

# 密尔克卫智能供应链服务集团股份 有限公司 2024 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〔2024〕3915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：

二〇二四年六月七日

# 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。

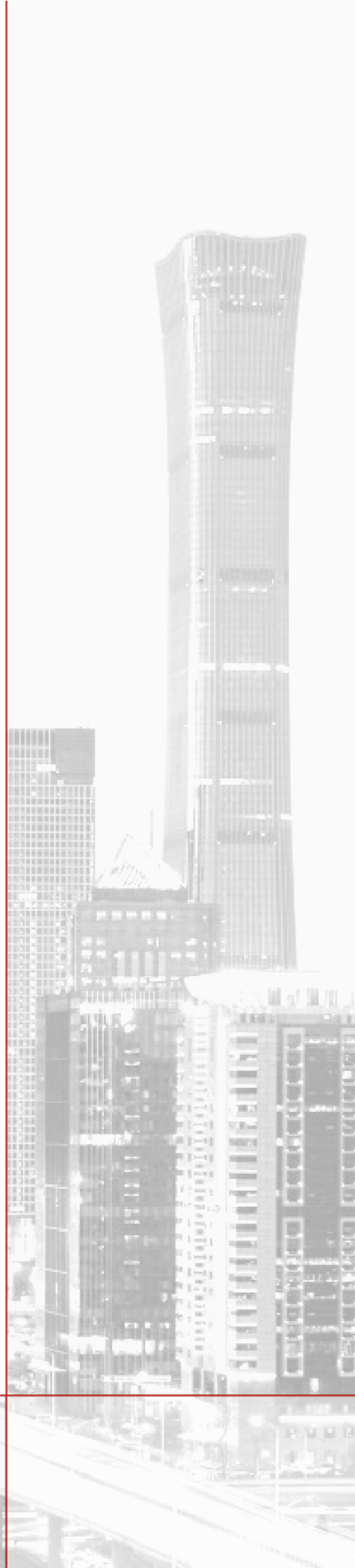
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

## 2024 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	2024/06/07
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，但其经营业绩易受下游化工行业景气度影响有所波动。此外，公司持续通过并购拓展物流资源及化工品分销业务，需关注合并范围扩大带来的管理压力及并购标的业绩实现情况。财务方面，受化工市场下游需求不足及运价下跌影响，2023 年公司营业收入及毛利润同比有所下降，加之债务规模快速增长带动财务费用较快增长，公司经营性利润同比有所下滑，但盈利能力仍处于很强水平；资产质量很好，商誉规模较大且存在减值风险；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等。

**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，财务指标显著弱化等。

### 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 2023 年中国民营物流企业 50 强名列第 23 名（2022 年 26 名）。

### 关注

- **公司经营业绩与下游化工行业市场关联度高。**公司下游客户以化工企业为主，经营业绩与下游化工行业关联度高。2023 年，受化工行业阶段性需求疲软、国际运价下行等因素影响，公司营业收入及利润总额同比下降；2024 年 1—3 月，受益于国际海运价格大幅上涨，公司利润总额同比增长 62.74%。
- **公司债务规模快速增长，债务负担较重。**随着资本支出与并购需求增加，以及合并范围扩大，2024 年 3 月末，公司全部债务较 2022 年底增长 27.04%，全部债务资本化比率增至 53.06%，债务负担较重。
- **商誉减值及并购标的管理风险。**公司通过并购股权的方式进行外延式扩展，并购溢价产生较大规模商誉。2024 年 3 月末，公司商誉达 14.59 亿元，若未来标的公司业绩不达预期，则可能导致商誉减值损失。同时，合并范围的持续扩张对公司管理能力提出更高要求。

## 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	2
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa-
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-

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

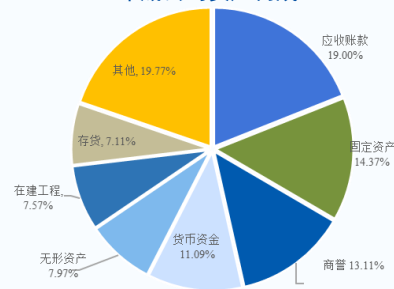
## 主要财务数据

合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
现金类资产（亿元）	24.38	20.82	19.57	
资产总额（亿元）	95.11	111.24	114.04	
所有者权益（亿元）	38.94	43.66	45.11	
短期债务（亿元）	23.33	32.35	31.02	
长期债务（亿元）	16.81	17.14	19.98	
全部债务（亿元）	40.14	49.49	51.00	
营业总收入（亿元）	115.76	97.53	28.96	
利润总额（亿元）	7.29	6.08	2.18	
EBITDA（亿元）	11.18	11.06	--	
经营性净现金流（亿元）	6.13	7.04	-1.22	
营业利润率（%）	10.71	11.48	11.36	
净资产收益率（%）	16.01	11.03	--	
资产负债率（%）	59.06	60.75	60.44	
全部债务资本化比率（%）	50.76	53.13	53.06	
流动比率（%）	148.43	119.66	128.66	
经营现金流动负债比（%）	16.48	14.62	--	
现金短期债务比（倍）	1.05	0.64	0.63	
EBITDA 利息倍数（倍）	12.58	8.14	--	
全部债务/EBITDA（倍）	3.59	4.47	--	

