

炬申物流集团股份有限公司

2026 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〔2026〕8466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，确定维持炬申物流集团股份有限公司主体长期信用等级为 **AA-**，维持“炬申转债”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：

二〇二六年九月二十四日

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

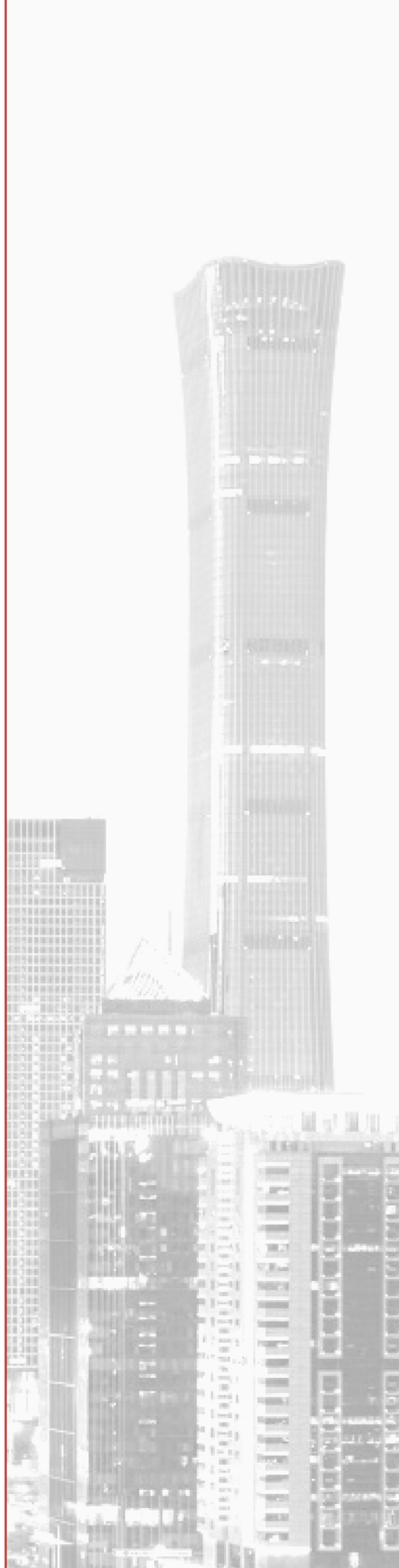
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



炬申物流集团股份有限公司

2026 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
炬申物流集团股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2026/09/24
炬申转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

评级观点

炬申物流集团股份有限公司（以下简称“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），长期聚焦铝产业链物流，在主要产销区域布局仓储节点，具备公铁水多式联运、仓储装卸、期货交割、标准仓单制作及货权登记等综合服务能力，并拥有多个交易所、多品种的期货指定交割仓库或交割场所资质，对公司业务承接形成一定支撑。跟踪期内，受国内新增业务及几内亚陆运、驳运业务拓展带动，公司营业总收入实现大幅增长，但受低毛利业务占比上升、行业竞争加剧及海外项目产能爬坡等因素影响，主业盈利能力承压。公司自 2024 年 11 月起在几内亚开展铝土矿陆运业务，并于 2025 年 9 月起在当地开展驳运业务，陆运业务尚未盈利，驳运业务于 2026 年上半年实现盈利，但仍处于产能爬坡阶段。几内亚项目累计投资规模大，且后续仍有设备采购及运营资金需求，若产能释放、客户订单落实、运营效率或回款进度不及预期，将加大公司长期资产回收周期与债务期限、资金成本之间的匹配压力。财务方面，公司资产质量较好，但流动性一般；受营运资产占用增加影响，经营获现能力有所弱化；随着几内亚项目持续投入，有息债务增长快，债务负担偏重；公司 EBITDA 对利息支出的保障程度仍较高，并具备直接融资渠道，但短期流动性指标有所弱化。综合评估公司经营风险和财务风险等方面因素，公司信用风险很低。

公司发行的可转换公司债券“炬申转债”设置了转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来可能的转股因素，公司对“炬申转债”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，随着公司主营业务协同效应增强以及海外业务产能完全释放，盈利能力有望提升，公司评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：资本实力显著提升；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

- **具备一定仓储资质和节点资源基础。**2026 年 9 月，公司被中国物流与采购联合会评为 5A 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。截至 2026 年 6 月末，公司拥有上期所、广期所、郑商所、大商所和上海国际能源交易中心共 11 个品种的指定交割仓库或指定车板交割场所资质；2023—2025 年度连续获评为上海期货交易所“优秀交割仓库”。
- **物流业务与仓储协同程度较高。**公司运输线路和仓储节点主要围绕铝产业链重点产销区域布局，物流与仓储业务在部分客户、信息系统及作业流程等方面具备协同基础，有助于拓展运输、仓储、装卸、期货交割及仓单服务等综合物流业务，提高公司对客户供应链的嵌入程度。

关注

- **主业盈利水平承压。**2025 年，公司营业总收入大幅增长，但受低毛利物流业务占比上升、市场竞争加剧及几内亚项目处于产能爬坡阶段等因素影响，综合毛利率同比下降 7.16 个百分点至 11.44%；2026 年上半年综合毛利率进一步降至 10.71%。
- **海外业务投入规模大，或将持续加重债务负担，需关注后续投资回报及资产负债匹配情况。**公司几内亚驳运业务于 2025 年下半年投入运营，并于 2026 年上半年实现盈利。随着后续船舶及配套设备陆续到位、运力利用率提升，以及陆运与驳运业务协同效应逐步释放，几内亚项目收入和利润贡献有望进一步增长，并对公司未来业绩形成一定支撑。但目前陆运业务尚未实现

盈利，驳运业务运营时间较短且仍处于产能爬坡阶段，项目盈利稳定性和持续获现能力尚待观察。同时，项目后续仍需投入资金，或带动公司有息债务进一步增长。若客户订单及运输量、运力利用率、成本控制或回款进度不及预期，项目实际收益可能低于预期，投资回收周期或将延长，进而加大公司长期资产回收与债务期限、资金成本之间的匹配压力。

- **跨境运营及风险管控难度上升。**跟踪期内，公司持续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，加大公司整体的业务管理难度。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型				
一般工商企业信用评级方法与模型 V4.1.202606				
债项评级方法				
债项评级基本方法 V.3.0.202207				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	C	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	资产质量及盈利能力		2
		资本结构		4
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：无				--
模型级别				AA ⁻

个体信用状况变动和外部支持变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《一般工商企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

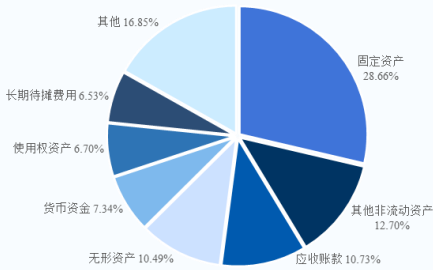
主要财务数据

合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
现金类资产（亿元）	2.13	2.35	1.51
资产总额（亿元）	14.73	20.33	21.09
所有者权益（亿元）	7.65	8.41	8.59
短期债务（亿元）	1.85	3.49	4.12
长期债务（亿元）	3.43	5.94	5.62
全部债务（亿元）	5.28	9.44	9.74
营业总收入（亿元）	10.40	18.89	8.99
利润总额（亿元）	1.07	0.86	0.34
EBITDA（亿元）	1.89	2.19	--
经营性净现金流（亿元）	1.59	-0.43	0.85
净营业周期（天）	4.63	10.56	--
EBITDA 利润率（%）	18.21	11.60	--
总资产报酬率（%）	8.79	6.11	--
资产负债率（%）	48.08	58.64	59.27
全部债务资本化比率（%）	40.82	52.87	53.14
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	3.02	2.79	--
现金短期债务比（倍）	1.15	0.67	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	12.80	10.61	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.79	4.30	--

