

广东宏川智慧物流股份有限公司  
2020 年公开发行可转换  
公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】第 Z  
【380】号 02

分析师

姓名：  
张颜亭 张晨

电话：  
010-66216006

邮箱：  
zhangyt@cspengyuan.com

评级日期：  
2020年6月10日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于中  
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008号阳光高尔夫大厦  
3楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 广东宏川智慧物流股份有限公司 2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过6.70亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，另附债券赎回及回售条款

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广东宏川智慧物流股份有限公司（以下简称“宏川智慧”或“公司”，股票代码为“002930.SZ”）本次拟公开发行总额不超过6.70亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司拥有自有码头优势，储罐出租率较高，主要在建项目完工后，产能将进一步提升，公司盈利水平逐年提升，且公司2018年上市，融资渠道畅通。同时中证鹏元也关注到，公司存在较大的资金压力，资产流动性较差，有息债务增长较快，偿债压力加大，且面临一定的安全生产风险等风险因素。

### 正面：

- 公司拥有自有码头优势，储罐出租率较高，主要在建项目完工后，产能将进一步提升。截至2020年3月末，公司拥有太仓阳鸿、南通阳鸿、东莞三江和中山嘉信等自有码头，储罐出租率近年平均在80.00%以上。待公司主要在建项目完工后，储罐个数和罐容均将提升，码头停靠能力也将有所增强。
- 公司收入及盈利水平逐年提升。2017-2019年公司实现营业收入分别为3.65亿元、3.98亿元和4.86亿元，年复合增长率为15.46%；实现净利润0.92亿元、1.03亿元和1.44亿元，年复合增长率为24.82%，收入和盈利持续增长。
- 公司融资渠道畅通。2018年3月，公司在深圳证券交易所上市，发行人民币普通股（A股）6,083.00万股，扣除发行费用后，实际募集资金净额为4.78亿元，上市后公司融资渠道畅通，资本实力增强。

### 关注:

- **公司存在较大的资金压力。**截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目总投资 17.69 亿元，累计已投资 9.20 亿元，尚需投资 8.49 亿元，存在资金需求，且公司近年并购活动频繁，增加了资金支出压力。
- **公司资产流动性较差。**公司资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，截至 2019 年末，上述资产账面价值合计为 30.30 亿元，占总资产比重 84.64%，其中已用于抵押的固定资产和无形资产账面价值合计为 9.82 亿元，占总资产比重 27.43%，资产流动性较差。
- **公司有息债务增长较快，偿债压力加大。**截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率为 54.38%，较 2017 年末提升 18.52 个百分点；有息债务为 19.73 亿元，较 2017 年末增长 236.89%，有息债务增长较快加大了公司的偿债压力。
- **公司面临一定的安全生产风险。**公司库区存储的货物大部分为危险化学品，在仓储过程中，若因操作失误或设备故障导致出现安全事故，将对公司经营造成不利影响。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

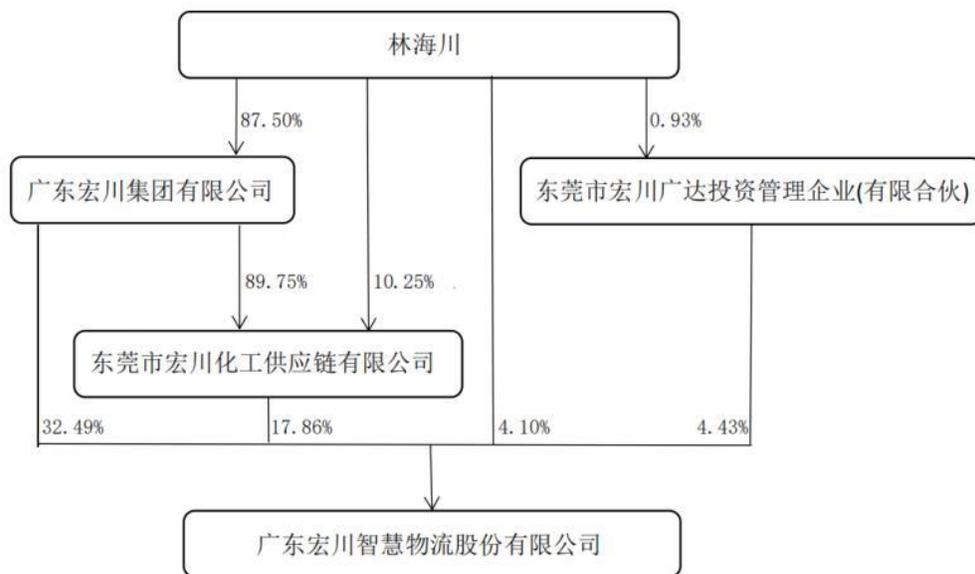
项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	424,591.70	357,952.33	287,987.52	189,682.08
归属于母公司所有者权益	188,532.69	184,982.14	177,215.40	121,670.28
有息债务	197,265.22	116,336.36	73,974.53	58,555.57
资产负债率	54.38%	46.85%	36.56%	35.86%
流动比率	2.02	0.48	1.14	1.09
速动比率	2.01	0.48	1.13	1.06
营业收入	13,395.32	48,594.68	39,808.53	36,455.45
营业利润	4,402.87	19,666.63	14,571.16	12,738.08
净利润	3,076.99	14,354.39	10,271.01	9,213.43
综合毛利率	63.12%	61.26%	58.05%	56.59%
总资产回报率	-	7.03%	7.18%	8.36%
EBITDA	-	34,111.62	27,289.89	26,054.21
EBITDA 利息保障倍数	-	8.96	9.83	8.29
经营活动现金流净额	6,316.94	32,006.53	1,575.67	22,842.33

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司成立于2012年11月6日，前身为广东宏川实业发展有限公司，初始注册资本0.60亿元。2015年7月23日，公司更名为现名，注册资本变更为1.35亿元。2018年3月20日，公司发行人民币普通股（A股）6,083.00万股，共计募集资金5.19亿元，扣除与发行费用有关的费用后，实际募集资金净额为4.78亿元。公司在深圳证券交易所中小板上市，股票代码“002930.SZ”，股票简称为“宏川智慧”，此次发行后，公司股本变更为2.44亿元（包括股权激励的限售股后股本）。2019年公司以总股本2.44亿股为基数，以资本公积向全体股东每10股转增4股，转增后总股本增至3.41亿元，截至2020年3月末，公司股本为3.41亿元，控股股东为广东宏川集团有限公司（以下简称“宏川集团”），实际控制人为自然人林海川先生，其中公司股东宏川集团和东莞市宏川化工供应链有限公司质押股票分别为4,284万股和2,142万股，占其持有公司股权的38.64%和35.13%。

**图 1 截至 2020 年 3 月末公司产权及控制关系**



资料来源：公司提供

公司为仓储物流综合服务提供商，主要为境内外石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他相关服务，业务具体包括装卸、仓储、过驳、中转和物流链管理等。截至2020年3月末，纳入合并范围的子公司共11家（详见附录三）。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**广东宏川智慧物流股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过人民币6.70亿元（含）；

**债券期限：**6年；

**付息方式：**对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附赎回和回售条款；

**转股期限：**本期债券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可转换公司债券到期日止；

**初始转股价格：**本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价；

**转股价格的向下修正条款：**本期债券存续期间，当公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司A股股票交易均价；

**债券赎回条款：**在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。此外，在转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或者本期债券未转股余额不足人民币3,000万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

**债券回售条款：**在本期债券最后两个计息年度内，如果公司A股股票在任何连续三十个交易日收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度内，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售权利，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司；

**向原股东配售的安排:** 本期债券向公司原股东实行优先配售,原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体配售比例及数量提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况与保荐机构(主承销商)确定,并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行,余额由承销团包销。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额(含发行费用)不超过人民币6.70亿元(含),扣除发行费用后的募集资金净额投向明细如下:

**表1 本期债券募集资金投向明细(单位:万元)**

项目	项目总投资	拟募集资金	占项目总投资比例
港丰石化仓储项目	74,897.70	56,800.00	75.84%
7#泊位工程	33,411.69	7,100.00	21.25%
偿还银行借款	-	3,100.00	-
<b>合计</b>	<b>108,309.39</b>	<b>67,000.00</b>	<b>-</b>

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

#### 1、项目基本情况

##### 1) 港丰石化仓储项目

港丰石化仓储项目的实施主体为公司子公司福建港丰能源有限公司(以下简称“福建港能”)。该项目位于福建省泉州市惠安县斗尾经济区,北邻中化仓储物流、南面为陆岛交通码头、东面为湄洲湾港斗尾港区斗尾作业区7#泊位3万吨级码头、西面接公路。项目占地面积约292.68亩,建设总罐容38.83万立方米的77座储罐及有关配套设施。