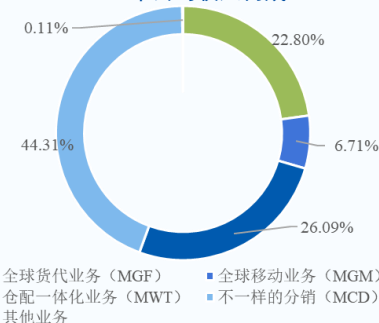
公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
资产总额（亿元）	64.54	69.96	--	
所有者权益（亿元）	22.87	22.26	--	
全部债务（亿元）	22.87	22.26	--	
营业总收入（亿元）	15.90	15.72	--	
利润总额（亿元）	5.57	2.11	--	
资产负债率（%）	1.34	1.05	--	
全部债务资本化比率（%）	64.57	68.18	--	
流动比率（%）	41.01	41.40	--	
经营现金流动负债比（%）	79.29	56.36	--	

注：1. 公司 2024 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. 合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务  
资料来源：联合资信根据公司提供、公司审计报告和财务报表整理

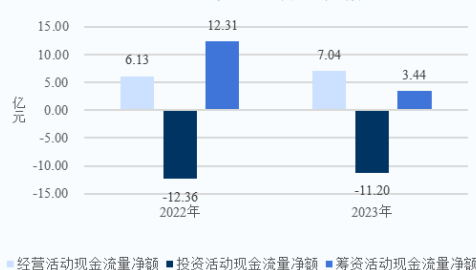
2023 年底公司资产构成



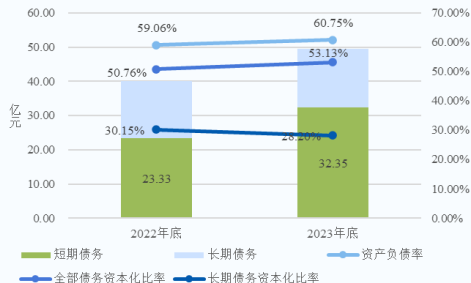
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	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	2023/05/19	贺苏凝 闫力	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
密卫转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2022/04/22	闫力 王喜梅	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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：李林洁 [llj@lhratings.com](mailto:llj@lhratings.com)

项目组成员：贺苏凝 [hesn@lhratings.com](mailto:hesn@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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。2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为1.64亿元，陈银河直接持有公司25.98%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34.36%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2023年底，公司合并资产总额111.24亿元，所有者权益43.66亿元（含少数股东权益3.45亿元）；2023年，公司实现营业总收入97.53亿元，利润总额6.08亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额114.04亿元，所有者权益45.11亿元（含少数股东权益3.68亿元）；2024年1-3月，公司实现营业总收入28.96亿元，利润总额2.18亿元。

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2024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5.19亿元，补充流动资金2.51亿元，剩余募投资金0.97亿元尚未使用。

“密卫转债”转股期为2023年3月22日至2027年9月15日，截至2024年5月31日，未转股余额为8.7228亿元，未转股比例为99.99%。

图表1·截至2024年3月底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：联合资信根据公开资料整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024年一季度报）](#)》。

## 五、行业分析

2022年以来，原材料价格上涨推升化工品价格走高，化工企业整体收入同比实现增长，但因房地产、纺织服装、汽车制造等市场景气度下行对部分传统化工品需求造成一定不利影响，化工企业利润总额同比下降，细分行业投资增速放缓，化工行业综合景气指数回落。具体来看，氮肥、磷肥受到环保督察影响迫使中小落后产能快速淘汰，产能出清较为明显；近年来在农业需求提升、供需结构改善等因素影响下行业景气度较高。中国钾肥企业集中度较高且钾矿资源储量较低，2020年以来，在各国对粮食安全重视程度显著提升、欧盟和美国对白俄罗斯钾肥制裁，以及地缘政治冲突等多重因素影响下，国际钾肥价格上涨，钾肥景气度持续上升。完整版行业分析详见《[2023年化工行业分析](#)》。

## 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。跟踪期内，公司持续完善全国集群建设和物流网络，提升物流服务效率和质量。2023年，公司收购和新设18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。此外，公司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，逐步将服务拓宽至新能源、新材料、智能制造、芯片半导体、日化、医药、危废领域。

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管理保持稳定，客户数量继续增加，2023年末已超过8000家。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2023年中国民营物流企业50强名列第23名（2022年26名）。2024年4月12日末，公司已获得专利证书111项（其中发明专利9项，实用新型专利102项），软件著作权证书210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2024年5月28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2024年6月1日，联合资信未发现公司曾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

跟踪期内，公司召开董事会审议修订了公司章程及部分制度；高级管理人员、董事会成员和监事会成员均有所调整，聘任缪蕾敏为董秘兼任副总经理；任朱益民为独立董事；任江震为监事会主席，石旭和刘卓嵘为监事。