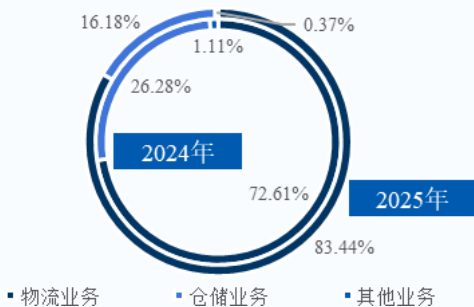
公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
资产总额（亿元）	11.60	15.75	16.86
所有者权益（亿元）	6.52	7.59	8.63
全部债务（亿元）	2.27	5.64	5.72
营业总收入（亿元）	5.25	13.02	4.52
利润总额（亿元）	0.59	0.79	1.04
资产负债率（%）	43.83	51.78	48.83
全部债务资本化比率（%）	25.84	42.64	39.89
流动比率（%）	90.50	131.99	134.35
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.37	2.35	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2026 年半年度财务报表未经审计；3. 已将公司计入其他应付款和长期应付款的有息债务纳入债务及相关指标核算
资料来源：联合资信根据公司财务报表和提供资料整理

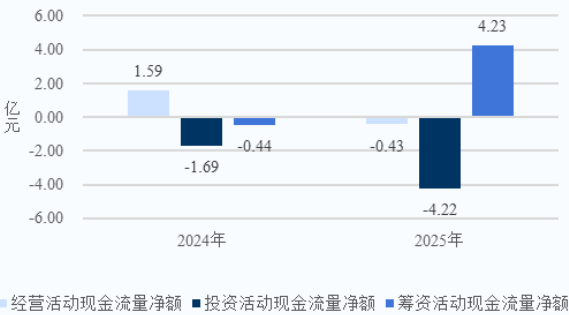
2025 年末公司资产构成



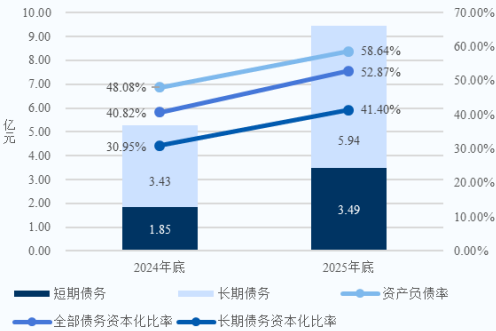
2024—2025 年公司收入构成



2024—2025 年公司现金流情况



2024—2025 年末公司债务情况



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
炬申转债	3.80 亿元	3.80 亿元	2032/07/24	转股价格向下修正条款、赎回条款、回售条款

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；上表债券余额为截至本报告出具日的债券余额

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
炬申转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2025/07/23	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	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：冯 磊 fengl@lhratings.com

项目组成员：刘雨晨 liuyuchen@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于炬申物流集团股份有限公司（以下简称“公司”）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

公司成立于 2011 年，前身系广东炬申物流有限公司，由自然人雷琦、雷高潮共同出资组建，成立伊始注册资本 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.SZ。截至 2026 年 6 月末，公司注册资本及实收资本均为 1.67 亿元，雷琦直接持有公司 39.89% 股份¹，为公司的控股股东和实际控制人；雷高潮直接持有公司 25.29% 股份，为雷琦的一致行动人²；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³。截至 2026 年 6 月末，公司实际控制人及其一致行动人所持有公司股权不存在质押情况。

公司主营物流和仓储业务，按照联合资信行业分类标准划分为物流行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2026 年 6 月末，公司本部设有运输管理中心、仓储管理事业部、采购中心、营销中心、财务中心、风控审计部、证券部等 9 个职能部门。

截至 2025 年末，公司合并资产总额 20.33 亿元，所有者权益 8.41 亿元（含少数股东权益-0.08 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 18.89 亿元，利润总额 0.86 亿元。

截至 2026 年 6 月末，公司合并资产总额 21.09 亿元，所有者权益 8.59 亿元（含少数股东权益-0.20 亿元）；2026 年 1—6 月，公司实现营业总收入 8.99 亿元，利润总额 0.34 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“炬申转债”余额 3.80 亿元，尚未到达转股起始日和第一个付息日。“炬申转债”募投项目已投入运营并于 2026 年上半年实现盈利，但业务尚处于爬坡期，收益未达到预计效益，需持续关注该项目后续业务开展及盈利情况。

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金按指定用途使用，尚未到达转股起始日和第一个付息日。“炬申转债”初始转股价格为 13.76 元/股；2026 年 9 月 8 日起，因实施 2026 年半年度权益分派，“炬申转债”转股价格调整为 13.56 元/股。

图表 1 • 截至本报告出具日公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
炬申转债	3.80	3.80	2026/07/24	6 年

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

根据公司 2026 年 8 月 14 日相关公告，为保障募投项目的顺利实施，根据公司 2024 年年度股东会及 2025 年年度股东会的授权，结合募投项目的实际情况，公司对部分募投项目拟使用募集资金金额进行调整，具体调整情况见下表。

图表 2 • “炬申转债”募集资金用途（单位：亿元）

项目名称	投资总额	调整前拟使用募集资金金额	调整后拟使用募集资金金额
炬申几内亚驳运项目	3.49	2.66	2.66
补充流动资金及偿还银行贷款	1.14	1.14	1.06
合计	4.63	3.80	3.72

资料来源：联合资信根据公开资料整理

在“炬申转债”募集资金到位可使用前，公司根据炬申几内亚驳运项目（以下简称“几内亚驳运项目”）实施进度的实际情况以自有资金或自筹资金先行投入，并在募集资金到位可使用之后按照相关法律法规规定的程序予以置换。“炬申转债”募集资金到

¹ 其中限售股 4986.72 万股，占公司总股本的 29.92%。

² 雷高潮、雷琦系父子关系，两者虽未签订一致行动人协议，但雷高潮在公司经营决策中一直与雷琦保持一致，为雷琦的一致行动人。

³ 佛山鑫隆为公司高管持股平台，雷琦持有其 39.00% 股份，系其执行事务合伙人，因此佛山鑫隆亦为雷琦的一致行动人。

位后，如实际募集资金净额少于拟投入几内亚驳运项目的募集资金总额，不足部分由公司以自有资金或自筹资金解决。几内亚驳运项目已于 2025 年 9 月投入运营，并于 2026 年上半年实现盈利，但业务尚处于爬坡期，收益未达到预计效益，需持续关注该项目后续业务开展及盈利情况。

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年上半年，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策同向发力，为“十五五”良好开局筑牢根基。货币政策延续“适度宽松”基调，总量与结构双轮驱动的政策框架持续深化；财政政策延续更加积极有为的基调，税收增幅持续提高，民生领域保障有力；结构政策继续着力优化科技创新企业发展环境，支持中小企业发展，明确就业支持和城市更新规划。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，国民经济整体运行在合理区间，上半年 GDP 同比增长 4.7%，节奏前高后低。量价共振、结构持续升级驱动出口超预期高增，新质生产力持续培育壮大，高端制造、现代服务等新动能快速成长，一定程度上对冲了传统经济板块的下行压力，保障了宏观经济大盘稳定。但经济复苏的结构性矛盾突出，供强需弱、外强内弱、新强旧弱的格局持续分化，经济增长动能阶段性回落。当前经济运行的核心压力集中于内需偏弱，固定资产投资由一季度小幅正增态势转为同比下降 5.7%，其中房地产深度调整持续拖累投资修复，居民消费内生动力不足、修复节奏偏缓，社会消费品零售总额同比增长 1.3%；同时外部不确定性加剧，中东地缘冲突推升能源价格，带来输入性成本压力，叠加全球贸易博弈持续扰动，经济持续向好的基础仍有待稳固。信用方面，信贷“降速提质”成为新常态，信贷结构持续优化，直接融资比例显著提升。宏观杠杆率结束上行趋势，名义 GDP 增长回升缓解被动上升压力。工业企业效益显著改善，新质生产力构成核心驱动力。商业银行资产质量总体平稳，信用利差压缩至历史低位。

