

密尔克卫智能供应链服务集团
股份有限公司
2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4313号

联合资信评估股份有限公司通过对密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，维持“密卫转债”信用等级为 AA-，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月十三日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

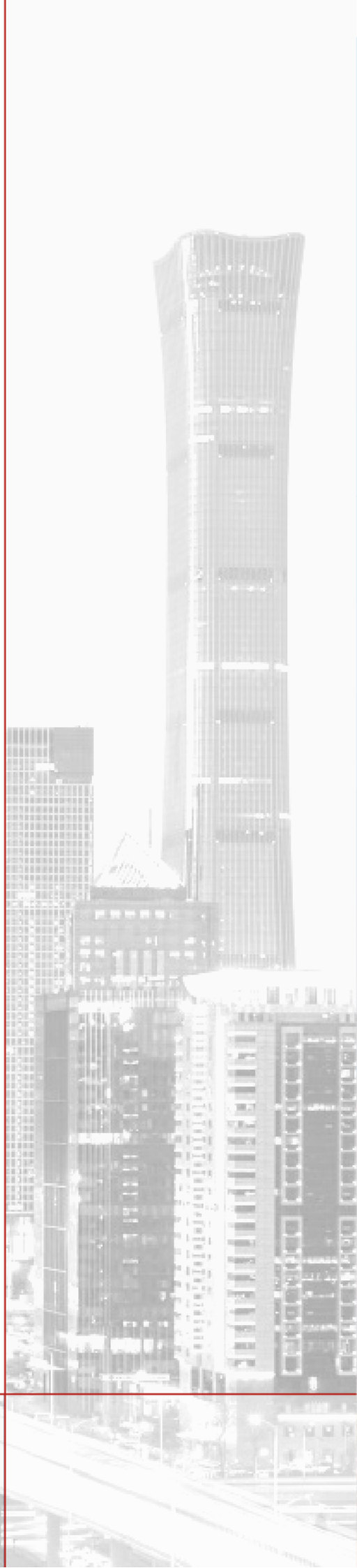
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2025/06/13
密卫转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

评级观点

密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司（以下简称“公司”或“密尔克卫”）是国内领先的专业化供应链综合服务商，形成了以化工品物流及交易为一体的服务链条。跟踪期内，公司内控体系及主要管理制度无重大变化，综合物流服务业务维持了较强的行业竞争力，与国内外众多跨国化工企业或其下属企业的长期合作关系保持稳定，MGF 板块海运出口箱量及 MCD 板块业务提升的推动下，经营业绩表现良好，2024 年公司营业收入及利润同比均实现增长，盈利能力很强；收入实现质量有所下降但仍保持良好水平，筹资活动前现金净流出规模同比收缩，对外融资需求持续存在；资产质量良好，但账期较长的大客户及其业务量增加，资金占用量同比增长 28.53%，应收预付质量有所下降；有息债务规模快速增长，债务负担较重，偿债指标表现良好。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司将在优化现有业务基础上，进一步整合及优化物流各环节，随着各项经营持续推进以及募投项目效益逐步释放，公司竞争实力有望进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强，盈利出现可观增长且具有可持续性。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司收入和利润持续大幅下滑，且短期内难以恢复，财务指标显著弱化。

优势

- **跟踪期内，公司优质客户资源保持稳定。**公司是专业化工供应链服务商，跟踪期内与国内外众多化工企业或其下属企业的长期合作关系保持稳定，利于公司供应链网络布局的拓展和完善。
- **公司在物流行业保持较强竞争力。**公司在行业内保持较高知名度，获得多项政府、公益组织类和行业类企业荣誉，在 2024 年中国民营物流企业 50 强名列第 30 名。
- **公司在运输、仓储能力方面保持优势。**截至 2025 年 3 月末，公司在全国自建及管理逾 60 万平方米专业化学品仓库，其中自建仓库占比近 50%；危化品仓库占比超 30%，以自建为主。公司自有集装罐 2649 个，自有运输车辆 642 台。公司基于自营的危化基地以及自购运力和采购运力，提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站式综合物流服务。

关注

- **公司债务规模快速增长，债务负担较重。**随着资本支出与经营扩张，2024 年末，公司全部债务较 2023 年末增长 19.42%，全部债务资本化比率增至 55.35%，债务负担较重。
- **公司资金占用量快速增长，或将进一步推升债务规模。**2024 年末，公司资金占用量为 34.69 亿元，同比增长 28.53%，增速高于收入增速，主要系部分账期较长行业的客户和业务量增加导致应收账款同比增长 77.35%，未来若该现象常态化，或将进一步推升公司债务规模。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208
注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露	

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		1
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa ⁻	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			AA ⁻	

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

主要财务数据

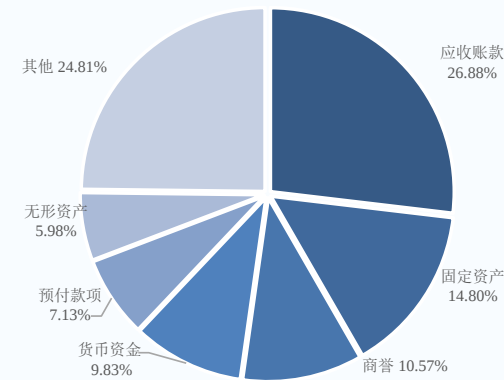
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	20.82	21.90	26.70
资产总额（亿元）	111.24	139.45	156.85
所有者权益（亿元）	43.66	47.68	49.67
短期债务（亿元）	32.35	32.73	36.07
长期债务（亿元）	17.14	26.37	24.68
全部债务（亿元）	49.49	59.10	60.75
营业总收入（亿元）	97.53	121.18	33.42
利润总额（亿元）	6.08	8.01	2.58
EBITDA（亿元）	11.06	13.47	--
经营性净现金流（亿元）	7.04	4.82	5.45
营业利润率（%）	11.48	11.10	11.28
净资产收益率（%）	11.03	13.72	--
资产负债率（%）	60.75	65.81	68.33
全部债务资本化比率（%）	53.13	55.35	55.02
流动比率（%）	119.66	127.13	118.90
经营现金流动负债比（%）	14.62	7.61	--
现金短期债务比（倍）	0.64	0.67	0.74
EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	7.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.47	4.39	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	69.96	72.15	--
所有者权益（亿元）	22.26	21.38	--
全部债务（亿元）	15.72	19.18	--
营业总收入（亿元）	2.11	1.32	--
利润总额（亿元）	1.05	1.61	--
资产负债率（%）	68.18	70.36	--
全部债务资本化比率（%）	41.40	47.28	--
流动比率（%）	56.36	58.28	--
经营现金流动负债比（%）	-1.04	1.11	--

