

跟踪评级公告

联合[2016]687 号

深圳市怡亚通供应链股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司非公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

深圳市怡亚通供应链股份有限公司非公开发行的“16 怡亚 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

深圳市怡亚通供应链股份有限公司

非公开发行公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 怡亚 01	5.00 亿元	2+1 年	AA	AA	2015 年 12 月 18 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 21 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	218.53	328.13	339.48
所有者权益（亿元）	39.04	66.19	70.98
长期债务（亿元）	13.53	18.84	20.64
全部债务（亿元）	164.89	236.43	241.48
营业收入（亿元）	338.06	399.39	134.93
净利润（亿元）	3.24	4.69	1.74
EBITDA（亿元）	8.66	13.38	--
经营性净现金流（亿元）	-32.80	-18.05	-13.73
营业利润率（%）	5.17	7.00	7.28
净资产收益率（%）	9.43	8.91	2.53
资产负债率（%）	82.13	79.83	79.09
全部债务资本化比率（%）	80.86	78.13	77.28
流动比率（倍）	1.09	1.08	1.09
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.06	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.72	1.89	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.73	2.68	--

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；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；EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2015 年，深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”或“怡亚通”）作为国内领先的供应链服务提供商，积极发展主营业务，公司营业收入、利润水平和盈利规模均较 2014 年大幅提升，整体盈利能力较强。公司所具备的规模、品牌、物流和网络优势继续扩大。联合评级同时也关注到公司应收账款持续增长、负债率较高、债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“深度 380 平台”进入更多区域，公司的业务规模和行业影响力将不断提升，公司的收入和资产规模有望继续保持增长，综合实力将进一步增强。

综上，联合评级维持怡亚通的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 怡亚 01”的“AA”债项信用等级。

优势

1. 2015 年，公司深度业务进一步扩张，主要业务规模快速扩大，毛利率提升，盈利能力明显增强。

2. 公司构建四大服务平台的发展战略符合目前物流行业“互联网+”的转型方向，有利于公司开展相关业务。

3. 2015 年我国物流运行总体呈现需求平稳增长、结构不断优化、运行效率提升的基本特征，为公司业务运营提供了良好的市场环境保障。

关注

1. 随着广度和深度业务业务量扩大，2015 年公司应收账款规模依然保持大幅增长，公司信用风险管理的压力依然较大。

2. 公司负债规模较大，流动负债占比较高，债务负担较重，需要密切关注公司现金流平衡对其偿债能力的影响。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

蔡 昭

电话：010-85172818

邮箱：caiz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



长
泰
昭

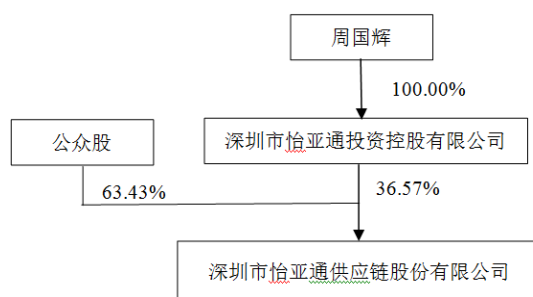
一、主体概况

深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”或“怡亚通”）前身为深圳市怡亚通商贸有限公司，由自然人周国辉、黎少嫦于 1997 年 11 月 10 日共同出资成立，设立时注册资本为 50 万元。2007 年 10 月，经中国证券监督管理委员会证监发行字【2007】367 号文核准，公司首次向社会公众公开发行人民币普通股 3,100 万股，发行后公司注册资本为 12,357.43 万元；2007 年 11 月公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称：怡亚通，股票代码：002183）。后经多次转增及非公开发行，截至 2014 年末，公司总股本为 99,777.80 万股。

根据中国证券监督管理委员会证监许可【2015】601 号文核准，公司于 2015 年 4 月向符合中国证券监督管理委员会相关规定条件的特定投资者定向发行人民币普通股（A 股）3,659.67 万股，每股发行价格为人民币 33.57 元，募集资金总额 122,855.06 万元。另外，因股票期权激励对象行权，导致公司 2015 年股份总数新增 1,201.88 万股。截至 2015 年底，公司总股本为 104,639.35 万股，其中包括限售股份 3,725.41 万股。2016 年，随着股票期权激励对象继续行权，公司总股本进一步增长，截至 2016 年 3 月底，公司总股本为 104,938.10 万股。

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化，截至 2016 年 3 月底，公司控股股东为深圳市怡亚通投资控股有限公司，持股 36.57%，公司实际控制人为周国辉先生，公司实际控制人未发生变化。如下图所示。

