增加一部分利润，向客户报价。签订合同时，根据客户的报价以及相关情况，若运费中大部分为铁路运输，将向客户收取部分或全部铁路运费。公司结算时，除铁路运费、海运费等固定成本支出外，均会与供应商确定一定账期，平均45-60天左右，同时，与客户结算时，也会保留30-45天账期。

跨境多式联运综合物流服务业务类型包括跨境多式联运、大宗矿产品物流和智能仓储，其中智能仓储业务是大宗矿产品物流业务的上游延伸业务，通过甘其毛都口岸的海关公用保税库及海关监管场所为铜精矿等矿产品提供保税监管仓储业务服务。

在中蒙二连浩特、甘其毛都口岸发展初期，公司规划并获批建设海关公用型保税仓库、海关监管场所等口岸业务核心资产。2020年3月31日，公司完成了对嘉易达的收购，由此公司在甘其毛都口岸拥有的仓储面积增加64.67万平方米，与公司原有仓储能力合计占甘其毛都口岸现有仓储能力的50%以上，截至2021年3月末，公司业务依然有区位上的规模效应，从而形成公司核心竞争力。

**表4 截至2021年3月末公司核心资产情况（单位：平方米、万元）**

地区	用途	场所	所属公司	占地面积	账面价值	土地使用权证
甘其毛都	智能仓储业务	保税库	乌拉特中旗甘其毛道金航国际有限公司	169,525.00	1,490.61	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
	海关监管场所			46,681.88		乌中国用（2008）第2540号
			乌拉物中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	21,673.00	2,189.72	乌中国用（2011）20110550号
				37,813.92		乌中国用（2010）20100872号
甘其毛都	其它物流业务环节	内蒙古嘉易达矿业有限公司	646,666.90	6,219.56	蒙（2020）乌拉特中旗不动产权第0000690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
霍尔果斯		海关监管场所	新疆嘉友恒信国际物流有限公司	1,887,721.8	1,597.38	新兵（2020）第四师不动产权第0000040号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

甘其毛都口岸距南戈壁省塔本陶勒盖煤矿190公里，距蒙古国奥云陶勒盖铜矿70公里，是距蒙古两大矿山最近的“陆路口岸”。南戈壁省资源储备丰富，60%以上的地下都有丰富的资源，其中煤和铜储量最丰富，且易开采。已探明煤炭储量为530亿吨，其中塔本陶勒盖煤矿（TT矿）储量64亿吨，包括主焦煤18亿吨，动力煤46亿吨，属优质冶金炼焦用煤；奥云陶勒盖铜矿（OT矿）已探明铜金属量2,540万吨，黄金1,028吨，银5,144吨，铁矿石27亿吨，钼81,600吨，储量居世界第三、亚洲最大。由于蒙古国不具备加工矿产品的水、电等生产要素，甘其毛都口岸成为国内外开发利用蒙古国资源的最佳出口通道和中国国际边贸重要口岸。甘其毛都口岸自2009年9月实现双边常年开放以来，中蒙边境贸易大幅增长，成为我国煤、铜矿进口的重要通道。2020年甘其毛都口岸进口蒙古国煤炭和铜精矿1,545万吨，贸易值165.4亿元，其中进口煤炭1,471.5万吨，贸易值91.8亿元。

2020年7月，公司与OYU TOLGOI LLC（以下简称“OT LLC”）签订了2020年至2025年5+2年期的《奥云陶勒盖铜金矿物流服务总承包合同》，合同内容为每年不低于70万吨的铜精粉仓储和研磨球、生

石灰、矿山耗材及设备的跨境综合物流服务。公司为OT LLC的长期物流合作伙伴，OT LLC作为蒙古国最大的工矿企业，新合同的签署为公司以甘其毛都口岸为核心的中蒙跨境综合物流业务的增长奠定坚实的基础，公司未来业务有一定的持续性。2020年以来，公司跨境多式联运综合物流服务承接的主要项目如下所示：