展望后续，宏观政策将继续加大逆周期调节力度，推动存量政策加紧落地，储备增量政策，提振经济走势，确保完成全年经济增长目标。宏观经济运行有望延续结构性修复态势，呈现“外需韧性托底、内需逐步修复、新动能持续发力”的格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察半年报（2026 年 6 月）》](#)。

五、行业分析

1 物流行业

我国物流行业规模保持增长，发展重点已由总量扩张转向降本增效和结构升级，但基础运输环节进入门槛较低、价格竞争充分。有色金属等大宗商品物流具有批量大、跨区域、多式联运及货权管理要求高等特征，具备枢纽区位、仓网布局、运力整合、期货交割及仓单管理能力的企业更具竞争优势。

2025 年，中国物流行业政策环境持续优化。根据中国物流与采购联合会发布的全年数据，2025 年全国社会物流总额达 368.2 万亿元，按可比价格计算同比增长 5.1%，物流需求保持平稳且具备韧性；对比 2015 年数据，十年间行业规模实现大幅扩张，物流产业作为生产性服务业核心支柱的战略地位进一步凸显。从季度运行节奏来看，2025 年一至四季度社会物流总额增速分别为 5.3%、5.2%、4.9%、5.1%，全年物流需求增速呈放缓态势。2025 年中国物流业总收入 14.3 万亿元，同比增长 4.1%，物流企业增值服务、供应链一体化业务占比持续提升；全年物流业景气指数均值为 50.8%，各季度均维持在扩张区间。成本管控成效显著，全年社会物流总费用 19.5 万亿元，同比增长 3.0%，增速持续低于物流总收入增速；社会物流总费用与 GDP 比值降至 13.9%，较 2024 年回落 0.2 个百分点。

国际物流方面，依托“一带一路”高质量发展的持续深化，2025 年我国国际物流多元化通道布局成型，跨境铁路、陆海新通道、国际航空货运协同发力，全球供应链服务能力持续提升。全年中欧、中亚班列合计开行 34276 列，同比增长 9.4%；其中中欧班列开行 20022 列，首次突破 2 万列大关，同比增长 3.2%，线路通达欧洲 20 余个国家的 70 余个枢纽站点，货物品类拓展至 53 大门类、5 万余种商品，全年运输货值达 677 亿美元；回程班列均衡性显著改善，去回比例超过 85%。中亚班列全年开行 14254 列，同比大幅增长 19.6%，已成为跨境物流核心增量通道；霍尔果斯、二连浩特口岸过境量增速居前，跨里海南通道同比增速超 21%。中欧班列与中亚班列形成“中欧稳底盘、中亚拓增量”的差异化发展格局。

政策方面，2025 年，国家发改委、国家数据局等十部门联合印发《关于推动物流数据开放互联有效降低全社会物流成本的实施方案》（发改数据〔2025〕1387 号），同步启动全国跨区域物流数据互联试点，重点破解铁路、公路、港口、海关间“数据烟囱”问题，聚焦铁路货运转型、公路规模化集约运输、城市绿色配送、多式联运协同、物流数据共享五大领域推进攻坚。政策持续推进

铁路货运向综合铁路物流转型，加快铁路专用线进园区、进厂区工程；规范公路货运市场，引导网络货运平台集约化发展，整治货车通行、超限收费等制度性成本；完善城乡一体化货运配送网络，推进城市配送集中仓储、分时通行机制；搭建全国统一物流公共数据平台，推动运单、仓单、报关单电子互认，破除区域流通壁垒，加速全国统一物流大市场成型，从制度层面持续挖掘全社会物流降本空间。同时，数智化转型政策加码发力，工信部、商务部等八部门印发《加快数智供应链发展专项行动计划（2025—2028年）》，加大智慧仓储、自动分拣、无人运输、北斗物流定位装备购置税收抵扣力度；同步推进国家物流枢纽布局优化调整，支持枢纽园区数字化改造，培育一批智慧物流示范园区、数字供应链头部企业，推动 AI、大数据、物联网深度融入仓储、运输、配送全流程，助力传统物流向智慧供应链服务商转型。土地与金融配套政策同步跟进，仓储物流用地税收减免政策延长至 2027 年，各地优先保障综合物流枢纽、冷链仓储、城乡配送中心用地供给；六部门出台供应链金融规范政策，鼓励银行依托物流电子单证开展存货质押、订单贷业务，缓解中小物流企业融资难、融资贵问题。

从细分领域来看，大宗商品物流需求主要来自商品生产、进口、贸易流转及库存调拨。国家统计局数据显示，2025 年我国十种有色金属产量为 8,175 万吨，同比增长 3.9%，其中原铝产量为 4,502 万吨，同比增长 2.4%；2026 年上半年十种有色金属产量为 4,151 万吨，同比增长 3.3%。有色金属原料进口地、冶炼加工地和消费地分布并不完全重合，形成长距离铁路、水路和公路干线运输，以及园区、港口与仓库之间的短驳、装卸和仓储需求。与快递、生鲜等物流相比，大宗商品物流更强调低成本、批量稳定运输、货损控制、作业安全、数量和品质准确、货权清晰及交割合规。此外，服务链条还可延伸至货权转移登记、期货交割和标准仓单制作，从而提高客户黏性和业务壁垒。

大宗商品物流市场竞争呈现分层特征。公路运输和代理运输参与者众多，同质化程度较高，运价透明且利润空间偏薄；专业仓储、多式联运和期货交割仓业务则在区位、土地和库容、铁路专用线或港口连接、交易所资质、信息系统、资金实力及商业信誉等方面具有更高门槛。有色金属生产商与大型贸易商之间的深度绑定，一方面有利于形成稳定的大批量需求，另一方面也使第三方物流企业容易形成客户集中带来的议价能力偏弱，以及客户自建物流体系、招标价格下行或物流策略调整对其带来的业务波动。对于不承担货权且不开展自营贸易的纯物流模式，大宗商品价格波动通常不直接形成存货跌价损失，但会通过客户产销、贸易活跃度和库存策略影响运输量与库容利用率；若企业涉及贸易、垫资、供应链金融或仓单质押合作，商品价格下跌和客户违约可能转化为直接信用损失。

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。

铝等有色金属作为工业制造、基建、房地产及新兴产业的“基石材料”，其行业景气度受宏观经济需求影响显著。2026 年上半年，全球经济整体呈现“弱增长、高波动、多风险”的特征，经济复杂性与不确定性、矿产国政策等均促使主要大宗商品走势分化。主要金属价格走势分化，其中铝价小幅上涨。2026 年以来，铝等资源端企业受益于前期价格上涨而盈利突出，样本企业资产总额持续扩张，盈利能力整体改善，但板块分化明显，锂板块大幅波动并修复、冶炼企业承压。有色金属行业整体杠杆水平适中，但部分企业激进扩张导致杠杆率快速攀升，债务负担较重。展望 2026 年下半年，有色金属行业信用风险预计将保持整体稳定，但结构性压力突出。上游资源型企业有望在价格支撑下维持稳健信用资质；而中下游冶炼加工企业则将继续面临加工费低迷、盈利空间受挤压及债务滚动压力，需关注部分弱资质主体的信用风险暴露。