图1 截至2016年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍然为提供供应链管理服务，公司组织结构未发生改变（见附件 1）。2015 年，公司合并范围子公司新增 176 家，主要是随着公司深度业务和广度业务不断扩展新设立的子公司，转让减少 1 家，截至 2015 年底，公司合并范围内子公司合计 369 户。截至 2016 年 3 月底，公司拥有在职员工 12,418 人，在职员工数量也随着公司业务扩展大幅增长。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 328.13 亿元，负债总额 261.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）66.19 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 50.44 亿元。2015 年公司实现合并营业收入 396.41 亿元，净利润（含少数股东损益）4.69 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.92 亿元，经营活动产生的现金流量净额-18.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.86 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 339.48 亿元，负债总额 268.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）70.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.26 亿元。2016 年一季度公司实现合并营业收入 134.05 亿元，净利润（含少数股东损益）1.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.64 亿元，经营活动产生的现金流量净额-13.73 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.21 亿元。

公司注册地址：深圳市福田区深南中路 3039 号国际文化大厦 2701B；法人代表：周国辉。

二、债券发行及募集资金使用情况

经深圳证券交易所《关于深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2015 年非公开发行公司债券符合深交所转让条件的无异议函》（深证函【2016】3 号）核准，公司可非公开发行规模不超过人民币 35 亿元（含 35 亿元）的公司债券，债券期限 3 年期，附债券存续内的第 2 年末发行人年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售权。公司于 2016 年 4 月 8 日发行了第一期非公开发行公司债券 5 亿元，期限 3 年，附债券存续期内的第 2 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 7.00%。本期债券按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金一同支付。本期债券于 2016 年 6 月 2 日在深圳证券交易所综合协议交易平台上市，证券简称“16 怡亚 01”，证券代码“118612”。

公司已按照募集用途将 5.00 亿元募集资金使用完毕。本期债券跟踪期内因未到付息日，尚未支付利息。

三、行业分析

2015 年，物流与供应链行业随经济形势发生了一些变化。一方面社会物流总额增速减缓但物流市场结构不断优化，新业态、新行业增长较快；另一方面社会物流总费用与 GDP 的比率加快下降，物流产业转型升级态势明显，物流与供应链行业运行质量和效率有所提升。

2015 年全国社会物流总额 219.2 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.8%，增速回落 2.1 个百分点。从结构看，受传统产业转型升级步伐加快，电子商务、信息平台等新产业、新业态加速发展等因素影响，物流需求结构继续优化，一方面钢铁、煤炭、水泥等大宗商品物流需求增速进一步放缓，另一方面与民生相关的消费类物流需求保持较快增长。

消费物流方面，扩大内需和增加消费对经济增长的拉动作用突出，根据中国物流与采购联合会公布数据，2015 年最终消费对经济增长的贡献率为 66.4%，比上年提高 15.4 个百分点。受此影响，消费物流需求呈现加快增长态势。2015 年单位与居民物品物流总额同比增长 35.5%，增速比上年提高 2.6 个百分点。新业态继续保持蓬勃发展。2015 年网上商品零售额同比增长 31.6%，增速比社会消费品零售总额快 20.9 个百分点。其中吃穿用类零售总额快速增长，如食品类商品增长 40.8%，穿类商品增长 21.4%，用类商品增长 36%。

国际物流方面，近年来国际物流的需求总体偏弱，但结构不断优化。2015 年进口物流总额同比增长 0.2%，增速比上年回落 1.9 个百分点。受国际大宗商品价格大幅下跌等因素影响，进口物流总额按现价计算，同比下降 13.2%。国际物流需求结构不断优化。在我国外贸从“大进大出”转向“优进优出”的背景下，国际物流需求结构不断优化。一方面消费升级类商品进口物流量较快增长，如鲜、干水果进口物流量增长 11.9%，谷物增长 67.6%，另一方面高端装备制造产业进口物流量增长超过 500%。与此同时，大宗商品物流需求量增幅放缓。

2015 年，中国物流与采购联合会发布中国物流业景气指数（Logistics Prosperity Index, LPI）。LPI 以 50%为经济强弱分界点。高于 50%时，反映物流业经济扩张；低于 50%，反映物流业经济收缩。2015 年，LPI 指数全年均高于 50%的临界点，平均值为 55.00%，呈现先扬后抑、小幅波动态势，显示物流业活动总体仍处于平稳增长的景气周期。

物流费用方面，2015 年社会物流总费用 10.8 万亿元，比上年增长 2.8%，增速比上年回落 4.1

个百分点。2015 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 16.0%，同比下降 0.6 个百分点，连续三年下降，进入加速回落期，表明物流运行质量和效率有所提升。

政策方面，2015 年 7 月 28 日，商务部办公厅下发了《关于智慧物流配送体系建设的实施意见》要求，智慧物流配送体系建设要以“互联网+”理念为指导，把握互联网、物联网背景下物流业发展规律，以信息化、智能化设备为载体，加强技术创新和商业模式创新，优化供应链管理和资源配置，促进提高效率、降低成本，提升物流业综合服务能力和整体发展水平。2015 年 8 月 3 日，交通运输部发布了《交通运输部关于公布第一批综合运输服务示范城市的通知》（交运发〔2015〕120 号），确定京津冀、沈阳、营口、深圳等 16 个城市（城市群）为第一批综合运输服务示范城市。