##### 2) 7#泊位工程

7#泊位工程项目的实施主体为公司子公司福建港能。该项目位于福建省湄洲湾斗尾港区,斗尾港区位于湄洲湾内南岸,项目工程位于青兰山北侧,面向黄干岛,与在建的中化4个泊位相邻。该项目是港丰石化仓储项目水域配套装卸码头,项目拟建设一座3万吨级液体化工码头(泉州斗尾作业区7#泊位)。项目建设期为2年,达产期为1年。

#### 2、项目批复情况

港丰石化仓储项目已于2012年7月9日取得福建省泉州市惠安县发展和改革局出具的《福建省企业投资项目备案表》(编号:闽发改备[2012]C08038号)。2019年3月29日,福建省泉州市惠安县发展和改革局出具《说明》,该项目已于2014年开始填海工程,项目已

在备案期内开工建设，备案文件有效。2013年1月30日，惠安县环境保护局出具关于《湄洲湾港斗尾港区斗尾作业区港丰石化仓储工程环境影响报告书》的批复意见（惠环保[2013]6号）。

7#泊位工程已于2012年6月20日取得福建省发展和改革委员会《关于泉州斗尾作业区7号泊位工程项目核准的批复》（闽发改网交通[2012]59号）。2012年6月6日，福建省环保厅出具《关于批复湄洲湾港斗尾港区斗尾作业区7#泊位工程环境影响报告书的函》（闽环保评[2012]68号）。

### 3、经济效益评价

港丰石化仓储项目投资预算总额为7.49亿元，包含建筑工程费1.65亿元、设备购置费0.70亿元、安装工程费3.29亿元、填海造地及征地费0.77亿元，预备费等其他费用0.77亿元以及铺底流动资金0.30亿元。

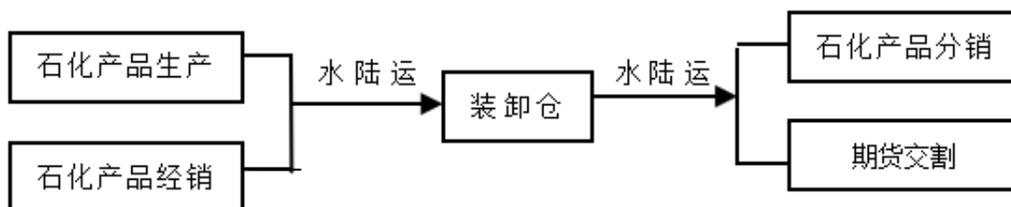
7#泊位工程项目投资预算总额为3.34亿元，包含建筑工程费1.24亿元、设备购置费0.08亿元、安装工程费0.17亿元、填海造地费1.28亿元、预备费等其他费用0.54亿元以及铺底流动资金0.03亿元。

根据公司公告，公司的营业收入来源于仓储综合服务费，泊位装载不单独计费。为便于分析募集资金经济效益，公司董事会聘请了独立第三方机构，将上述两个项目合并计算经济效益。上述两个项目投资总额为10.83亿元，投资回收期为10.38年（所得税后，含建设期），财务内部收益率（所得税后）为8.1%。

## 四、运营环境

石化物流行业是指为包括成品油、醇类、芳烃、酯类、醚类、酮类及其他液体化学品在内的石化产品提供运输、仓储、装卸、配送、信息平台服务的体系，是连接石化产品供应方和需求方的纽带。由于水路运输成本低、运载能力强，水路运输适合国际贸易及国内沿海地区的远距离运输，而经水路运输后石化产品需在码头实现货物的中转或仓储，为石化仓储企业发展提供了契机。从产业链来看，石化物流行业为石化产业的配套行业，上下游均为石化企业，下游客户也会因业务的转换可能成为行业上游，因此，石化物流行业的上下游区别并不十分明显。

图 2 石化物流行业产业链简图



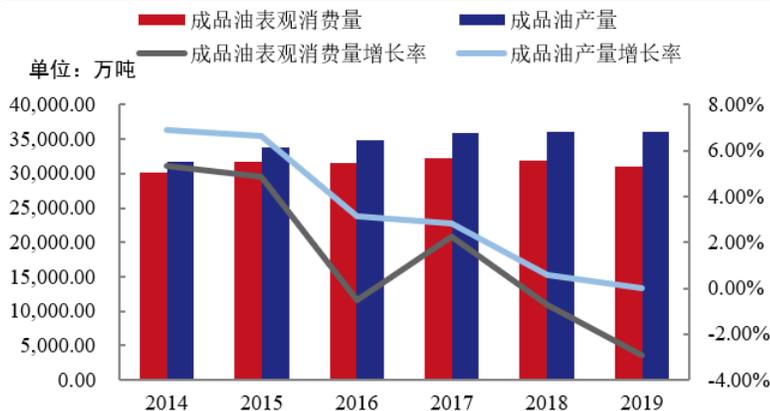
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

近年我国成品油产量增速高于消费增速，原油对外依存度较高；受新冠肺炎疫情影响，2020年1季度全球原油供需失衡，供给的严重过剩增加了对石油仓储的需求。同时，我国精甲醇和乙二醇等醇类产品产量整体增长，为石化物流需求增加提供利好支撑

石化产业是我国的基础性产业，我国又是石化产品的生产和消费大国，石化产品的消费需求带动石化物流的发展，而石化物流行业也为石化产业的发展提供了较好的保障。我国的主要石化产品为油品和醇类等有机化学品等，石化产品产销量情况直接影响石化物流业的发展。

我国成品油产量增速持续高于消费增速，供过于求的现状或导致仓储需求的增加。2019年我国成品油表观消费量为31,014.38万吨，规模较上年下降2.94%，较同期成品油产量低5,017.22万吨，需求增长乏力，供给持续过剩。由于成品油的液体属性，其运输和存储均需专业存储环境来保证顺利实现空间和时间的流转。在成品油供给持续高于需求的情况下，仓储需求或有所提升。

图 3 近年我国成品油生产量及增速持续高于表观消费量及增速



资料来源：Wind，中证鹏元整理

疫情影响下 2020 年一季度全球原油需求大幅减少，供需严重失衡，对石油储存的需求提升，且我国原油进口量及对外依存度呈上升趋势，对国内石化物流企业提供一定利好

支撑。2019年我国原油进口数量累计为5.06亿吨，同比增长9.46%。同时，我国原油对外依赖度较高且呈现上升趋势，2019年我国原油对外依存度达72.55%。受新冠肺炎全球大流行的影响，全球石油行业需求严重萎缩，石油价格出现暴跌，根据OPEC数据，2020年1季度全球原油产销供需平衡差异达6.83百万桶/天，为自该项数据统计以来的最高值，原油产量远大于销量，原油仓储空间需求空前提升。原油为汽油的主要原料，原油价格的变动直接影响汽油市场表现，原油仓储需求的提升直接引起汽油仓储的增加。

图4 我国原油进口量及对外依存度均呈上升趋势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

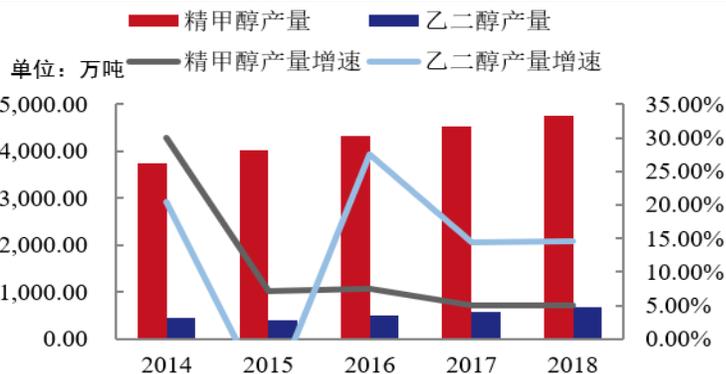
图5 2020年国外原油产销供需平衡差异大幅提升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

醇类产品产量整体增长，为石化物流行业需求增加提供前提。除油品外，石化产品还包括精甲醇和乙二醇等醇类在内的有机化学品。2018年我国精甲醇产量为4,756.00万吨，同比增长5.02%，增速较为平稳。近年乙二醇产量有所波动，2017年增速下滑13.11个百分点，当年同比增长14.39%；2018年我国乙二醇产量为668.89万吨，同比增长14.66%，增速较2017年变动不大，产量保持增长趋势。

