

信用评级公告

联合〔2023〕3084号

联合资信评估股份有限公司通过对密尔克卫化工供应链服务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，确定维持密尔克卫化工供应链服务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⁻，评级展望调整为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年五月十九日

密尔克卫化工供应链服务股份有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
密尔克卫化工供应链服务股份有限公司	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定
密卫转债	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定

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
密卫转债	8.7239亿元	8.7230亿元	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

评级时间：2023年5月19日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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（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

本次评级模型打分表及结果：

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

评级观点

密尔克卫化工供应链服务股份有限公司（以下简称“公司”或“密尔克卫”）是专业化工供应链服务商，提供一站式综合物流服务及化工品交易，与国内外众多跨国化工企业或其下属企业建立了长期合作关系，具备较强的行业竞争力。2022年，受益于化工市场景气度较高及外贸需求增长，公司主要经营业务稳健发展，盈利能力很强，整体财务状况良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司经营业绩与下游化工行业关联度高、有息债务规模快速增长、商誉规模较大且存在减值风险以及公司所从事业务具有一定安全风险等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

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，持续提供一站式全供应链服务；随着募投项目的不断推进，公司整体发展质量和经济效益有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁻，维持“密卫转债”的信用等级为AA⁻，评级展望维持为稳定。

优势

- 公司客户资源优质。**公司是专业化工供应链服务商，跟踪期内，公司与国内外众多化工企业或其下属企业的长期合作关系稳定，利于公司供应链网络布局的拓展和完善。
- 公司在行业内保持较高知名度。**跟踪期内，公司在行业内保持较高知名度，位列中国物流与采购联合会危化品物流分会评选的2021—2022年度中国化工物流行业头部企业综合TOP20服务商。2022年，公司综合物流服务和化工品交易业务稳健发展，营业总收入同比增长33.90%至115.76亿元，经营性利润持续增加。

分析师：贺苏凝 闫力

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

关注

- 公司经营业绩与下游化工行业市场关联度高。**公司化工品货运代理及仓储、运输业务量与化工品的产销量密切相关，因此全球经济以及化工行业景气度直接影响公司经营业绩。2023年一季度，受国内外市场阶段性需求疲软、国际运价下行等因素影响，公司经营业绩同比下滑幅度较大。
- 公司债务规模增速快。**随着业务规模扩张带来的营运资金需求及对外并购增加，截至2022年底，公司全部债务为40.14亿元，较上年底增长49.11%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为59.06%和50.76%，较上年底分别上升3.33个百分点和5.22个百分点，债务负担上升。
- 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。截至2022年底，公司商誉达8.72亿元，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，持续扩张对公司管理能力形成更高要求。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
现金类资产（亿元）	3.28	17.41	24.38	25.00
资产总额（亿元）	36.78	72.73	95.11	94.61
所有者权益（亿元）	17.80	32.20	38.94	39.82
短期债务（亿元）	7.11	21.02	23.33	23.98
长期债务（亿元）	1.84	5.90	16.81	16.31
全部债务（亿元）	8.95	26.92	40.14	40.28
营业总收入（亿元）	34.27	86.45	115.76	23.49
利润总额（亿元）	3.49	5.28	7.29	1.34
EBITDA（亿元）	4.73	8.00	11.18	--
经营性净现金流（亿元）	3.39	2.03	6.13	3.08
营业利润率（%）	16.41	10.03	10.71	10.97
净资产收益率（%）	16.28	13.54	16.02	--
资产负债率（%）	51.62	55.73	59.06	57.91
全部债务资本化比率（%）	33.47	45.54	50.76	50.29
流动比率（%）	113.11	135.83	148.43	146.11
经营现金流动负债比（%）	21.30	6.18	16.48	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.83	1.05	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	23.22	18.31	12.58	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.89	3.37	3.59	--

公司本部（母公司）			
项目	2020年	2021年	2022年
资产总额（亿元）	23.51	45.61	64.54
所有者权益（亿元）	10.95	21.23	22.87
全部债务（亿元）	2.34	7.02	15.90
营业总收入（亿元）	1.68	3.87	5.57
利润总额（亿元）	0.13	0.09	1.34
资产负债率（%）	53.44	53.46	64.57
全部债务资本化比率（%）	17.62	24.86	41.01
流动比率（%）	41.03	60.42	79.29
经营现金流动负债比（%）	1.71	-1.89	4.05
现金短期债务比（倍）	1.11	1.37	10.30

注：1. 2023年1-3月财务数据未经审计且仅披露合并口径数据；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. 合并口径其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
密卫转债	AA-	AA-	稳定	2022/4/22	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（打分表） 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

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告系联合资信接受密尔克卫化工供应链服务股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

六、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。

七、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。

八、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。

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

密尔克卫化工供应链服务股份有限公司

2023 年跟踪评级报告

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”）关于密尔克卫化工供应链服务股份有限公司（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 月更为现名，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。截至 2023 年 3 月底，公司注册资本为 1.64 亿元，实收资本为 1.64 亿元。

截至 2023 年 3 月底，陈银河直接持有公司 25.97% 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 34.35% 的股份，均无质押，为公司控股股东；公司第二大股东李仁莉直接持有公司 12.64% 股份，无质押。陈银河、李仁莉、慎蕾系关系密切家庭成员，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，公司经营范围未发生较大变化。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 95.11 亿元，所有者权益 38.94 亿元（含少数股东权益 1.05 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 115.76 亿元，利润总额 7.29 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 94.61 亿元，所有者权益 39.82 亿元（含少数股东权益 0.99 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 23.49 亿元，利润总额 1.34 亿元。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续公募债券如下表，跟踪期内“密卫转债”尚未到付息日，募集资金已按照募集资金用途投入募投项目 3.90 亿元，补充流动资金 2.55 亿元，剩余募投资金尚未使用。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
密卫转债	8.7239	8.7230	2022-09-16	5 年

资料来源：联合资信整理

“密卫转债”转股期为 2023 年 3 月 22 日至 2027 年 9 月 15 日，截至本报告出具日，未转股余额为 8.7230 亿元，未转股比例为 99.99%。

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，

内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023年一季度）》，报告链接<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>

五、行业分析

2022年，中国社会物流总额增速基本延续恢复态势，根据中国物流与采购联合会的数据显示，全国社会物流总额347.6万亿元，按可比价格计算，同比增长3.4%（上年同期增速为9.2%）；物流业总收入12.7万亿元，同比增长4.7%（上年同期增速为15.1%）。从构成看，工业品物流总额309.2万亿元，按可比价格计算，同比增长3.6%；农产品物流总额5.3万亿元，增长4.1%；再生资源物流需求快速增长，总额达到3.1万亿元，同比增长18.5%；单位与居民物品物流总额12.0万亿元，增长3.4%；进口货物物流总额18.1万亿元，下降4.6%。从物流成本来看，同期社会物流总费用同比增长4.4%至17.8万亿元，社会物流总费用与GDP比率比上年提升0.1%至14.7%。从结构上看，运输费用9.55万亿元，增长4.0%；保管费用5.95万亿元，增长5.3%；管理费用2.26万亿元，增长3.7%。