缪蕾敏，1978年3月出生，硕士学历，EMBA，注册会计师、特许管理会计师，曾任通用电气医疗系统贸易发展（上海）有限公司医疗软件部亚太区财务及运营经理、都福企业管理（上海）有限公司亚太区总部财务总监、公司财务总监、董事会秘书；现任公司副总经理、董事会秘书。



朱益民，1961年10月出生，硕士学历，高级经济师。曾任海南航空控股股份有限公司董事长、中国货运航空有限公司总经理、东方航空物流股份有限公司总经理、上海航空股份有限公司总经理、中民航旅投资有限公司任董事长；现任公司独立董事、中国物流与采购联合会航空物流分会执行副会长、商舟航空物流有限公司顾问。

江震，1975年12月出生，大专学历。曾任公司空运事业部总经理、关务事业部总经理、监事会主席，现任公司关务事业部总经理、监事会主席。

石旭，1982年3月出生，本科学历，曾任公司运输事业部常务副总经理、仓储事业部总经理、安全事业部总经理、堆场事业部总经理、仓储分装事业部总经理、公司监事、董事会秘书；现任公司区域事务总经理、监事。

刘卓嵘，1976年10月出生，硕士学历，高级物流师。曾任上海交运日红国际物流有限公司总经理、上海市长途汽车运输有限公司副总经理、上海交运便捷货运有限公司总经理、上海交运日红国际物流有限公司副总经理；现任公司监事。

### （三）经营方面

#### 1 业务经营分析

2023年，受化工行业需求较弱及海运价格回落影响，公司全球货代业务业绩下滑，主营业务收入同比下降，综合毛利率水平小幅提升。2024年1—3月，受益于国际海运价格大幅上涨，公司业绩表现良好。

2023年，受化工需求及集运运价周期性下行影响，公司营业总收入同比下降15.75%至97.53亿元，其中主营业务收入97.42亿元，仍以化工品物流及交易收入为主。分板块看，受下游市场需求和国际运价调整等因素综合影响，化工品物流板块下全球货代和全球移动业务收入同比分别下降41.21%和32.55%，仓配一体化收入同比小幅增长3.84%，公司根据市场情况适当将成本端压力传导至产品端，全球货代业务毛利率基本保持稳定，全球移动和仓配一体化业务毛利率小幅下降；同时，公司不断丰富化工品交易品类、拓展市场，该板块收入保持稳定，新增品类和销售区域毛利较高，毛利率得到提升。2024年1—3月，随着国际海运价格大幅上涨，公司实现营业总收入28.96亿元，同比增长23.26%，其中全球货代收入同比增长约55%；主营业务毛利率同比增长0.37个百分点。

图表 2 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块		2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
		收入	占比	毛利率	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）	37.82	32.74%	11.37%	22.23	22.82%	12.01%	7.44	25.71%	12.04%
	全球移动业务（MGM）	9.70	8.40%	18.60%	6.54	6.72%	15.93%	2.39	8.26%	17.34%
	仓配一体化业务（MWT）	24.50	21.21%	20.56%	25.44	26.11%	19.16%	6.03	20.86%	20.40%
化工品交易服务	不一样的分销（MCD）	43.48	37.65%	3.13%	43.21	44.35%	6.44%	13.06	45.17%	6.08%
合计		115.50	100.00%	10.82%	97.42	100.00%	11.67%	28.92	100.00%	11.53%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2023年，受化工物流行业需求较弱，同时受海运、空运运价回落综合影响，公司全球货代业务收入同比大幅下降，毛利率基本稳定。2024年1—3月，随着国际海运价格大幅上涨，货代业务收入恢复增长。

全球货代业务（MGF）主要提供危险品普通货物海运、空运和铁路运输一站式服务，包括进出口货物的揽货、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服务活动以及多式联运、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。2023年，公司MGF业务中全球大型跨国化工企业客户销售额约占24.55%，集中度下降；公司海运、空运和铁路分别实现货物量同比分别增长9.42%、下降53.37%和下降41.66%，其中海运和空运受下游需求不足及运力过剩影响较大，海运货量较同期有所增长但运价大幅回落，且随着航空运力市场回归常态，空运运价同比下滑，综合导致MGF板块收入大幅下降，同时订船订舱等采购成本相应减少，毛利率基本稳定。2024年一季度，“红海危机”后国际海运价格上涨，公司海运货物量同比增长21.71%，带动全球货代收入同比增长约55%，毛利率保持稳定。

**受干散货业务客户订单执行延后影响，2023年公司全球移动业务收入下行。**

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，2024年3月末公司自有集装箱四千多个，可覆盖业务量的五分之三；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。2023年，公司全球移动交付继续拓展区域，采取国际化战略，完善东南亚市场供应链，罐箱总货量同比小幅增长，但受海运价格波动影响，单箱毛利有所降低，同时干散货业务受客户项目暂停，履约进度延后影响收入出现下滑，拉低MGM板块整体收入。2024年1-3月，MGM业务收入同比增加0.43亿元，毛利率同比增加0.56个百分点，干散货项目订单重启。