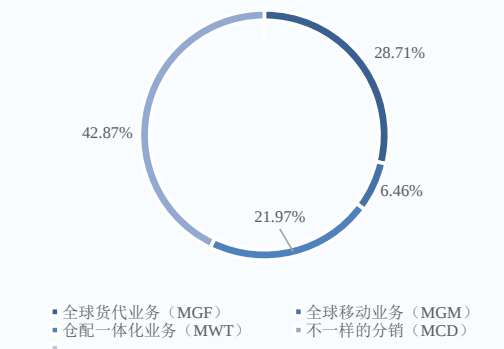
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取；4. 本报告将公司合并口径中其他流动负债中的短期融资券计入有息债务及相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

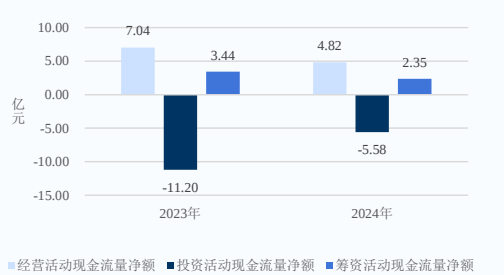
2024 年末公司资产构成



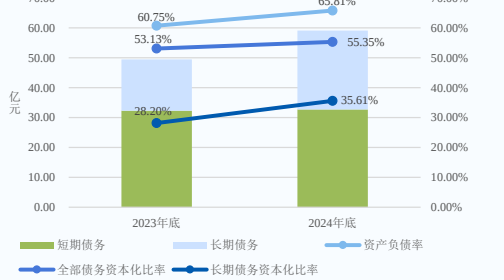
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	截至 2025 年 3 月末债券余额	到期兑付日	特殊条款
密卫转债	8.7239 亿元	8.7228 亿元	2027/09/16	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
密卫转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2024/06/07	李林洁 贺苏凝	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
密卫转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2022/04/22	闫 力 王喜梅	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 晴 wangqing@lhratings.com

项目组成员：李敬云 lijingyun@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司（以下简称“公司”或“密尔克卫”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

密尔克卫前身为 1997 年 3 月成立的上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司，设立时注册资本 722.00 万元，并于 2015 年 10 月整体变更为股份有限公司，同年 12 月更为密尔克卫化工供应链服务股份有限公司，注册资本增至 1.00 亿元。2018 年 7 月，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可〔2018〕907 号文核准，公司于上海证券交易所挂牌上市（股票简称“密尔克卫”，股票代码为“603713.SH”）。2021 年 3 月，经中国证监会证监许可〔2020〕3424 号文核准，公司非公开发行人民币普通股股票 9747452 股，发行价格为 112.85 元/股。2024 年 2 月，公司更为现名。2025 年 3 月末，公司注册资本为 1.61 亿元，陈银河直接持有公司 26.99% 股份，同时通过控制上海演智投资合伙企业（有限合伙）、上海演惠投资合伙企业（有限合伙）和上海演若投资合伙企业（有限合伙），合计持有公司 35.70% 的股份，均无质押，公司控股股东、实际控制人陈银河与慎蕾为夫妻关系，股东李仁莉与慎蕾为母女关系，上述三人为公司实际控制人，陈银河与李仁莉存在一致行动关系。

跟踪期内，公司经营业务无重大变动，包括以货运代理、仓储及运输业务为核心的一站式综合物流服务和分销服务，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业。

截至 2024 年末，公司合并资产总额 139.45 亿元，所有者权益 47.68 亿元（含少数股东权益 4.50 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 121.18 亿元，利润总额 8.01 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额 156.85 亿元，所有者权益 49.67 亿元（含少数股东权益 5.18 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 33.42 亿元，利润总额 2.58 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区金葵路 158 号；法定代表人：陈银河。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，跟踪期内已按期足额支付当期利息，募集资金已按照募集资金用途投入募投项目 5.66 亿元，补充流动资金 2.51 亿元，剩余募投资金 0.50 亿元尚未使用。

2025 年 4 月 15 日，公司发布《密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司关于变更部分募集资金用途的公告》称，结合行业的未来发展趋势和公司战略规划布局，拟终止非公开发行募集资金投资项目“网络布局运营能力提升项目”和可转换公司债券募集资金投资项目“运力系统提升项目（车辆及罐箱）”，并将剩余募集资金投入新项目“密尔克卫（福建）危险化学品供应链一体化基地项目”和“密尔克卫东莞化工交易中心项目”。“密卫转债”募集资金投资项目“运力系统提升项目（车辆及罐箱）”原计划使用募集资金 2067.16 万元，截至 2025 年 3 月 31 日均未投入使用。2025 年 5 月 7 日，《关于变更部分募集资金用途的议案》已经“密卫转债”2025 年第一次债券持有人会议审议通过。