随着石油化工行业供给侧结构性改革的深

入推进，对化工物流提质增效提供了新的指引及市场动力。根据中国物流与采购联合会危化品物流分会（以下简称“中物联危化品物流分会”）统计估算，预计2022年全国危险货物运输量约18亿吨，市场规模将超过2.4万亿元，同比增长7.5%。预计2025年底，危化品及危险货物物流行业市场规模将达到2.85万亿元，境内第三方物流服务的渗透率将提升至50%，以此推算2025年境内第三方物流市场规模逾1.4万亿元，2021~2025年行业复合增速达11.6%。

中国第三方化工物流市场竞争格局分散，中小企业占据绝大部分市场份额，市场集中度较低。据中物联危化品物流分会统计，2021—2022年化工物流头部企业中，民营企业业绩突出，是危化品物流重点企业的主要组成部分。综合物流领域企业有运力规模大、仓储布局广、承运货物种类较多、一体化服务能力强等综合优势。从企业分布看，综合物流TOP20企业主要集中在华东地区，共有14家，营业收入占78%；各企业在主要运输品类、区域发展等方面具有差异化竞争，其中上市公司2家，为密尔克卫和永泰运化工物流股份有限公司。

政策方面，国家相关部委推出多项支持政策，旨在促进现代物流及化学品供应链服务产业发展。2022年年初，国务院安委会部署开展2022年度全国危险化学品安全风险集中治理，对生产储存、交通运输、废弃处置、化工园区四个环节的重大安全风险进行重点排查，完善强化统筹责任落实、提升本质安全、提升人员能力素质、提升数字化智能化等方面重点保障措施。同年5月24日国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》共六个方面33项措施，其中提到统筹加大对物流枢纽和物流企业的支持力度，随着稳经济政策持续发力，市场供需两端业务活动趋于活跃。随着安全监督和环保政策的不断加强，化工产业快速园区化和集中化，也促使小型、不规范的危化物流企业逐步被淘汰。新经济形势下，规模较大、资质齐全且管理规范的物流企业，可以利用规模经济，在网络覆盖、运力配置等方面发挥及时、安全、低成本优势。优质企

业有望受益于行业集中度提升，通过并购整合来实现业务综合化和规模化，进一步提升市场影响力。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司注册资本为1.64亿元，实收资本为1.64亿元。陈银河直接及间接持有公司34.35%的股份（无质押），为公司控股股东；公司第二大股东李仁莉直接持有公司12.64%股份（无质押）。陈银河、李仁莉及慎蕾为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司作为国内领先的专业化工供应链服务商，产业链和区域覆盖不断延伸，在行业知名度、客户资源等方面具备竞争优势。公司全国集群建设不断完善，全球化布局已全面启动。

公司提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站式综合物流服务，并基于综合物流服务向化工品分销及安全环保服务延伸，补充化工供应链服务环节。2022年，公司收购和新设13家国内子公司，完善全国集群建设，并在德国、加拿大、美国、马来西亚等地设立子公司，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”和交易平台“元素商城”等，逐步将服务扩展至新能源、新材料、智能制造、芯片半导体、日化、医药和危废领域。

2022年，公司重要子公司经营稳健，上海密尔克卫化工物流有限公司（以下简称“化工物流”）实现营业收入53.95亿元，同比增长22.98%；上海密尔克卫化工储存有限公司（以下简称“化工储存”）实现营业收入6.06亿元，同比增长18.36%。

表2 截至2022年底/2022年重要子公司主要财务情况（单位：亿元）

子公司	总资产	净资产	营业收入	净利润
化工物流	28.42	6.50	53.95	1.47
化工储存	11.00	7.67	6.06	1.47

资料来源：公司提供

信息化技术运用方面，公司建立了供应链管理系统平台（MCP），并在原有基础上，陆续开发上线了贸易系统、罐箱系统、环保业务系统1.0、订单无纸化系统、人事行政流程、作战中心2.0、灵元素2.0等系统，提高了物流服务安全性和管理效率；此外还自主研发了智能安全管理系统（ASM），可以全天候监控各个仓库及现场操作，并将安全流程固化到ERP系统中，通过系统进行管控。公司注重技术开发和研发创新，培养专业团队，2022年初，MCP和ASM系统再次完成优化升级。截至2022年底，公司已获得专利证书75项（发明专利10项、实用新型专利65项），软件著作权证书132项，新增了3项发明专利、17项实用新型专利和29项软件著作权。

在客户资源方面，公司与国内外众多跨国化工企业形成长期合作关系，服务客户包括巴斯夫（中国）有限公司（以下简称“巴斯夫集团”）、陶氏化学（中国）投资有限公司（以下简称“陶氏集团”）、阿克苏诺贝尔（中国）投资有限公司（以下简称“阿克苏集团”）、上海艾郎风电科技发展（集团）有限公司（以下简称“艾郎风电”）及万华化学集团股份有限公司（以下简称“万华化学”）等跨国化工企业。跟踪期内，公司客户数量继续增加，2022年末已超过5000家。

在第九届全国化工物流行业年会上，公司入选中物联危化品物流分会评选的2021—2022年度中国化工物流行业头部企业综合TOP20服务商。2022年，公司先后获得2021年度“虹口区重点企业贡献奖”（上海市虹口区人民政府颁发）、松江区泖港镇“科技创新奖”、入选上海市“专精特新”企业、上海关区“优秀报关单位”及“最具投资价值奖”等多项荣誉，并成为中国物流与采购联合会危化品物流分会副会长单位，知名度进一步提升。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（统一社会信用代码：91310000630965915K），截至2023年5月4日，

公司本部无不良或关注类的未结清和已结清信贷信息记录。

截至 2023 年 5 月 9 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司核心管理人员有所变动，管理制度连续，管理运作正常。

根据公司组织结构优化和战略安排，高管、董事会及监事会人员变动详情如下表所示。

表3 公司高管、董事会及监事会人员变动情况

姓名	担任职务	变动情形	变动原因
缪蕾敏	董事会秘书	离任	辞职
缪蕾敏	副总经理	聘任	经第三届董事会第六次会议聘任
石旭	董事会秘书	聘任	经第三届董事会第六次会议聘任
石旭	监事	离任	辞职
祁霞	监事	选举	经 2022 年 3 月 23 日召开的职工代表大会选举产生
ChenDavidShi	独立董事	离任	辞职
李阿吉	独立董事	选举	经 2022 年第一次临时股东大会选举产生
缪蕾敏	财务总监	离任	辞职
梁计	副总经理	离任	辞职
杨波	财务总监	聘任	经第三届董事会第七次会议聘任
刘卓嵘	副总经理	聘任	经第三届董事会第七次会议聘任
袁小宇	监事	选举	经 2022 年 11 月 4 日召开的职工代表大会选举产生