完整版行业分析详见[《有色金属行业 2026 半年度信用风险展望（2026 年 8 月）》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司长期从事有色金属物流业务，已在主要产销区域布局仓储节点，并具备公铁水多式联运、期货交割、标准仓单制作和货权登记等服务能力，多品种期货指定交割资质、铁路专用线及与大型有色金属企业的合作关系，对公司业务承接形成一定支撑。但公司运输业务利润空间较薄，客户及运输资源存在一定集中，新增海外运力的利用效率和盈利稳定性仍需观察，长期竞争优势能否持续兑现仍取决于交割仓利用率、核心客户续约及业务深化、海外资产运营效率以及货权与仓单风险管控水平。

（1）规模和市场地位

公司深耕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。跟踪期内，根据中国物流与采购联合会于 2026 年 9 月 1 日印发的《关于发布第四十二批 A 级物流企业名单的通告》（物联评估字

(2026) 120 号), 公司被升为 5A 级物流企业; 2023—2025 年度, 公司全资子公司广东炬申仓储有限公司连续获评为上海期货交易所(以下简称“上期所”)“优秀交割仓库”。

(2) 核心运营要素

有色金属综合物流服务能力方面, 公司围绕有色金属生产、贸易及交割流转需求, 逐步形成覆盖仓储、运输、交割及仓单服务等环节的综合服务能力。仓储与运输在实际业务中相互衔接, 仓储节点承担货物保管、装卸、集散和交割等功能, 运输环节连接产地、港口、仓库及消费地, 二者共同构成公司服务客户和获取业务的基础。

交割资质及专业运营方面, 截至 2026 年 6 月末, 公司拥有上期所铝、铜、锌、锡、氧化铝、铸造铝合金和不锈钢期货指定交割仓库资质, 广期所工业硅期货指定交割仓库资质、郑商所棉纱期货指定交割仓库资质、大商所原木指定车板交割场所资质以及上海国际能源交易中心的国际铜交割仓库资质, 相关资质的取得和维持对仓储设施、信息系统、专业人员、风险管理及履约记录等均有一定要求, 具有一定准入及运营壁垒。依托交割仓储运营经验和履约信誉, 公司进一步开展标准仓单制作、货权转移登记等增值服务, 有助于提升服务附加值和客户黏性。但指定交割资质并不具有排他性, 且需持续接受交易所监督考核, 其竞争优势能否延续仍取决于专业运营质量、风险控制能力和库容利用水平。

节点布局及运输组织方面, 公司主要围绕有色金属产地、港口和消费地布局仓储及运输服务网点, 主要仓储节点临近公路、铁路货运场站或港口码头, 部分节点配套铁路专用线, 有利于实现公路、铁路和水路运输之间的衔接。公司围绕电解铝产地和主要消费地形成了较为稳定的运输线路, 并通过区域分、子公司开展属地化运营, 协调运力资源和响应客户需求。在此基础上, 公司实现了由仓储、装卸向国内多式联运运输的业务延伸, 并进一步拓展至几内亚铝土矿汽运和驳运环节, 综合物流服务范围有所扩大。

客户资源方面, 凭借多品种期货交割资质优势、关键仓储节点布局、多式联运组织能力以及长期履约形成的专业信誉, 公司与天山铝业集团股份有限公司(以下简称“天山铝业”)和嘉能可有限公司等国内外大型客户建立了合作关系。相较于单一运输或仓储服务, 多环节协同能够增强公司对客户供应链的嵌入程度, 并有利于提高客户关系稳定性。但大宗商品运输服务标准化程度较高, 市场参与者较多, 价格及服务竞争较为激烈; 客户合作的稳定性仍会受到合同期限、服务价格、产业周期和客户自身经营安排等因素影响。

数字化方面, 公司研发的“炬申集团管理平台”仍为公司业务管理的核心平台载体, 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, 对提高内部运营效率和风险管控水平形成一定支撑。但目前系统功能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和跨系统数据对接能力仍有提升空间。随着跨区域、跨运输方式及境外业务规模扩大, 公司需进一步提升货物全流程跟踪、外部数据协同和异常风险预警能力。

(3) 业态多元与协同度

公司仓储业务依托物流业务的发展基础, 在客户资源、信息系统和作业流程上与运输环节形成协同, 有利于提升综合物流服务能力及客户黏性。

历史信用记录方面, 根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》, 截至 2026 年 9 月 3 日, 公司本部无已结清和未结清的关注类和不良类信贷信息记录。截至 2026 年 9 月 23 日, 联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单, 公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国和重大税收违法失信主体公布栏上均无重大不良记录; 公司在国家企业信用信息公示系统上存在一条市场违法行为的行政处罚信息, 公司因载运可分载物品的车辆违法超限运载, 于 2026 年 7 月 20 日被佛山市交通运输局罚款 1000 元, 行政处罚决定书文号: 粤佛交罚[2026]02749 号。

(二) 管理水平

2025 年, 公司管理制度较为连续, 部分独立董事和高级管理人员正常变动, 根据相关规定取消监事会。

跟踪期内, 公司部分独立董事因任期已满进行换届; 裴爽不再担任公司董事会秘书, 被聘任为公司副总经理, 于冬梅被聘任为公司副总经理、董事会秘书; 根据《公司法》和中国证监会相关规范性文件最新规定, 公司取消监事会, 由董事会审计委员会行使相应职权, 监事会成员离任。公司对部分管理制度进行修订, 主要管理制度未发生重大变化, 管理运作正常。

于冬梅女士, 1976 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。从事投行业务二十余年, 资深保荐代表人, 拥有丰富的法律、财务、上市公司规范运作等经验, 曾负责多个 IPO、再融资项目。2020 年 3 月至 2022 年 7 月, 在中信证券股份有限公司投资银行部担任业务总监; 2022 年 8 月至 2026 年 1 月, 在申万宏源承销保荐有限责任公司投资银行部担任业务总监, 2026 年 2 月加入公司, 2026 年 4 月至今, 担任公司副总经理、董事会秘书。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

跟踪期内，物流业务仍为公司收入的主要来源。2025 年，公司营业总收入同比大幅增长，但受低毛利物流业务占比提升和几内亚陆运项目亏损影响，综合毛利率有所下降。

公司营业总收入主要来自物流业务和仓储业务。2025 年，公司营业总收入同比大幅增长。分板块看，公司物流业务收入大幅增长，主要系公司持续提升物流运输服务综合能力，使得海内外市场运输规模大幅扩张所致；仓储业务收入保持增长，主要系仓储增值服务收入增加所致。其他业务主要由租金收入构成，规模较小。毛利率方面，2025 年，行业竞争加剧导致公司物流业务中毛利较低部分较往年有所增加，加之几内亚陆运项目亏损，物流业务毛利率在上述因素影响下进一步下降；仓储业务毛利率同比小幅下降，但仍保持较高水平，上述因素共同导致公司综合毛利率同比下降 7.16 个百分点。2026 年 1—6 月，公司业务拓展态势延续，营业总收入同比增长 35.87%；综合毛利率同比下降 5.93 个百分点。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2025年			2026年1—6月		
	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	7.55	72.61%	3.12%	15.76	83.44%	2.38%	7.36	81.86%	2.27%
仓储业务	2.73	26.28%	59.20%	3.06	16.18%	57.30%	1.54	17.10%	48.75%
其他业务	0.12	1.11%	69.56%	0.07	0.37%	49.61%	0.09	1.04%	49.63%
合计	10.40	100.00%	18.60%	18.89	100.00%	11.44%	8.99	100.00%	10.71%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报表及公司提供资料整理