“密卫转债”转股期为 2023 年 3 月 22 日至 2027 年 9 月 15 日，截至 2025 年 3 月 31 日，未转股余额为 8.7227 亿元，未转股比例为 99.99%。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
密卫转债	8.72	8.72	2022-09-16	5 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债

资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业分析

2024 年，化工行业下游需求未有明显改善，叠加能源价格仍处于高位波动状态，化工各主要子行业固定资产投资增长放缓，化工产品价格下行，行业综合景气指数低位波动。化工行业各细分领域收入和利润走势出现分化，从 SW 化工行业财务表现来看，化工行业整体仍呈现增收不增利，行业债务负担虽有所加重，但资产负债率仍较低。总体看，未来化工企业成本端压力有望减轻，新增投资支出已有所收缩，虽然国际需求面临不确定，但国内需求在政策支持下有望保持增长。行业景气度或将有所回升。完整版行业分析详见 [《2025 年化工行业分析》](#)。

2024 年，中国进出口贸易总额稳步增长，累计出口同比上升明显，海外需求韧性较强；受国内需求较弱叠加全球大宗商品价格下跌影响，累计进口同比增速下滑。2025 年一季度，在美国政府频加关税、外部困难挑战增多的情况下，中国外贸进出口实现平稳开局。进出口贸易国家框架基本稳定，对东盟等发展中经济体出口态势明显好于对欧美、日本等发达经济体。进出口产品结构不断改善，随着中国制造业的不断升级和在全球产业链中的地位提升，出口产品持续向高端制造领域倾斜，机电产品在出口产品中占主导地位；我国对原油、煤炭等能源类产品和大豆等农产品的进口依赖度仍较强。大宗商品方面，2024 年，国际油价受地缘政治局势紧张、石油需求增长乏力以及美联储货币政策调整等多因素影响，呈现宽幅震荡态势；钢铁行业景气度仍处于探底阶段，钢材价格震荡下行；煤炭价格受供需格局偏宽松影响，整体呈下跌态势。汇率方面，2024 年，国际形势复杂多变，多因素推动美元指数动荡走强，人民币汇率总体上呈现双向波动态势，在复杂形势下保持了基本稳定。展望 2025 年，全球贸易面临的不确定性增加，4 月美国对中国商品征收关税税率达到 145%，5 月日内瓦经贸会谈后中美双边关税水平大幅降低，中美贸易重启，但关税博弈并未结束，中美磋商仍存在较大不确定性。中国政府 5 月出台了一揽子政策刺激经济，在金融、地产和外贸等领域提供了精准且有效的政策支持，释放出中央层面协同发力稳预期、促增长的积极信号，内贸增速或将逐步恢复。完整版行业分析详见 [《2025 年贸易行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司是国内领先的专业化供应链综合服务商，跟踪期内通过并购及新设方式持续完善集群建设和物流网络，优质客户资源合作关系稳定，行业排名保持竞争优势；本部无不良信贷记录。

跟踪期内，由于可转债转股、限制性股票注销等原因，公司注册资本、实收资本略有减少；控股股东和实际控制人均未变化。

企业规模和竞争力方面。公司是国内领先的专业化供应链综合服务商，形成了以化工品物流及交易为一体的服务链条。2024 年，公司获得中国交通运输协会危化品运输专业委员会-副会长单位、2024BIC 证书（由国际集装箱局（BIC）颁发）、电力大件运输企业资质证书、中国水利电力物资流通协会-副会长单位、中国物流与采购联合会危化品物流分会副会长单位和 2024WCA 会员证书（由 WCA 危险品运输联盟颁发）等荣誉资质。跟踪期内，公司着力补齐业务短板，如铁路、跨境卡车运输、快运、拼箱等；继续拓展线上新业务，包括物流电商“化亿达”、交易平台“灵元素”和运输平台“运小虎”等。化工物流一站式建设方面，公司集中资源高效发展最优网点，通过团队协作和系统管理，结合自建和并购，布局中国密度建设。2024 年，公司收购 1 家子公司，

在泰国新设 1 家子公司，并在美国、新加坡、马来西亚等地设有子公司，加强全球化布局。仓配一体化方面，截至 2024 年末，公司在国内自建及管理逾 60 万平方米专业化学品仓库，为客户提供各类化工品存储保管、库存管理和操作，同时公司继续以自购运力和采购外部运力的方式组建境内各类型化工品运输交付能力，并基于公司在自营的危化基地，形成覆盖主要化学品生产及消费区域的流通交付网络。截至 2025 年 3 月末，公司自有集装罐 2649 个，自有运输车辆 642 台。

公司在行业知名度、客户资源等方面保持竞争优势，拥有业务和安全相关经营资质，与巴斯夫（中国）有限公司、陶氏化学（中国）投资有限公司、阿克苏诺贝尔（中国）投资有限公司、上海艾郎风电科技发展（集团）有限公司及万华化学集团股份有限公司等国内外众多著名化工企业或其下属企业建立了长期合作关系。跟踪期内，公司优质客户资源合作关系持稳定，2024 年末有效客户数量已超万家，新增可口可乐、益海嘉里等头部客户，深化与美孚合作，各板块联动拓展大客户业务。公司在布局全国性物流网络基础上，持续优化化工品交易业务管理，获得多项政府、公益组织类和行业类企业荣誉，在 2024 年中国民营物流企业 50 强名列第 30 名。截至 2025 年 4 月 13 日，公司已获得专利证书 116 项（其中发明专利 12 项，实用新型专利 104 项），软件著作权证书 216 项。

信用记录方面。根据中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91310000630965915K），截至 2025 年 6 月 3 日，公司本部无不良信贷记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 10 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