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

杨波，男，1975年生，本科学历，注册会计师；历任毕马威上海会计师事务所任审计经理、道康宁中国投资有限公司（现已更名为陶氏（上海）投资有限公司）任财务总监、道康宁中国区财务项目负责人；曾任公司财务管理部总经理，现任公司财务总监。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，受益于化工市场景气度较高及外贸需求增长，公司通过不断拓展新区域、开发新客户、新品类，各业务板块收入均衡增长，综

合毛利率同比保持稳定。2023 年一季度，外需走弱，包机业务萎缩，公司业绩下滑趋势大。总体看，公司经营业绩与下游化工行业关联度高。

公司提供一站式综合物流服务，为客户提供明确具体的供应链优化方案。跟踪期内，公司板块根据业务性质有所调整，将全球工程物流及干散货业务（MPC）和全球航运及罐箱业务（MTT）合并为全球移动交付业务（MGM），新口径下综合物流服务包括全球货代业务（MGF）、全球移动交付业务（MGM）、区域仓配一体化业务（MRW）和区域内贸交付业务（MRT），与化工品分销形成物贸一体化发展格局。

2022年，受益于化工市场景气度较高及外贸需求增长，公司通过不断拓展新区域、开发新客户、新品类，各业务板块均衡增长，2022年实现营业总收入115.76亿元，同比增长33.90%。分板块看，随着公司海运、铁路货运代理货物量增长，全球货代业务收入同比增长21.41%；得益于较高毛利率的外贸业务罐箱交付量增长，全球移动业务收入同比大幅增长73.21%；公司化工品交易服务是从物流领域向供应链贸易业务的延伸，为第二大业务板块，随着新品种增加和贸易量增长，该板块收入大幅增长。公司其他收入主要为房屋租赁收入，占营业收入比重小。

毛利率方面，2022年，公司综合物流服务各板块毛利率同比均有所提升，全球货代业务、全球移动业务、区域仓配一体化业务和区域内贸交付业务毛利率分别同比提升2.35个百分点、4.69个百分点、3.44个百分点和0.51个百分点；化工品交易服务毛利率受贸易品种影响较大，毛利率较低的黄磷类产品占比上升，2022年毛利率同比下降2.26个百分点至3.13%。综上，同期公司综合毛利率为10.82%，同比变动不大。

2023年1-3月，全球经济增速放缓，国内外市场阶段性需求疲软，订单下降，包机业务萎缩，公司营业总收入同比下降23.21%至23.49亿元，利润总额同比下降20.68%至1.34亿元；同时得益于上游船公司国际航运价格继续下行，采购成本同比大幅下降，公司主营业务毛利率提升

至11.16%（上年同期为9.65%）。

表4 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021年			2022年			2023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)	31.15	36.14	9.02	37.82	32.74	11.37	4.80	20.44	12.31
	全球移动交付业务 (MGM)	5.60	6.59	13.91	9.70	8.40	18.60	1.96	8.35	16.78
	区域仓配一体化业务 (MRW)	5.49	6.37	43.12	7.25	6.28	46.56	1.79	7.64	58.04
	区域内贸交付业务 (MRT)	12.58	14.60	9.12	17.25	14.94	9.63	4.46	19.01	8.96
化工品交易服务 (MCD)	不一样的分销	31.26	36.28	5.39	43.48	37.65	3.13	10.45	44.56	2.49
合计		86.16	100.00	10.21	115.50	100.00	10.82	23.46	100.00	11.16

资料来源：公司提供

2. 全球货代业务 (MGF)

2022年，化工品外贸出口需求旺盛，公司海运、铁路货运代理业务量及收入快速增长，毛利率提升。

MGF业务涵盖公司接受直接客户或同行客户业务委托，从发货人处提取货物，组织国内和国际运输并分拨派送至境内外收货人指定交货点的全程服务，还包括国际多式联运、第三方物流与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。

采购方面，公司向承运人议价、订舱、装载并向其支付运杂费，承运人主要是国际和国内班轮航运公司、国际航空公司、国内铁路货运单位、内陆运输公司及车队。销售方面，公司国际货运代理业务服务于化工行业生产厂商、贸易商及来自物流同行业公司间接客户。2022年，公司全球货代业务前五大客户销售金额占该板块当期营业收入比例为43.29%，占比小幅上升，集中度较高。

2022年，化工品外贸出口需求旺盛，公司海运、空运和铁路分别实现货物量271831.00TEU¹、26452.32TON²和19284.00TEU，其中海运货物量同比增长19.52%；空运货物量同比大幅下滑，主要系燃油等相关成本上升且需

求疲软导致包机业务萎缩所致，航空运力市场渐归常态；铁路货代在增强中欧班列和中俄班列代理服务能力基础上，拓展东盟新线路，货物量同比增长20.59%。2022年下半年海运价格下降，收入增速较上半年放缓，全年公司全球货代业务实现收入37.82亿元，同比增长21.41%；随着全球港口拥堵缓解与运力释放，船公司承运商订舱价格下降，公司采购成本大幅减少，海运货代毛利率增加，带动全球货代业务毛利率同比提升。

3. 全球移动交付业务 (MGM)

2022年，公司全球移动交付罐箱货物量随大中华区内贸需求收缩同比有所下降，同时得益于新增境外业务交付价格较高，该板块收入和毛利率同比均有明显提升。

公司将MGM业务从货代板块细分出来，该业务需要一些重资产配合而非完全的代理，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)，均依靠船舶资源。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，2022年末公司自有集装罐3753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，涉及石油天然气、石化、可再生能源、核电、基建、工程建

¹ TEU，即 Twenty-feet Equivalent Unit，是以长度为20英尺的集装箱为国际计量单位，也称国际标准箱单位，公

司海运货物量、铁路货物量以TEU为单位。
² TON即吨。

厂、采矿冶金等，为全球大宗商品贸易提供定制化海运解决方案。

2022年，公司全球移动交付不断拓展区域，新增了亚太区和北美区外贸业务，同时大中华区内贸需求有所下降，罐箱总货物量实现17835.00TEU，同比下降10.21%。受益于新增境外区域移动交付服务价格较高，同期MGM业务收入和毛利率均有明显提升。