**公司持续优化仓配一体化业务运力及仓储能力，2023年境内道路运输量和收入实现增长，仓储收入受需求不足有所下降，板块整体收入和毛利率同比保持稳定。**

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。运输业务方面，跟踪期内，公司继续布局核心枢纽城市化工业务站点，通过核心资产的收购和新建拓宽物流网络，并增加运力，不断提升各类型化工品运输交付能力。2023年，公司境内道路运输收入同比保持增长，其中毛利率较低的普货配送业务随着运输量增加收入实现增长，配送运输均价基本稳定；集运业务运输单价下降导致收入有所减少。目前，公司全国自建及管理的化学品仓库规模达到60多万平米，较上年末有所增加，其中危化品仓库超过四成，新增连云港、天津及宁波等6处仓库，自建仓储占比提升。跟踪期内，受化工品市场需求不足影响，仓储收入有所下降。

**公司持续通过并购拓展特种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，同时推升库存规模，对营运资金形成一定占用。2023年该板块收入规模保持稳定，毛利率同比增加。**

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，2023年公司合并口径前十大客户销售额中，来自化工品交易板块收入近六成，同比大幅提升。公司通过收购不断拓展特种化工及快消品的分销能力，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，化工品交易服务收入规模保持稳定，新增品类和销售区域毛利较高，带动毛利率同比增加3.31个百分点。公司存货增长主要来自该业务，对营运资金形成占用。结算方式上，对上游供应商，公司能够获得0-2月账期，下游的大客户以赊销为主，合作前期按准入评定的临时授信账期交易，跟踪3-6月后综合评定其年度授信，总体上公司根据客户资信等级给予30-90天账期。

公司化工品交易服务主要运营主体中上海慎则化工科技有限公司主要运营“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，江苏马龙国华工贸有限公司主要从事国内黄磷贸易以及黄磷远距离第三方物流服务，南京久帝化工有限公司主要提供特种化工品分销板块相关服务。此外，2023年，公司完成上海金德龙贸易有限公司、广州密尔克卫宝会新材料有限公司等并购并纳入合并范围，增加树脂化工品和快消品类。以上化工品交易主要运营主体财务数据见下表。

图 3 • 截至 2023 年底/2023 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	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	同控收购	100.00%	0.70	4.64	1.15	10.35	0.10
江苏马龙国华工贸有限公司	非同控收购	100.00%	0.58	6.37	1.74	15.78	0.04
南京久帝化工有限公司	非同控收购	100.00%	0.10	2.57	0.63	5.73	0.16
上海金德龙贸易有限公司	非同控收购	51.00%	1.20	6.88	2.43	4.80	0.57
广州密尔克卫宝会新材料有限公司	非同控收购	60.00%	0.13	1.57	0.78	0.93	0.22

注：2023年末马龙国华负债总额中未终止确认票据占比较大  
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

**公司推进国际化战略，通过收并购、扩链条、拓区域的形式持续扩张，在加强中国密度的同时不断开拓亚太区主要市场，同时形成较大规模商誉，若未来标的公司业绩不达预期，则可能导致商誉减值损失，同时合并范围的扩张加大了公司管理难度。**

跟踪期内，公司坚持“投资+资源”驱动投资发展模式，通过收购不断完善物流供应链全链路，提升华北地区的物流交付能力，同时加强全球化布局，启动散装危化品船舶运输，散粉装卸和运输，拓宽危化品快运、船舶服务以及特种化工品和特种材料分销领域市场，推进国际化战略，增加新加坡的仓储、堆场、罐箱配送及美国末端交付能力，公司合并范围扩大，商誉随之增长。其中，公司通过并购两家新加坡公司 STORE+DELIVER+LOGISTICS PTE LTD（以下简称“SDL”）和 Milkyway International Tank Transportation (Holdings) Pte Ltd（以下简称“MITT”），增加亚太区危险品仓储和集装箱堆场，提高亚太区域危化品仓配、堆存以及罐箱一站式服务水平和区域市场份额。2023年，公司完成股权投资总额合计约9.7亿元，同比大幅增长，形成商誉约5.85亿元。位于新加坡的并购公司SDL和MITT拥

有化工品仓库和堆场等重资产，无业绩承诺；国内并购标的主要通过签订业绩承诺和授予期权方式，公司按照其完成情况分期支付剩余股权款，资金来源采用自有资金和并购贷相结合。管理方面，公司向并购公司派驻总经理、副总经理等高级管理人员协助运营与整合，并纳入供应链管理系统，掌握子公司资金周转等运营情况，严控风险。截至 2024 年 3 月底，公司商誉 14.59 亿元。若未来标的公司业绩不达预期，则可能导致商誉减值损失。