图6 近年我国主要醇类产品产量整体呈增长趋势



注：公开渠道尚未公告精甲醇和乙二醇2019年产量数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

码头长度和万吨级以上泊位个数的增加及港口货物吞吐量的持续提升,为石化物流行业提供了较好保障,虽疫情冲击下港口货物运输短暂受阻,但随着疫情的缓解及货运需求的不断增长,石化物流行业整体向好

石化产品的运输多采用水运形式,码头资源是影响行业发展的重要因素,码头和泊位成为石化仓储企业的核心资产。码头资源是影响行业利润的直接因素,码头吞吐量对企业的经营业绩亦产生较大的影响。

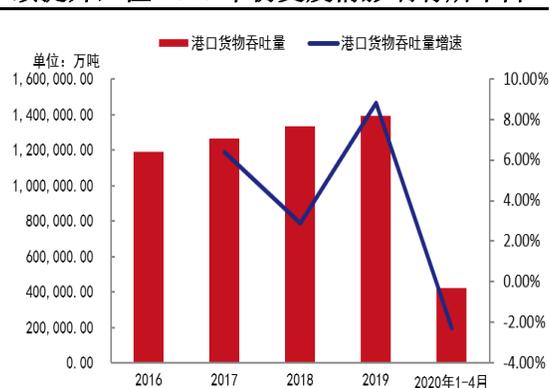
码头长度的增长、万吨级以上泊位个数持续增加以及港口货物吞吐量规模的提升,为石化物流业提供了较好保障。2018年全国港口码头长度为876,523米,同比增长1.40%,增速虽有所下降,但整体增长。近年我国万吨级以上泊位个数持续增加,2019年末为2520个,同比增长3.11%。从港口货物吞吐量来看,2019年我国港口货物吞吐量累计为1,394,083.00万吨,同比增长8.8%,增速较上年提升5.90个百分点。但2020年初受新冠肺炎疫情影响,货物运输短暂停滞,2020年1-4月全国港口货物吞吐量累计419,999.00万吨,同比下降2.30%。随着我国宏观经济的发展和货运需求的增加,港口货物吞吐量持续增长,随着疫情形势的缓解,其带来的相关不利影响逐渐减弱,加上码头资源的不断扩充,整体有利于石化物流业的持续发展。

图7 近年我国码头长度和万吨级泊位个数持续增长



资料来源:国家统计局、交通运输部,中证鹏元整理

图8 2016-2019年我国港口货物吞吐量持续提升,但2020年初受疫情影响有所下降



注:2016-2018年为规模以上港口货物吞吐量,2019年及2020年1-4月为全国港口货物吞吐量;增速来自交通运输部。

资料来源:交通运输部,中证鹏元整理

### 我国政府出台了一系列行业相关规划和政策法规,为行业发展提供了政策支撑

在我国经济发展进入新常态的背景下,政府不断出台物流行业相关规划和规范以促进石化物流业的发展。从相关规划和政策来看,近年国家不断推进物流行业体制机制创新,推动智慧物流建设,配合供给侧结构性改革,进一步促进实体经济高效发展。相关政策和

规划的出台，为行业发展、企业核心竞争力的提升提供了良好的市场环境和政策保障。

**表2 石化物流行业主要规划及政策**

名称	时间	发布单位	相关内容
数字交通发展规划纲要	2019年7月	交通运输部	大力发展“互联网+”高效物流新模式、新业态，加快实现物流活动全过程的数字化，推进铁路、公路、水路等货运单证电子化和共享互认，提供全程可监测、可追溯的“一站式”物流服务。鼓励各类企业加快物流信息平台差异化发展，推进城市物流配送全链条信息共享，完善农村物流末端信息网络。依托各类信息平台，加强各部门物流相关管理信息互认，构建综合交通运输物流数据资源开放共享机制。
国家物流枢纽网络建设实施方案(2019-2020年)》	2019年4月	国家发展改革委、交通运输部	国家物流枢纽原则上基于已投入运营、基础设施相对完备、市场需求旺盛、发展潜力较大、区域带动作用较强、在行业内具有一定影响力的物流枢纽进行建设。2019年，国家发展改革委、交通运输部将在国家物流枢纽承载城市人民政府编制的建设方案基础上，结合“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展国家重大战略实施需要，统筹研究确定第一批15个左右国家物流枢纽建设名单。
关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见	2019年2月26日	国家发展改革委等部门	推动国家物流枢纽网络建设，加强联运衔接设施短板建设，完善城乡消费物流体系，建立资源共享的物流公共信息平台；促进现代物流业与制造业深度融合，积极推动物流装备制造业发展，提升制造业供应链智慧化水平。
国家物流枢纽布局和建设规划	2018年12月24日	国家发展改革委、交通运输部	推动物流组织模式和行业管理体制机制创新，加快现代信息技术和先进设施设备应用，构建科学合理、功能完备、开放共享、智慧高效、绿色安全的国家物流枢纽网络，打造“通道+枢纽+网络”的物流运行体系，实现物流资源优化配置和物流活动系统化组织。
关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知	2018年9月17日	国务院	2017-2020年，全国铁路货运量增加11亿吨、增长30%，其中京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%；全国水路货运量增加5亿吨、增长7.5%；沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨。全国多式联运货运量年均增长20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上。
关于促进石化产业绿色发展的指导意见	2017年12月5日	国家发展改革委、工信部	优化产业布局，调整产业结构，加强科技创新，完善行业绿色标准，建立绿色发展长效机制，推动石化产业绿色可持续发展。
国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见	2017年8月17日	国务院	要深化“放管服”改革，激发物流运营主体活力；加大降税清费力度，切实减轻企业负担；加强重点领域和薄弱环节建设，提升物流综合服务能力；加快推进物流仓储信息化标准化智能化，提高运行效率；深化联动融合，促进产业协同发展；打通信息互联渠道，发挥信息共享效用；推进体制机制改革，营造优良营商环境。
“十三五”港口集疏运系统建设方案	2017年2月	交通运输部、国家铁路局、	明确了车购税资金支持集疏运铁路、公路建设的重点和投资标准，将重点突破铁路、公路进港“最后一公里”，加快推进港口集疏运系统建设，为促进港口转型升级、多式联运发展、物流业“降本增效”以及推进交

		中国铁路总公司	通运输供给侧结构性改革、服务“三大战略”提供支撑和保障。
推动交通物流融合发展近期重点工作及分工方案	2016年12月	国家发展改革委、交通运输部、中国铁路总公司	以全国性和部分区域性综合交通物流枢纽为重点，形成约 50 个与铁路货运站、港口、机场等有机衔接的综合型公路港。以区域性和部分地区性综合交通物流枢纽为重点，打造约 100 个与主干运输通道快速连通的基地型公路港。以地区性综合交通物流枢纽和国家高速公路沿线城市为重点，形成一批与综合型和基地型公路港有效衔接、分布广泛的驿站型公路港。
关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见	2016年7月	国务院	指出推进供给侧结构性改革，积极开拓市场，坚持创新驱动，改善发展环境，着力去产能、降消耗、减排放，补短板、调布局、促安全，推动石化产业提质增效、转型升级和健康发展。为石化产业的发展提出指导思想、基本原则、主要目标、重点任务和保障措施
中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要	2016年3月	全国人大	指出提高物流组织管理水平，规范公路收费行为，降低企业物流成本；加强物流基础设施建设，大力发展第三方物流
关于智慧物流配送体系建设的实施意见	2015年7月	商务部	指出发展智慧物流配送，是适应柔性制造、促进消费升级，实现精准营销，推动电子商务发展的重要支撑，也是今后物流业发展的趋势和竞争制高点
物流业发展中长期规划(2014—2020)	2014年10月	国务院	指出物流业是融合运输、仓储、货代、信息等产业的复合型服务业，是支撑国民经济发展的基础性、战略性新兴产业
关于促进商贸物流发展的实施意见	2014年9月	商务部	支持传统仓储企业转型升级，向配送运营中心和专业化、规模化第三方物流发展，鼓励仓储、配送一体化，引导仓储企业规范开展担保存货第三方管理

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

公司系在深圳证券交易所挂牌的上市公司，根据《公司法》、《证券法》、《上市公司章程指引》等法律法规要求及自身实际情况建立了治理结构和内部控制制度。

### 1、公司治理

公司按照《上市公司治理准则》等法规的要求，建立了股东会、董事会和监事会及其议事规则，并对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

近年来，公司能够按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，2019年公司召开年度股东大会1次，临时股东大会7次，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

