

炬申物流集团股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

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〕7145号

联合资信评估股份有限公司通过对炬申物流集团股份有限公司及其拟发行的向不特定对象发行可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定炬申物流集团股份有限公司主体长期信用等级为 **AA-**，炬申物流集团股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用等级为 **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：

二〇二五年七月二十三日

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炬申物流集团股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

八、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。



炬申物流集团股份有限公司

向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA-/稳定	AA-/稳定	2025/07/23

债项概况

炬申物流集团股份有限公司（以下简称“公司”）向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本期债项”），发行规模为不超过 3.80 亿元（含），期限为自发行之日起六年；转股期限为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债项到期日止；每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息；本期债项募集资金扣除发行费用后拟投资于“炬申几内亚驳运项目”和“补充流动资金及偿还银行贷款”。本期债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、赎回和回售等条款。本期债项无担保。

评级观点

公司是以大宗商品物流和仓储为主营业务的民营上市企业（证券简称：炬申股份，证券代码：001202.SZ）。经多年发展，公司物流业务在运力组织、专线布局及客户基础方面具备一定优势，仓储业务在区位、资质及配套服务方面逐步形成竞争力，二者具备明显的业务协同发展条件。2022—2024 年，公司物流业务市场竞争激烈，收入及毛利率持续下滑；但仓储业务吞吐量及业务收入规模持续提升，毛利率保持较高水平，带动公司综合毛利率增长。2024 年，公司在几内亚共和国（以下简称“几内亚”）开展铝土矿陆运业务，并计划开展驳运业务，后续待投入规模较大。随着境内外业务拓展，公司未来或面临一定的跨区域管理难度。公司资产质量较好但流动性一般，经营获现能力较强；现阶段债务负担可控，偿债能力指标表现强，但随着几内亚驳运业务的持续推进，公司将面临较大的外部融资需求。

本期债项的发行对公司债务结构影响很大，公司经营活动产生的现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债项发行后的长期债务保障程度一般。考虑到未来可能的转股因素，公司对本期债项的实际保障能力或将增强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着主营业务协同效应增强及海外业务产能完全释放，公司盈利能力有望提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：资本实力显著提升；资产质量显著提升；盈利能力大幅提升且具有可持续性。

可能引致评级下调的敏感性因素：资本实力明显下降；盈利能力大幅弱化；财务杠杆大幅上升且流动性压力加剧，财务状况明显恶化，集中兑付压力大幅增加。

优势

- **具备一定行业资质与资源基础。**物流方面，公司为国家 AAAA 级物流企业，子公司新疆炬申陆港联运有限公司和无锡市炬申仓储有限公司配备了铁路专用线；仓储方面，公司取得上海期货交易所、广州期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所多类商品的期货交割仓库或场所运营资质，并获评上海期货交易所 2023 年和 2024 年“优秀交割仓库”。
- **物流业务与仓储协同程度较高。**公司运输网络围绕铝产业链主要产销区域构建，仓储网点布局于重点货源地及消费区，在客户资源、信息系统与作业流程等方面形成较强协同效应，有利于提升整体运营效率和客户黏性。

关注

- **物流业务盈利水平承压。**2022—2024 年，公司物流业务收入与毛利率持续下降，在市场竞争加剧、运输成本上升等因素影响下，短期内盈利能力承压。

- **海外业务投入规模大，或将加重债务负担，且回报不确定性高。**公司在几内亚开展铝土矿相关物流业务，已开展的陆运业务尚未盈利，随着后续驳运业务的推进，或将加重公司债务负担。几内亚驳运业务在实施进度、客户订单落实与经营效率等方面均存在不确定性，同时受几内亚当地政治局势、政策稳定性及基础设施条件等外部因素影响较大，整体投资回收周期及收益水平仍面临较大不确定性。
- **海外业务的布局或面临跨区域业务管理难度。**近年来，公司在境内多个区域新增子公司布局，境外几内亚业务持续推进，业务覆盖范围扩大、组织层级增加，或加大公司整体的业务管理难度。
- **对核心客户依赖度或将上升。**公司在几内亚开展的陆运及拟拓展的驳运业务与天山铝业集团股份有限公司（以下简称“天山铝业”）关联度较高，需关注天山铝业经营及产销节奏变化对公司业务规模及盈利能力的影响。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		4
		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 ⁻

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。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

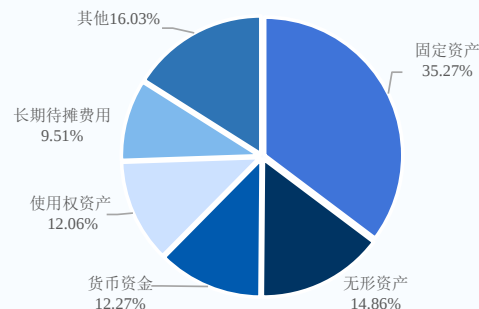
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	3.30	2.37	2.13	1.26
资产总额（亿元）	12.61	12.87	14.73	15.13
所有者权益（亿元）	6.96	7.39	7.65	7.62
短期债务（亿元）	1.77	1.73	1.85	1.57
长期债务（亿元）	2.38	2.76	3.43	4.51
全部债务（亿元）	4.15	4.49	5.28	6.08
营业总收入（亿元）	10.85	9.94	10.40	2.60
利润总额（亿元）	0.54	0.85	1.07	0.04
EBITDA（亿元）	0.98	1.39	1.89	--
经营性净现金流（亿元）	1.51	1.61	1.59	-0.37
营业利润率（%）	9.46	14.26	17.65	11.17
净资产收益率（%）	5.67	8.42	9.50	--
资产负债率（%）	44.84	42.59	48.08	49.63
全部债务资本化比率（%）	37.38	37.83	40.82	44.39
流动比率（%）	148.41	143.96	103.49	121.61
经营现金流流动负债比（%）	46.29	59.38	43.41	--
现金短期债务比（倍）	1.86	1.37	1.15	0.81
EBITDA 利息倍数（倍）	19.23	25.65	12.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.23	3.24	2.79	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	10.88	11.20	11.60	12.74
所有者权益（亿元）	6.05	6.62	6.52	6.50
全部债务（亿元）	2.47	2.28	2.27	3.21
营业总收入（亿元）	8.32	5.75	5.25	1.52
利润总额（亿元）	0.10	0.77	0.59	-0.02
资产负债率（%）	44.42	40.92	43.83	48.99
全部债务资本化比率（%）	28.95	25.64	25.84	33.03
流动比率（%）	125.85	93.92	90.50	98.80
经营现金流流动负债比（%）	47.23	-2.63	1.13	--

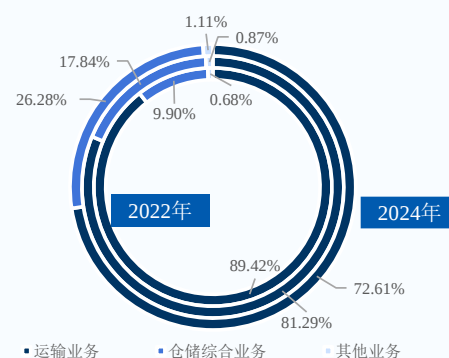
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他应付款中的有息债务已计入短期债务；4. “--”表示相关数据未年化

资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

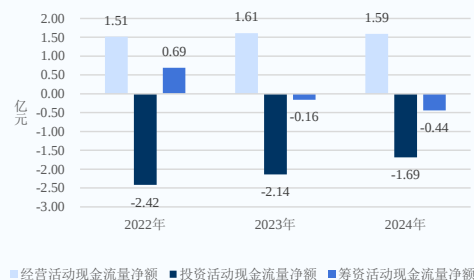
2024 年底公司资产构成



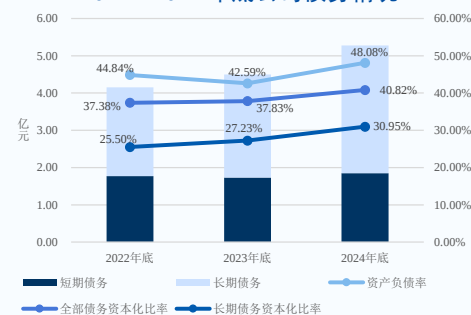
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA-/稳定	2025/07/22	李思雨 王阳	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	--

