

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0868号

## 三羊马(重庆)物流股份有限公司:

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“三羊转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，同时维持“三羊转债”信用等级为A+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年十二月二十二日

程春岩

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年12月22日至2024年12月21日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2023年12月22日

## 三羊马(重庆)物流股份有限公司 主体及“三羊转债”2023年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
A+/稳定	2023/12/22	A+/稳定	侯艳华	范新悦

### 债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
三羊转债	A+	A+

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

### 主体概况

三羊马(重庆)物流股份有限公司（以下简称“三羊马”或“公司”）主要从事汽车整车综合运输服务业务、非汽车商品综合运输服务业务和仓储服务，公司控股股东和实际控制人为自然人邱红阳。

### 评级模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	营业收入 (亿元)	20.00	4.20
市场竞争力	竞争优势	20.00	9.00
	多样性	10.00	3.00
盈利能力	EBITDA/收入 (%)	8.00	5.60
	总资产收益率 (%)	7.00	3.21
债务负担和保障程度	资产负债率 (%)	10.00	10.00
	经营性净现金流/流动负债 (%)	7.00	4.11
	EBITDA/利息支出 (倍)	9.00	7.67
	全部债务/EBITDA (倍)	9.00	7.08

调整因素	无
个体信用状况	A+
外部支持	无
评级模型结果	A+

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

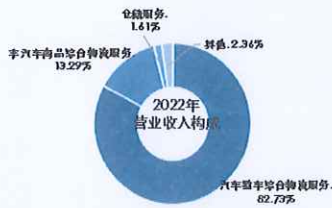
### 评级观点

公司是行业内少数拥有公铁联运全物流链条的企业，跟踪期内公司在以公铁联运为主的多式联运方面仍具有一定竞争力；公司已建立覆盖全国主要省市及主要汽车主机厂生产基地的物流网络，且仍与长安汽车、东风小康等汽车主机厂以及中铁特货保持合作关系，随着宏观经济形势好转、各地汽车行业刺激政策出台等，为公司未来业务发展提供保障。同时，东方金诚关注到，受油价大幅上涨、作业数量减少等因素影响，公司主营业务盈利有所下滑；公司应收账款规模仍较大、受限资产比例仍较高，资产流动性较弱。

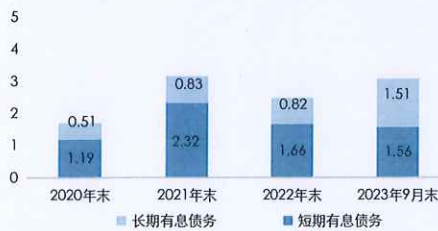
综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 A+，评级展望为稳定；维持“三羊转债”的信用等级为 A+。

## 主要指标及依据

### 2022 年收入构成



### 近年公司债务结构 (单位:亿元)



### 主要数据和指标

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~9月
资产总额 (亿元)	9.50	13.93	13.23	13.84
所有者权益 (亿元)	4.91	8.13	7.97	8.06
全部债务 (亿元)	1.70	3.15	2.48	3.07
营业总收入 (亿元)	8.67	9.23	8.05	6.94
利润总额 (亿元)	0.75	0.56	0.19	0.21
经营性净现金流 (亿元)	0.67	-0.24	0.65	-0.23
营业利润率 (%)	12.94	10.65	6.73	6.89
资产负债率 (%)	48.33	41.64	39.77	41.72
流动比率 (%)	141.22	173.18	181.66	175.45
全部债务/EBITDA (倍)	1.55	3.47	5.11	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	14.49	8.77	4.50	-

注:表中数据来源于公司2020年~2022年的审计报告及2023年1~9月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 公司是行业内少数拥有公铁联运全物流链条的企业,跟踪期内公司在以公铁联运为主的多式联运方面仍具有一定竞争力;
- 公司已建立覆盖全国主要省市及主要汽车主机厂生产基地的物流网络,且仍与长安汽车、东风小康等汽车主机厂以及中铁特货保持合作关系,随着宏观经济形势好转、各地汽车行业刺激政策出台等,为公司未来业务发展提供保障。

## 关注

- 受油价大幅上涨、作业数量减少等因素影响,公司主营业务盈利有所下滑;
- 公司应收账款规模仍较大、受限资产比例仍较高,资产流动性较弱。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来下游汽车市场需求提升及公司加大物流网络布局,公司业务规模有望保持增长,盈利将保持稳定。

## 评级方法及模型

《工商企业(通用)信用评级方法及模型(RTFC027202208)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
A+/稳定	三羊转债/A+	2023/1/13	侯艳华、姜珊	《工商企业(通用)信用评级方法及模型(RTFC027202208)》	阅读原文

注:自2023年1月13日(首次评级)以来,三羊马主体信用等级未发生变化,均为A+/稳定。

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
三羊转债	2023/1/13	2.10	2023/10/26~2029/10/26	不可撤销连带责任担保	邱红阳

注:“三羊转债”期限为6年,每12个月付息一次,每1年重置一次票面利率,设有有条件回售、赎回权、转股价格向下修正及转股价格时点修正条款等特殊条款。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及三羊马(重庆)物流股份有限公司(以下简称“三羊马”或“公司”)相关债项的跟踪评级安排,东方金诚国际信用评估有限公司(以下简称“东方金诚”)进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

跟踪期内,公司主要从事汽车整车综合运输服务业务、非汽车商品综合运输服务和仓储服务等业务,控股股东和实际控制人仍为自然人邱红阳

三羊马(重庆)物流股份有限公司(以下简称“三羊马”或“公司”)主要从事汽车整车综合运输服务业务、啤酒、饮料等非汽车商品综合运输服务业务和仓储服务,公司控股股东和实际控制人仍为自然人邱红阳。

公司前身为设立于2005年9月的重庆中集汽车物流有限责任公司,初始注册资本500.00万元,刘小东、李刚全和邱红阳分别持股60.00%、37.00%和3.00%;2016年3月,公司由有限公司整体变更设立股份公司,注册资本变更为5200.00万元,邱红阳持股95.67%。后进行股权转让及股票发行,2016年8月8日公司股票在全国股转系统挂牌并公开转让,证券代码“838107”,证券简称“三羊马”。2021年11月,公司在深圳证券交易所上市,股票简称“三羊马”,股票代码“001317.SZ”。截至2023年9月末,公司股本为8004.00万股,自然人邱红阳持有公司62.66%的股份,为公司实际控制人。

公司仍主要通过公铁联运方式为汽车行业和啤酒、饮料、洗涤用品等非汽车行业提供综合服务;根据运输商品的不同和服务类别的差异,公司主营业务可分为汽车整车综合物流服务、非汽车商品综合物流服务和仓储服务。

截至2023年9月末,公司(合并)资产总额13.84亿元,所有者权益8.06亿元,资产负债率41.72%。2022年及2023年1~9月,公司分别实现营业总收入8.05亿元和6.94亿元,利润总额0.19亿元和0.21亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

公司本期可转债发行规模为2.10亿元,扣除承销及保荐费、律师费、验资费等,实际募集资金净额为20375.65<sup>1</sup>万元。由于募投项目建设需一定周期,按公司募投项目建设进度和资金投入计划,部分募集资金在一段时间内处于暂时闲置状态,截至2023年11月1日,公司尚未使用的募集资金20375.65万元存放于募集资金专户中。

<sup>1</sup> 203756480.13元。

图表 1 本期债券募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	拟用募集资金金额
三羊马运力提升项目	15181.97	15000.00
偿还银行借款	6000.00	6000.00
合计	21181.97	21000.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至本报告出具日，“三羊转债”尚未发生付息。

## 个体信用状况

### 宏观经济和政策环境

**稳增长政策发力下，2023 年三季度经济修复势头转强，并有望在四季度延续**

三季度 GDP 同比增速为 4.9%，低于二季度的 6.3%。不过，由于去年同期基数变化剧烈，当前经济修复力度要通过两年平均增速衡量。三季度这一数据为 4.4%，大幅好于二季度的 3.3%。这主要源于在促消费政策加力以及消费内生修复动力等因素共同作用下，三季度居民消费动能回升，特别是旅游、出行等服务消费较快增长。另外，三季度投资数据“明弱实强”，扣除 PPI 通缩因素的实际投资增速保持较高水平，体现当季专项债发行提速，企业中长期贷款高增，稳投资政策集中发力带来的具体效果。以上这些积极因素有效对冲了房地产行业持续低迷、外需放缓造成的拖累，推动三季度经济运行好于预期。