2024 年，公司高级管理人员、董事会成员和监事会成员因换届有所调整，减少董事 2 名、离任副总经理 1 名，聘任 1 名董秘兼任副总经理；任命 2 名独立董事；任命 1 名监事会主席和 2 名监事。

2025 年，公司第四届董事会第六次会议决议公告显示，根据《公司法》及中国证券监督管理委员会《关于新<公司法>配套制度规则实施相关过渡期安排》《上市公司章程指引（2025）》等有关规定，公司将不再设置监事会，监事会的职权由董事会审计委员会行使。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，随着业务拓展和板块联动协同，公司经营业绩表现良好。2024 年，公司各板块收入同比均实现增长，其中一站式综合物流服务成本涨幅高于收入涨幅，毛利率水平小幅下降。

2024 年，公司实现营业总收入 121.18 亿元，同比上升 24.26%，主要受 MGF 板块海运出口箱量大幅提升及 MCD 板块上海金德龙贸易有限公司（以下简称“金德龙”）业务大幅提升的影响，其中主营业务收入仍以化工品物流及交易收入为主；毛利率同比略有下降，但在收入规模化作用下，毛利润同比增长 20.66%至 13.84 亿元。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 33.42 亿元，同比增长 15.40%；毛利率同比基本持平，为 11.61%。

一站式综合物流服务系公司的核心业务，主要提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站式综合物流服务。2024 年，一站式综合物流服务各业务收入增加而毛利率减少的原因主要是海运运费价格在 2024 年上涨，整体海运运费收入成本均上涨的情况下，单箱毛利涨幅低于运价的涨幅，导致毛利率降低。

化工品交易服务系公司基于供应链物流业务向部分客户延伸提供的化工品分销服务，主要匹配撮合上下游各类生产商及客户的采购、销售需求。2024 年化工品交易服务收入和毛利率均实现同比增长。

图表 2 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块		2023 年			2024 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一站式综合物流服务	全球货代业务（MGF）	22.23	22.82%	12.01%	34.73	28.71%	10.37%
	全球移动业务（MGM）	6.54	6.72%	15.93%	7.81	6.46%	13.05%
	仓配一体化业务（MWT）	25.44	26.11%	19.16%	26.57	21.97%	18.82%
化工品交易服务	不一样的分销（MCD）	43.21	44.35%	6.44%	51.85	42.87%	7.75%
合计		97.42	100.00%	11.67%	120.96	100.00%	11.28%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，受益于海运出口箱量大幅提升，公司全球货代业务收入同比实现增长，毛利率略有下降。

全球货代业务（MGF）提供全球范围内危险品普通货物海运、空运、铁路运输一站式服务，包括传统进出口货物的揽货、订舱、托运、仓储、包装、装/卸货、中转、分拨以及办理报送报检、货物保险等与国际运输相关的一系列服务活动，以及国际多式联运、第三方物流、合同物流等新兴业务。跟踪期内，公司全球货代的盈利模式、上下游经营模式及结算方式较上年无重大变化，定价方式仍以成本加成为主。2024 年，公司 MGF 业务中全球大型跨国化工企业客户销售额约占 32.08%，较上年增加 7.53 个百分点。海运业务方面，2024 年公司进出口货物量同比均实现增长；通过引入上海化运新辉供应链管理有限公司团队，公司远洋航线出口业务量大幅提升。铁路业务方面，内贸业务引入优质客户万华化学、合盛硅业，业务量同比有所提升。同时，由于大客户订单增长，账期多为 90 天左右，客户质量高但对账周期较长，推升公司应收款项规模。

2024 年，公司继续拓展东南亚区域业务，全球移动业务收入实现增长。

全球移动业务（MGM）通过各种规格型号液体散货船、罐式集装箱提供内外贸多种租赁、运输及配套物流方案，包括全球航运及罐箱业务（MTT）和全球工程物流及干散货业务（MPC），MTT 业务主要专注于液体化学品，以公司租赁或自有罐箱为基础，提供罐式集装箱及特种化学品船租赁、运输及配套物流方案，MPC 业务主要服务于大型工程总承包项目，提供定制化海运解决方案。2024 年，公司全球移动交付继续拓展东南亚区域业务，罐箱总货物量同比增长 40.28%，但受红海事件影响，外贸履约成本增加；同时，内贸市场竞争激烈，利润空间被压缩。2024 年，公司 MGM 业务罐箱货物量中，外贸占 56.43%，比重同比上升 2.59 个百分点。2025 年 1—3 月，MGM 业务新增投入海运船和集装罐，收入同比实现增长；同时，国际政治环境变化、行业竞争延续 2024 年趋势，MGM 业务毛利率波动较大，当期同比减少 5.13 个百分点。同期，公司 MGM 业务罐箱货物量中外贸占 54.52%。

公司持续优化仓配一体化业务运力及仓储能力，2024 年，受益于仓运协同，仓配一体化业务收入同比增长，毛利率水平略有下降。

仓配一体化业务（MWT）主要提供境内化工品存储保管、库存管理与同城配、城际快运及干线快运等服务，收入包括境内道路配送、集运运输收入及仓储收入。2024 年，配送运输业务量和集运业务量同比分别增长 30.31%和 7.34%，境内道路运输及集运业务收入同比均保持增长，但因价格承压毛利率水平略有下降。截至 2024 年末，公司仓库包括自建和租赁，合计逾 60 万平方米；其中自建仓库占比近 50%，满仓率 80-85%；危化品仓库占比超 30%，以自建为主。跟踪期内，受益于仓运协同，板块收入有所增长。