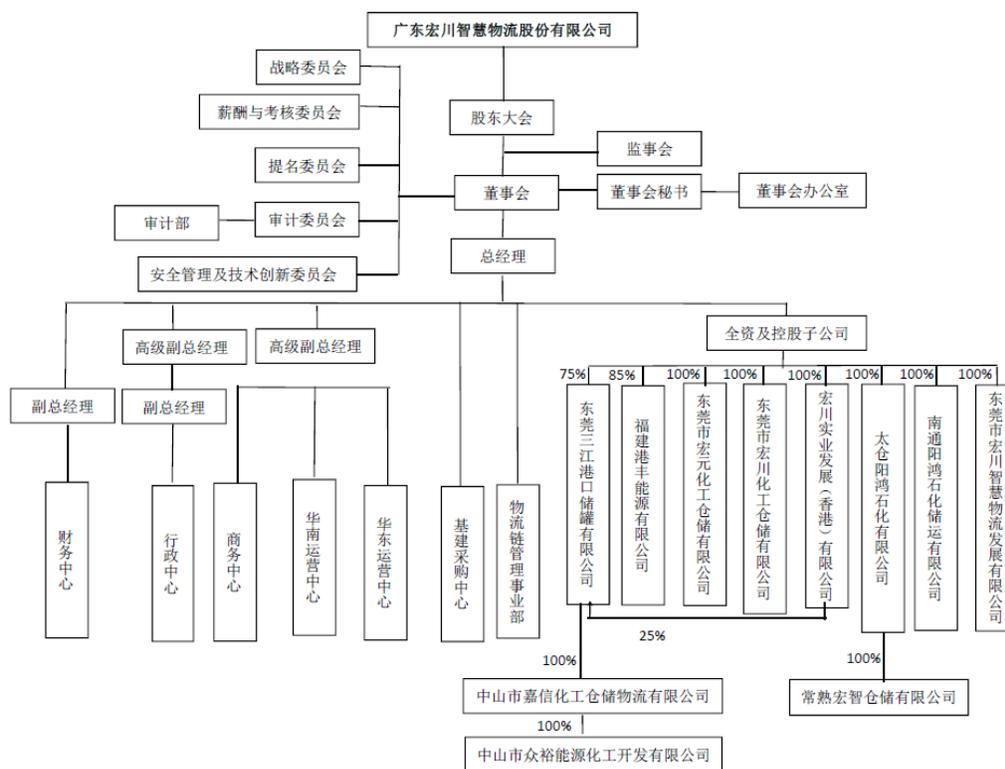
截至2020年3月末，公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3名，董事会设董事长1

人，不设副董事长，董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会设立审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、安全管理及技术创新委员会等专门委员会。各专门委员会在董事会授权下开展工作，为董事会的决策提供咨询意见，对董事会负责。公司监事会由3名监事组成，设监事会主席1人，由全体监事过半数选举产生。近年监事会通过列席董事会会议、召开专题会议等方式履行监督职能。

## 2、公司管理

为规范日常经营活动，公司总部设立了较为健全的组织结构，管理层下设商务中心、华南运营中心、华东运营中心、基建采购中心、财务中心、行政中心和物流链管理事业部等部门。

图9 截至2020年3月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

人力资源方面，公司董事长林海川先生，厦门大学国际金融专业本科、中欧国际工商学院EMBA、香港城市大学博士。曾任东莞市虎门化工贸易公司总经理，东莞市宏川化工供应链有限公司总经理，宏川集团执行董事等，从业经验较为丰富。截至2020年3月末，

公司拥有员工总计748人。从员工专业结构来看，公司生产人员为383人，占公司员工总数的51.20%，学历构成以大专及以下为主，人员构成符合行业特征。

**表3 截至2020年3月末公司员工专业和学历结构情况**

专业	人数（人）	比例
生产人员	383	51.20%
销售人员	62	8.29%
技术人员	110	14.71%
财务人员	18	2.41%
行政人员	84	11.23%
管理人员	91	12.17%
<b>合计</b>	<b>748</b>	<b>100.00%</b>

文化程度	人数（人）	比例
硕士及以上	11	1.47%
本科	123	16.44%
大专	171	22.86%
高中及以下	443	59.22%
<b>合计</b>	<b>748</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

### 3、内部控制

根据相关的法规规定并结合公司自身特点及内部管理要求，公司制定了《内部审计制度》，对公司财务信息的真实性和完整性、内部控制制度的建立和实施等情况的监督检查工作进行规范。此外，公司还制定了《重大信息内部报告制度》和《内幕信息知情人登记管理制度》，对公司内幕信息的管理和保密工作进行规范。

### 4、发展战略

公司整体发展战略为致力于提供全面创新、领先的服务，实现从传统型企业到智慧型企业的转变，在现有业务基础上开辟轻资产业务，成为创新型的、专业的、领先的液体化学品物流服务商。公司将通过移动互联网、大数据等新技术，建立创新型服务管理平台，同时创新公司业务服务模式，以自建、并购、输出管理等方式并举，不断扩展现有业务版图。

整体来看，公司治理结构相对完善，部门架构设置及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要。

## 六、经营与竞争

公司主要为境内外石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他服务。近年公司营业收入持续增长，2017-2019年分别为3.65亿元、3.98亿元和4.86亿元，年均复合增长率为15.46%；2020年1-3月公司实现营业收入1.34亿元，同比增长13.56%。仓储综合服务是公司营业收入最主要的来源，近年仓储综合服务收入占营业收入比重均在92%以上；受益于出租率的提升，近年该项业务收入逐年增长。物流链管理服务、物流金融服务和其他业务亦对公司营业收入形成一定补充。公司毛利的主要来源为仓储综合服务，由于成本较为固定，随着收入的持续增长，近年公司仓储综合服务毛利率平稳提升；物流链管理服务毛利率上升较快；商业保理业务成本较低，毛利率较高，2018年末该项业务已经剥离。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
仓储综合服务	12,720.62	62.84%	45,561.27	62.71%	36,931.13	57.27%	35,270.69	56.63%
中转及其他服务	142.08	73.32%	910.20	72.58%	999.01	65.45%	930.82	64.93%
物流链管理服务	225.87	22.76%	2,051.50	23.62%	423.18	7.59%	212.88	4.00%
商业保理服务	0.00	-	0.00	-	1,278.97	90.47%	0.00	-
其他业务	306.76	99.52%	71.71	76.31%	176.24	65.85%	41.06	100.00%
<b>合计</b>	<b>13,395.32</b>	<b>63.12%</b>	<b>48,594.68</b>	<b>61.26%</b>	<b>39,808.53</b>	<b>58.05%</b>	<b>36,455.45</b>	<b>56.59%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有自有码头优势，整体吞吐量及罐容不断扩大，为开展仓储综合服务业务提供了较好基础，但公司提供服务的品种主要系油品和醇类，相关产品仓储需求易受宏观经济等因素影响存在一定波动

仓储综合服务是公司的核心业务，由拥有码头和储罐等经营性资质的子公司东莞三江港口储罐有限公司（以下简称“东莞三江”）、太仓阳鸿石化有限公司（以下简称“太仓阳鸿”）和南通阳鸿石化储运有限公司（以下简称“南通阳鸿”）等运营。2019年12月，东莞三江收购中山市嘉信化工仓储物流有限公司（以下简称“中山嘉信”）100.00%股权，收购完成后，中山嘉信为公司全资孙公司，主要从事仓储综合服务业务。

自有码头是保障和促进仓储业务发展的关键，公司自有的已运营码头包括太仓阳鸿码头、南通阳鸿码头、东莞三江码头和中山嘉信码头。太仓阳鸿码头位于江苏省苏州市太仓港口开发区，拥有8个泊位，最大可靠泊8万吨级船舶；南通阳鸿码头位于江苏省南通市如皋港区，拥有6个泊位，最大可靠泊8万吨级船舶；东莞三江码头位于东莞市沙田镇虎门港

立沙岛，拥有2个泊位，最大可靠泊2万吨级船舶；中山嘉信码头位于中山市民众镇，拥有2个泊位，最大可靠泊5千吨级船舶。截至2020年3月末，公司拥有储罐320座，罐容为138.39万立方米，由于南通阳鸿储罐扩建完工及收购中山嘉信，罐容较2018年末增加25.36万立方米，其中太仓阳鸿储罐77座，罐容60.60万立方米；南通阳鸿储罐66座，罐容47.50万立方米；东莞三江储罐97座，罐容24.13万立方米；中山嘉信储罐80座，罐容6.16万立方米。

**表5 公司吞吐量和罐容情况**

期间	吞吐量（万吨）	罐容（万立方米）
2020年1-3月	351.78	138.39
2019年	1,392.82	138.39
2018年	1,194.54	113.03
2017年	1,180.27	107.03