不过，当前经济增速距离常态增长水平还有一段距离，特别是居民实际消费增速仍仅相当于正常增长水平的一半左右。这也可从近期 CPI 涨幅明显偏低等方面得到印证。

展望四季度，稳增长政策将持续发力显效，经济修复动能有望进一步转强。加之上年同期增速基数下沉，预计四季度 GDP 同比将达到 5.5%，两年平均增速将保持在 4.4% 左右。这意味着全年 GDP 增速将达到 5.3%，完成年初设定的“5.0% 左右”增长目标的难度不大。从“三驾马车”来看，四季度经济增长动能有望全面改善，其中消费将继续保持修复势头，投资增速有望“由降转升”，外需对经济增长的拖累效应也将有所缓解。需要指出的是，尽管近期大型房企风险事件仍在暴露，但在稳楼市措施持续加码的前景下，四季度房地产市场有望企稳回升，其对消费、投资信心的影响也会有所减弱。

**四季度宏观政策将继续发力，引导经济持续修复，其中房地产支持政策力度会进一步加大**

在房地产行业持续低迷的背景下，当前经济复苏的基础仍不牢固，需要宏观政策继续保持稳增长取向，特别是需要基建投资和制造业投资增速保持较高水平，对冲房地产投资大幅下滑带来的影响。为此，在专项债发行进入“空窗期”后，四季度准财政政策有可能接力支持基建投资，预计政策性开发性金融工具额度将上调 3000 亿元。货币政策方面，当前物价水平偏低，着眼于支持银行信贷投放、为特殊再融资债券大规模发行创造有利的市场条件，四季度央行有可能再次降准，或持续大幅加量续做 MLF。同时，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，其中的关键是引导居民房贷利率进一步下行。为此，也不排除央行继续降息，或单独下调 5 年期以上 LPR 报价的可能。

需要指出的是，在地方政府土地出让金收入大幅下降的背景下，当前用于置换地方政府各

类隐性债务的特殊再融资债券正在大规模发行。但在“防止一边化债一边新增”的原则下，未来城投债发行有可能面临更为严格的监管环境。

## 行业分析

公司主要从事汽车整车综合物流服务业务，所属行业为汽车物流行业。

### 汽车物流行业

随着中国经济稳健复苏及一系列稳增长、促消费政策出台，未来汽车销量增加将带动汽车物流行业需求增长

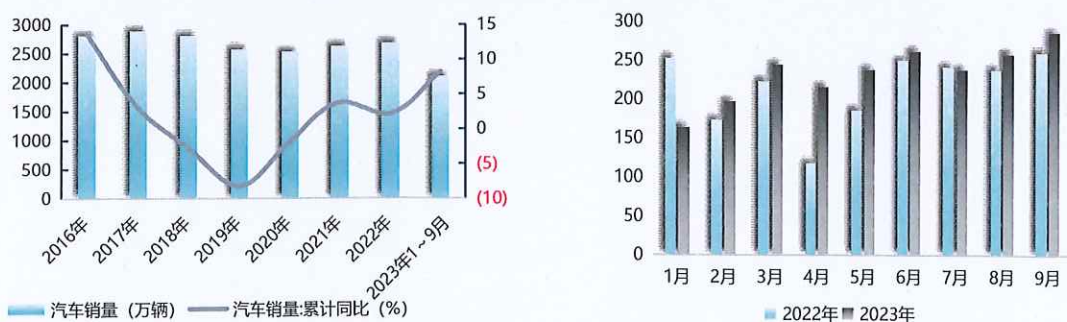
汽车物流主要是基于汽车产品运输等展开服务。根据《汽车物流术语》(GB/T 31152-2014)，汽车物流是指汽车整车、原材料、零部件、售后服务备件，从供应地向接收地的实体流动过程。根据实际需要，将运输、储存、装卸、搬运、包装、流通加工、配送、信息处理等基本功能实施有机结合。汽车整车物流可划分为商品车物流和在用车物流，商品车物流又可细分为乘用车物流、商用车物流、特种车辆物流、工程车辆物流等。

2022年以来，为促进汽车行业稳健发展，我国陆续出台了一系列稳增长、促消费政策，其中购置税减半政策更是极大地激发了市场活力，有效助力汽车制造业走出低谷。行业逐步呈现出恢复增长态势，根据中国汽车工业协会数据，2022年汽车产销分别为2702.1万辆和2686.4万辆，分别同比增长3.4%和2.1%；全年汽车销量同比增长，带动汽车物流行业需求增长。2023年1~9月，汽车产销分别完成2107.5万辆和2106.9万辆，同比分别增长7.3%和8.2%。

同时，随着人均GDP不断提升，我国汽车保有量也随之增长，根据公安部发布的数据来看，2022年中国机动车保有量达4.17亿辆，其中汽车3.19亿辆，位居世界前列。但从全球部分国家2022年百人汽车保有量来看，我国百人汽车保有量处于较低水平，未来我国汽车消费需求仍存在较大增长空间。

在用车物流，其最主要构成为二手车物流市场。在用车呈现出零散分布状态，个人二手车出售、互联网租车或二手车企业的调拨、自驾游托运需求，均是在用车的来源，区域分布广泛，集中程度较低，随机性程度高。虽然我国新车销售仍为主导，但近几年二手车销量与新车销售量的差距在逐渐缩小，2021年二手车销量达1758.51万辆，同比增长22.62%；2022年小幅下降；2023年1~6月，二手车销量876.86万辆，同比增长15.60%。

图表2 近年我国汽车销量及增速变化情况(单位:万辆)



资料来源:中国汽车工业协会,东方金诚整理

2023年，“新十条”出台后，多地陆续出台促进汽车消费政策，宏观经济增长、企业复产复工、居民出行恢复等将带动汽车销量增长，从而带动汽车物流行业需求有所增加。

### 国内汽车物流运输以公路运输方式为主，随着公路合规整治，多式联运成为未来主要运输方式

长期以来，公路运输以其灵活、方便、快速响应等特点，尤其是能实现“门到门”运输的优势，占据我国商品车运输市场主要份额。但公路运输的成本高、货损多，尤其是单挂车实现大批量运输较为困难，而且公路运输单台车的排放大、污染重，不利于环境保护，同时轿运车多为改装车辆、安全隐患较大，对公路破坏程度较高。

2016年7月我国发布强制性国家标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》（GB1589-2016），随后《车辆运输车治理工作方案》相继出台，要求汽车物流企业合规合法运输车辆，“双排变单排，单排变标准”，使单次运输车辆由原来的22~25台减少为6~9台。治理周期为2016年9月21日至2018年6月30日，2018年7月1日起全面禁止不合规运输车辆上路运行。

随着公路合规整治，由于铁路、水路运输在量和距离上的优势，将更多引导物流企业发展多种运输方式结合的业务模式，也将为具有公路、铁路多式联运<sup>2</sup>优势的第三方物流企业提供更多机会。

### 汽车物流行业市场化程度较高、竞争激烈、议价权较低，随着行业整合推进，众多中小型运输企业将逐步被淘汰

汽车物流行业市场化程度较高，不存在准入限制，属于充分竞争行业。各物流企业基于自身定位的不同，竞争的差异化亦较为明显。目前行业中竞争者主要有三种类型：第一类是由国内大型汽车制造企业附属的控股或参股的企业，如安吉物流、一汽物流和长安民生物流；第二类是独立于汽车制造商并具备规模的第三方汽车物流企业，如长久物流、中铁特货物流股份有限公司（以下简称“中铁特货”）、西上海、安达物流及三羊马等；第三类是其他众多中小型运输企业。第一类属于汽车制造企业背景物流企业，在获取业务资源方面有先天优势。这类物流企业依附于所属主机厂，并因此肩负该主机厂物流任务的责任，能够获得稳定的订单来源且形成规模。但介于与主机厂的依存关系，对外扩展客户能力有限。第二类物流企业属于第三方物流企业，进入行业较早，在长期的竞争发展中，形成具有成本优势的运输路线和服务区域，具有一定的资源整合和物流综合管理能力。既可以直接承接主机厂的物流服务，还可以承接其下属物流企业的外包服务。第三类物流企业一般规模较小，绝大多数仅能提供单一的仓储、运输等较为传统的物流服务，与前两类物流企业不构成较大的竞争，主要承接前两类物流企业的业务，提供相应的物流辅助服务。未来，随着汽车物流行业不断整合，行业集中度的提升，该类企业将逐步被兼并或淘汰。

<sup>2</sup> 根据《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017），多式联运是指由两种及其以上的交通工具相互衔接，转运而共同完成的货物复合运输活动。