**表5 2020年以来公司承接的主要跨境多式联运综合物流项目情况**

项目名称	客户名称
奥云.陶勒盖铜金矿一期、二期建设期物流总包合同以及运营期物流服务合同	力拓与蒙古国政府合资的蒙古奥云陶勒盖铜矿（OYU TOLGOI LLC）
博兹沙库尔铜矿、阿克陶盖一期、二期建设期物流总包合同以及运营期物流服务合同	KAZ MINERALS BOZSHAKOLLLC/KAZ MINERALS AKTOGAYLLC
刚果（金）/赞比亚铜冶炼厂建设期提供跨境综合物流服务	紫金矿业物流有限公司
	中国十五冶金建设集团有限公司
	武汉市十五冶金通物资设备有限公司
	浙江科菲进出口有限公司

资料来源：公司提供

公司大宗矿产品物流依托甘其毛都、二连浩特等口岸的海关保税库、海关监管场所，服务国内外大型矿业公司、黑色及有色金属冶炼公司，提供自矿山到最终用户的全程标准化物流服务，主要矿产品为铜精矿，还涉及一些铁矿等。2020年公司布局和运营的双挂车辆集装箱环保运输模式，使得疫情期间大宗矿产品运输业务实现增长，实现跨境多式联运综合物流服务收入11.23亿元，同比增长4.88%。

**表6 公司铜精矿运输量情况（单位：万吨）**

大宗矿产品物流	2020年	2019年
铜精矿	87.32	84.68

注：表中数据为甘其毛都口岸和二连浩特口岸铜精矿运输量的合计数。

资料来源：公司提供

**受疫情影响，供应链贸易业务收入下降；公司客户及供应商资质较好，集中度高，对主要客户及供应商依赖较大**

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

应商的报价基础上，增加综合物流部分成本，公司确定销售价格，与客户签订销售合同，收取部分预付款，再与供应商签订采购协议。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。

受疫情的影响，2020年甘其毛都口岸的通关控制较为严格，国内主焦煤的进口数量下降，公司供应链贸易业务也受到影响，2020年实现供应链贸易收入21.56亿元，同比下降30.43%。

**表7 公司主焦煤供应链贸易的出入库数量（单位：万吨）**

供应链贸易	2020年	2019年
进货量	256.11	338.13
出货量	265.35	334.47

资料来源：公司提供

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。2020年公司前五名客户收入占全部收入的比重为54.50%，较2019年有所下降，但仍保持较高水平，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8 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
2020年	神华巴彦淖尔能源有限责任公司	25,525.89	7.78%
	国家能源投资集团有限责任公司	23,850.71	7.27%
	神华蒙西煤化股份有限公司	13,618.22	4.15%
	<b>小计</b>	<b>62,994.82</b>	<b>19.20%</b>
	乌拉特中旗丰达贸易有限公司	41,028.20	12.50%
	中蒙（天津）国际贸易有限公司	32,062.72	9.77%
	嘉峪关铁龙煤炭销售有限公司	27,370.29	8.34%
	天津中鑫恒国际贸易有限公司	15,353.81	4.68%
	<b>合计</b>	<b>178,809.85</b>	<b>54.50%</b>

资料来源：公司提供

供应商方面，公司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，2020年前五名供应商采购金额占全部采购金额的比重为80.07%，供应商集中度仍较高，公司业务的发展对供应商依赖较大。

**表9 公司前五名供应商采购金额及占比情况（单位：万元）**

年份	供应商名称	金额	占比
2020年	Energy Resources LLC	174,609.07	66.04%
	MCCL		
	Khanga Exploration LLC	14,797.83	5.60%
	小计	<b>189,406.90</b>	<b>71.64%</b>
	REINSBERG HOLDING AG	8,504.47	3.22%
	中国国家铁路集团有限公司	6,087.41	2.30%
	BODI INTERNATIONAL LLC	2,994.05	1.13%
	中国神华能源股份有限公司		
	神华甘泉铁路有限责任公司	3,956.27	1.50%
	神华包神铁路有限责任公司	41.10	0.02%
神华包神铁路集团有限责任公司物流服务分公司	697.89	0.26%	
小计	<b>4,695.27</b>	<b>1.78%</b>	
合计	<b>211,688.10</b>	<b>80.07%</b>	