总体看，2015 年我国物流运行总体呈现需求平稳增长、结构不断优化、运行效率提升的基本特征，政策方面对物流行业创新要求进一步提高。

四、经营管理分析

2016年5月，公司原副总经理戴熙原先生因个人原因辞去公司副总经理职务，其辞职不会影响公司相关工作的正常开展；另独立董事由于任期届满进行换届选举，目前正在提请股东大会阶段。跟踪期内，公司其他董事、监事和高层管理团队未发生变化，经营团队保持稳定。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2015 年，公司主营业务经营良好，收入利润大幅提升。2015 年公司实现主营业务收入 396.41 亿元，同比增长 17.93%，主要是深度供应链业务收入大幅增长所致；实现净利润 4.69 亿元，较上年增长 44.78%，公司供应链业务收入增长和小额贷款利息收入大幅增长共同导致公司净利润大幅增长。2015 年公司主营业务毛利率较上年上升 1.72 个百分点，全年主营业务毛利率 6.51%。

从收入构成上看，2015 年公司大力发展深度业务，导致深度业务实现收入 254.20 亿元，较上年增加 25.88%，在 2015 年主营业务收入中的占比较上年上升 4.05 个百分点至 64.13%；广度业务收入较上年小幅增长 5.21%至 132.40 亿元，在主营业务收入中所占比例较 2014 年下降 4.04 个百分点至 33.40%；全球采购业务收入与上年相比变化不大，为 9.81 亿元，在主营业务中占 2.47%。

从毛利率情况看，公司主营业务中广度业务和深度业务毛利率均较上年有所提升。其中，广度业务毛利率 6.10%，较上年提升 2.51 个百分点，主要是高价值业务占比上升所致；深度业务毛利率 6.82%，较上年提升 1.32 个百分点，主要是规模效应体现所致；全球采购业务毛利率 4.15%，较上年降低 1.61 个百分点，主要是公司调整业务结构所致。整体上，由于占比较高的广度业务和深度业务毛利率均有所提升，公司主营业务毛利率较上年上升 1.72 个百分点至 6.51%。

表 1 近两年公司主营业务收入及毛利情况（单位：亿元，%）

业务分类	2014			2015			收入变化率	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
广度业务	125.85	37.44	3.59	132.40	33.40	6.10	5.21	上升 2.51 个百分点
深度业务	201.95	60.08	5.50	254.20	64.13	6.82	25.88	上升 1.32 个百分点

全球采购业务	8.35	2.48	5.77	9.81	2.47	4.15	17.49	下降 1.61 个百分点
合计	336.14	100.00	4.79	396.41	100.00	6.51	17.93	上升 1.72 个百分点

资料来源：公司提供

2016 年一季度，公司经营情况良好，实现营业收入 134.05 亿元，实现营业利润 2.05 亿元，实现净利润（含少数股东损益）1.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.64 亿元。

总体看，2015 年，公司营业收入稳步增长，盈利能力稳步提升，深度业务发展较快，整体经营状况良好。

2. 业务运营

广度供应链业务

跟踪期内，公司广度供应链业务模式未发生改变，依然包括采购执行和分销执行两类业务，但业务量和收入规模持续增长。

2015 年，公司广度业务持续发展，实现收入 132.40 亿元，较上年增长 5.21%；业务量方面，广度供应链 2015 年业务量为 376.92 亿元，较上年增长 4.12%，业务量占公司业务量总额的 58.81%，较上年下降 4.45 个百分点。

收入分布方面，受行业景气度及相关产品利润率影响，公司对各行业板块占比进行了调整。公司广度业务依然以 IT、通信为主，且该类业务占比进一步提升，由 2014 年的 52.77% 升至 87.11%，主要是 IT、通信业务产品单位价值及利润率较高，此类业务产品以 IT 电子产品、微型机及 PC 配件为主，客户主要为苹果、宏碁、雷蛇等国际大型电子品牌公司；化工业务的收入及占比则大幅减少，由上年占比 34.21% 降至 3.00%，主要是 2015 年化工市场整体景气度不高，公司相关业务量缩减导致。主要如下表所示。

表 2 广度收入行业分布（单位：万元）

项目	2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比
IT、通信	664,113.40	52.77%	1,153,311.55	87.11%
家电	33,142.83	2.63%	19,590.58	1.48%
医疗	49,439.04	3.93%	42,919.62	3.24%
化工	430,507.98	34.21%	39,764.60	3.00%
其他	81,261.71	6.46%	68,390.13	5.17%
合计	1,258,464.96	100.00%	1,323,976.48	100.00%

资料来源：公司提供

从公司广度业务的客户集中度来看，2015 年，公司前五位广度业务客户所占该业务收入的比例为 18.13%，较 2014 年上升 5.82 个百分点，集中度进一步提升，主要是公司在广度业务中推广大客户战略所致。