## 业务运营

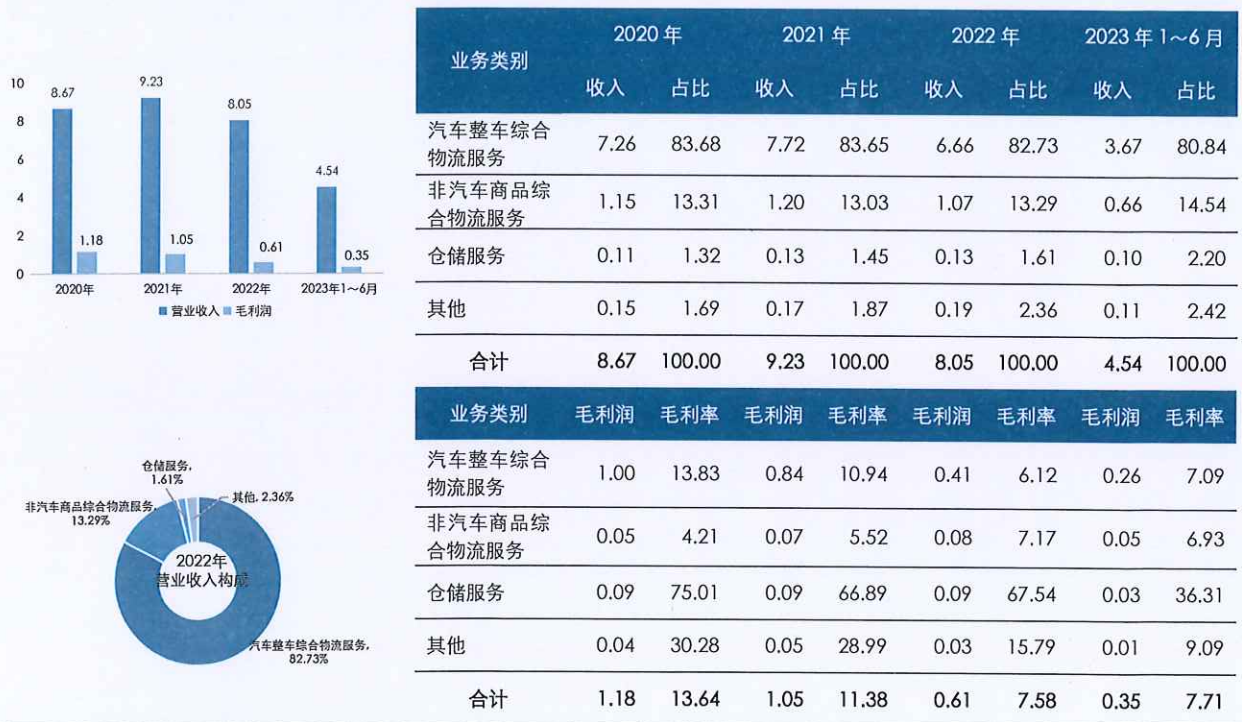
### 经营概况

跟踪期内，公司营业收入和毛利润仍主要来自于汽车整车综合物流服务业务，受外部环境影响，公司收入、毛利润和毛利率均有所下滑

公司主营汽车整车综合物流服务、非汽车商品综合物流服务和仓储服务等业务，公司仓储服务主要是指公司利用自有仓库对外出租，提供仓储管理业务；其他业务收入主要指自有房产对外出租作为投资性房地产核算产生的租金收入，其他业务收入占比较小。2022年受外部环境影响，部分地区公司无法开展作业、作业单量下降且国内汽柴油价格上涨导致公司物流业务成本上升等，收入和毛利均同比下滑。

2023年1~6月，公司营业收入同比增长，主要受益于外部环境好转和公司对客户持续开拓，两端作业服务业务收入增加；毛利润同比下滑，主要受柴油价格位于高位及公司新购置运输车等成本升高所致。

图表3 公司营业收入、毛利润、毛利率情况<sup>3</sup>（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 汽车整车综合物流服务业务

公司汽车整车综合物流服务业务主要由公司本部负责运营。汽车整车综合物流服务主要包括为各大主机厂及其配送商提供的长距离的整车“门到门”服务，“门到发站”、“发站到门”的两端运输服务及装卸加固等配套业务。公司承接客户订单后，根据发运规模、发运车型、发运里程、现有运力情况等设计相应物流方案，通过铁路、公路等多种运输方式优化组合，完成

<sup>3</sup> 合计数与表内数据加总有差异，主要系四舍五入所致。

整车由生产所在地或客户指定起始地运送至客户指定地的一站式物流服务。根据作业环节的不同，公司汽车整车综合物流服务可细分为全程物流服务和两端作业服务。

公司已建立覆盖全国主要省市及主要汽车主机厂生产基地的物流网络，在全国建立多个物流网点，形成西北、东北和西南专线，跟踪期内，公司仍与长安汽车、东风小康等汽车主机厂以及中铁特货保持合作关系，为未来业务发展提供保障

公司从设立以来一直从事汽车物流服务，是业内较早通过多式联运方式从事商品车物流运输的企业。跟踪期内，公司已构建起以铁路为核心的全国性物流网络，现已在全国建立多个物流网点，基本形成覆盖全国主要省市，且形成西北专线、东北专线、西南专线，依托于已建成的物流网络，公司一方面可逐步建立并完善自有作业队伍，提升管理效率，减少与客户、铁路场站的沟通成本。另一方面在到站和发站均逐步建立网点，实现前后端作业均由同一供应商提供服务，降低协调沟通难度，缩短在不同运输方式及运输环节之间转换时间，提升作业效率。

同时，公司具有一定物流信息化优势。公司结合自身生产业务需求自主开发的物流信息化平台 S-TWS 可对接中铁特货 OTD、铁路 TMS、公路 GPS 和仓储 WMS 等外部信息系统，实现了物流过程信息采集的自动化，能够为客户提供准确及时全程跟踪信息。公司制定了相关管理制度和操作流程，能为客户提供包括全程信息监控、多式联运、二次分拨、商品车仓储等增值服务。公司建立了商品车物流质量控制体系，能有效控制和降低物流质损。

跟踪期内，公司继续保持与国内众多汽车主机厂的长期合作关系，其中直接服务品牌含长安汽车、东风小康等，通过中铁特货物流股份有限公司<sup>4</sup>（以下简称“中铁特货”）服务的品牌包括上汽通用五菱、东风日产、广汽本田、上海大众等。同时依托于公司在铁路站点周边的物流基地网络布局和公铁联运经验，公司亦开拓基于公铁联运衍生的两端作业服务，公司现已成为中铁特货主要两端作业供应商之一。此外公司拓展在用车、快消品等非新车业务，主要客户为百威（中国）销售有限公司、纳爱斯丽水销售有限公司等。

2022年，汽车整车综合物流服务业务收入同比减少，主要是因为受外部环境影响，汽车产销增速放缓及上海、新疆、兰州和重庆等地无法全面开展作业导致作业量下降，同期业务毛利润和毛利率均下滑。2023年1~6月，随着外部环境好转及各地汽车行业刺激政策出台等，公司汽车整车综合物流服务业务收入同比增长6.54%，但受油价处于高位等影响，业务毛利润同比略下滑。2023年全年，随着经济温和复苏、政策效应持续显现，汽车销量和二手车销量增加，汽车物流行业下游需求增长，业务盈利将有所改善。

<sup>4</sup> 控股股东为中国铁路投资有限公司，实际控制人为中国国家铁路集团有限公司。

图表 4 公司汽车整车综合物流服务业务收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2020年		2021年		2022年		2023年1~6月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
全程物流服务	3.31	45.65	3.93	50.94	3.19	47.90	1.68	45.78
两端作业服务	3.94	54.35	3.79	49.06	3.47	52.10	1.99	54.22
合计	7.26	100.00	7.72	100.00	6.66	100.00	3.67	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
全程物流服务	0.45	13.58	0.38	9.75	0.25	7.94	0.09	5.61
两端作业服务	0.55	14.03	0.46	12.17	0.15	4.45	0.17	8.34
合计	1.00	13.83	0.84	10.94	0.41	6.12	0.26	7.09

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司销售客户较稳定，公司所在地重庆是全国整车制造生产重要基地之一，汇聚了长安汽车、长安福特、上汽通用五菱、东风小康等整车制造产业资源，仍具有一定的区位优势

公司对主要客户业务获取方式包括招投标、竞争性谈判，下游客户主要由汽车物流配送商、汽车制造厂商和日用快消品生产商等构成。公司注册地重庆是西南地区的综合交通枢纽，也是物流行业重点发展区域之一，同时是全国车辆制造生产重要基地之一，区域内有长安汽车、长安福特、上汽通用五菱、北京现代、东风小康等汽车制造企业。公司与主要销售客户签订年度或季度等框架合同，跟踪期内公司前五大销售客户仍较稳定，其中2022年中都物流有限公司及其关联方取代奇瑞汽车股份有限公司及其关联方成为前五大客户之一，主要原因是因为公司为奇瑞汽车提供的运输服务以公路运输为主，受油价大幅上涨影响，奇瑞项目处于亏损状态，公司出于经济效益角度考虑，减少了作业量，导致奇瑞项目的收入下滑较多。公司销售结算主要为月结，结算方式以承兑汇票为主。