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

目前公司业务主要覆盖蒙古、哈萨克斯坦、非洲等“一带一路”国家和地区，如果未来因为地缘政治、国际政治冲突导致公司当前主营经营区域经济发展出现长期性的衰退，国际间贸易量严重下滑，将影响公司经营业绩，同时不同的国家适用监管法规不同，需要更多的境外市场专业管理人才，可能面临经营风险、管理风险、海外政治及政策风险、外汇风险等，对公司的管理及整合能力提出更高要求。另外，本期债券募投项目位于非洲刚果（金），若刚果（金）政府在募投项目存续期间出台不利于募投项目开展的相关政策、发生不可预测的能源或者劳动力短缺、社会动荡或者冲突，将会影响募投项目的顺利开展，可能对公司在刚果（金）的经营造成不利影响。

截至2021年3月末，公司主要在建、拟建项目包括本期债券募投项目、嘉易达矿业煤棚工程和服务贸易基础设施技术改造项目等，预计总投资22.01亿元，尚需投资18.93亿元，其中，服务贸易基础设施技术改造项目为公司计划非公开发行A股股票的募投项目；本期债券募投项目预计总投资16.03亿元，本期债券已募集资金7.20亿元，扣除本期债券募集资金公司尚需投资8.83亿元，公司资金需求规模仍较大。

**表10 截至2021年3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	16,390.08	143,940.44
嘉易达矿业煤棚工程	9,240.00	7,441.86	1,798.14
新疆嘉友恒信海关监管场所项目-办公楼及仓库土建工程	6,600.00	3,718.70	2,881.30
甘其毛都嘉友办公及生产经营场所升级改造项目	4,360.00	3,235.62	1,124.38
服务贸易基础设施技术改造项目	39,600.00	0.00	39,600.00

合计	220,130.52	30,786.26	189,344.26
----	------------	-----------	------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年、2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围新增4家子公司，减少1家子公司；2021年1-3月，公司合并报表范围新增1家子公司，无减少子公司。截至2021年3月末，纳入公司合并报表范围的子公司22家（详见附录四）。

公司自2020年1月1日起执行新收入准则。根据准则的规定，公司仅对在首次执行日尚未完成的合同的累积影响数调整2020年年初留存收益以及财务报表其他相关项目金额，比较财务报表不做调整。

**表11 公司会计政策变更影响的报表项目情况（单位：元）**

会计政策变更的内容和原因	受影响的报表项目	2019年末余额	2020年初余额	调整数
将与销售商品/提供服务相关的预收款项重分类至合同负债、其他流动负债；将不满足无条件收款权的应收账款重分类至合同资产。	合同资产	0.00	17,027,847.91	17,027,847.91
	应收账款	203,281,813.73	186,253,965.82	-17,027,847.91
	合同负债	0.00	204,847,735.25	204,847,735.25
	预收款项	230,415,849.29	0.00	-230,415,849.29
	其他流动负债	0.00	25,568,114.04	25,568,114.04

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模有所增长，货币资金充裕，商誉大幅增加，未来存在一定减值风险

公司总资产规模有所增长，流动资产占比仍较大。随着本期债券发行，公司货币资金余额有所增加，2020年末其他货币资金1.64亿元，为公司银行承兑汇票保证金、信用证保证金及保函保证金。2021年3月末，公司货币资金大幅下降系购买银行理财产品，列为交易性金融资产。公司应收账款主要是公司应收的运费、仓储费，2020年末应收账款账面价值同比有所下降，前五名单位欠款余额合计0.56亿元，占比40.36%，应收对象较为集中。2021年第一季度公司新签订主焦煤采购合同，购买主焦煤及支付铁路运费的预付款增加。2021年3月末存货账面价值同比增长主要系购买主焦煤数量增加所致。