注：罐容量为期末数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

吞吐量主要包括码头吞吐量和装车台吞吐量，产品吞吐量的变化引起储量的变动，进而影响储罐出租率情况，对公司收入产生影响。因此，吞吐量越高意味着相关产品储量规模大，表明公司储罐出租率越高，在出租价格相对固定的情况下，出租率的提升带动收入的增长，反之亦然。公司提供的服务品种主要为油品和醇类。油品品种主要为汽油和混合芳烃，近年公司油品吞吐量基本平稳，但随着醇类吞吐量占比的提升，油品占比逐年下降。醇类品种主要为甲醇和乙二醇，太仓阳鸿和南通阳鸿为郑州商品交易所甲醇指定交割库，太仓阳鸿、南通阳鸿和东莞三江为大连商品交易所乙二醇指定交割库，南通阳鸿、东莞三江为大连商品交易所苯乙烯指定交割仓。随着醇类市场供给端产能增加，产品到货量规模扩大，2018-2019年醇类吞吐量分别同比增长13.25%和59.76%。此外，由于公司库区拥有多种材质和多种特殊功能的储罐，客户可选择性高，公司还存储液碱等其他石化产品。2020年1-3月，受疫情影响，运输出现短暂受阻，公司主要经营品种吞吐量同比有所下降。此外，公司提供服务的品种均属石化行业，易受宏观经济周期性波动的影响，公司业务亦会产生相应波动。

**表6 按经营品种分类公司吞吐量情况（单位：万吨）**

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	吞吐量	比重	吞吐量	比重	吞吐量	比重	吞吐量	比重
油品	171.78	48.83%	729.72	52.39%	752.27	62.98%	764.62	64.78%
醇类	118.56	33.70%	416.80	29.93%	260.89	21.84%	230.36	19.52%
液碱	13.76	3.91%	53.40	3.83%	36.08	3.02%	65.93	5.59%
其他	47.69	13.56%	192.90	13.85%	145.30	12.16%	119.36	10.11%

合计	351.79	100.00%	1,392.82	100.00%	1,194.54	100.00%	1,180.27	100.00%
----	--------	---------	----------	---------	----------	---------	----------	---------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

分地区来看，太仓阳鸿和南通阳鸿属于华东地区，满足长三角地区石化产品的仓储需求，近年吞吐量持续增长，占公司吞吐量的比重均在70.00%以上。东莞三江和中山嘉信属于华南地区，服务于珠三角地区制造企业群，由于储罐个数较多且单座储罐容量较小，储存品种较多，近年吞吐量规模较小且变化不大。

**表7 按地区分类公司吞吐量情况（单位：万吨）**

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	吞吐量	比重	吞吐量	比重	吞吐量	比重	吞吐量	比重
华东地区	285.96	81.29%	1,040.51	74.71%	847.30	70.93%	844.11	71.52%
华南地区	65.82	18.71%	352.31	25.29%	347.24	29.07%	336.16	28.48%
合计	351.78	100.00%	1,392.82	100.00%	1,194.54	100.00%	1,180.27	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 近年公司储罐出租率较高，储罐出租价格较为稳定，款项回收较好

公司商务中心负责销售，包括华南商务中心和华东商务中心，其中华南商务中心主要负责包括东莞三江等在内的立沙岛仓储基地业务，华东商务中心主要负责太仓阳鸿和南通阳鸿业务。公司通过对外出租储罐实现销售收入。公司储罐的出租方式包括两种：一、根据客户对储存货物品质敏感度，采用包罐和拼罐两种租罐模式。包罐是指客户租赁指定储罐，按该储罐的标称容量进行租赁，仓储货物单独存放，包罐可规避因与其他客户混放而影响仓储货物品质的情形。拼罐是指客户租赁时不限定储罐，仓储货物可与其他客户同产品、同质量的货物混放。二、按客户储罐租赁期限的长短，公司采用长租和短租两种租罐方式经营。长租是指客户租赁储罐的基本租用期为6个月以上（含6个月）；短租是指客户租赁储罐的基本租用期为6个月以下。

从出租率来看，近年公司储罐出租率整体较高。2017-2019年公司储罐出租率维持在80.00%以上，2020年1-3月，受疫情影响国内交通受阻，公司储罐出租率较2019年下滑4.39个百分点。

**表8 公司储罐出租率情况**

地区	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
平均出租率	78.92%	83.31%	84.39%	82.04%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

定价标准方面，拼罐模式下，按仓储货物重量（吨）收取综合仓储费；在包罐模式下，按包罐罐容（立方米）收取仓储费，按仓储货物数量收取操作费。同时依据租赁的时间长

短和储罐大小、储罐材质、储存品种等，收费价格存在一定差异。根据储罐材质不同可分为碳钢储罐和不锈钢储罐。碳钢储罐主要存储普通品种，而部分石化产品对存储有特殊需求，这些特殊品种则需用不锈钢罐存储。目前，太仓阳鸿和南通阳鸿不锈钢罐多用于储存普通品种，使得两种不同材质储罐的收费单价相近。但东莞三江由于储存特殊品种（如苯酚、冰醋酸等）较多，其不锈钢罐的收费平均单价相当于碳钢罐的1.5-2倍。租赁期限方面，包罐模式下客户根据需求选择长租或短租两种租赁方式，拼罐模式下客户主要选择短租方式，一般在包罐模式下将另行收取一定的操作费，其平均收费标准约10元/吨，拼罐模式下的储罐收费通常已包含操作费。

在定价流程方面，公司商务人员根据客户的仓储需求与生产人员了解货物特性、仓储需求和储罐安排，在各罐型对应的价格范围内向客户报价，一般短租价格高于长租价格，拼罐价格高于包罐价格，与客户签订合同后合同执行期间，价格一般不进行调整。实际运营中，公司基本执行收费定价标准，整体价格较为稳定。款项回收方面，公司一般每月向客户发出费用账单，客户应在收到公司费用账单的五个工作日内确认并回传给公司，超期未回传的，视为已核对确认账单，客户在确认账单后的要求期限内结清款项。在合同中约定未结清款项的，公司有权停止出货，款项回收的保障性好。

**表9 公司储罐定价标准**

子公司	储罐容量 (立方米)	拼罐价格 (元/吨)	包罐价格		储罐材质
			短期租罐价格 (元/立方米/月)	长期租罐价格 (元/立方米/月)	
东莞三江	700	45-57	40-50	40-45	不锈钢罐价格一般为碳钢罐价格的1.5-2倍
	1,000-1,500		33-45	30-45	
	2,500-7,000		30-40	26-35	
太仓阳鸿	3,000	29-50	28-30	25.65-50	碳钢罐和不锈钢罐价格差异较小
	5,000-10,000				
	20,000				
南通阳鸿	1,000	30-55	27-35	27-35	碳钢罐和不锈钢罐价格差异较小
	2,000-10,000				
	16,000				
中山嘉信	300-800	不适用	45-60	40-50	储罐均为碳钢材质，价格无差异
	1,000-1,500		38-45	35-40	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司前五大客户来看，2017-2019年公司前五大客户销售收入占营业收入比重分别为18.09%、15.90%和16.93%，2020年1-3月，前五大客户销售收入占比提升至22.15%，但

整体集中度不高，且前五大客户资金结算账期均为30天，账期较短。

**表10 公司前五大客户销售情况（单位：万元）**

年度	序号	前五大客户	销售收入	占比	主要产品
2020年1-3月	1	客户一	965.99	7.21%	油品
	2	客户二	604.16	4.51%	油品
	3	客户三	573.51	4.28%	化学品
	4	客户四	432.56	3.23%	油品
	5	客户五	391.03	2.92%	油品
			<b>合计</b>	<b>2,967.26</b>	<b>22.15%</b>
2019年	1	客户一	2,678.33	5.51%	汽油
	2	客户二	1,896.66	3.90%	汽油
	3	客户三	1,328.17	2.73%	MTBE
	4	客户四	1,281.11	2.64%	汽油
	5	客户五	1,041.78	2.14%	基础油
			<b>合计</b>	<b>8,226.05</b>	<b>16.93%</b>
2018年	1	客户一	1,627.57	4.09%	混合芳烃
	2	客户二	1,290.93	3.24%	散装液体化学品
	3	客户三	1,205.18	3.03%	MTBE
	4	客户四	1,150.76	2.89%	混合芳烃
	5	客户五	1,053.53	2.65%	散装液体化学品
			<b>合计</b>	<b>6,327.98</b>	<b>15.90%</b>
2017年	1	客户一	1,751.68	4.80%	混合芳烃
	2	客户二	1,272.72	3.49%	MTBE
	3	客户三	1,216.70	3.34%	混合芳烃
	4	客户四	1,183.88	3.25%	石脑油
	5	客户五	1,169.67	3.21%	混合芳烃
			<b>合计</b>	<b>6,594.65</b>	<b>18.09%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目完工后，仓储能力及码头泊位停靠能力将有所增强，但项目建设尚需投资规模较大，公司存在较大的资金压力