总体看，2015 年公司广度业务业务量和收入规模持续增长，行业分布继续向产品价值较高的 IT、通讯行业集中，客户集中度也进一步上升。

深度供应链业务

深度供应链服务是将传统渠道代理商模式转变为平台运营模式，战略定位为整合型平台服务企业，通过实现国内外城市平台共享与分销体系优化，构建一个快捷、高效的直供渠道，为客户

实现供应链管理的优化，提高市场竞争力。

深度供应链是公司最近几年重点发展的战略业务，跟踪期内，深度业务进一步发展，截至 2016 年 3 月末，深度 380 分销服务平台已在全国近 275 个城市落地运作，平台数量持续增长。2015 年，公司深度供应链业务业务量为 254.20 亿元，较上年增长 25.87%，占公司业务量的 39.66%，业务量占比进一步提升。

表 3 深度 380 区域平台数量情况（单位：个）

区域	2014 年底	2015 年底	2016 年 3 月底
华东区	56	58	68
中南区	44	59	65
西北区	40	56	62
华北区	60	77	80
合计	200	250	275

资料来源：公司提供

深度业务收入行业分布方面，深度业务依然以快速消费品行业为主，2015 年快消品行业收入 192.61 亿元，较上年大幅增长，且收入占比由 56.46%提升至 75.77%，快速消费品在深度业务中的核心地位进一步凸显。快消产品中，依然以母婴、食品和日化三个板块为主，销售额占比分别为 30.66%、34.90%和 27.34%，板块分布较上年变化不大。

表 4 深度业务收入行业分布（单位：万元，%）

行业	2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
IT 与通信	594,053.52	29.42	324,376.60	12.76
家电	821.96	0.04	98,257.54	3.87
快速消费品	1,140,129.68	56.46	1,926,135.03	75.77
化工	70,133.03	3.47	151,139.78	5.95
贵金属	193,979.39	9.61	17,764.05	0.70
纺织品	18,157.05	0.90	24,364.64	0.96
其他	2,183.07	0.11	0.00	--
合计	2,019,457.70	100	2,542,037.64	100

资料来源：公司提供

上游供应商集中度方面，2015 年前五位供应商占深度业务采购金额的 19.80%，较上年下降 8.78 个百分点，供应商集中度有所下降。下游客户方面，2015 年前五位下游客户销售额占比 7.24%，较上年下降 0.57 个百分点，集中度略有下降。

总体看，2015 年，公司持续加大深度业务推广进度，平台数量、业务量和营业收入均大幅增长，规模效应较为明显；公司深度业务依然以快速消费品为主，上游供应商和下游客户集中度均有所下降，随着公司物流网络的扩容，公司服务定价能力有望得到提升。

全球采购业务

全球采购服务是指依托全球服务网络及专业的供应链服务，对资源配置进行优势整合，帮助全球商家实现全球范围的采购与销售。同时，公司还通过对品牌企业的产品研发、原材料采购、生产制造、市场营销等供应链环节进行优势整合，为客户提供产品定制，帮助企业优化现有供应

链结构，提高产品品质及市场竞争力。

2015 年，公司全球采购业务量为 9.81 亿元，较上年增长 17.53%，业务量持续增长，毛利率 4.15%，较上年下降 1.62 个百分点，公司全球采购业务收入依然集中在通信设备、电脑、IT 等行业，业务收入占比较小，整体业务状况较上年变化不大。

总体看，公司全球采购业务量较上年有所增长，毛利率略有下降，该板块非公司重点发展板块，整体业务状况较上年变化不大。

金融服务

公司供应链金融服务依然依托于子公司深圳市宇商小额贷款有限公司运营（以下简称“宇商小贷”），公司供应链金融板块紧紧围绕核心企业，以开发其上下游客户为主。截至 2015 年末，宇商小贷公司的客户约为 850 家左右。

截至 2015 年末，宇商小贷向银行的借款余额约 2.50 亿元人民币。除贷款外，宇商小贷通过国家开发银行深圳分行、深圳市红塔资产管理有限公司等开展资产转卖业务，并积极与国信证券、华泰证券、前海股权交易中心、前海资产交易中心探讨开展资产证券化业务，以拓宽融资渠道。目前宇商小贷发放的贷款期限平均为 5 个月，2015 年逾期偿还本息的比例不超过 2%，尚未出现严重的无法偿还本息的情况。

2015 年底宇商小贷贷款余额 19.14 亿元，较上年底增长 48.14%，伴随着贷款业务量增长，宇商小贷贷款利息收入和贷款毛利润持续增长，2015 年利息收入和毛利润分别为 2.98 亿元和 2.36 亿元，分别较上年增长 55.04%和 59.27%。

表 5 2015 年小额贷款情况（单位：万元，%）

项 目	2014年度	2015年
个人贷款和垫款	28,126.86	43,415.36
企业贷款和垫款	101,034.37	147,942.91
贷款余额	129,161.23	191,358.27
减：减值准备	1,484.92	2,094.07
发放贷款及垫款期末余额	127,676.31	189,264.20
利息收入	19,195.27	29,760.21
利息支出	4,346.41	6,110.32
毛利润	14,848.86	23,649.89
毛利率	77.36	79.47
小额贷款业务毛利润占主营业务毛利润比例	8.44	9.18