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李思雨 lisyy@lhratings.com

项目组成员：王 阳 wangyang@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、主体概况

炬申物流集团股份有限公司（以下简称“公司”或“炬申股份”）成立于 2011 年，前身系广东炬申物流有限公司，由自然人雷琦先生、雷高潮先生共同出资组建，成立时注册资本 1000.00 万元；2016 年 7 月，公司变更为股份有限公司；2016 年 11 月，公司股票在股转系统挂牌并公开转让；2021 年 4 月，公司在深圳证券交易所主板挂牌上市，证券简称“炬申股份”，股票代码“001202”，上市时股份总数为 12880 万股。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本及实收资本为 12880 万元¹，雷琦直接持有公司 5114.58 万股股份，持股比例 39.71%²，为公司的控股股东及实际控制人；雷高潮直接持有公司 25.18% 股份，为雷琦的一致行动人³；佛山市鑫隆企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“佛山鑫隆”）持有公司 0.78% 股份，亦为雷琦的一致行动人⁴。

公司主营业务为物流业务和仓储业务，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为公路与铁路运输业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2025 年 6 月底，公司本部内设仓储管理事业部、运输管理中心、风控审计部、证券部、财务中心等 9 个职能部门。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 14.73 亿元，所有者权益 7.65 亿元（含少数股东权益 0.13 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 10.40 亿元，利润总额 1.07 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 15.13 亿元，所有者权益 7.62 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.60 亿元，利润总额 0.04 亿元。

公司注册地址：佛山市南海区丹灶镇丹灶物流中心金泰路 8 号；法定代表人：雷琦。

二、本期债项概况

1 本期债项条款

公司计划向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本期债项”），证券的种类为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券。本期债项拟募集资金总额不超过 38000.00 万元（含），期限为自发行之日起六年。票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东会授权公司董事会（或董事会授权人士）在本次发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本期债项每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。本期债项的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债项到期日止。

本期债项无担保。

本次债券转股条款、赎回条款和回售条款等详见公司 2025 年 4 月 29 日公告 [《炬申物流集团股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案》](#)。

2 本期债项募集资金用途

公司本期债项发行规模大、募投项目回收周期长，需关注项目收益不达预期风险。

募集资金总额不超过人民币 38000.00 万元（含），扣除发行费用后的募集资金净额拟使用用途如下表所示。

图表 1 • 本期债项募集资金拟使用用途（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
1	炬申几内亚驳运项目	39600.05	26600.00
2	补充流动资金及偿还银行贷款	11400.00	11400.00
合计		51000.05	38000.00

资料来源：联合资信根据公司提供数据整理

¹ 公司注册资本于 2025 年 7 月 14 日变更为 16669.11 万元。

² 其中有限售条件股份 3835.94 万股，占公司总股本的 29.78%。

³ 雷高潮为雷琦之父，雷高潮与雷琦虽未签订一致行动人协议，但其在公司经营决策中一直与雷琦保持一致，为公司控股股东及实际控制人的一致行动人。

⁴ 佛山鑫隆为公司高管持股平台，雷琦持有其 39% 股份，为其的普通合伙人，因此佛山鑫隆亦为雷琦的一致行动人。

几内亚港口基础设施相对落后，港口的吃水深度不足，无法满足大型远洋货轮的停靠需求，因此矿石等大宗货物的运输需要通过驳船在内河、港口与近海之间进行中转。公司计划进入几内亚开展驳运业务，业务模式是将铝土矿等货物从内河或浅水港口转运至停泊在近海的远洋货轮上。本次募投项目“炬申几内亚驳运项目”是几内亚驳运业务的配套项目之一，由全资子公司海南炬申信息科技有限公司（以下简称“海南炬申”）采购甲板驳船、拖轮及油驳等船舶，配合香港子公司购买的浮吊，共同租赁给 SOCIETE JUSHEN GUINEE-SARLU（以下简称“几内亚炬申”），由其作为运营主体，在几内亚开展铝土矿等货物的驳运业务。炬申几内亚驳运项目拟投资 39600.05 万元，拟使用募集资金 26600.00 万元，项目建设期拟定为 12 个月。

公司预计炬申几内亚驳运项目投资回收期（所得税后，含建设期）为 7.55 年，投资回收期较长，需关注项目建设及运营进度、盈利水平与资金回流情况。同时，几内亚当地政策、营商及基础设施环境变化，以及跨境管理与风险控制的执行效果亦可能对项目收益产生影响。

三、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）》](#)。

四、行业分析

1 物流行业

物流行业整体仍处于发展阶段，其结构优化、效率提升与服务能力拓展将是未来主要方向。在有色金属物流细分市场，具备多式联运组织能力、区域资源整合能力及较高服务稳定性的企业有望保持相对竞争优势。行业整体价格竞争激烈，部分企业客户集中度高，以及成本控制压力仍是影响企业信用水平的重要因素。

物流行业是支撑国民经济平稳运行和产业链供应链稳定的重要基础性行业。近年来，在政策支持、产业结构升级和供应链管理要求提升的背景下，物流行业总体保持稳步增长。根据中国物流与采购联合会数据，2024 年全国社会物流总额达 360.6 万亿元，较 2015 年增长约 65%，年均增长率为 5.69%；社会物流总费用为 19.0 万亿元，物流总费用与 GDP 的比值由 2015 年的 16.0%降至 14.1%，反映出行业整体运行效率逐步提升。

随着专业化分工深化和制造业外包趋势加快，第三方物流服务在工业品和大宗商品领域的渗透率不断提升。中国物流与采购联合会数据显示，2022 年我国第三方物流市场规模约为 8.2 万亿元，预计到 2027 年将达到 11.4 万亿元，2022 年至 2027 年复合增长率约为 6.8%。行业呈现出由单一运输向运输、仓储、装卸、信息管理一体化服务转型的趋势，客户对供应链协同和端到端综合服务能力提出更高要求。

大宗商品特别是有色金属产业链作为物流需求的重要来源，其产地与消费地之间存在较长的运输距离，形成稳定的干线物流需求。国家统计局数据显示，2024 年我国十种有色金属产量达 7918.8 万吨，较 2015 年增长约五成。其中，铝、铜等品类的原材料多依赖进口或跨区域调拨，加工环节集中于山东、新疆等地，进一步带动跨区域物流需求。相较于快消品物流，大宗物流在安全性、时效性、货权管理等方面具有更高要求。

在运输方式方面，政策持续引导“公转铁、公转水”结构优化，铁路专用线、港口集疏能力建设持续推进，支持企业提升多式联运组织能力和运营效率。数字化转型亦成为行业重点方向，云平台、区块链、自动化设备等在仓储和运输环节逐步落地，提升透明度与精细化管理水平。

整体看，大宗物流尤其是有色金属物流领域仍存在多重挑战。一、行业集中度较低，区域性中小运输和仓储企业数量众多，价格竞争激烈，专业化能力参差不齐；二、客户集中度高，部分大型矿冶企业具备较强议价能力，若客户物流策略调整或自建物流体系，可能对第三方物流企业订单稳定性造成影响；三、行业整体盈利能力仍受限于油价、人工、运力利用率等因素波动；四、包括仓储在内的综合物流服务，受大宗商品价格波动影响，部分仓储资源稼动率存在季节性和周期性波动；此外，数字化转型仍存在信息系统对接深度不够、跨平台协同能力不足等问题，尤其在跨境物流及更复杂供应链场景下，对企业的管理与系统整合能力将提出更高要求。

2 铝业

公司物流及仓储业务主要以有色金属为主，集中于铝产业链相关物资，公司业务发展与铝行业景气度具有一定关联。

中国作为铝工业大国，铝土矿资源匮乏，矿端对外依存度高。2024 年，中国铝消费市场呈现显著的结构分化特征，传统建筑领域持续萎缩与新兴领域快速扩张并存，氧化铝价格在铝土矿供应短缺和下游电解铝需求旺盛双重因素推动下大幅上涨；LME 铝价受宏观经济政策、国际贸易环境等因素影响波动幅度较大。

展望 2025 年，预计全球铝土矿和氧化铝供需失衡格局明显缓解，同时受房地产需求提振不足和新能源装机增速放缓等因素影响，全球用铝需求空间增幅有限，短期内铝价上行空间有限，预计全年铝价中枢或将有所下移。同时，随着国际贸易壁垒升级，中国铝加工企业将加速海外投资进度。完整版行业分析详见[《2025 年有色金属行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司长期从事有色金属物流业务，在铝产业链运输领域已形成一定的专线优势、客户基础及运力组织能力；仓储业务亦依托区位与期货交割资质等优势形成了相应竞争力，并与运输业务实现较强协同效应；此外，公司持续推动数字化建设以提高效率。同时，随着业务规模的扩大以及市场竞争持续加剧，公司在运力组织、服务响应与系统协同等方面仍面临一定挑战。

公司从事有色金属物流领域多年，在有色金属铝产业链的第三方物流领域和多式联运物流领域积累了较为丰富的行业经验。近年来，公司持续拓展服务内容，逐步形成涵盖物流方案设计、运输、仓储装卸、期货交割、标准仓单制作及货权转移登记等环节的综合物流服务体系。公司为国家 AAAA 级物流企业，获评上海期货交易所（以下简称“上期所”）2023 年与 2024 年度“优秀交割仓库”，并为上期所“强源助企”产融服务基地。