公司主要在建项目包括宏川仓储工程、福建港能一期和二期仓储工程、福建港能码头工程及宏元仓储工程，其中宏川仓储工程完工后罐容将新增20.75万立方米，储罐个数增加53座；福建港能一期和二期工程完工后罐容将新增38.83万立方米，储罐个数增加77座；宏元仓储工程完工后罐容将新增1.05万立方米，储罐个数增加5座。截至2020年3月末，公司主要在建项目总投资17.69亿元，累计已投资9.20亿元，尚需投资8.49亿元，公司存在较大的资金压力。2020年初由于新冠肺炎疫情导致延迟复工，公司工程进

度有所放缓。公司主要在建项目完工后，储罐个数和罐容均将提升，码头停靠能力也将进一步增强，将推动公司业务规模的扩大和效益的提升。

**表11 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目	总投资	已投资	预计投产时间
宏川仓储仓储工程	61,000.00	52,373.47	2020 年 04 月
福建港能二期仓储工程	48,600.07	80.28	2021 年 09 月
福建港能一期仓储工程	25,030.00	16,823.08	2020 年 07 月
福建港能码头工程	18,500.00	16,179.19	2020 年 07 月
宏川仓储码头工程	10,500.00	2,132.06	2021 年 06 月
南通阳鸿改造工程	6,395.40	573.68	2020 年 12 月
宏元仓储仓储工程	4,300.00	3,223.12	2020 年 04 月
中山嘉信化工仓库三期工程	1,600.00	24.24	2021 年 04 月
太仓阳鸿改造工程	195.00	128.55	2020 年 09 月
东莞三江改造工程	740.00	464.76	2020 年 06 月
<b>合计</b>	<b>176,860.47</b>	<b>92,002.43</b>	-

注：由于统计口径问题，本期债券募投项目涵盖在福建港能一期、二期仓储工程和福建港能码头工程项目中。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 物流链管理服务等其他业务对公司营业收入形成一定补充，但规模较小

公司还从事物流链管理服务、物流金融服务等其他业务。物流链管理服务是通过公司服务输出，不利用公司资产而利用公司管理能力，为客户提供仓储物流一体化服务，由物流链管理事业部统一管理。该项业务包括仓储代理服务和过程管控服务，仓储代理服务系为客户寻找合适的国内石化产品仓储库区为客户提供货物存储期间的安全、品质检测、货权监管、代办出入库等服务；过程管控服务系为客户物流全过程提供作业时间效率、货物数量损耗、货物品质管控等服务。2017-2019年公司实现物流链管理服务收入分别为212.88万元、423.18万元和2,051.50万元，由于客户需求变动及公司物流链管理服务能力的提升而持续增加；毛利率分别为4.00%、7.59%和23.62%，由于该项业务成本较为固定，毛利率受收入增加的影响而持续提升。2020年1-3月，公司物流链管理服务业务经营正常，当期实现收入225.87万元，毛利率22.76%。

物流金融服务主要为石化产品生产商、贸易商、终端客户或其他服务商提供商业保理服务，该项业务主要由子公司东莞市快易商业保理有限公司（以下简称“快易保理”）运营。快易保理于2018年5月开始经营商业保理服务业务，产生物流金融服务收入1,278.97万元，由于成本较低，毛利率达90.47%。受公司整体规划的影响，2018年12月，公司将快易保理全部股权转让至公司实际控制人林海川先生，股权处置价款为5,167.45万元，公司实

现投资收益49.98万元。

**近年频繁的并购活动增加了公司资金支出压力,且石化物流行业涉及产品多为危化品,需关注安全生产风险**

公司近年并购活动频繁。2018年12月,公司通过增资和受让股权方式收购了福建港能85%的股权,以自有资金支付价款1.06亿元;2019年12月,公司子公司东莞三江收购中山嘉信100%股权,以自有资金支付价款3.00亿元。根据公司公告,2020年公司拟通过上海联合产权交易所以现金方式受让华润化学材料有限公司持有的常州华润化工仓储有限公司56.91%股权及至溢投资有限公司持有的常熟华润化工有限公司100.00%股权,交付对价共4.09亿元。公司频繁的并购活动增加了资金支出压力,提升了公司资产负债率,且需关注并购后的公司治理情况。

公司所处石化物流行业涉及产品多为危化品,安全等级要求较高。石化物流企业库区存储的货物大部分为化学品,若发生操作失误或设备故障,工作人员的健康和生命安全将受到威胁。在仓储过程中,若因操作失误或设备故障,导致出现安全事故,或对公司经营造成不利影响。因此,公司面临一定的安全生产风险。公司近年较为重视安全管理工作。公司制定了《安全生产管理制度》、《危险化学品安全管理制度》、《操作部码头装卸船操作规程》、《安全防范措施管理规定》等多项操作规程指导安全操作,同时,公司通过对各项操作记录的检查确保操作人员严格按操作流程执行各项工作任务,避免操作过程中的安全风险。此外,公司在董事会下设立了安全管理及技术创新委员会,专门研究、确定公司安全管理及技术创新的长远规划,组织制定安全生产管理、技术创新实施方案等。截至2020年3月末,公司及下属子公司均未发生重大安全事故。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所(特殊普通合伙)出具标准无保留意见的2018年和2019年审计报告,以及未经审计的2020年一季报,报告均按新会计准则编制。因公司2018年度发生同一控制下企业合并,以下分析中2017年财务数据为追溯调整后数据,2017年数据采用2018年审计报告期初数,2018年数据采用2019年审计报告期初数。近三年又一期,公司合并报表范围变化情况如表12所示。

**表12 2017-2019年及2020年1-3月公司合并报表范围变化情况**

### 1、新纳入公司合并范围的子公司情况

年份	子公司名称	合并方式
2017年	无变化	-
2018年	东莞市宏元化工仓储有限公司	收购
	福建港丰能源有限公司	收购
2019年	东莞市宏川智慧物流发展有限公司	新设
	中山市嘉信化工仓储物流有限公司	收购
	中山市众裕能源化工有限公司	收购
2020年1-3月	常熟宏智仓储有限公司	新设

### 2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

年份	子公司名称	不再纳入原因
2017年	无变化	-
2018年	东莞市快易商业保理有限公司（曾用名“深圳前海宏川智慧物流有限公司”）	对外转让
2019年	无变化	-
2020年1-3月	无变化	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 资产结构与质量

近年公司资产规模持续扩大，但石化物流行业为重资产行业，资产构成以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，同时部分资产已对外抵押，公司资产整体流动性较差

近年公司资产规模持续扩张，2017-2019年总资产复合增长率为37.37%，2020年3月末总资产为42.46亿元。由于公司所处石化物流行业为重资产行业，资产构成以非流动资产为主，2020年3月末非流动资产占比78.35%。

近年公司货币资金存在一定波动，受益于公开发行股票募集资金，2018年末公司货币资金大幅增长；由于子公司福建港能提前偿还借款及支付现金股利，2019年末公司货币资金同比下降55.82%至1.39亿元，公司无受限货币资金。2020年3月末，公司购买理财产品增加，货币资金有所下降。2020年3月，公司新增购买理财产品，导致新增3.81亿元交易性金融资产，占总资产比重8.97%。由于公司客户账期基本为一个月，应收账款规模较小，随着业务规模的扩大及中山嘉信并表，2019年末及2020年3月末应收账款持续增长。

公司固定资产主要为港务及库场设施（码头、储罐和管线等）、机器设备（自动化设备、供电设备、防爆设施等）和房屋建筑物及构筑物（办公楼、装车站、待工楼等），由于南通阳鸿三期储罐转固及收购中山嘉信，2019年末公司固定资产同比增长44.59%至14.76亿元，占总资产比重41.24%，其中账面价值6.43亿元的固定资产已用于借款抵押，占固定资产比重为43.57%。在建工程主要系宏川仓储工程、福建港能一期仓储工程及福