资料来源：公司提供

2015 年，宇商小贷的风险控制模式较上年未发生变化，小额贷款业务按照监管要求足额计提减值准备，贷款均存在抵质押担保，2015 年末发生实质贷款损失。

总体看，公司金融服务板块依然依托于子公司宇商小贷，随着业务规模扩大，2015 年公司贷款利息收入和贷款毛利润持续增长。

3. 经营关注

深度业务快速扩张对公司管理提出要求

随着公司经营规模增大，深度业务持续扩张，公司管理范围不断扩大，管理难度提升。特别是由于公司库存商品数量不断增长，使公司面临因管理不善而导致库存毁损以及滞销过期的风险。

公司信用风险管理压力较大

随着广度和深度业务业务量扩大，2015 年公司应收账款规模保持大幅增长态势，公司信用风险管理的压力依然较大。

4. 未来发展

公司一直坚持以现代供应链服务为主的经营策略，通过提供一站式的供应链管理服务，降低整体产业链的物流和供应链成本，提高行业经营效率。未来，公司将进一步巩固和强化现有经营模式、物流网络和研发技术方面的优势，建立覆盖面广、布局合理的全国性物流网络体系和供应链管理体系，做大经营规模，提升市场地位，实现规模效益的最大化，并进一步通过供应链信息和数据业务，成为国内领先的供应链管理和数据服务提供商。

2015 年，公司开始全面打造流通行业供应链生态圈战略，研究将互联网进一步运用到深度业务企业运营之中，构建四大服务平台：互联网 B2B/O2O 分销服务平台（宇商网、380 深度分销平台）；互联网 B2C/O2O 零售服务平台（和乐网、云微店、和乐生活连锁超市、EA LEAD 美妆连锁、终端联盟）；互联网 O2O 终端营销平台（终端传媒）；互联网 O2O 金融服务平台，推动流通行业变革。尽管目前大部分项目尚处于起步阶段或研发阶段，但随着互联网对企业深度业务的逐步渗透，及逐步与大型互联网公司展开合作，公司未来业务模式有望实现全面升级。

总体看，公司的经营规划结合行业特点和自身优势，为其在客户资源、行业集中度、资源整合能力和供应链管理技术等方面提供了明确的发展方向，规划思路务实、发展战略清晰，其构建四大服务平台的发展战略符合目前“互联网+”的行业发展方向。

六、财务分析

公司 2014 年、2015 年财务数据已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的审计报告，2016 年一季度财务报表未经审计。2015 年，公司合并范围子公司新增 176 户，主要是随着公司深度业务和广度业务不断扩展新设立的子公司，转让减少 1 户，截至 2015 年底，公司合并范围内子公司合计 369 户，公司财务数据仍具较强可比性。

2015 年，公司广度供应链业务中需全额开具增值税发票的业务为代理采购、代理销售业务，公司需向下游客户开具的增值税发票金额包含代理费、代垫费用及货款；该部分业务公司由按差额法确认收入改为按全额法确认收入（即按需开具的增值税发票金额全额确认销售收入，同时将货物采购成本确认为销售成本，并在账务上体现存货的收发）。对于此项会计政策变更，公司已对年初数采用追溯调整法进行调整列报，追溯调整科目为 2014 年的营业收入和营业成本。本报告采用追溯调整后的财务数据作为分析依据。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 328.13 亿元，负债总额 261.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）66.19 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 50.44 亿元。2015 年公司实现合并营业收入 396.41 亿元，净利润（含少数股东损益）4.69 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.92 亿元，经营活动产生的现金流量净额-18.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.86 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 339.48 亿元，负债总额 268.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）70.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.26 亿元。2016 年一季度公司实现合并营业收入 134.05 亿元，净利润（含少数股东损益）1.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.64 亿元，经营活动产生的现金流量净额-13.73 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.21 亿元。