（1）物流运输

公司物流运输业务主要服务于有色金属产业链，在铝产业链运输领域已形成一定的专线优势、客户基础及运力组织能力。

公司围绕电解铝产地新疆、西南地区与主要消费地华东、华南地区，构建了较为稳定的运输专线，贴合电解铝跨区域配置的产业格局，运输线路集中，具备一定的运力组织效率和规模效应。子公司新疆炬申陆港联运有限公司和无锡市炬申仓储有限公司配备了铁路专用线，两条线路的使用有助于提升运输效率和服务保障能力。

公司在新疆、广西等区域设有多家子公司，开展属地化运营，便于及时响应客户需求、协调运力资源，增强客户黏性。同时，公司可同时承接氧化铝、阳极碳素等原材料入疆及电解铝出疆运输，实现运输资源的双向循环，提升装载效率。运输业务广泛采用集装箱作为标准运载单元，推动装卸环节标准化、机械化，降低操作成本并提高转运效率。

依托多年行业积累，公司建立了较为稳定的客户群体，主要客户包括天山铝业集团股份有限公司（以下简称“天山铝业”）、河南神火煤电股份有限公司、中信金属股份有限公司、嘉能可有限公司等国内外大型企业，合作关系相对稳固，客户黏性较强。运输方式涵盖多式联运和直达运输等，具备一定的灵活性和服务适配能力。

从铝产业链跨区域运输需求特征看，原材料与产成品的产销地分布差异明显，跨区域运输需求长期存在，公司专线优势与客户资源具备一定持续性。同时，大宗商品运输领域市场化程度较高，外部专业物流公司、车队及平台企业持续进入，价格与服务竞争加剧，且运输需求在一定程度上受下游行业波动影响，仍需关注区域竞争及产业周期变动对业务规模和盈利能力带来的不确定性。

(2) 仓储

公司仓储业务依托区位、资质及配套服务的综合优势，已在有色金属产业链形成一定的竞争力。

公司主要围绕在大宗商品产业消费地和生产地进行布局，目前公司仓储网点覆盖华南、华东、华中和西北地区，并且公司仓储网点布局一般临近铁路货运场站或者港口码头，有利于开展服务。截至 2024 年底，公司仓库面积（含在建）约 69.4 万平方米，包括自有及租赁仓库资源。公司仓储业务依托运输业务的发展基础，在客户资源、信息系统及作业流程上与运输环节形成较强协同，有利于提升综合物流服务能力及客户黏性。

公司持续拓展包括期货交割与标准仓单制作、货权转移登记等仓储增值服务，多元化丰富业务结构。公司及下属企业取得上期所、广州期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所多品类期货交割仓库或场所资质，包含铝、铜、锌、锡、氧化铝、不锈钢、工业硅、棉纱及原木等十个品种，具备开展期货交割、标准仓单制作、货权转移登记等增值服务能力。但期货交割业务受市场价格波动影响较大，部分仓储设施稼动率水平存在季节性或周期性波动，整体资源利用水平仍受制于市场环境变化。

(3) 数字化

数字化方面，公司采用以自主开发为主、协同开发为辅的模式建设“炬申物流业务管理云平台”，系统功能覆盖运输调度、仓储管理、结算开票等，已通过信息系统安全等级保护三级认证。部分仓库引入 AGV 智能搬运及区块链电子签，实现装卸无人化和单据可信溯源，提高作业效率与风险控制，但目前系统仍以公司内部管理为主，与铁路、港口、船运等外部平台的协同深度有限，跨系统数据对接能力仍需加强，特别是在未来跨境物流场景中，可能对信息化水平提出更高要求。

2 人员素质

公司高级管理人员具有多年行业从业经验；员工学历和岗位结构基本满足日常经营需要。

截至 2025 年 6 月底，公司共有董事 7 名（含 3 名独立董事），高级管理人员 2 名（不含董事会成员）。公司高管人员具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业较为熟悉。

截至 2024 年底，公司共有在职员工 780 人，年龄结构以 31~50 岁员工为主；按照教育程度划分，本科及以上学历占 15.00%；按岗位职责划分，生产人员占 28.85%，销售人员占 6.92%，技术人员占 44.87%，财务人员占 5.90%，行政人员占 13.46%。

雷琦先生，1977 年出生，大专学历；1999 年 11 月至 2006 年 8 月，于广东佛山从事物流运输业（个体运输），先后担任佛山市南海区炬申运输服务部负责人、监事；2011 年 11 月至 2016 年 6 月，任公司执行董事兼经理；2016 年 7 月至今，担任公司董事长、总经理。

李俊斌先生，1973 年出生，高中学历；先后担任广东南储仓储管理有限公司仓储部副经理、常州市南储仓储管理有限公司副总经理、无锡飞马大宗仓储有限公司总经理、佛山飞马大宗仓储有限公司总经理；2019 年 1 月至 2025 年 2 月，先后担任无锡市炬申仓储有限公司副总经理、总经理；2021 年 6 月至今任公司董事；2021 年 12 月至今任公司副总经理。

曾勇发先生，1977 年出生，本科学历；先后担任广州市晓晖纸品印刷有限公司生产助理、广州华夏货运有限公司仓务主管、南储仓储管理集团有限公司仓储服务部综合管理员、副经理、广东新兴际华矿业有限公司仓储管理部经理、总经理助理；2016 年 9 月至今，先后担任炬申仓储企业管理部总监、总经理助理、总经理、无锡炬申总经理；2017 年 11 月至 2022 年 6 月，任公司职工代表监事、监事会主席；2022 年 6 月至今任公司董事、副总经理。

3 信用记录

公司本部历史债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：914406045847415061），截至 2025 年 6 月 3 日，公司本部无未结清关注类和不良/违约类贷款。

截至 2025 年 7 月 22 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。

六、管理分析

1 法人治理

公司已按照现代企业制度建立了公司治理结构。

公司根据《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等有关法律、法规的要求，设立了股东会、董事会和总经理办公会等内部治理结构。股东会是公司的权力机构，行使选举和更换董事、决定有关董事报酬事项等职权和审议批准董事会的报告等职权。董事会对股东会负责，行使决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案和拟订公司重大收购、收购本公司股票或者合并、分立、解散及变更公司形式的方案等职权。董事会设立战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等相关专门委员会；专门委员会对董事会负责，依照公司章程和董事会授权履行职责。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作和组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

2 管理水平

公司部门设置较为合理，内部控制制度较为完善，但随着业务规模、范围的扩大，以及海外业务拓展及管理半径扩大，子公司管控一致性与跨境管理有效性仍需保持关注。

公司本部内设采购中心、人资行政中心、信息科技中心、营销中心、财务中心、运输管理中心、仓储管理事业部、风控审计部和证券部，公司结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度。

资金管理方面，由本部财务中心统一负责资金管理与调度，未设立资金归集机制。母子公司之间的资金调拨以实际业务与经营需求为基础，由总部统筹安排。如公司本部需调回资金，可通过银行转账方式及时实现资金回笼。

对外投资管理方面，公司已制定《对外投资管理制度》，由证券部牵头开展项目初评，投资小组组织尽职调查和可行性分析，经总经理审核后报总经办讨论，并根据项目规模和性质履行董事会或股东会审批程序。对已实施项目设有投后管理机制，覆盖投资进度、资金使用及效益追踪等环节。公司对外投资节奏总体审慎，但随着海外布局和潜在项目增加，需关注投资决策效率、合规把控与执行落地之间的匹配程度。

融资管理方面，财务中心每周更新资金计划，根据各业务单位的资金缺口和整体资金状况统筹安排融资事宜，并根据管理权限表进行审批。

运输管理方面，公司制定了涵盖司机管理、调度管理、车辆设备安全、运输业务流程及道路运输安全标准化等内容的系列制度，覆盖从人车调配到运输执行的各主要环节，明确责任分工与操作规范。仓储管理方面，公司制定了《仓储管理制度》，涵盖作业流程、设备使用、安全生产及突发事件处理等环节的制度体系，明确岗位职责及操作规范。

子公司管理方面，公司制定了《子公司管理制度》，对子公司实行组织委派与制度管控相结合的管理模式。对控股子公司，公司负责委派或推荐董事、监事及高级管理人员，推动落实母公司战略及董事会、股东会决议。在经营管理方面，子公司经营规划需服从母公司整体发展战略，重大事项（如投资、担保、资产处置等）按公司管理权限进行审批。在财务方面，子公司统一采用公司制定的会计政策，按期报送财务数据，并接受财务中心的监督指导。公司还通过内部审计等手段对子公司进行监督检查，督促整改问题，提升整体经营合规性与风险管控水平。