（2）物流业务

2025 年，公司运输总量和物流业务收入均大幅增长，但受行业竞争加剧作用下低毛利运输业务占比上升、几内亚陆运项目亏损等因素影响，物流业务毛利率进一步下降，业务规模增长尚未带来盈利能力同步改善。同期，公司继续开展几内亚铝土矿陆运业务，并于下半年逐步投运驳运业务，境外业务规模明显扩大，但项目运营效率、盈利稳定性及投资回收情况仍待观察。

跟踪期内，公司物流业务经营模式未发生重大变化。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。2025 年，公司物流业务上下游部分结算方式由电汇改为承兑、由月结改为预收/预付。

从运输品种看，公司运输业务仍以有色金属为主，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，锌锭等品种运输量有所增长。

2025 年，得益于国内外业务有效拓展，公司物流业务收入同比大幅增长，主要系境内核心客户业务增长所致；公司物流业务收入中，多式联运、代理运输和自营运输收入占比分别为 47.12%、41.20%和 11.68%。同期，该板块毛利率整体呈现下降趋势，其

中自营运输业务毛利率同比降幅较大，主要系几内亚项目仍处于产能爬坡阶段且受港口驳船运力制约影响，单位收入分摊的固定成本较高所致。

从货运量来看，2025 年，公司仍以代理运输和自营运输为主，运输总重量大幅增长至 2446.23 万吨，主要系海外市场在几内亚开展陆运和驳运业务，以及国内市场持续提升物流运输服务综合能力使得天山专用线等运输业务量增加所致。公司国内运输业务覆盖华东、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。截至 2025 年末，公司自有运输车辆数较上年末持平，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，2025 年前五大供应商集中度仍很高。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，2025 年前五大客户集中度适中，对主要客户运输需求仍存在一定依赖，主要客户实力差异较大，涵盖国内外行业龙头、中小型民营物流服务商以及几内亚本土矿企。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。

从风险管控来看，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。

近年来，公司在几内亚开展铝土矿的陆运和驳运业务，该业务由公司派遣下属子公司高级管理人员负责当地运营。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，2025 年几内亚铝土矿出口量达约 1.83 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，2025 年中国自几内亚进口铝土矿 1.49 亿吨，占总进口量的 74.30%。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一近海驳运进行中转。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。2025 年，公司境外营业收入 1.08 亿元，同比增幅达 1262.23%，主要得益于几内亚陆运业务全年贡献及驳运业务逐步投运共同带动。

陆运方面，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。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（公司持股 51.00%）下属的 JIA YI INTERNATIONAL LOGISTICS GUINEE-SARLU 开展。几内亚陆运项目已于 2024 年 11 月正式投入运作。2024 年和 2025 年，几内亚陆路运输分别实现营业收入 788.93 万元和 6969.72 万元，净利润分别为-1768.79 万元和-4246.64 万元，对归母净利润的影响分别为-902.08 万元和-2150.37 万元。几内亚陆运项目尚处于探索及爬坡阶段，产能尚未完全释放，但 2025 年较 2024 年已有明显业务增量，后续收入增量及盈利改善情况尚待观察。

为完善物流链条，公司采购驳船、拖轮及浮吊等设备，拓展几内亚铝土矿运输中港口至近海货轮的驳运环节。公司以全资孙公司 SOCIETE JUSHEN GUINEE-SARLU（以下简称“炬申几内亚”）在几内亚开展驳运业务，由全资子公司海南炬申信息科技有限公司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，相关设施建设完成后，统一租赁给炬申几内亚运营。几内亚驳运项目计划总投资 3.49 亿元，整体业务资本开支较大，资金来源为自有资金和募集资金。截至目前，相关设施和设备已基本采购完毕，尚有部分运输设备待采购，后续资金需求可控。几内亚驳运业务已于 2025 年 9 月投入运营并产生收入，收入呈现稳步增长态势，已于 2026 年上半年实现盈利。该项目目前尚处于爬坡期，随着业务规模拓展和产能完全释放，公司经营业绩有望进一步提升。

公司几内亚项目的盈利水平取决于自身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。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。几内亚项目资金投入规模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。

（3）仓储业务

公司仓储业务主要布局于铝产业链重点产销区域，客户以大型铝企及贸易商为主。2025 年，受仓储面积增加及增值服务拓展带动，公司仓储吞吐量和业务收入同比增长，毛利率虽小幅下降但仍保持较高水平，仓储业务仍为公司毛利润的主要来源。

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。2025 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，仓储业务收入同比进一步增长，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，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，2025 年，公司仓储总吞吐量为 940.29 万吨，同比增长 4.36%。截至 2025 年末，公司自有及租赁的仓库面积（含在建）约 104.40 万平方米，自有仓库的剩余土地使用权年限和部分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，2025 年，部分客户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，并录入炬申集团管理平台，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。

经营效率方面，2025 年，公司应收账款周转次数为 13.38 次/年，同比保持稳定，下游客户多为国企或区域细分行业龙头，客户资质较好，回款效率较高；同期，公司净营业周期为 10.56 天，同比增加 5.93 天，营运资金占用时间虽有所延长但仍较短，整体营运管理效率较好。随着几内亚海外业务逐步放量，需关注海外项目业务增量的结算模式对公司后续营运指标表现的影响。

2 未来发展

未来，公司将持续推进国内物流网络优化的和境外铝土矿物流服务拓展，收入规模有望进一步增长，但需关注几内亚陆运业务盈利改善情况会否对公司整体经营业绩形成拖累。

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，继续开发几内亚铝土矿陆运和驳运业务，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。

（四）财务方面

公司提供了 2025 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，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2026 年半年度财务报表未经审计。

合并范围方面，2025 年，公司新设子公司 7 家、注销子公司 1 家；2026 年 1—6 月，公司新设子公司 2 家、分公司 1 家，注销分公司 1 家。整体看，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

公司资产结构以生产性非流动资产为主，符合所处行业特征。截至 2025 年末，随几内亚项目持续投入，公司货币资金有所下降，仓储物流相关长期资产规模快速增长；应收账款快速增长，前五大欠款方集中度处于高位，但其实力较强、坏账风险可控。整体看，公司资产质量较好，流动性一般。

截至 2025 年末，公司资产仍主要由货币资金、运输和仓储服务形成的营运类资产以及运输和仓储设施等形成的生产性资产构成，资产总额较上年末增长 38.02%，主要系应收账款和计入其他非流动资产的预付长期资产款大幅增加所致，仍以非流动资产为主要构成。

流动资产方面，截至 2025 年末，公司货币资金较上年末有所下降，主要系购买船舶投入几内亚驳运项目所致。应收账款较上年末增长显著，主要系业务规模与销售收入增加所致；应收账款账龄以 1 年以内为主，计提坏账准备比例 7.75%，前五大欠款方应收账款合计占比 77.23%，集中度高，从企业性质看，前五大客户均为央、国企和有色金属行业 A 股上市公司，坏账风险可控。非流动资产方面，截至 2025 年末，公司固定资产小幅增长，主要系购置以及在建工程完工转入所致，主要由房屋及建筑物（占 58.55%）、运输工具（占 26.28%）、机械设备（占 8.23%）和铁路专用线（占 5.31%）构成，公司固定资产累计计提折旧 1.84 亿元，成新率 75.96%。使用权资产和无形资产均以土地使用权为主，规模较上年末小幅下降。其他非流动资产为预付长期资产款，较上年末大幅增长，主要系购买船舶投入几内亚驳运项目所致。