1. 资产及负债结构

资产质量

截至2015年底，公司资产总额328.13亿元，较年初增长50.16%。其中，流动资产占79.34%，非流动资产占20.66%，结构较上年保持稳定。

截至2015年底，公司流动资产合计260.34亿元，较年初增长45.82%，占比较大的项目为货币资金（占比34.56%）、应收账款（占比31.77%）、预付账款（占比7.42%）和存货（占比21.84%）。截至2015年底，公司货币资金余额89.96亿元，较年初增长19.69%，主要是随着公司业务量扩展银行存款大幅增长导致；其中银行存款36.94亿元，其它货币资金52.99亿元，其他货币资金存款为存入银行作为银行为公司提供短期借款、长期借款、远期外汇交易合约、提供等值且有追索权利的融资额度及开具银行承兑汇票的质押，受限货币资金占比为58.90%，占比较高。截至2015年底，公司应收账款账面价值为82.72亿元，较年初增长64.80%，主要是公司业务扩张导致；应收账款账面余额为83.65亿元，其中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额82.14亿元，其中一年以内占比89.02%，公司应收账款按账龄分析法和单项计提坏账0.93亿元，考虑到公司客户质量较高，应收账款周转效率较快，无法收回风险较低，公司坏账准备计提较为充足。截至2015年底，公司预付款项余额为19.33亿元，较年初增长61.44%，主要为公司发展深度业务采购量增加导致。截至2015年底，公司存货账面价值56.86亿元，较年初增长69.68%，主要为深度业务相关的库存商品大幅增长，存货跌价准备为0.32亿元，主要为对库存商品计提的跌价准备，公司库存周转率较高，存货价值发生减损的风险不大。

截至2015年底，公司非流动资产合计67.80亿元，较年初增长69.55%，主要是无形资产大幅增长导致；其中占比较高的项目为发放委托贷款及垫款（占比27.92%）、长期股权投资（占比14.87%）、固定资产（占比10.76%）、投资性房地产（占比22.40%）及无形资产（占比18.82%）。截至2015年底，公司发放委托贷款及垫款18.93亿元，较年初增长48.24%，主要是宇商小贷业务量增长导致；长期股权投资账面价值10.08亿元，较年初增长123.08%，主要是对被投资单位追加投资导致；投资性房地产账面价值15.19亿元，较年初增长8.87%，主要是公允价值变动导致；固定资产账面价值7.29亿元，较年初增长41.73%，主要是当年购置新的办公场所导致；无形资产12.76亿元，较年初增长1,941.91%，主要是公司购买土地使用权用于未来建设新的总部大楼导致。

总体来看，随着经营规模的扩大，资产规模明显提升，公司资产主要为流动资产；流动资产中货币资金保持较大规模，货币资金中用作抵押的金额较大，流动性一般，应收账款占比较大，未来回收情况仍须持续关注，考虑到公司应收账款周转速度较高，库存商品销售情况良好，流动资产变现能力较强；公司非流动资产以发放委托贷款及垫款、无形资产和投资性房地产为主，整体资产质量良好。

负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债合计261.95亿元，较年初增长45.94%，主要系公司短期借款和应付票据增长所致。其中，流动负债与非流动负债分别占92.09%和7.91%，流动负债占比较高，但整体与资产结构较为匹配。

截至2015年底，公司流动负债为241.12亿元，较年初增长46.81%，其构成以短期借款（占73.23%）、应付账款（占5.31%）和应付票据（占16.43%）为主。其中，短期借款为176.66亿元，较年初增长32.00%，主要系公司抵押、质押和保证借款大幅增长所致；应付账款为12.81亿元，较年初增长327.96%，主要系随着业务规模增长，应付采购款大幅增长；应付票据39.62亿元，较年初增长313.31%，主要是随着业务量增长，公司开具承兑汇票及信用证规模大幅增长所致。

截至2015年底，公司非流动负债为20.72亿元，较年初增长36.59%，其构成中主要为长期借款（占35.41%）、应付债券（占55.50%）和递延所得税负债（占8.53%）。其中，长期借款余额7.34亿元，较年初增长261.48%，主要为公司以固定资产、投资性房地产、无形资产抵押取得长期借款大幅增长，公司长期借款全部集中于2017年、2018年到期，集中还款压力较大；应付债券为11.50元，较年初无变化，全部为“14怡亚债”本金；递延所得税负债1.77亿元，较年初增长16.16%，主要系投资性房地产公允价值变动导致递延所得税负债增长。

截至2015年底，公司全部债务合计236.43亿元，较年初大幅增长43.39%，其中，短期债务为217.59元，长期债务为18.84亿元，短期债务占比很高；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79.83%、78.13%和22.16%，债务负担较年初有所降低，但仍然较重。

截至2015年底，公司所有者权益合计66.19亿元，较年初增长69.53%，其中归属于母公司所有者权益占比76.21%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比20.74%，资本公积占比43.83%、盈余公积占比2.67%、未分配利润占比24.43%，其它综合收益占比8.33%，权益的稳定性较好。

截至2016年3月底，公司资产及负债结构较年初变化不大，资产总额达到339.48亿元，较年初增长3.46%；所有者权益增至70.98亿元，较年初增长7.24%，主要是未分配利润和少数股东权益大幅增长；负债规模为268.50亿元，较年初增长2.50%。

总体看，2015年公司有关债务规模增长较快，债务负担仍然较重，且短期偿债压力较大，长期借款期限较为集中，但考虑到公司资产流动性较高，短期债务偿还压力尚可；公司权益结构的稳定性较好。

2. 盈利能力

2015年，公司营业收入稳定增长，全年实现营业收入396.41亿元，较上年增加17.93%，实现利润总额5.54亿元，同比增长32.22%。由于公司广度业务和深度业务毛利率均较上年有所增长，导致2015年主营业务毛利率较上年提高1.72个百分点至6.51%。2015年公司实现净利润4.69亿元，同比增长44.78%，其中归属母公司所有者的净利润4.92亿元，同比增长57.69%。