随着在建工程转入及企业合并，公司固定资产有所增加，2020年末账面价值0.23亿元房屋建筑物未办妥产权证书。2020年随着公司对在建项目的投入，在建工程账面价值有所增加，2021年3月末在建工程大幅下降主要系新办公楼装修完成投入使用，转入固定资产所致。公司无形资产包括土地使用权和软件，2020年末大幅增长主要系企业合并所致。商誉为收购子公司时形成，2020年末商誉账面价值占总资

产的比重为6.13%，其中收购嘉易达形成1.47亿元，收购嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司形成6,080.97万元，截至2020年末，公司经测试商誉不存在减值迹象，未对商誉计提减值准备。若收购子公司在未来经营中低于盈利预测，则公司商誉存在减值的风险。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.23	20.35%	17.52	51.52%	12.57	52.45%
交易性金融资产	7.72	21.71%	0.00	0.00%	0.28	1.18%
应收账款	1.73	4.88%	1.36	4.00%	2.03	8.48%
预付款项	2.09	5.87%	1.20	3.54%	1.23	5.11%
存货	2.01	5.66%	0.59	1.73%	0.97	4.04%
<b>流动资产合计</b>	<b>21.89</b>	<b>61.56%</b>	<b>21.72</b>	<b>63.84%</b>	<b>17.75</b>	<b>74.05%</b>
固定资产	4.94	13.88%	3.36	9.88%	1.99	8.32%
在建工程	1.29	3.63%	2.86	8.40%	1.81	7.54%
无形资产	1.44	4.04%	1.45	4.25%	0.80	3.33%
商誉	2.08	5.86%	2.08	6.13%	0.61	2.54%
<b>非流动资产合计</b>	<b>13.67</b>	<b>38.44%</b>	<b>12.30</b>	<b>36.16%</b>	<b>6.22</b>	<b>25.95%</b>
<b>资产总计</b>	<b>35.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>34.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.97</b>	<b>100.00%</b>

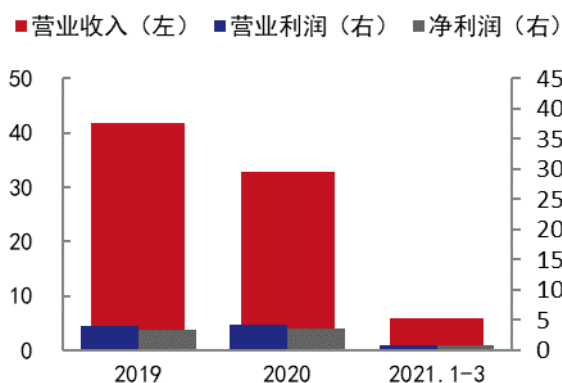
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

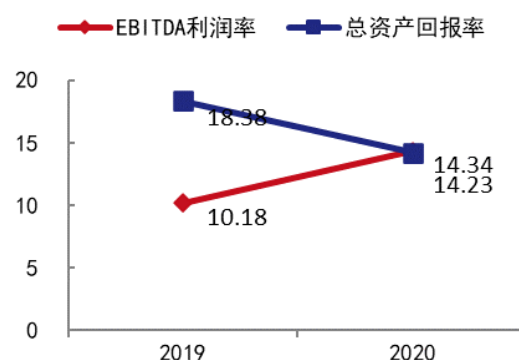
受疫情影响，2020年公司营业收入有所下降，但随着公司销售毛利率的提升，利润有所增加

受疫情影响，2020年公司供应链贸易收入下降，导致营业收入有所下降。跨境多式联运综合物流服务业务收入增加且毛利率提升，带动公司销售毛利率提升，营业利润、净利润及EBITDA利润率也有所提升；但因公司资产总额增长，收入下降，总资产回报率有所下降。

**图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）**



**图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司现金生成能力仍较好，投资活动资金净流出，且在建、拟建项目尚需投资规模较大，公司仍存在较大的资金需求

2020 年公司经营活动现金仍为净流入，且随着公司利润增加，EBITDA 有所增加，FFO 也有所增加，现金生成能力仍较强。投资活动方面，因在建项目的持续投入及收购子公司嘉易达支付股权收购款，公司投资活动现金流出规模较大，截至 2021 年 3 月末，公司在建、拟建项目尚需投资金额较大，公司资金需求规模较大。2020 年公司收到本期债券募集资金，筹资活动净现金流大幅增加。