图表5 2020年~2022年公司前五大销售客户金额及占比(单位:万元、%)

年份	前五大销售客户名称	销售金额	销售金额占营业收入比例
2022年	中铁特货物流股份有限公司及其关联方	22036.76	27.38
	重庆长安民生物流股份有限公司及其关联方	18155.07	22.56
	百威(中国)销售有限公司及其关联方	6838.04	8.50
	重庆东风小康汽车销售有限公司及其关联方	5484.01	6.81
	中都物流有限公司及其关联方	3785.10	4.70
	合计	56298.99	69.96
2021年	中铁特货物流股份有限公司及其关联方	22088.92	23.94
	重庆长安民生物流股份有限公司及其关联方	18752.54	20.32
	重庆东风小康汽车销售有限公司及其关联方	8454.32	9.16
	奇瑞汽车股份有限公司及其关联方	8113.55	8.79
	百威(中国)销售有限公司及其关联方	7922.63	8.59
	合计	65331.95	70.80
2020年	中铁特货物流股份有限公司及其关联方	23419.16	27.00
	重庆长安民生物流股份有限公司及其关联方	16022.18	18.47
	重庆东风小康汽车销售有限公司及其关联方	8860.82	10.22
	百威(中国)销售有限公司及其关联方	6865.35	7.91
	奇瑞汽车股份有限公司及其关联方	6697.36	7.72
	合计	61864.87	71.32

资料来源:公司提供,东方金诚整理

公司采购内容主要为铁路运力、公路运力等,跟踪期内,随着作业量下降,公司采购成本有所降低

铁路运力成本与公路运力成本为公司主要成本,2022年随着作业量减少,公司采购成本降低。同期,公司铁路成本与公路成本合计占主营业务成本的比例分别为41.44%和41.95%。

第一,铁路运输采购。直接向铁路部门进行铁路承运业务的采购,通常需要公司先行支付运费后实施发货运输。由于承运标的物汽车本身的特性,其运输难度大、要求的专业性高,故我国铁路部门设立专门的汽车承运机构——中铁特货物流股份有限公司<sup>5</sup>(以下简称“中铁特货”),其中与汽车运输相关的铁路运力均向中铁特货各分子公司采购,与非汽车商品综合物流相关的铁路运力均向各地铁路局采购。第二,外协作业费采购。除采购铁路运力及调配自有公路运输车辆外,公司在运输作业中,仍需对外采购相当的公路运力及两端作业服务来满足公司多式联运模式需要。公司通过资质、供给运力、物流方案、成本等要素对外协作业商进行采购评审并对其作业能力进行认定,同时定期对合格的外协作业商进行指标考核。第三,燃油采购。公司对燃油的采购主要采取集中采购的方式,公司统一采购油卡并发放给司机。结算人员会根据司机每月行驶里程,事先核定的油耗和月初油价计算出司机每月的油费,预先给司机的油卡充值。司机把加注燃油的数据每月汇总给公司,由公司结算人员对燃油使用情况进行统计。

<sup>5</sup> 为中国国家铁路集团有限公司子公司。

图表6 公司主要成本构成情况（单位：亿元）

类别	2020年	2021年	2022年	2023年1~6月
铁路成本	2.20	2.92	2.42	1.35
公路成本	2.90	2.95	2.45	1.45
物流辅助成本	1.27	1.06	0.97	0.55

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期公司前五大供应商较稳定，其中第一大供应商为中国国家铁路集团有限公司及其关联方。

图表7 2020年~2022年公司前五大供应商金额及成本占比（单位：万元、%）

年份	前五大供应商名称	采购金额	采购金额占成本比例
2022年	中国国家铁路集团有限公司及其关联方	23915.27	32.13
	定州市文迁运输有限公司及其关联方	2685.63	3.61
	定州市承运物流有限公司	2413.01	3.24
	成都市劲松物流有限公司	1791.26	2.41
	青岛博瑞舒物流有限公司	1571.97	2.11
	合计	32377.14	43.50
2021年	中国国家铁路集团有限公司及其关联方	29830.21	36.48
	定州市文迁运输有限公司及其关联方	3175.89	3.88
	定州市承运物流有限公司及其关联方	2626.47	3.21
	青岛博瑞舒物流有限公司	1834.88	2.24
	成都市劲松物流有限公司	1655.99	2.03
	合计	39123.44	47.84
2020年	中国国家铁路集团有限公司及其关联方	22666.89	30.26
	定州市承运物流有限公司	3906.62	5.21
	定州市文迁运输有限公司及其关联方	2144.45	2.86
	青岛博瑞舒物流有限公司	2107.40	2.81
	成都市劲松物流有限公司	1524.23	2.03
	合计	32349.60	43.18

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 1. 全程物流服务

2022年，受外部环境及部分城市运输受限等影响，公司全程物流服务业务收入和毛利润同比降低，2023年上半年，随着作业单价上涨，全程物流服务业务毛利润同比增加

全程物流服务包括车辆运输、装卸、加固、配送等作业环节，客户提出运输需求，公司设计相应物流方案、通过铁路或公路等多种运输方式优化组合、完成整车下线生产场地或客户指定起始地运送至汽车经销商处或客户指定地的一站式物流服务。全程物流服务可细分为全程公铁联运和全程公路运输两种方式，全程公路运输单价低于公铁联运单价。

在服务价格制定方面，公司在保证自身合理利润的基础上，对铁路发运成本、不同时间段的油价浮动程度、区域运输难易程度、外购公路运力和装卸等物流辅助活动单价变动等因素综合考虑，提出业务参考价格。同时结合客户的物流业务规模、服务质量要求及客户战略定位，根

据自身的竞争实力，最终通过与客户协商或竞标方式确定服务价格。全程公路运输单价较公铁联运单价稍低。

公司全程物流服务业务合作品牌包括长安福特、长安铃木、东风小康、奇瑞汽车等。2022年，公司全程物流服务业务运输数量为20.77万台，同比下滑22.81%，主要受外部环境影响下汽车市场产销量低迷及部分城市运输受限等所致。作业单价方面，2022年公司全程物流服务业务单台车运价同比上涨5.11%至1535.84元/台，主要受运输线路差异影响。受作业台数下降影响，跟踪期公司全程物流服务业务收入和毛利均有所下降。

2023年1~6月，受前期油价上升及新增运输距离较远的国际物流和全程公路远距离运输车增加等多种因素影响，全程物流服务业务作业单价继续上涨至1670.83元/台；因作业台数下降，业务收入同比下滑3.22%；受益于单价上涨，业务毛利润同比略增加。

图表8 全程物流服务业务作业台数及收入情况（单位：万台、元/台、亿元）

类别	类别	2020年	2021年	2022年	2023年1~6月
全程公铁联运	作业台数	14.14	17.74	15.57	7.69
	每台单价	1794.55	1697.32	1666.79	1792.31
	收入	2.54	3.01	2.59	1.38
全程公路运输	作业台数	7.91	9.17	5.20	2.37
	每台单价	979.97	1004.20	1144.17	1276.07
	收入	0.78	0.92	0.60	0.30
合计	作业台数	22.06	26.91	20.77	10.06
	每台单价	1502.31	1461.18	1535.84	1670.83
	收入	3.31	3.93	3.19	1.68

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 1.1 全程公铁联运

公司全程公铁联运业务主要客户为重庆长安民生物流股份有限公司（以下简称“长安民生物流”）、杭州长安民生物流有限公司<sup>6</sup>、重庆东风小康汽车销售有限公司（以下简称“东风小康”）等。

2022年，受外部环境影响，公司全程公铁联运作业台数有所下降。作业单价方面，2022年全年全程公铁联运作业单价较2021年小幅下降，主要系受运输线路差异综合影响。受作业台数和单价下降影响，2022年业务收入和毛利润均同比下滑，毛利率受作业量减少、单台车分摊的间接成本增加等影响而有所下降。

2023年1~6月，全程公铁联运收入同比增长主要是因为当期运输距离较远的在用车业务增加，同时新增单价较高的国际运输业务，但油价持续高位且公司新购置部分运输车辆，单位自有公路成本增加，毛利率同比下降。