**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 2023 年底，公司重要在建项目多为募投项目，计划总投资额约 20.38 亿元，尚需投入约 11.46 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 • 2023 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	2023 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	0.36	0.69	自有资金、非公开发行股份募集资金
广西慎则物流有限公司仓储物流项目	1.50	1.16	0.31	0.34	自有资金、非公开发行股份募集资金
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	0.08	0.70	自有资金、非公开发行股份募集资金
扩建 20000 平方米丙类仓库项目	0.70	0.48	0.001	0.22	非公开发行股份募集资金
网络布局运营能力提升项目	2.92	1.12	0.10	1.80	自有资金、非公开发行股份募集资金
超临界水氧化及配套环保项目	7.00	2.03	1.35	4.97	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	0.29	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
运力系统提升项目（车辆及罐箱）	1.39	--	--	1.39	自有资金、公开发行可转换公司债券募集资金
<b>合计</b>	<b>20.38</b>	<b>8.92</b>	<b>2.491</b>	<b>11.46</b>	--

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 109999958.20 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：联合资信根据公司审计报告整理

## 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七大集群布局成形，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。

### （五）财务方面

公司提供 2023 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 2024 年一季度财务数据未经审计。2023 年末，公司纳入合并范围的下属企业共 114 家子公司（其中一级子公司 60 家），相比 2022 年末增加子公司 38 家，注销 15 家子公司；2024 年 3 月末合并范围较 2023 年末新增 3 家子公司，注销 3 家。整体看，公司合并范围扩大较快，对公司财务数据可比性有一定影响。

## 1 主要财务数据变化

截至 2023 年底，随着合并范围扩大，公司资产规模稳步提升，货币资金充足，存货和商誉快速增长且规模大，存在一定减值风险。整体看，公司资产质量良好，受限比例低。

2023 年末，公司资产规模延续增长态势，较 2022 年末增长 16.95%；资产结构较为均衡，非流动资产比重较上年末上升 6.23 个百分点。

2023 年末，公司流动资产较上年末小幅增长 4.40%，货币资金充足；应收账款占比较高，较上年末小幅增长，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 0.21 亿元，账龄 3 个月以内（含）占 90%以上，前五名的应收账款占 17.44%，形成坏账准备 172.10 万元；分销板块新并购带动合并范围增加使得存货较上年末增长 197.36%，累计跌价准备 355.77 万元，增量主要来自快消品，跌价风险不高。

2023 年末，公司非流动资产较上年末大幅增长 34.30%，主要由固定资产、在建工程、使用权资产、无形资产和商誉等科目构成，其中固定资产（在建工程转入的房屋建筑物和并购所致运输工具增加等因素使其增长 33.38%）、商誉（并购溢价等因素使其增长 67.21%，未计提减值准备）增幅较大，成为非流动资产增长的主要因素。

资产受限方面。2024 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 0.78 亿元，合并口径受限占比低。

图表 5 • 2024 年 3 月末月末受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	0.31	保证金、冻结资金、质抵押
固定资产	0.27	抵押借款
无形资产	0.20	抵押借款
合计	0.78	--

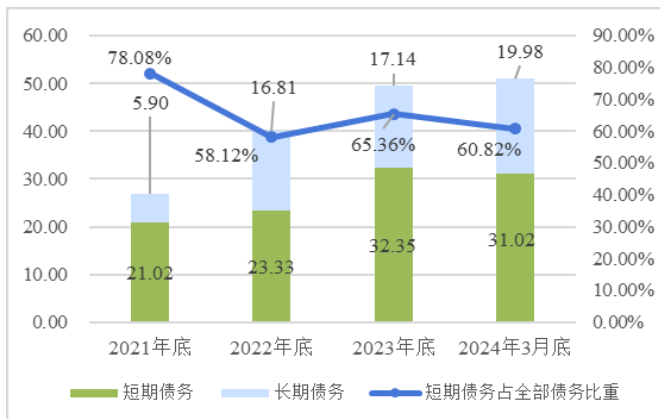
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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；随着资本支出与并购需求增加，以及合并范围扩大，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，2023 年末，公司所有者权益规模较上年底增长 12.13%，权益结构以资本公积（占 41.04%）和未分配利润（占 47.87%）为主，所有者权益稳定性一般。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益和结构较 2023 年底变化不大。

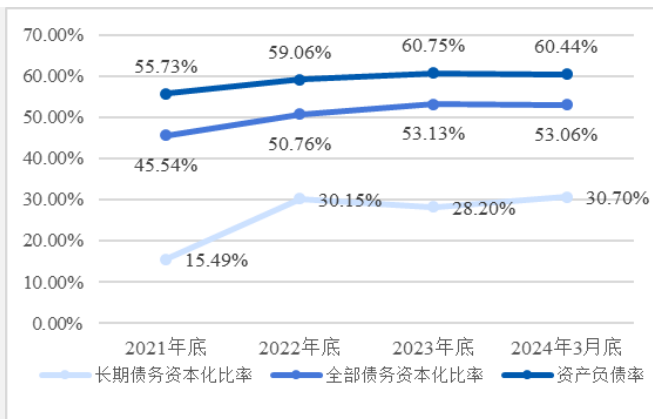
2023 年末，公司负债规模延续增长态势，较上年底增长 20.29%，以流动负债为主，流动负债（占 71.25%）和非流动负债（占 28.75%）较上年末分别增长 29.50%和 2.26%，主要来自短期借款的增长（信用借款和其他混合借款分别占 51.37%和 48.51%）；全部债务较 2022 年末增长 23.29%，融资渠道以银行借款为主；债务期限结构偏短期，全部债务资本化比率较上年末上升 2.37 个百分点，整体债务负担尚可。2024 年 3 月末，公司债务规模和结构较 2023 年末变化不大。