公司持续通过并购拓展化工及快消品分销能力，交易品类不断丰富，上下游客户与物流业务重合度进一步提升。2024 年该板块收入规模及毛利率同比均实现增长。

公司基于综合物流服务向化工品交易业务延伸，跟踪期内化工品分销业务（MCD）与物流业务的客户相互渗透，重合度进一步提升至 90%以上。公司化工品交易品种包括黄磷类基础化工品、风电等功能化工品、特种化工品、树脂化工品和快消品等。跟踪期内，公司线下交易及线上运营模式无重大变化，继续推进物流业务和化工品贸易一体化发展，搭建上下游化工品交易平台，不断拓展市场，开发新客户。结算方式上，上游赊期根据供货商对公司给予的授信情况而定，一般公司能够获得 0~2 个月的账期；下游大客户中 80%以赊销为主，根据客户资信评定账期 30-90 天不等，客户在合作前期公司会有准入评定，先给与临时授信，跟踪 3-6 个月额后根据指标贡献情况发展成年度授信客户。总体上，公司根据客户资信等级给予 30~90 天账期。

2024 年，在金德龙并表及业绩增长带动下，化工品交易服务收入规模同比增长，特种涂料、高端洋酒等高毛利产品销售占比提升，带动毛利率同比增加 1.31 个百分点。此外，2024 年新增电子精密设备类订单，公司受客户委托代理向指定供应商采购并运输半导体相关的设备、仪器以及配件，以代理服务费用确认收入，内贸和进口为主；货款结算采用先收后付方式，即客户支付公司货款，公

司收到并扣除相关运费后将货款向上游供应商支付；支付方式采用分批支付即订货预付 30%，签收交付后支付 60%，验收合格后支付剩余 10%尾款。截至 2024 年末，电子精密设备类订单形成预付账款 5.45 亿元、应付账款 12.90 亿元和应收账款 7.51 亿元。

2024 年 4 月 1 日，公司完成广州密尔克卫捷晟科技有限公司的并购并纳入合并范围，投资金额为 0.75 亿元，公司交易品类新增颜料产品。公司化工品交易主要运营主体财务数据见下表。

图表 3 • 截至 2024 年末/2024 年公司化工品交易服务主要经营主体财务情况（单位：亿元）

公司	主营业务	获取方式	持股比例	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
上海慎则化工科技有限公司	“灵元素”化工品交易平台，包括风电类、新能源类、涂料、助剂及磷化工等化工品类	同控收购	100.00%	0.70	16.59	1.14	5.47	-0.01
江苏马龙国华工贸有限公司	国内黄磷贸易以及黄磷远距离第三方物流服务	非同控收购	100.00%	0.58	7.03	1.74	15.35	0.00
南京久帝化工有限公司	特种化工品分销板块相关服务	非同控收购	100.00%	0.10	2.40	0.88	6.60	0.25
上海金德龙贸易有限公司	快消品贸易	非同控收购	51.00%	1.20	8.53	3.03	15.23	1.04
广州密尔克卫宝会新材料有限公司	树脂化工品贸易	非同控收购	60.00%	0.13	1.37	0.97	1.69	0.33
广州密尔克卫捷晟科技有限公司	各类颜料产品调配及销售	非同控收购	51.00%	0.49	0.68	0.63	0.30	0.13

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司在建项目主要为物流基地、仓储及补充运力等，随着项目的不断建设推进，未来公司物流供应链服务能力将进一步提升。

截至 2024 年末，公司重要在建项目多为募投项目，计划总投资额约 24.39 亿元，尚需投入约 14.09 亿元，资金来源主要通过非公开发行股票和可转换公司债券募集资金。

图表 4 • 2024 年末公司重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	2024 年投资额	尚需投资	资金来源
宁波慎则化工供应链管理有限公司项目	3.00	2.31	0.003	0.69	自有资金、非公开发行股票募集资金
广西慎则物流有限公司仓储物流项目	1.50	1.21	0.06	0.29	自有资金、非公开发行股票募集资金
密尔克卫（烟台）供应链管理服务有限公司现代化工供应链创新与应用配套设施项目	1.32	0.62	0.001	0.70	自有资金、非公开发行股票募集资金
扩建 20000 平方米丙类仓库项目	0.70	0.48	--	0.22	非公开发行股票募集资金
网络布局运营能力提升项目	2.92	1.71	0.59	1.21	自有资金、非公开发行股票募集资金
超临界水氧化及配套环保项目	7.00	2.55	0.51	4.45	自有资金、公开发行可转换公司债券募集资金
徐圩新区化工品供应链一体化服务基地 A 地块	2.00	1.00	--	1.00	自有资金、公开发行可转换公司债券募集资金
镇江宝华物流有限公司改扩建普货仓库建设	0.55	0.20	--	0.35	自有资金、公开发行可转换公司债券募集资金
密尔克卫（福建）危险化学品供应链一体化基地项目	3.00	0.08	0.03	2.92	自有资金、非公开发行股票募集资金、公开发行可转换公司债券募集资金
密尔克卫东莞化工交易中心项目	2.40	0.14	0.13	2.26	自有资金、非公开发行股票募集资金、公开发行可转换公司债券募集资金
合计	24.39	10.30	1.32	14.09	--

注：经证监许可〔2020〕3424 号核准，2021 年 3 月公司非公开发行人民币普通股（A 股）股票 9747452.00 股，发行价格为 112.85 元/股，募集资金总额为 1099999958.20 元；经证监许可〔2022〕1905 号核准，2022 年 9 月公司公开发行可转换公司债券 8723880 张，募集资金总额为人民币 872388000.00 元