建港能码头工程等,随着工程进度的推进及合并范围的增加,在建工程规模持续增长,2019年末为8.79亿元。公司无形资产主要系土地使用权和岸线使用权,2019年末为6.75亿元,受合并中山嘉信的影响同比增长16.51%,其中账面价值3.39亿元的土地使用权已对外抵押。截至2019年末,公司商誉为2.37亿元,占总资产比重6.61%,其中太仓阳鸿、南通阳鸿、福建港能和中山嘉信分别形成商誉1.02亿元、1.26亿元、0.03亿元和0.33亿元,公司已对南通阳鸿商誉计提0.28亿元商誉减值准备,若收购子公司重估价值降低,公司面临一定商誉减值风险。

**表13 公司主要资产构成情况(单位:万元)**

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12,043.57	2.84%	13,905.78	3.88%	31,476.73	10.93%	8,172.51	4.31%
交易性金融资产	38,097.81	8.97%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	8,522.27	2.01%	6,139.12	1.72%	4,693.49	1.63%	3,749.04	1.98%
<b>流动资产合计</b>	<b>91,915.25</b>	<b>21.65%</b>	<b>26,226.00</b>	<b>7.33%</b>	<b>41,782.89</b>	<b>14.51%</b>	<b>13,797.08</b>	<b>7.27%</b>
固定资产	144,812.81	34.11%	147,610.67	41.24%	102,089.78	35.45%	103,894.40	54.77%
在建工程	92,002.45	21.67%	87,912.79	24.56%	62,722.09	21.78%	11,406.63	6.01%
无形资产	67,347.38	15.86%	67,464.00	18.85%	57,901.59	20.11%	36,848.61	19.43%
商誉	23,660.48	5.57%	23,660.48	6.61%	20,385.14	7.08%	20,070.71	10.58%
<b>非流动资产合计</b>	<b>332,676.45</b>	<b>78.35%</b>	<b>331,726.33</b>	<b>92.67%</b>	<b>246,204.63</b>	<b>85.49%</b>	<b>175,885.00</b>	<b>92.73%</b>
<b>资产总计</b>	<b>424,591.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>357,952.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>287,987.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>189,682.08</b>	<b>100.00%</b>

资料来源:公司2018年、2019年审计报告及未经审计的2020年一季报,中证鹏元整理

整体来看,近年公司资产规模持续扩张,但公司所处行业为重资产行业,资产构成以非流动资产为主,固定资产、在建工程和无形资产占比较高,同时部分资产已对外抵押,资产整体流动性较差。

## 资产运营效率

### 公司净营业周期波动较大,资产运营水平较低

由于公司账期较短,应收账款规模不大,随着营业收入的增加,近年公司应收账款周转天数逐年增加。公司主营业务为仓储服务,存货占比较小,存货周转天数较短。随着公司在建项目的扩张及并购的增加,应付工程款逐年增长,应付账款周转天数亦逐年提升。上述因素综合导致公司净营业周期存在较大波动。由于公司属于重资产行业,固定资产和

总资产周转天数均较长，资产运营效率较差。

**表14 公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款（含应收票据）周转天数	40.17	38.69	37.00
存货周转天数	2.73	5.14	7.51
应付账款周转天数	265.45	162.84	38.38
净营业周期	-222.54	-119.01	6.14
流动资产周转天数	251.91	251.31	144.37
固定资产周转天数	924.92	931.39	1,054.83
总资产周转天数	2,392.63	2,159.85	1,874.93

资料来源：公司2018年、2019年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 近年公司收入及利润持续增长，但财务费用显著增加，对公司利润形成一定侵蚀

公司营业收入最主要的来源为仓储综合服务，随着业务规模的扩大，近年营业收入持续增长，2017-2019年分别为3.65亿元、3.98亿元和4.86亿元，年复合增长率为15.46%；2020年1-3月公司实现营业收入1.34亿元，同比增长13.56%，受疫情影响增速较2019年下降8.51个百分点。由于公司业务成本较为固定，随着收入的持续提升，近年毛利率稳步提高。

近年公司期间费用率呈上升趋势，2017-2019年分别为21.81%、22.09%和22.50%，2019年由于福建港能土地使用权摊销、并购业务相关费用增加以及确认股份支付费用增加导致当期管理费用增长较多，期间费用率亦略有上升。受借款增加财务费用提升的影响，2020年1-3月公司期间费用率上升至30.50%，较高的期间费用率对公司利润形成一定侵蚀。由于公司成本主要系直接人工和折旧成本，较为固定，随着业务收入规模的整体扩大，2017-2019年公司营业利润、利润总额和净利润均持续增长，虽受疫情影响，2020年1-3月公司净利润较上年同期下降29.23%，但公司整体盈利能力良好。

**表15 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	13,395.32	48,594.68	39,808.53	36,455.45
营业利润	4,402.87	19,666.63	14,571.16	12,738.08
利润总额	4,278.62	19,703.79	14,395.54	12,738.12
净利润	3,076.99	14,354.39	10,271.01	9,213.43
综合毛利率	63.12%	61.26%	58.05%	56.59%
期间费用率	30.50%	22.50%	22.09%	21.81%

营业利润率	32.87%	40.47%	36.60%	34.94%
总资产回报率	-	7.03%	7.18%	8.36%
净资产收益率	-	7.70%	6.75%	7.92%
营业收入增长率	13.56%	22.07%	9.20%	-0.74%
净利润增长率	-29.23%	39.76%	11.48%	10.28%

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

## 现金流

公司收现情况较好，但考虑到公司项目建设持续推进、并购活动较多，仍存在较大的融资需求

2017-2019年公司收现比分别为1.05、1.06和1.06，收现情况较好；2020年1季度，受疫情影响收现比略有下降。受保理业务的影响，2018年公司经营性应收项目大幅增加，导致公司经营活动现金流有所弱化，当年经营活动现金净流入0.16亿元。2018年末公司剥离商业保理业务，2019年经营活动现金流改善，经营活动现金净流入3.20亿元；2020年1-3月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.63亿元。

投资活动方面，随着公司工程项目现金投入的增加，近年投资活动现金持续净流出，2017-2019年投资活动现金净流出分别为1.11亿元、2.26亿元和6.29亿元，其中2019年流出规模大幅增加，主要系公司2018年收回理财本金导致当期投资活动现金流入规模较大，而2019年未发生上述事项，投资活动现金流入规模大幅下降。2020年1季度，公司购买理财产品增加，导致当期投资支付的现金大幅增加，投资活动现金净流出规模扩大。

筹资活动方面，由于2017年公司偿还到期债务，筹资活动现金持续净流出；2018年公司通过公开发行股票募集资金，筹资活动现金净流入4.49亿元；2019年公司筹资活动现金净流入规模下降；由于2020年1季度公司到期偿还债务较少，且取得借款规模较大，当期筹资活动现金净流入大幅增加。考虑到公司工程项目的不断推进、并购活动频繁，未来仍将存在较大的融资需求。

**表16 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2020年 1-3月	2019年	2018年	2017年
收现比	0.87	1.06	1.06	1.05
净利润	3,076.99	14,354.39	10,271.01	9,213.43
营运资本变化	-	3,931.28	-21,438.07	508.93
其中：存货减少（减：增加）	-	11.88	179.10	5.12
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-642.25	-22,280.50	-169.05

经营性应付项目的增加（减：减少）	-	4,561.66	663.33	672.86
经营活动产生的现金流量净额	<b>6,316.94</b>	<b>32,006.53</b>	<b>1,575.67</b>	<b>22,842.33</b>
投资活动产生的现金流量净额	<b>-83,288.83</b>	<b>-62,866.93</b>	<b>-22,595.45</b>	<b>-11,134.17</b>
筹资活动产生的现金流量净额	<b>75,094.09</b>	<b>13,283.74</b>	<b>44,872.46</b>	<b>-13,445.70</b>
现金及现金等价物净增加额	-1,862.22	-17,570.95	23,877.58	-1,925.42

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司资产负债率持续攀升，有息债务增长较快，债务压力不断加重

受益于发行新股，2018年公司所有者权益增长较快，受利润累积影响，2019年以来所有者权益持续增加，2020年3月末为19.37亿元。随着借款规模的扩大，公司负债总额持续增长，2020年3月末为23.09亿元。截至2020年3月末，公司产权比率为119.20%，所有者权益尚不能覆盖负债总额。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	230,889.33	167,703.96	105,279.80	68,011.80
所有者权益	193,702.36	190,248.37	182,707.72	121,670.28
产权比率	119.20%	88.15%	57.62%	55.90%

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

公司短期借款规模较小，2020年3月末为0.30亿元。应付账款主要系应付工程款，2018-2019年随着工程规模的扩大持续增加，2020年1季度公司支付部分工程款，导致当期末应付账款规模下降。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款，2020年3月末为1.79亿元。