图表 6 • 公司有息债务规模及结构变化趋势（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 7 • 公司债务相关指标变动趋势



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司下游客户以化工企业为主，经营业绩与化工行业景气度关联度高。2023 年，受化工行业下游需求不足及运价下滑，公司营业总收入、经营性利润和利润总额均同比下降，整体盈利能力仍处于很强水平。



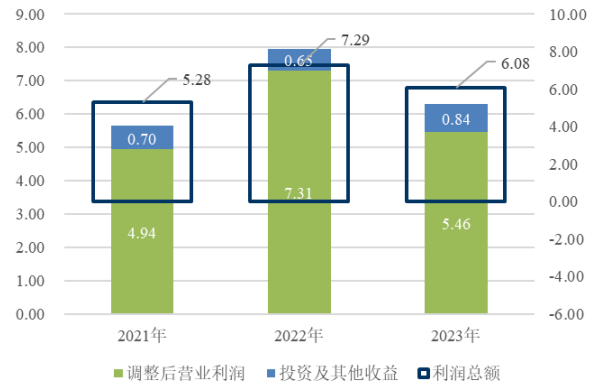
2023年，化工物流行业需求减弱加之海运及空运运价下跌，公司营业总收入同比下降15.75%，毛利润随之下降，同时利息费用增加带动期间费用同比较快增长，综合导致经营性利润同比下滑。同期，公司利润总额同比下降16.69%，其他收益和投资收益合计0.14亿元，非经常性损益占当期利润总额的比重低。

图表8·公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1-3月
营业总收入	115.76	97.53	28.96
毛利润	12.60	11.47	--
投资收益	0.03	0.01	0.03
利润总额	7.29	6.08	2.18
营业利润率	10.71%	11.48%	11.36%
期间费用率	4.40%	5.88%	4.62%
总资产收益率	9.76%	6.78%	--
净资产收益率	16.01%	11.03%	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表9·2020—2022年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：联合资信根据公司提供的资料整理

**2023年，公司收入实现质量保持良好水平，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。**

2023年，公司经营活动现金净流入规模同比有所增加，主要源于采购支付的现金减少，主业收入实现质量保持良好水平；公司保持一定规模的并购款项、物流设施投资，投资活动现金流净流出维持较大规模，收到、支付其他与投资活动有关的现金主要为理财产品；筹资活动前现金流净额持续为负，净流出规模同比收缩，同时公司控制信贷规模并偿还债务，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和对外并购仍需进一步投入，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	2022年	2023年	2024年1-3月
经营活动现金流入小计	123.31	112.50	26.46
经营活动现金流出小计	117.18	105.46	27.67
<b>经营现金流量净额</b>	<b>6.13</b>	<b>7.04</b>	<b>-1.22</b>
投资活动现金流入小计	16.21	19.00	3.87
投资活动现金流出小计	28.56	30.20	4.45
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-12.36</b>	<b>-11.20</b>	<b>-0.59</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-6.23</b>	<b>-4.16</b>	<b>-1.80</b>
筹资活动现金流入小计	27.97	27.11	7.25
筹资活动现金流出小计	15.66	23.67	5.45
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>12.31</b>	<b>3.44</b>	<b>1.80</b>
现金收入比	105.90%	113.55%	90.67%
现金及现金等价物净增加额	6.45	-0.74	0.02

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

## 2 偿债指标变化

**公司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。**

2023年末，公司流动比率和速动比率较上年末大幅下降，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高。

图表 11 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	148.43%	119.66%	128.66%
	速动比率	141.28%	103.23%	113.66%
	经营现金/流动负债	16.48%	14.62%	-2.60%
	经营现金/短期债务（倍）	0.26	0.22	-0.04
	现金类资产/短期债务（倍）	1.05	0.64	0.63
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	11.18	11.06	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.59	4.47	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.14	-0.02
	EBITDA/利息支出（倍）	12.58	8.14	--
	经营现金/利息支出（倍）	6.89	5.18	-3.05

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同  
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年 3 月末，公司获得银行授信总额 86.83 亿元，未使用授信余额 50.14 亿元。