图 7 公司现金流结构

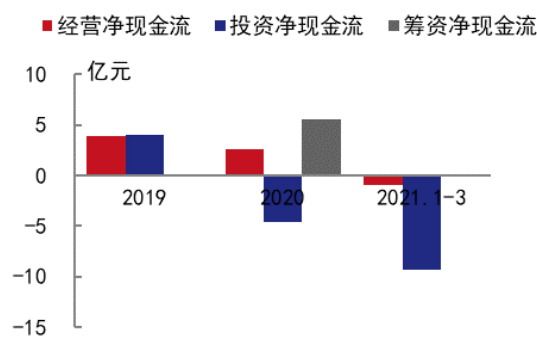
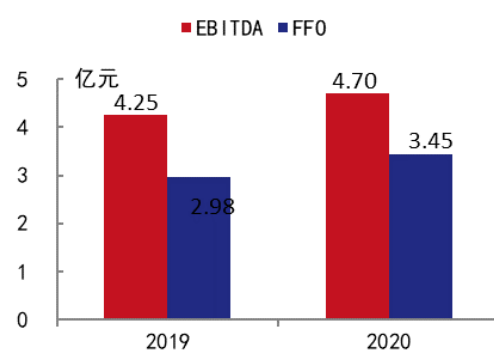


图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

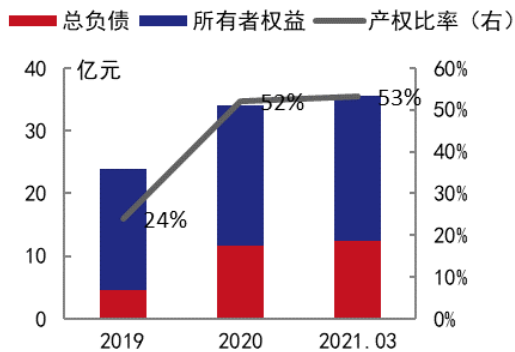
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

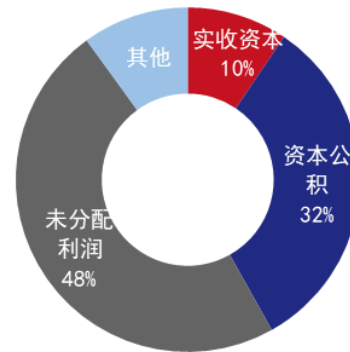
本期债券发行提升了公司债务水平，但以长期债务为主，债务负担仍较轻

随着本期债券的发行，公司产权比率有所提升，但所有者权益对债务的保障程度仍较好。从所有者权益构成来看，以资本公积和未分配利润为主，分别占比 32% 和 48%。



**图 9 公司资本结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

**图 10 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2021 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

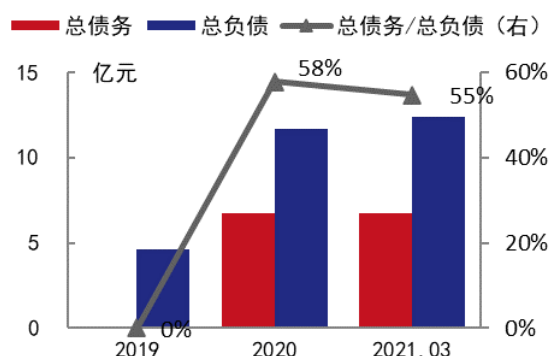
随着本期债券发行，公司非流动负债大幅增加。经营性负债方面，公司应付账款有所增加；2020年起公司执行新收入准则，将预收供应链贸易客户的款项重分类至合同负债科目。2020年公司应付股权收购款和代理业务形成的代收代付款项增加，其他应付款有所增加。从公司总债务来看，2020年公司新增银行承兑汇票，本期债券发行成功，新增应付债券。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