<sup>6</sup> 与公司签署的运输服务合同主要涉及长安福特、长安自主品牌系列商品车。

图表9 公司全程公铁联运业务盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

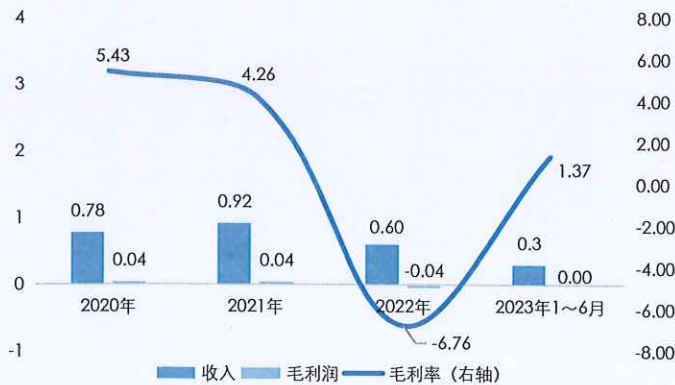
### 1.2 全程公路运输

公司全程公路运输业务主要客户为安徽奇瑞商用车销售有限公司（以下简称“奇瑞汽车”）。

作业台数方面，2022年受前期油价上升等多种因素影响，公司奇瑞项目处于亏损，公司减少奇瑞项目作业量，同时受东风小康传统燃油车销量下滑影响，本期来自东风小康业务量减少及叠加物流流通不畅影响，作业台数下降。2022年受油价大幅上涨影响，公司全程公路运输作业单价有所上升。主要受作业台数下降影响，2022年全程公路运输业务收入同比下滑。毛利率方面，油价上涨带动公司单位外购成本增加及作业台数下降，业务毛利率下降至-6.76%。

2023年1~6月，油价相对高位下，公司减少了部分华晨鑫源盈利能力较弱线路，同时长城汽车永川生产基地直接通过永川火车站铁路发运量增加，当期公路运输作业量有所减少造成业务收入和毛利润同比略下降，业务毛利率转正。

图表10 公司全程公路运输业务盈利情况<sup>7</sup>（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 2. 两端作业服务

公司两端作业服务含物流辅助服务和转驳服务，2022年受新疆、兰州、西藏、重庆等地无法全面开展作业服务，业务收入和毛利润均同比下滑，2023年上半年随着公司中转仓储业务增多及物流辅助服务和转驳服务作业单价提高，两端作业服务盈利改善

公司两端作业服务是指为客户的多式联运过程实现在不同物流场站、不同物流环节无缝转

<sup>7</sup> 2023年1~6月，业务毛利润为41.28万元。

换的作业服务<sup>8</sup>。由于铁路运输仅能实现商品在火车站之间的位移，公铁联运涉及不同运输方式和运输环节之间的转换对接，对应的运输环节主要包括“门到站”、“站到站”和“站到门”三部分。其中“站到站”铁路发运部分由中铁特货垄断经营，“门到站”和“站到门”运输环节及场站内作业涉及的装卸、加（解）固、中转仓储、前端转驳和后端转驳等两端作业内容由公司或其他第三方物流公司完成。其中装卸、加（解）固、中转仓储等以人工为主的作业统称为物流辅助服务，前端转驳和后端转驳等以短途运输为主的作业统称为转驳服务。物流辅助服务和转驳服务统称为两端作业服务。公司两端作业服务业务的主要客户为中铁特货。

2022年受新疆、兰州、西藏、重庆等地无法全面开展作业服务，业务收入和毛利润均同比下滑；2023年1~6月，国内汽车产销继续保持增长，公司来自中铁特货、长安民生及比亚迪等客户收入整体呈增长趋势，两端作业服务收入和毛利润均同比增加。

图表 11 两端作业服务业务作业台数及单位收入情况（单位：万台、元/台、亿元）

类别		2020年	2021年	2022年	2023年1~6月
物流辅助服务	作业台数	381.82	421.79	366.12	171.55
	每台单价	50.56	39.54	44.82	51.19
	收入	1.93	1.67	1.64	0.88
转驳服务	作业台数	247.91	269.46	169.61	74.63
	每台单价	81.25	78.66	107.84	148.62
	收入	2.01	2.12	1.83	1.11
合计	作业台数	629.73	691.25	535.72	246.18
	每台单价	62.64	54.79	64.77	80.73
	收入	3.94	3.79	3.47	1.99

数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 2.1 物流辅助服务

物流辅助服务主要是在公司所投入运营的场站、铁路货运站等为客户提供装卸、加固、储存、保管等服务；中铁特货为公司物流辅助服务的主要客户。

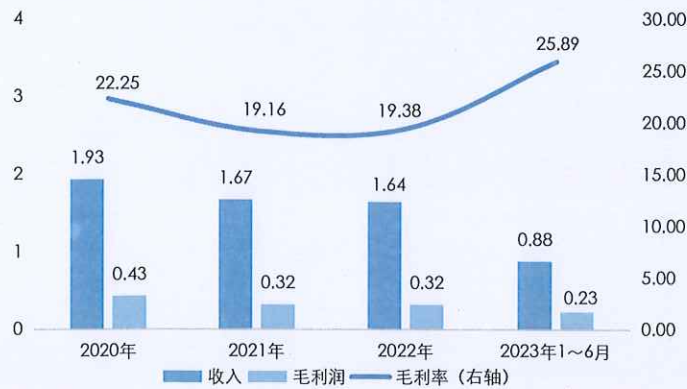
2022年，受外部环境变化导致人员及物流流通不畅影响，平均交付时间和中转仓储时长增加，公司物流辅助服务作业单价较2021年略有上升，但受新疆、西藏、兰州、重庆等地无法全面开展作业影响，公司物流辅助服务作业量同比减少，进而导致物流辅助服务作业收入较上年同期减少1.60%。主要受益于作业单价上升，业务毛利率同比小幅提升。

2023年1~6月，公司加大与比亚迪在长沙及合肥区域中转仓储及运输业务合作，当期中转仓储业务增多带动物流辅助作业单位收入较上年同期增加7.00元/台；受益于公司加大对车辆中转存储时间较长客户的开拓，业务毛利率同比增长。

<sup>8</sup> 包括：a、前端作业：将整车从客户指定起始地配送、装载至指定火车站点的作业服务；b、后端作业：将到火车站点的货物卸载、配送至客户指定地点的作业服务；c、站内作业：火车站场地内的不同位置间整车的短驳、仓储作业服务；d、已经驶离汽车下线生产场地的商品车的二次转运。



图表 12 公司物流辅助服务盈利情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

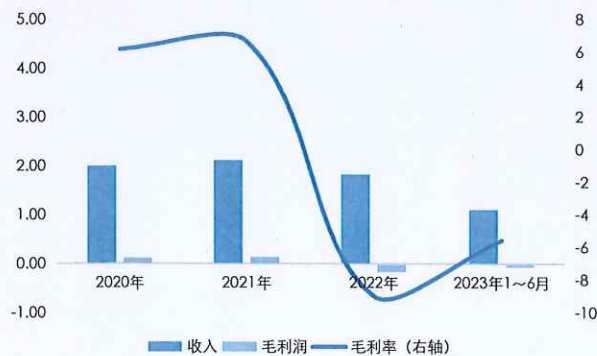
## 2.2 转驳服务

转驳服务主要为公司公铁联运衍生业务, 为客户的联运过程实现在不同物流场站、不同物流环节无缝转换的运输服务, 主要包括“门到发站”、“到站到门”的短驳服务和在场地内不同位置间的捣短服务。

2022年, 受国内油价波动及运力调拨流通不畅影响, 公司转驳服务单价较2021年大幅上升, 但受上海、新疆、西藏、重庆等多地部分月度无法全面开展作业影响, 当期作业量有所下滑, 导致2022年转驳服务收入下滑。毛利率转为负, 主要是一方面当期油价持续上升带动转驳服务成本增加, 另一方面作业数量减少、车辆空驶率增加, 导致外购成本和自有成本均大幅上升。

2023年1~6月, 受油价整体保持高位影响, 中铁特货等客户转驳服务单价整体高于2022年同期, 同时受长安汽车产销快速增长影响, 公司来自长安民生及其关联方的转驳服务收入同比增长。长安民生转驳服务以长距离配送为主, 整体单位价格较中铁特货高, 长安民生收入及作业量增加带动公司2023年1~6月转驳服务单位价格上升, 毛利率有所提升但仍为负。

图表 13 公司转驳服务业务盈利情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 非汽车商品综合物流服务业务

公司非汽车商品综合物流服务主要是为啤酒、矿泉水等快速消费品生产客户提供集物流方案设计、货物运输、装卸、搬运等一站式综合物流服务。

受外部环境变化导致物流不畅等影响，2022年公司非汽车商品综合物流服务业务收入同比下降，但受益于作业单价上涨，业务毛利润和毛利率同比提升

公司依托在整车物流运输方面积累的物流经验及构建的物流网络，将业务向普通货物运输领域延伸，为啤酒、饮料等快速消费品生产客户提供集物流方案设计、货物运输、装卸、搬运等一站式综合物流服务。非汽车商品综合物流服务的客户包括百威（中国）销售有限公司、纳爱斯丽水销售有限公司等。