2022—2024 年，公司相继成立了靖西炬申供应链管理服务有限公司、江西炬申仓储有限公司、巩义市炬申供应链服务有限公司等多家子公司，拓展广西靖西、江西南昌、河南巩义等多地区的业务，在人员管理、资源调配与制度执行等方面提出更高要求。同时，随着公司境外业务推进，境外子公司数量逐步增加，由于存在法律制度差异、文化语言障碍及监管环境不确定等因素，境外子公司在信息披露、制度落地、财务合规及内部控制等方面的管理难度更高，对跨境管控体系的适应性与响应效率提出更高要求。

七、经营分析

1 经营概况

物流业务是公司收入的主要来源。2022—2024 年，公司营业总收入小幅波动，但单项收入变动较大；综合毛利率持续增长。

公司营业总收入主要来自物流业务和仓储业务。2022—2024 年，公司营业总收入有所波动。分板块看，公司物流业务收入持续下降，主要系行业竞争加剧导致运输价格下降所致；仓储业务收入持续增长，主要系公司积极开拓仓储及相关业务所致。其他业务主要由租金收入构成，规模较小。毛利率方面，2022—2024 年，公司物流业务受行业竞争加剧影响毛利率持续下降，仓储业务毛利率保持较高水平；受益于毛利率较高的仓储业务收入持续增长等因素带动，公司综合毛利率持续增长。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.60 亿元，同比增长 22.74%，主要系公司积极拓展运输业务以及在几内亚共和国（以下简称“几内亚”）的陆路运输业务增长所致；综合毛利率为 12.16%，同比减少 4.83 个百分点，主要系运输业务竞争激烈，盈利空间承压所致。

图表 2 • 2022—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物流业务	9.70	89.42%	4.60%	8.08	81.29%	4.58%	7.55	72.61%	3.12%
仓储业务	1.07	9.90%	52.60%	1.77	17.84%	59.24%	2.73	26.28%	59.20%
其他业务	0.07	0.68%	67.32%	0.09	0.87%	59.48%	0.12	1.11%	69.56%
合计	10.85	100.00%	9.77%	9.94	100.00%	14.81%	10.40	100.00%	18.60%

资料来源：公司提供

2 业务经营分析

（1）物流业务

公司运输业务模式多样，运输总量呈增长趋势，但受行业竞争激烈与成本上行影响，整体收入与盈利能力承压。2024 年，公司在几内亚开展铝土矿陆运业务，业务尚未形成规模。需关注下游需求波动以及境外业务扩张带来的经营压力。

公司物流业务涵盖多式联运业务、代理运输业务（包括网络货运平台业务）和自营运输业务。2022—2024 年，运输业务受市场竞争激烈以及人力、油耗等成本增加影响，收入及盈利水平持续下降。受市场竞争及项目中标情况变化影响，多式联运业务收入波动下降、代理运输业务收入规模波动明显，自营运输业务收入持续增长。公司运输业务毛利率整体呈现下降趋势，2024 年自营运输业务毛利率受几内亚陆运业务影响转负。

多式联运业务以铁路运输为主干，结合公路、水路等方式，为客户提供“门到门”“门到站”“站到门”“场内倒短”等多种运输服务组合，客户通常将全流程运输需求委托公司统一组织，公司负责统筹运输路径、调度资源并签发运输单证，承担全过程的组织与管理责任，具体实际运输过程中部分环节或交由第三方实施；自营运输业务是公司通过自有运力开展的公路运输服务，主要用于客户厂区倒短、铁路接驳、终端配送等特定环节，公司在该业务中承担运输组织与执行责任，由内部安排车辆、司机及运输计划，自行调度运输资源；代理运输业务系公司接受客户委托，组织外部第三方承运人完成运输任务，公司不实际承运，但对运输过程承担协调责任，公司根据客户需求制定运输方案，通过比选机制选择承运商，并在执行过程中负责运输安排、节点衔接、信息传递及后期结算等。

公司运输服务的计价方式多样，主要包括“单价×重量”“单价×车数”“单价×柜数”以及包干价。具体定价机制将综合考虑运输距离、方式、燃料、人力、装卸、保险，以及运力是否可充分利用等因素，并结合市场行情确定价格水平。

公司运输业务的具体结算流程为：货物运抵客户指定目的地后，公司索取相关签收回单，凭回单与客户进行对账，在客户确认服务履行完毕及费用金额无误后，公司进行确认收入，客户随后按约定期限支付运费。不同业务类型对应的结算方式有所差异：多式联运业务因运输周期较长、代垫成本较高，通常采用按批次结算；自营运输业务则多采取按月度结算，匹配其运输周期较短、成本控制较强的特征；部分代理运输业务亦根据具体情况采用批次或月度结算方式。实际业务操作中，客户实际执行的付款周期平均为 30 天内。

从运输品种看，公司运输业务主要以有色金属为主，集中于铝产业链相关物资，包括氧化铝、铝锭、铝土矿、铝棒等。其中，氧化铝和铝锭作为中间加工材料，需求基础较为稳定，对公司运输业务形成一定支撑；铝棒等产品则更多用于建材、汽车、电子等行业，其运输需求在一定程度上受宏观经济波动影响。为增强业务韧性，公司持续拓展运输品类，锌锭、碳块等品种运输量有所增长。

从货运量来看，2022—2024 年，公司运输总重量波动增长，分别为 799 万吨、729 万吨和 1255 万吨，以代理运输和自营运输为主；其中，2023 年货运量同比下降主要系公司调整业务结构所致；随着业务规模和业务条件的提升，2024 年公司货运量增幅显著。从运输区域看，公司运输业务基本为国内业务，覆盖华东、华南、西南及西北等多个区域，整体区域分布相对分散，华东和华

南地区为当前主要业务开展区域。公司自有运输车辆数持续增长，主要分布在广东、广西、江西和新疆等地。

公司运输业务上游采购主要包括铁路及公路运力、外购运输服务和成品油等。供应商类型涵盖区域铁路公司及市场化运输企业，2022—2024 年，运输业务前五大供应商集中度呈下降趋势，2024 年集中度为 42.63%。公司运输业务下游客户多为有色金属领域的大型工业企业，2022—2024 年，前五大集中度整体呈下降趋势，2024 年集中度为 37.39%，公司对主要客户运输需求仍存在一定依赖。公司与部分客户签订运输框架合同，客户在有运输需求时向公司发送业务订单，公司按订单要求完成运输服务，长期合作关系在一定程度上保障了业务量稳定性。但框架合同项下的订单量仍取决于客户自身生产及采购安排，若主要客户产能利用率或采购需求波动，仍可能对公司运输规模和盈利水平产生影响。

国外业务方面，2024 年起，公司在几内亚开展铝土矿陆路运输业务，通过自有车辆开展矿区至港口的公路运输，运营模式为自营运输，服务对象为天山铝业⁵。公司在几内亚的陆运业务通过境外全资子公司与 WANLIDA INTERNATIONAL TRADE LIMITED 共同设立的 JIA YI INTERNATIONAL LOGISTICS PTE. LIMITED（以下简称“JIAYI”，公司持股 51%）下属的 JIA YI INTERNATIONAL LOGISTICS GUINEE-SARL，详细股权关系见附件 1-1。该业务由公司派驻管理人员并负责当地运营，公司已与天山铝业签订铝土矿运输合同。由于业务处于发展初期，且当地基础设施有待完善，公司的运输能效未充分释放，业务量尚未形成规模，固定成本摊销压力较大，以致 2024 年及 2025 年一季度发生亏损。后续运力如充分释放，规模效应有望推动业务实现扭亏为盈。此外，为完善物流链条，公司规划采购驳船、拖轮及浮吊等设备，拓展港口至近海货轮的驳运环节，相关规划详见“未来发展”。

风险管控方面，公司运输业务风险控制核心措施包括合同规范性管控、运输过程追踪、客户信用风险管理三个方面。在合同管理方面，公司通过签订标准合同明确运输责任，强制投保全额保险降低货损风险。在运输环节，公司依托自建物流平台对运输过程进行动态追踪，要求在装车、运输、卸货、过磅等关键节点上传影像资料，并通过系统抽查与小程序信息推送提升过程可控性。高峰期外请运力使用增加，外部车辆合规及保险执行情况需关注。在客户管理方面，公司建立了回款情况的定期审核机制，对超期结算事项由业务人员跟进处理，客户信用风险以事后管理为主。

（2）仓储业务

公司仓储业务区域覆盖铝产业链核心产销区，客户以大型铝企及贸易商为主，2022—2024 年，吞吐量及业务收入持续增长，是公司毛利润的重要构成，但前五大客户集中度有所上升，需关注客户需求调整对收入稳定性的影响，以及业务扩张背景下仓储运作管理与风险控制机制的有效衔接。