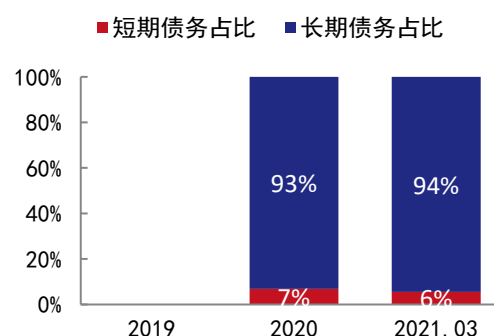
项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	0.35	2.86%	0.45	3.89%	0.00	0.00%
应付账款	2.20	17.82%	1.67	14.31%	1.54	33.38%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.30	49.91%
合同负债	1.87	15.11%	1.54	13.19%	0.00	0.00%
其他应付款	0.56	4.54%	0.91	7.81%	0.08	1.81%
一年内到期的非流动负债	0.02	0.15%	0.01	0.10%	0.14	3.07%
<b>流动负债合计</b>	<b>5.71</b>	<b>46.26%</b>	<b>5.16</b>	<b>44.26%</b>	<b>4.52</b>	<b>97.94%</b>
应付债券	6.37	51.61%	6.28	53.81%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.64</b>	<b>53.74%</b>	<b>6.50</b>	<b>55.74%</b>	<b>0.10</b>	<b>2.06%</b>
<b>负债合计</b>	<b>12.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.62</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

随着本期债券发行及新增应付票据，2020年公司新增总债务，但以长期债务为主。

**图 11 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

**图 12 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

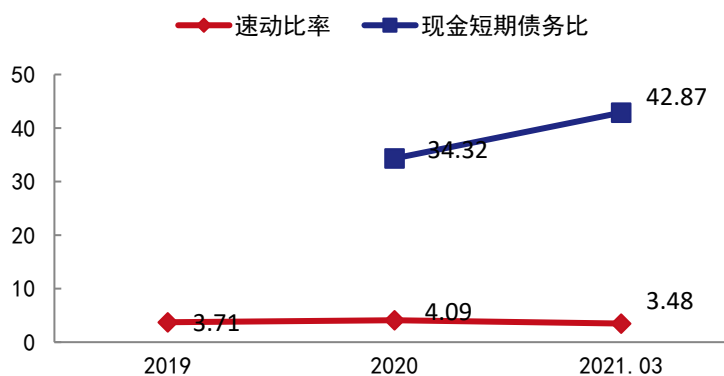
从杠杆状况来看，2020年公司资产负债率有所上升，但负债水平仍较低。且2020年公司净债务仍为负，EBITDA利息保障倍数较高，整体债务杠杆较低。但公司主营业务位于境外，面临一定的外汇波动风险。

**表14 公司杠杆状况指标**

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	34.73%	34.29%	19.26%
净债务/EBITDA	-	-1.78	-2.76
EBITDA 利息保障倍数	-	51.80	-
总债务/总资本	22.52%	23.17%	0.00%
FFO/净债务	-	-41.10%	-25.40%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

从公司流动性比率来看，跟踪期内公司速动比率变化不大，现金短期债务比表现较好，债务负担仍较轻。

**图 13 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年未经审计的第一季度报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、结论

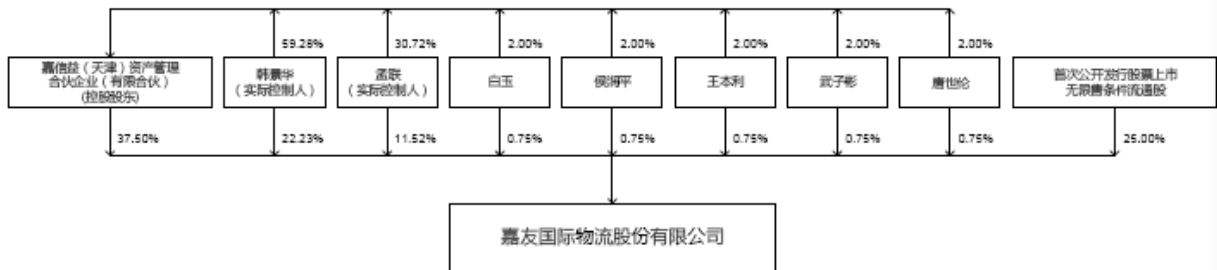
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