费用方面，2015年公司产品营销投入明显增加，导致销售费用同比增加66.92%；2015年管理费用同比增长48.58%，主要是员工人数增加导致人工费用增加；财务费用同比增加93.61%，主要是利息支出大幅增加所致。2015年公司费用收入比为5.76%，虽较上年上升1.60个百分点，但公司费用控制仍属较强。

公司2015年公允价值变动损益为1.26亿元，较上年增长83.51%，主要是投资性房地产公允价值变动导致；投资收益为0.79亿元，较上年增长29.09%，主要为长期股权投资收益。公允价值变动损益和投资收益对公司净利润有一定贡献。

从盈利指标看，2015年公司资产规模和收入水平均得到大幅提升，公司主营业务毛利率、净资产收益率、总资产报酬率分别为6.51%、8.91%和4.62%，主营业务毛利率较上年有所增长，净资产收益率、总资产报酬率较上年有所下降，主要是收入增长幅度仍然小于资产及所有者权益增速导致，但整体仍处于良好水平。

2016年一季度，公司经营情况良好，实现营业收入134.05亿元，实现营业利润2.05亿元，实现净利润（含少数股东损益）1.74亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.64亿元，均实现较上年同期大幅增长。

总体看，跟踪期内，公司业务规模显著扩大，费用控制得当，盈利能力略有下降但仍属良好；公司营业收入规模大，但毛利润空间较小，盈利水平对毛利率变化和费用控制能力十分敏感，对

公司运营水平提出很高要求，需要密切关注公司收入、费用等变化情况。

3. 现金流

受公司经营规模扩大的带动，公司销售商品提供劳务收到的现金明显增加，2015 年销售商品、提供劳务收到的现金为 427.00 亿元，较上年增加 86.47%。2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金与支付其他与经营活动有关的现金规模则与上年大致持平，支付的其他与经营活动有关的现金以代垫货款及税金为主，收到其他与经营活动有关的现金以收回的代垫及税金为主。随着 2015 年销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长，公司经营活动现金流净额为-18.05 亿元，净流出规模较上年缩小 44.96%。从现金收入比看，近两年公司现金收入比分别为 67.74%和 106.91%，主要是公司调整会计政策，追溯调整导致 2014 年收入大幅增长，但现金流量表未作相应追溯调整所致（扣除上述影响，2014 年公司现金收入比为 103.42%），2015 年公司收入质量较上年有所提高，公司整体收入实现质量良好。

2015 年，受购买土地使用权及购置新的经营场所影响，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长，导致当年投资活动现金呈净流出状态，流出规模为 17.14 亿元。由于公司增加银行贷款获得较多现金，公司 2015 年筹资活动现金净流入 56.01 亿元。

2016 年一季度，公司经营活动现金净流出 13.73 亿元；投资活动现金净流出 0.56 亿元；筹资活动现金净流入 1.10 亿元。

总体看，公司收入实现质量良好，随着公司业务量及营业收入增长，2015 年公司经营性现金流依然呈现净流出但流出规模已大幅缩减；由于购买土地及构建固定资产支出较大，导致当年公司投资性现金流呈净流出，银行贷款增加，导致筹资活动现金呈净流入。随着公司业务扩张及置办新的办公场所和总部大楼，公司存在一定的外部融资压力。

4. 偿债能力

截至 2015 年底，公司流动比率、速动比率分别为 1.08 倍和 0.84 倍，均较上年末略有下降，主要公司流动负债规模快速增长所致；现金短期债务比为 0.43 倍，但由于公司期末现金中受限资金比例较大，公司现金对短期债务的覆盖程度一般，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2015 年受公司利润上升的影响，公司 EBITDA 为 13.38 亿元，较上年增加 54.50%，其中利润总额占比 41.44%，计入财务费用利息支出占比 52.91%，折旧占比 3.08%，摊销占比 2.57%，EBITDA 构成中利息支出占比较大。尽管 EBITDA 实现大幅增长，但由于公司债务规模增加也很快，公司 EBITDA 全部债务比与上年大体持平，为 0.06 倍；EBITDA 利息倍数较上年略提升至 1.89 倍，EBITDA 对公司全部债务和利息的保障程度一般。考虑到公司经营规模较大，随着业务持续拓展，公司盈利能力将有望提升，有助于提升公司偿债能力。

截至 2016 年 3 月末，公司无金额重大的未决诉讼或纠纷；公司除对子公司担保 45.97 亿元外，无其他对外担保，考虑到公司担保主要是支持子公司业务发展，公司或有负债风险不大。

截至 2016 年 3 月末，公司合计获得银行授信 285.69 亿元，尚未使用额度 89.11 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行 2016 年 5 月 6 日出具的企业信用报告，截至 2016 年 5 月 6 日，公司无未结清不良贷款。