公司仓储业务主营大宗商品的存储保管、装卸、货权转移登记、期货仓单制作等综合仓储业务。公司按照市场行情向客户提供收费标准，根据客户的实际需求，与客户进一步协商确定服务价格。2022—2024 年，随着自有及租赁仓库面积持续增长以及公司持续拓展业务，仓储业务收入持续增长，毛利率水平保持较高水平，为公司毛利润的重要构成。

公司仓储业务产品结构以铝锭、铝棒、氧化铝和铝合金锭等铝产业链产品为主，辅以阴极铜、锌锭和冷轧不锈钢钢卷等产品。区域布局方面，公司重点聚焦有色金属产业链主要产销区域，公司在华南、华东、华中和西北等地设有多处仓储设施，覆盖铝产业链上游原材料产地及下游消费集中区域。随着业务持续开展，2022—2024 年，公司仓储总吞吐量年均复合增长 22.76%，2024 年为 901 万吨。截至 2024 年底，公司自有及租赁的仓库面积（含在建）约 69.4 万平方米，自有仓库的剩余土地使用权年限和租赁仓库的剩余使用期相对充裕，对业务开展具备较好的支撑能力。

采购方面，公司采购内容主要包括仓储及装卸服务、场地租赁、叉车吊装等设备服务；前五大供应商构成相对分散，未形成显著依赖。销售方面，公司主要面向大型铝业集团及贸易商，2022—2024 年，前五大客户销售集中度持续增长，2024 年集中度为 19.51%；前五大客户中，部分客户亦为公司运输业务的主要客户，合作时间较长，合作关系相对稳固。依托仓储与运输的协同服务，公司与核心客户的合作持续性较强；但仍需关注主要客户业务波动对收入稳定性的潜在影响。

结算方面，公司仓储业务一般按月度进行对账和结算。公司将在提供相应的仓储服务后索取相关服务完结凭证，凭完结凭证与客户进行对账，在客户确认服务履行完毕及费用金额的准确性后，客户将在公司设定的付款期限支付仓储服务费用。

公司仓储业务风险管理涵盖合同签署、信息系统管理及库存盘点等环节。客户入库时须签订仓储协议，并录入炬申物流业务管理平台，验收完成后生成入库单。在日常运营中，公司通过不定期地巡查、盘点等方式，确保货物存储保管期间账实一致。系统操作实行“双岗操作、交叉审核”，落实岗位职责，提升操作合规性，并结合绩效考核机制，加强对业务信息系统和标准仓单系统操作行为的监督与管控。在货物灭失或损毁等风险防范方面，公司通过购买商业保险等方式进行风险缓释。整体来看，公司仓储业务流程相对规范、风控机制逐步完善，后续仍需关注在业务规模扩大背景下，信息录入准确性和人工盘点效率对管理效能的潜在影响。

⁵ 天山铝业是 A 股上市的全产业链铝业公司，业务覆盖矿产、电解铝及深加工，具备成本及一体化优势。天山铝业于 2023 年底收购了几内亚本土矿业公司 Galicomining Limited 的 100% 股权，并间接获得了 Elite Mining Guinea S.A. 50% 的股权以及铝土矿产品的独家购买权，该项目规划年产铝土矿 500~600 万吨，矿区面积约 200 平方公里。

3 经营效率

公司经营效率指标表现一般。

从经营效率指标看，2022—2024 年，公司销售债权周转效率较为稳定，随着仓储资产持续增长，固定资产周转率和总资产周转次数持续下降。与同行业其他企业相比，公司经营效率指标表现一般。

图表 3 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	广东宏川智慧物流股份有限公司	中储发展股份有限公司
销售债权周转次数（次）	10.97	7.44	48.03
固定资产周转率（次）	2.38	0.28	14.98
总资产周转次数（次）	0.75	0.15	2.78

资料来源：Wind、联合资信公式计算结果

4 未来发展

公司未来将持续推进国内物流网络优化和境外铝土矿物流服务拓展，相关项目需投入资金大，实际盈利存在不确定性，相关风险需保持关注。

公司未来业务发展方向以“稳固国内物流优势，推进海外布局”为主线：一方面继续夯实国内业务基础，在现有仓储基地、铁路专用线和运输车队资源的支撑下，优化服务效率与网络覆盖，提升大宗商品物流服务能力；另一方面，依托已开展的几内亚铝土矿陆运业务，拓展内河—近海转运服务，拟通过采购甲板驳船、拖轮、浮吊等设备，建设配套设施，完善境外铝土矿物流链条，培育新的业务增长点。同时，公司也计划加强信息化建设，提升业务数据管理能力，探索增值服务模式，并加快国际化人才队伍建设，以适应多地运营和跨境管理需求。

几内亚驳运业务

几内亚铝土矿资源丰富，驻几内亚共和国大使馆经济商务处数据显示，2024 年几内亚铝土矿出口量达约 1.46 亿吨，是中国铝土矿进口的最主要来源地。海关总署数据显示，2024 年中国自几内亚进口铝土矿 1.10 亿吨，占总进口量的 69.18%。由于几内亚当地港口基础设施薄弱，港口吃水深度不足，大型远洋货轮难以直接靠泊，铝土矿运输通常需要通过内河—近海驳运进行中转。随着中资企业在几内亚矿业开发的深入，铝土矿出口规模扩大，对物流运输服务特别是驳运环节的需求持续增长。

在此背景下，公司计划进入几内亚开展驳运业务。公司拟以全资子公司几内亚炬申在几内亚开展驳运业务，由全资子公司海南炬申及其香港子公司作为项目主要实施方，采购甲板驳船、拖轮、油驳及浮吊等船舶设备，建设期预计为 12 个月。相关设施建设完成后，统一租赁给几内亚炬申运营。本业务涉及两部分投资安排：一是公司拟投入不超过 5 亿元，通过香港子公司购买（支付）驳船、浮吊船（含吊机）及拖轮等资产（相关费用），资金来源为自有或自筹资金；二是公司拟投入不超过 39600.05 万元（其中拟通过发行可转债募集资金 26600.00 万元），用于海南炬申采购甲板驳船、拖轮及油驳等船舶设备。整体业务资本开支较大。随着业务的投产，产能完全释放后，有利于公司经营业绩的进一步提升。

随着几内亚驳运业务投产及与天山铝业合作的推进，公司对天山铝业的业务依赖度或将进一步上升。2024 年，公司来自天山铝业为 0.83 亿元，占营业总收入的 7.97%，天山铝业已成为公司第一大客户。截至 2024 年底，天山铝业资产总额 567.80 亿元，所有者权益 268.34 亿元；2024 年，天山铝业实现营业总收入 280.89 亿元，利润总额 52.23 亿元；同期，天山铝业氧化铝产量 227.89 万吨，同比增长 7.55%；电解铝产量 117.59 万吨，同比增加约 1%。目前，公司已承接天山铝业在几内亚的陆运业务，若后续公司在几内亚陆运产能逐步释放，并成功承接天山铝业的铝土矿驳运业务，公司客户集中度或将进一步上升。天山铝业自身的矿产开发进度、产销节奏及对铝土矿的物流需求，将对公司相关业务的订单量和运营负荷产生直接影响。若天山铝业的产能释放或出口节奏不及预期，或行业政策及市场行情出现波动，公司相关收入、盈利及现金流可能因此受到较大波动，需关注核心客户经营变动对公司财务稳健性的影响。

此外，该项目的盈利水平亦取决于公司自身的运力投放节奏与装卸效率，若公司无法有效提升运输与作业能力，盈利空间将受到限制。同时，项目所处的几内亚在政治、政策及基础设施等方面与中国存在较大差异，若港口运营受阻或政策环境发生不利变化，将进一步影响项目建设进度与运营效率，延长投资回收周期，压缩实际收益水平。

该项目投资规模较大，整体资金需求占公司净资产比例较高，境外业务拓展将阶段性推高公司资金压力与财务杠杆。若项目建设、投产或回款进度不及预期，或盈利水平持续低于预期，可能对公司整体偿债能力及流动性形成不利影响。同时，公司通过境

内、中国香港、新加坡及几内亚的多层股权架构开展投资，管理链条较长，跨境管理、财务管控及风险控制的复杂性上升，对公司在人员配置和运营管理能力提出了更高要求。

八、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2022 年，公司新设立子公司 2 家；2023 年公司新设立子公司 3 家，减少子公司 1 家；2024 年公司新设立子公司 6 家；2025 年 1—3 月，公司新设立子公司 5 家。新增子公司多为物流、仓储及供应链相关业务，部分位于境外，主要通过设立方式取得，新设立子公司少数股东权益占比较小。整体看，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