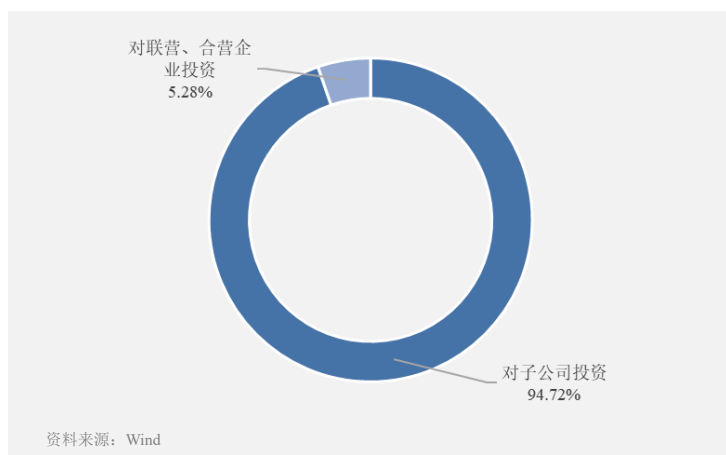
2024 年 3 月末，联合资信未发现公司存在对外担保和重大未决诉讼。

### 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，债务负担一般，本部收益能够覆盖利息。

2023 年末，公司本部资产总额较上年末增长 8.40%至 69.96 亿元，资产结构仍以非流动资产为主（占 72.34%），现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 3.60 亿元，其他应收款 14.24 亿元（主要为内部往来款），长期股权投资（50.45 亿元）保持稳步增长态势（较上年末增长 16.11%），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 19.78 亿元，本部受限资产占比较高。

图表 12 • 2023 年末公司本部长期股权投资构成



图表 13 • 2023 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	1 年以内（含 1 年）	2.60	18.34%
第二名	1 年以内（含 1 年）	1.56	11.01%
第三名	1 年以内（含 1 年）、 1 到 2 年	1.35	9.51%
第四名	1 年以内（含 1 年）	1.01	7.08%
第五名	1 年以内（含 1 年）、 1 到 2 年	0.97	6.82%
合计	--	7.49	52.76%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2023 年底，在未分配利润积累下，本部所有者权益规模持续增长；负债总额较上年末增长 14.47%，负债结构仍以流动负债为主（占 71.97%），其中其他应付款规模较大，主要为未实际支付的股权款；全部债务较上年末略有减少，债务期限结构偏长期（长期债务占 84.91%），资产负债率和全部债务资本化率较上年末分别上升 3.63 个百分点和下降 0.40 个百分点，本部债务负担一般。

2023 年，公司本部营业总收入同比下降 62.15%至 2.11 亿元，本部投资收益和取得投资收到的现金分别为 1.16 亿元和 1.00 亿元，能够覆盖利息费用（0.54 亿元）。



## （六）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。2023 年，公司环保总投入 6501.67 万元，同比增长 29.42%。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，2023 年末，公司共有员工 4422 人，女性员工占 34%，录用残疾员工 37 人，少数民族员工 68 人，退役军人 100 余人；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 142 人，占公司总人数的 3.21%，研发投入总额 6476.63 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，2023 年，公司股东大会召开 4 次，董事会召开 14 次，监事会召开 8 次，互动投资者开放交流会 8 次，E 平台与投资者互动 18 次；建立了跨部门协同的 ESG 工作机制，将 ESG 专业管理工作纳入董事会战略委员会，更名为战略与 ESG 委员会，并召开委员会会议 1 次。

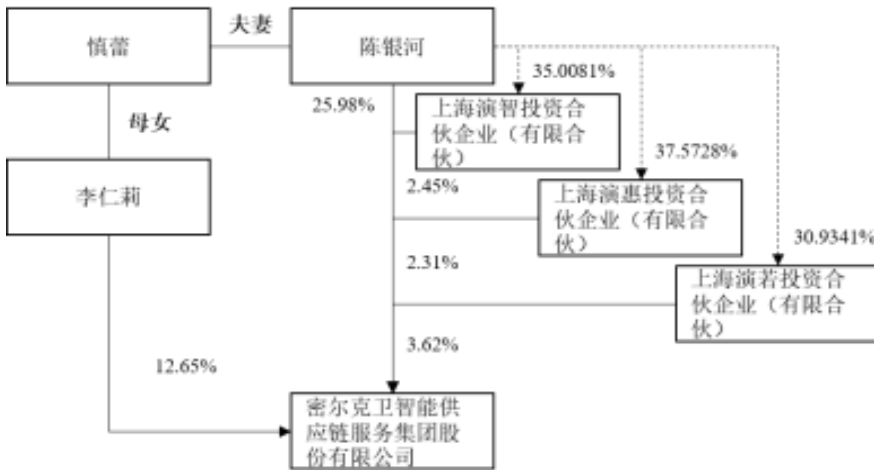
## 七、债券偿还能力分析

2023 年末，公司由联合资信评级的“密卫转债”余额 8.723 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 56.48 元/股，2024 年 5 月 29 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