总体看，跟踪期内，公司偿债能力仍属较强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达93.98亿元，约为“16怡亚01”本金（5.00亿元）的18.80倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达66.19亿元，约为“16怡亚01”本金（5.00亿元）的13.24倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16怡亚01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为13.38亿元，约为“16怡亚01”本金（5.00亿元）的2.68倍，公司EBITDA对“16怡亚01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入727.61亿元，约为“16怡亚01”本金（5.00亿元）的145.52倍，公司经营活动现金流入量对“16怡亚01”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内领先的供应链服务提供商，在规模、品牌、物流和网络等方面具有综合竞争优势，公司对“16 怡亚 01”的偿还能力很强。

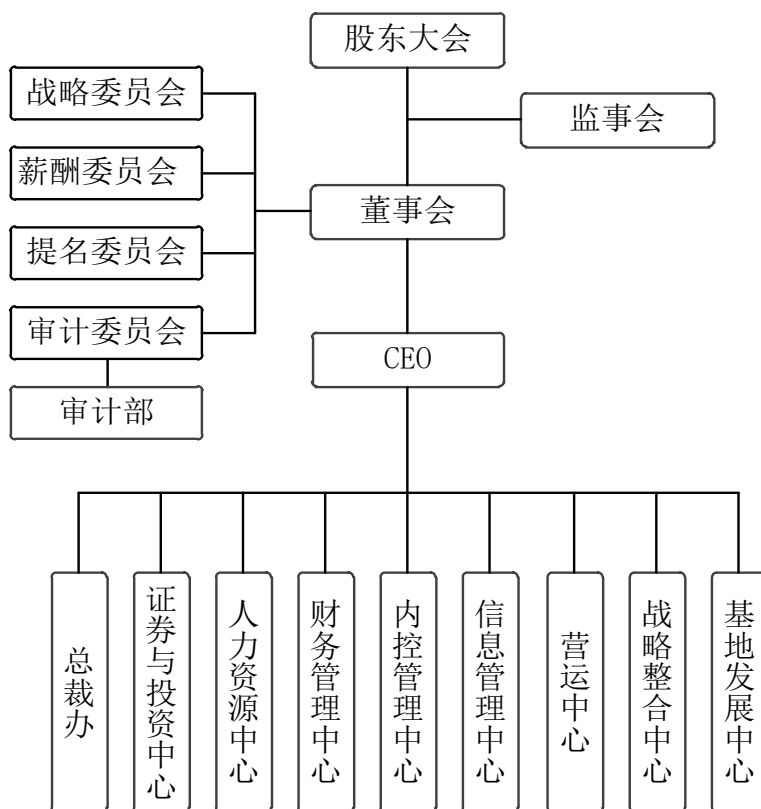
八、综合分析

2015年，深圳市怡亚通供应链股份有限公司作为国内领先的供应链服务提供商，积极发展主营业务，公司营业收入、利润水平和盈利规模均较2014年大幅提升，整体盈利能力较强。公司所具备的规模、品牌、物流和网络优势继续扩大。联合评级同时也关注到公司应收账款持续增长、负债率较高、债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“深度380平台”进入更多区域，公司的业务规模和行业影响力将不断提升，公司的收入和资产规模有望继续保持增长，综合实力将进一步增强。

综上，联合评级维持怡亚通的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 怡亚 01”的“AA”债项信用等级。

附件 1 深圳市怡亚通供应链股份有限公司 组织结构图



附件 2 深圳市怡亚通供应链股份有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	218.53	328.13	339.48
所有者权益（亿元）	39.04	66.19	70.98
短期债务（亿元）	151.36	217.59	220.84
长期债务（亿元）	13.53	18.84	20.64
全部债务（亿元）	164.89	236.43	241.48
营业收入（亿元）	338.06	399.39	134.93
净利润（亿元）	3.24	4.69	1.74
EBITDA（亿元）	8.66	13.38	--
经营性净现金流（亿元）	-32.80	-18.05	-13.73
应收账款周转率(次)	7.72	5.95	--
存货周转率（次）	11.97	8.16	--
总资产周转率（次）	1.86	1.46	--
现金收入比率（%）	67.74	106.91	96.77
总资本收益率（%）	4.86	4.65	--
总资产报酬率（%）	5.00	4.62	--
净资产收益率（%）	9.43	8.91	--
营业利润率（%）	5.17	7.00	7.28
费用收入比（%）	4.16	5.76	5.77
资产负债率（%）	82.13	79.83	79.09
全部债务资本化比率（%）	80.86	78.13	77.28
长期债务资本化比率（%）	25.74	22.16	22.53
EBITDA 利息倍数（倍）	1.72	1.89	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.06	--
流动比率（倍）	1.09	1.08	1.09
速动比率（倍）	0.88	0.84	0.81
现金短期债务比（倍）	0.52	0.43	0.37
经营现金流动负债比率（%）	-19.96	-7.48	--
EBITDA/代偿本金合计（倍）	1.73	2.68	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。