非汽车商品综合物流服务定价方式整体与汽车整车综合物流服务定价方式保持一致。非汽车商品综合物流服务根据与客户确定的运输价格，以双方确认的线路结算里程，实行运费结算全包干制度。受外部环境变化导致物流不畅等影响，2022年非汽车商品综合物流服务收入同比下降10.94%；但受益于作业单价上涨，业务毛利润和毛利率均同比略增。2023年1~6月，随着外部环境好转，公司来自百威、纳爱斯等客户收入均有所回升，带动业务盈利同比增长。

图表 14 非汽车商品综合物流服务业务作业台数及收入情况（单位：万吨、元/吨、亿元、%）

类别	2020年	2021年	2022年	2023年1~6月
作业数量	41.61	44.16	38.65	24.13
作业单价	277.43	272.19	276.97	273.77
收入	1.15	1.20	1.07	0.66
毛利率	4.21	5.52	7.17	6.93

数据来源：公司提供，东方金诚整理

#### 公司在建和拟建项目主要为加大物流网络布局和物流基地建设的投入，投资规模较大

公司主要在建项目为多式联运（重庆）智能应用基地项目（一期），根据公司公开披露的《关于调整部分募投项目投资规模及部分募投项目延期的公告》，考虑到项目工程费用和人工成本增加及二手车市场将迎来利好，公司拟在不改变募集资金投资项目的用途、实施主体及实施方式的情况下，对募投项目建设内容和建设规模进行适当增加，调整后“三羊马多式联运（重庆）智能应用基地（一期）”投资规模由34922.26万元增加至57952.12万元，该项目拟使用募集资金仍为15453.73万元，保持不变；剩余为自筹及银行贷款。通过此项目公司将发力在用车物流细分市场，形成以在用车的集散分拨的主要业务形态。在本项目中，公司将通过多式联运方式，提升公司在用车业务领域在多式联运、仓储配送、物流信息等方面的整合能力，打造成为立足重庆、覆盖周边省市主要在用车市场的在用车线上线下多式联运物流分拨中心。

公司拟建项目主要为本期债券募投项目，主要用于提升公司运力水平，项目计划投资总额为1.52亿元，拟使用募集资金1.50亿元，剩余0.02亿元拟使用自有资金投入，具体情况详见“募集资金用途”。

东方金诚关注到，本期债券募投项目投入使用后，公司物流运输运力将在一定程度上提高，但是运力提升将对公司的市场开拓能力、服务质量等方面提出更高的要求。但在实际运营过程

中，由于市场本身具有的不确定因素，可能存在募集资金投资项目实施后达不到预期效益的风险。

总体来看，跟踪期内，公司仍是行业内少数拥有公铁联运全物流链条的企业，在以公铁联运为主的多式联运方面具有竞争优势；公司已建立覆盖全国主要省市及主要汽车主机厂生产基地的物流网络，在全国建立多个物流网点，形成西北、东北和西南专线，与长安汽车、东风小康等汽车主机厂以及中铁特货建立长期合作关系，为未来业务发展提供保障。同时，东方金诚关注到，公司业务规模相对较小，公司在资金实力、设备规模等方面与国内大型汽车制造企业控股或参股的物流企业相比，尚存在较大差距；受油价大幅上涨、作业数量减少等因素影响，公司全程公路运输业务和两端转驳服务业务盈利有所下滑。

## 公司治理与战略

跟踪期内，公司战略未发生重大变化，人员任职方面发生调整

2023年11月14日，公司发布《三羊马(重庆)物流股份有限公司关于总经理辞职的公告》，周超先生因其个人原因申请辞去公司总经理职务，周超先生辞职公司总经理职务后将担任公司董事职务；周超先生的总经理职务原定任期至公司第三届董事会届满之日止，其辞职总经理职务不会影响公司正常生产经营管理，不会影响相关工作的正常进行。同日，公司发布《关于选举董事会专门委员会委员、补选董事和聘任总经理的公告》，根据董事长提名，提请董事会选举邱红阳为公司审计委员会委员；公司前任总经理周超因个人原因已辞职总经理职务，董事会接受周超辞去总经理职务。根据董事长提名，经董事会提名委员会资格审查，提请聘任孙杨为总经理，任期自本次会议审议通过之日起至第三届董事会届满之日止。总经理孙杨就任后，其所担任的副总经理职务当然终止。2023年12月1日，公司发布《完成补选董事的公告》称，公司第三届董事会第十四次会议2023年11月13日审议通过《关于补选第三届董事会非独立董事的议案》，公司前任董事、董事会秘书、副总经理张侃因个人原因已辞职董事、董事会秘书、副总经理职务，董事会接受张侃辞去董事、董事会秘书、副总经理职务。公司董事会提名委员会提名补选孙杨为第三届董事会非独立董事候选人。2023年第三次临时股东大会2023年11月30日审议通过《关于补选第三届董事会非独立董事的议案》，补选孙杨为第三届董事会非独立董事，任期自本次会议审议通过之日起至第三届董事会届满之日止。第三届董事会非独立董事孙杨，同时担任公司总经理。

## 财务分析

### 财务质量

公司公开披露了2022年的合并财务报告和2023年1~9月的合并财务报表。天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2022年的合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见。2023年1~9月的合并财务报表未经审计。

截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共4家。

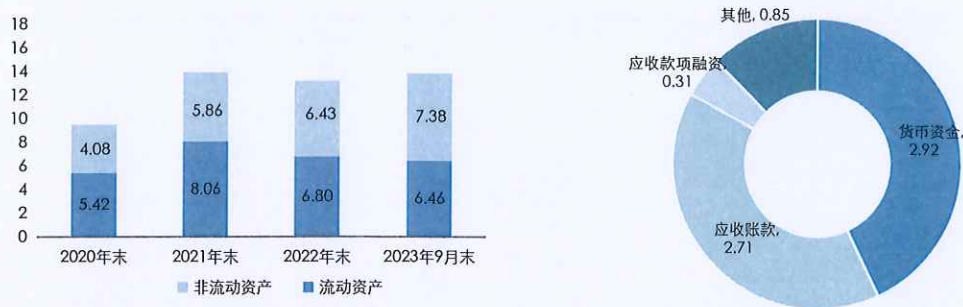
### 资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模基本持平，非流动资产占比超过流动资产占比，应收账款规模仍较大、受限资产比例仍较高，资产流动性较弱

2022年末，公司资产总额同比下降5.01%至13.23亿元，2022年末流动资产占比51.37%。2022年末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款等构成。2023年9月末，非流动资产占比超过流动资产占比。

2022年末，公司货币资金下降至2.92亿元，其构成主要为银行存款；其他货币资金系票据保证金、保函保证金等。随着作业量下降，2022年末公司应收账款同比下降9.43%至2.71亿元，计提坏账准备0.59亿元；应收账款前五大客户分别为重庆长安民生物流股份有限公司、杭州长安民生物流有限公司、重庆铃耀汽车有限公司、中铁特货物流股份有限公司、中铁特货汽车物流有限责任公司等。2023年9月末，公司资产总额13.84亿元，较2022年末略增长，资产构成中流动资产占比46.65%；流动资产中货币资金和应收账款分别为1.33亿元和2.86亿元。

图表 15 近年公司资产总额及 2022 年末流动资产构成情况（单位：亿元）



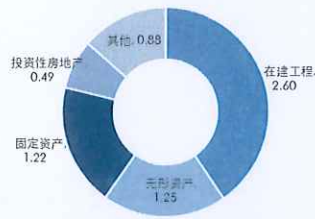
资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年末，公司非流动资产6.43亿元，以在建工程、无形资产和固定资产为主。2022年末，公司在建工程同比增幅21.81%，主要为三羊马多式联运（重庆）智能应用基地（一期），该项目预算数为3.49亿元，资金来源为自筹及募集资金，工程累计投入占比73.33%。2023年9月末，公司在建工程账面价值3.69亿元，较2022年末继续增长。2022年末，公司无形资产基本持平，为1.25亿元，主要为土地使用权；2023年9月末为1.23亿元。跟踪期末公司固定资产小幅下降，2022年末为1.22亿元，主要为房屋建筑物及运输工具。2023年9月末，公司非流动资产7.38亿元。