## 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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	7.23	17.52	12.57	5.74
交易性金融资产	7.72	0.00	0.28	0.00
流动资产合计	21.89	21.72	17.75	17.02
固定资产	4.94	3.36	1.99	1.36
非流动资产合计	13.67	12.30	6.22	4.38
资产总计	35.56	34.02	23.97	21.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2.20	1.67	1.54	2.10
合同负债	1.87	1.54	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.02	0.01	0.14	0.21
流动负债合计	5.71	5.16	4.52	5.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	6.37	6.28	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	6.64	6.50	0.10	0.20
负债合计	12.35	11.66	4.62	5.62
总债务	6.75	6.74	0.00	0.00
归属于母公司的所有者权益	22.50	21.65	18.66	15.77
营业收入	6.00	32.81	41.71	41.01
净利润	0.84	3.62	3.46	2.70
经营活动产生的现金流量净额	-0.96	2.54	3.93	0.04
投资活动产生的现金流量净额	-9.32	-4.60	4.08	-7.10
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	5.55	0.11	7.30
<b>财务指标</b>	<b>2021年3月</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>
销售毛利率	16.98%	15.39%	10.93%	8.71%
EBITDA 利润率	-	14.34%	10.18%	8.05%
总资产回报率	-	14.23%	18.38%	21.63%
产权比率	53.21%	52.18%	23.85%	35.64%
资产负债率	34.73%	34.29%	19.26%	26.28%
净债务/EBITDA	-	-1.78	-2.76	-0.99
EBITDA 利息保障倍数	-	51.80	-	-
总债务/总资本	22.52%	23.17%	0.00%	0.00%
FFO/净债务	-	-41.10%	-25.40%	-77.85%
速动比率	3.48	4.09	3.71	2.87
现金短期债务比	42.87	34.32	-	-

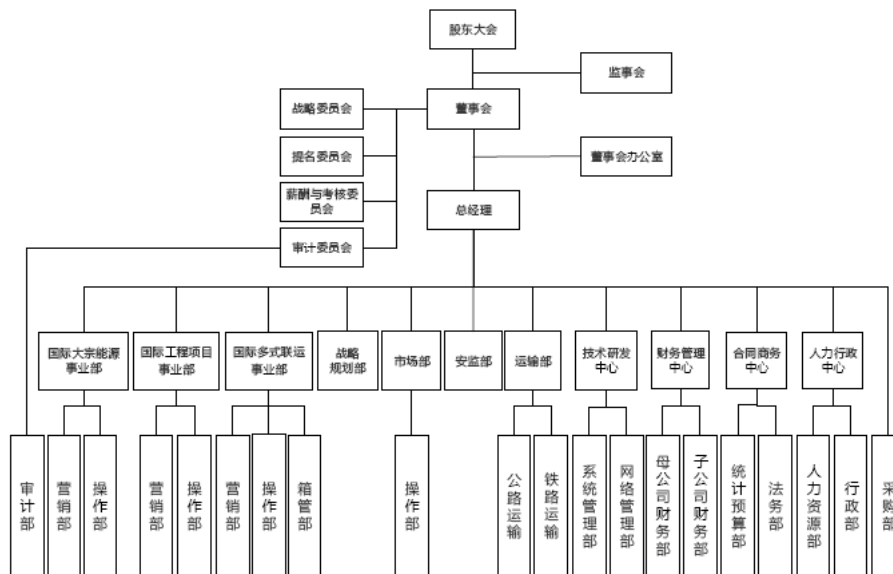
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	内蒙古嘉友国际物流有限公司	1,500	100%	为通过二连浩特口岸开展的跨境多式联运综合物流提供转关、换装、运输、仓储、报关、报检等口岸操作业务。
2	乌拉特中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	8,000	100%	为通过甘其毛都口岸开展的跨境多式联运综合物流提供换装、运输、仓储、报关、报检等口岸操作业务。
3	乌拉特中旗甘其毛都华方国际物流有限公司	8,000	100%	为经甘其毛都口岸进口蒙古国煤炭、铜精矿、铅精矿等矿产品海关监管仓储及分拨业务。
4	乌拉特中旗甘其毛道金航国际物流有限公司	1,500	100%	为经甘其毛都口岸进口矿产品提供保税仓储及分拨业务。
5	内蒙古万利贸易有限责任公司	2,000	100%	为进口主焦煤提供供应链贸易业务。
6	巴彦淖尔市临津物流有限公司	10,000	51%	陆港联运一体化物流服务和冷链物流等综合物流服务。
7	嘉盈智慧物流(天津)有限公司	3,000	100%	以天津港为核心提供跨境多式联运服务以及以物联网、互联网技术应用为核心的网络运输业务。
8	嘉和国际融资租赁(天津)有限公司	10,000	直接 75% 间接 25%	开展融资租赁、租赁业务咨询、租赁交易咨询和担保以及有关的商业保理业务。
9	新疆嘉友恒信国际物流有限公司	10,000	60%	以霍尔果斯边境口岸为依托，开展中亚跨境多式联运业务，投资运营海关监管场所。
10	嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司	600	100%	以上海港为核心提供跨境多式联运服务，特别是中非、北美及亚太地区。
11	JASN INTERNATIONAL PTE.LTD.	550 万美元	100%	从事中蒙、中亚、中非跨境多式联运服务和相关的贸易业务。
12	Jiayou-M And D Global Logistics Namibia (pty) Ltd	100 纳米比亚元	100%	以纳米比亚鲸湾港作为中心，开展中非跨境多式联运业务。
13	JASMON LOGISTICS LLC	10 万美元	100%	以蒙古为中心，提供蒙古国内综合物流操作服务。