表5 公司全球移动交付服务业务罐箱货物量情况（单位：TEU）

项目	2021年	2022年	2023年1—3月
大中华区-外贸	7548.00	8586.00	1870.00
大中华区-内贸	12316.00	9244.00	1900.00
亚太区-外贸	--	2076.00	733.00
北美区-外贸	--	5.00	34.00
合计	19864.00	17835.00	4537.00

注：表中小数差异为四舍五入形成
资料来源：公司提供

4. 区域内贸交付业务（MRT）

2022年，随着运输网络继续投入和完善，公司配送业务和集运业务单价及收入同比增长，毛利率变化不大；公司运力能满足所承接的运输任务。

公司MRT业务围绕境内化工品道路运输，按照运输车辆配载方式划分为集运和配送两类，集运业务主要围绕自身货运代理业务，配合外贸仓储，提供各类集装箱运输服务；配送业务通常与分销中心相配合，面向化工品生产商开展直销，承担公路包装货运输（包括整车和零担配送）职责。

公司以自购运输车辆和外包运营车队的方式组建各类型化工品运输交付能力，外包业务比重有所上升，其中集运业务自有运力和外包运力占比约为57%和43%，配送业务自有运力和外

包运力占比约为22%和78%。

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³，拓宽境内外物流网络。2022年，公司配送业务和集运业务单价同比大幅提升，MRT业务收入同比增长37.12%至17.25亿元，其中配送业务和集运业务分别实现收入10.84亿元和6.40亿元，运输量分别为98917.11吨万公里和3125.92TEU万公里，该板块毛利率保持稳定。

表6 公司区域内贸交付业务经营情况

分类	项目	2021年	2022年
配送业务	收入（亿元）	7.71	10.84
	单价（元/吨公里）	0.70	1.10
	运输量（吨万公里）	109418.01	98917.11
集运业务	收入（亿元）	4.87	6.40
	单价（元/TEU公里）	16.84	20.49
	运输量（TEU万公里）	2893.55	3125.92

资料来源：公司提供

5. 区域内仓配一体化业务（MRW）

2022年，受益于自建仓储面积增加和仓库使用率提升，公司仓配一体化业务收入和毛利率同比均有较大提升。

公司MRW业务为客户提供化工品存储保管及提供货物分拣、换包装、打托等增值服务，主要包括提供货物储存和服务厂内物流的分销中心及与货运代理配套的出口装箱相关的外贸仓储CFS（ContainerFreightStation），客户主要为国际、国内大中型化工品生产企业、贸易商以及大型第三方物流企业。

除经营自建仓库外，公司根据客户货物存放地点和供应链网络布点需要，在国内化工重点省份和地区租赁仓库，租期以1~3年为主，储存不同品类和安全等级的化工品，定价模式和结算方式较上年无较大变化。2022年上半年，公司

³ 2022年，公司收购了江西省祥旺物流有限公司（现已更名为“江西密尔克卫祥旺供应链管理有限公司”）、上海中波汇利船务有限公司、南京久帝化工有限公司、集惠瑞曼迪斯（上海）环保科技发展有限公司（现已更名为“上海密尔克卫环保科技有限公司”），新设成都密尔克卫新材料科技有限公司、上海密尔克卫顶佳工程材料有限公司、内蒙古密尔克卫供应链管理有限公司、福州

密尔克卫供应链管理有限公司、上海密尔克卫供应链科技有限公司、烟台密尔克卫供应链管理有限公司、安徽化肥供应链管理有限公司、南京密尔克卫化工科技有限公司、营口化肥供应链管理有限公司等全资或控股子公司，并在德国、加拿大、美国、马来西亚等地设立子公司。

投产了张家港、镇江、临港的3个仓库，满仓率达80%，下半年投产宁波、烟台2个仓库，预计2023年第三季度满仓率基本达到公司平均水平，当年公司自建仓库面积同比增长7.06%。截至2023年3月底，公司全国自建及管理超过50万平方米化学品仓库，其中危化品仓库面积占比超过三分之一。

跟踪期内，危化品存储供需两旺，外贸仓储业务景气度高，同时公司根据业务量调整仓库规模，退租部分仓库，增加自建仓储面积，提升仓库使用率，2022年公司MRW业务实现收入7.25亿元，同比增长32.14%；由于自建仓库毛利率水平高且仓储收费增加，该板块毛利率同比提升。

6. 化工品交易服务（MCD）

2022年，公司调整化工品交易品类，继续拓展市场，开发新客户，收入规模快速增长，是第二大收入来源；同时受毛利率较低的黄磷类产品占比上升影响，毛利率水平同比有所下降。

跟踪期内，公司MCD业务与物流业务的客户相互渗透，重合度进一步提升，2022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约占41%，同比变化不大。公司化工品交易品种主要包括黄磷类基础化工品、风电等功能化工品、特种化工品。2022年，公司调整化工品交易品类，收缩了煤化工品交易规模，新增危废、胶粘剂、实验试剂等特种化工品类。

跟踪期内，公司线下交易及线上运营模式无重大变化。公司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快速增长，且化工品种类不断丰富。2022年该板块实现收入43.48亿元，同比增长39.09%；同时毛利率较低的黄磷类产品占比上升，当年毛利率同比下降2.26个百分点至3.13%。

公司化工品交易服务主要由子公司上海慎

则化工科技有限公司（以下简称“慎则科技”）、江苏马龙国华工贸有限公司（以下简称“马龙国华”）和南京久帝化工有限公司⁴（以下简称“南京久帝”）运营。其中慎则科技主要运营“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，马龙国华主要从事国内黄磷贸易以及黄磷远距离第三方物流服务，南京久帝主要提供特种化工品分销板块相关服务。以上化工品交易主要运营主体财务数据见下表。

表7 截至2022年底/2022年公司化工品交易服务主要经营主体财务情况（单位：亿元）

子公司	持股比例（%）	总资产	净资产	营业收入	净利润
慎则科技	100.00	5.76	1.05	10.38	0.05
马龙国华	100.00	11.66	1.70	26.14	0.30
南京久帝	70.00	2.05	0.47	0.72	0.02

注：2022年末马龙国华负债总额9.96亿元，其中未终止确认票据6.02亿（1.10亿为公司内部开具）

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

7. 并购与商誉

跟踪期内，公司继续通过收购兼并扩大规模，溢价产生商誉，若未来标的公司业绩不达预期，则可能导致商誉减值损失，需关注并购标的盈利能力。

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，拓宽危险化工品快运、环保再利用、船舶服务以及特种化工品和特种材料分销领域市场，公司合并范围扩大，商誉随之增长。2022年，公司完成股权投资总额合计4.92亿元，形成商誉3.02亿元，其中南京久帝注册资本1000万元，以2022年6月30日为资产评估基准日，南京久帝股东全部权益价值为3.54亿元，增值率为695.99%。同时，由于下半年原油价格下跌和长沙市醇基燃料