截至 2026 年 6 月末，公司资产总额较上年末小幅增长，货币资金减少以及固定资产购入使得非流动资产占比有所回升。

图表 4 • 公司资产主要构成（单位：亿元）

科目	2024年		2025年		2026年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	3.78	25.68%	6.58	32.38%	5.83	27.64%
货币资金	1.81	12.27%	1.49	7.34%	0.75	3.55%
应收账款	0.64	4.36%	2.18	10.73%	2.25	10.67%
非流动资产	10.95	74.32%	13.75	67.62%	15.26	72.36%
固定资产（合计）	5.20	35.27%	5.83	28.66%	7.83	37.11%
使用权资产	1.78	12.06%	1.36	6.70%	1.31	6.19%
无形资产	2.19	14.86%	2.13	10.49%	2.11	10.02%
其他非流动资产	0.01	0.04%	2.58	12.70%	1.33	6.32%
资产总额	14.73	100.00%	20.33	100.00%	21.09	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2026 年 6 月末，公司受限资产占资产总额的比重为 16.42%，公司资产受限规模适中。

图表 5 • 截至 2026 年 6 月末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	0.05	票据/信用证保证金，ETC 保证金
应收票据	0.42	票据背书，票据贴现
固定资产	3.00	设备分期付款，设置抵押担保，售后回租
合计	3.46	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2025 年末，公司所有者权益规模随利润积累进一步增长，结构稳定性尚可。

截至 2025 年末，公司所有者权益 8.41 亿元，较上年末增长 9.97%，主要系利润积累所致；实收资本较上年末增长 29.42%，系公司年内实施资本公积转增股本所致，资本公积同步下降。公司所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比分别为 19.82%、44.18%、32.39%和-1.01%，未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性尚可。截至 2026 年 6 月末，公司所有者权益 8.59 亿元，较上年末略有增长，主要系未分配利润进一步积累所致。

截至 2025 年末，公司有息债务规模较上年末大幅增长，债务负担偏重。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进一步加重。

截至 2025 年末，公司负债总额较上年末大幅增长，主要系长期借款大幅增加并新增长期应付款所致；公司负债主要由有息债务（占 79.14%）和应付账款（占 7.59%）构成，应付账款主要为公司应付的运输装卸费和长期资产款等。截至 2025 年末，公司新增长期应付款 1.10 亿元，主要为非银行机构融资借款 1.09 亿元，系用于购买船舶的融资租赁款。截至 2026 年 6 月末，公司负债较上年末小幅增长，流动负债占比较上年末有所提高，主要系短期借款和应付账款进一步增加所致。

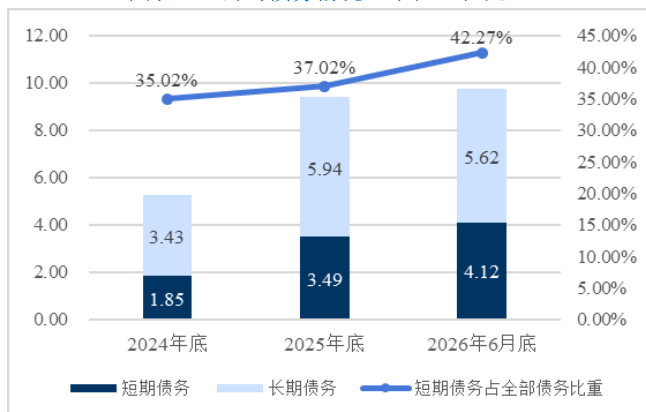
图表 6 • 公司负债主要构成（单位：亿元）

科目	2024年		2025年		2026年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	3.66	51.61%	5.93	49.75%	6.83	54.64%
短期借款	1.19	16.80%	1.57	13.20%	2.67	21.35%
应付票据	0.04	0.53%	0.72	6.01%	0.20	1.60%
应付账款	0.98	13.90%	0.90	7.59%	1.48	11.80%
其他应付款（合计）	0.52	7.35%	0.72	6.05%	0.62	4.92%
一年内到期的非流动负债	0.33	4.69%	0.94	7.85%	0.99	7.91%
非流动负债	3.43	48.39%	5.99	50.25%	5.67	45.36%
长期借款	1.52	21.41%	3.49	29.28%	2.93	23.40%
长期应付款（合计）	0.00	0.00%	1.10	9.26%	1.44	11.50%
租赁负债	1.91	26.98%	1.35	11.30%	1.26	10.08%
负债总额	7.08	100.00%	11.92	100.00%	12.50	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

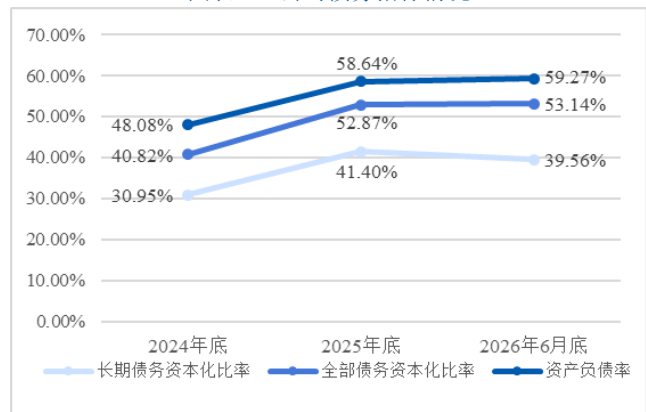
有息债务方面，截至 2025 年末，公司全部债务较上年末大幅增长，银行借款和租赁负债占比分别为 57.87%和 15.51%；期限结构变化不大，仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年末大幅提高。截至 2026 年 6 月末，公司未显著扩大融资规模。⁴

图表 7 • 公司债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表及提供资料整理

图表 8 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报表及提供资料整理

2025 年，公司营业总收入大幅增长，海外业务拓展使得期间费用有所上升，对利润侵蚀影响加大，公司盈利能力承压。

2025 年，公司营业总收入同比大幅增长，但利润总额同比有所下降，各盈利指标同比均呈现不同程度的下降。期间费用方面，2025 年，公司费用总额进一步增长，主要系管理费用和财务费用增加所致。其中，管理费用同比增长 43.95%，主要系公司为开拓几内亚业务增加管理团队使得管理人员薪酬增加所致；财务费用同比增长 71.97%，主要系利息支出随有息债务规模扩大而增加、利息收入减少以及汇兑损失增加所致。2025 年，公司期间费用率同比下降 1.72 个百分点至 5.90%，费用控制能力有所提升。非经常损益方面，2025 年，公司其他收益仍主要为政府补助，规模同比保持稳定，使用权资产处置收益同比大幅增长，对利润总额形成一定补充；随着应收账款和其他应收款规模大幅增长，信用减值损失显著扩大，对公司利润总额产生侵蚀。

2026 年 1—6 月，物流业务收入增加带动公司营业总收入同比增长 35.87%；利润总额同比下降 38.24%，主要系运输业务毛利空间压缩、期间费用对利润侵蚀加大所致。

图表 9 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024年	2025年	2026年1—6月
营业总收入	10.40	18.89	8.99
营业成本	8.47	16.73	8.03

⁴ 公司“炬申转债”于 2026 年 7 月 24 日发行，截至本报告出具日，“炬申转债”余额 3.80 亿元，以截至 2026 年 6 月末财务数据为基础，“炬申转债”发行后，在其他因素不变的情况下，发行后全部债务达 13.54 亿元，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达 65.49%、61.18%和 52.31%，公司债务负担进一步加重。