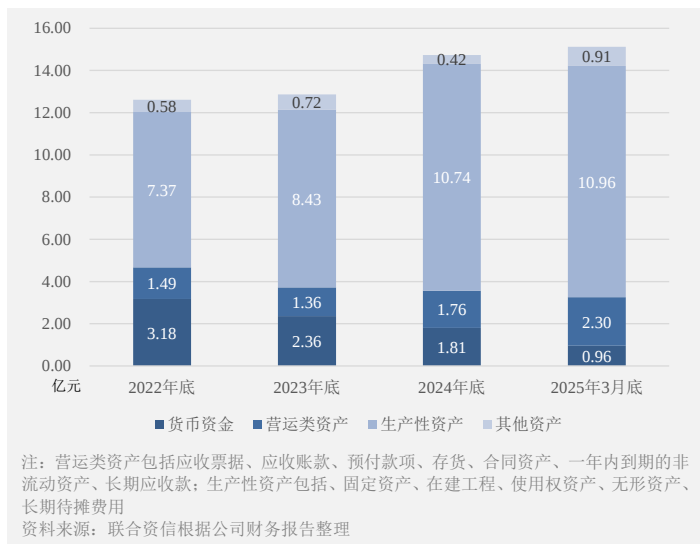
公司资产结构以生产性非流动资产为主，符合公司所处行业的一般特征；随着 IPO 募集资金的持续投入使用，公司货币资金规模持续下降；应收账款坏账计提比例提升，应收账款和合同资产前五客户集中度处高位；固定资产快速增长且成新率较高，折旧及后续投资回报需保持关注。整体看，公司资产质量较好，流动性一般。

公司资产主要由货币资金、运输及仓储服务形成的营运类资产和仓储设施及运输设备等形成的生产性资产构成。随着公司业务规模扩大及仓储物流网络持续布局，2022—2024 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 8.08%，截至 2024 年底为 14.73 亿元，以非流动资产为主（占 74.32%）。

流动资产方面，2022—2024 年末，公司货币资金余额持续下降，主要系公司 2021 年完成首次公开发行股票，取得募集资金后逐步投入购置固定资产所致；应收票据波动增长，截至 2024 年底为 0.32 亿元，较上年底增加 0.31 亿元，主要系部分客户调整支付方式所致；应收账款账面价值波动下降，截至 2024 年底为 0.64 亿元，较上年底下降 30.40%，主要系公司加强应收账款催收力度所致；应收账款账龄以 1 年以内为主（占 93.31%），累计计提坏账 0.07 亿元，坏账计提比例持续增长，2024 年底为 10.31%，主要系部分小额客户回款不及时，账龄延长，按会计准则计提相应坏账准备所致。2024 年底，公司新增合同资产 0.42 亿元，同期末公司存货 0.07 亿元，较上年底下降 68.83%，主要系公司将运输及仓储服务暂估与客户未对账的收入确认为合同资产所致。公司应收账款及合同资产前五客户占比持续下降，但仍较高。

非流动资产方面，2022—2024 年末，公司固定资产持续大幅增长，年均复合增长 62.72%，主要系与仓储业务相关的固定资产增加所致，截至 2024 年底为 5.20 亿元，主要由房屋及建筑物（占 61.20%）、运输工具（占 23.48%）、机械设备（占 7.58%）和铁路专用线（占 6.10%）构成，累计计提折旧 1.09 亿元；固定资产成新率 82.65%。公司使用权资产包括房屋及建筑物、专用设备和土地，无形资产包括商标、专利、软件著作权、土地使用权等（以土地使用权为主），使用权资产和无形资产随着公司拓展仓储业务租赁土地和购买土地使用权而持续增长。

图表4· 公司各类资产变化情况



图表5· 2025年3月末应收账款和合同资产前五客户情况

客户名称	应收账款和合同资产余额（万元）	占比
天山铝业	1911.08	11.33%
河南神火煤电股份有限公司	1331.55	7.89%
国投物产有限公司	1142.49	6.77%
嘉能可有限公司	1000.81	5.93%
ELITE Mining Guinea S.A.	768.19	4.55%
合计	6154.12	36.48%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 15.13 亿元，较上年底增长 2.67%，资产结构较上年底变化不大，受限资产包括货币资金和固定资产，占总资产比例为 0.93%，受限比例较低。

2 资本结构

(1) 所有者权益

2022—2024 年末，公司所有者权益结构稳定性较强，规模随着利润累积持续增长，但 2025 年一季度受合资公司亏损影响，期末少数股东权益有所下降使得权益规模小幅下降。

2022—2024 年末，公司所有者权益持续增长，截至 2024 年底为 7.65 亿元，较上年底增长 3.55%，主要系未分配利润增加和成立合营子公司少数股东权益增加所致。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 7.62 亿元，较上年底下降 0.38%，主要系合资公司亏损导致少数股东权益下降所致，其中归属于母公司所有者权益占比为 99.76%，少数股东权益占比为 0.24%，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 16.90%、53.28%和 28.36%，所有者权益结构稳定性较强。

(2) 负债

2022—2024 年末，公司负债规模波动上升，债务结构有所优化，但债务负担持续增长，整体债务负担一般。考虑到几内亚驳运业务资金需求较大，未来公司债务负担可能加重。

2022—2024 年底，公司负债规模波动上升，年均复合增长 11.91%，截至 2024 年底为 7.08 亿元，较上年底增长 29.29%，主要系应付账款、其他应付款和租赁负债增长所致。2024 年底，公司负债主要由有息债务（占 74.47%）和应付账款（占 13.90%）构成，其中流动负债占 51.61%，非流动负债占 48.39%。公司应付账款主要为公司应付的运输装卸费及长期资产款等，2022—2024 年底分别为 0.97 亿元、0.35 亿元和 0.98 亿元，波动主要系应付购入的土地款等长期资产款项波动所致。

有息债务方面，2022—2024 年底，公司全部债务持续增长，截至 2024 年底为 5.28 亿元，其中银行借款约占 55%，租赁负债约占 39%。债务结构方面，2022—2024 年底，公司长期债务占比持续上升，2024 年底占 64.98%，债务结构有所优化。从债务指标来看，2022—2024 年底，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均持续增长，2024 年底分别为 48.08%、40.82%和 30.95%。考虑到几内亚驳运业务资金需求较大，未来公司债务负担可能加重。

截至 2025 年 3 月底，公司负债总额 7.51 亿元，较上年底增长 5.97%，主要系长期借款增加所致，负债结构较上年底变化不大；公司全部债务 6.08 亿元，较上年底增长 15.29%。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，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分别为 49.63%、44.39%和 37.19%，较上年底分别上升 1.55 个百分点、上升 3.57 个百分点和上升 6.25 个百分点。公司债务负担一般。

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入波动下降，但利润总额持续提升；海外扩张使得期间费用有所上升，非经常损益对利润影响有限。2025 年一季度，公司营业总收入同比增长，但受毛利空间压缩及海外业务亏损影响，整体盈利水平存在一定压力，需关注后续境外业务盈利改善情况。

2022—2024 年，公司营业总收入波动下降，但受益于高盈利水平的仓储业务收入的增长，公司利润规模持续扩大。

从期间费用看，2022—2024 年，公司费用总额和期间费用率持续增长，主要系管理费用和财务费用增加所致。2024 年，公司管理费用同比增长 39.25%，主要系公司于年内新增开拓几内亚陆运业务，增加管理团队，因此相关的职工薪酬、办公费、开办费等有所增加（其中开办费为一次性支出）；财务费用同比增长 24.35%，主要系利息收入减少以及长期借款增加导致利息支出增加所致。2024 年，公司期间费用率为 7.62%，处于合理水平。

非经常损益方面，公司其他收益主要为政府补贴，对利润形成一定支撑但波动较大；公司信用减值损失及资产减值损失主要为应收账款坏账损失和合同资产减值损失，对利润略有侵蚀。

2022—2024 年，公司利润总额持续增长。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.60 亿元，同比增长 22.74%；实现利润总额 0.04 亿元，同比下降 81.88%，主要系财务费用上升、运输业务毛利空间持续压缩以及几内亚业务亏损所致。

图表 6 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	10.85	9.94	10.40	2.60
毛利润	1.06	1.47	1.93	0.32
期间费用	0.48	0.63	0.79	0.23
其他收益	0.05	0.12	0.03	0.02
利润总额	0.54	0.85	1.07	0.04
信用减值损失及资产减值损失	0.00	-0.04	-0.03	-0.03
营业利润率	9.46%	14.26%	17.65%	11.17%
总资本收益率	4.01%	5.69%	6.77%	--
净资产收益率	5.67%	8.42%	9.50%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2022—2024 年，公司经营活动现金流整体维持净流入，现金收入比指标持续下降，但仍保持较好的收入实现质量；受仓储及运输能力扩张影响，资本开支持续较大，投资活动现金流持续净流出；随着债务偿还力度加大，筹资活动现金流由净流入转为净流出。2025 年一季度，受海外业务投入增加、经营性支出上升及回款节奏放缓等因素影响，公司经营活动现金流转为净流出，筹资活动现金流转为净流入。整体来看，公司持续面临较大资本开支压力，对外部融资依赖较高，需关注后续项目投产后的现金回流情况。