截至2019年末，公司长期借款为10.42亿元，包括抵押、保证借款7.32亿元，抵押、质押、保证借款2.49亿元，保证借款0.61亿元；2020年3月末长期借款继续增加至17.64亿元。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,004.35	1.30%	3,018.98	1.80%	0.00	0.00%	30.00	0.04%
应付账款	9,627.97	4.17%	14,965.11	8.92%	12,795.71	12.15%	2,308.82	3.39%
一年内到期的非流动负债	17,904.01	7.75%	9,128.94	5.44%	10,500.00	9.97%	8,000.00	11.76%
流动负债合计	<b>45,611.98</b>	<b>19.75%</b>	<b>54,623.85</b>	<b>32.57%</b>	<b>36,750.27</b>	<b>34.91%</b>	<b>12,680.55</b>	<b>18.64%</b>

长期借款	176,356.86	76.38%	104,188.43	62.13%	63,474.53	60.29%	50,524.53	74.29%
<b>非流动负债合计</b>	<b>185,277.35</b>	<b>80.25%</b>	<b>113,080.11</b>	<b>67.43%</b>	<b>68,529.53</b>	<b>65.09%</b>	<b>55,331.25</b>	<b>81.36%</b>
<b>负债合计</b>	<b>230,889.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>167,703.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>105,279.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>68,011.80</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	197,265.22	85.44%	116,336.36	69.37%	73,974.53	70.26%	58,555.57	86.10%

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

公司有息债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债和长期借款，截至2020年3月末，公司有息债务为19.73亿元，较2017年末增长236.89%，占负债总额比重为85.44%，债务结构以长期债务为主，长期有息债务占比89.40%。从偿债安排看，公司有息债务偿还期限主要集中在2023年及以后。

**表19 截至 2020 年 3 月末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
金额	16,508.82	19,335.71	23,055.71	138,101.86

资料来源：公司提供

随着借款规模的扩大，公司资产负债率持续攀升，截至2020年3月末，公司资产负债率为54.38%，较2017年末提升18.52个百分点。从短期偿债指标来看，近年公司流动比率和速动比率有所波动，2019年公司推动项目建设及并购子公司导致资金流出较多，同时流动负债规模扩大，当年流动比率和速动比率均有所下降；2020年3月公司通过长期借款融资较多导致流动资产规模增加，流动比率和速动比率有所提升。受益于营业收入和盈利的增加，近年公司EBITDA不断增长，EBITDA利息保障倍数有所波动，但整体维持在较高水平。近年来，公司有息债务及债务总额与EBITDA之比不断上升，经营性净现金流对流动负债及负债总额的保障能力持续偏弱，整体来看，公司偿债压力不断加重。

**表20 公司偿债能力指标**

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	54.38%	46.85%	36.56%	35.86%
流动比率	2.02	0.48	1.14	1.09
速动比率	2.01	0.48	1.13	1.06
EBITDA（万元）	-	34,111.62	27,289.89	26,054.21
EBITDA 利息保障倍数	-	8.96	9.83	8.29
有息债务/EBITDA	-	3.41	2.71	2.25
债务总额/EBITDA	-	4.92	3.86	2.61
经营性净现金流/流动负债	-1.83	0.59	0.04	1.80
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.19	0.01	0.34

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

本期债券募投项目的资金回流是本期债券还本付息资金的主要来源。根据公司公告，港丰石化仓储项目和7#泊位工程两个项目的投资回收期为10.38年（所得税后，含建设期），财务内部收益率（所得税后）为8.1%。但我们关注到，受工程进度、天气等因素影响，募投项目存在不能按期竣工的风险，同时募投项目建成后能否实现预期收益尚待观察。

公司自身经营所产生的收益及现金流入是本期债券还本付息资金的重要来源。2017-2019年公司营业收入分别为3.65亿元、3.98亿元和4.86亿元，年均复合增长率为15.46%，随着公司在建项目的完工投产及并购子公司，公司业务规模将进一步提升。但需要注意的是，近年公司经营活动产生的现金净流入规模存在波动，2017-2019年公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.28亿元、0.16亿元和3.20亿元。

此外，本期债券为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，但我们也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## 九、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	12,043.57	13,905.78	31,476.73	8,172.51
流动资产合计	91,915.25	26,226.00	41,782.89	13,797.08
固定资产	144,812.81	147,610.67	102,089.78	103,894.40
在建工程	92,002.45	87,912.79	62,722.09	11,406.63
无形资产	67,347.38	67,464.00	57,901.59	36,848.61
商誉	23,660.48	23,660.48	20,385.14	20,070.71
非流动资产合计	332,676.45	331,726.33	246,204.63	175,885.00
总资产	424,591.70	357,952.33	287,987.52	189,682.08
短期借款	3,004.35	3,018.98	0.00	30.00
应付账款	9,627.97	14,965.11	12,795.71	2,308.82
一年内到期的非流动负债	17,904.01	9,128.94	10,500.00	8,000.00
流动负债合计	45,611.98	54,623.85	36,750.27	12,680.55
长期借款	176,356.86	104,188.43	63,474.53	50,524.53
非流动负债合计	185,277.35	113,080.11	68,529.53	55,331.25
总负债	230,889.33	167,703.96	105,279.80	68,011.80
有息债务	197,265.22	116,336.36	73,974.53	58,555.57
所有者权益合计	193,702.36	190,248.37	182,707.72	121,670.28
营业收入	13,395.32	48,594.68	39,808.53	36,455.45
营业利润	4,402.87	19,666.63	14,571.16	12,738.08
净利润	3,076.99	14,354.39	10,271.01	9,213.43
经营活动产生的现金流量净额	6,316.94	32,006.53	1,575.67	22,842.33
投资活动产生的现金流量净额	-83,288.83	-62,866.93	-22,595.45	-11,134.17
筹资活动产生的现金流量净额	75,094.09	13,283.74	44,872.46	-13,445.70
财务指标	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
应收账款（含应收票据）周转天数	-	40.17	38.69	37.00
存货周转天数	-	2.73	5.14	7.51
应付账款周转天数	-	265.45	162.84	38.38
净营业周期	-	-222.54	-119.01	6.14
流动资产周转天数	-	251.91	251.31	144.37
固定资产周转天数	-	924.92	931.39	1,054.83
总资产周转天数	-	2,392.63	2,159.85	1,874.93
综合毛利率	63.12%	61.26%	58.05%	56.59%
期间费用率	30.50%	22.50%	22.09%	21.81%
营业利润率	32.87%	40.47%	36.60%	34.94%

总资产回报率	-	7.03%	7.18%	8.36%
净资产收益率	-	7.70%	6.75%	7.92%
营业收入增长率	13.56%	22.07%	9.20%	-0.74%
净利润增长率	-29.23%	39.76%	11.48%	10.28%
资产负债率	54.38%	46.85%	36.56%	35.86%
流动比率	2.02	0.48	1.14	1.09
速动比率	2.01	0.48	1.13	1.06
EBITDA（万元）	-	34,111.62	27,289.89	26,054.21
EBITDA 利息保障倍数	-	8.96	9.83	8.29
有息债务/EBITDA	-	3.41	2.71	2.25
债务总额/EBITDA	-	4.92	3.86	2.61
经营性净现金流/流动负债	-1.83	0.59	0.04	1.80
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.19	0.01	0.34

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款（含应收票据） 周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款（含应收票据）周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

### 附录三 截至 2020 年 3 月末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例		业务范围
		直接	间接	
太仓阳鸿石化有限公司	30,060.66	100.00%	-	石化产品的仓储
东莞三江港口储罐有限公司	1200.00 万美元	75.00%	25.00%	石化产品的仓储
南通阳鸿石化储运有限公司	25,572.08	100.00%	-	石化产品的仓储
东莞市宏川化工仓储有限公司	32,778.24	100.00%	-	石化产品的仓储
东莞市宏元化工仓储有限公司	2,500.00	100.00%	-	石化产品的仓储
宏川实业发展（香港）有限公司	100.00 万 港币	100.00%	-	物流链管理、码头 仓储建设及运营
东莞市宏川智慧物流发展有限 公司	500.00	100.00%	-	物流链管理、物联 网技术服务
福建港丰能源有限公司	40,816.33	85.00%	-	石化产品的仓储
中山市嘉信化工仓储物流有限 公司	5,202.08	-	100.00 %	石化产品的仓储
中山市众裕能源化工有限公司	200.00	-	100.00 %	石化产品的仓储
常熟宏智仓储有限公司	1,000.00	-	100.00 %	物流链管理、信息 咨询服务

资料来源：公司提供

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。