⁴ 南京久帝现为陶氏有机硅（原道康宁）中国地区经销商、杜邦大中华区经销商及日本东曹聚氨酯大中华区经销商，主营产品包括有机硅基础化工品、有机硅功能化学品（消泡剂、脱模剂、特种硅油等）、纸张离型剂、催化剂等各种助剂、特种硅橡胶、多种灌封导热粘接材

料、工程塑料以及多种异氰酸酯类产品，具备良好客户资源和供应商基础，利于公司进一步扩大在特种化工品、特种材料分销领域的业务范畴、市场区域和领先优势，以及延伸亚太和北美地区的分销网络布局。

政策调整,公司停止湖南密尔克卫瑞鑫化工有限公司(以下简称“湖南瑞鑫”)的大宗车用油贸易、加油站业务以及淳基燃料板块业务,仅保留化工品贸易业务,计提商誉减值准备0.32亿元。截至2022年底,公司商誉8.72亿元。外部环境的超预期因素尚未完全消除,若未来标的公司业绩不达预期,则可能导致商誉减值损失。

表8 2022年公司新收购子公司情况(单位:亿元)

子公司	持股比例(%)	交易价格	商誉(账面价值)	主营业务
江西密尔克卫祥旺供应链管理有限公司	100.00	0.50	0.36	道路货物运输(含危险货物)
上海中波汇利船务有限公司	60.00	0.55	0.18	自营或代理各类商品和技术的进出口,船舶配套,包

表9 截至2022年底公司重要在建项目情况(单位:亿元)

项目	计划总投资	已完成投资	2022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	1.94	0.68	1.06	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	0.84	0.47	0.66	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	0.54	0.41	0.78	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	0.47	0.22	0.23	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	1.02	0.13	1.9	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	0.68	0.47	6.32	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	0.71	0.50	1.29	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
合计	19.83	6.20	2.88	13.63	--

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:联合资信根据公司审计报告整理

9. 经营效率

公司整体经营效率良好。

从经营效率指标看,2022年,公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为4.03次、60.02次和1.38次,公司业务规模扩大,存货增长,存货周转率同比下降,其他指标变化不大。

				括船舶备件、物料供应、船舶修理
上海密尔克卫环保科技有限公司	100.00	1.37	0.30	危险废物经营
南京久帝化工有限公司	70.00	2.50	2.18	危险化学品批发和化工产品的销售
合计		4.92	3.02	--

注:资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

8. 在建项目

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

截至2022年底,公司重要在建项目均为募投项目,计划总投资额约19.83亿元,尚需投入约13.63亿元,资金来源主要通过非公开发行和可转换公司债券募集资金。

10. 未来发展

公司的发展规划符合自身经营定位,利于未来持续发展。

未来,公司以上海为中心,完善在全国布局的七大集群,包括北方区、浙闽区、两广区等,缩短货物流通周期,整合及优化物流各环节,持续提供一站式全供应链服务;通过要素投入与并购,以及创新与效率提升双驱动,加强安全和科

技投入，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，保障物流时效性和安全性；进一步发展化工品交易业务，在布局全国性物流网络基础上，优化化工品交易业务管理，基于化工品物流交付能力，搭建线上平台，与线下一站式综合物流服务协同，提升化工品分销服务水平；围绕上下游各类化工生产商及客户的采购、销售需求，逐步承接上游厂商的销售职能以及下游厂商的采购职能，为厂商向下游大小客户及消费者服务，为化工行业客户提供分销服务及供应链解决方案，拓展化工产品垂直细分领域和产销渠道；在全球化战略方面，公司将在亚太地区、欧洲、北美布局服务网络，借助现有客户，结合国有及大型民营化工企业走出去背景，布局全球服务网。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供2022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。公司2023年1—3月财务数据未经审计。

从合并范围来看，截至2022年底，公司通过新设和非同一控制下收购方式合并范围较上年底增加子公司27家，注销8家子公司，共94家子公司。2023年1—3月，公司合并范围较2022年底新增2家子公司，注销4家子公司，合并范围扩大较快，对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2022年底，公司合并资产总额90.62亿元，所有者权益38.94亿元（含少数股东权益1.05亿元）；2022年，公司实现营业总收入115.76亿元，利润总额7.29亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额94.61亿元，所有者权益39.82亿元（含少数股东权益0.99亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入23.49亿元，利润总额1.34亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，随着可转债发行、基建投资

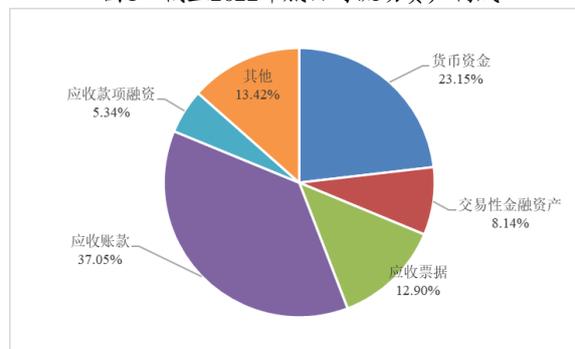
和对外并购，公司资产规模较快增长，货币资金充足，其中商誉规模快速增长且规模大，存在一定减值风险。整体看，公司资产质量较好。

截至2022年底，公司合并资产总额90.62亿元，较上年底增长31.50%，其中流动资产占55.94%，非流动资产占44.06%。公司资产结构相对均衡。

（1）流动资产

截至2022年底，公司流动资产50.69亿元，较上年底增长24.50%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据和应收账款构成。

图1 截至2022年底公司流动资产构成



数据来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2022年底，公司货币资金12.77亿元，较上年底增长100.17%，主要系发行“密卫转债”所致，公司货币资金主要为银行存款，货币资金受限比例为0.09%，占比低，全部为保证金存款。

公司将闲置资金购买理财产品，截至2022年底，公司交易性金融资产4.49亿元，较上年底增长17.65%。

截至2022年底，公司应收票据7.12亿元，较上年底变化不大；应收账款账面价值20.45亿元，较上年底增长5.25%，主要系业务规模扩大所致。公司累计计提坏账准备为0.25亿元，计提比例0.78%。按账龄分析，3个月以内（含）的应收账款占公司应收账款的91.01%，公司应收账款账龄短，前五名客户应收账款金额占比为24.20%，集中度一般。