费用总额	0.79	1.11	0.61
其中：销售费用	0.16	0.18	0.07
管理费用	0.47	0.67	0.38
研发费用	0.03	0.02	0.01
财务费用	0.14	0.24	0.16
其他收益	0.03	0.03	-36.00 万元
资产处置收益	0.02	0.06	20.44 万元
信用减值损失	-66.29 万元	-0.09	0.04
利润总额	1.07	0.86	0.34
EBITDA 利润率	18.21%	11.60%	--
总资产报酬率	8.79%	6.11%	--
净资产收益率	9.50%	6.07%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2025 年，受营运资产占用增加影响，公司经营活动现金流量净额由正转负，现金收入比进一步下降，经营获现能力有所弱化；受海外业务拓展影响，资本开支保持较大规模，投资活动现金净流出同比明显扩大，筹资活动现金流量净额由负转正。整体看，公司仍面临较大资本开支压力，对外部融资依赖较高。

2025 年，随着业务规模不断扩大，公司经营活动现金流入显著增加，但当期确认收入对应的营运资产应收账款资金占用增加，使得经营活动现金流量净额由正转负，现金收入比进一步下降；公司继续为几内亚驳运项目等采购运输设备，资本性支出较大，投资活动现金净流出规模同比明显扩大；公司根据业务拓展需要扩大对外融资规模，筹资活动现金流量净额由负转正，但期末未实现现金及现金等价物积累。

2026 年 1—6 月，公司经营活动现金流转为净流入；投资活动现金净流出延续，资本开支仍处高位；筹资活动现金保持净流入，但期末仍未实现现金及现金等价物积累。

图表 10 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2024年	2025年	2026年1—6月
经营活动现金流入小计	11.46	17.07	10.53
经营活动现金流出小计	9.87	17.50	9.67
经营活动现金流量净额	1.59	-0.43	0.85
投资活动现金流入小计	0.35	0.01	0.00
投资活动现金流出小计	2.03	4.23	1.96
投资活动现金流量净额	-1.69	-4.22	-1.95
筹资活动前现金流量净额	-0.10	-4.66	-1.10
筹资活动现金流入小计	2.86	5.94	1.64
筹资活动现金流出小计	3.30	1.70	1.10
筹资活动现金流量净额	-0.44	4.23	0.54
现金收入比	106.23%	87.75%	112.20%
现金及现金等价物净增加额	-0.54	-0.45	-0.57

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，随着债务增长以及资本开支对现金类资产的消耗，公司偿债指标表现有所弱化，销售商品提供劳务收到的现金对流动负债和短期债务的保障能力仍处于较强水平，有望对短期融资接续形成一定支撑。未来随着几内亚业务继续开展，若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不利影响。

图表 11 • 公司偿债指标（单位：亿元）

项目	指标	2024 年	2025 年
短期偿债指标	现金短期债务比（倍）	1.15	0.67
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	3.02	2.79
	销售商品提供劳务收到的现金/短期债务（倍）	5.98	4.75
长期偿债指标	EBITDA	1.89	2.19
	全部债务/EBITDA（倍）	2.79	4.30
	EBITDA/利息支出（倍）	12.80	10.61

资料来源：联合资信根据公司财务报表及提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2025 年末，公司现金类资产无法覆盖短期债务，销售商品提供劳务收到的现金对流动负债和短期债务的保障能力虽有所下降但仍较强。再融资能力方面，截至 2026 年 6 月末，公司获得合作银行及融资租赁公司授信额度合计 13.43 亿元，其中可使用授信额度 4.02 亿元，考虑到公司投资项目后续设备采购资金需求不大，公司间接融资渠道尚可；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。整体看，公司再融资能力较强。

从长期偿债指标看，2025 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 42.82%）和利润总额（占 39.44%）构成，同比有所增长，但全部债务及利息支出增幅较大，EBITDA 对其保障能力有所下降但仍处于较高水平。未来随着几内亚业务继续开展，若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不利影响。

对外担保方面，截至 2026 年 6 月末，联合资信未发现公司存在对合并范围之外企业的担保情况。

未决诉讼方面，截至 2026 年 6 月末，联合资信未发现公司存在作为被告的重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

公司本部仍主要承担运输主业及管理职能。截至 2025 年末，随着业务规模扩大，本部资产和负债规模均大幅增长，所有者权益结构保持稳定。随着几内亚项目推进及对下属公司资金支持增加，公司本部债务负担有所加重，本部取得投资收益收到的现金对利息支付具备保障能力。

公司本部仍主要从事运输业务，并承担管理职能。截至 2025 年末，公司本部资产总额 15.75 亿元，较上年末增长 35.77%，主要系对子公司的拆借款随业务规模扩大而增加，且应收账款随营业总收入增长而增加所致。公司本部流动资产占资产总额的比重为 41.94%，主要由应收账款和以关联方往来款为主的其他应收款构成；非流动资产占资产总额的比重为 58.06%，主要由对子公司的长期股权投资以及固定资产构成。

截至 2025 年末，公司本部所有者权益 7.59 亿元，较上年末增长 16.54%，主要系实收资本和未分配利润增加所致；实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 21.95%、48.89% 和 24.39%，所有者权益结构稳定性仍较强。截至 2025 年末，公司本部负债总额 8.16 亿元，较上年末增长 60.43%，主要系短期借款和长期借款大幅增加所致，流动负债和非流动负债占比分别为 61.36% 和 38.64%；公司本部全部债务 5.64 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 44.18% 和 55.82%。截至 2025 年末，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 51.78% 和 42.64%，较上年末分别提高 7.95 个和 16.80 个百分点，随着公司本部通过下属子公司向几内亚驳运业务投入资金，公司本部债务负担有所加重。

2025 年，公司本部实现营业总收入 13.02 亿元，同比增长 148.18%，物流和仓储业务收入规模均大幅增长；投资收益 0.98 亿元，仍主要为成本法核算的长期股权投资收益；实现利润总额 0.79 亿元，同比增长 34.52%。

偿债能力方面，2025 年，公司本部销售商品提供劳务收到的现金对短期债务的保障能力强，本部取得投资收益收到的现金 1.00 亿元，可以覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 0.13 亿元；截至 2025 年末，公司本部现金短期债务比为 0.21 倍。

（五）ESG 方面

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，2025 年对外捐赠及赞助支出 104.66 万元。公司 2025 年仍为纳税 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。

七、债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对“炬申转债”的保障能力较强。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有下降的可能。

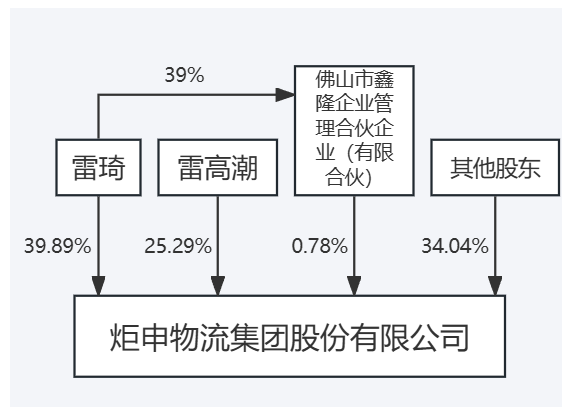
公司存续债券“炬申转债”于 2026 年 7 月 24 日发行，截至本报告出具日，“炬申转债”余额 3.80 亿元。以截至 2025 年末/2025 年财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，公司现金类资产 2.35 亿元，为“炬申转债”余额的 0.62 倍；公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 17.07 亿元、-0.43 亿元和 2.19 亿元，分别为“炬申转债”余额的 4.49 倍、-0.11 倍和 0.58 倍。