资料来源：公司提供

2 未来发展

公司的发展规划符合自身经营定位，可行性较高。

公司作为精益化运营的专业智能供应链综合服务商，以上海为中心的全国六大战区布局成形，运用现代信息化技术，提升仓库管理、运输管理、车辆控制、化工品交易服务等方面的管理效率，延伸服务到化工品分装、复配、实验室分析等，为客户提供一站式增值服务，并扩大新能源、清洁能源在供应链各领域应用以降低碳排放；公司持续开拓国内仓配一体化和国际海陆空铁货运代理业务，继续发展化工及新能源材料和精细化学品的物流业务，打开散装危化品船舶运输市场，计划通过新造船、租赁和购置存量船舶的方式，进一步扩大运力，加强化学品供应链交付能力，进入东南亚和东北亚的国际运输市场，布局亚太区同时向北美和欧洲延伸，通过自建团队、并购核心资产、通过“MW+”模式当地合作伙伴合资等多元化的形式，推进公司全球化的战略。

（四）财务方面

公司提供的 2024 年年度合并财务报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；提供的 2025 年一季度财务数据未经审计。2024 年末，公司纳入合并范围的下属企业共 110 家子公司（其中一级子公司 58 家），相比 2023 年末增加子公司 8 家，处置子公司 1 家，注销子公司 11 家；2025 年 3 月末合并范围较 2024 年末新增 3 家子公司。整体看，公司合并范围财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年末，随着业务规模的扩张，公司资产规模稳步提升，货币资金充足，应收账款和预付款项大幅增长，商誉规模仍较大。整体看，公司资产质量良好，受限比例低。

2024 年末，公司资产规模延续增长态势，较 2023 年末增长 25.37%；流动资产比重较上年末上升 5.95 个百分点。

2024 年末，公司流动资产较上年末增长 11.13%，货币资金充足；应收账款占比较高，较上年末大幅增长 77.35%，主要为货代和分销业务应收综合物流服务费款项，累计计提坏账准备 0.26 亿元，账龄 3 个月以内（含）占 90%以上，前五名的应收账款占 34.24%，形成坏账准备 88.50 万元；预付款项较上年末大幅增加 5.93 亿元。当期应收账款和预付款项增长主要源自 MCD 板块新增的电子精密设备类订单，同时 MGF 业务中大客户账期较长，当期大客户及其业务量增加，推升应收账款规模。

2024 年末，公司非流动资产较上年末增长 9.90%，主要由固定资产、在建工程、使用权资产、无形资产和商誉等构成，其中固定资产（在建工程转入的房屋建筑物使其增长 29.13%）增幅较大，成为非流动资产增长的主要因素。商誉规模仍较大。

2025 年 3 月末，公司货币资金和预付款项分别较上年末增加 3.97 亿元和 17.88 亿元，继续推升资产规模。

资产受限方面。2025 年 3 月末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 2.76 亿元，合并口径受限占比低。

图表 5 • 2025 年 3 月末受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限原因
固定资产	2.27	抵押借款
无形资产	0.49	抵押借款
合计	2.76	--

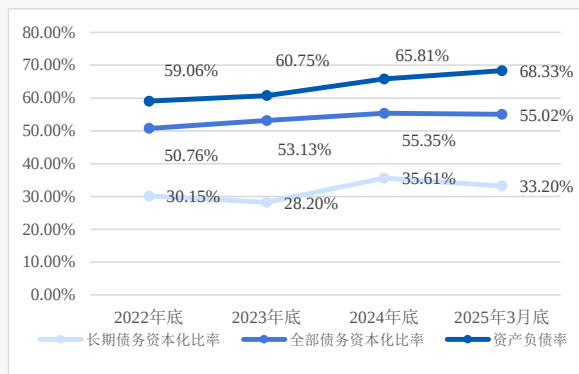
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

随着经营利润积累，公司所有者权益规模提升，权益结构稳定性一般；随着资本支出与经营业绩增加，公司有息债务规模快速增长，债务负担较重。

随着经营利润积累，2024 年末，公司所有者权益规模较上年末增长 9.20%，权益结构以资本公积（占 33.00%）和未分配利润（占 53.53%）为主，所有者权益稳定性一般。截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益和结构较 2024 年末变化不大。

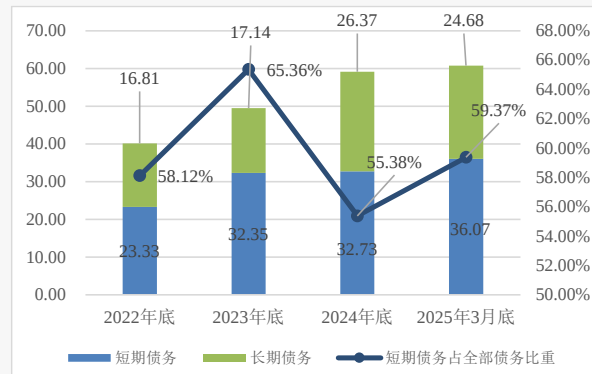
2024 年末，公司负债规模延续增长态势，较上年末增长 35.81%，以流动负债为主，流动负债（占 69.02%）和非流动负债（占 30.98%）较上年末分别增长 31.54%和 46.38%，主要系业务规模扩张带来应付账款和长期借款的增长（其他混合借款占 90.30%）；全部债务较上年末增长 19.42%，融资渠道以银行借款为主；债务期限结构趋于均衡，全部债务资本化比率较上年末上升 2.22 个百分点，整体债务负担尚可。2025 年 3 月末，公司合同负债快速增至 12.57 亿元；短期债务规模和占比较 2024 年末略有上升。

图表 6 · 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 7 · 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司营业总收入、经营性利润和利润总额均同比增长，整体盈利能力很强。

2024 年，受公司业务扩张影响，公司营业总收入同比增长 24.26%，毛利润随之提升，销售费用和利息费用增加的同时，公司通过人员成本控制和降本增效缩减管理费用，综合影响经营性利润同比增长。同期，公司利润总额同比增长 31.88%，其他收益和投资收益合计 0.34 亿元，非经常性损益占当期利润总额的比重低。