表 10 截至 2022 年底公司应收账款前五名明细

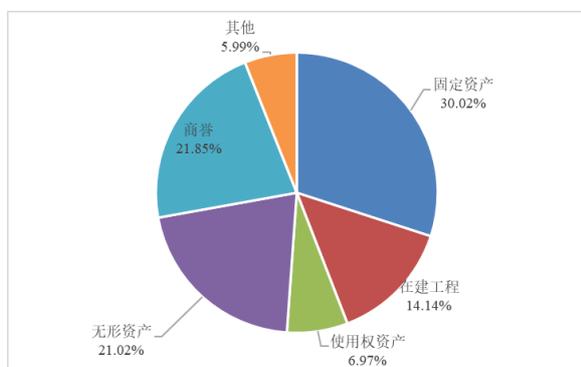
公司	期末余额 (亿元)	占应收账款总 额比例 (%)	坏账准备期末余 额 (万元)
第一名	2.04	9.87	94.52
第二名	0.92	4.44	56.92
第三名	0.76	3.66	1.58
第四名	0.69	3.33	11.73
第五名	0.60	2.90	0.12
合计	5.01	24.20	164.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(2) 非流动资产

截至 2022 年底，公司非流动资产 39.92 亿元，较上年底增长 41.62%，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。

图 2 截至 2022 年底公司非流动资产构成



数据来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司固定资产 11.99 亿元，较上年底增长 10.12%，主要系公司补充运输工具和罐箱等运力设备、化工品仓库建成转固及合并范围变动促使房屋及建筑物增长所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 67.94%）、运输工具（占 13.71%）和罐箱设备（占 8.49%）构成，累计计提折旧 8.89 亿元。

截至 2022 年底，公司在建工程 5.64 亿元，较上年底增长 102.34%，主要系超临界水氧化及配套环保项目、宁波慎则化工供应链管理有限公司项目、广西慎则物流有限公司化工仓储项目和徐圩新区化工品供应链一体化服务基地 A 地块项目分别增加投资额 0.52 亿元、0.60 亿元、0.39 亿元和 0.46 亿元。

截至 2022 年底，公司无形资产 8.39 亿元，较上年底增长 50.16%，主要系公司购置土地和合并范围扩大，土地使用权增长所致。

截至 2022 年底，公司商誉 8.72 亿元，较上年底增长 42.94%，主要系公司收购江西密尔克卫祥旺供应链管理有限公司、上海中波汇利船务有限公司、上海密尔克卫环保科技有限公司和南京久帝，分别增加商誉 0.36 亿元、0.18 亿元、0.30 亿元和 2.18 亿元所致，若未来标的公司业绩不达预期，则可能导致商誉减值损失。公司累计计提商誉减值 0.38 亿元，主要包含湖南密尔克卫瑞鑫化工有限公司减值 0.32 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 94.61 亿元，资产结构和规模较上年底变化不大；公司受限资产账面价值 2.10 亿元，主要为货币资金和房屋，用于保证金和抵押贷款。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2022 年底，随着股权激励增加和经营规模扩大，公司所有者权益规模提升；权益构成以资本公积和未分配利润为主，稳定性一般。

截至 2022 年底，公司所有者权益 38.94 亿元，较上年底增长 20.94%，主要系公司本期确认的股权激励增加和经营规模扩大，资本公积和未分配利润增长所致，其中归属于母公司所有者权益占比为 97.30%。公司所有者权益主要由实收资本（占 4.22%）、资本公积（占 47.07%）和未分配利润（占 45.19%）构成，权益结构稳定性一般。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 39.82 亿元，较上年底变化不大，未分配利润有所增长。

(2) 负债

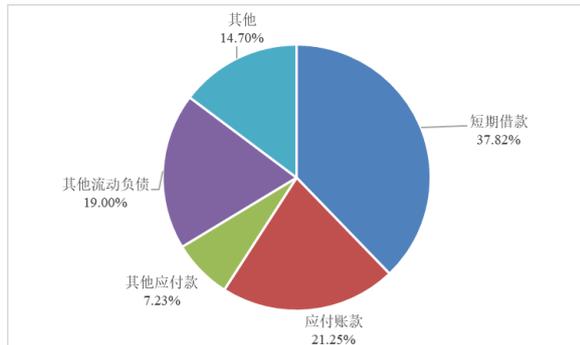
截至 2022 年底，随着经营规模扩张带来的资本支出与并购需求增加，公司有息债务规模快速增长，较上年底债务负担有所加重。

截至 2022 年底，公司负债总额 56.17 亿元，较上年底增长 38.59%，其中流动负债占 66.19%，非流动负债占 33.81%，非流动负债占比上升较快。

截至 2022 年底，公司流动负债 37.18 亿元，较上年底增长 13.40%，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和其他流动负债

构成。

图3 截至2022年底公司流动负债构成



数据来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司短期借款 14.06 亿元，较上年底增长 74.77%，主要为保证借款（占 48.65%）和票据贴现借款（占 50.50%）。

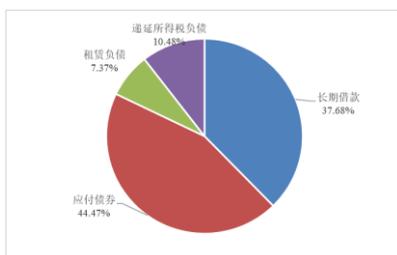
截至 2022 年底，公司应付账款 7.90 亿元，较上年底增长 9.91%，主要系公司业务规模扩大所致。公司应付账款主要为与公司经营活动相关的仓储物流费（占 77.94%）和材料采购及货款（占 22.06%）。

截至 2022 年底，公司其他应付款 2.73 亿元，较上年底增长 7.39%，主要为应付股权转让款（占 40.99%）、限制性股票回购款（占 12.27%）和长期资产购买款项（占 11.08%）。

截至 2022 年底，公司其他流动负债 7.06 亿元，较上年底变化不大，主要为未终止确认的银行承兑汇票⁵。

截至 2022 年底，公司非流动负债 18.99 亿元，较上年底增长 145.26%，主要系可转债发行所致。公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。

图4 截至2022年底公司非流动负债构成



数据来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司长期借款 7.08 亿元，较上年底增长 34.78%，构成情况见表 11。

表 11 公司长期借款构成情况（单位：亿元）

项目	期末余额	利率区间
质押借款 ¹	4.02	3.80%~4.00%
抵押借款	0.78	3.70%~4.75%
保证借款	1.27	3.80%~3.85%
信用借款	1.00	3.80%~4.00%
应付长期借款利息	0.01	--
合计	7.08	--

注 1：质押物为子公司部分股权

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022 年，公司发行“密卫转债”（5 年期，8.72 亿元），截至 2022 年底，公司应付债券 8.35 亿元。