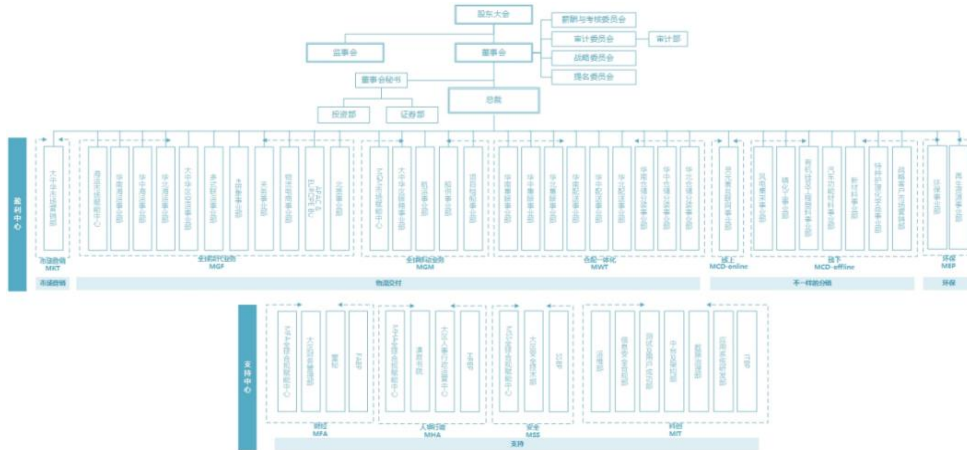
基于对公司经营风险、财务风险和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，维持“密卫转债”信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	24.38	20.82	19.57
应收账款（亿元）	20.45	21.13	24.76
其他应收款（亿元）	1.22	1.32	1.42
存货（亿元）	2.66	7.91	7.01
长期股权投资（亿元）	0.00	0.34	0.36
固定资产（亿元）	11.99	15.99	16.19
在建工程（亿元）	5.64	8.42	8.81
资产总额（亿元）	95.11	111.24	114.04
实收资本（亿元）	1.64	1.64	1.64
少数股东权益（亿元）	1.05	3.45	3.68
所有者权益（亿元）	38.94	43.66	45.11
短期债务（亿元）	23.33	32.35	31.02
长期债务（亿元）	16.81	17.14	19.98
全部债务（亿元）	40.14	49.49	51.00
营业总收入（亿元）	115.76	97.53	28.96
营业成本（亿元）	103.16	86.05	25.59
其他收益（亿元）	0.24	0.13	0.01
利润总额（亿元）	7.29	6.08	2.18
EBITDA（亿元）	11.18	11.06	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	122.58	110.74	26.26
经营活动现金流入小计（亿元）	123.31	112.50	26.46
经营活动现金流量净额（亿元）	6.13	7.04	-1.22
投资活动现金流量净额（亿元）	-12.36	-11.20	-0.59
筹资活动现金流量净额（亿元）	12.31	3.44	1.80
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	4.03	3.30	--
存货周转次数（次）	60.02	16.28	--
总资产周转次数（次）	1.38	0.95	--
现金收入比（%）	105.90	113.55	90.67
营业利润率（%）	10.71	11.48	11.36
总资本收益率（%）	8.95	6.46	--
净资产收益率（%）	16.01	11.03	--
长期债务资本化比率（%）	30.15	28.20	30.70
全部债务资本化比率（%）	50.76	53.13	53.06
资产负债率（%）	59.06	60.75	60.44
流动比率（%）	148.43	119.66	128.66
速动比率（%）	141.28	103.23	113.66
经营现金流动负债比（%）	16.48	14.62	--
现金短期债务比（倍）	1.05	0.64	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	12.58	8.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.59	4.47	--

注：1. 公司 2024 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. 合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

资料来源：联合资信根据公司提供、公司审计报告和财务报表整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	4.84	3.82	--
应收账款（亿元）	0.55	1.06	--
其他应收款（亿元）	15.21	14.24	--
存货（亿元）	0.00	0.00	--
长期股权投资（亿元）	43.45	50.45	--
固定资产（亿元）	0.04	0.04	--
在建工程（亿元）	/	0.00	--
资产总额（亿元）	64.54	69.96	--
实收资本（亿元）	1.64	1.64	--
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	--
所有者权益（亿元）	22.87	22.26	--
短期债务（亿元）	0.47	2.37	--
长期债务（亿元）	15.43	13.35	--
全部债务（亿元）	15.90	15.72	--
营业总收入（亿元）	5.57	2.11	--
营业成本（亿元）	4.29	1.11	--
其他收益（亿元）	0.02	0.01	--
利润总额（亿元）	1.34	1.05	--
EBITDA（亿元）	1.76	1.59	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.91	1.34	--
经营活动现金流入小计（亿元）	5.99	1.48	--
经营活动现金流量净额（亿元）	1.06	-0.36	--
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.78	-6.10	--
筹资活动现金流量净额（亿元）	9.23	5.27	--
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	8.51	2.17	--
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.03	--
现金收入比（%）	106.09	63.69	--
营业利润率（%）	22.79	46.97	--
总资本收益率（%）	4.42	4.17	--
净资产收益率（%）	5.66	4.68	--
长期债务资本化比率（%）	40.28	37.50	--
全部债务资本化比率（%）	41.01	41.40	--
资产负债率（%）	64.57	68.18	--
流动比率（%）	79.29	56.36	--
速动比率（%）	79.29	56.36	--
经营现金流动负债比（%）	4.05	-1.04	--
现金短期债务比（倍）	10.30	1.61	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.18	2.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.05	9.87	--

注：1. 公司本部 2024 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，均指人民币资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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