图表 8 · 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	97.53	121.18	33.42
毛利润	11.47	13.84	--
投资收益	0.01	0.25	0.02
利润总额	6.08	8.01	2.58
营业利润率	11.48%	11.10%	11.28
期间费用率	5.88%	4.82%	--
总资本收益率	6.78%	7.59%	--
净资产收益率	11.03%	13.72%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 · 公司利润构成及变化趋势



注：调整后的营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-费用总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司收入实现质量有所下降但仍保持良好水平，筹资活动前现金净流出规模同比收缩，对外融资需求持续存在。

2024 年，公司经营活动现金净流入规模同比有所下降，主要源于采购支付的现金增速高于销售收到的现金增速，主业收入实现质量有所下降但仍保持良好水平；公司并购减少并保持一定规模的物流设施投资，投资活动现金流净流出规模有所收缩，收到、支付其他与投资活动有关的现金主要为理财；筹资活动前现金流净额仍为负，净流出规模同比收缩；业务扩张带来借款和偿债规模双边大幅增加，同时公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金有所增加，筹资活动现金净流入规模同比下降，考虑到业务经营规模扩大仍需进一步投入，公司持续存在对外筹资需求。

图表 10 · 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	112.50	132.72	55.86
经营活动现金流出小计	105.46	127.90	50.41
经营现金流量净额	7.04	4.82	5.45
投资活动现金流入小计	19.00	10.43	3.45
投资活动现金流出小计	30.20	16.01	6.38
投资活动现金流量净额	-11.20	-5.58	-2.93
筹资活动前现金流量净额	-4.16	-0.76	2.52
筹资活动现金流入小计	27.11	38.64	15.09
筹资活动现金流出小计	23.67	36.28	13.65

筹资活动现金流量净额	3.44	2.35	1.44
现金收入比	113.55%	107.93%	166.16%
现金及现金等价物净增加额	-0.74	1.67	3.98

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现有所提升，长期偿债指标表现有所下降，仍处于良好水平，间接融资渠道较为通畅。

2024 年末，公司流动比率和速动比率较上年末有所上升，现金类资产对短期债务覆盖能力一般，EBITDA 和经营现金对利息支出的覆盖程度较高。

图表 11 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	119.66%	127.13%	118.90%
	速动比率	103.23%	117.30%	109.11%
	经营现金流动负债比	14.62%	7.61%	6.78%
	经营现金/短期债务（倍）	0.22	0.15	0.16
	现金短期债务比（倍）	0.64	0.67	0.78
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	11.06	13.47	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.47	4.39	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.14	0.08	0.09
	EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	7.88	--
	经营现金/利息支出（倍）	5.18	2.82	12.40

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理

2025 年 3 月末，公司获得银行授信总额 88.28 亿元，未使用授信余额 40.46 亿元。

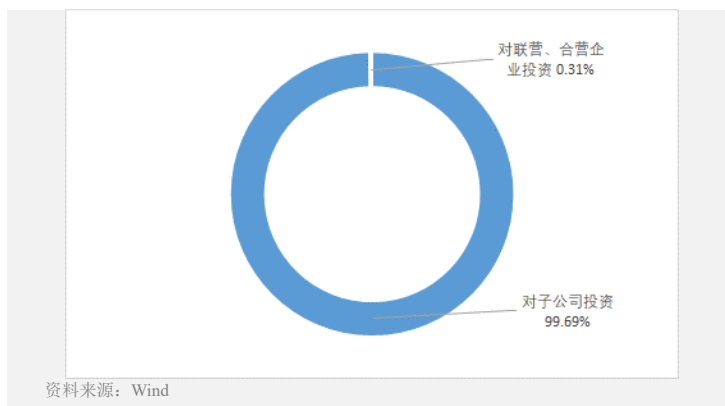
2025 年 3 月末，联合资信未发现公司存在对外担保和重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产流动性一般，通过质押子公司股权形式承担部分融资职能，债务负担较高，本部收益能够覆盖利息。

2024 年末，公司本部资产总额较上年末增长 3.13%至 72.15 亿元，资产结构仍以非流动资产为主（占 72.66%），现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 2.79 亿元，其他应收款 15.67 亿元（主要为内部往来款），长期股权投资（51.17 亿元）保持稳步增长态势（较上年末增长 1.43%），主要为对下属企业的投资，其中本部质押子公司股权向银行贷款，受限长期股权投资 16.54 亿元，本部受限资产占比较高。

图表12 • 2024年末公司本部长长期股权投资构成



图表13 • 2024年末公司本部其他应收款前五大情况

（单位：亿元）

单位名称	账龄	金额	占其他应收款总额比例
第一名	2 年以内	1.60	10.21%
第二名	3 年以内	1.41	9.03%
第三名	1 年以内	1.14	7.24%
第四名	1 年以内	1.00	6.38%
第五名	3 年以内	0.93	5.96%
合计	--	6.08	38.82%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2024 年末，本部所有者权益规模保持稳定；负债总额较上年末增长 6.43%，负债结构仍以流动负债为主（占 66.67%），其中其他应付款规模较大，主要为未实际支付的股权款；全部债务较上年末增长 21.97%，债务期限结构偏长期（长期债务占 88.18%），资产负债率和全部债务资本化比率较上年末分别上升 2.18 个百分点和 5.88 个百分点，本部债务负担较高。

2024 年，公司本部营业总收入同比下降 37.39%至 1.32 亿元，利润总额同比增长 53.39%至 1.61 亿元，投资收益对利润贡献高；本部投资收益和取得投资收益收到的现金分别为 2.18 亿元和 2.23 亿元，能够覆盖利息费用（0.62 亿元）。