截至 2022 年底，公司全部债务 40.14 亿元，较上年底增长 49.11%，长期债务快速增长，较上年底增长 184.81%至 16.81 亿元，主要系公司发行“密卫转债”所致；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 3.33 个百分点、5.22 个百分点和 14.66 个百分点。公司债务负担有所加重。

截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 40.28 亿元，债务规模和结构变化不大。从债务指标来看，上述三个指标较上年底分别下降 1.15 个百分点、0.47 个百分点和 1.10 个百分点，较 2022 年末债务负担略有下降。

图5 公司债务指标变动趋势



注：以上数据为百分比

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

⁵ 根据 2020 年起执行新金融工具准则，对于承兑人信用等级一般或较低的已背书转让的银行承兑汇票，不再终

止确认，已计入短期债务。

表 12 公司有息债务及债务负担指标 (单位: 亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期债务	21.02	23.33	23.98
长期债务	5.90	16.81	16.31
全部债务	26.92	40.14	40.28
资产负债率 (%)	55.73	59.06	57.91
全部债务资本化比率 (%)	45.54	50.76	50.29
长期债务资本化比率 (%)	15.49	30.15	29.05

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

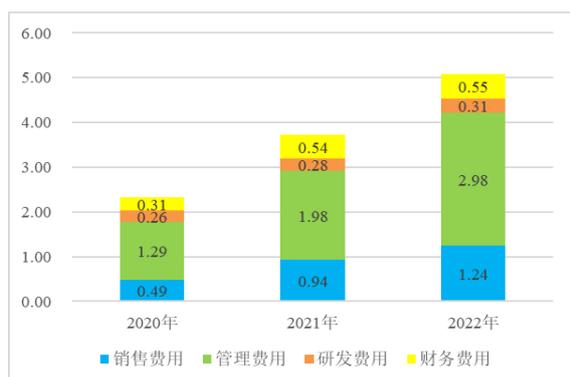
4. 盈利能力

2022年, 公司业务板块均衡增长, 各项盈利指标稳中有升, 经营性利润增长较快, 非经营性损益贡献小。公司整体盈利能力很强。

2022年, 公司不断拓展新区域, 开发新客户、新品类, 各业务板块均衡增长, 实现营业总收入115.76亿元, 同比增长33.90%, 同期, 营业成本同比增长32.97%至103.16亿元, 营业利润率为10.71%, 同比变化不大。

2022年, 公司费用总额为5.09亿元, 同比增长36.34%, 其中销售费用和管理费用占比分别为24.38%和58.60%, 管理费用同比增长50.90%, 主要系公司人员增加及股份支付费用增长所致; 公司期间费用率为4.40%, 同比变化不大。

图 6 公司期间费用情况 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2022年, 公司实现投资收益、其他收益、资产处置收益和营业外收入分别为0.03亿元、0.24亿元、0.02亿元和0.33亿元, 非经常性损益占当期利润总额的比重低。

2022年, 公司利润总额7.29亿元, 同比增长38.16% (上年同期为5.28亿元), 构成以经营性利润为主; 公司总资本收益率和净资产收益率同

比分别提高0.60个百分点和提高2.48个百分点。

2023年1-3月, 公司营业总收入同比下降23.21%至23.49亿元, 利润总额同比下降20.68%至1.34亿元, 营业利润率为10.97%, 同比变化不大, 主要系国内外市场阶段性需求疲软、国际运价下行等因素影响。

图 7 公司盈利指标情况



注: 以上数据为百分比

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流

2022年, 公司经营获现能力有所提升, 投资性净现金流呈净流出, 筹资活动前现金净流出规模有所收缩。考虑到公司业务规模持续扩张和对外并购, 存在对外融资需求。

表 13 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	86.96	123.31	21.51
经营活动现金流出小计	84.93	117.18	18.43
经营现金流量净额	2.03	6.13	3.08
投资活动现金流入小计	11.15	16.21	3.08
投资活动现金流出小计	25.55	28.56	3.88
投资活动现金流量净额	-14.40	-12.36	-0.80
筹资活动前现金流量净额	-12.38	-6.23	2.28
筹资活动现金流入小计	25.71	27.97	8.84
筹资活动现金流出小计	8.19	15.66	8.78
筹资活动现金流量净额	17.52	12.31	0.06
现金收入比 (%)	100.01	105.90	87.91

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

经营活动方面, 2022年, 公司业务规模继续扩大, 经营活动现金流入量和流出量分别为123.31亿元和117.18亿元, 同比明显扩大; 经营活动现金净流入6.13亿元, 同比增长

202.47%，现金收入比率同比提高 5.89 个百分点，公司经营获现能力提升。

投资活动方面，公司投资活动现金流受银行理财活动影响较大。2022 年，公司投资活动现金流出量同比增长 45.41%，其中收到和支付其他与投资活动有关的现金 15.94 亿元，主要为银行理财，同时，随着公司支付并购项目和基建项目款项增加，投资活动现金流出规模扩大至 28.56 亿元。同期，公司投资活动现金流净额保持净流出状态。

2022 年，公司筹资活动前现金流量净额为净流出 6.23 亿元，净流出规模同比收缩 49.67%。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金净流入同比下降 29.77% 至 12.31 亿元，其中筹资活动现金流入量为 27.97 亿元，同比增长 8.79%，主要系公司发行“密卫转债”并增加长期借款所致；筹资活动现金流出量为 15.66 亿元，同比增长 91.35%，主要系偿还借款力度加大所致。

2023 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 3.08 亿元，投资活动现金净流出 0.80 亿元，实现筹资活动前现金流量净额为 2.28 亿元，筹资活动现金净流入 0.06 亿元；现金收入比为 87.91%，同比提高 5.85 个百分点。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司长、短期偿债指标整体表现很好，融资渠道畅通。

截至 2022 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 135.83% 和 133.46% 分别提高至 148.43% 和 141.28%；现金类资产对短期债务的保障能力强。

从长期偿债指标看，2022 年，受益于利润增长，公司 EBITDA 为 11.18 亿元，同比增长 39.86%。EBITDA 对利息支出与全部债务的覆盖程度高。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	135.83	148.43
	速动比率 (%)	133.46	141.28

	经营现金/流动负债 (%)	6.18	16.48
	经营现金/短期债务 (倍)	0.10	0.26
	现金短期债务比 (倍)	0.83	1.05
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	8.00	11.18
	全部债务/EBITDA (倍)	3.37	3.59
	经营现金/全部债务 (倍)	0.08	0.15
	EBITDA/利息支出 (倍)	18.31	12.58
	经营现金/利息支出 (倍)	4.64	6.89