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价格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保障当公司面临较大回售压力的时候及时向下修正转股价格。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能。

八、跟踪评级结论

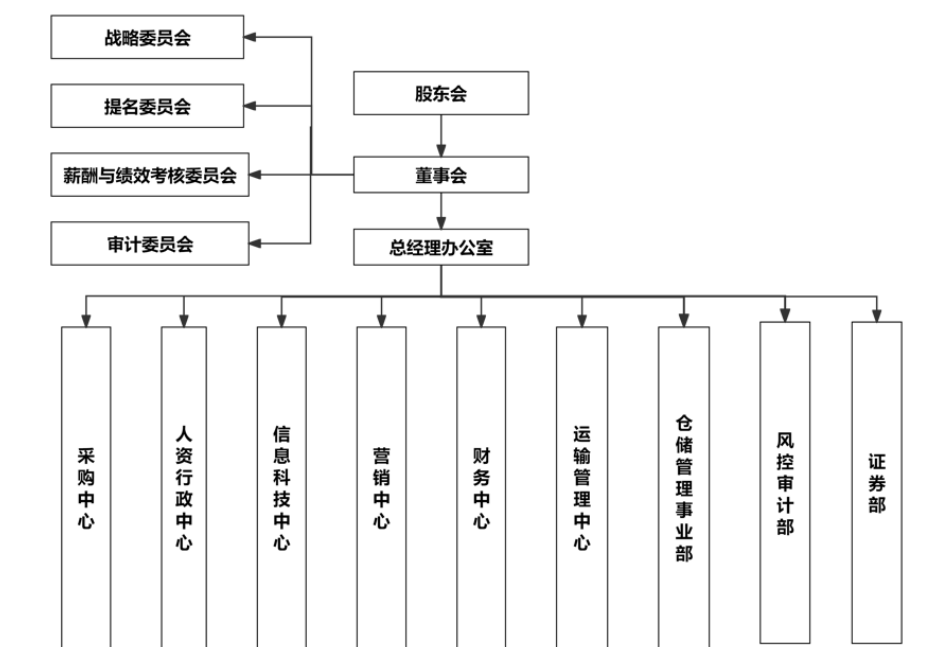
基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“炬申转债”的信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2026 年 6 月末）

子公司名称	注册资本 (亿元)	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
广东炬申仓储有限公司	1.00	仓储综合服务	100.00%	--	设立
石河子市炬申供应链服务有限公司	0.10	仓储综合服务	100.00%	--	设立
无锡市炬申仓储有限公司	1.20	运输、仓储综合服务	100.00%	--	设立
新疆炬申陆港联运有限公司	1.80	运输、仓储综合服务	100.00%	--	设立
广西钦州保税港区炬申国际物流有限公司	1.70	运输、仓储综合服务	100.00%	--	设立
海南炬申信息科技有限公司	1.00 ⁵	运输、仓储综合服务	100.00%	--	设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

⁵ 公司于 2026 年 8 月进行工商变更，将海南炬申信息科技有限公司注册资本增至 3.66 亿元

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.13	2.35	1.51
应收账款（亿元）	0.64	2.18	2.25
其他应收款（合计）（亿元）	0.17	0.32	0.28
存货（亿元）	0.07	0.30	0.45
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）（亿元）	5.20	5.83	7.83
在建工程（合计）（亿元）	0.18	0.41	1.30
资产总额（亿元）	14.73	20.33	21.09
实收资本（亿元）	1.29	1.67	1.67
少数股东权益（亿元）	0.13	-0.08	-0.20
所有者权益（亿元）	7.65	8.41	8.59
短期债务（亿元）	1.85	3.49	4.12
长期债务（亿元）	3.43	5.94	5.62
全部债务（亿元）	5.28	9.44	9.74
营业总收入（亿元）	10.40	18.89	8.99
营业成本（亿元）	8.47	16.73	8.03
其他收益（亿元）	0.03	0.03	-*
利润总额（亿元）	1.07	0.86	0.34
EBITDA（亿元）	1.89	2.19	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	11.05	16.58	10.09
经营活动现金流入小计（亿元）	11.46	17.07	10.53
经营活动现金流量净额（亿元）	1.59	-0.43	0.85
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.69	-4.22	-1.95
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.44	4.23	0.54
财务指标			
净营业周期（天）	4.63	10.56	--
应收账款周转次数（次）	13.28	13.38	--
存货周转次数（次）	60.34	90.50	--
总资产周转次数（次）	0.75	1.08	--
现金收入比（%）	106.23	87.75	112.20
EBITDA 利润率（%）	18.21	11.60	--
总资产报酬率（%）	8.79	6.11	--
净资产收益率（%）	9.50	6.07	--
长期债务资本化比率（%）	30.95	41.40	39.56
全部债务资本化比率（%）	40.82	52.87	53.14
资产负债率（%）	48.08	58.64	59.27
流动比率（%）	103.49	110.98	85.34
速动比率（%）	101.66	105.88	78.82
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	3.02	2.79	--
现金短期债务比（倍）	1.15	0.67	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	12.80	10.61	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.79	4.30	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2026 年半年度财务报表未经审计；3. 已将公司计入其他应付款和长期应付款的有息债务纳入债务及相关指标核算；4. “--”表示指标不适用，“-*”表示绝对值小于 0.01 的负值

资料来源：联合资信根据公司财务报表和提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
现金类资产（亿元）	0.39	0.53	0.86
应收账款（亿元）	0.32	1.41	0.90
其他应收款（合计）（亿元）	2.37	3.69	5.20
存货（亿元）	*	*	*
长期股权投资（亿元）	6.46	7.64	7.75
固定资产（合计）（亿元）	1.21	1.18	1.16
在建工程（合计）（亿元）	*	*	*
资产总额（亿元）	11.60	15.75	16.86
实收资本（亿元）	1.29	1.67	1.67
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	6.52	7.59	8.63
短期债务（亿元）	1.20	2.49	3.14
长期债务（亿元）	1.07	3.15	2.58
全部债务（亿元）	2.27	5.64	5.72
营业总收入（亿元）	5.25	13.02	4.52
营业成本（亿元）	5.02	12.69	4.38
其他收益（亿元）	*	*	*
利润总额（亿元）	0.59	0.79	1.04
EBITDA（亿元）	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.52	11.75	5.67
经营活动现金流入小计（亿元）	5.76	11.94	6.17
经营活动现金流量净额（亿元）	0.05	-2.59	0.88
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.24	-1.40	-0.78
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.36	3.73	0.29
财务指标			
净营业周期（天）	-47.73	-4.89	
应收账款周转次数（次）	13.93	14.98	--
存货周转次数（次）	152.87	7341.24	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.95	--
现金收入比（%）	105.23	90.27	125.59
EBITDA 利润率（%）	12.34	7.11	--
总资产报酬率（%）	5.68	6.77	--
净资产收益率（%）	8.95	10.94	--
长期债务资本化比率（%）	14.08	28.86	22.69
全部债务资本化比率（%）	25.84	42.33	39.69
资产负债率（%）	43.83	51.78	48.83
流动比率（%）	90.50	131.99	134.35
速动比率（%）	90.45	131.96	134.34
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.37	2.35	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.21	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2026 年半年度财务报表未经审计；3. 已将公司本部计入长期应付款的有息债务纳入债务及相关指标核算；4. “--”表示指标不适用，“*”表示数值小于 0.01 的正值

资料来源：联合资信根据公司财务报表和提供资料整理

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	
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
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	
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
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

应收账款周转天数=360/应收账款周转次数

存货周转天数=360/存货周转次数

应付账款周转天数= 360/(营业成本/平均应付账款)

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断