14	巴彦淖尔市嘉航供应链管理有 限公司	500	100%	于巴彦淖尔保税物流中心（B型）内开展供应链贸易相关业务，同公司位于甘其毛都口岸的公用保税库发挥协同效应，提升铜精粉的跨境运输、仓储以及报关、清关效率。
15	巴彦淖尔市誉达物流有限公司	500	间接 100%	于巴彦淖尔保税物流中心（B型）内开展跨境多式联运业务并为客户提供口岸综合物流操作服务，提升铜精粉的跨境运输、仓储以及报关、清关效率。
16	霍尔果斯嘉运智慧物流有限公 司	1,000	100%	以霍尔果斯为中心，从事跨境多式联运业务，以及以物联网、互联网技术应用为核心的跨境集装箱管理业务。
17	巴彦淖尔市甘其毛都嘉晟智慧 物流有限公司	500	100%	通过公司自主研发的智慧物流平台，实现高效使用社会资源，优化物流成本，增强公司综合运输能力和市场规模。
18	嘉宸国际贸易（内蒙古）有限 公司	500	100%	以大宗矿产品为基础，通过跨境多式联运综合物流业务，为客户提供一站式、定制化的全程供应链服务。
19	SINO-AFRICA INTERNATIONAL LOGISTICS INVESTMENT LIMITED（中非 国际物流投资有限公司）	200 万美元	100%	在刚果（金）投资设立全资子公司嘉金国际投资管理有限公司，开展投资管理、咨询服务、从事国际工程物资、矿能产品跨境多式联运业务以及供应链管理业务。
20	GOLDEN DEER INVESTMENT SARLU（嘉金国际投资管理有 限公司）	3,280 万刚果 法郎	间接 100%	提供刚果（金）1号国道卡松巴莱萨至萨卡尼亚路段 150 公里公路以及莫坎博边境口岸和萨卡尼亚陆港的投资、建设、运营。
21	内蒙古嘉易达矿业有限公司	8,500	100%	在中蒙陆运港口及矿能通道为一体的甘其毛都口岸从事以大宗矿产品为核心的中蒙跨境综合物流仓储业务。
22	福建省嘉友国际物流有限公司	2,000	100%	以福建省为中心，继续拓展跨境多式联运业务，为福建省及周边客户提供综合物流操作服务。

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。