2022—2024 年，公司经营活动现金流入及流出受运输业务收入下降影响呈下降趋势，经营活动现金流量净额始终为正且较为稳定，业务回款较好，但现金收入比持续下降。2025 年一季度，公司经营活动现金流转为净流出，主要系几内亚业务前期投入集中，采购、人工等运营支出快速增长所致。

投资活动方面，2022—2024 年，公司持续扩建仓储设施、采购运输设备，资本性支出较大，投资活动现金流量持续净流出。2025 年一季度，投资现金净流出延续，资本开支仍处高位。

筹资活动方面，2022 年—2024 年，公司保持一定力度的对外融资，随着债务偿还力度加大，筹资活动现金流出持续增长，筹资活动现金由净流入转为净流出。2025 年一季度，筹资活动现金流转为净流入。

图表 7 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	12.99	11.32	11.46	2.43
经营活动现金流出小计	11.47	9.72	9.87	2.80
经营活动现金流量净额	1.51	1.61	1.59	-0.37
投资活动现金流入小计	0.01	0.01	0.35	0.01
投资活动现金流出小计	2.43	2.15	2.03	1.13
投资活动现金流量净额	-2.42	-2.14	-1.69	-1.12
筹资活动前现金流量净额	-0.90	-0.53	-0.10	-1.49
筹资活动现金流入小计	2.54	2.42	2.86	2.04
筹资活动现金流出小计	1.85	2.57	3.30	1.36
筹资活动现金流量净额	0.69	-0.16	-0.44	0.68
现金收入比	115.02%	108.45%	106.23%	91.34%
现金及现金等价物净增加额	-0.22	-0.70	-0.54	-0.83

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

公司偿债指标虽持续有所弱化，但整体表现佳。未来随着几内亚项目进入投产阶段，若后续盈利水平和回款效率情况不及预期，或对公司偿债能力形成掣制。

图表 8 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	148.41%	143.96%	103.49%
	速动比率	137.90%	136.05%	101.66%
	经营现金流动负债比	46.29%	59.38%	43.41%
	经营现金/短期债务（倍）	0.85	0.93	0.86
	现金短期债务比（倍）	1.86	1.37	1.15
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	0.98	1.39	1.89
	全部债务/EBITDA（倍）	4.23	3.24	2.79
	经营现金/全部债务（倍）	0.36	0.36	0.30
	EBITDA 利息倍数（倍）	19.23	25.65	12.80
	经营现金/利息支出（倍）	29.64	29.72	10.72

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

从短期偿债指标看，2022—2024 年底，公司流动资产对流动负债的覆盖程度较好但有所弱化，经营现金无法全面覆盖流动负债和短期债务，现金类资产对短期债务的保障程度虽有所弱化，但保持高水平。从长期偿债指标看，EBITDA 和经营现金对利息倍数覆盖程度高，对全部债务覆盖程度较高。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司对合并范围外企业的担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，公司及子公司作为原告的尚未了结的涉案金额在 100 万以上的重大诉讼案件 1 起，为运输合同纠纷，涉及金额 218.77 万元，案件状态为执行中。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 8.28 亿元，尚未使用的授信额度 4.75 亿元，考虑到公司货币资金持续下降以及持续面临的较大资本开支压力，公司间接融资渠道有待拓宽；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

公司本部主要承担运输主业及管理职能，资产结构以非流动资产为主，长期股权投资规模较大，整体权益结构稳定。本部债务负担总体可控，但随着几内亚项目推进及对下属公司资金支持增加，财务压力有所上升。2025 年一季度，本部利润转为亏损，债务偿付对再融资存在一定依赖。

公司本部主要从事运输业务，并承担管理职能。截至 2024 年底，公司本部资产总额 11.60 亿元，主要由非流动资产构成（占 68.67%）。公司本部流动资产中货币资金 0.39 亿元；其他应收款 2.37 亿元，主要为对子公司的拆借款，其他流动资产为业务过程中形成的应收类款项；非流动资产主要为长期股权投资和固定资产。长期股权投资中对新疆炬申陆港联运有限公司投资余额为 1.80 亿元，对广西钦州保税港区炬申国际物流有限公司投资余额为 1.70 亿元，对广东炬申仓储有限公司投资余额为 1.00 亿元。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 6.52 亿元，其中，实收资本和资本公积分别占 19.77%和 62.21%，权益稳定性较强。公司本部负债总额 5.08 亿元，以流动负债为主（占 79.00%）；全部债务 2.27 亿元，其中短期债务占 52.98%。截至 2024 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 43.83%和 25.84%，公司本部债务负担可控。考虑到几内亚驳运业务资金需求较大，公司本部对下属公司资金支持增加，未来债务负担可能加重。

2024 年，公司本部营业总收入为 5.25 亿元，利润总额为 0.59 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.62 亿元，主要为成本法核算的长期股权投资收益。

偿债能力方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 0.05 亿元，取得投资收益收到的现金 0.58 亿元，可以覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 0.41 亿元；截至 2024 年底，公司本部现金短期债务比为 0.32 倍，债务偿还还依赖再融资。

截至 2025 年 3 月底，公司本部资产总额 12.74 亿元，所有者权益为 6.50 亿元，负债总额 6.24 亿元；公司本部资产负债率 48.99%；全部债务 3.21 亿元，全部债务资本化比率 33.03%，债务负担有所上升。2025 年 1—3 月，公司本部营业总收入 1.52 亿元，同比增长 118.39%，利润总额-0.02 亿元，转为亏损，主要系财务费用和信用减值损失增加所致。

九、ESG 分析

公司在绿色运营、员工保障及合规治理方面积极推进可持续发展建设。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，但随着海外业务扩张，排放压力、用工合规与治理能力仍需保持关注。

环境方面，作为重资产物流企业，公司运力多为自有运输车辆，天然存在一定碳排放强度。公司近年来推动绿色园区建设，采购新能源运输设备、建设分布式光伏系统，并推动智能搬运以优化能效。随着海外陆运业务扩张，排放总量和环境压力仍需保持关注。

社会责任方面，公司注重员工权益保障与培训激励，供应链管理方面建立反舞弊机制，积极履行公益责任，持续参与乡村振兴、助学和志愿服务，2022—2024 年累计捐款超百万元。公司 2023 年和 2024 年均为纳税 A 级企业。

治理方面，公司作为上市企业，治理结构较为规范。随着境外项目推进，公司治理机制及重大决策的风险控制能力需保持关注。

十、债券偿还风险分析

本期债项的发行对公司债务结构影响很大；公司经营活动产生的现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本次债券发行后的长期债务保障程度一般。考虑到条款设置和未来转股因素，公司对本期债项的实际保障能力或高于预测值。

1 本期债项对公司现有债务的影响

公司本期债项发行规模上限为 3.80 亿元，分别占公司 2024 年底长期债务和全部债务的 110.85%和 72.03%，对公司现有债务结构影响很大。以 2024 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 48.08%、40.82%和 30.95%上升至 58.73%、54.27%和 48.59%，公司债务负担明显上升。考虑到本期债项募集资金部分将用于偿还银行贷款，故本期债项发行后上述指标将低于测算值。

2 本期债项偿还能力

2024 年，公司经营活动产生的现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本次债券发行后的长期债务保障程度一般。考虑到未来转股因素，公司对本期债项的实际保障能力或高于预测值。

图表 9 • 本期债项偿还能力测算

项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	7.23
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.59
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.22
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.82