注：经营现金即经营性净现金流

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2023 年 3 月底，公司（合并口径）获得银行授信额度合计 66.90 亿元，已使用 27.55 亿元，尚未使用额度 39.35 亿元；公司为 A 股上市公司，具备直接渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部收入主要源于全球货代业务，盈利主要来源于子公司分红，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，债务规模增速快。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 64.54 亿元，较上年底增长 41.50%，主要系公司经营规模和合并范围扩大所致，资产主要为其他应收款（15.21 亿元）和长期股权投资（43.45 亿元），其中本部质押子公司股权向银行贷款，受限长期股权投资 15.94 亿元。公司本部货币资金 4.25 亿元。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 22.87 亿元，较上年底增长 7.73%，以资本公积为主（占 86.90%），增长主要系未分配利润增长所致；公司本部负债总额 41.67 亿元，较上年底增长 70.91%，主要为其他应付款（25.61 亿元）、长期借款（7.08 亿元）、应付债券（8.35 亿元），资产负债率为 64.57%，较上年底提高 11.11 个百分点，有息债务 15.90 亿元。

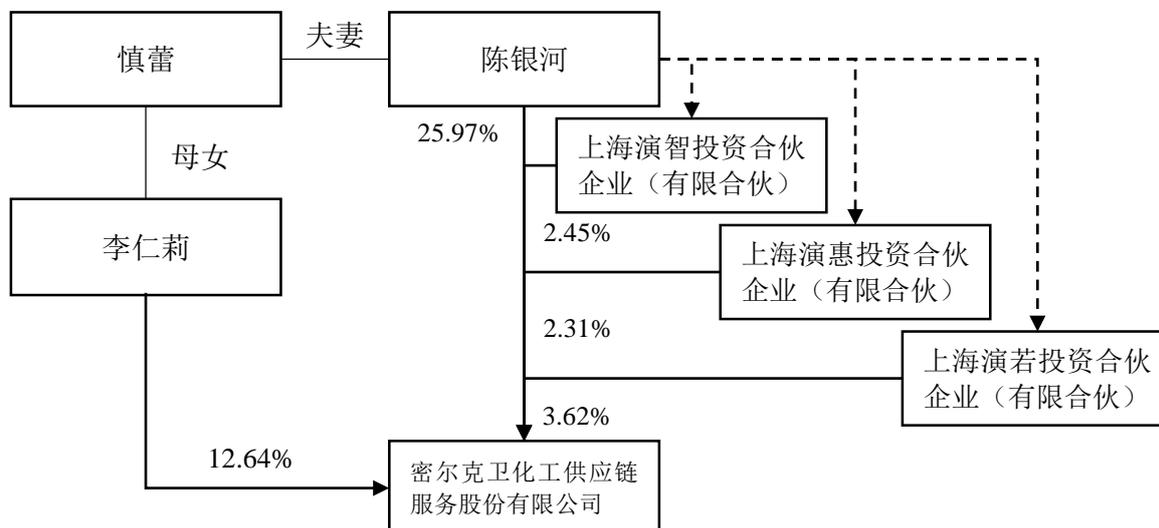
2022 年，公司本部营业总收入为 5.57 亿元，来源于全球货代业务收入，营业成本为 4.29 亿元，投资收益为 1.52 亿元（子公司分红）；利润总额为 1.34 亿元（上年同期 0.09 亿元），同比大幅提升。

2022 年，公司本部经营活动现金流净额为 1.06 亿元，投资活动现金流净额-7.78 亿元，其中投资支付的现金为 9.46 亿元，主要用于新收购子公司的投资；筹资活动现金流净额 9.23 亿元。

十、结论

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

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	3.28	17.41	24.38	25.00
资产总额 (亿元)	36.78	72.73	95.11	94.61
所有者权益 (亿元)	17.80	32.20	38.94	39.82
短期债务 (亿元)	7.11	21.02	23.33	23.98
长期债务 (亿元)	1.84	5.90	16.81	16.31
全部债务 (亿元)	8.95	26.92	40.14	40.28
营业总收入 (亿元)	34.27	86.45	115.76	23.49
利润总额 (亿元)	3.49	5.28	7.29	1.34
EBITDA (亿元)	4.73	8.00	11.18	--
经营性净现金流 (亿元)	3.39	2.03	6.13	3.08
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.34	4.26	4.03	--
存货周转次数 (次)	195.58	160.67	60.02	--
总资产周转次数 (次)	1.10	1.58	1.38	--
现金收入比 (%)	95.38	100.01	105.90	87.91
营业利润率 (%)	16.41	10.03	10.71	10.97
总资产收益率 (%)	11.60	8.11	8.96	--
净资产收益率 (%)	16.28	13.54	16.02	--
长期债务资本化比率 (%)	9.38	15.49	30.15	29.05
全部债务资本化比率 (%)	33.47	45.54	50.76	50.29
资产负债率 (%)	51.62	55.73	59.06	57.91
流动比率 (%)	113.11	135.83	148.43	146.11
速动比率 (%)	111.93	133.46	141.28	139.42
经营现金流动负债比 (%)	21.30	6.18	16.48	--
现金短期债务比 (倍)	0.46	0.83	1.05	1.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	23.22	18.31	12.58	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.89	3.37	3.59	--

注: 1. 公司 2023 年 1-3 月财务数据未经审计且仅披露合并口径数据; 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. 合并口径其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

资料来源: 公司提供、联合资信根据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/母公司)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	0.55	2.43	4.84
资产总额 (亿元)	23.51	45.61	64.54
所有者权益 (亿元)	10.95	21.23	22.87
短期债务 (亿元)	0.50	1.77	0.47
长期债务 (亿元)	1.84	5.25	15.43
全部债务 (亿元)	2.34	7.02	15.90
营业总收入 (亿元)	1.68	3.87	5.57
利润总额 (亿元)	0.13	0.09	1.34
EBITDA (亿元)	0.13	0.09	1.34
经营性净现金流 (亿元)	0.18	-0.36	1.06
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	6.72	8.40	8.51
存货周转次数 (次)	/	/	/
总资产周转次数 (次)	0.08	0.11	0.10
现金收入比 (%)	112.83	88.03	106.09
营业利润率 (%)	33.35	19.86	22.79
总资本收益率 (%)	0.71	0.23	3.34
净资产收益率 (%)	0.86	0.30	5.66
长期债务资本化比率 (%)	14.40	19.83	40.28
全部债务资本化比率 (%)	17.62	24.86	41.01
资产负债率 (%)	53.44	53.46	64.57
流动比率 (%)	41.03	60.42	79.29
速动比率 (%)	41.03	60.42	79.29
经营现金流动负债比 (%)	1.71	-1.89	4.05
现金短期债务比 (倍)	1.11	1.37	10.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	18.03	78.19	11.89

注: 1. 公司 2023 年 1-3 月财务数据未披露本部口径数据; 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: 公司提供、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
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其含义

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