2022年末，公司受限资产账面价值同比减少，为3.31亿元，受限资产占资产总额的25.02%，占净资产的41.53%；受限原因主要为保证金、承兑汇票、信用证等。

2023年9月末，公司受限资产账面价值为2.50亿元，较2022年末有所下降，受限资产占资产总额的18.06%，占净资产的31.02%；受限原因主要为保证金、承兑汇票、信用证等。

图表 16 公司 2022 年末非流动资产构成及 2022 年末资产受限情况（单位：亿元）



受限资产	账面价值	受限金额	受限原因
货币资金	2.92	0.44	票据保证金、保函保证金等
应收款项融资	0.31	0.05	质押开立应付票据
投资性房地产	0.49	0.49	借款抵押
固定资产	1.22	1.07	借款抵押
无形资产	1.25	1.25	借款抵押
合计	6.19	3.31	-

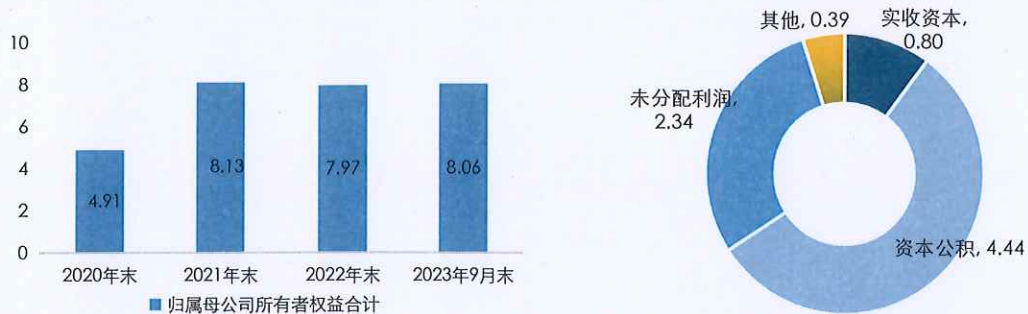
资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本持平，仍主要由资本公积和未分配利润构成

跟踪期公司所有者权益基本持平，仍主要由资本公积和未分配利润构成。2022 年末，公司资本公积 4.44 亿元，保持不变；未分配利润 2.34 亿元，同比下滑 29.39%，主要受经营下滑影响。2023 年 9 月末，公司所有者权益 8.06 亿元，其中资本公积 4.44 亿元、未分配利润 2.44 亿元、实收资本 0.80 亿元。

图表 17 近年公司所有者权益及 2022 年末公司所有者权益构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

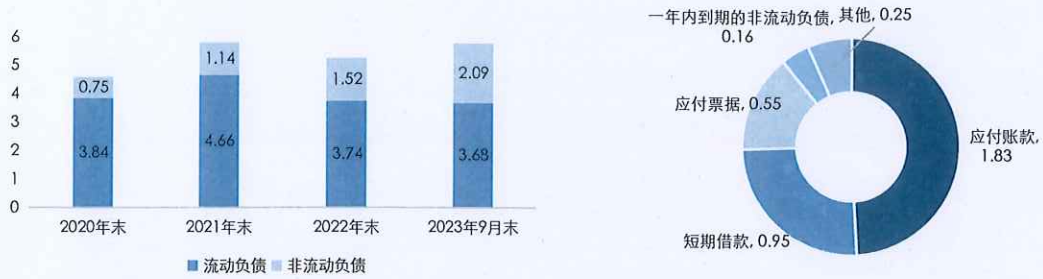
跟踪期内，公司债务规模变化不大，长期有息债务占比有所提高

2022 年末公司负债总额下降至 5.26 亿元，负债结构以流动负债为主，2022 年末占比 71.11%。2023 年 9 月末，公司负债总额 5.77 亿元。

2022 年末公司流动负债同比减少 19.65%至 3.74 亿元，仍主要由应付账款、短期借款和应付票据等构成。2023 年 9 月末，公司流动负债为 3.68 亿元，结构较 2022 年末无变化。同期末，公司应付账款分别为 1.83 亿元和 1.88 亿元，为应付承运商运费和工程款，2023 年 9 月末同比增长。公司短期借款主要用于日常经营，2022 年末同比下降 29.65%至 0.95 亿元，2023 年 9 月末继续下降至 0.70 亿元，款项类别为抵押及保证借款。公司应付票据小幅波动，2022 年末和 2023 年 9 月末分别为 0.55 亿元和 0.58 亿元，全部为银行承兑汇票。

公司非流动负债继续增加，2022年末为1.52亿元，仍主要由长期借款、租赁负债和递延收益构成。2022年末公司长期借款基本持平，全部为抵押及保证借款；租赁负债增长至0.36亿元；递延收益增长至0.33亿元。2023年9月末，公司非流动负债2.09亿元，其中长期借款1.51亿元、递延收益0.35亿元、租赁负债0.23亿元。

图表 18 近年公司负债结构及 2022 年末流动负债构成情况 (单位: 亿元)

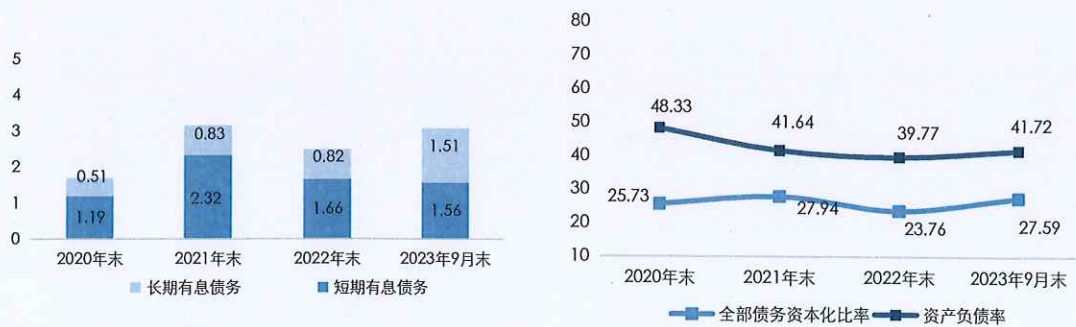


资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司有息债务<sup>9</sup>2022年末为2.48亿元, 债务结构以短期债务为主, 占比为66.80%; 截至2023年9月末, 公司有息债务3.07亿元。公司债务主要用于支付项目工程款及日常生产经营等。公司资产负债率呈下降趋势, 全部债务资本化比率波动下降。

2023年9月末, 公司资产负债率及全部债务资本化比率较2022年末均有所增加, 分别为41.72%和27.59%。考虑到公司在建项目等将继续投入资金, 预计公司未来有息债务规模将有所增加。

图表 19 公司有息债务及债务比率情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至2022年末, 公司无对外担保。

### 盈利能力

2022年, 受部分作业区域运输受限、主要客户定价调整及采购成本上涨等影响, 公司营业收入和利润均同比下滑; 随着外部环境好转, 预计2023年公司收入将有所增长

2022年, 受作业量下降等影响, 公司营业收入同比下降12.79%至8.05%; 受外部环境影响, 部分作业区域运输同时铁路采购成本、油价上涨等影响, 营业利润率和利润总额均有所下

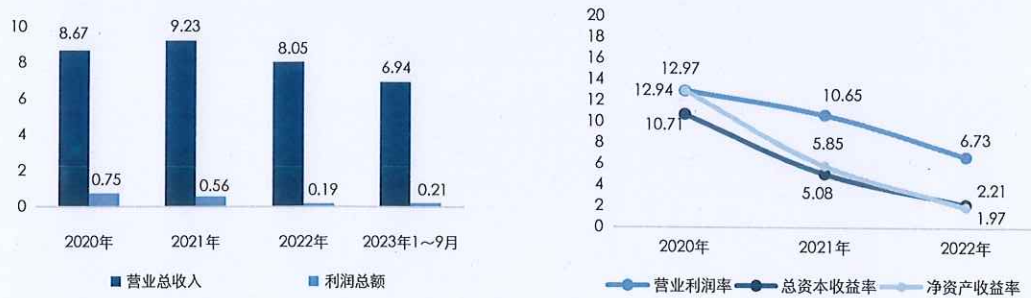
<sup>9</sup> 报告中有息债务计算公式见附表四。

降，2022年分别为6.73%和0.19亿元；公司期间费用率为5.44%，基本持平，公司期间费用以管理费用为主。

2022年，公司信用减值损失-0.01亿元，为坏账损失；投资收益0.05亿元，同比增长，主要为理财产品收益；其他收益0.04亿元，为物流园产业扶持专项资金等政府补助。

2023年1~9月，公司营业收入为6.94亿元，同比分别增长14.90%，主要受益于外部环境好转和公司客户的持续开拓；利润总额为0.21亿元，同比下降8.70%，主要是主要受柴油价格位于高位及公司新购置运输车等成本升高等所致。全年来看，2023年公司收入将同比有所增长，考虑到成本增长等，利润将同比持平。