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

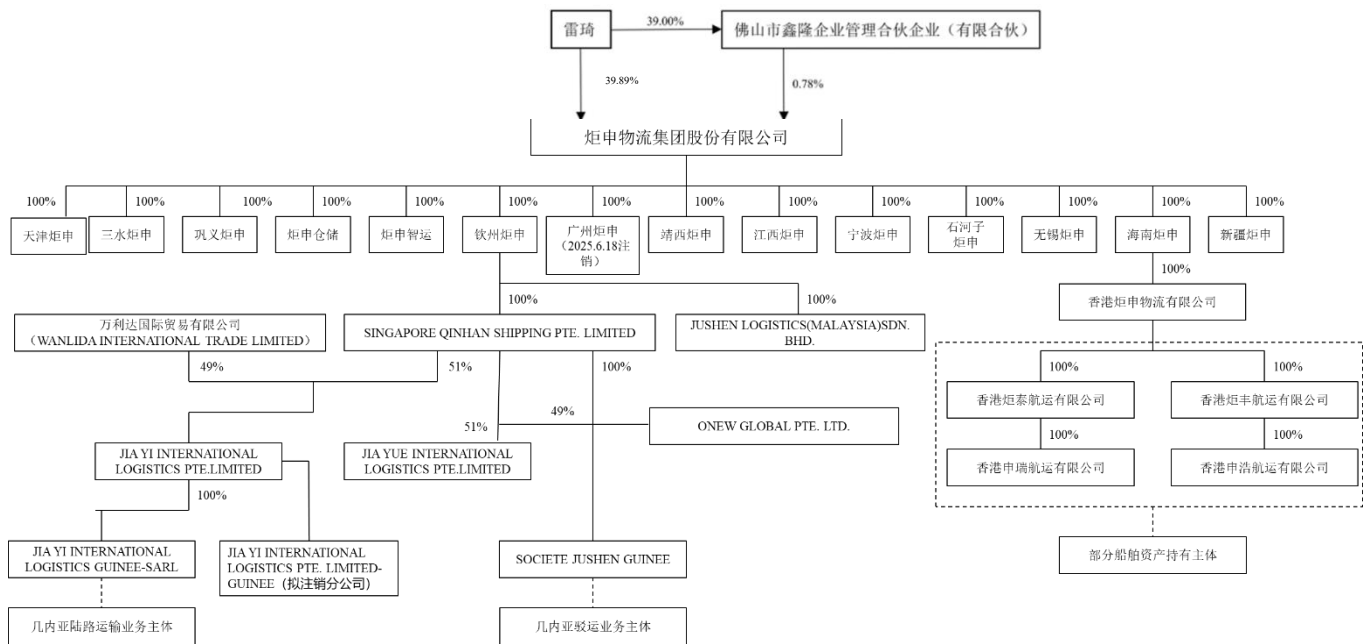
3 本期债项条款

从本期债券的发行条款看，公司制定了转股价格调整条款、转股价格向下修正条款、赎回条款和回售条款。联合资信认为，公司为本期债券设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款，一方面能够根据公司送股、派息等情况自然调整转股价格，另一方面能够预防由于预期之外的事件导致公司股票在二级市场大幅下跌，致使转股不能顺利进行；设置的赎回条款可以有效促使债券持有人在市场行情高涨时进行转股；设置的回售条款可以有效促进当公司面临回售压力较大的时候及时向下修正转股价格。

十一、评级结论

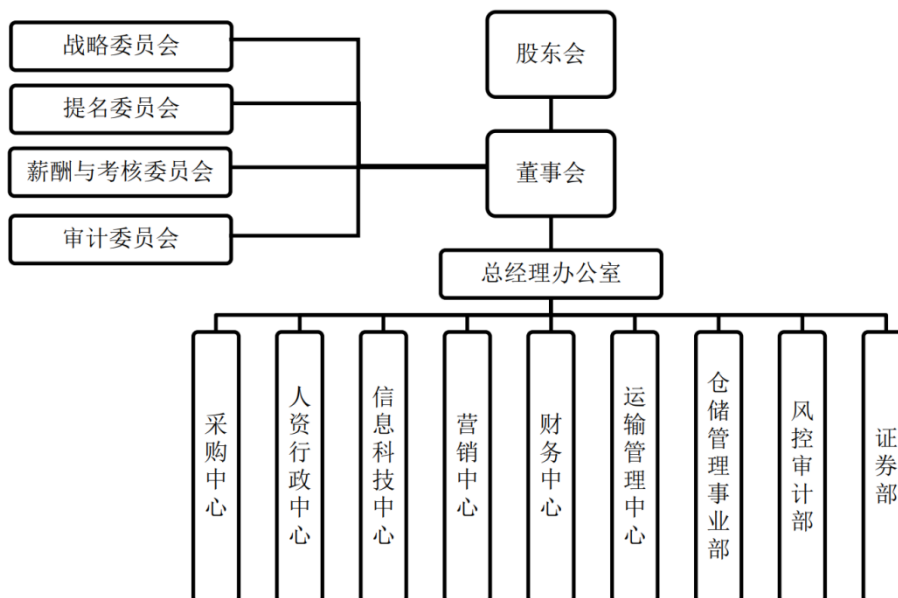
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债项信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 6 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 2025 年 6 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

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	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.30	2.37	2.13	1.26
应收账款（亿元）	0.81	0.92	0.64	1.14
其他应收款（亿元）	0.23	0.20	0.17	0.20
存货（亿元）	0.34	0.21	0.07	0.10
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	1.96	3.55	5.20	5.12
在建工程（亿元）	1.98	0.20	0.18	0.45
资产总额（亿元）	12.61	12.87	14.73	15.13
实收资本（亿元）	1.29	1.29	1.29	1.29
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.13	0.02
所有者权益（亿元）	6.96	7.39	7.65	7.62
短期债务（亿元）	1.77	1.73	1.85	1.57
长期债务（亿元）	2.38	2.76	3.43	4.51
全部债务（亿元）	4.15	4.49	5.28	6.08
营业总收入（亿元）	10.85	9.94	10.40	2.60
营业成本（亿元）	9.79	8.47	8.47	2.28
其他收益（亿元）	0.05	0.12	0.03	0.02
利润总额（亿元）	0.54	0.85	1.07	0.04
EBITDA（亿元）	0.98	1.39	1.89	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	12.48	10.78	11.05	2.37
经营活动现金流入小计（亿元）	12.99	11.32	11.46	2.43
经营活动现金流量净额（亿元）	1.51	1.61	1.59	-0.37
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.42	-2.14	-1.69	-1.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.69	-0.16	-0.44	0.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.02	10.62	10.97	--
存货周转次数（次）	20.32	30.39	60.34	--
总资产周转次数（次）	0.95	0.78	0.75	--
现金收入比（%）	115.02	108.45	106.23	91.34
营业利润率（%）	9.46	14.26	17.65	11.17
总资本收益率（%）	4.01	5.69	6.77	--
净资产收益率（%）	5.67	8.42	9.50	--
长期债务资本化比率（%）	25.50	27.23	30.95	37.19
全部债务资本化比率（%）	37.38	37.83	40.82	44.39
资产负债率（%）	44.84	42.59	48.08	49.63
流动比率（%）	148.41	143.96	103.49	121.61
速动比率（%）	137.90	136.05	101.66	118.14
经营现金流动负债比（%）	46.29	59.38	43.41	--
现金短期债务比（倍）	1.86	1.37	1.15	0.81
EBITDA 利息倍数（倍）	19.23	25.65	12.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.23	3.24	2.79	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 其他应付款中的有息债务已计入短期债务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.85	0.98	0.39	0.29
应收账款（亿元）	0.53	0.43	0.32	0.70
其他应收款（亿元）	2.72	1.99	2.37	2.76
存货（亿元）	0.15	0.06	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	4.17	6.09	6.46	6.94
固定资产（亿元）	0.09	1.27	1.21	1.20
在建工程（亿元）	1.14	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	10.88	11.20	11.60	12.74
实收资本（亿元）	1.29	1.29	1.29	1.29
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	6.05	6.62	6.52	6.50
短期债务（亿元）	1.86	1.47	1.20	1.43
长期债务（亿元）	0.61	0.81	1.07	1.78
全部债务（亿元）	2.47	2.28	2.27	3.21
营业总收入（亿元）	8.32	5.75	5.25	1.52
营业成本（亿元）	8.05	5.49	5.02	1.45
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.10	0.77	0.59	-0.02
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	9.01	6.41	5.52	1.30
经营活动现金流入小计（亿元）	9.21	6.78	5.76	1.88
经营活动现金流量净额（亿元）	2.00	-0.10	0.05	-0.87
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.95	-1.03	-0.24	-0.51
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.36	0.42	-0.36	1.29
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.85	11.15	13.70	--
存货周转次数（次）	40.46	51.43	152.87	--
总资产周转次数（次）	0.85	0.52	0.46	--
现金收入比（%）	108.29	111.43	105.23	85.47
营业利润率（%）	3.25	4.32	3.88	3.86
总资本收益率（%）	1.19	8.93	7.31	--
净资产收益率（%）	1.23	11.57	8.95	--
长期债务资本化比率（%）	9.13	10.88	14.08	21.49
全部债务资本化比率（%）	28.95	25.64	25.84	33.03
资产负债率（%）	44.42	40.92	43.83	48.99
流动比率（%）	125.85	93.92	90.50	98.80
速动比率（%）	122.30	92.24	90.45	98.69
经营现金流动负债比（%）	47.23	-2.63	1.13	--
现金短期债务比（倍）	1.00	0.67	0.32	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计；“/”表示缺少调整项未进行计算
 资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

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	
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	
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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

炬申物流集团股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。