（五）ESG 方面

公司在质量安全体系管控下平稳运营，具有较为全面的制度保障与措施，ESG 表现较好。

环境方面，公司成立环保部门，依据《安全监察制度》等开展环境风险事前、事中及事后管理工作，通过 ISO 14001 环境管理体系认证等，具备多项资质类认证。2024 年，公司环保总投入 4438.84 万元，同比下降 31.73%。公司引入 LNG 新能源物流车辆，LNG 作为汽车燃料，比汽油、柴油的综合排放量降低约 85%左右。

社会责任方面，2024 年末，公司共有员工 4111 人，女性员工占 34.61%，录用残疾员工近 30 人，少数民族员工 60 人；为激励员工申请专利并保留核心技术人员，公司对于申请软件著作权、实用新型专利、获批发明专利、获得市场转化等均给予相应绩效奖励，公司研发团队 140 人，占公司总人数的 3.41%，研发投入总额 8036.39 万元，占主营业务收入 0.66%；公司获得多项政府、公益组织类、行业类、客户、供应商、媒体类荣誉资质，供应商签署《廉洁伙伴协议书》达到全覆盖。

治理绩效方面，2024 年，公司股东大会召开 4 次，董事会召开 14 次，监事会召开 9 次，投资者开放交流会 6 次，E 互动平台与投资者互动 36 次；通过“自上而下”跨部门协作的 ESG 工作机制实现组织效能提升，战略与 ESG 委员会召开会议 1 次，审议议案 2 项。

七、债券偿还能力分析

2025 年 3 月末，公司由联合资信评级的“密卫转债”余额 8.7227 亿元，2027 年 9 月到期，存续债券设置有转股条款且已处于转股期，公司下修转股价格至 55.72 元/股，2025 年 6 月 5 日调整实施，未来若存续债券转为公司股票，公司实际偿还压力将减轻。

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁻，维持“密卫转债”信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

。

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	20.82	21.90	26.70
应收账款（亿元）	21.13	37.48	28.54
其他应收款（亿元）	1.31	1.61	0.00
存货（亿元）	7.91	6.23	7.87
长期股权投资（亿元）	0.34	0.36	0.35
固定资产（亿元）	15.99	20.64	0.00
在建工程（亿元）	8.42	6.84	7.81
资产总额（亿元）	111.24	139.45	156.85
实收资本（亿元）	1.64	1.61	1.58
少数股东权益（亿元）	3.45	4.50	5.18
所有者权益（亿元）	43.66	47.68	49.67
短期债务（亿元）	32.35	32.73	36.07
长期债务（亿元）	17.14	26.37	24.68
全部债务（亿元）	49.49	59.10	60.75
营业总收入（亿元）	97.53	121.18	33.42
营业成本（亿元）	86.05	107.34	29.54
其他收益（亿元）	0.13	0.09	0.11
利润总额（亿元）	6.08	8.01	2.58
EBITDA（亿元）	11.06	13.47	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	110.74	130.79	55.53
经营活动现金流入小计（亿元）	112.50	132.72	55.86
经营活动现金流量净额（亿元）	7.04	4.82	5.45
投资活动现金流量净额（亿元）	-11.20	-5.58	-2.93
筹资活动现金流量净额（亿元）	3.44	2.35	1.44
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.30	3.24	--
存货周转次数（次）	16.28	15.18	--
总资产周转次数（次）	0.95	0.97	--
现金收入比（%）	113.55	107.93	166.16
营业利润率（%）	11.48	11.10	11.28
总资本收益率（%）	6.46	7.59	--
净资产收益率（%）	11.03	13.72	--
长期债务资本化比率（%）	28.20	35.61	33.20
全部债务资本化比率（%）	53.13	55.35	55.02
资产负债率（%）	60.75	65.81	68.33
流动比率（%）	119.66	127.13	118.90
速动比率（%）	103.23	117.30	109.11
经营现金流动负债比（%）	14.62	7.61	--
现金短期债务比（倍）	0.64	0.67	0.74
EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	7.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.47	4.39	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取；4. 本报告将其他流动负债中的短期融资券计入有息债务及相关指标核算
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.82	2.79	/
应收账款（亿元）	1.06	0.26	/
其他应收款（亿元）	14.20	15.67	/
存货（亿元）	0.00	0.00	/
长期股权投资（亿元）	50.45	51.17	/
固定资产（亿元）（合计）	0.00	0.00	/
在建工程（亿元）（合计）	0.00	0.00	/
资产总额（亿元）	69.96	72.15	/
实收资本（亿元）	1.64	1.61	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	22.26	21.38	/
短期债务（亿元）	2.37	2.27	/
长期债务（亿元）	13.35	16.91	/
全部债务（亿元）	15.72	19.18	/
营业总收入（亿元）	2.11	1.32	/
营业成本（亿元）	1.11	0.74	/
其他收益（亿元）	0.01	0.00	/
利润总额（亿元）	1.05	1.61	/
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.34	2.67	/
经营活动现金流入小计（亿元）	1.48	2.79	/
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.36	0.38	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.10	1.36	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	5.27	-2.52	/
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.17	1.59	/
存货周转次数（次）	/	/	/
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	/
现金收入比（%）	63.69	202.07	/
营业利润率（%）	46.97	43.32	/
净资产收益率（%）	4.68	8.30	/
长期债务资本化比率（%）	37.50	44.16	/
全部债务资本化比率（%）	41.40	47.28	/
资产负债率（%）	68.18	70.36	/
流动比率（%）	56.36	58.28	/
速动比率（%）	56.36	58.28	/
经营现金流动负债比（%）	-1.04	1.11	/
现金短期债务比（倍）	1.61	1.23	/
EBITDA 利息倍数（倍）	2.94	3.60	/
全部债务/EBITDA（倍）	9.87	8.59	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持