图表 20 近年公司收入、利润和主要盈利指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

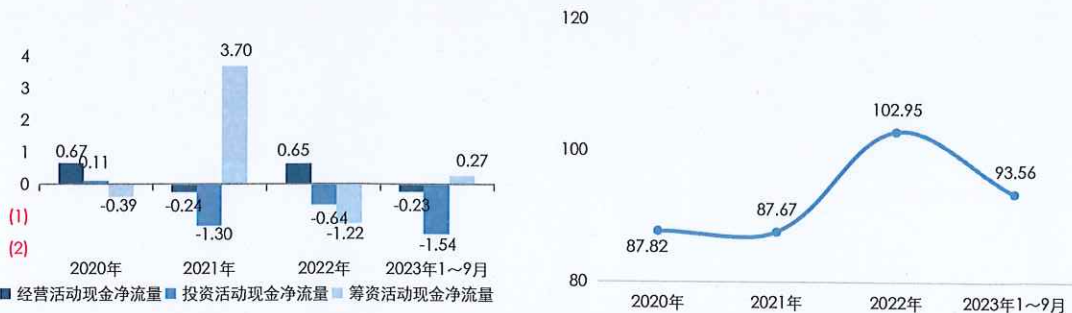
### 现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流有所波动，因项目资本支出增加，投资性现金流持续净流出，筹资性现金流由净流入转为净流出

2022年，公司经营性净现金流由净流出转为净流入，主要是经营性应收项目减少等所致；公司现金收入比提高。公司投资活动现金流仍保持净流出，净流出规模有所减小。公司筹资活动产生的现金流由净流入转为净流出，主要是因为2021年公司上市募集资金到位和取得借款所收到的现金增加造成净流入，2022年该项目均降低且随着债务到期、偿还债务等增加所致。

2023年1~9月，公司经营活动净现金流-0.23亿元，投资活动产生的现金流量净额-1.54亿元，筹资活动产生的现金流量净额0.27亿元。

图表 21 近年公司现金流和现金收入比情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 偿债能力

2022年末，公司流动比率和速动比率同比分别增加8.47个百分点和8.93个百分点。截至2022年末，公司非受限部分货币资金2.48亿元，短期有息债务1.66亿元，公司账面货币资金可覆盖短期有息债务。从长期偿债能力来看，2022年末，因部分作业区域运输受限、主要客户定价调整及采购成本上涨等影响，公司利润下降，从而公司EBITDA利息倍数同比下降，同时随着债务增加，公司全部债务/EBITDA同比增加。

图表 22 公司偿债能力指标情况

指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月末
流动比率 (%)	141.22	173.18	181.66	175.45
速动比率 (%)	138.05	170.21	179.14	172.84
经营现金流流动负债比 (%)	17.42	-5.20	17.37	-6.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	14.49	8.77	4.50	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.55	3.47	5.11	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2023年9月末，公司短期债务1.56亿元，主要为短期借款0.70亿元、一年内到期的非流动负债0.28亿元和应付票据0.58亿元等。截至本报告出具日，公司存续债券为“三羊转债”，尚未开始付息。2022年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金0.42亿元。2022年公司经营活动净现金流为0.65亿元，投资活动净现金流为-0.64亿元，筹资活动前净现金流为0.01亿元。预计2023年，随着外部环境恢复及汽车行业刺激政策带动等影响，公司盈利将有所提升，有助于改善公司筹资活动前净现金流、提高其对短期债务的覆盖程度。

截至2023年9月末，公司获得银行等金融机构的授信额度为2.30亿元，已使用额度1.09亿元，未使用授信额度1.21亿元，可提供一定备用流动性支持。

## 过往债务履约和其他信用记录情况

根据公司提供、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2023年11月3日，公司无已结清和未结清的不良信贷记录。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的债券尚未开始付息。

## 抗风险能力及结论

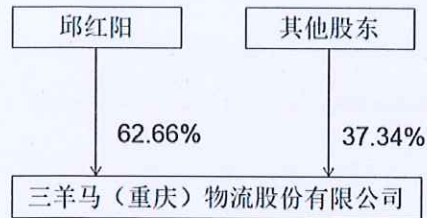
跟踪期内，公司仍是行业内少数拥有公铁联运全物流链条的企业，在以公铁联运为主的多式联运方面具有竞争优势；公司已建立覆盖全国主要省市及主要汽车主机厂生产基地的物流网络，仍与长安汽车、东风小康等汽车主机厂以及中铁特货保持合作关系，随着外部环境改善、各地汽车行业刺激政策出台等，为公司未来业务发展提供保障。

同时，东方金诚关注到，受油价大幅上涨、作业数量减少等因素影响，公司主营业务盈利有所下滑；公司应收账款规模仍较大、受限资产比例仍较高，资产流动性较弱。

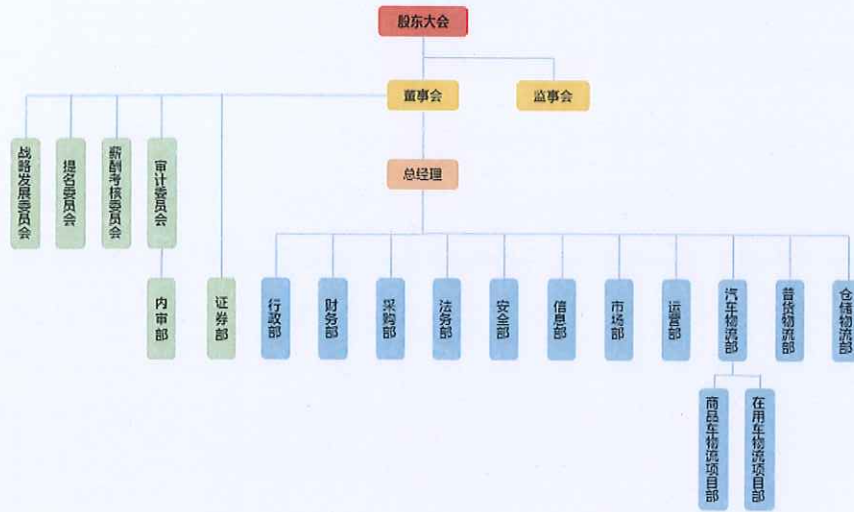
综上所述，东方金诚维持三羊马主体信用等级为A+，评级展望为稳定，维持“三羊转债”信用等级为A+。



附件一：截至 2023 年 9 月末公司股权结构图



附件二：截至 2023 年 9 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年9月 (未经审计)
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	9.50	13.93	13.23	13.84
所有者权益 (亿元)	4.91	8.13	7.97	8.06
负债总额 (亿元)	4.59	5.80	5.26	5.77
短期债务 (亿元)	1.19	2.32	1.66	1.56
长期债务 (亿元)	0.51	0.83	0.82	1.51
全部债务 (亿元)	1.70	3.15	2.48	3.07
营业总收入 (亿元)	8.67	9.23	8.05	6.94
利润总额 (亿元)	0.75	0.56	0.19	0.21
净利润 (亿元)	0.64	0.48	0.16	0.18
EBITDA (亿元)	1.10	0.91	0.49	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.67	-0.24	0.65	-0.23
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.11	-1.30	-0.64	-1.54
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.39	3.70	-1.22	0.27
毛利率 (%)	13.64	11.38	7.50	7.47
营业利润率 (%)	12.94	10.65	6.73	6.89
销售净利率 (%)	7.34	5.15	1.95	2.53
总资本收益率 (%)	10.71	5.08	2.21	1.94
净资产收益率 (%)	12.97	5.85	1.97	2.18
总资产收益率 (%)	6.70	3.41	1.19	1.27
资产负债率 (%)	48.33	41.64	39.77	41.72
长期债务资本化比率 (%)	9.47	9.27	9.37	15.79
全部债务资本化比率 (%)	25.73	27.94	23.76	27.59
货币资金/短期债务 (%)	1.35	1.67	1.76	0.85
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	0.46	-0.49	0.00	-0.58
流动比率 (%)	141.22	173.18	181.66	175.45
速动比率 (%)	138.05	170.21	179.14	172.84
经营现金流动负债比 (%)	17.42	-5.20	17.37	-6.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	14.49	8.77	4.50	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.55	3.47	5.11	-
应收账款周转率 (次)	-	3.02	2.82	-
存货周转率 (次)	-	62.97	64.08	-
总资产周转率 (次)	-	0.79	0.59	-
现金收入比 (%)	87.82	87.67	102.95	93.56

#### 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务  
 短期债务=短期借款+应付票据+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+其他短期债务  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及长期债券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 级和 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。

## 短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。